

## Investeren in Mexico

*Buitenlandse investeringen zijn voor de ontwikkeling van de Mexicaanse economie onontbeerlijk. Met een pakket van fiscale maatregelen, handelsliberalisatie en inflatiebestrijding poogt Mexico het investeringsklimaat te verbeteren.*

Gedurende de laatste vijftien jaar heeft Mexico op economisch gebied turbulente tijden doorgemaakt. In 1976, tijdens de regering van Echeverría, werd de peso voor het eerst in 23 jaar ten opzichte van de dollar gedevalueerd en wel met 60%. Onder het presidentschap van López Portillo in een periode van sterke olieprijsstijgingen vond de ontdekking van nieuwe grotere olievoorraden plaats. Buitenlandse banken toonden een grotere bereidheid om aanzienlijke leningen te verstrekken. De aangetrokken middelen werden vooral gebruikt om de binnenlandse consumptie op peil te houden en in mindere mate om produktieve investeringen te financieren.

De daarop volgende daling van de olieprijs en de stijging van de dollar leidden tot problemen bij het nakomen van de schuldverplichtingen. Dientengevolge stond het presidentschap van Miguel de la Madrid (1982-1988) in het teken van onderhandelingen over aanvullende leningen, 'rescheduling' en schuldvermindering. Tevens bleek in 1982 een tweede devaluatie, nu met 250%, onvermijdelijk. Bij zijn aantreden in 1988 heeft Salinas de Cortari een krachtig herstel-

programma aangekondigd met als doel een efficiëntere economie. De belangrijkste elementen van het herstelprogramma zijn:

- toeneming van de buitenlandse investeringen;
- vermindering van de hoog opgelopen inflatie.

Na jaren van stagnatie en zelfs teruggang werd voor 1991 weer een reële economische groei van ruim 3% verwacht. De netto buitenlandse investeringen bedroegen in 1990 ongeveer 2,5 miljard dollar, het niveau van voor de schuldencrisis. Er zijn aanwijzingen dat het vluchtkapitaal weer terugkeert. Mexico heeft weer toegang tot de buitenlandse kapitaalmarkten, zij het tegen hoge tarieven. De inflatie is in enkele jaren teruggebracht van 160% in 1987 tot 30% in 1990. In het nu volgende wordt bekeken welke factoren positief en welke negatief inwerken op de buitenlandse investeringsbeslissingen.

### Buitenlandse investeringen

Het eerste beleidspunt betreft het actief stimuleren van buitenlandse investeringen. Buitenlandse investeringen combineren namelijk de toe-

vloed van kapitaal met de import van technische know how en kennis op het gebied van marketing en management. Het doel was om de netto directe buitenlandse investeringen te laten toenemen tot 5 miljard dollar. Hierin is men slechts gedeeltelijk geslaagd (zie figuur 1).

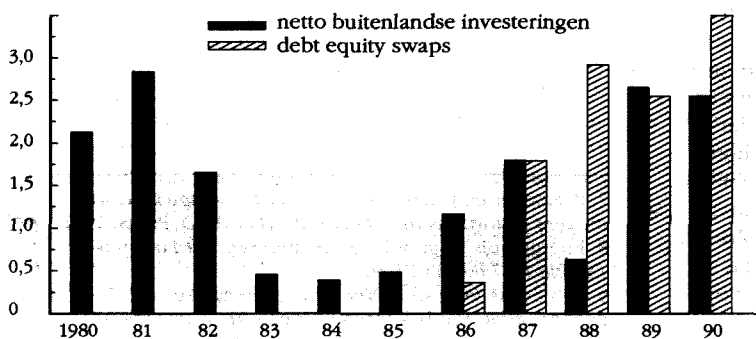
Een aantal omstandigheden maakt investeren in Mexico aantrekkelijk. De loonkosten zijn vergeleken met die in de VS erg laag. Het officiële minimumloon voor ongeschoolde arbeid bedraagt omgerekend nog geen f 7 per dag. Daarnaast gelden er gunstige voorwaarden voor de export naar de koopkrachtige Amerikaanse markt. Dat geldt bij voorbeeld voor goederen die vallen onder het General System of Preferences en die voor minimaal 35% van de toegevoegde waarde in Mexico zijn geproduceerd. Tevens zijn er onderhandelingen gaande met de VS en Canada over een trilateraal vrijhandelsverdrag, waardoor te verwachten is dat de inter-Amerikaanse handel verder zal worden geliberaliseerd.

