

Lessen van Mexico

K.A. van Dijkhuizen*

De peso-crisis heeft duidelijk gemaakt hoe de toenemende investeringen in 'emerging markets' deze landen kwetsbaar maken voor veranderingen in het vertrouwen in hun munt en economie. Om zo'n crisis te (helpen) voorkomen dienen de overheden van deze landen veel aandacht besteden aan de geloofwaardigheid van hun economisch beleid, en de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal te beperken. Het IMF kan een preventieve rol vervullen door het toezicht op deze landen te verscherpen. Indien tot een steunoperatie wordt overgegaan, is het belangrijk dat dit zo min mogelijk leidt tot 'moral hazard' bij investeerders in een opkomende markt.

De financiële crisis in Mexico lijkt voorlopig voorbij. Op 30 juni jongstleden gaf de Executive Board van het Internationaal Monetair Fonds zijn goedkeuring aan de uitkering van de resterende \$ 10 mrd van het lopende Standby Arrangement met Mexico. Daarbij speelde zeker de getoonde bereidheid van de Mexicaanse autoriteiten om drastische aanpassingsmaatregelen te nemen een rol. Het begin dit jaar aangekondigde saneringsprogramma werd in maart nog eens aangescherpt. In januari waren vrijvallende 'Tesobonos' (in dollars luidende staatsobligaties met een korte looptijd) de aanleiding voor een betalingscrisis, omdat beleggers vanwege het sinds eind december snel afgenomen vertrouwen in Mexico niet meer bereid waren deze te herfinancieren¹. De Mexicaanse betalingsproblemen konden uiteindelijk met behulp van een internationaal financieringspakket van circa \$ 52 mrd worden opgelost, waarvan de belangrijkste bijdragen werden geleverd uit het Amerikaanse Exchange Stabilization Fund (\$ 20 mrd) en door het IMF (\$ 17,8 mrd). Dank zij dit pakket en de genomen aanpassingsmaatregelen kon een bemoedigend vertrouwensherstel op de financiële markten optreden. In mei begon de overheid weer met de verkoop van Cetes (in peso's luidende kortlopende staatsobligaties). Daarmee was men eind februari gestopt vanwege de geringe belangstelling. Sommige Mexicaanse bedrijven konden zelfs alweer terugkeren naar de internationale kapitaalmarkt, zij het voor relatief kleine bedragen en tegen een relatief hoge rente. Ondanks het vertrouwensherstel blijft de economische en financiële situatie van Mexico fragiel en moet worden afgewacht hoe de zich doorzettende effecten van de recessie zullen uitwerken op burgers, bedrijven en het bankwezen.

De betalingscrisis in Mexico kwam voor velen als een verrassing. In de jaren negentig was Mexico onder de ontwikkelingslanden de belangrijkste importeur van buitenlands kapitaal geworden. Het land had een forse vooruitgang geboekt op het terrein van

structurele hervormingen, waaronder het openstellen van de economie voor de internationale goederen- en kapitaalmarkten. Het was daarvoor beloofd met het lidmaatschap van de OESO en de NAFTA, het handelsverdrag tussen de VS en Canada, en stond in feite model voor de opkomende markten (emerging markets). In dit artikel wordt stilgestaan bij de veranderingen die de laatste jaren zijn opgetreden in de financiering van Mexico en de andere opkomende markten. Vervolgens worden enige lessen getrokken voor de autoriteiten van deze landen en voor het IMF, als toezichthouder van het internationale monetaire stelsel. Ten slotte wordt stilgestaan bij de vraag of de aanpak van de Mexico-crisis heeft gewerkt of juist verbetering behoeft.

Een nieuwe financieringsvorm van ontwikkelingslanden

Door de omvangrijke liberalisatie van het kapitaal- en investeringsverkeer en de opbouw van financiële markten en instituties was de financiering van Mexico en de overige opkomende markten in de jaren negentig veel meer gesecuritiseerd. Hiermee wordt bedoeld dat een toenemend deel van de financiering uit aandelen en obligaties bestond. De opkomende markten zijn steeds meer geïntegreerd geraakt met de mondiale kapitaalmarkten. Mexico bij voorbeeld moest om lid te kunnen worden van de OESO aan de kapitaalcode voldoen. Het land was al eens eer-

* De auteur is economisch beleidsmedewerker bij de afdeling Monetair en economisch beleid van de Nederlandsche Bank, en is dank verschuldigd aan B. van Amerongen, G.A. Frankena, J. Leijdekker, K.F.W. van Veen en C. Voormeulen. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Voor een gedetailleerde beschrijving van de aanloop naar de crisis in Mexico en de effecten voor andere opkomende markten wordt verwezen naar H. Ebberts, De peso-crisis, *ESB*, 26 april 1995, blz. 406-408.

