

De Pesocrisis

De pesocrisis raakt niet alleen de Mexicaanse economie, maar het hele internationale financiële stelsel. Op de financiële markten geldt steeds sterker dat kleine oorzaken grote gevolgen kunnen hebben.

De Mexicaanse peso is vanaf 19 december 1994 zeer sterk in waarde gedaald. Lag de koers ten opzichte van de dollar op 19 december nog op 3,4, op 17 maart 1995 was de koers ruim boven 7,0: een waardedaling van meer dan 100%. Het IMF heeft de crisis in Mexico dan ook bestempeld als de eerste grote crisis binnen de context van volledige globalisering van de internationale kapitaalmarkten. In dit artikel zal allereerst worden ingegaan op enkele ontwikkelingen in de aanloop naar de pesocrisis van december 1994. Vervolgens worden de belangrijkste directe oorzaken van de waardedaling van de peso beschreven. Ten slotte wordt de vraag beantwoord op welke wijze de pesocrisis invloed heeft gehad op de Mexicaanse economie, andere 'emerging markets', de dollar en het functioneren van het Europees Monetair Stelsel.

De aanloop tot de crisis

Van 1988 tot 1994 was het verlagen van de inflatie één van de belangrijkste beleidsuitgangspunten van het Mexicaanse economisch beleid. Een onderdeel hiervan was 'El Pacto Social', waarbij in jaarlijkse onderhan-

delingsronden tussen vakbonden en de particuliere sector de prijs- en loonstijgingen werden vastgesteld. De verwachte inflatie vormde hierbij de belangrijkste leidraad. Een van de instrumenten om de inflatie (verwachtingen) in de hand te houden was de koppeling van de peso aan de dollar en dus het importeren van het monetair anti-inflatoire beleid van de Fed. Vanaf 1989 was de peso aan de dollar gekoppeld via een 'crawling peg' en een zekere bandbreedte waarbij de onderste band vooraf door de regering werd aangegeven. De keuze voor deze koppeling ligt voor de hand: 80% van de Mexicaanse export gaat immers naar de Verenigde Staten. Hoge rentestanden waren weliswaar het gevolg, maar de problemen die zouden kunnen ontstaan werden door een relatief ruim monetair beleid wat verzacht. Figuur 1 laat zien dat, met name in het verkiezingsjaar 1994, het monetaire beleid ruim is geweest.

Door dit expansieve beleid en de koppeling aan de dollar is de Mexicaanse peso in reële termen sterk geapprecieerd en dit verklaart samen met de sterke economische groei, de snelle groei van de import en de stijgende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Eind 1994 was dit tekort opgelopen tot ruim 25 miljard dollar; 8% van het bbp. Ondanks het tekort op de lopende rekening was toegang tot de internationale kapitaalmarkt geen enkel probleem. De (ontwikkeling van de) macro-economische indicatoren in 1993 waren zeer bevredigend. De reële economische groei lag op 3% en de inflatie daalde tot onder de 10%. Daarnaast was sprake van omvangrijke directe investeringen (\$ 32 mrd in 1993). Kortlopende Mexicaanse staatsleningen in dollars (Tesobonos) waren het belangrijkste instrument om de hoge tekorten op de lopende rekening te financieren.

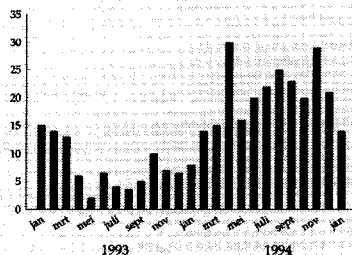
In de loop van 1994 kwam de peso wat onder druk te staan en deprecieerde in nominale termen ten opzichte van de dollar. Behalve het restrictieve beleid in de Verenigde Staten was de sociale en politieke onrust in Zuid-Mexico een belangrijke oorzaak. De opstand van de Zapatista's in Chiapas was een signaal dat de groeiende welvaart zeer ongelijk is verdeeld. De sociale spanningen werden verergerd door het NAFTA-akkoord. Er heerste grote angst onder met name de maïsboeren, dat men niet in staat zou zijn te concurreren met de goedkope maïs uit de Verenigde Staten. De internationale financiële markten reageerden direct op deze sociale onrust: de koers van de peso in dollars daalde van 3,106 op 31 december 1993 tot 3,113 op 4 januari 1994, en ook de Mexicaanse beurs noteerde een sterke koersdaling. Zowel de koers van de peso als de Mexicaanse beurs herstelden zich echter vrij snel.

