
Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF

Thomas Krabbe Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Efter en årrække med faldende udlån har den økonomiske krise ført til en kraftig vækst i Den Internationale Valutafonds, IMF's, tilsagn om nyudlån, jf. figur 1. For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i løbet af 2009 taget en række initiativer med henblik på at tilføre fonden yderligere midler. Danmark medvirker som medlem af IMF til denne tilførsel. Da det er Nationalbankens opgave at varetage Danmarks finansielle mellemværender med IMF, påvirker disse initiativer Nationalbankens balance og valutareserven.

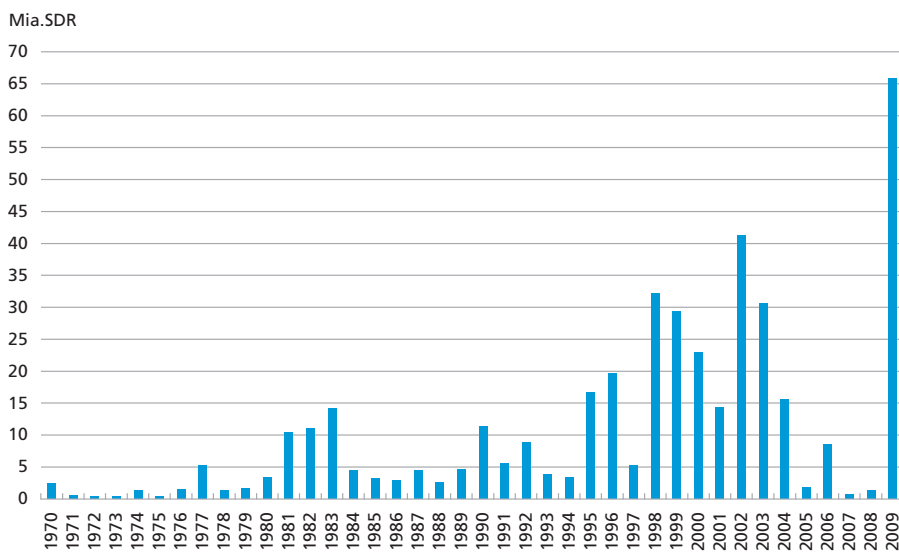
Nationalbanken har i 2009 indgået en låneaftale med IMF på 1,95 mia.euro (14,5 mia.kr.) og givet tilsagn om yderligere midler på 1,1 mia.euro (8,1 mia.kr.). Nationalbanken har endvidere givet tilsagn om udlån af 200 mio.SDR¹ (1,6 mia.kr.) til brug for IMF's udlån til lavindkomstlande. Derudover har Nationalbanken gennem SDR-systemet modtaget 1,4 mia.SDR (11,2 mia.kr.), som indgår i valutareserven. Disse ordninger giver overordnet set IMF øgede trækingsrettigheder i Nationalbanken. Såfremt IMF trækker på ordningerne, påvirker det sammensætningen af valutareserven, idet hård valuta veksles mod fordringer på IMF. Derimod er valutareservens størrelse uændret.

I denne artikel beskrives IMF's forskellige udlånsordninger, og hvorledes de finansieres af medlemslandene. Dernæst beskrives, hvordan mellemværenderne påvirker Nationalbanken og valutareserven. Artiklen afsluttes med en gennemgang af Nationalbankens risikostyring af mellemværenderne med IMF.

¹ SDR (Special Drawing Rights) er IMF's regnskabsenhed. SDR er sammensat af en kurv af valutaer, der p.t. udgøres af dollar, euro, yen og pund. Der er i artiklen anvendt en SDR-kurs på 799,90 kr. pr. 100 SDR, svarende til kursen pr. 30. oktober 2009. Der henvises til boks 2 på side 76 for en nærmere beskrivelse af sammensætningen af SDR.

IMFs TILSAGN OM NYUDLÅN 1970-2009

Figur 1



Anm.: Opgjort efter finansår. Fx dækker tallet for 2009 perioden fra 1. maj 2008 til 30. april 2009.

Kilde: IMF, *Annual Report*, diverse årgange.

IMFs ROLLE

IMF er en international organisation bestående af 186 medlemslande. Fonden blev stiftet i 1945 og har bl.a. til formål at fremme økonomisk vækst og stabilitet.

En stor del af IMF's arbejde består i at overvåge og analysere medlemslandenes økonomier. På baggrund af disse analyser ydes råd og vejledning vedrørende hensigtsmæssig økonomisk politik (*surveillance*).

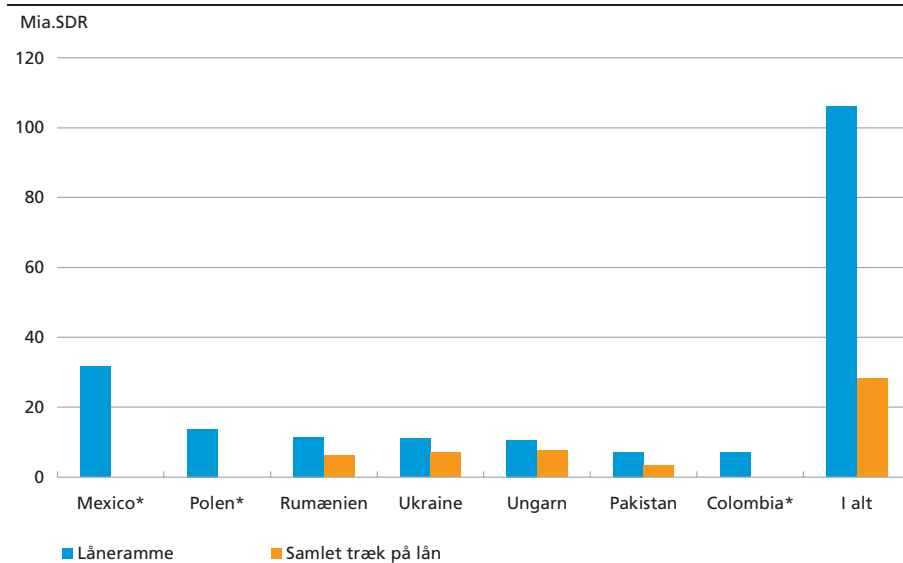
IMF yder også teknisk assistance til medlemslande. Assistanzen kan eksempelvis bestå i uddannelse af embedsfolk eller hjælp til opbygning af institutioner i økonomien.

