

DANMARKS NATIONALBANK

11. MAJ 2017 — NR. 7

Danmark bidrager til et stærkt IMF



Et velfungerende IMF er i Danmarks interesse

IMF arbejder for at fremme global økonomisk og finansiell stabilitet. En vigtig del heri er at yde lån til udsatte lande med henblik på at modvirke globale og regionale spredningseffekter af kriser. Et tilstrækkeligt finansieret IMF er nødvendigt for at kunne løse denne opgave.

[Læs mere](#)



Danmark har givet nye lånetilsagn til IMF

IMF's udlånskapacitet er forøget markant som følge af bl.a. den globale finanskrisen og europæiske gældskriser samt den efterfølgende høje grad af usikkerhed. Nationalbanken har på vegne af Danmark øget de samlede danske tilsagn til IMF.

[Læs mere](#)



Lave risici for- bundet med udlån og tilsagn til IMF

IMF har en meget høj kreditværdighed og finansierer generelt sine udlån ved at trække på flere medlemslandes kvoter og lånetilsagn. I den forbindelse har fondens træk på Nationalbankens tilsagn historisk set været beskedne.

[Læs mere](#)

IMF's hovedformål er at fremme global økonomisk og finansiell stabilitet. Et velfungerende og tilstrækkeligt finansieret IMF er derfor i Danmarks interesse, da vi som en lille, åben økonomi er meget afhængige og påvirkelige af ydre forhold. Som et led i at sikre Danmark en robust økonomi, og på grund af vores kapacitet til at gøre det, stiller Danmark gennem Nationalbanken betydelige ressourcer til rådighed for at opretholde IMF's kriseberedskab. IMF har i dag en betydelig udlånskapacitet, der vil kunne bruges i tilfælde af omfattende stressscenarier såsom fx en ny finanskriser, hvor nogle lande kan rammes ekstra hårdt. Derudover vil et stærkt IMF i sig selv kunne have en stabiliserende effekt på det globale finansielle system, da det underbygger tiltroen til fondens krisehåndteringsevne og derigennem mindsker risici for fx kapitalflugt.

I det seneste årti er der foretaget omfattende forøgelse af IMF's låneressourcer bl.a. som en reaktion på den globale finanskriser og gældskrisen i Europa. I denne forbindelse har Danmark via Nationalbanken bidraget ved at øge det samlede tilsagn til IMF. Nationalbankens potentielle kredittæksporing over for IMF er steget fra 24 mia. kr. i 2008 til nu næsten 136 mia. kr. Det er dog meget usandsynligt, at den faktiske eksposering vil komme tæt på dette niveau. Den aktuelle faktiske eksposering er på et betydeligt lavere beløb, knap 17 mia. kr., og derudover er kreditrisikoen meget lav. Dertil har Nationalbanken i sidste ende mulighed for at afvise eventuelle træk på de danske tilsagn.

Nationalbankens finansielle relationer med IMF er her fordelt på flere ordninger. Ligesom alle andre medlemslande deltager Danmark i IMF's kvoteordning, der udgør selve medlemsbidraget til fonden. Derudover har Nationalbanken på vegne af Danmark givet frivillige lånetilsagn til IMF igennem det multilaterale lånearrangement New Arrangements to Borrow (NAB), en bilateral låneaftale med IMF samt igennem lånetilsagn til IMF's særlige fond for udlån til lavindkomstlande – den såkaldte Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT). De samlede danske tilsagn til disse tre frivillige lånearrangementer med IMF udgør ca. 3 pct. af Danmarks bruttonationalprodukt (BNP) og næsten to gange vores størrelse i IMF målt ved kvoten, hvilket

Den Internationale Valutafond yder lån til lande i krise

Boks 1

Den Internationale Valutafond, IMF, har til opgave at sikre stabilitet i det internationale monetære system. Et vigtigt led heri er først og fremmest at forhindre, at lande havner i betalingsbalanceproblemer. IMF bidrager til at reducere makroøkonomiske sårbarheder ved bl.a. at foretage en løbende overvågning af medlemslandenes økonomier i form af de såkaldte Artikel IV-konsultationer. Dertil kan fonden yde teknisk assistance til lande, som har brug for hjælp til at udvikle og udføre deres økonomiske politik.

Det andet vigtige element er at yde lån til medlemslande, som aktuelt eller potentielt er udsat for betalingsbalanceproblemer. Fondens særlige låneprogrammer kan her medvirke til at holde hånden under enkelte udsatte medlemslande, men samtidigt modvirke, at problemer i enkelte lande spreder sig til andre dele af det globale finansielle system. De landespecifikke krav i et IMF-låneprogram vil desuden bidrage til, at låntagere gennemfører de reformer og økonomiske tiltag, som er nødvendige for at genoprette den økonomiske holdbarhed i de pågældende lande.¹ Dertil kan et IMF-låneprogram, herunder tiltroen til fondens ekspertise til at sammensætte de rette betingelser for låntager, fungere som en katalysator for yderligere finansiering fx fra regionale eller bilaterale långivere.

IMF's långivning finansieres først og fremmest af IMF-medlemsbidraget, kvoterne, og derudover gennem medlemslandes lånetilsagn til en række frivillige lånearrangementer med fonden. Danmarks Nationalbank er i den forbindelse ansvarlig for at varetage Danmarks finansielle relationer med IMF.

1. Se Gade mfl. (2014) for en nærmere beskrivelse af IMF-låneprogrammer.

er over gennemsnittet sammenlignet med andre lande.¹

I det følgende redegøres i detaljer for Nationalbankens finansielle relationer med IMF herunder de omfattende justeringer, som blev gennemført eller besluttet i 2016. Analysen beskriver desuden, hvordan IMF's træk på danske lånetilsagn fungerer i praksis, og hvordan de påvirker Nationalbankens valutareserve og balance.