De politieke en sociale onrust nam toe naarmate de verkiezingen dichterbij kwamen. Het dieptepunt was de moord op de presidentskandidaat van de regerende PRI, Luis Donaldo Colosio. Ook nu reageerden de financiële markten en moest de peso 2% inleveren. Nadat op 21 augustus de PRI-kandidaat Zedillo tot president werd gekozen, apprecieerde de peso tot 3,315 peso/dollar. Ook reageerde de beurs positief op de garantie dat het liberale beleid zou worden voortgezet.

De val van de peso

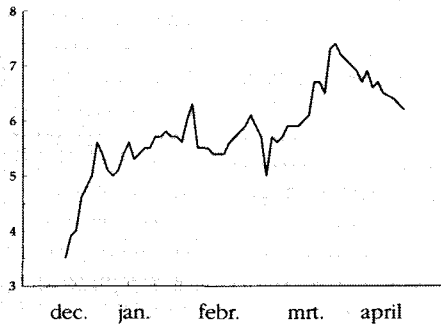
De directe oorzaken van de val van de peso met 13% op 20 december 1994 zijn de sterk toegenomen spanningen in Chiapas en de heftige kapitaaluitstroom. Vanaf 22 december wordt de koppeling losgelaten en zweeft de peso ten opzichte van de dollar. Het koersverloop is afgebeeld in figuur 2. Gedurende de eerste weken van januari wordt getracht de peso omhoog te praten. Zedillo maakt het herstelprogramma bekend waarvan verlaging van het tekort op de lopende rekening tot 3 à 4% van het bbp de kern vormt. Daarnaast worden forse bezuinigingen aangekondigd om ook via dit kanaal de inflatie te beheersen. Andere belangrijke onderdelen van het programma zijn de versnelling van het privatiseringsproces en de expliciete keuze voor een zwevende peso ten opzichte van de dollar. De Mexicaanse centrale bank

Figuur 1. Procentuele verandering van de basissgeldhoeveelheid door de Mexicaanse centrale bank, 1993-1994



Bron: Mexicaanse centrale bank en *Heineman Economic Research*, februari 1995.

Figuur 2. De peso/dollarkoers, 19 december 1994-11 april 1995



geeft aan waarom: "Our low level of reserves, the lack of credibility, means that if we were to fix the peso against the dollar tomorrow, whatever value we chose would probably come under immediate speculative attack" (*Financial Times*, 28 december 1994).

Al vanaf de 22e december wordt financiële hulp geboden door de Verenigde Staten via een tijdelijke kredietlijn van \$ 6 mrd. De korte opleving vanaf 28 december is het gevolg van een stijging van de Mexicaanse rente, de aankondiging van een omvangrijke multilaterale steunoperatie en de benoeming van de nieuwe minister van Financiën, Guillermo Ortiz.

Door de hogere rente en de lagere 'crediting' van Mexicaanse schulden door onder andere Moody's, wordt het gebruik van de Tesobonos steeds kostbaarder. Alleen al in 1995 moet 28 miljard dollar worden afgelost. Een voorproefje van de problemen die dit oplevert was reeds te zien op 10 januari. De sterke daling van de peso op deze datum heeft alles te maken met het feit dat de veiling van \$ 400 mln aan Tesobonos slechts \$ 64 mln opleverde.

Tussen 16 januari en 8 februari stabiliseert de koers op een niveau van rond de 5,4 peso/dollar. Slechts op 26 en 27 februari vinden er heftige koersfluctuaties plaats vanwege onduidelijkheden omtrent noodhulp uit de Verenigde Staten. De periode vanaf 9 februari laat zien dat de financiële markten nog steeds niet het vertrouwen in de peso terug hebben. Met name de nieuwe invulling van 'El Pacto Social', als gevolg van hogere inflatiecijfers, geeft veel onzekerheid. Ondanks versnelling van het privatiseringsproces, de financiële noodhulp en aangekondigde bezuinigingen herstelt de peso niet. Verkiezingsnederla-

gen van de PRI bij regionale verkiezingen en de voortdurende onlusten in het zuiden van Mexico zijn de belangrijkste oorzaken.

Op 17 maart staat de peso op het laagste peil sinds december: 7,40 peso/dollar. Vanaf 18 maart echter herstelt de koers tot 6,28 peso/dollar op 11 april. De vredesbesprekingen met de Zapatista's hebben resultaat en voor het eerst sinds november 1990 is er een overschot op de handelsbalans (\$ 452 mln in februari 1995).