IMF har desuden en række finansielle opgaver. Den primære opgave er at yde lån til medlemslande med betalingsbalanceproblemer. Låneadgangen kan enten ydes forebyggende i et forsøg på at forhindre betalingsbalancekriser, eller ydes "helbredende" for at give et land bedre mulighed for at håndtere en sådan krise, hvis den allerede er opstået.

IMF's normale lån med henblik på betalingsbalancestøtte, de såkaldte Stand-By Arrangements, kan opnås ved henvendelse fra medlemslandet til IMF. Lånene forudsætter normalt, at den økonomiske politik skal opfylde en række betingelser, og kræver derfor forhandlinger mellem landet og IMF. Lånebetingelserne har til formål at gøre låntagerlandet i stand til at genoprette økonomien og dermed gøre det muligt for landet at betale IMF tilbage.

IMFs STØRSTE LÅNEARRANGEMENTER

Figur 2



Anm.: * angiver FCL-låneprogram. Tallene er opgjort pr. 31. oktober 2009.
Kilde: IMF.

I 2009 introducerede IMF den såkaldte *Flexible Credit Line*, FCL, facilitet. Den giver mulighed for at yde forebyggende låneadgang til medlemslande med en sund økonomisk politik uden at knytte yderligere lånebetingelser til. Faciliteten er en forsikring mod forværring af betalingsbalancen.

Figur 2 viser en oversigt over IMFs største lånearrangementer og træk herpå. Ved udgangen af oktober 2009 var der givet lånetilsagn til betalingsbalancestøtte på i alt 106 mia.SDR, bl.a. til en række central- og østeuropæiske lande.¹ Af den samlede udlånsramme udgør de tre FCL-programmer omtrent halvdelen. De øvrige låneprogrammer med tilknyttede lånebetingelser udgør 54 mia.SDR, hvoraf 28 mia.SDR er udbetalt. I takt med de forbedrede økonomiske udsigter i den seneste tid er efterspørgslen efter nye lån hos IMF imidlertid aftaget, og IMFs udestående lånetilsagn er stabiliseret omkring 106 mia.SDR. IMFs tilsagn om nyudlån i 2010 forventes således ikke at blive lige så højt som i 2009.

Fælles for IMFs lån til betalingsbalancestøtte (i det følgende benævnt IMFs almindelige udlån) er, at de i sidste ende finansieres af IMFs øvrige medlemmer, herunder Nationalbanken. Det beskrives nærmere i det følgende afsnit.

En anden finansiel opgave er administration af SDR-systemet, der giver medlemslandene adgang til international valutalikviditet. IMF skaber et internationalt valutareserveaktiv ved tildeling af SDR, som kan omveks-

¹ Se Christensen (2009) for en nærmere beskrivelse af krisens påvirkning af Østeuropa.

les til hård valuta fra medlemslande med en stærk betalingsbalancestilling. Systemet har før 2009 ikke spillet en nævneværdig rolle, men i kraft af IMF's beslutning om at tildele medlemslandene 183 mia.SDR kan det ikke udelukkes, at det fremover vil få større betydning. Systemet er beskrevet nærmere nedenfor.

Endelig yder IMF specielle lån på lempelige vilkår til lavindkomstlande med henblik på at hjælpe dem ud af fattigdom. Lånene ydes med lav eller ingen rente og finansieres hovedsageligt af frivillige, bilaterale bidrag fra IMF's medlemslande. Lånene administreres som en separat fond. Ved udgangen af oktober 2009 havde IMF givet lån på lempelige vilkår til 29 lande for i alt 3 mia.SDR.

FINANSIERINGEN AF IMF'S ALMINDELIGE UDLÅN

IMF's almindelige udlån bygger på et byttesystem. Når et land trækker på IMF's resurser, indbetaler det låntagende land egen valuta til IMF i bytte for hård valuta, som IMF erhverver hos et andet medlemsland. Hård valuta er defineret som en let omsættelig valuta fra et land med en sund økonomi og stærk betalingsbalancestilling, fx dollar, euro eller kroner.

Ved långivning får det land, som stiller hård valuta til rådighed, et tilgodehavende i IMF. Tilgodehavendet bliver forrentet med SDR-renten fratrukket et fradrag. Tilsvarende bliver lån fra IMF forrentet med SDR-renten tillagt et tillæg. Rentemarginalen, som IMF tjener på at formidle udlån fra kreditor- til debitorlande, går dels til at finansiere IMF's drift, dels til at opbygge reserver til at modstå kredittab.¹

Kvoten

Udlån til medlemslande i økonomiske vanskeligheder finansieres hovedsageligt af kvoterne. Kvoterne er medlemslandenes medlemsbidrag og udgør størstedelen af IMF's finansiering. Hvert medlemsland er tildelt en kvote, der afspejler landets relative størrelse i verdensøkonomien.