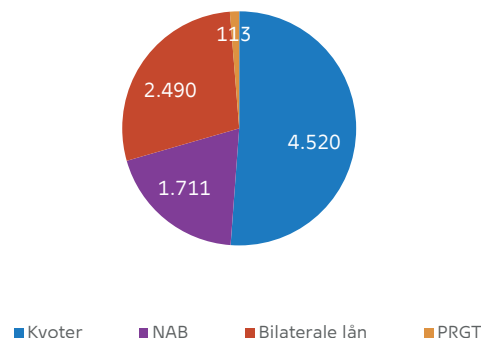
1. Se Gade mfl. (2015) for en sammenligning af finansielle bidrag på tværs af regioner.

IMF's samlede ressourcer og Danmarks tilsagn hertil

Figur 1

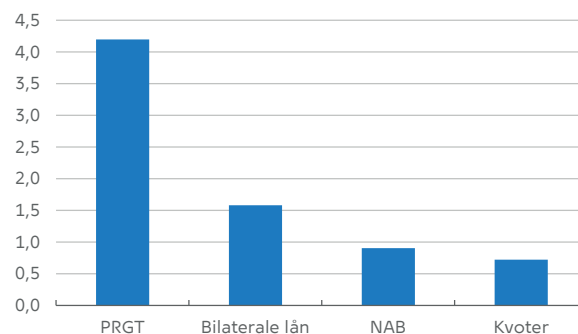
IMF's samlede ressourcer

Mia. kr.



Danmarks andel i IMF's ressourcer

Pct.



Anm.: Ressourcerne og Nationalbankens tilsagn er opdateret ultimo 2016 og omregnet til kr. med valutakurser fra den 30. december 2016. Bemærk, at Danmarks forholdsvis store andel af de samlede PRGT-tilsagn hovedsagligt skyldes, at relativt få lande bidrager til PRGT. Denne andel forventes at falde noget, da flere lande planlægger at opdatere deres PRGT-tilsagn i løbet af 2017.

Kilde: IMF.

Kvoter – medlemsbidraget til IMF

Kernen i IMF's samlede ressourcer udgøres af de enkelte landes medlemsbidrag til IMF, de såkaldte kvoter. Ligesom for børsnoterede finansvirksomheder vil den indskudte aktiekapital, i IMF's tilfælde kvoterne, kunne bruges til fx at finansiere fondens udlånsaktiviteter. På tilsvarende måde bestemmer kvoteandelen, eller ejerandelen i IMF om man vil, også et medlemslands indflydelse i IMF's styrende organer.² Sidstnævnte udgør et særligt indbygget incitament i kvoteordningen, da medlemslande hermed generelt tilstræber at opnå så stor en kvoteandel som muligt. Derudover er kvoter styrende for, hvor meget et land kan låne hos IMF.³

IMF's kvoter fordeles overordnet set på baggrund af medlemslandenes relative positioner i verdens-

økonomien.⁴ Det samlede niveau på kvoterne, og dertil fordelingen mellem medlemslandene, justeres i tilbagevendende *kvotereformer*. Den seneste kvotereform blev besluttet i 2010⁵, men blev først endeligt ratificeret i januar 2016. I den forbindelse blev IMF's samlede kvoteressourcer fordoblet fra 238,5 til 477 mia. SDR. Formålet med fordoblingen var at sikre, at IMF har en tilstrækkelig ressourcebase til at kunne dække fremtidige lånebehov, og at kvoterne udgør en større andel af fondens finansiering. Danmarks samlede kvote blev i kraft af reformen forøget fra 1,6 til 3,4 mia. SDR (fra 17,9 til 32,6 mia. kr.) og udgør nu 0,72 pct. af de samlede kvoter i IMF. Det er i samme forbindelse værd at understrege, at de samlede kvoteforøgelses ikke indebar en stigning i IMF's udlånsressourcer, men blot ændrede sammensætningen. Dette skyldes, at de samlede

2 Se Gade mfl. (2015) for en beskrivelse af IMF's styring.

3 I modsætning til ren aktiekapital udbetales der ikke dividender på kvoterne. Derudover indbetaler medlemslande ikke hele andelen af kvoten: størstedelen udgør et stående lånetilsagn, som IMF kan trække på efter behov. En yderligere forskel er, at medlemslandene selv har mulighed for midlertidigt at trække på de indbetalte kvoteressourcer uden at miste sine medlemsretigheder i IMF.

4 Kvoter angives i Special Drawing Rights (SDR) – en slags kunstig valuta (se mere herom senere). Kvotetildelinger finder bl.a. sted på baggrund af den såkaldte kvoteformel (se Gade mfl. (2015) for en forklaring). Desuden vil kvotetildelinger kunne foretages ad hoc, hvor man tager højde for andre faktorer end dem, der er inkluderet i kvoteformlen.

5 Se Bohn-Jespersen (2010).

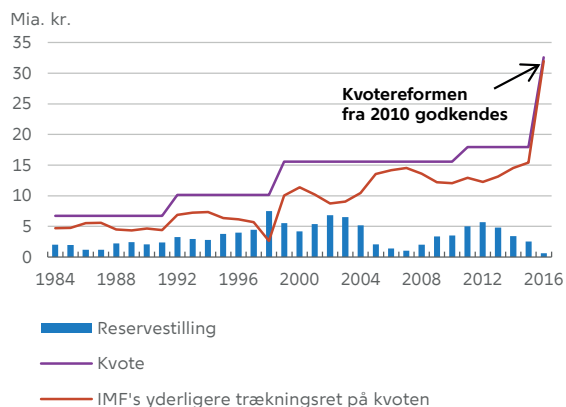
tilsagn til fondens frivillige lånearrangement, NAB, blev tilsvarende reduceret – mere herom senere.