Tabel 1. Kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden, in \$ mrd

	Netto kapitaal- invoer		waarvan: beleggingskapitaal		directe investeringen		overig	
	1977-82	1990-94	1977-82	1990-94	1977-82	1990-94	1977-82	1990-94
Latijns-Amerika	26,3	40,0	1,6	26,6	5,3	11,9	19,4	1,5
wv. Mexico	9,7	21,2	0,7	13,8	1,6	4,9	7,4	2,5
Azië	15,8	52,2	0,6	12,4	2,7	23,4	12,5	16,4
Alle ontw. landen	49,7	104,9	7,5	43,6	9,7	39,1	32,5	22,2

Bron: IMF, intern document.

der de inleider geweest van een internationale (schulden)crisis. In 1982 maakte het land bekend niet meer aan zijn betalingsverplichtingen te kunnen voldoen.

Het belangrijkste verschil tussen de crisis van de jaren tachtig en die van begin dit jaar was, dat het internationale bankwezen nu relatief minder sterk betrokkelen was (zie tabel 1). Zowel in Mexico als in geheel Latijns-Amerika bestond de netto-kapitaalimport in de jaren negentig gemiddeld voor circa 65% uit beleggingskapitaal. Het overige (bancaire en officiële) kapitaalverkeer, dat in de jaren voorafgaand aan de eerste schulden crisis de hoofdmoot van de financiering van ontwikkelingslanden had gevormd, speelde in deze periode een relatief bescheiden rol, vooral in Latijns-Amerika. Als gevolg daarvan nam het aandeel van commerciële bankleningen in de uitstaande schuld van ontwikkelingslanden af van 62% in 1980 tot 46% in 1993, terwijl het aandeel van schuld in de vorm van effectenpapier toenam van 8% tot 32%.

In combinatie met de liberalisering aan de vraagzijde vond aan de aanbodzijde een geleidelijke verschuiving van beleggingsportefeuilles in de richting van de opkomende markten plaats, vooral bij institutionele beleggers die een groeiend deel van de mondiale besparingen absorberen. De relatief hoge economische groei en rentestanden in de opkomende markten boden interessante mogelijkheden voor rendementverhogingen en risicospreiding, zeker in een periode waarin de economieën van de geïndustrialiseerde landen een afkoelingsperiode doormaakten. Bovendien voerden veel opkomende markten al enkele jaren een structureel aanpassingsbeleid, dat vaak een hervorming van de financiële sector omvatte alsmede omvangrijke privatiseringsprogramma's. Op de daarmee gepaard gaande verkoop van aandelen en obligaties werd door buitenlandse investeerders grif ingeschreven, te meer omdat veel ontwikkelingslanden de afgelopen tijd een verstandiger macro-economisch beleid hadden gevoerd en via allerlei schuld-herstructureringsoperaties hun 'debt overhang' hadden weggevoerd. Cijfers van het IMF illustreren dat, waar in 1987 van elke \$ 100 aan additionele beleggingsinvesteringen er \$ 0,50 in opkomende markten werd belegd, dit aandeel in 1993 was toegenomen tot \$ 16².

