

Special Drawing Rights

Tijdens de laatste jaarvergadering van het IMF kwam het bijzondere trekkingsrecht weer in de schijnwerpers. Wat is de betekenis van dit SDR?

Voorgeschiedenis

Tijdens de jaarvergadering van het IMF in september 1963 werd openlijk erkend dat zich mogelijk ernstige problemen aandienen in de werking van het internationale monetair stelsel. Dit vormde de aanzet tot de invoering van bijzondere trekkingsrechten (Special Drawing Rights (SDRs)), in januari a.s. 25 jaar geleden.

In de jaren zestig kampte de wereld namelijk met een dreigend tekort aan internationale monetair reserves. Door middel van interventies met deze reserves in de valutamarkt, stabiliseren de centrale banken de wisselkoers van hun valuta. Het aanbod van zowel Amerikaanse dollars als goud dreigde op te drogen. Dit maakte de weg vrij voor een nieuwe vorm van internationale monetair reserves: SDRs, te scheppen door het IMF. Op de jaarvergadering van het IMF in 1967 in Rio de Janeiro werd de *Outline of a Facility Based on Special Drawing Rights in the International Monetary Fund* unaniem door de Board of Governors van het IMF aangenomen. De eerste toewijzing van SDRs aan lidstaten volgde in januari 1970.

Het IMF kreeg de bevoegdheid aan lidstaten die in het Special Drawing Right Department deelnemen, als aanvulling op bestaande reserve-activa SDRs toe te wijzen, zodra en zolang daaraan een wereldwijde behoefte op lange termijn bestaat (*Articles of Agreement*, Artikel XVIII, lid 1(a)). Fraai geformuleerd, maar erg moeilijk te operationaliseren. De bedoeling was het SDR zelfs te laten uitgroeien tot voornaamste reserve-activum in de wereld.

Ten tijde van de eerste toewijzing van SDRs in 1970 was het echter al twijfelachtig of aan de voorwaarde van een behoefte aan extra reserves was voldaan. In tegenstelling tot de verwachting bleven de Amerikaanse betalingsbalanstekorten namelijk

voortduren en wel in zo'n omvang dat er eerder sprake was van een overvloed aan reserves in de wereld.

Het IMF creëert SDRs door ze aan zijn lidstaten toe te wijzen in verhouding tot hun inleggeld, hun quotum. De bepaling van het quotum geschiedt op basis van de waarde van economische grootheden van het betrokken land, zó dat naarmate landen economisch sterker zijn ze een hoger quotum in het IMF hebben. Het quotum heeft zijn waarde als indicator voor de behoefte aan reserves. Immers, naarmate landen een sterkere economie hebben, is de waarde van hun internationale transacties groter. De onevenwichtigheid van de betalingsbalans zal daarmee in zekere mate in de pas lopen. Door deze relatie zullen landen met gemiddeld gezien grote (kleine) onevenwichtigheden op de betalingsbalans veel (weinig) SDRs toegewezen krijgen. In die zin betekent een toewijzing van SDRs naar rato van de quota in het IMF een verdeling naar rato van de behoefte aan reserves. Buiten beschouwing blijft dan evenwel het niet onbelangrijke feit hoeveel reserves een land al bezit voordat de SDR-toewijzing plaatsvindt. Ook de hoge kosten voor ontwikkelingslanden van alternatieve werving van reserves worden genegeerd.

In de perioden 1970-1972 en 1979-1981 schiep het IMF via jaarlijkse toewijzingen voor 21,4 mld aan SDRs. In maart 1994 bezaten de landen daarvan nog 14,7 mld¹. In maart van dit jaar bedroeg het totaal aan internationale monetair reserves van de lidstaten (met inbegrip van goud, tegen de marktprijs gewaardeerd) SDR 1026 mld. Dit betekent dat SDRs daar nog geen 1,5% van uitmaakten. Geen goede positie voor een entiteit die is voorbestemd om het voornaamste reserve-activum te worden.

Aard

Het SDR heeft het karakter van een mandvaluta of samengestelde valuta. Zijn waarde komt m.a.w. overeen met de waarde van een weloverwogen gekozen mand of samenstel van nationale valuta's. Dat is niet altijd zo geweest. Aanvankelijk was de waarde van het SDR zodanig aan het goud gekoppeld dat ze overeenkwam met die van één Amerikaanse dollar. De rente op een SDR bedroeg toen 1,5%. De mandformule is in 1981 ingevoerd, aanvankelijk met zestien, sinds 1984 met de vijf belangrijkste, valuta's. De samenstelling van de mand die bepalend is voor de SDR-waarde wordt steeds voor een periode van vijf jaar vastgelegd. Voor de periode 1991 tot eind 1995 heeft de mand de volgende inhoud: 0,572 Amerikaanse dollars, 31,8 Japanse yen, 0,453 Duitse marken, 0,800 Franse franken en 0,0812 ponden sterling. Door deze hoeveelheden via de dagkoersen op dollars te herleiden, wordt de waarde van het SDR uitgedrukt in dollars verkregen. Op 15 augustus j.l., bij voorbeeld, was deze waarde \$ 1,456. De aandelen van de vijf samenstellende valuta's in het SDR bedroegen die dag: dollar 39,3%, yen 21,8%, mark 20,0%, frank 10,3% en pond 8,6%. Het met deze aandelen gewogen gemiddelde van de representatieve driemaands rentevoeten in de financiële centra waar deze valuta's thuis horen, bedroeg 4,33%. Dit was bepalend voor de SDR-rente in de week die begon met 15 augustus. Daarmee was deze rente bij voorbeeld lager dan de Amerikaanse die op 4,49% stond en de Duitse van 5,07%.

