

# De schuldherstructurering van Mexico

DRS. W.F. VERHAGEN\*

## Inleiding

Ruim twee jaar nadat de Mexicaanse overheid aan haar crediteuren liet weten dat zij niet langer in staat was aan de aflossingsverplichtingen over de buitenlandse schuld te voldoen, is een ingrijpende langlopende schuldherstructureringsovereenkomst gesloten met het Westerse bankwezen.

In dit artikel wordt eerst aangegeven wat de voornaamste oorzaken van de problemen waren en hoe in eerste instantie naar een oplossing werd gezocht. Vervolgens wordt ingegaan op de beleidsaanpassingen in Mexico. Het succes hiervan baande de weg voor de langlopende schuldherstructurering, die wellicht ook voor een aantal andere landen met omvangrijke schuldproblemen toepasbaar kan zijn. De stap van éénjarige naar langlopende overeenkomsten luidt een nieuwe fase in voor landen die met succes een IMF-aanpassingsprogramma hebben doorgevoerd.

## Achtergronden van de crisis in 1982

Het begrotingsbeleid dat tot 1982 gevoerd werd, droeg de oorzaken van de crisis in zich. Gebaseerd op de verwachting dat de inkomsten uit de oliesector zouden blijven stijgen, werd een zeer expansief overheidsbeleid gevoerd. Terwijl de olieinkomsten in pesos zeer snel stegen – ook nog in 1982 als gevolg van de devaluatie – werd bij de niet-olie-inkomsten slechts een beperkte toename geregistreerd. De overheidsuitgaven stegen zowel in de lopende sfeer als op de kapitaalrekening in een nog hoger tempo dan de inkomsten. In 1982 stegen met name de rentebetalingen en de transfers aan staatsbedrijven (verliesdekking uit hoofde van de devaluatie-effecten) zeer snel. De uitgavenstijging op deze twee posten alleen al, vergrootte het tekort met 8,5% van het bruto binnenlands produkt. De tekorten werden in toenemende mate extern gefinancierd, waardoor de buitenlandse schuld zeer snel steeg (tabel 1).

De ruime beschikbaarheid van buitenlandse leningen leidde er toe dat herziening van het overheidsbeleid voortdurend kon worden uitgesteld. Hoewel hierdoor de pijn van aanpassing vooruit werd geschoven, werd het land wel opgezadeld met een

Tabel 1. Bruto middellange en lange kapitaalvoer (publieke sector) en schuldontwikkeling (in mrd. \$)

	1977	1979	1981	1982
Kapitaalvoer	6,2	10,4	13,8	14,3
Publieke sector:				
Uitstaande schuld				
– lang	20,2	28,3	42,2	49,5
– kort	2,7	1,4	10,8	9,3
Totaal	22,9	29,7	53,0	58,8

Bron: Wereldbank.

buitengewoon hoge schuld, waarvan renten en aflossingsverplichtingen gedurende decennia een restrictief beleid zullen dicteren.

Het expansieve begrotingsbeleid vertaalde zich, ondanks stijgende olieprijsen, in een stijgend tekort op de handelsbalans. De verslechtering van de lopende rekening voltrok zich in een nog hoger tempo als gevolg van stijgende rentebetalingen over de grotendeels op variabele rente gebaseerde buitenlandse schuld (tabel 2).

Van additionele invloed op de verslechtering van de externe positie was de reële appreciatie van de peso 1), veroorzaakt door de constante peso-dollar-wisselkoers bij snel stijgende inflatie in Mexico. Hierdoor verslechterde de concurrentiepositie van de niet-olie-exportindustrie. Het niet-olie-exportvolume daalde van 1979 tot en met 1982 jaarlijks met gemiddeld ruim 3%.

In 1982 trad weliswaar enige verbetering op als gevolg van een scherpe invoerdaling (–40%) waardoor de handelsbalans weer een overschot te zien gaf, maar toen was in wezen het kwaad al geschied. Door het ho-

Tabel 2. Lopende rekening van Mexico 1977-1981 (in mrd. \$)

	1977	1979	1981
Goederenexport	4,6	9,3	19,9
Goederenimport	– 5,6	– 12,1	– 24,0
Handelsbalans	– 1,0	– 2,8	– 4,1
Diensten- en transferbalans	– 0,9	– 2,7	– 9,8
Lopende rekening	– 1,9	– 5,5	– 13,9

Bron: IMF, *International financial statistics*, november 1984.

ge tekort op de lopende rekening in 1981, de verslechtering van de overheidsfinanciën en de toenemende financiering van de tekorten met (korte) buitenlandse leningen, verloor men het vertrouwen in Mexico. Het is om deze reden dat de regeringsmaatregelen in de loop van 1982 – o.a. devaluatie, bezuinigingen, importrestricties – geen effect meer sorteerden.