En øget kvote i forbindelse med en kvotereform indebærer i praksis, at et medlemsland skal indbetale flere midler til IMF. Som regel skal en fjerdedel af kvoten indbetales til IMF, typisk i SDR eller hård valuta, dvs. globale reserveaktiver. De resterende tre fjerdedele stilles til rådighed for IMF i lokal valuta på en konto i landets centralbank og udgør en yderligere *trækningsret* på kvoten. IMF kan altså bruge denne trækningsret til at bede om yderligere ressourcer, hvis fonden fx har brug for at finansiere nye udlån. Forskellen mellem landets samlede kvote og IMF's trækningsret i lokal valuta benævnes *reservestillingen* og angiver altså den indbetalte del af kvoten. Et medlemslands reservestilling udgør en fordring på IMF. Givet at denne fordring på IMF kan indløses i hård valuta for at afhjælpe betalingsbalanceproblemer, indgår Nationalbankens reservestilling i valutareserven.⁶

Selv om et medlemslands reservestilling initialt udgør ca. 25 pct. af landets kvote, vil den efterfølgende altså kunne variere over tid. Når IMF skal udbetale et lån, finansieres dette bredt ved et træk på flere medlemslandes kvoter, dvs. IMF anmoder medlemslandene om at indbetale yderligere reserveaktiver. I et sådant tilfælde stiger reservestillingen, og IMF's trækningsret eller tilgodehavende i lokal valuta nedskrives med et tilsvarende beløb. Modsat kan IMF opskrive sit tilgodehavende ved at tilbagebetale reserveaktiver til et medlemsland, hvorved reservestillingen samtidigt reduceres. Det samme gør sig gældende, når et medlemsland bruger reservestillingen til at få adgang til hård valuta.

Figur 2 viser udviklingen i Danmarks kvoter og reservestilling i IMF siden 1984. Her fremgår det bl.a., hvordan kvoten er øget som følge af IMF's løbende kvotereformer – mest bemærkelsesværdigt 2010-reformen, som trådte i kraft i 2016. Udsvingene i reservestillingen reflekterer ændringer i IMF's udlånsaktivitet over tid og det faktum, at fonden først

Danmarks kvote i IMF fra 1984-2016 Figur 2



Anm.: IMF's yderligere trækningsret på kvoten angiver indeståendet på IMF's konto i Nationalbanken. Reservestillingen er defineret som kvoten fratrukket denne trækningsret.
 Kilde: IMF.

og fremmest finansierer sine udlån ved at trække på ressourcer hos de medlemslande, som ifølge fondens vurdering har kapacitet til at kunne bidrage. Da Danmark på grund af sin stærke betalingsbalance og omfattende valutareserve er blandt disse lande, er reservestillingen steget i perioder, hvor IMF har øget sin udlånsaktivitet fx i forbindelse med finanskrisen og den europæiske gældskrise. Samtidigt påvirkes reservestillingen af, at IMF over tid også har valgt at variere finansieringen af sine udlån, dvs. at man til tider også har valgt at trække på frivillige lånearrangementer. Forklaringen på Nationalbankens aktuelt lave reservestilling er altså ikke kun, at IMF's udlån er lavere end for nogle år tilbage, men også at fonden i et stort omfang finansierede sine udlån efter finanskrisen med andet end kvoteressourcerne.

IMF's frivillige lånearrangementer

Kvoterne udgør som nævnt kernen i IMF's finanser og dermed også et omfattende "første værn" under

6 Brug af reservestillingen til at afhjælpe betalingsbalanceproblemer adskiller sig fra egentlige IMF-lån i den forstand, at et sådant brug ikke er underlagt krav om tilbagebetaling og konditionalitet, hvor sidstnævnte fx kunne indebære, at det låntagende land forpligter sig til at gennemføre en række reformer som et led i en samlet økonomisk hjælpepakke (se IMF (2016)). På grund af Danmarks stærke betalingsbalance og omfattende valutareserve er reservestillingen aldrig blevet nedskrevet på Danmarks initiativ.

økonomiske kriser. Som angivet tidligere har IMF derudover løbende suppleret kvoteressourcerne med frivillige lånetilsagn fra sine medlemslande. Formålet har været at sikre, at fonden altid har tilstrækkelige låneressourcer – også i perioder med omfattende globale økonomiske problemer.

Blandt de frivillige lånearrangementer, som generelt har deltagelse af medlemslande med en robust økonomisk situation, skelnes der overordnet set mellem tilsagn til

- det stående lånearrangement New Arrangements to Borrow (NAB),
- midlertidige bilaterale låneaftaler og
- låneaftaler med IMF's fond for lavindkomstlande, Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT).

Lånearrangementerne kan alle betragtes som en slags kreditlinjer, hvor IMF med visse forbehold kan trække på de bidragende landes lånetilsagn. Udlån under disse lånearrangementer holdes særskilt fra IMF's træk på et medlemsland kvote og påvirker derfor ikke reservestillingen. En oversigt over Nationalbankens tilsagn til IMF's frivillige lånearrangementer, og hvordan de er blevet justeret siden finanskrisen, fremgår af figur 3.