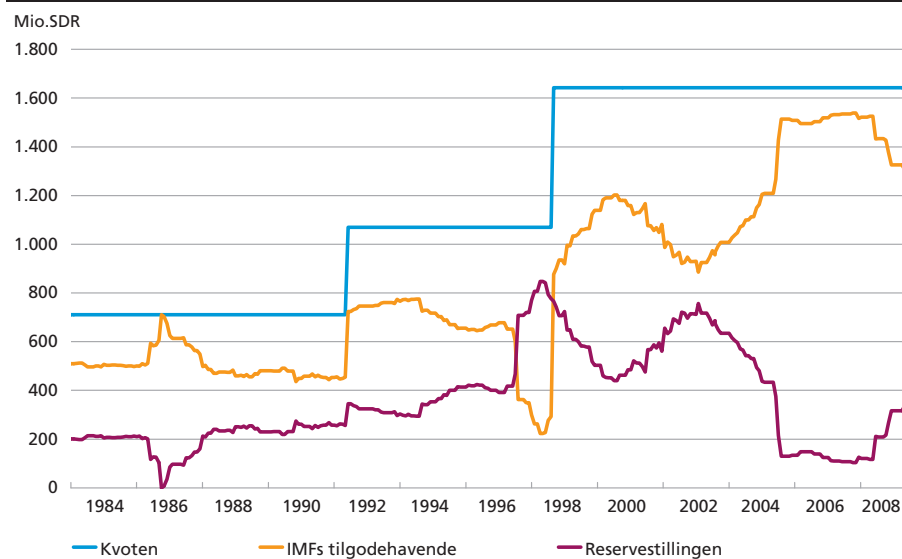
Kvoten bestemmer et lands stemmeandel i IMF, bidrag til IMF's udlånsaktiviteter og adgang til økonomisk assistance fra IMF. Derudover er kvoten afgørende for den mængde SDR, som landet bliver tildelt ved deltagelse i SDR-systemet.

Hvert land indbetaler i udgangspunktet en fjerdedel af kvoten til IMF i hård valuta og stiller de resterende tre fjerdedele til rådighed for IMF i egen valuta på en konto. Hvis IMF får behov for valuta i forbindelse med sine almindelige udlån, kan IMF trække valuta på et medlemsland mod at få nedskrevet tilgodehavendet på sin konto med et tilsvarende beløb.

¹ Se Bohn-Jespersen (2008) for en beskrivelse af IMF's indtægtsreform fra 2008.

DANMARKS KVOTE OG RESERVESTILLING SIDEN 1984

Figur 3



Kilde: IMF.

Omvendt kan IMF tilbagebetale valuta til et medlemsland og få opskrevet sin konto med et tilsvarende beløb. Da IMF kun kan trække valuta på et medlemsland, hvis fonden stadig har et tilgodehavende stående på sin konto, udgør kvoten det maksimale træk, som IMF kan foretage på et land.¹

Forskellen på et medlemslands kvote og IMF's tilgodehavende kaldes medlemslandets reservestilling. Reservestillingen er et aktiv for medlemslandet, idet den udtrykker landets nettofordring på IMF. Pr. 31. oktober 2009 var Danmarks kvote 1.642,8 mio.SDR (13,1 mia.kr.) og IMF's tilgodehavende 1.286,3 mio.SDR (10,3 mia.kr.). Reservestillingen udgjorde således 356,5 mio.SDR (2,9 mia.kr.), jf. figur 3.

Danmarks kvote indbetales af Nationalbanken. Den del af kvoten, der indbetales i valuta (svarende til reservestillingen), tages fra valutareserven. Eftersom reservestillingen tæller med i valutareserven, påvirker transaktioner via kvoten ikke valutareservens størrelse, jf. boks 1. Det skyldes, at træk fra IMF på valutareserven modsvares af en tilsvarende stigning i reservestillingen. Tilsvarende vil en tilbagebetaling af valuta fra IMF modsvares af et fald i reservestillingen.

IMF søger at sprede finansieringsbyrden af sine udlån på de medlemslande, som efter fondens vurdering har en tilstrækkeligt solid betalingsbalance og valutastilling. Hvert kvartal offentliggør IMF en oversigt over

¹ Et land kan bidrage med større beløb end kvoten, hvis landet deltager i én eller flere af IMF's frivillige låneordninger.

EKSEMPEL PÅ ET TRÆK VIA KVOTEN		Boks 1	
<p>Hvis IMF ønsker at trække 1 mia.kr. i euro via kvoten, vil IMF anmode Nationalbanken om på en given dato at indbetale dette beløb på en given bankkonto. IMF vil samtidig anmode Nationalbanken om at debitere kontoen for IMF's tilgodehavende med 1 mia.kr.</p> <p>De to transaktioner udføres samtidig på valørdagen. Efter transaktionerne vil Nationalbankens eurobeholdning være reduceret på bankens aktivside, og samtidig vil IMF's tilgodehavende i kroner være reduceret tilsvarende på passivside, jf. tabel 1¹. Transaktioner via kvoten vil dermed ikke ændre på størrelsen af valutareserven, idet faldet i eurobeholdningen modsvares af stigningen i reservestillingen, jf. tabel 2.¹</p>			
ÆNDRINGER PÅ BALANCEN VED TRÆK AF 1 MIA.KR. I EURO VIA KVOTEN		Tabel 1	
Mia.kr.			
Aktiver		Passiver	
Kvoten	0	IMF's tilgodehavende	-1
Eurobeholdning	-1		
ÆNDRINGER I VALUTARESERVEN VED TRÆK AF 1 MIA.KR. I EURO VIA KVOTEN		Tabel 2	
Mia.kr.			
Kvoten		0	
Reservestillingen		1	
Eurobeholdning		-1	
Valutareserven, netto		0	

¹ Se også Mogensen (2003).

fondens planlagte træk via kvoterne. Ved udarbejdelsen af denne finansieringsplan tilstræbes en passende byrdefordeling blandt bidragerlandene over tid. I tilknytning hertil skønnes over behovet for ekstra finansiering via IMF's supplerende låneordninger.