Hoewel met de fors toegenomen kapitaalimport aanzienlijke groeipercentages konden worden bereikt, betekende de securitisatie van deze import dat de opkomende markten gevoeliger werden voor veranderingen in het marktsentiment. Juist voor de La-

tijnsamerikaanse landen was de mogelijkheid van een vertrouwensomslag niet denkbeeldig, omdat de drang bij beleggers om 'in emerging markets te gaan' soms weinig verband leek te houden met onderliggende fundamentele zwakheden. Aan het begin van 1994 werden de opkomende markten geconfronteerd met zulke veranderingen in het marktsentiment. Door het oplopen van de lange-renteniveaus in de geïndustrialiseerde wereld na de renteverhoging door de Fed in februari 1994 vonden grootscheepse portefeuille-aanpassingen bij internationale beleggers plaats. Als gevolg daarvan namen de rente-opslagen op verhandelbare Brady-bonds van Argentinië, Brazilië, Mexico en de Filipijnen ten opzichte van Amerikaanse staatsobligaties toe met 132 tot 575 basispunten in februari en maart. Aandelenbeurzen in zowel Latijns-Amerika als Azië kwamen onder druk. Overigens concentreerde de terugval van de kapitaalimport naar opkomende markten zich over geheel 1994 bekeken op Latijns-Amerika. In Mexico was de nettoinstroom van beleggingskapitaal zelfs drie maal zo klein als in 1993, toen de totale kapitaalimport naar het land een omvang had overeenkomend met 9% van het bbp. In de Aziatische landen nam de import van buitenlands kapitaal in 1994 evenwel nog verder toe, ook dat van beleggingskapitaal.

De terugval in de kapitaalimport naar de opkomende markten in 1994 kon min of meer als een 'normale marktreactie' worden omschreven, na de booming conditions voor de opkomende markten ten tijde van de recessie in de geïndustrialiseerde wereld en het bijbehorende renteklimaat aldaar. Na het uitbreken van de Mexico-crisis eind 1994 leek bij internationale beleggers echter een fundamentele heroverweging van de relatie tussen risico en rendement van het beleggen in opkomende markten plaats te vinden: "If it can happen to Mexico, why not to others?". Het gevolg was dat begin 1995 wisselkoers- en effectenmarkten in alle opkomende markten onder druk kwamen. Na het rondkomen van het internationale steunpakket voor Mexico eind januari leken beleggers meer onderscheid te maken tussen de verschillende landen. Vooral landen die een aantal zwakke fundamentals met Mexico gemeen hadden (lage spaarquote, hoog tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, fragiel bankwezen, grote omvang kortlopende schuld) werden gemeden (zie tabel 2). In Latijns-Amerika betrof dat met name Argentinië,

2. Bron: IMF, intern document.

dat een scherpe beleidsverkrapping moest doorvoeren en externe middelen moest aanboren (onder andere van het IMF), en Brazilië, dat zich genoodzaakt zag zijn munt met 7% af te waarderen. In Azië betrof dat vooral de Filipijnen en in mindere mate Indonesië en Thailand. In de meeste opkomende markten keerde de rust vrij snel terug, eerst in Azië (begin februari) en vervolgens in Latijns-Amerika (medio maart).

Lessen voor overheden van opkomende markten

Geloofwaardigheid

De autoriteiten van opkomende markten kunnen naar aanleiding van de Mexico-crisis een aantal lessen trekken over het te voeren beleid. Door de toegenomen rol van volatiel beleggingskapitaal in de financiering van externe tekorten zijn de opkomende markten afhankelijker geworden van de beslissingen van beleggers, die vaak gericht zijn op de korte termijn en sterk letten op factoren als liquiditeit en prestaties op macro-economisch terrein. Het blootgesteld worden aan de 'tucht van de markt' vereist daarom een geloofwaardig macro-economisch en structureel aanpassingsbeleid. Dat geldt des te sterker als men vasthoudt aan een wisselkoersanker. Dergelijke ankers kunnen op zichzelf nuttig zijn om macro-economische stabiliteit te verwerven en vertrouwen op te wekken, maar vereisen zeker in een situatie van geliberaliseerd kapitaalverkeer een flankerend beleid gericht op het handhaven van dat anker. Indien toch tijdelijke druk op de wisselkoers ontstaat kan deze worden verdedigd met behulp van renteverhogingen en interventies. Wanneer echter sprake is van een fundamenteel over- of ondergewaardeerde wisselkoers is een aanpassing van de spelkoers onvermijdelijk. Vrijwillige correcties van de wisselkoers zijn vaak minder ingrijpend en kunnen het aanpassingsproces geleidelijker laten verlopen dan door de markt afgedwongen correcties.