Het actief stimuleren van buitenlandse investeringen bestaat voornamelijk uit het in hoog tempo opheffen van bestaande beperkingen. Vooral de regels die golden voor de op export gerichte assemblagebedrijven, de zogenaamde 'maquiladora's', zijn versoepeld.

Maquiladora's zijn productievestigingen in Mexico die van de overheid, vanwege hun op export gerichte karakter, speciale voorrechten krijgen. Ze kunnen machines, onderdelen, grondstoffen en dergelijke vrij invoeren waarmee door middel van goedkope Mexicaanse arbeid eindprodukten worden vervaardigd. De produktie wordt vervolgens voornamelijk in de Verenigde Staten afgezet. De bedrijven kunnen zowel worden opgezet door Mexicanen als door buitenlanders. Naast de vrijstelling van importheffingen (in het algemeen 4%), zijn er nog andere voordelen:

- geen restricties verbonden aan volledig buitenlands eigendom;
- specifieke financiële voordelen voor buitenlands personeel;
- vrijstelling van btw voor het gedeelte van de produktie dat in het buitenland wordt afgezet;
- sinds 1991 vrijstelling van de belasting (2%) op activa<sup>1</sup>.

**Figuur 1. Netto buitenlandse investeringen en 'debt-equity swaps'<sup>a</sup> in Mexico (in miljarden dollars)**



a. 'Debt-equity swaps' omvatten hier directe plus portfolio investeringen.

Bronnen: IMF, *International financial statistics yearbook*, oktober 1991 en Wereldbank, *World debt tables 1990-91*, deel 1, blz. 58 en 64.

1. M. Monroy en M. Marshall, 1990 tax changes, *Industria Maquiladora*, februari 1991.

Het maquiladora-programma is in het midden van de jaren zestig door de Mexicaanse overheid gestart om buitenlands kapitaal aan te trekken en de export aan te moedigen. Het blijken voornamelijk Amerikaanse en Mexicaanse bedrijven te zijn die aan de grens met Mexico assemblagebedrijven opzetten. Meer dan de helft van de maquiladora's heeft een Amerikaanse eigenaar. De Japanners en Europeanen lijken vooralsnog voorzichtiger te zijn met hun investeringen in Mexico. Zo zijn er slechts twee Nederlandse maquiladora's: een vestiging van Philips (lampen en TL-buizen) en van Végé (revisie van Ford-, Chevrolet-, Buick- en Chrysler-motoren).

De status van 'maquiladora' kon tot 1990 worden verkregen indien minstens 80% van de productie in het buitenland werd afgezet. In 1990 is deze bepaling versoepeld en is dit percentage teruggebracht tot 50. Verder geldt dat investeringen in bepaalde sectoren exclusief zijn voorbehouden aan de overheid (zoals olie- en aardgasindustrie, elektriciteit, bankwezen, spoorwegen) of aan Mexicanen (financiële dienstverlening anders dan bankdiensten, verzekeringen, pensioenfondsen, notariaat)<sup>2</sup>. Het ziet er evenwel naar uit dat ook deze voorwaarden worden versoepeld.

### 'Debt equity swaps'

Naast genoemde voordelen voor investeringen in Mexico kunnen buitenlandse ondernemingen ook gebruik maken van het 'debt equity swap'-programma. Hierdoor kunnen investerende bedrijven voordeliger peso's verkrijgen dan via de valutamarkt.

Buitenlandse ondernemingen kunnen op de tweedehands schuldenmarkt Mexicaanse schuldtitels (in dollars) kopen voor ongeveer 52% (in 1990) van de hoofdsom<sup>3</sup>. Ter vergelijking: voor het andere grote-schuldenland, Brazilië, liggen de tweedehands prijzen op ongeveer 20% van de hoofdsom<sup>4</sup>. De buitenlandse investeerders kunnen de schuldtitels bij de Mexicaanse centrale bank inleveren in ruil voor 75% van de tegenwaarde van de hoofdsom in peso's (95% voor op export gerichte bedrijven)<sup>5</sup>.