IMF's supplerende lånemuligheder

Såfremt kvotemidlerne ikke er tilstrækkelige, har IMF mulighed for at låne supplerende kapital via en række frivillige arrangementer med medlemslandene.

Hidtil har IMF haft to frivillige lånearrangementer: *General Arrangements to Borrow*, GAB, og *New Arrangements to Borrow*, NAB. GAB-ordningen, der omfatter G10-landene, blev etableret i 1962 og giver IMF adgang til at låne 17 mia.SDR. NAB-ordningen blev etableret i 1997 i forbindelse med Asien-krisen for at supplere GAB. De to lånearrangementer består af en række stående låneaftaler mellem IMF og 26 frivillige medlemslande og institutioner. IMF kan låne op til 34 mia.SDR under de to ordninger, hvis det er nødvendigt at supplere

kvotemidlerne for at undgå international monetær ustabilitet. Danmark har deltaget i NAB siden begyndelsen i 1997 med et lånetilsagn på 367 mio.SDR (2,9 mia.kr.).

Den økonomiske krise har ført til en stigende efterspørgsel efter lån i IMF. For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i regi af G20 derfor besluttet at tilføre IMF yderligere midler. På kort sigt får IMF adgang til 250 mia.dollar i form af bilaterale lån fra medlemslandene. På lidt længere sigt skal NAB udvides til op mod 600 mia.dollar, bl.a. ved at optage nye medlemslande i faciliteten. På den baggrund har EU-landene besluttet at give tilsagn om bidrag for i alt 75 mia.euro i bilaterale lånefaciliteter og yderligere 50 mia.euro i forbindelse med en ny, udvidet NAB. Samlet set er der annonceret tilsagn om ekstra udlånsressurser for godt 500 mia.dollar, jf. tabel 3.

Figur 4 tydeliggør nødvendigheden af likviditetstilførslen til IMF. Fra at have haft en meget høj udlånskapacitet i perioden 2005-07 blev IMF's udlånskapacitet kraftigt reduceret i slutningen af 2008 og første halvdel af 2009. Uden yderligere tilførsel ville IMF i september have haft en udlånskapacitet på blot 29 mia.SDR. Med de indgåede låneaftaler er IMF sikret en fortsat rigelig udlånskapacitet.

Nationalbanken indgik i november 2009, som led i Danmarks bidrag til det fælles EU-tilsagn, en bilateral låneaftale på 1,95 mia.euro (14,5 mia.kr.) med IMF. Kort efter indgåelsen trak IMF 57 mio.SDR (0,5 mia.kr.) på låneaftalen.

Låneaftalen vil på sigt blive overført til en udvidet NAB-aftale, når denne træder i kraft. Danmarks andel af den nye NAB-aftale forventes

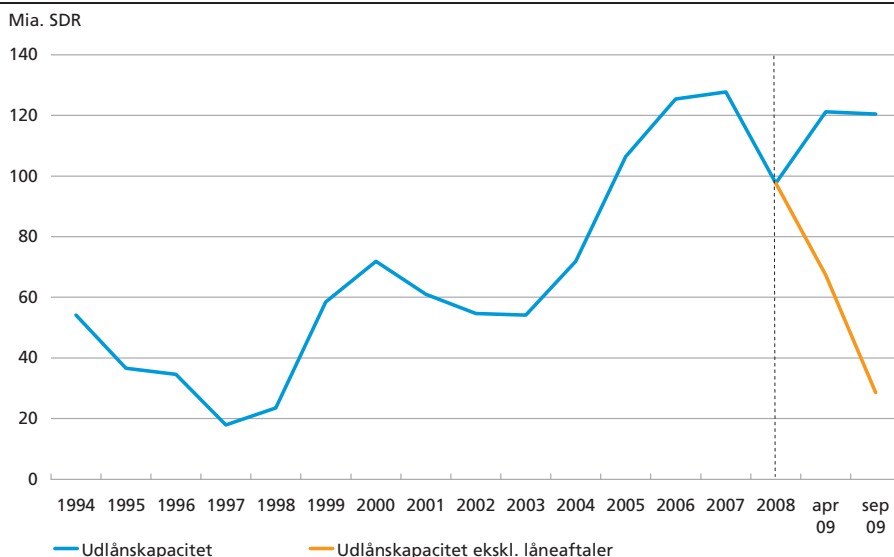
OPFØLGNING PÅ G20-TILSAGN OM RESURSETILFØRSEL TIL IMF		Tabel 3
Mia.dollar	Nyt tilsagn	Udvidet NAB
EU	175,0	200,0
USA	100,0	110,6
Japan	100,0	105,6
Kina	51,3	51,3
Schweiz	10,0	12,5
Canada	10,0	12,2
Korea	10,0	10,5
Brasilien	10,0	10,0
Indien	10,0	10,0
Rusland	10,0	10,0
Australien	5,7	7,0
Norge	4,8	5,4
Andre lande	3,1	9,2
I alt	499,9	554,3

Anm.: Beløb er opgjort ved valutakurser den 24. november 2009.

Kilde: IMF.

IMFs UDLÅNSKAPACITET

Figur 4



Anm.: IMF opgør sin etårige udlånskapacitet, den såkaldte *one-year Forward Commitment Capacity*, ved en oversigt over brugbare (stærke) valutaer fratrukket allerede givne tilsagn plus midler under aktiverede låneaftaler samt planlagte tilbagebetalinger inden for det kommende år. Beløbet inkluderer ikke de 34 mia.SDR, der er til rådighed under NAB-aftalen fra 1997, da denne låneafale p.t. ikke er aktiveret.