Het voeren van een geloofwaardig beleid is niet alleen van belang om vertrouwen bij buitenlandse beleggers te kweken. De liberalisatie van het grensoverschrijdende verkeer heeft ertoe geleid, dat ook beleggers uit de opkomende markten zelf gemakkelijker transacties in de internationale kapitaal- en bancaire markten kunnen aangaan. Daardoor is de ruimte voor beleidsfouten nog geringer geworden, omdat het disciplinerende mechanisme van kapitaalvlucht sneller en krachtiger kan optreden. De Mexico-crisis heeft geïllustreerd, dat autoriteiten met de mogelijkheid rekening moeten houden dat binnenlandse beleggers hun tegoeden in binnenlandse valuta kunnen omzetten in vreemde valuta's bij binnenlandse dan wel buitenlandse banken. Opmerkelijk genoeg waren het vooral Mexicaanse beleggers zelf, die blijkbaar een informatievoorsprong op buitenlandse beleggers hadden, en als eerste hun peso-tegoeden omwisselden. Veel beleggers op Wall Street hadden medio december 1994 nog positieve gevoelens over Mexico. Zo schreef Salomon Brothers in zijn nieuwjaarsrapport voor 1995: "The peaceful resolution of troubles in Chiapas and convincing progress on politi-

cal reforms could spark a new wave of foreign direct investment which, in turn, would bring in more portfolio flows".

Financiering externe tekorten

Verder dient de financiering van externe tekorten op een verstandige wijze plaats te vinden: geen overdreven mate van kortlopende financiering of een excessief gebruik van in vreemde valuta's gedenomineerde instrumenten. De Mexicaanse overheid speelde een belangrijke rol in het verder aanjagen van de vertrouwenscrisis, omdat zij haar tekorten probeerde te financieren door de uitgifte van 'Tesobonos' en door in peso's luidende kortlopende staatsobligaties, Cetes, daarin om te zetten. De uitstaande voorraad 'Tesobonos' nam toe van circa \$ 3 mrd in april 1994 tot circa \$ 20 mrd in november 1994. Uiteindelijk hielpen de autoriteiten zich hierdoor van de regen in de drup.

Bankwezen

In veel opkomende markten blijkt de schokbestendigheid van het (vaak kleinschalige) bankwezen te moeten worden versterkt. Uit de Mexico-crisis kwam naar voren dat ten tijde van crises het binnenlandse bankwezen in getroffen landen een zware last draagt, omdat rentestanden oplopen als centrale banken de eigen valuta proberen te verdedigen. Vanwege de relatief korte looptijd van de bancaire passiva worden daarmee de winstmarges gedrukt. Bovendien neemt ten tijde van crises het aantal problematische leningen aan de activazijde toe en verliezen de onderpanden van leningen vaak hun waarde. Voorbeelden van dergelijke problemen in het bankwezen waren het duidelijkst in Mexico en Argentinië: in beide landen werd een deel van de externe financieringsbronnen gebruikt voor ondersteuning, herkapitalisatie en sanering van het bankwezen. De zwakke positie van het Mexicaanse bankwezen (het aandeel van problematische leningen nam toe van 4,6% eind 1991 tot 8,5% medio 1994) stelde grenzen aan de mate waarin de Banco de Mexico met verdere renteverhogingen de peso kon verdedigen. Voor de toekomst zou verruiming van de toetredingsmogelijkheden voor buitenlandse banken de concurrentie in de financiële sector stimuleren en zo bijdragen aan de in veel landen noodzakelijke sanering en rationalisatie van het bankwezen. In Mexico is een dergelijke versoepeling van deze wetgeving inmiddels doorgevoerd.