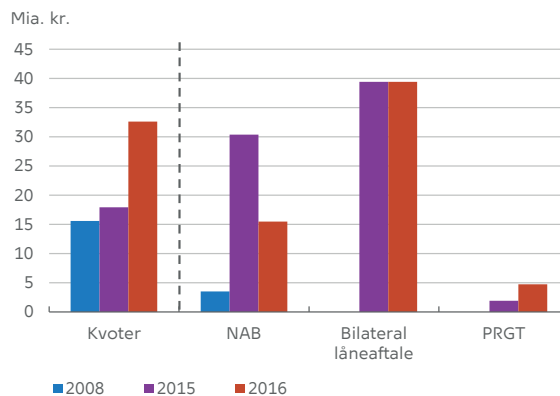
New Arrangements to Borrow (NAB)

NAB er et multilateralt lånearrangement mellem IMF og p.t. 38 medlemslande og institutioner⁷. NAB udgør derfor IMF's "andet værn" til finansiering af udlån og benyttes altså, når det kan være nødvendigt at supplere kvoteressourcerne. NAB blev etableret i 1997 og er efterfølgende løbende blevet fornyet for fire- eller femårige perioder. Den nuværende NAB-aftale blev forlænget med en femårig periode i november 2016 og løber nu fra november 2017 til november 2022.

Eventuelle træk på NAB-tilsagn kræver, at deltagerne og IMF har besluttet at *aktivere* NAB-aftalen. NAB blev holdt kontinuerligt aktiveret i perioden fra april 2011 til februar 2016, men er p.t. ikke aktiveret, da IMF's kvoteressourcer efter fordoblingen i begyndelsen af 2016 vurderes at være tilstrækkelige til at dække evt. lånebehov på den kortere bane. Under den seneste aktiveringsperiode blev

Udviklingen i de danske tilsagn til IMF, 2008 og 2015-16

Figur 3



Kilde: IMF og Danmarks Nationalbank.

NAB-ressourcerne hyppigt brugt til at finansiere IMF-udlån, og Nationalbanken har derfor stadig udestående over for IMF i forbindelse med udlån under NAB-aftalen.

Sammenfaldende med den endelige godkendelse af kvotereformen fra 2010 blev det besluttet at reducere de samlede NAB-tilsagn fra 370 til 181 mia. SDR. Nationalbankens lånetilsagn til NAB blev dermed reduceret i et tilsvarende omfang, og udgør p.t. 1,6 mia. SDR (15,4 mia. kr.).

Yderligere bilaterale låneaftaler

Siden 2009 har Nationalbanken desuden forpligtet ekstraordinære låneressourcer til IMF, hvilket bidrager til et "tredje værn" af ressourcer i tilfælde, hvor der kan opstå behov for en kraftig indgriben for at modvirke potentielle risici til det globale finansielle system. De bilaterale låneaftaler med IMF er løbende blevet fornyet, senest i oktober 2016 da IMF og Nationalbanken underskrev en bilateral låneaftale på 5,3 mia. euro (39,4 mia. kr.). Aftalen var en videreførelse af en tidligere aftale fra 2012 med samme beløb.

Samlet set har IMF pr. december 2016 fået ekstraordinære tilsagn fra 31 bilaterale långivere på i alt 277

7 IMF's bestyrelse vedtog etableringen af NAB i 1997 som en reaktion på risici for fremtidige finansielle kriser. Danmark har deltaget i lånearrangementet siden begyndelsen.

mia. SDR (2.620 mia. kr.). Træk på disse lånetilsagn er dog betinget af, at NAB er aktiveret, og at de tilbageværende NAB-ressourcer er faldet under en vis tærskel. Af disse grunde har IMF siden 2012 ikke trukket på de ekstraordinære bilaterale lånetilsagn.

Låneressourcer til lavindkomstlande

IMF har siden midten af 1980'erne kunne tilbyde lån til lavindkomstmedlemslande på mere lempelige lånevilkår. Siden 2010 har dette fundet sted gennem fondens Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT), som administreres særskilt fra IMF's øvrige ressourcer.⁸ Udlån under PRGT finansieres ligesom IMF's øvrige udlån med låneressourcer fra medlemslande. Derudover har der tidligere været løbende behov for separat finansiering af PRGT's rentesubsidier til de fattige lande. Disse midler er først og fremmest kommet fra bilaterale bistandsgivere.⁹ Som følge af en række strategiske tiltag, herunder ændringer til PRGT, vurderer fonden, at den subsidierende del af PRGT vil være finansieret på langt sigt, hvorfor fremtidige donationer til rentesubsidierne under visse forbehold ikke vurderes at være nødvendige. Dette udelukker imidlertid ikke løbende fornyelser af lånetilsagn til PRGT.

De samlede låneressourcer under PRGT udgjorde ultimo december 2016 11,9 mia. SDR. Nationalbanken øgede i november 2016 sit lånetilsagn til PRGT fra 200 mio. til 500 mio. SDR (fra 1,9 til 4,7 mia. kr.). Forøgelsen var en reaktion på IMF's mål om at rejse yderligere midler til PRGT. Det er her værd at understrege, at Nationalbankens lån til PRGT ikke udgør bistand og derfor skal tilbagebetales.