'Debt equity swap'-programma's blijken in verschillende landen een positieve invloed te hebben op de omvang van de buitenlandse investeringen<sup>6</sup>. Bovendien wordt een reductie in de buitenlandse schuld gerealiseerd die soms aanzienlijk kan zijn. Voor Chili bedroeg de reductie tus-

sen 1985 en 1989 8,8 miljard dollar; dit komt overeen met 40% van de buitenlandse schuld<sup>7</sup>. De tevredenheid over 'debt equity swaps' wordt echter niet door alle landen gedeeld. In Argentinië en Brazilië en aanvankelijk ook in Mexico zijn de 'swap'-programma's begin 1989 opgeschort vanwege de angst voor een te grote monetaire expansie met negatieve gevolgen voor de inflatie. Voor zover de opbrengst van de 'swaps' in handen komt van het publiek neemt immers de maatschappelijke geldhoeveelheid toe<sup>8</sup>. Desondanks heeft Mexico het programma in 1990 opnieuw opgestart, evenwel met de bepaling dat de opbrengst van de 'swaps' slechts kan worden gebruikt voor privatisering van overheidsbedrijven.

Het Mexicaanse 'swap'-programma is gebaseerd op het veilen van schuldtitels. Geïnteresseerden bieden tegen elkaar op om rechten te verkrijgen voor het inruilen van (dollar)schuldtitels bij de centrale bank. De belangstelling voor het programma was in 1990 zodanig dat tijdens twee veilingen voor een totaal van 3,5 miljard dollar aan schuld kon worden 'geswapt' (zie figuur 1). Omdat dit bedrag is bestemd voor de privatisering van overheidsbedrijven hoopt men dat deze inefficiënte bedrijven door hun nieuwe eigenaren toegang krijgen tot moderne technologieën en marketing- en managementconcepten. Zo zal de sterk verouderde nationale telefoonmaatschappij, Telefonos de Mexico, via 'swap'-transacties gedeeltelijk in buitenlandse handen komen.

### Investeringsbeslissingen

De vraag dient zich aan of de gesignaleerde voordelen, verbonden aan buitenlandse investeringen en aan maquiladora's in het bijzonder, voldoende aanleiding vormen voor buitenlandse bedrijven om tot investeringen in Mexico over te gaan. Investeringsbeslissingen worden in het algemeen genomen wanneer de combinatie van rendement en risico acceptabel is.

Het rendement wordt in een internationale context gebaseerd op de 'cash flows' die het moederbedrijf vrij kan repatriëren<sup>9</sup>. Ook op dit gebied is de regering van Salinas de Cortari de buitenlandse investeerders ter wille geweest.

Beperkingen op repatriëring kunnen onder andere bestaan uit vennootschapsbelastingen en andere bronbelastingen, zoals dividendbelasting.

De dividendbelasting is echter in de afgelopen jaren drastisch verlaagd. Tot voor enkele jaren gold een dividendbelasting van 55%. Dit percentage is tijdens het bewind van Salinas teruggebracht tot nul voor winstuitkeringen die volgens bepaalde fiscale berekeningsmethoden normaal worden geacht. Voor overige winstuitkeringen geldt een percentage van 35<sup>10</sup>. Ter vergelijking: in Nederland geldt voor buitenlanders een dividendbelasting van 15%.

Multinationale ondernemingen kunnen ook winsten terugsluizen door de prijzen voor interne leveringen te manipuleren. Over het algemeen wordt dit soort manipulaties door elke overheid nauwgezet gevolgd. Voor maquiladora's is het echter wel toegestaan gebruik te maken van interne verrekenprijzen voor de allocatie van de winst. Zij kunnen hun producten aan de buitenlandse moeder doorverkopen tegen de kostprijs. Als gevolg hiervan komt de winst niet in Mexico terecht, maar in het land van afzet, de VS. Aangezien de in Mexico verschuldigde vennootschapsbelasting hierdoor beperkt wordt, kan de buitenlandse moeder ten volle profiteren van het kostenvoordeel van de productie in Mexico.

