

Dollarisering gewenst?

Bij dollarisering wordt de nationale valuta vervangen door een buitenlandse valuta. Zo'n stap kan kostbaar zijn voor landen die geen optimaal valutagebied vormen met het 'thuisland'. Echter, in landen die verregaande informele dollarisering kennen en sterk hechten aan financiële stabiliteit, kunnen de voordelen groter zijn dan de nadelen.

A.E.Voorhoeve*

De laatste tijd is 'dollarisering' in het nieuws: Argentinië heeft aangekondigd op termijn de dollar te willen invoeren en ook andere Latijns-Amerikaanse landen hebben serieuze interesse getoond hun munt te vervangen door de dollar. Wat is dollarisering precies en, belangrijker, is het een goed idee?

Dollarisering houdt in dat de nationale munt in het transactie- en kapitaalverkeer wordt vervangen door een buitenlandse valuta. Dit proces wordt dollarisering genoemd, omdat deze substitutie het vaakst plaatsvindt richting de dollar. Dollarisering vindt informeel plaats als personen en bedrijven vrijwillig verkiezen buitenlandse valuta te gebruiken. Dollarisering kan ook van overheidswege gebeuren, als bepaald wordt dat de nationale valuta haar rol als wettelijk betaalmiddel verliest ten gunste van de buitenlandse valuta. Dit artikel bespreekt de wenselijkheid van officiële dollarisering. Echter, omdat de mate van informele dollarisering een belangrijke factor is bij het bepalen van de wenselijkheid van officiële dollarisering, wordt daar eerst op ingegaan.

Informele dollarisering

In veel ontwikkelingslanden worden harde valuta gebruikt voor spaar- en transactiedoeleinden. In een aantal Latijns-Amerikaanse landen bijvoorbeeld, maken deposito's en kasgeld in harde valuta verreweg

het grootste deel van de geldhoeveelheid uit; in veel andere opkomende markten is dit aandeel ongeveer een kwart¹. Maar naast activa zijn ook schulden, met name de externe schulden, van bedrijven en overheden in ontwikkelingslanden grotendeels in buitenlandse valuta. Tabel 1 illustreert de mate van informele dollarisering in Argentinië.

Dollarisering van activa is in de eerste plaats een reactie op economische instabiliteit, zoals (hyper)inflatie en wisselkoersschokken. Harde valuta vertegenwoordigen een vastere waarde, wat in het transactieverkeer en voor spaardoeleinden voordelig is. Opvallend is echter, dat na stabilisatie vaak geen 'de-dollarisering' optreedt. Dit heeft twee oorzaken. Allereerst lijkt dollarisering pad-afhankelijk: bij de omschakeling naar een andere valuta treden allerlei vaste kosten op. Zijn die eenmaal gemaakt, dan is denken en handelen in de nieuwe valuta net zo makkelijk als in de nationale munt. Ten tweede zijn in buitenlandse valuta gedenomineerde activa een vorm van verzekering, omdat hun waarde tegengesteld beweegt aan de economische situatie van een land. Een crisis gaat immers vaak gepaard met een waardedaling van de munt, waardoor de koopkracht van in de nationale munt gedenomineerde activa daalt, terwijl de waarde van in buitenlandse valuta gedenomineerde activa stijgt. Spaarders kunnen zich dus het beste tegen negatieve inkomensschokken verzekeren door in buitenlandse valuta gedenomineerde activa aan te houden.

Bij de informele dollarisering van externe schulden spelen meerdere factoren een rol. Allereerst hebben kredietverschaffers, zoals internationale banken, hun passiva in harde valuta. Omdat banken geen grote verschillen mogen hebben tussen de valuta waarin hun activa en passiva gedenomineerd zijn, hebben zij een preferentie om in harde valuta geld uit te lenen. Belangrijker is dat overheden in staat zijn de waarde van hun munt te beïnvloeden door hun beleid. Een overheid met een grote externe schuld in eigen valuta kan in de verleiding komen de waarde van de munt te laten dalen teneinde haar reële schuldenlast te beper-

Tabel 1. Aandeel van buitenlandse valuta in financiële grootheden in Argentinië (1998)

financiële grootheid	buitenlandse valuta
	%
Kasgeld	73%
Deposito's publiek bij binnenlandse banken	55%
Kredietverlening aan de private sector	62%
Overheidsschuld	91%
Externe schuld	95%