SDR-systemet

Kvoter og låneressourcer udgør hoveddelen af Nationalbankens finansielle mellemværender med IMF. Nationalbanken har desuden en eksponering

over for IMF i form af fondens såkaldte SDR-system, som alle IMF's nuværende medlemslande deltager i. Special Drawing Rights (SDR), eller særlige trækingsrettigheder, kan opfattes som en slags kunstig reservevaluta, som IMF kan tildele sine medlemslande med henblik på at supplere de eksisterende valutareserver.¹⁰

SDR er dog ikke en egentlig valuta ej heller en fordring på IMF. I stedet udgør SDR en *potentiel fordring* på den frie valuta i IMF-medlemslandenes valutareserver, herunder Danmarks. Det betyder, at SDR-systemet i praksis kan betragtes som en gensidig kassekredit, hvor lande med midlertidige betalingsbalanceproblemer eller svage reserver kan veksle deres beholdning af SDR til hård valuta hos lande med stærke betalingsbalancer og valutareserver. SDR-systemet har derfor visse ligheder med valutaswapaftaler mellem centralbanker, dog med de nævneværdige forskelle, at en SDR-veksling ikke forudsætter et specifikt tidspunkt for tilbageveksling, og at SDR-beholdningen udgør et automatisk loft på, hvor meget hård valuta man kan veksle sig til.

Efter oprettelsen i 1969 var de samlede SDR-beholdninger i lang tid forholdsvis små, men som et element til at modstå den globale finanskrise vedtog IMF's medlemmer i 2009 en omfattende generel SDR-tildeling, som nærmest fordobledede antallet af udestående SDR.¹¹ Alle medlemslande fik altså opskrevet deres SDR-beholdninger betydeligt, hvilket med et slag bidrog til at styrke de eksisterende globale valutareserver. Systemet dækker nu 204,1 mia. SDR, hvoraf Danmarks samlede tildeling udgør 1.531,5 mio. SDR.

For Nationalbankens vedkommende er Danmarks SDR-beholdning altså et aktiv, der er stillet til rådighed

8 PRGT afløste i 2010 den daværende Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) (se Jensen og Jørgensen (2009)).

9 Danmark har løbende bidraget til PRGT-rentesubsidierne, når IMF har anmodet herom. Det seneste danske bidrag blev givet i forbindelse med IMF's beslutning i 2012 om at overføre dele af overskuddet fra 2009-10-guldsalget til sine medlemslande. En forudsætning for overskudsdelingen var dog, at medlemslandene senere donerede deres andel af overskuddet til PRGT, hvilket Danmark umiddelbart gjorde i forlængelse af sin tildeling. IMF vurderer nu, at afkastet på PRGT-midlerne vil være tilstrækkeligt til at subsidiere udlånene til de fattigste lande fremadrettet. Derfor vurderes fremtidige donationer til PRGT-rentesubsidierne ikke at være nødvendige under gunstige forhold. Dette udelukker imidlertid ikke løbende fornyelser af lånetilsagn til PRGT.

10 SDR's værdi beregnes ud fra en vægtet kurv af de fem vigtigste valutaer globalt: dollar, euro, pund, yen og fra 1. oktober 2016 også den kinesiske valuta, renminbi. Inkluderingen af renminbien blev besluttet i november 2015 under den seneste femårige gennemgang af SDR. I forbindelse med disse gennemgange tager IMF's bestyrelse stilling til, hvilke valutaer der skal indgå i SDR og med hvilken vægt. Derudover indeholder gennemgangene en vurdering af de finansielle instrumenter, der skal indgå i beregningen af den såkaldte SDR-rente (se IMF Financial Operations 2016).

11 Se IMF Financial Operations 2016 for en dybere gennemgang af SDR-systemet.

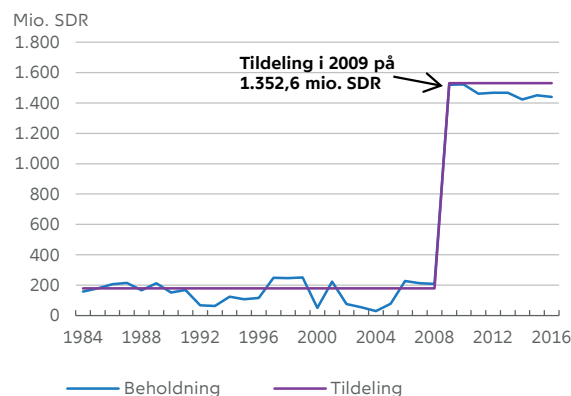
hed for banken. Da SDR som nævnt kan veksles til hård valuta, indgår Nationalbankens SDR-beholdning også i valutareserven. Samtidigt indebærer Danmarks deltagelse i SDR-systemet, at andre lande har ret til at veksle deres SDR mod fx euro eller dollar i Nationalbankens valutareserve. Omvendt vil lande også kunne købe SDR af Nationalbanken mod betaling af hård valuta.¹²

Alle IMF's nuværende 189 medlemslande deltager i SDR-systemet. Siden 1987 har systemet dog fungeret gennem frivillige handelsarrangementer, hvor p.t. 32 medlemslande har forpligtet sig til at sælge og købe SDR i et specifikt interval omkring deres samlede SDR-tildeling. På vegne af Danmark har Nationalbanken i denne forbindelse forpligtet sig til at have en beholdning på 50-150 pct. af den tildelte SDR. Nationalbankens reelle beholdning af SDR udgjorde 1.440,4 mio. SDR svarende til 13,6 mia. kr. ultimo december 2016. Det betyder, at Nationalbanken på det tidspunkt havde netto solgt for 91 mio. SDR svarende til 0,9 mia. kr. Nationalbankens beholdning af SDR har historisk set befundet sig tæt på den tildelte mængde, jf. figur 4. Siden 2009-tildelingen har beholdningen således i gennemsnit udgjort 96 pct. af den tildelte mængde, og siden 1984 har beholdningen maksimalt udgjort 140 pct. af tildelingen.