Kilde: IMF.

samlet set øget til lidt over 5 mia.dollar (25,4 mia.kr.). Den nye aftale mangler dog fortsat at blive forhandlet på plads. Krisen har også accelereret behovet for at vurdere IMF's langsigtede resursebehov, hvilket er blandt årsagerne til, at den 14. kvoterevision i IMF er fremrykket til januar 2011.

Eventuelle træk via de særlige låneordninger vil blive benyttet til at finansiere de samme lån, som finansieres via kvotemidlerne. Lånene er således dækket af IMF's reserver og aftaler til dækning af tab.

Træk via de særlige låneordninger påvirker ikke valutaeservens størrelse. Som det er tilfældet med kvoten, vil Nationalbanken finansiere træk via de særlige låneordninger ved at tage midlerne fra valutaeserven. Nationalbanken vil imidlertid få en tilsvarende fordring på IMF, der medregnes i valutaeserven.

IMFs UDLÅN TIL LAVINDKOMSTLANDE

IMF har en række forskellige lånefaciliteter rettet imod lavindkomstlande. Lånene har til hensigt at hjælpe landene ud af fattigdom eller håndtere naturkatastrofer. Lånene gives med en lav eller slet ingen rente.

Finansieringen af lånene holdes adskilt fra IMF's almindelige resurser i særlige fonde benævnt Trust Accounts. Rentesubsidiet finansieres pri-

mært over bilaterale bistandsmidler fra medlemslandene, og udlånsmidlerne stilles til rådighed for disse Trust Accounts gennem lån fra medlemslandene.

Fra Danmark har Danida tidligere ydet bidrag til subsidiemidler (til lån på særligt lave renter) eller gældslettelse. Herudover har Nationalbanken, med garanti fra den danske stat, fra 2000 til 2006 udlånt 100 mio.SDR (0,8 mia.kr.) til IMF's udlånsmidler i den såkaldte *Poverty Reduction and Growth Facility*, PRGF. Dette udlån blev anvendt til finansiering af udlån til lavindkomstlande og blev tilbagebetalt i forbindelse med det multilaterale gældslettelsesinitiativ i 2006.

I juli 2009 vedtog IMF's bestyrelse en reform af udlånsfaciliteterne til lavindkomstlande. Som et led i denne reform bliver der oprettet en ny fond, *Poverty Reduction and Growth Trust*, PRGT, der har til formål at finansiere og "huse" alle IMF's udlån på lempelige vilkår. Denne fond, der afløser PRGF, skal fortsat være økonomisk uafhængig af IMF's øvrige organisation og finansieres ved bilaterale indskud fra donorlande.

PRGT vil fortsat indeholde separate kasser til udlåns- og subsidiemidler. Subsidiemidlerne anvendes til at give lavere rente til låntagerlandene og skal finansieres ved indskud af IMF's egne midler og bidrag fra donorlandene. Danmark ventes også at bidrage til PRGT med subsidiebidrag finansieret af bistandsmidlerne og bidrag til udlånsmidler finansieret af Nationalbanken. Lånetilsagnet fra Nationalbanken bliver på omkring 200 mio.SDR (1,6 mia.kr.) og vil være garanteret af den danske stat. Statsgarantien skyldes, at kreditrisikoen på disse udlån er højere end på IMF's almindelige udlån, samt at eventuelle kredittab ikke er omfattet af IMF's almindelige reserver, men skal dækkes af PRGT's egne reserver.

Som det er tilfældet med kvoten og de særlige låneordninger, vil Nationalbanken finansiere lånet til PRGT ved at tage midlerne fra valutareserven. Lånet vil dog ikke påvirke valutareservens størrelse, da Nationalbanken vil få en tilsvarende fordring på PRGT, der medregnes i valutareserven.

SDR-SYSTEMET

Som led i det internationale samfunds respons på den økonomiske krise besluttede IMF, efter anmodning fra G20-topmødet i London i april 2009, at tildele medlemslandene SDR for 291 mia.dollar.¹ Mængden af tildelte SDR er som følge deraf steget fra 21,4 mia.SDR til 204,1 mia.SDR i august og september 2009.

¹ En mindre del af denne tildeling (34 mia.dollar) var effektivering af en beslutning fra 1997 om at tildele SDR til medlemslande, der var blevet medlem af IMF efter 1981, og derfor aldrig var blevet tildelt SDR.

SDR er et centralt begreb inden for IMF. SDR er dels en regnskabsenhed, som IMF benytter internt og over for sine medlemslande, jf. boks 2, dels et aktiv, der kan bruges som betalingsmiddel inden for IMF.

SPECIAL DRAWING RIGHTS, SDR

Boks 2

Special Drawing Rights, SDR, blev skabt i 1969 med det formål at øge den internationale reservelikviditet og dermed understøtte *Bretton Woods*-fastkurssystemet.