Binnenlandse besparingen

Een omvangrijke kapitaal invoer blijkt in sommige gevallen de absorptiecapaciteit van de economie te boven te gaan en tot ongewenste effecten te leiden (bij voorbeeld tot het doorkruisen van monetaire beleidsdoelstellingen of oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans). In dat verband lijkt het voor de overheden van opkomende markten essentieel om de groei van de binnenlandse besparingen te stimuleren. Zo kunnen de vaak hoge interestspreads met de geïndustrialiseerde landen worden beperkt en kan de kapitaal invoer wat worden ingedamd. Chili bij voorbeeld heeft vanaf 1981 de ontwikkeling van geprivatiseerde pensioenfondsen gestimu-

leerd en heeft mede daarom relatief hoge spaarquoten kunnen genereren. Ook het op orde brengen van de overheidsfinanciën is in principe een goed middel om de rentestanden te drukken, hoewel dat instrument op korte termijn niet zo flexibel is en bovendien ook juist kapitaalvoer kan aanmoedigen. Ten slotte is het plegen van gesteriliseerde interventies door middel van openmarktoperaties (waarbij de overheid op de valutamarkt ingrijpt en tegelijkertijd de effecten op de geldhoeveelheid neutraliseert) een door overheden van opkomende markten veel gebruikt instrument om zowel een nominale appreciatie als een te uitbundige monetaire expansie te bestrijden. Deze aanpak heeft echter ook zijn beperkingen, omdat de daarmee gepaard gaande verhoging van de binnenlandse rentestanden weer tot extra kapitaalvoer leidt.

Verdere liberalisering kapitaalmarkten

In principe is een voortgezette liberalisering van de kapitaalmarkten door opkomende markten wenselijk, omdat dat een optimale internationale allocatie van kapitaal bevordert en bijdraagt aan de verdere economische ontwikkeling van deze landen. Voor landen zoals Mexico, die reeds een vergevorderd niveau van economische ontwikkeling hebben bereikt, lijkt de (her)invoering van kapitaalrestricties – ook tijdens het uitbreken van crises – een gepasseerd station, omdat dergelijke restricties in goed ontwikkelde markten vrij gemakkelijk te omzeilen zijn en bovendien bij de markten onzekerheid kunnen oproepen omtrent de bedoelingen van de autoriteiten. Voor landen die nog aan het begin staan van het aanpassingsproces, een nog relatief sterk gereguleerde economie hebben en een relatief weinig ontwikkelde financiële sector lijkt het wenselijk het tempo van kapitaal liberalisatie af te stemmen op de economische aanpassingen in het algemeen. Een te grote instroom van volatiel buitenlands kapitaal is in dergelijke gevallen in staat de financiële sector te ontregelen en kan bovendien tot asset inflation en financial bubbles leiden. In dergelijke situaties is een wat geleidelijker liberaliseringsbeleid geen slechte keuze. Te denken valt aan het hanteren van tijdelijke kapitaalrestricties, bij voorbeeld door middel van prudentiële controles op het bankwezen, marktgerichte maatregelen (belastingheffing) of het hanteren van kwantitatieve beperkingen, omdat het in deze landen nog wel mogelijk is om het omzeilen van kapitaalrestricties tegen te gaan.

Lessen voor het IMF: verscherping toezicht

Om te beginnen zij opgemerkt, dat het IMF de Mexicaanse autoriteiten in de loop van 1994 reeds op een aantal zorgwekkende ontwikkelingen had gewezen (uit de hand lopend tekort op de lopende rekening, lage spaarquote). Echter, uiteindelijk hebben de autoriteiten nu eenmaal het laatste woord over het door hen te voeren beleid. Onmiddellijk na het uitbreken van de Mexico-crisis is het IMF zich gaan afvragen op welke wijze zijn toezichhoudende rol kan worden versterkt, om dergelijke betalingscrises in de toekomst voor te zijn. Vooral voor landen zonder uitstaand IMF-krediet en bijbehorend programma, die

Tabel 2. Enkele kerngegevens van een aantal opkomende markten

	Spaarquote ^a (% bbp)	Tekort lopende rekening ^b (% bbp)	Omvang kortlopende schuld ^c (% schuld)	(% xgd) ^d
Mexico	14	-7,9	21	43
Argentinië	16	-3,8	12	56
Brazilië	20	-0,3	21	62
Filipijnen	18	-6,4	13	26
Indonesië	25	-2,4	22	51
Thailand	34	-5,7	35	40

a. Dit cijfer heeft voor de Filipijnen en Indonesië betrekking op 1993 (voor de overige landen op 1994).

b. De lopende-rekeningcijfers hebben betrekking op 1994.

c. Cijfers over de kortlopende schuld hebben betrekking op 1993.

d. xgd: export van goederen en diensten.