Indtil nu har de frivillige handelsarrangementer været fuldt tilstrækkelige til at imødekomme medlemslandenes ønsker om at købe og sælge SDR. Systemet har dog en indbygget sikkerhedsforanstaltning i tilfælde af, at kapaciteten af de frivillige handelsarrangementer ikke er tilstrækkelig. Ifølge denne obligatoriske del af SDR-systemet har IMF ret til at pålægge lande med stærke betalingsbalancer og reserver at købe SDR fra lande med svage eksterne positioner. IMF kan i den forbindelse anmode lande at holde op til tre gange deres tildelte SDR, hvilket i Danmarks tilfælde svarer til 4,6 mia. SDR (43,5 mia. kr.). Dette har dog som nævnt ikke været aktuelt, og Nationalbanken har ikke været i nærheden af at holde tre gange SDR-tildelingen, som IMF under den obligatoriske del af systemet kan anmode om.

Nationalbankens beholdning og tildeling af SDR

Figur 4



Anm.: Nationalbanken har igennem den frivillige del af SDR-systemet forpligtet sig til at holde mellem 50-150 pct. af den akkumulerede SDR-tildeling.

Kilde: IMF.

Samlet tilsagn og hvordan det (kan) bruges

IMF's maksimale trækingsrettigheder i Nationalbanken via kvoter, de frivillige lånearrangementer og SDR-systemet udgør Nationalbankens potentielle krediteksponering over for fonden.¹³ Disse udgjorde i alt 135,7 mia. kr. ultimo december 2016. Det er i den forbindelse værd at fremhæve, at IMF's faktiske træk på Nationalbankens tilsagn over tid har været relativt begrænset, jf. figur 5. Når IMF trækker på danske lånetilsagn, eller Nationalbanken øger sin beholdning af SDR, modtager Nationalbanken en tilsvarende fordring på IMF. I denne forbindelse har Nationalbanken siden 1987 haft en maksimal fordring på 21,6 mia. kr., hvilket var tilfældet i januar 2013. I december 2016 udgjorde fordringen på IMF 16,7 mia. kr. svarende til ca. 12 pct. af de samlede tilsagn.

I forlængelse af ovenstående er det nærliggende at spørge, hvorfor de samlede tilsagn til IMF er så store, når nu de faktiske træk er betydeligt lavere. Svaret er for det første, at medlemslandenes samlede tilsagn bidrager til at opretholde IMF's udlån-

12 Årsager til at lande vælger at købe SDR kan fx være, at de forbereder tilbagebetalinger af lån til IMF (som afregnes i SDR), eller for at diversificere sammensætningen af deres valutareserver.

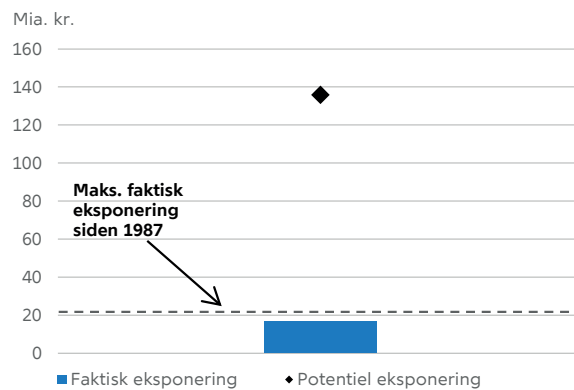
13 Foruden kreditrisiko indeholder Nationalbankens finansielle mellemværender med IMF også en rente- og valutarisiko. Se Jensen og Sørensen (2009) for en beskrivelse heraf.

skapacitet, også i tilfælde af evt. stressscenarier. I normale situationer vil man derfor opleve, at IMF's udlånskapacitet overstiger låneefterspørgslen betydeligt. For det andet kan et tilstrækkeligt finansieret IMF i sig selv spille en vigtig rolle i at stabilisere det globale finansielle system, da stærk tiltro, til at fonden har et omfattende kriseberedskab, reducerer sandsynligheden for omfattende kapitalflugt fra økonomisk pressede lande. Derudover kan nævnes, at der til tider er en betydende forskel mellem IMF's udestående udlån, som bl.a. træk på de danske tilsagn er med til at finansiere, og de samlede godkendte låneprogrammer. Dette sker dels fordi lånene kun udbetales gradvis og over tid, og dels fordi flere låntagerlande vælger ikke at få det fulde lånebeløb udbetalt.

Nationalbankens faktiske og potentielle krediteksponering over for IMF er opstillet i tabel 1. Beholdningen af SDR udgør her langt størstedelen af den faktiske eksponering. Ved deltagelse i SDR-systemet kan IMF, som tidligere nævnt, i princippet anmode Nationalbanken om at have en beholdning på op til tre gange sin SDR-tildeling, hvilket svarer til 43,5 mia. kr. Den aktuelle beholdning af SDR befinder sig imidlertid tæt på Nationalbankens tildelte SDR (december 2016). Korrigeret for SDR-beholdningen udgør den samlede reelle krediteksponering fordelt på udlån under kvoteordningen og de frivillige lånearrangementer en betydeligt mindre del af det samlede tilgodehavende over for IMF og var ultimo december 2016 på blot 3 mia. kr.

Nationalbankens krediteksponering over for IMF

Figur 5



Anm.: Faktisk eksponering er opgjort som Nationalbankens fordringer på IMF. Den potentielle eksponering angiver Nationalbankens samlede tilsagn til IMF. Opgjort ultimo december 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank og IMF.