Gevolgen voor Mexico

De internationale financiële steun heeft de liquiditeitscrisis kunnen oplossen, maar de pesocrisis heeft ernstige gevolgen voor de reële economie. Extreem hoge rente (90%), een sterk oplopende inflatie (50% in 1990), daling van de koopkracht en hierdoor sterke terugval van de particuliere consumptie en het instorten van de investeringen veroorzaken een daling van het bbp in 1995. De regering lijkt er nu op aan te sturen om de peso te stabiliseren binnen het systeem van zwende wisselkoersen, door te bezuinigen en de btw te verhogen tot 15%. Hoewel de koers van de peso enigzins gestabiliseerd is, is terugkeer naar een vaste wisselkoers niet mogelijk vanwege de lage waarde van de internationale reserves en de vertrouwensbreuk met de financiële markten.

Voor de middellange termijn geven met name de oplopende inflatie en de compenserende looneisen enige redenen tot bezorgdheid. Om te kunnen profiteren van een devaluatie is een zekere mate van geld-illusie of vrijwillige loonmatiging essentieel. Het ligt niet voor de hand dat de vrijwillige loonmatiging nog veel langer wordt geaccepteerd. Hogere looneisen zul-

len het effect van de devaluatie snel teniet doen. Inkrimping van de import met alle gevolgen van dien voor de handelspartners zal dan het resultaat zijn.

De daling van de koopkracht, de hoge rentes en de sterke daling van het consumentenvertrouwen hebben het Mexicaanse bedrijfsleven in grote moeilijkheden gebracht. Met name de rentelasten zijn nauwelijks meer te dragen door de particuliere sector. Berichten van problemen bij het terugbetalen van schulden worden steeds talrijker en blijven niet beperkt tot de kleine bedrijven. Voor het inefficiënte Mexicaanse bankwezen komen eveneens moeilijke tijden, waarin de solvabiliteit onder druk komt te staan. De pesocrisis heeft reeds in sterke mate de activaposten aangetast en Moody's heeft de 'credit rating' van de Mexicaanse banken Banamex en Bancoamer begin januari reeds verlaagd van Ba2 naar B1. Het is wat dat betreft een teken aan de wand dat de eerste banken al signalen hebben gegeven dat de voorgeschreven dekkingsvoorschriften voor uitstaande leningen niet meer worden gehaald. Het percentage 'bad loans' (vóór de crisis 8, nu 15 tot 20), is sterk toegenomen omdat bedrijven en particulieren niet meer in staat zijn de hoge rentelasten te betalen. De overheid tracht met behulp van zogenaamde 'Unidades de Inversion' de toegenomen hoeveelheid bad loans te herstructureren tot geïndexeerde leningen.

Ten slotte is het noodzakelijk dat de Mexicaanse spaarquote, nu minder dan 17%, verhoogd wordt zodat de investeringen voor een groter deel gefinancierd kunnen worden met binnenlandse besparingen.

Gevolgen voor emerging markets

De crisis in Mexico raakt ook andere emerging markets in Latijns-Amerika en Azië. De gevolgen voor deze markten hangen af van de wijze waarop internationale beleggers en investeerders differentiëren tussen individuele landen en regio's. De vraag is of de nadruk in de analyse wordt gelegd op de overeenkomsten tussen Mexico en andere gebieden, of dat juist de verschillen worden geaccentueerd. In de nieuwste *Asian Development Outlook* doet de Asian Development Bank het laatste, en wordt 'systemic risk' voor de Aziatische markten onwaarschijn-

lijk geacht. Maar Alan Greenspan van de Fed ziet wel degelijk de mogelijkheid dat de pesocrisis een kapitaalvlucht op grote schaal in gang kan zetten uit Argentinië, Brazilië en landen die op geen enkele wijze gekoppeld zijn aan Mexico.

De Argentijnse minister van Economische Zaken, Domingo Cavallo, probeert daarom de buitenlandse investeerders te overtuigen dat zowel de Argentijnse economie als het beleid afwijken. Veel nadruk wordt gelegd op verschillen, zoals het currency board systeem in Argentinië waarbij de binnenlandse geldschepping volledig wordt bepaald door reserves, het lage tekort op de lopende rekening, de snellere voortgang van het privatiseringsproces, de hogere economische groei in de jaren negentig, de lagere buitenlandse schuld en de stabiliteit in de sociale verhoudingen. Anderzijds kan met groot gemak ook nadruk worden gelegd op de overeenkomsten tussen beide landen, zoals het grote begrotingstekort, een overgewaardeerde valuta en de groei van de korte-termijnschulden. Voor Brazilië kan min of meer dezelfde analyse worden gemaakt.