Bron: IMF en Wereldbank.

nog wel een kwetsbare externe positie hebben (bij voorbeeld omdat de afhankelijkheid van beleggingskapitaal sterk is toegenomen), zal het toezicht worden aangescherpt, hoewel daarbij veel afhangt van de bereidwilligheid van de betrokken autoriteiten. Het IMF past een dergelijke vorm van monitoring bij voorbeeld al in Brazilië toe. Verder zou openbaarmaking van IMF-rapporten kunnen bijdragen aan een grotere transparantie naar de financiële markten, waardoor nieuws wellicht sneller tot gedragsaanpassingen leidt, maar de omvang van de schokken vermoedelijk zal afnemen. Wat betreft uitspraken over wisselkoersniveaus is uiterste voorzichtigheid geboden. Het merendeel van de IMF-leden is echter tegen openbaarmaking van IMF-rapporten, en dat zal er voorlopig dus wel niet van komen.

Het IMF-toezicht zal worden verbeterd door tijdiger en meer complete informatieverstrekking door de autoriteiten. Desgewenst zullen ook andere onafhankelijke informatiebronnen worden gebruikt: uit de gebruikelijke rapportage aan het IMF door de Mexicaanse autoriteiten was de toenemende financiering met behulp van 'Tesobonos' niet af te lezen. Het IMF heeft inmiddels een permanente vertegenwoordiger in Mexico geïnstalleerd om zo optimaal geïnformeerd te kunnen zijn. Verder zou het IMF kunnen proberen om het gevoel voor de in de markt levende sentimenten te verbeteren. Ten slotte is het IMF in zijn rapportage meer aandacht gaan besteden aan de externe positie en de kapitaalrekening van het betrokken land.

Beoordeling van de steunoperatie

Gevaar voor systeemcrisis

De Amerikaanse overheid en het IMF wezen op het gevaar voor een mogelijke systeemcrisis om het omvangrijke steunpakket voor Mexico te kunnen verkopen aan respectievelijk de Amerikaanse burgers en de leden van het IMF. Gewezen werd op de uitstraling van de Mexico-crisis naar andere opkomende markten, wat de kans op een internationale systeemcrisis zou vergroten. Of het internationale monetaire stelsel werkelijk in gevaar was, is niet bewezen en

valt ook moeilijk te bewijzen. Enerzijds heeft de securitisatie van de financiering van ontwikkelingslanden in het algemeen de kans op een systeemcrisis verkleind, omdat met vertrouwenscrises gepaard gaande verliezen door een breed spectrum van financiële marktpartijen (en niet meer door een beperkt aantal banken) wordt gedragen. Anderzijds zijn de kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden door de securitisatie 'ongrijpbaarder' van karakter geworden.

In ieder geval bestaat er nog een wereld van verschil tussen het optreden van vertrouwenscrises in een aantal belangrijke opkomende markten en een internationale systeemcrisis. Daarmee is de ongeldigheid van het 'systeemcrisis-argument' echter nog niet aangetoond, omdat uiteraard niet bekend is wat er zou zijn gebeurd als er geen financieringspakket voor Mexico op touw was gezet. Wellicht zou een voortgezette massale verkoop van effecten van opkomende markten en het stokken van de kapitaalvoer naar die landen hebben kunnen leiden tot het in betalingsproblemen komen van meerdere overheden en banken, waarmee de basis voor een systeemcrisis zou kunnen zijn gelegd.

Moral hazard

De gekozen aanpak voor het oplossen van de Mexico-crisis heeft een aantal duidelijke voor- en nadelen. Enerzijds werd Mexico, op een gezien de omstandigheden nog relatief milde wijze, uit een ernstige financiële crisis geholpen en werd een mogelijke systeemcrisis in ieder geval in de kiem gesmoord. Ook werd een pijnlijke beslaglegging door crediteuren op Mexicaanse activa in het buitenland op deze wijze voorkomen. Anderzijds was de gekozen oplossing voor de internationale gemeenschap een kostbare aangelegenheid. Het IMF stelde 15% van zijn bruikbare liquide middelen ter beschikking en overschreed daarmee zijn gebruikelijke kredietplafonds. In de Verenigde Staten wordt tot op de dag van vandaag nog gedebatteerd over de vraag of het nut van het inzetten van \$ 20 mrd voor het redden van de Amerikaanse achtertuin wel opweegt tegen de mogelijke kosten voor de belastingbetaler. Bovendien is het gevaar van 'moral hazard' niet denkbeeldig, zowel bij debiteuren (de Mexicaanse overheid) als bij crediteuren. Het pakket wordt wel een 'bail-out' voor Wall Street genoemd en kan de afweging bij beleggers tussen risico en rendement verstoren voor het beleggen in opkomende markten, met name de landen die 'too big to fail' zijn.