Bron: IMF data

1. IMF, *Monetary policy in dollarized economies*, IMF Occasional Paper, 1999.

*Bofeb-stagiair bij het ministerie van Financiën. De auteur dankt deelnemers aan een discussiemiddag bij DNB en Ingmar van Herpt, Hans Labohm, Sven Langedijk en Bert van Selm voor hun commentaar.

ken. Omdat geldschieters vooraf niet kunnen zien of overheden te goeder trouw zijn, dient de valuta waarin het contract wordt aangegaan als selectiemechanisme: een lening in binnenlandse valuta trekt overheden aan die van plan zijn de waarde van hun munt te verminderen, terwijl een dollarlening overheden selecteert die te goeder trouw zijn.

Naast deze selectiefunctie creëert het contract zelf prikkels voor de lenende overheid om haar gedrag te veranderen. Wanneer een lening in binnenlandse valuta is aangegaan, wordt devaluatie aantrekkelijker, terwijl dollarleningen een prikkel creëren de waarde van de eigen munt overeind te houden. Tezamen leiden deze contractuele aspecten ertoe dat er slechts een kleine markt is voor lenen in eigen valuta, omdat het renteververschil met dollarleningen te hoog is.

Voor- en nadelen

Een voordeel van informele dollarisering is dat economieën ook ten tijde van ernstige instabiliteit gemonetiseerd blijven. Daarbij biedt het aan ingezetenen ook de zekerheid dat hun spaargelden niet verdampten. Het heeft echter ook nadelen. Ten eerste leidt informele dollarisering tot een verlies aan seigniorage (het inkomen uit geldcreatie). Ten tweede wordt daling van de munt een pijnlijk proces: deze verhoogt immers de tegenwaarde in binnenlandse valuta van de externe schulden van overheden en bedrijven. Als laatste wordt de economie gevoeliger voor financiële crises. Immers, wanneer een groot gedeelte van deposito's bij banken in buitenlandse valuta gedenomineerd is, kunnen banken een negatieve positie opbouwen in buitenlandse valuta, als zij de gelden uit de deposito's aanwenden voor kredieten in de nationale valuta. Een waardedaling kan zodoende leiden tot een verslechtering in de balansen van banken en tot een bankencrisis. Maar ook als de banken geen netto negatieve positie in dollars hebben, is het risico op een banken- en valutacrisis groot. Omdat deposito's sneller opvraagbaar zijn dan uitstaande kredieten, ontstaat bij een daling van vertrouwen in het bankwezen een tijdelijk tekort aan dollars bij de banken. In dit geval moeten banken dollars kopen van de centrale bank of op de open markt. Omdat reserves beperkt zijn, verliest de centrale bank haar rol als 'lender of last resort'. Een vertrouwenscrisis kan zodoende moeilijker bezworen worden en kan al snel leiden tot een wisselkoersdaling. Informele dollarisering smeedt zodoende een hechte band tussen twee plaaggeesten van ontwikkelingslanden: bankencrisis en valutacrisis.

Officiële dollarisering

Wat zijn de nadelen van dollarisering...

Nu over naar officiële dollarisering. Waarom zou een land de eigen valuta willen inruilen? Naast gekrenkte nationale trots zijn er immers ook economische kosten aan verbonden. Voor een analyse van deze kosten kunnen we terecht bij de theorie van het optimale valutagebied. Laten we aannemen dat het

monetaire beleid van het 'thuisland' van de valuta geen rekening houdt met de situatie in het land dat officieel dollariseert. Als het gedollariseerde land getroffen wordt door een negatieve schok die het thuisland niet raakt, blijft het monetaire beleid dus ongewijzigd. Aanpassing aan deze schok vereist in het getroffen land in dit geval een reële depreciatie, welke alleen kan geschieden door een daling van het binnenlandse prijspeil. Als prijzen en lonen inflexibel zijn, geschiedt dit slechts langzaam en vindt als resultaat een economische krimp plaats, die voorkomen had kunnen worden door een eigen ruimer monetair beleid of een depreciatie van de nominale wisselkoers. Dit bezwaar tegen één munt in een bepaald gebied weegt minder zwaar naarmate het risico van zulke asymmetrische schokken kleiner is en er andere aanpassingsmechanismen voorhanden zijn. De theorie van het optimale valutagebied leert dan ook dat één munt slechts voordelig kan zijn als de economische verwevenheid groot is en de economische structuur vergelijkbaar. Ook factormobiliteit en de aanwezigheid van budgettaire mechanismen die de impact van asymmetrische schokken tussen deelnemende regio's verzachten, dragen bij aan de aantrekkelijkheid van een muntunie.