Hoewel beurzen in geheel Latijns-Amerika onder druk zijn komen te staan en ook in Azië een lichte aarzeling te bemerken is onder investeerders en beleggers, heeft een groot-schalige algemene kapitaalvlucht uit deze gebieden niet plaatsgevonden. Een specialist van Bear Sterns geeft echter aan dat er nog steeds gevaar dreigt: "The view of many investors is that if things get really nasty the differences may be less important than the similarities" (*Financial Times*, 3 maart 1995).

De dollar en het EMS

Ook het Europees Monetair Stelsel (EMS) heeft gevolgen ondervonden van de pesocrisis. De invloed loopt via twee kanalen. Ten eerste is er het gevaar van een psychologisch effect: algemeen wantrouwen tegen 'zwakke' munten. Vooral indien dit wantrouwen wordt gevoed door het gedrag van de overheid, hoge overheidstekorten en -schulden, worden speculatieve aanvallen waarschijnlijker.

De tweede relatie tussen de pesocrisis en het EMS loopt via de dollar. Een zwakke dollar zorgt voor een vlucht in de DM en een sterke DM geeft spanningen binnen het EMS. Men

hoeft alleen maar te denken aan de devaluaties van de Spaanse peseta en de Portugese escudo van een maand geleden. Het is duidelijk geworden dat de dollar zeer gevoelig is voor economische en politieke ontwikkelingen van het NAFTA-lid Mexico. De fluctuaties van de dollar in de laatste maanden van 1994 en begin 1995 vertoonden een sterke mate van samenhang met korte-termijn renteverwachtingen in de Verenigde Staten. De Mexicaanse crisis heeft ervoor gezorgd dat het monetaire beleid in de Verenigde Staten deels bepaald is door de peso; renteverhogingen door de Fed zijn daarom uitgebleven. Daarnaast wordt duidelijk dat de prognoses omtrent de economische groei naar beneden moeten worden bijgesteld als gevolg van de exportdaling naar Mexico. Ook het NAFTA-verdrag wordt zwaar op de proef gesteld door de crisis. Hoewel de 'traditionele' oorzaken van de lage dollar (handels- en begrotingstekort, rentever verschillen) nog steeds gelden en economische data hieromtrent slechts marginale veranderingen laten zien, is de dollar vanaf midden december sterk in waarde gedaald (van 1,75 tot 1,56 op 3 maart en 1,51 op 19 april). Deze depreciatie moet met name gezocht worden in de recente financiële crisis in Mexico en (daaraan gekoppeld) de minder forse renteverhogingen in de Verenigde Staten.

Slot

De pesocrisis heeft duidelijk gemaakt dat de economische ontwikkelingen steeds sterker bepaald worden door ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkt. Een te ruim monetair beleid en een hoog tekort op de lopende rekening werkt kapitaalvlucht in de hand, en binnenkomende kapitaalstromen blijken opeens tijdelijk van aard. Een financiële crisis met nadelige gevolgen voor de reële economie, niet alleen voor het land zelf maar ook voor andere landen, is dan het resultaat. Voor de Verenigde Staten is de teruggang van de Mexicaanse koopkracht problematisch; het handelsoverschot van ruim \$ 2 miljard in 1994 zal sterk dalen met nadelige consequenties voor de werkgelegenheid in vooral het zuiden van de Verenigde Staten. De gevolgen voor andere emerging markets met name in Latijns-Amerika waren in de eerste weken na de peso-loskoppeling dramatisch. De

Argentijnse beurs zakte onder het niveau van augustus 1991, er vond een sterke toename plaats van 'bad loans' en het publiek haalde in Argentinië op grote schaal het geld van de banken. Ook de Braziliaanse beurs heeft de eerste weken grote dalingen van meer dan 5% per dag laten zien.

De peso-crisis lijkt in termen van liquiditeit te zijn opgelost; Argentijnse en Braziliaanse Bradys zijn de afgelopen maand fors in prijs gestegen en er blijken allerlei maatregelen in Mexico en in andere emerging markets te zijn genomen die in staat zijn de financiële markten te stabiliseren. Te denken valt hierbij aan het opzetten van een peso-termijnwacht in Mexico, het uitbetalen van de Tesobonos in dollars en het 'Banking Safety Net'-plan in Argentinië. Tegelijk maakt de \$ 17 mrd IMF-steun aan Mexico duidelijk dat het gevaar van een 'systemic risk' hoog werd ingeschat.

De financiële crisis in Mexico illustreert hoezeer de onderlinge verwevenheid van economieën door de vrije wereldmarkt voor kapitaal is toegenomen. Wordt het niet tijd om het gereedschap van het IMF voor het oplossen en signaleren van een monetaire crisis te heroverwegen?

Haico Ebberts

De auteur is universitair docent internationale economie bij de Universiteit Nijenrode te Breukelen.