Toen enerzijds de kapitaalvlucht gigantische vormen aannam 2) en anderzijds de korte leningen niet langer werden doorgerold, was de crisis een feit. Op 22 augustus 1982 kreeg Mexico van het bankwezen uitsluitend van betaling der aflossingen (een z.g. moratorium) over de buitenlandse schuld van de overheid. Door dit moratorium kreeg Mexico tijd om met de banken en het IMF onderhandelingen te beginnen over zowel extra financiële hulp als een structurele heroriëntering van het economische beleid.

## Eerste hulp

Ter overbrugging van de onderhandelingsperiode werd door de Amerikaanse centrale bank (de Fed), het Amerikaanse Ministerie van Financiën en de BIS een *overbruggingskrediet* van \$1,85 mrd. ter beschikking gesteld. Met het IMF werd eind december 1982 overeenstemming bereikt over een krediet van het IMF aan Mexico ter grootte van \$3,9 mrd. Tevens werd met het IMF een aantal voorwaarden voor het economisch beleid geformuleerd. Deze voorwaarden hadden onder meer betrekking op het terugdringen van het begrotingstekort van de overheid en het verminderen van de binnenlandse kredietverlening, ten einde de inflatie te doen verminderen en de tekorten op de betalingsbalans terug te dringen.

Voor de sleutelvariabele in het IMF-programma, het begrotingstekort, werden de volgende doelstellingen geformuleerd (tabel 3).

Tabel 3. Begrotingstekort als percentage van het bruto binnenlands produkt

1982 (feitelijk)	1983	1984	1985
18,3	8,5	5,5	3,5

De als resultaat hiervan verwachte verbetering van de externe positie zou moeten leiden tot een lagere behoefte aan externe financieringsmiddelen. Tevens werd door deze operatie de zo nodige ruimte gegeven aan de private sector. Dit laatste is met na-

\* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) De appreciatie van de reële effectieve wisselkoers van de peso van 1979 (Q1) tot en met 1981 (Q4) bedroeg 30%.

2) Een indicatie voor de omvang van de kapitaalvlucht vormt de post „errors and omissions” op de betalingsbalans. Tussen 1980 en 1982 bedraagt dit saldo in totaal \$20 mrd.

me van belang omdat voor de toekomst niet kan worden verwacht dat de oliesector een substantiële bijdrage aan de economische groei zal kunnen leveren.

Een van de kenmerken van een IMF-programma is dat ieder kwartaal wordt bezien in hoeverre het land voldoet aan de IMF-eisen. Pas na goedkeuring wordt het krediet voor het desbetreffende kwartaal ter beschikking gesteld. Deze procedure impliceert dat het IMF een zeer directe controle en invloed heeft op het economisch beleid.

De overeenkomst met het IMF had tot gevolg dat de crediteurbanken – zij het schoorvoetend – akkoord gingen met het verstrekken van nieuwe kredieten. Per bank moest een bedrag, overeenkomend met 7% van de vorderingen op 23 augustus 1982, ter beschikking worden gesteld. Hierdoor kwam \$5 mrd. op tafel. De renteopslag bedroeg 2¼% boven libor of 2½% boven US-prime.

Onderwijl werd met de banken een raamovereenkomst opgesteld voor de herstructurering van de buitenlandse schuld van de Mexicaanse overheid, vervallend tussen augustus 1982 en eind 1984 (\$23,6 mrd.). Deze aflossingen werden verschoven naar de periode 1987-1990. De renteopslag werd vastgesteld op 1⅞% boven libor of 1¾% boven US-prime.

Ter dekking van de financieringsbehoefte voor 1984 werden de crediteurbanken nogmaals verzocht nieuwe kredieten ter beschikking te stellen; ditmaal 6% van het obligo per bank. Daar ook deze keer bijna alle banken meededen, kwam \$3,8 mrd. beschikbaar. De rente-opslag daalde verder tot 1½% boven libor of 1⅞% boven US-prime.

Al deze overeenkomsten hadden tot doel de acute financieringsproblemen te verlichten, ruimte te creëren voor een verandering van het beleid en tijd te geven voor onderhandelingen over een meerjaren-overeenkomst voor herstructurering van de buitenlandse schuld van de overheid.