Het valt op dat een aantal landen dat dollarisering overweegt geen optimaal valutagebied vormt met het 'thuisland' van de in te voeren munt. Allereerst verschilt de economische structuur van deze landen sterk van de Amerikaanse economie. Ten tweede loopt de economische verwevenheid met de VS sterk uiteen: exporten en importen uit de VS bedragen voor Mexico ieder circa 20% van het bnp, maar voor Argentinië ongeveer 2%. Daarbij is de factormobiliteit beperkt en is van budgettaire steun bij tegenvallende groei geen sprake. Het risico van asymmetrische schokken voor dollariserende landen en daarmee de kosten van het opgeven van monetair- en wisselkoersbeleid lijken dus groot.

Andere nadelen zijn dat de seigniorage wordt overgeboekt naar een buitenlandse centrale bank en dat de nationale centrale bank de mogelijkheid verliest op te treden als 'lender of last resort'. Daarbij zou dollarisering tot grotere overheidstekorten kunnen leiden. De disciplinerende werking die van financiële markten of een onafhankelijke centrale bank uitgaat op de overheid neemt immers af: grote tekorten worden niet langer met een daling van de wisselkoers afgestraft en de centrale bank kan expansief beleid niet langer met een rentestijging beantwoorden. Tel al deze nadelen bij elkaar op en de conclusie lijkt onontkoombaar: dollarisering is een slecht plan.

...en hoe groot zijn ze?

Maar bij nadere bestudering blijken deze argumenten niet altijd overtuigend. De theorie van het optimale valutagebied gaat uit van landen die financiële stabiliteit kennen en vooral bloot staan aan reële schokken. In deze landen kunnen wisselkoers- en monetair beleid anti-cyclisch werken. Echter, veel opkomende markten worden gekenmerkt door verre-

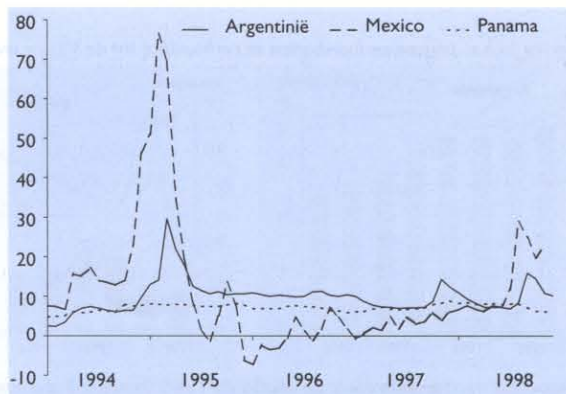
gaande informele dollarisering (met name van externe schuld), financiële fragiliteit en een verleden van inflatie. In landen met deze kenmerken zijn de mogelijkheden om monetair en wisselkoersbeleid anti-cyclisch in te zetten zeer beperkt. Stel dat een land wordt getroffen door een negatieve externe schok. We hebben gezien dat een waardedaling van de munt in de context van een partieel gedollariseerd financieel systeem kan leiden tot een bankencrisis. Ook bedrijven en overheden met grote externe schulden in buitenlandse valuta kunnen in financiële problemen terecht komen. Daarbij maakt een waardedaling oude inflatiespoken wakker en treedt vaak 'overshooting' van de wisselkoers op. Om deze problemen te voorkomen wordt de waarde van de munt, ook in landen met een flexibele wisselkoers, vaak verdedigd met renteverhogingen. Het gevolg is dat de reële rente zowel in landen met een flexibele wisselkoers als in landen met een wisselkoerskoppeling pro-cyclisch beweegt. De reactie op een negatieve schok is immers een renteverhoging. Onderzoek voor Latijns-Amerika in de periode 1960-1998 bevestigt deze pro-cyclische beweging van de reële rente².