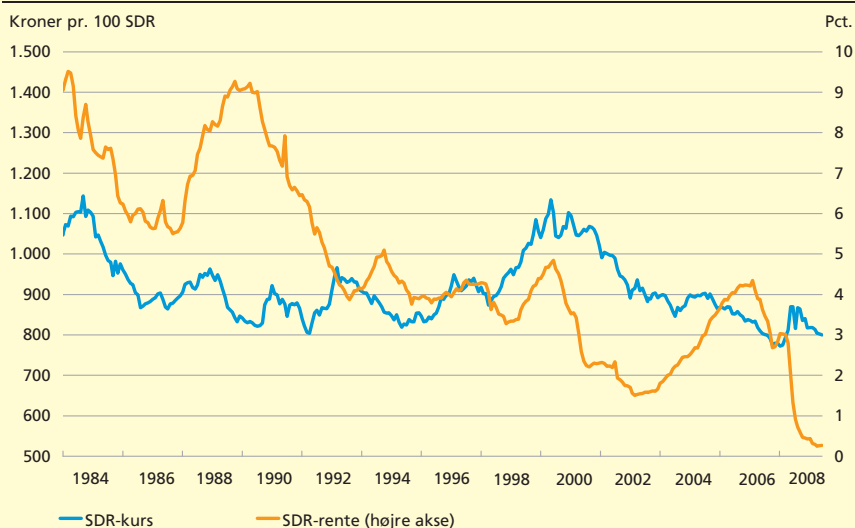
SDR blev oprindeligt værdisat i forhold til guld, da Bretton Woods-systemet i sidste ende var bundet op på dollarens indløselighed i guld. Efter Bretton Woods-systemets sammenbrud blev sammensætningen af SDR ændret til en kurv af valutaer. I dag er SDR sammensat af dollar, euro, yen og pund. Sammensætning af denne kurv vurderes hvert femte år, senest i november 2005. Vægtningen af valutaerne er baseret på værdien af eksport af varer og tjenesteydelser samt internationalt holdte valutareserver i de respektive valutaer. I den aktuelle sammensætning består 1 SDR af 0,41 euro, 18,4 yen, 0,0903 pund og 0,632 dollar. Markedsvalutakursen af SDR beregnes på baggrund af markedsvalutakursen af disse fire valutaer over for dollar. Pr. 30. oktober 2009 svarede 100 SDR til 799,90 kr., jf. figur 5.

SDR-renten fastsættes ugentligt og er baseret på et vægtet gennemsnit af repræsentative pengemarkedsrenter i de valutaer, der udgør SDR-kurven. SDR-renten danner grundlaget for den rente, der afkræves på IMF's normale udlån, renten der betales eller afkræves af forskellen mellem SDR-tildelingen og beholdning, og renten der betales på en del af medlemslandenes kvotemidler. Pr. 30. oktober 2009 var SDR-renten 0,27 pct.

SDR fungerer også som IMF's regnskabsenhed. IMF's finansielle balance og regnskab opgøres således i SDR. Derudover er IMF's finansielle mellemværender med medlemslandene, fx kvoten og de særlige låneordninger, også opgjort i SDR.

SDR-KURSEN OG SDR-RENTEN SIDEN 1984

Figur 5



Kilde: IMF og Danmarks Nationalbank.

SDR kan beskrives som en potentiel fordring på hård valuta hos de andre deltagerlande i SDR-systemet. SDR er *ikke* en valuta, men kan for forståelsens skyld betragtes som en valuta, der kan bruges til at foretage betalinger eller omveksles til hård valuta inden for IMF. SDR skabes af IMF og tildeles medlemslande proportionalt i forhold til deres kvoter.

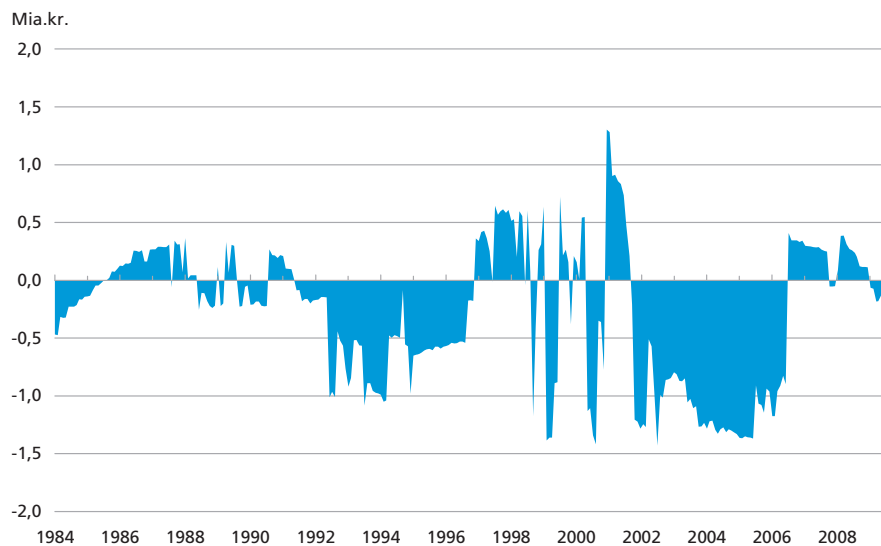
SDR-systemet fungerer som en slags gensidig kassekredit, hvor et medlemsland kan skaffe sig hård reservevaluta ved at sælge (veksle) sin SDR-beholdning imod hård valuta hos medlemslande med en stærk betalingsbalance og god valutastilling, herunder Danmark. Hvis et land holder færre SDR end tildelt, betales der rente af forskellen. Tilsvarende vil en beholdning over tildelingen blive forrentet.

SDR-systemet skaber international valutareserve-likviditet for medlemslandene. Med SDR-tildelingen følger en forpligtelse (for lande med en stærk betalingsbalance) til at købe SDR op til det punkt, hvor et lands SDR-beholdning er tre gange landets tildeling. I praksis har systemet imidlertid fungeret ved frivillighed i mere end to årtier. En række lande, herunder Danmark, har indgået en frivillig aftale om at købe eller sælge valuta mod SDR. Nationalbanken er således med til at understøtte likviditeten i SDR-systemet, jf. figur 6.

SDR-systemet har indtil 2009 haft en begrænset rolle, da den tildelte mængde af SDR har været lille set i forhold til verdensøkonomien. Derudover har størstedelen været allokeret til de avancerede økonomier,

NATIONALBANKENS NETTOBEHOLDNING AF SDR SIDEN 1984

Figur 6



Anm.: Figuren viser Nationalbankens netto beholdning af SDR. Netto beholdningen er beregnet som Nationalbankens faktiske beholdning af SDR fratrukket Nationalbankens akkumulerede tildeling af SDR.