Nationalbankens krediteksponering over for IMF

Tabel 1

	Aktuel eksponering, mia. kr.	Potentiel eksponering, mia. kr.	Aktuel eksponering ift. potentiell eksponering, pct.
SDR-systemet	13,6	43,5	31,4
Kvoteordningen ¹	0,6	32,6	1,9
New Arrangements to Borrow, NAB	2,0	15,4	13,1
Bilateralt lån	-	39,4	0,0
IMF's Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT	0,4	4,7	7,5
Samlet tilgodehavende over for IMF	16,7	135,7	12,3

Anm.: I opgørelsen af krediteksponeringen er Nationalbankens SDR-kurs pr. 30. december 2016 benyttet: 947,60 kr. pr. 100 SDR. Opgjort ultimo december 2016.

Kilde: IMF.

¹ Den aktuelle eksponering angiver her reservestillingen, og den potentielle eksponering angiver Danmarks kvote i IMF.

IMF-tilsagn og relationen til Nationalbankens valutareserve og balance

Boks 2

Efter internationale konventioner medregnes de samlede fordringer på IMF i medlemslandenes valutareserver. Denne del af Nationalbankens valutareserve er dog i praksis til dels illikvid og kan ikke umiddelbart bruges til interventionskøb på valutamarkedet. En opgørelse af valutareserven ultimo

december 2016 fremgår nedenfor. På det tidspunkt udgjorde tilgodehavendet over for IMF 3,7 pct. af den samlede valutareserve, hvilket set over de seneste 10 år er tæt på den gennemsnitlige andel på 3,3 pct.

Nationalbankens valutareserve ultimo 2016

Mia. kr.

Guld		17,5
Fordringer på udlandet	+	424,9
Fordringer på den Internationale Valutafond, IMF	+	16,7
Forpligtelser over for udlandet	-	3,0
Valutareserven	=	456,0

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Når IMF i forbindelse med udlån til medlemslande trækker på de danske lånetilsagn, påvirker det ikke valutareservens størrelse, men derimod sammensætningen. Det skyldes, at IMF i sådanne tilfælde vil anmode Nationalbanken om globale reservevalutaer, hvor Nationalbanken til gengæld opnår en fordring på IMF. Et træk vil altså nedbringe beholdningen af reservevalutaer, som samtidigt udlignes af en tilsvarende stigning i fordringen på IMF. Herved forbliver valutareservens størrelse uændret. Det samme gør sig gældende, når IMF anmoder Nationalbanken om at købe SDR mod reservevalutaer, hvorved beholdningen af SDR øges.

Det betyder også, at de samlede danske tilsagn til IMF ikke optræder på Nationalbankens balance eller i opgørelsen af valutareserven. Det vil derimod kun være tilfældet, når IMF trækker på tilsagnene. Dermed kan det siges, at den del af lånetilsagnet, som ikke aktuelt bruges, udgør en form for betinget krav på den likvide del af valutareserven.

Nationalbankens mellemværender med IMF er angivet to steder på Nationalbankens balance (se nedenstående udsnit af balancen). Fordringer på IMF udgør et aktiv for Nationalbanken og er derfor at finde blandt balancens samlede aktiver (se fx Nationalbankens årsrapport). Den samlede fordring på IMF indeholder som nævnt bl.a. Nationalbankens SDR-beholdning på 13,6 mia. kr. Da SDR er kunstigt skabt, vil IMF i princippet (jf. IMF's Articles of Agreement) til enhver tid kunne annullere SDR-tildelingen igen – det har dog endnu aldrig fundet sted. Dette betyder, at den nuværende SDR-tildeling på 14,5 mia. kr. optræder under balancens passiver – her som "Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF". En øget SDR-tildeling fra IMF vil øge valutareserven tilsvarende. Samtidigt indgår den nye tildeling på balancens passivside, da Nationalbanken reelt set ikke er blevet rigere af tildelingen. Hermed forbliver Nationalbankens nettoformue (egenkapitalen) uændret.

Udsnit af Nationalbankens balance ultimo 2016

Aktiver	Mia. kr.	Passiver	Mia. kr.
Fordringer på IMF	16,7	Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF (SDR-tildeling)	14,5

Kilde: Danmarks Nationalbank.

IMF's træk på kvoten, SDR-systemet eller de frivillige lånearrangementer vil foruden en ændret krediteksponering også medføre ændringer i Nationalbankens valutakurs- og renteeksponering.¹⁴

I boks 2 beskrives, hvordan disse træk påvirker Nationalbankens valutareserve og balance.

Scenarier og risikohåndtering

Risikoen for tab på den faktiske såvel som den potentielle eksponering over for IMF er meget lav. Nationalbanken har en krediteksponering over for IMF og ikke over for de lande, fonden udlåner til. Historisk set er det aldrig sket, at kreditorer har lidt tab til IMF. En del af forklaringen er, at IMF-lån altid gives mod et krav om opfyldelse af en række betingelser. Dette forhold udgør netop essensen i IMF-låneprogrammer, da fonden hermed sikrer, at låntagere i) gennemfører de nødvendige reformer for at rette op på deres økonomiske situation; ii) forsvarligt anvender lånudbetalingerne til de rette formål. I denne forbindelse vil IMF i kraft af de indbyggede sikkerhedsforanstaltninger i låneprogrammerne udbetale lånene gradvist og oftest først, når låneansøger har gennemført en række påkrævede tiltag. Desuden vil IMF udbetale lånene under tæt og regelmæssig overvågning. Konstateres en afvigelse fra de aftale betingelser i låneprogrammet, har fonden mulighed for at stoppe fremtidige udbetalinger.