We kunnen dit illustreren met behulp van figuren 1 en 2, die het verloop weergeven van de reële rente en de economische groei in Mexico (met een zwevende wisselkoers), Argentinië (met een currency board) en Panama (gedollariseerd). Deze figuren geven aan dat de reële rente in Argentinië en Mexico een pro-cyclische beweging toont: de rente stijgt ten tijde van crises en daalt in perioden van groei. Ook blijkt de volatiliteit in de reële rente in Mexico en Argentinië veel hoger dan in het gedollariseerde Panama, waar de financiële crises nauwelijks effect hadden.

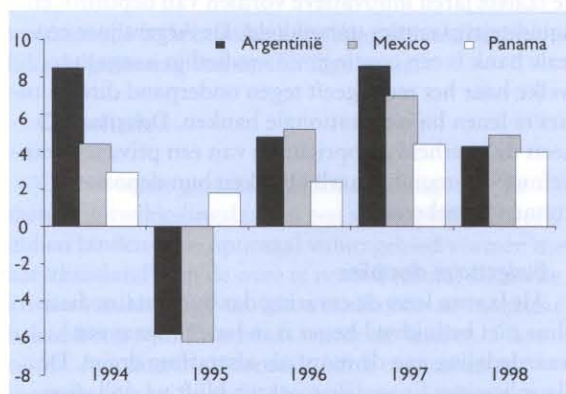
Aanpassing aan reële schokken

Het verdwijnen van 'eigen' monetair beleid lijkt zodoende geen groot verlies. Wel is het zo dat ondanks de gevaren van devaluatie of depreciatie, bewegingen in de nominale wisselkoers een snellere manier lijken om de reële wisselkoers aan te passen dan binnenlandse aanpassing van prijzen en lonen. In gedollariseerde landen (en in landen die hun koppeling vasthouden) moeten aanpassingen aan schokken via de reële economie plaatsvinden, wat kan resulteren in hogere werkloosheid als reactie op negatieve schokken. De gegevens voor Argentinië en Mexico bevestigen dit. De reactie op de crisis van 1994 was in Argentinië en Mexico een stijging van de werkloosheid. In Mexico, waar een forse daling van de wisselkoers plaatsvond, was deze stijging echter minder groot en daalde de werkloosheid ook sneller, onder invloed van de snellere aanpassing van de reële loonkosten (zie figuur 3).

Dit beeld wordt door twee zaken genuanceerd: allereerst is het de vraag of de nasleep van de Mexicaanse crisis een gedollariseerd Argentinië wel zo



Figuur 1.
Reële rente in
Argentinië,
Mexico en
Panama



Figuur 2.
Reële groei in
Argentinië,
Mexico en
Panama

sterk geraakt zou hebben. De oorzaak van de recessie in Argentinië was de door de turbulentie op internationale financiële markten sterk oplopende rente, die in combinatie met een zwakke financiële sector tot een bankencrisis leidde. Daarnaast toont de ervaring van Panama en Argentinië dat een geleidelijke depreciatie van de reële wisselkoers mogelijk is. In Argentinië heeft lastenverlaging ertoe geleid dat de loonkosten per eenheid product na vier jaar evenveel gedaald zijn als in Mexico.