Kilde: IMF.

ÆNDRINGER PÅ NATIONALBANKENS BALANCE VED SDR-TILDELING I 2009

Tabel 4

Mia.SDR

Aktiver		Passiver	
Beholdning af SDR	1,4	Modpost til tildelte SDR	1,4

Anm.: Tabellen viser, hvorledes Nationalbankens tildeling på 1,4 mia.SDR i august og september påvirker Nationalbankens balance.

som allerede har adgang til de internationale, finansielle markeder, og som derfor sjældent har behov for disse ekstra valutareserver.

SDR-systemet kan dog komme til at spille en større rolle fremover. Den samlede SDR-tildeling er som nævnt forøget med 183 mia.SDR i 2009 som led i den internationale krisehåndtering. Heraf har lande med begrænsede reserver fået tildelt omtrent 20 pct. Det er uvist, i hvilket omfang disse SDR vil blive søgt ombyttet til hård reservevaluta, men potentielt udgør SDR en vigtig adgang til international likviditet for en række lavindkomstlande.¹

Derudover er der blandt flere vækstøkonomier et ønske om at give en større rolle til SDR som international reservevaluta. Dette ønske skal ses i lyset af disse landes ønsker om øget repræsentation i det internationale monetære samarbejde.

Nationalbankens andel af SDR-tildelingen udgjorde 1,4 mia.SDR (11,2 mia.kr.), hvilket bragte Nationalbankens akkumulerede tildeling op på 1,5 mia.SDR (12,3 mia.kr.). Tildelingen påvirkede både aktiv- og passivside på Nationalbankens balance. Da SDR er en potentiel fordring på frit anvendelig valuta, er Nationalbankens beholdning af SDR et aktiv for banken. Men da SDR er "kunstigt" skabt og dermed også kan annulleres af IMF, er den akkumulerede tildeling et passiv for banken, jf. tabel 4. Samlet set påvirkes Nationalbankens egenkapital ikke ved en SDR-tildeling.

Derimod påvirkes valutareservens størrelse. Det skyldes, at SDR er skabt med det formål at være et valutareserveaktiv, og at passivposten (*modpost til tildelte SDR*) pr. definition ikke medregnes i valutareserven. I forbindelse med den seneste tildeling i august og september 2009 voksede valutareserven med 1,4 mia.SDR, jf. tabel 5.

Køb og salg af SDR påvirker hverken balancens eller valutareservens størrelse. Det skyldes, at ændringen i SDR-beholdningen modsvares af en tilsvarende ændring i beholdningen af hård valuta.

¹ Indtil videre fungerer SDR-systemet fortsat ved frivillighed, idet IMF har opnået tilstrækkeligt med frivillige aftaler om køb og salg af SDR.

ÆNDRINGER I NATIONALBANKENS VALUTARESERVE VED SDR-TILDELING I 2009 Tabel 5

Mia.SDR

Beholdning af SDR	1,4
Valutareserven, netto	1,4

Anm.: Tabellen viser, hvorledes Nationalbankens tildeling på 1,4 mia.SDR i august og september påvirker Nationalbankens valutareserve.

RISIKOSTYRING AF FINANSIELLE MELLEMVÆRENDER MED IMF

Kvoten, de særlige låneordninger og SDR-systemet kan lidt forsimplet betragtes som en kassekredit for IMF i Nationalbanken. Nationalbanken har dermed en krediteksporering over for IMF. Når IMF trækker på kassekreditte, omlægges en del af valutareserven fra almindelige investeringer til fordringer på IMF. Dette påvirker Nationalbankens rente- og valutaeksporering, jf. Mogensen (2003).¹

Valutarisiko

I det tilfælde, hvor IMF hverken har trukket valuta via kvoten, SDR-systemet eller de særlige låneordninger, har Nationalbanken ikke nogen valutarisiko på mellemværenderne med IMF. Det skyldes, at kvoten og SDR-tildelingen, som er aktiver for Nationalbanken, er modsvaret af to passiver på bankens balance (*IMFs trækingsret* og *Modpost til tildelte SDR*). Passiverne reguleres med SDR-kursen og fungerer således som en afdækning imod kursudsving.

Hvis IMF trækker på kvoten, de særlige låneordninger eller pålægger Nationalbanken at købe SDR, får banken en valutarisiko på mellemværenderne. Passiverne vil ikke længere modsvare aktiverne, og Nationalbanken får en nettofordring fastsat i SDR på IMF. Ved udgangen af oktober 2009 havde Nationalbanken således en valutaeksporering på 0,3 mia.SDR, jf. tabel 6.

Da SDR er en kurv af euro, dollar, pund og yen, fås en eksporering over for disse valutaer. Dermed omlægges en del af bankens valutaeksporering fra eksempelvis euro (hvis IMF trækker euro) til disse fire valutaer, jf. boks 3. Nationalbanken styrer valutarisikoen ved at betragte fordringen i SDR som fire separate fordringer i de fire komponentvalutaer. Valutaeksporeringen omlægges herefter til euroeksporering ved hjælp af valutaterminsforretninger. Nationalbankens valutarisiko kan således holdes uændret.

¹ For en samlet beskrivelse af Nationalbankens risikostyring henvises til Danmarks Nationalbank (2003).

NATIONALBANKENS MELLEMVÆRENDE MED IMF PR. 31. OKTOBER 2009

Tabel 6

Mia.SDR

Aktiver		Passiver	
Kvoten	1,6	IMFs tilgodehavende	1,3
Beholdning af SDR	1,5	Modpost til tildelte SDR i IMF	1,5
NAB	0		
Bilaterale lån	0		
PRGT	0		
Nettofordring på IMF	0,3		

Anm.: Nettofordring på IMF i tabellen afviger fra tallet angivet i tabel 1 på grund af afrunding.