De voorlopige conclusie is dat er voldoende maatregelen zijn getroffen om het rendement van investeringen in Mexico in positieve zin te beïnvloeden. Maar naast het rendement

2. R. Gonzales, *Doing business in Mexico*, BDO Alcala Hernandez Flores, 1990, blz. 34.

3. The World Bank, Financial flows to developing countries, current developments, *Quarterly Review*, Washington D.C., september 1990, blz. 16.

4. The World Bank, *World debt tables 1991-92, External debt of developing countries*, deel 1, Analysis and summary tables, Washington D.C., 1991, blz. 24.

5. M. Blackwell en S. Nocera, Debt equity swaps, in: J.A. Frenkel, M.P. Dooley en P. Wickham, *Analytical issues in debt*, IMF, Washington D.C., 1989, blz. 311-345.

6. Zie bij voorbeeld het Institute of International Finance Inc., *Fostering foreign direct investment in Latin America*, Washington, juli 1990.

7. The World Bank, op. cit., 1991, blz. 36 e.v.

8. Zie ook: W.M. Corden en M.P. Dooley, Issues in debt strategy: an overview, in: J.A. Frenkel, M.P. Dooley en P. Wickham, op. cit., 1989, blz. 10-37.

9. A.C. Shapiro, International capital budgeting, *Midland Corporate Finance Journal*, jg. 1, nr. 2, 1983, blz. 26-45.

10. *International tax summaries 1990 en 1991*, A guide for planning and decisions, Coopers & Lybrand International Tax Network.

**Tabel 1. Inflatie in Mexico en de VS gedurende de periode 1980-1990 (in procenten)**

Jaar	Mexico	VS
1980	29,9	13,5
1981	28,7	10,3
1982	98,8	6,2
1983	80,8	3,2
1984	59,2	4,3
1985	63,8	3,6
1986	105,8	1,9
1987	159,2	3,7
1988	51,7	4,1
1989	19,7	4,8
1990	29,9	5,4

Bron: Datastream.

is ook een acceptabel risico noodzakelijk. En juist het risico vormt een negatieve factor. Zo is er onzekerheid over de continuïteit van het gevoerde beleid. In Mexico wisselt het beleid met de president en volgens de grondwet moet Salinas de Cortari in 1994 aftreden. Daarnaast zorgt vooral de voortwoekerende inflatie voor risico's. De positieve verwachtingen omtrent het rendement in peso's worden immers omgeven door een grote mate van onzekerheid als gevolg van inflatie- en devaluatieverwachtingen.

### Inflatie en valutarisico

Het tweede hoofdpunt van het herstelprogramma uit 1988 betreft dan ook de inflatie. Deze is in eerste instantie drastisch verminderd dank zij het 'Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico' (PECE), dat in 1988 is gesloten tussen de overheid, werkgevers en werknemers<sup>11</sup>. In ruil voor toekomstige economische groei hebben de werknemers koopkracht moeten inleveren en hebben de werkgevers hun prijzen moeten bevriezen. De inflatie daalde tot onder de 20% in 1989, maar verdere reductie lijkt onmogelijk. De inflatie is in 1990 weer toegenomen tot bijna 30% en zal in 1991 naar verwachting tussen de 20 en 25% uitkomen (zie tabel 1).

Een stabiele externe waarde van de peso wordt door de Mexicaanse centrale bank van belang geacht voor het beperken van de geïmporteerde inflatie. Daarom wordt sinds 1988 het 'crawling peg'-systeem gehanteerd, waarbij de peso met een vast bedrag per dag wordt gedevalueerd ten opzichte van de dollar. Tot mei 1990 bedroeg de devaluatie één peso per dollar. Vanaf mei 1990 is dat verlaagd naar 80 centavos per

dollar en vanaf november tot 40 centavos per dollar.

Wanneer wordt gelet op het inflatieverschil met de grootste handelspartner, de VS, moet men constateren dat de dagelijkse devaluaties onvoldoende zijn om een reële appreciatie van de peso te voorkomen. De huidige depreciatie van de peso met 40 centavos per dag komt overeen met een inflatieverschil met de VS van ongeveer 5%. Het werkelijke verschil is evenwel veel groter (zie tabel 1). Een vergelijking met de periode van vlak voor de grote devaluatie in 1982 lijkt gerechtvaardigd.