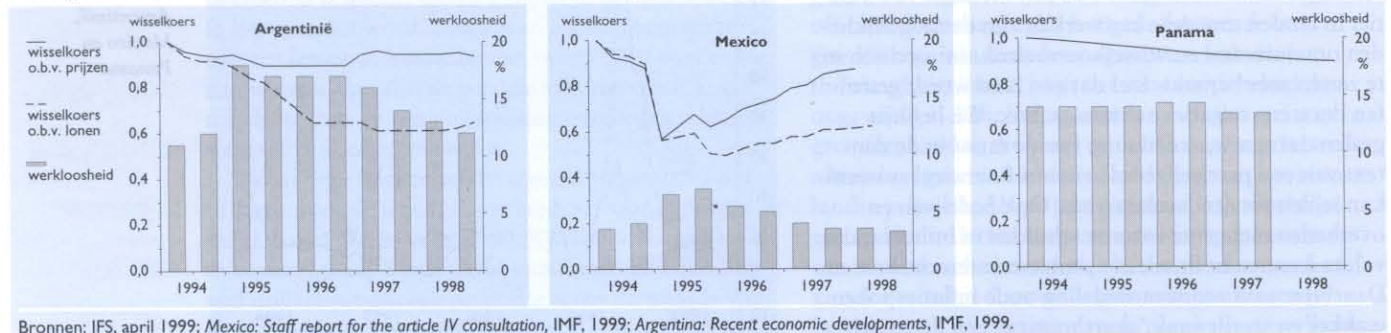
Rol van de centrale bank

Ook de overige nadelen blijken mee te vallen wanneer ze vergeleken worden met de feitelijke situatie in veel ontwikkelingslanden. Zo is het allerm minst duidelijk dat een centrale bank die optreedt als 'lender of last resort' altijd een goede zaak is. Bij onvoldoende toezicht brengt deze rol immers een substantieel moreel risico met zich mee, omdat onvoorzichtige banken als het mis gaat steun krijgen van de centrale bank. Overigens hebben in informeel gedollariseerde economieën centrale banken al een deel van hun 'lender of last resort' functie verloren. Een bankencrisis zal in een economie met veel deposito's in buitenlandse valuta immers leiden tot een tekort aan buitenlandse valuta, welke de centrale bank niet kan 'bijdrukken'. In de praktijk zijn daarom alternatieven ontwikkeld, zoals sterk toezicht, hoge liquiditeitsvereisten en een grote voorraad reserves bij de nationale centrale bank. Ook kan de overheid zelf als geldschieter optreden. In Argentinië, waar het currency board systeem de 'lender of last resort' functie beperkt, zijn

2. R. Hausmann et al, *Financial turmoil and the choice of an exchange rate regime*, Inter American Development Bank, 1999.

Figuur 3.

Reële effectieve wisselkoersen (o.b.v. prijzen en loonkosten in verhouding tot de VS) en werkloosheid in Argentinië, Mexico en Panama



Bronnen: IFS, april 1999; Mexico: Staff report for the article IV consultation, IMF, 1999; Argentina: Recent economic developments, IMF, 1999.

de laatste jaren innovatieve vormen van deposito- en liquiditeitsgaranties ontwikkeld. De Argentijnse centrale bank is een contingente kredietlijn aangegaan, welke haar het recht geeft tegen onderpand direct dollars te lenen bij internationale banken. Daarnaast heeft de overheid de oprichting van een privaat garantiefonds gesteund, waarbij banken hun deposito's kunnen verzekeren.

Budgettaire discipline

Als laatste leert de ervaring dat budgettaire discipline niet beduidend hoger is in landen waar een waardedaling van de munt als afstraffing dreigt. De discipline van financiële markten blijft na dollarisering in een minder sterke variant bestaan, via de risicopremie op de staatsschuld. Dollarisering kan daartegen ook disciplinerend werken, omdat monetaire financiering van tekorten uitgesloten is. Daarnaast is een hoge rente juist een oorzaak van een hoog financieringstekort. Zo heeft in de eurozone rentedaling een belangrijke bijdrage geleverd aan budgettaire consolidatie.

Voordelen van officiële dollarisering

Officiële dollarisering kan voor opkomende economieën een aantal voordelen hebben. De eerste is een stabielere, lagere rente. Opkomende markten worden periodiek geconfronteerd met een gebrek aan vertrouwen in de economie en het niveau van de wisselkoers, dat kan voortkomen uit een negatieve schok, of uit besmetting. Deze vertrouwenscrises geven aanleiding tot verwachtingen omtrent daling van wisselkoers en een stijging van de rente, waardoor de kredietwaardigheid van debiteuren in een land verslechtert. Uiteindelijk kan een massale uitstroom van kapitaal op gang komen, die leidt tot een financiële crisis. Dollarisering doorbreekt deze cyclus in het begin, omdat de mogelijkheid van devaluatie of depreciatie afwezig is. Hierdoor kunnen de eerder beschreven renteverhogingen achterwege blijven. Wel zal ook na dollarisering een gematigde pro-cyclische rentebeweging blijven bestaan, omdat een negatieve schok gepaard zal gaan met een opwaartse bijstelling van het debiteurenrisico in een land.