Renterisiko

Nationalbanken modtager en rentebetaling af bankens nettofordring på IMF. Er nettofordringen negativ, betales en rente.

Rentebetalinger knytter sig til SDR-renten, der fastsættes ugentligt som et vægtet gennemsnit af repræsentative 3-måneders pengemarkedsrenter i de fire komponentvalutaer, jf. boks 2. Nettofordringen er således variabelt forrentet og indebærer ikke nogen renterisiko.

STYRING AF VALUTARISIKO VED TRÆK PÅ 1 MIA.SDR VIA KVOTEN

Boks 3

Hvis IMF trækker valuta via kvoten, vil det påvirke valutaeksposeringen i valutareserven. Nedenfor illustreres, hvorledes eksposeringen påvirkes ved et træk på 1 mia.SDR i euro, samt hvorledes Nationalbanken håndterer den ændrede eksposering. I eksemplet antages det, at valutareserven er på 50 mia.euro.

Trækket på 1 mia.SDR vil reducere Nationalbankens eurobeholdning med 1,1 mia.euro, da betalingen til IMF foretages i euro, jf. tabel 7. Trækket vil dog modsvares af en stigning i reservestillingen på 1 mia.SDR. Da 1 mia.SDR svarer til 0,4 mia.euro, 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen, får banken en tilsvarende eksposering over for disse fire valutaer.

Dollar-, pund- og yeneksposeringen kan omlægges til euro ved at sælge de 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen imod euro på termin. Således kan der opnås den samme valutaeksposering som før trækket fra IMF.

STYRING AF VALUTARISIKO VED TRÆK PÅ 1 MIA.SDR VIA KVOTEN

Tabel 7

Mia. valuta	Euro	Dollar	Pund	Yen
Valutareserven (før træk fra IMF)	50,0	0,0	0,0	0,0
Træk via kvoten fra IMF	-1,1	0,0	0,0	0,0
Reservestillingen	0,4	0,6	0,1	18,4
Valutareserven (efter træk fra IMF)	49,3	0,6	0,1	18,4
Terminforretninger	0,7	-0,6	-0,1	-18,4
Valutareserven (efter terminforretninger) .	50,0	0,0	0,0	0,0

Anm.: SDR er en kurv af euro, dollar, pund og yen, jf. boks 2. 1 mia.SDR svarer til 0,4 mia.euro, 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen. Ved omregning mellem valutaerne er brugt Nationalbankens officielle valutakurser pr. 30. oktober 2009.

Nationalbanken finansierer typisk træk ved at opsigte korte pengemarkedsplaceringer. Tilsvarende placeres tilbagebetalt valuta fra IMF i korte pengemarkedsplaceringer. Da disse placeringer ikke indebærer næneværdig renterisiko, er Nationalbankens renterisiko stort set uændret ved træk fra IMF.

Kreditrisiko

Krediteksponeringen over for IMF opgøres som fondens maksimale trækningsadgang i Nationalbanken.

Ved opgørelse af krediteksponeringen skal der sondres mellem eksponering over for henholdsvis General Department, SDR Department og PRGT. De tre enheder er økonomisk uafhængige, og midler i én enhed må ikke benyttes til at inddække forpligtelser i en anden.

Eksponeringen over for General Department udgøres af Nationalbankens bidrag til IMF's almindelige udlån. Dette beløber sig til 3,8 mia.SDR (30,5 mia.kr.), jf. tabel 8.

Eksponeringen over for SDR Department opgøres som to gange Danmarks SDR-tildeling, da Nationalbanken er forpligtet til at købe op til to gange den tildelte mængde SDR. Denne eksponering er 3,1 mia.SDR (24,4 mia.kr.).

Eksponeringen over for PRGT udgøres i princippet af bankens lånetilsagn over for PRGT. Lånetilsagnet er for indeværende nul, men forventes at blive på 200 mio.SDR (1,6 mia.kr.). Da lånetilsagnet vil være garanteret af den danske stat, vil Nationalbankens krediteksponering over for PRGT imidlertid være nul.

Nationalbanken har en betydelig krediteksponering over for IMF. IMF's kreditværdighed er imidlertid meget høj, hvorfor kreditrisikoen vurderes særdeles lav. IMF råder bl.a. over betydelige reserver, der kan dække eventuelle tab på udlån. Det er aldrig sket, at et land har oplevet kredit-tab på IMF. Samlet set vurderes Nationalbankens kreditrisiko derfor meget lav.

NATIONALBANKENS KREDITEKSPONERING PR. 30. NOVEMBER 2009

Tabel 8

	Mia.SDR	Mia.kr.
General Department		
Kvoten	1,6	13,1
NAB	0,4	2,9
Bilaterale lån	1,8	14,5
SDR Department		
Forpligtelse til at købe SDR	3,1	24,4
Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT		
Krediteksponering i alt	6,9	54,9

Det er som beskrevet ovenfor en af Nationalbankens opgaver at yde lån til IMF. Det er vigtigt at pointere, at Nationalbanken ikke har nogen krediteksporer over for de medlemslande, som IMF låner ud til. Eventuelle tab på udlån dækkes af IMF's reserver, og kun i det tilfælde, at de ikke slår til, risikerer Nationalbanken at lide tab.

LITTERATUR

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

Bohn-Jespersen, Helene Kronholm (2008), IMF under forandring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Christensen, Jakob Ekholdt (2009), Finanskrisen og Østeuropa, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

IMF (2001), *Financial Organization and Operations of the IMF*.

IMF (2007), *International Monetary Fund handbook: Its functions, policies and operations*.

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