Dertil kommer IMF's status som "preferred creditor". Denne status er givet ved, at låntagende lande giver IMF fortrinsret til betalinger, hvis de ikke kan overholde deres gældsforpligtelser (og at andre kreditorer accepterer dette).¹⁵ Det betyder i praksis, at IMF-udlån er klart bedre sikrede end direkte lån fra en stat til en anden, men også bedre sikrede end tilsvarende udlån under euroområdet's European Stability Mechanism (ESM). I sidste ende har IMF også omfattende reserver, som bl.a. understøttes af en betydelig guldreserve, der kan dække evt. tab

på udlån. Alt i alt vurderes IMF's kreditværdighed at være særdeles høj.¹⁶

Sandsynligheden for, at IMF indfrier de samlede danske tilsagn, er ekstremt lav. Det ville for det første kræve, at IMF's udlånsaktivitet i realiteten skulle vokse så meget, at den ville udtømme størstedelen af fondens samlede tilgængelige ressourcer. Medlemslandenes samlede forpligtede ressourcer til IMF udgjorde pr. december 2016 ca. 932 mia. SDR (8.834 mia. kr.), og de aktuelle udlån (inkl. lånetilsagn) udgjorde knap 81 mia. SDR (767 mia. kr.).¹⁷ Det betyder, at IMF p.t. har en meget solid kapacitet for at kunne afhjælpe evt. omfattende globale stressscenarier. En potentiel kraftig stigning i IMF's udlån ville desuden indebære godkendelse af væsentlig flere låneprogrammer og dertil beslutning om brug af låneressourcer under både NAB og de bilaterale låneaftaler. Her er det vigtigt at fremhæve, at sådanne beslutninger ville skulle træffes på baggrund af en bred opbakning blandt IMF's medlemslande, hvor også Danmark har indflydelse. Dertil ville det tænkte scenarie kræve, at SDR-systemets frivillige arrangementer skulle erstattes af den obligatoriske del af systemet (noget, der som tidligere nævnt, aldrig har fundet sted), og at det skulle benyttes fuldt ud.

Som ekstra sikkerhedsforanstaltninger kan det nævnes, at regler for henholdsvis kvoter, bilaterale lån og SDR-systemet indebærer, at IMF undgår at trække på nationale tilsagn, hvis fonden vurderer, at landet ikke kan overkomme sådanne træk. Derudover har Nationalbanken mulighed for at afvise eventuelle træk på danske tilsagn i situationer, hvor banken er likviditetsbegrænset. Samlet set er risici forbundet med Nationalbankens udlån og de yderligere tilsagn til IMF meget begrænsede.

Nødvendigheden af et stærkt IMF

De samlede øgede tilsagn til IMF, herunder Danmarks, tjener et vigtigt formål. Ved at opretholde fondens udlånskapacitet vil det også fremadrettet være muligt

14 Se mere herom i Jensen og Sørensen (2009) samt Mogensen (2003). For en samlet beskrivelse af Nationalbankens risikostyring henvises til Danmarks Nationalbank (2003).

15 Selv om IMF's status som "preferred creditor" ikke fremgår direkte af juridisk bindende aftaler med hhv. debitorer og andre kreditorer, bekræftes den af Parisklubben. Parisklubben er det forum, hvor bilaterale kreditorer indgår aftaler om gældsstrukturering og -sanering til debitorlande, der ikke kan betale deres gældsforpligtelser.

16 For IMF's PRGT-udlån, hvor der kan være en noget højere kreditrisiko end for IMF's almindelige udlån, er Nationalbankens krediteksponering desuden direkte garanteret af den danske stat.

17 De aktuelle udlån er opgjort som summen af de samlede udestående lån og ubrugte tilsagn under godkendte lånearrangementer (fraregnet de forebyggende lånefaciliteter for Mexico, Polen, Columbia og Marokko).

at yde finansiell assistance til enkelte medlemslande, der er i fare for at havne i – eller er havnet i – betalingsbalanceproblemer. Dette er ikke kun relevant for den økonomiske og finansielle stabilitet i de pågældende lande, men også for det globale finansielle system som helhed. Et velfungerende og tilstrækkeligt finansieret IMF kan desuden yde målrettet og rettidig assistance med henblik på at modvirke, at problemer i enkelte lande spredt sig til andre lande. Det er afgørende givet den store gensidige afhængighed på tværs af økonomier.

Litteratur

Articles of Agreement of the International Monetary Fund, 2016 Edition, International Monetary Fund.

Bohn-Jespersen, Helene Kronholm, IMF's kvote- og styrelsesreform 2010, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2010.

Danmarks Nationalbank (2016), Årsrapport.

Danmarks Nationalbank (2003), Finansiell styring i Danmarks Nationalbank.

Gade, Thomas Pihl, Malthe-Thagaard, Sune og Sørensen, Louise Funch, IMF's udlån til programlande og Danmarks bidrag til IMF, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2014.

Gade, Thomas Pihl, Malthe-Thagaard, Sune og Thomsen, Casper Ristorp, Stemme og Repræsentation i IMF, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2015.

IMF Financial Operations 2016, Third Edition, International Monetary Fund.

Jensen, Thomas Krabbe og Sørensen, Søren Vester, Nationalbankens finansielle mellemværender med den Internationale Valutafond, IMF, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2009.

Mogensen, Louise, IMF og Nationalbankens balance, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2003.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
5. maj 2017

Klaus Lund Ruhlmann
klru@nationalbanken.dk

Martin Holmberg
mho@nationalbanken.dk

ØKONOMI OG PENGEPOLITIK



**DANMARKS
NATIONALBANK**