In ieder geval lijkt de gekozen oplossing te prefereren boven de variant, waarin Mexico volledig aan zijn lot zou zijn overgelaten. In dat geval zou de Mexicaanse economie vermoedelijk sterk zijn ontwricht, meer kapitaal zijn teruggetrokken, herfinanciering van bestaande en verstrekking van nieuwe kredieten onmogelijk zijn geworden en beslaglegging op Mexicaanse activa door crediteuren zijn opgetreden. Uitstralingseffecten zouden vermoedelijk sterker zijn geweest vanwege het opdrogen van de liquiditeitsstroom vanuit Mexico naar het buitenland. Ook een dergelijke 'markt-oplossing' is uiteindelijk zeker niet gratis voor de internationale gemeenschap.

De eerste crisis van de 21e eeuw?

Momenteel is er internationaal een discussie gaande over een mogelijke aanpak van liquiditeitscrises in de toekomst. Er wordt gestudeerd op tussenvarianten die de negatieve bijwerkingen van het steunpakket (moral hazard) en de scherpe kanten van een marktoplossing voorkomen. Een belangrijke vraag daarbij betreft de rol van het IMF. Ook het IMF zelf denkt momenteel, behalve over mogelijkheden om liquiditeitscrises te voorkomen, na over zijn positie als verschaffer van krediet indien zich toch weer een dergelijke crisis voordoet. Managing director Camdessus heeft de Mexicaanse liquiditeitscrisis de eerste crisis van de 21e eeuw genoemd. Met het oog daarop vindt men in 19th Street, dat de capaciteiten van het IMF om met soortgelijke gevallen in de toekomst om te kunnen gaan moeten worden vergroot. Verschillende mogelijkheden daarvoor zijn reeds geopperd. Uitbreiding van de General Arrangement to Borrow is daar één van. De GAB is een door de landen van de Groep van Tien verstrekte faciliteit (en bevat een speciale constructie met Saoedi-Arabië), waarop het IMF ten tijde van crises een beroep kan doen. Op de G7-top van Halifax vorige maand werd een verdubbeling van de GAB voorgesteld. Extra bijdragen zouden van de huidige donateurs kunnen komen, van geïndustrialiseerde landen die niet tot de G10 behoren of van opkomende markten zelf. In Halifax werd eveneens de introductie van een noodfaciliteit van het IMF voorgesteld, die in bijzondere omstandigheden snel op touw kan worden gezet en een hoge mate van frontloading in combinatie met de nodige conditionaliteit moet bevatten. Ten slotte is het verhogen van de quota, de inleg van de leden bij het Fonds, een optie. Camdessus is voorstander van een verdubbeling van deze inleg tijdens de elfde quotaherziening volgend jaar.

Slot

Mexico is er dank zij het omvangrijke steunpakket redelijk goed van afgekomen. Voor volgend jaar wordt alweer een economische groei van 2 à 3% verwacht. Wel kan de zwakke positie van het bankwezen, die in de komende maanden mogelijk nog verslechtert als de effecten van de recessie zich doorzetten, roet in het eten gooien. Voor veel burgers en bedrijven komt de recessie nu al hard aan. In de andere opkomende markten lijkt de rust weergekeerd. Dit weerothoudt de internationale financiële gemeenschap, waaronder het IMF, er echter niet van om alvast na te denken over de vraag hoe met volgende liquiditeitscrises om te gaan. Het lijkt daarbij vooral van belang om een oplossing te vinden die de kans op moral hazard zoveel mogelijk beperkt en recht doet aan de gedachte dat beleggen risico nemen is.

Arjen van Dijkhuizen