## De recessie

Onder leiding van de op 1 december 1982

nieuw aangetreden president Miguel de la Madrid werd met kracht het stabilisatie-programma van het IMF doorgevoerd. Ter vermindering van het begrotingstekort werden onder meer de volgende maatregelen getroffen:

- verhoging van het BTW-tarief van 10% naar 15% (en naar 20% voor luxe goederen);
- hogere belastingen voor de hoge inkomens (boven 5 × het minimumloon);
- intrekking van belastingvrijstelling voor enkele bedrijfstakken (benzinstations, transportondernemingen en de houtindustrie);
- scherpe verhoging van benzineprijzen en tarieven van openbare-nutsbedrijven;
- reële daling van de overheidsinvesteringen met 42% en van de lopende uitgaven met bijna 9%.

In constante prijzen lag het tekort in 1983 ruim 54% lager dan in 1982. Begeleidende hervormingen betroffen onder meer het overgaan op een rentebeleid, dat gericht is op het stimuleren van besparingen en ontmoedigen van kapitaalvlucht en een reële depreciatie van de peso met 35% voor de gecontroleerde koers en dagelijkse afwaardering met 13 centavos.

Dat Mexico hierdoor in een diepe recessie kwam, zal duidelijk zijn (zie tabel 4). Het hardst getroffen werden de nijverheid en de bouw, welke in 1983 produktie-afnames van respectievelijk 7% en 14% registreerden. Dat de werkgelegenheid desondanks stabiel bleef, was voor een belangrijk deel te danken aan de reële loondaling met ruim 20%. Zonder de welwillende medewerking van de vakbonden, zouden met name de sociale kosten van het aanpassingsbeleid veel hoger gelegen hebben.

Het feit dat succes werd geboekt bij het aanpassingsbeleid heeft Mexico's onderhandelingspositie met het bankwezen duidelijk verbeterd. Dit komt met name tot uiting in de continue daling van de renteopslag welke Mexico moet betalen bij de diverse financieringsovereenkomsten. Daarnaast heeft dit succes er juist toe geleid dat de banken bereid zijn geweest ac-

tief medewerking te verlenen aan het tot stand komen van een langlopende overeenkomst.

## De meerjaren-herstructurering

Bij vrijwel alle schulderstructureringen was het tot nu toe gebruikelijk dat de bedragen welke binnen één à twee jaar zouden moeten worden afgelost, over meestal zeven jaren werden gespreid. In het geval van Mexico is nu in principe overeengekomen de aflossingsverplichtingen van verscheidene jaren (1985-1990) te spreiden over een groter aantal jaren (14 jaar). Het uitgangspunt is dat voor Mexico voldoende financiële ruimte zou moeten worden gecreëerd, opdat het land niet ieder jaar met een verzoek om herstructurering hoeft te komen. In totaal zijn aflossingen ter grootte van \$48,6 mrd., welke voldaan zouden moeten worden tussen 1985 en 1990, gespreid over 14 jaar (1984-1998). Zowel het bedrag als de looptijd zijn uniek. Het pakket van \$48,6 mrd. bestaat uit drie onderdelen:

1. \$20 mrd., vervallend tussen 1985-1990, moet nu worden afgelost tussen 1986-1998. Rente-opslag libor: + ⅞% (1985-1986); libor + 1⅞% (1987-1991) en libor + 1¼% (1992-1998);
2. \$23,6 mrd. moest oorspronkelijk tussen augustus 1982 en eind 1984 worden afgelost, maar werd in 1983 gespreid over 1987-1990. Nu is dit weer verder verschoven naar 1987-1998. Zelfde rente-opslag als bij 1;
3. \$5 mrd. werd in 1983 door de banken als extra krediet verschafte en zou oorspronkelijk tussen 1986-1989 moeten worden afgelost. Nu moet een deel alvast in 1984 worden betaald; de rest vervalt tussen 1989 en 1994. Rente-opslag libor + 1½% of prime + 1⅞%.

Daar niet alleen de aflossingen een last vormen, maar eveneens de rentebetalingen – bij een totale schuld van \$96 mrd. – zeer omvangrijk zijn, werd de renteopslag over de geherstructureerde schuld verder verlaagd. Over de gehele looptijd bedraagt de rente-opslag gemiddeld 1,11% boven libor. Een extra voordeeltje is dat de crediteuren nu niet meer mogen kiezen voor een rente-opslag boven US-prime 3). Van de totale publieke schuld is nu 86% op libor en 14% op prime gebaseerd. De lagere rente-opslag en het vervallen van de prime-optie betekenen een jaarlijks voordeel van \$400 mln.

Een – mogelijk – verdere verlaging van de rentelast is ontstaan doordat voor niet-Amerikaanse banken de mogelijkheid is gecreëerd om hun in dollars luidende vorderingen om te zetten in vorderingen in de eigen valuta (de „currency switch”).