Andere voordelen zijn lage inflatie, toegenomen stabiliteit van de financiële sector en vermindering van

de transactiekosten in het handels- en kapitaalverkeer. Tezamen kunnen deze factoren aanleiding geven tot verdieping van binnenlandse financiële markten. Immers, wanneer negatieve economische schokken kunnen leiden tot devaluatie en/of rentestijgingen, zal de waarde van in binnenlandse valuta gedenomineerde activa een ongewenste covariantie vertonen met het inkomen: ten gevolge van een negatieve schok daalt zowel het inkomen als de waarde van deze activa. Dit is een reden om in buitenlandse valuta en in buitenlandse banken en activa te beleggen. Als het wisselkoersrisico verdwijnt en sterke renteschokken uitblijven, kunnen deze gelden in het binnenlandse financiële stelsel belegd worden. Eerder genoemd onderzoek bevestigt dat de ontwikkeling van binnenlandse financiële markten in sterke mate samenhangt met de stabiliteit van de wisselkoers.

Dollarisering in Argentinië

Het is interessant de gevolgen van dollarisering voor één land in meer detail te bekijken. Argentinië is gezien de serieuze interesse in dollarisering hiervoor een goede kandidaat. De keuze in 1991 voor een currency board heeft Argentinië al een aantal voor- en nadelen van dollarisering gebracht: er is geen wisselkoerscrisis opgetreden, de inflatie is teruggebracht van duizenden procenten naar nul procent per jaar en na hervormingen in 1994 is de mate van financiële intermediaat in de economie en de internationale integratie van het bankwezen sterk toegenomen. De gebrekkige 'lender of last resort' functie van de centrale bank en de noodzaak schokken in de reële economie op te vangen deelt de currency board met de nadelen van dollarisering.

Tabel 2. Peso-dollar renteverskil in Argentinië, gemiddelde over 1994-1998 in procenten

Prime lending (30 dagen) ^a	2
Staatsleningen	2
Gemiddelde bedrijven (>90 dagen)	4
Consumptief krediet	17

a. 'prime lending' heeft betrekking op leningen aan bedrijven met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid

Bron: data van de Banco Central de la Republica de Argentina

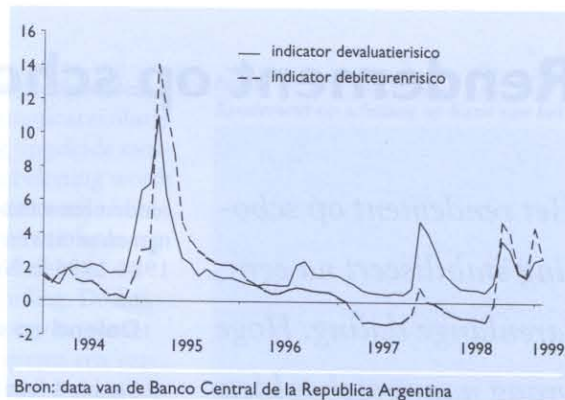
Voor Argentinië zou dollarisering twee belangrijke voordelen meebrengen ten opzichte van een currency board: een sterke vermindering van de pro-cyclische renteschokken en een daling van de gemiddelde rente. Figuur 1 geeft al een indicatie van de grotere stabiliteit in de rente die te winnen is door dollarisering. De potentiële renteverlaging bestaat uit twee delen: het verdwijnen van de devaluatie-risicopremie en het verminderen van het gemiddelde debiteurenrisico. In Argentinië komt het devaluatierisico tot uitdrukking in het verschil tussen peso- en dollarleningen aan anderszins gelijkwaardige debiteuren. Het verdwijnen van dit peso-dollar renteverskil kan voor burgers en bedrijven een behoorlijke rentedaling met zich mee brengen, zoals tabel 2 aangeeft.

Maar ook de rente op dollarleningen kan dalen, omdat het debiteurenrisico dat hierin is opgenomen, samenhangt met het devaluatierisico: een devaluatie maakt het immers kostbaarder om dollarleningen terug te betalen. Data voor Argentinië bevestigen dit verband. Figuur 4 schetst het verloop van het devaluatie- en debiteurenrisico op leningen aan Argentijnse bedrijven. Als indicator voor het devaluatierisico dient het peso-dollar renteverskil. De indicator voor het debiteurenrisico is het renteverskil op leningen in dollars aan gelijkwaardige Argentijnse en Amerikaanse bedrijven. De correlatiecoëfficiënt is 0,8.