Uit berekeningen van de Mexicaanse centrale bank blijkt dat de peso voor 1982 zwaar was overgewaardeerd (zie tabel 2). De overwaardering was het gevolg van het jarenlang bestaande inflatieverschil met de VS. Dit bedroeg sinds de devaluatie van de peso in 1976 gemiddeld bijna 14% per jaar, maar werd slechts voor gemiddeld 5,7% per jaar door devaluaties gecompenseerd<sup>12</sup>. Een devaluatie van de peso bleek in 1982 onvermijdelijk: de overwaardering werd overgecompenseerd door een waardedaling van meer dan 250%. Op zich werd daarmee de internationale concurrentiepositie van het bedrijfsleven na jarenlange aantasting weer hersteld. Buitenlandse bedrijven die in Mexico waren gevestigd, zagen zich echter van de ene op de andere dag geconfronteerd met een aanzienlijke daling van hun omzet en winst, uitgedrukt in dollars. Dit heeft de onzekerheid over de toekomstige omzet en winst sterk doen toenemen en de betrouwbaarheid van Mexico als investeringsland voor langere tijd aangetast.

**Tabel 2. De nominale waarde van de peso ten opzichte van de dollar (peso's per dollar) en de procentuele overwaardering**

Ultimo	Nominaal	Overwaardering
1980	23	112
1981	26	115
1982	96	-32
1983	144	-15
1984	193	-4
1985	372	-21
1986	923	-36
1987	2.199	-33
1988	2.257	-5
1989	2.637	-7
1990	2.939	3

Bron: T. Heyman, op. cit., en eigen berekeningen voor 1980-82 en 1990.

Zoals gesteld zijn er parallellen met de situatie in 1982. Sinds enkele jaren is er weer sprake van een reële appreciatie van de peso omdat de dagelijkse devaluaties onvoldoende zijn. De interne waardevermindering van de peso wordt niet gevolgd door een vergelijkbare externe waardevermindering. Dit zal leiden tot een voortgaande aantasting van de concurrentiepositie van het Mexicaanse bedrijfsleven. De onzekerheid hieromtrent zal voor buitenlandse bedrijven die een exportgerichte investering in Mexico overwegen, een punt van zorg zijn.

### Conclusie

Er is veel gedaan om de buitenlandse investeerders een goed rendement in het vooruitzicht te stellen. Tal van maatregelen hebben het investeringsklimaat ingrijpend verbeterd. Het beoogde doel de investeringen toe te laten nemen tot 5 miljard dollar is echter slechts voor de helft gerealiseerd. Investeringsbeslissingen worden namelijk niet uitsluitend genomen op basis van rendement, maar ook op basis van een acceptabel risico. Omdat de inflatiebestrijding slechts gedeeltelijk succes heeft gehad, is de onzekerheid omtrent de waarde van de peso de belangrijkste risicofactor. De driedubbele cijfers zijn weliswaar verleden tijd, maar de dubbele cijfers zijn hardnekkig. In ieder geval is het inflatieverschil met de grootste handelspartner, de VS, nog aanzienlijk. De dagelijkse devaluaties ten opzichte van de dollar zijn te gering om een reële appreciatie van de peso te voorkomen. Hierdoor ontstaat het gevaar dat na een aantal jaren weer een grote devaluatie nodig zal blijken te zijn. Alleen als aan deze onzekerheid een einde wordt gemaakt zal de beoogde investeringsstroom werkelijk op gang komen.

**R.C. Coppes**  
**J.J.M. van Erven**

R.C. Coppes is universitair docent internationale financiering aan de Rijks Universiteit Groningen. J.J.M. van Erven is werkzaam bij de Mexicaanse vestiging van de accountantsorganisatie BDO-Binder.

11. T. Heyman, Investing in Mexico: Mexican economy and financial markets, *Editorial Milenio*, Mexico City, 1989, blz. 9.

12. G. Bennett Stewart, A proposal for measuring international performance, *Midland Corporate Finance Journal*, jg. 1, nr. 2, 1983, blz. 56-71.