3) De prime-rate ligt in de VS momenteel op 11¼% terwijl libor 9½% is.

Tabel 4. De groei, val en het herstel van Mexico (volumemutaties, in pesos van 1980)

	1977-1981	1982	1983	1984	1985
Bruto binnenlands produkt (% per jaar)	8,4	- 0,5	- 4,7	1,1	3,7
Particuliere consumptie	7,0	- 6,7	- 10,6	0,6	—
Overheidsconsumptie	9,8	2,4	- 5,5	- 0,7	—
Particuliere investeringen	12,9	- 19,5	- 18,0	2,7	—
Overheidsinvesteringen	20,3	- 12,6	- 29,2	2,4	—
Export (goederen en -diensten)	17,8	16,9	24,0	—	—
Import (goederen en -diensten)	26,1	- 37,4	- 39,4	—	—
	1981				
Saldo lopende rekening (in mrd. \$)	- 13,9	- 5,7	5,2	4	0
Exportwaarde goederen (...)	19,9	22,1	22,2	23,3	24
Importwaarde goederen (...)	24,0	14,4	7,7	10,6	14
Internationale reserves (per ultimo, in mrd. \$)	4,1	0,8	3,9	8 (sept.)	—
Inflatie (% per jaar)	27,9	59,0	101,9	65	40
Reële lonen (...)	—	—	- 23	- 6	0

Bronnen: Wereldbank, IMF en de Mexicaanse overheid (Secretaria de Hacienda y Credito Publico). Cijfers 1984 en 1985 zijn ramingen SHCP.

Omdat de rente op guldens, D-marken en yens lager is dan op dollars, zou dit een vermindering van de rentelast betekenen.

Hier staat echter tegenover dat Mexico een wisselkoersrisico loopt. Daar de inkomsten van Mexico praktisch volledig in dollars luiden (olie), zal een daling van de koers van de dollar (= stijging van de koers van de gulden) het rentevoordeel (deels) teniet kunnen doen. Of Mexico uiteindelijk wint of verliest bij de mogelijkheid van valutaverandering kan uitsluitend achteraf vastgesteld worden.

Wanneer eind 1984 alle betrokken banken akkoord zijn gegaan met dit herstructureringsvoorstel, zijn de directe liquiditeitsproblemen duidelijk verminderd. Immers, zonder deze overeenkomst zou tussen 1985 en 1990 gemiddeld \$ 10 mrd. per jaar moeten worden afgelost. Zoals uit de figuur blijkt, is het nu overeengekomen aflossingsschema veel gelijkmatiger en realistisch(er).

## Onzekerheden

Dit betekent echter niet dat het Mexicaanse perspectief nu louter rozegeur en maneschijn is. In de eerste plaats moet Mexico jaarlijks aan *rente* alleen al een bedrag van \$ 10-12 mrd. betalen. Uitgaande van de veronderstelling dat Mexico evenwicht wil hebben op de lopende rekening van de betalingsbalans, betekent dit dat de exportinkomsten jaarlijks dit bedrag hoger moeten zijn dan de importuitgaven. Dit impliceert dat gedurende vele jaren een zeer restrictief invoerbeleid moet worden gevoerd, waarbij dan – met het oog op een gezonde economische ontwikkeling – slechts in beperkte mate ruimte is voor de invoer van (luxe) consumptiegoederen. Alleen indien de invoer gericht zal zijn op onder meer het opbouwen van een brede en internationaal concurrerende niet-olie exportindustrie, zal op lange termijn meer financiële ruimte ontstaan. Voor wat betreft