Het is echter lastig te bepalen hoe groot de daling van de dollarrente door dollarisering zal zijn. In het beste geval verdwijnen de rente-pieken die veroorzaakt worden door periodieke vertrouwenscrises. Het rente-écart blijft dan op het niveau dat het in perioden van vertrouwen in de wisselkoers was. Over de periode 1994-1998 zou dit een daling van de gemiddelde rente op 'prime lending' (leningen aan bedrijven met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid) van 1,4%, en op staatsleningen van 3,3% hebben betekend.

De jaarlijkse budgettaire kosten van dollarisering zijn voor Argentinië naar schatting 0,2% van het bbp³. Bescheiden extra groei of een kleine rentedaling op de schuld zijn al voldoende om deze kosten compenseren. Ter illustratie: om de budgettaire lasten van dollarisatie te compenseren is een eliminatie van de peso-rentespread en een daling van de dollarrentespread met 0,5% voldoende⁴.

Voor Argentinië betekent een keuze voor dollarisering zodoende een lagere, stabielere rente en verdere verdieping van de financiële markten. De belangrijkste prijs van deze voordelen is een onherroepelijke opgave van het wisselkoersinstrument. Maar als Argentinië



Figuur 4. Risicopremies op leningen aan Argentijnse bedrijven. De data hebben betrekking op leningen voor 30 dagen aan bedrijven met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid ('prime lending')

voornemens is de huidige koppeling te handhaven, lijkt dollarisering een verstandige optie.

Conclusie

Op het eerste gezicht lijkt dollarisering voor de meeste ontwikkelingslanden een slecht plan. Immers, indien landen geen optimaal valutagebied vormen met het 'thuisland' van de over te nemen valuta, zullen de kosten van het opgeven van wisselkoers- en monetair beleid hoog zijn. Daarnaast wordt de 'lender of last resort' functie aan de centrale bank ontnomen en loopt de overheid een fikse bedrag aan seigniorage mis. En dan de coup de grâce: dollarisering zal tot grotere overheidstekorten leiden, omdat de disciplinerende werking die van financiële markten uitgaat op de overheid afneemt.

Bij nadere bestudering blijft echter slechts één nadeel van dollarisering overeind: de moeilijkheid om veranderingen in relatieve prijzen zonder het wisselkoersinstrument tot stand te brengen. Gezien de frequentie waarmee ontwikkelingslanden blootstaan aan zowel positieve als negatieve schokken, is dit zeker geen geringe tekortkoming. Het probleem is echter, dat in landen met fragiele financiële stelsels, een verregaande mate van informele dollarisering en een verleden van inflatie, de mogelijkheid om de wisselkoers aan te passen gepaard gaat met risico's op een crisis en met pro-cyclisch monetair beleid. Tegenover het nadeel van rigiditeit biedt dollarisering significante voordelen: een stabielere en gemiddeld lagere rente, lage inflatie en financiële verdieping. De uiteindelijke afweging tussen de voor- en nadelen van dollarisering zal bepaald worden door factoren als het risico van asymmetrische schokken ten opzichte van het 'thuisland' van de over te nemen valuta, de mate van informele dollarisering en de voorkeur voor financiële stabiliteit.

Alex Voorhoeve

3. De opbrengsten uit geldcreatie worden geschat op 750 miljoen dollar per jaar. De huidige contingente kredietfaciliteit kost 32 basispunten over het bedrag waarover de optie genomen wordt. Een uitbreiding daarvan van 8% naar 20% van de deposito's kost $0,0032 \times 9$ miljard dollar = 29 miljoen dollar. Het bbp over 1998 bedroeg 340 miljard dollar.

4. De uitstaande peso-leningen vormen 3% van het bbp, de uitstaande dollarleningen van de overheid (niet bij het IMF) 25%. Een daling van de pesorente met 2,5% (2,0 peso-dollar spread + 0,5 dollar spread) en van de dollarrente met 0,5%, compenseert op termijn (als de schuld geherfinancierd wordt) het verlies aan seigniorage.