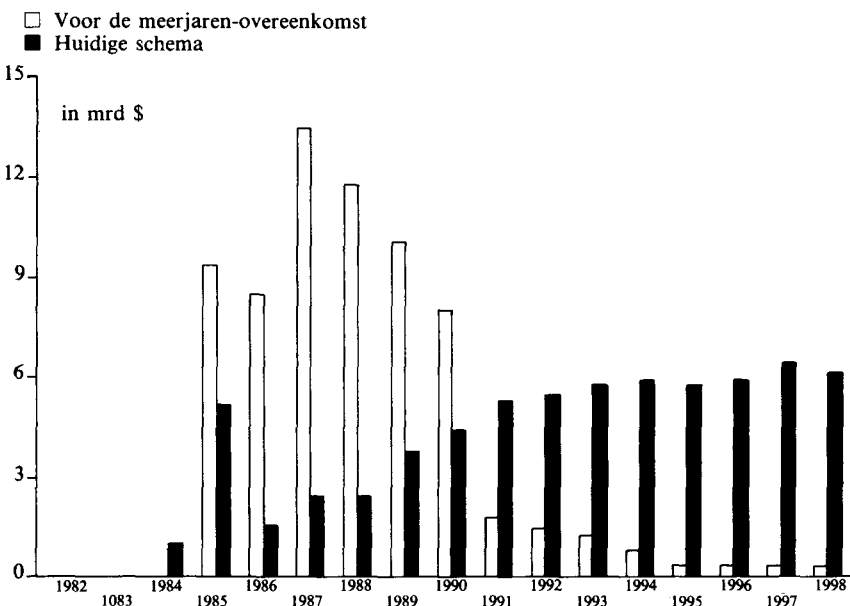
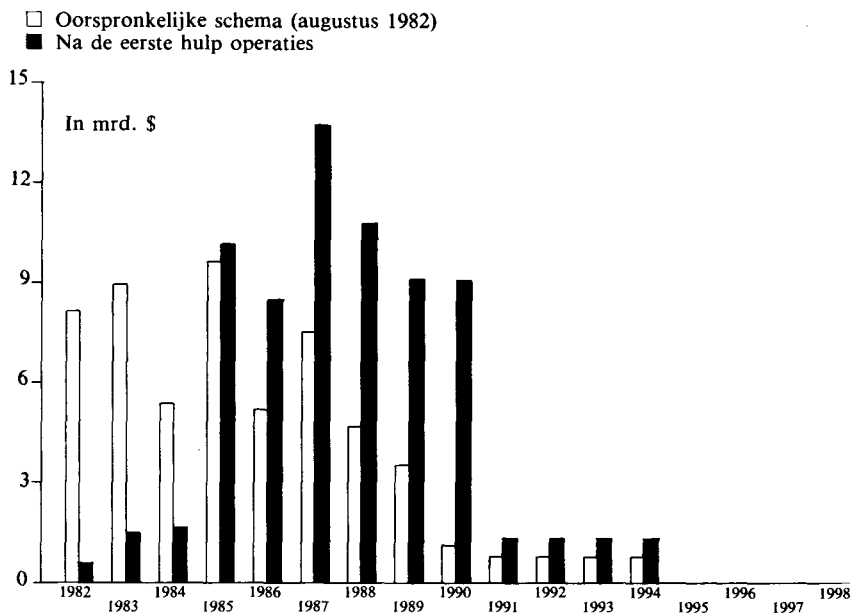
de exportinkomsten, biedt de huidige zwakke situatie op de wereld-oliemarkt weinig uitzicht op snel stijgende exportinkomsten uit olie.

In de tweede plaats moeten er *aflossingen* worden voldaan. Aangezien, zoals gesteld, er in het meest optimistische geval vanuit gegaan kan worden dat een evenwicht op de lopende rekening haalbaar is, kunnen aflossingen alleen worden gefinancierd uit nieuwe leningen. Bij haar langetermijnprojecties gaat de Mexicaanse regering er vanuit dat de banken enerzijds bereid zullen zijn om elke aflossing direct weer uit te lenen aan Mexico en anderzijds dat daarenboven op vrijwillige basis nog meer kredieten zullen worden verstrekt. Deze laatste veronderstelling is van cruciaal belang. Er kan alleen aan worden voldaan indien zowel de overheid een vertrouwenwekkend beleid blijft voeren, als de banken een terdege en snel inzicht verkrijgen in de resultaten van het beleid. Om aan dit tweede punt tegemoet te komen hebben Mexico, de banken en het IMF afgesproken dat de halfjaarlijkse IMF-rapporten over Mexico aan de banken ter inzage zullen worden gegeven.

## Conclusie

Mexico heeft zich grote opofferingen getroost om uit een diep dal te komen. Zowel de vakbonden als het internationale bankwezen hebben zich hierbij zeer coöperatief opgesteld. Door het met succes doorvoeren van het aanpassingsbeleid hoopt men dat het bankwezen op de middellange termijn weer vertrouwen zal krijgen in de Mexicaanse economie. Het voorstel tot herstructurering van de aflossingen zoals dat nu op tafel ligt is voor Mexico het hoogst haalbare. Zonder de reeds doorgevoerde beleidswijzigingen zou dit niet tot stand hebben kunnen komen. Er zijn echter nog tal van onzekerheden hetgeen er toe leidt dat het te vroeg is om te concluderen dat het probleem Mexico is opgelost.

W.F. Verhagen



4) De hoge aflossingsverplichtingen in 1985 (\$ 5,2 mrd.) bestaan voor \$ 3,8 mrd. uit Pemex-accepten en \$ 1,4 mrd. uit niet-bank schuldverplichtingen.