Een toewijzing van SDRs is voor een land uiterst aantrekkelijk. Het ontvangt de toegewezen SDRs gratis, terwijl SDRs effectief zijn in het gebruik. Zodra het land namelijk een betalingsbalanstekort heeft, kan het het IMF verzoeken de SDRs tegen convertibele valuta's om te wisselen. Ten einde deze transactie te effectueren dient het IMF een ander land aan te wijzen met een ruime reservevoorraad en zo mogelijk een betalingsbalansoverschot. Dat land is verplicht SDRs van het eerstgenoemde land over te nemen, tegen afdracht van convertibele valuta's. Wel dient het

1. Zie IMF, *Annual Report 1994*, blz. 156.

land dat afstand doet van zijn SDRs over deze SDRs rente te betalen. (Het land dat de SDRs opneemt, ontvangt daarover rente.) Maar, zoals we zagen, is deze rente afgeleid van de geldmarktrente en daarom veelal lager dan de internationale-kapitaalmarktrente. Bovendien zijn de nationale rentes die aan de basis liggen van de SDR-rente vrij van een spread en van fees. Het komt er op neer dat een land dat SDRs van een ander land overneemt, dit land een rente-subsidie verschafte. Daar komt bij dat het land zijn SDRs zonder beleidsvoorwaarden vooraf kan verbruiken. Deze onvoorwaardelijke toegang tot convertibele valuta's is een belangrijk verschil met kredieten die het IMF zijn lidstaten verschafte. Zolang het land in kwestie niet bij machte is zijn reservevoorraad behoorlijk aan te vullen, heeft het het voordeel dat de aflossingsverplichting betreffende de verkregen convertibele valuta ontbreekt.

Het is dan ook begrijpelijk dat de ontwikkelingslanden al snel tegen de wijze van toedeling van SDRs ageerden. Rijke landen krijgen immers, als gevolg van de hoge waarde van hun quotum in het IMF, veel en ontwikkelingslanden maar weinig van dit aantrekkelijke reservemiddel. De ontwikkelingslanden bepleitten het denkbeeld om bij de toedeling van SDRs niet een relatie met de quota in het IMF te leggen maar een koppeling (link) aan te brengen met de behoefte aan financiële ontwikkelingshulp. De rijke landen hebben zich steeds heftig en met succes tegen dit plan verzet. Huns inziens zou dit de positie van het SDR ondermijnen. Het gevaar bestaat dat de noden van de ontwikkelingslanden dan medebepalend zijn voor de creatie van SDRs. Uit het oogpunt van de reservebehoefte in de wereld zouden al gauw teveel SDRs worden geschapen. Een overmatige reservevoorziening betekent dat landen royaal in hun reserves zitten. Dit stimuleert hun invoervraag. In een situatie van een aantrekkende wereldeconomie zal dit de inflatie doen aanwakken. Bovendien voorzagen de rijke landen – bij nader inzien terecht – dat de ontwikkelingslanden de hun toegewezen SDRs al snel in aanzienlijke mate zouden verbruiken, zonder ooit in de positie te komen ze via aanwijzing door het IMF weer terug te moeten kopen. Daar zijn reserves niet voor, zo stel-

den de rijke landen. Reserves dienen als een elastisch buffer voor interventies in de valutamarkt: soms teert een land erop in, dan weer laat het zijn voorraad reserves toenemen.

Het SDR opnieuw in discussie

Bijna twee weken geleden kwam het aan de vooravond van de jaarvergadering van het IMF in Madrid opnieuw tot een confrontatie tussen de rijke landen (in dit geval de groep van zeven grootste industrielanden, de G-7) en de ontwikkelingslanden over het SDR. Dit keer ging het niet over de quota als criterium voor de verdeling van SDRs. De vraag was nu via welke methode de voormalige planeconomieën in Centraal- en Oost-Europa van SDRs konden worden voorzien. Tijdens de laatste ronde van toewijzingen, in 1981, waren deze landen nog geen lid van het IMF. Ze hebben daardoor nimmer SDRs toegewezen gekregen. Deze achterstelling diende te worden weggewerkt. Daartoe staan in beginsel drie wegen open: (1) een selectieve toewijzing van SDRs aan deze nieuwe lidstaten van het IMF, (2) een wijziging van de toewijzing via intrekking van de bestaande SDRs en tegelijkertijd een hernieuwde toewijzing naar rato van de huidige quota en (3) een nieuwe toewijzing van SDRs voor een aanzienlijk bedrag, naar rato van de quota. Met het oog op het inflatiegevaar opteren de rijke landen voor de eerste weg. Dan kan immers het bedrag aan nieuwe SDRs gering blijven. Hun voorstel was een toewijzing van SDR 16 mld. Geen gering bedrag in het licht van het bedrag aan ooit gecreëerde SDRs van ruim 21 mld. Aangezien de ontwikkelingslanden menen zelf een behoefte aan nieuwe SDRs te hebben, opteren zij voor de derde weg. Daarbij werd een bedrag van SDR 36 mld voorgesteld. Het verschil tussen de beide standpunten werd (nog) niet overbrugd. Het overleg wordt de komende tijd voortgezet.

Het weer oplaaieren van de discussie over een toewijzing van nieuwe SDRs is een uitloeijsel van een in het bestuur van het IMF algemeen gedeeld wens enerzijds het SDR te handhaven, en zijn positie zelfs weer te versterken, en anderzijds de beleidsvoorwaarden van het IMF te blijven verbinden aan IMF-kredieten – waar SDRs toch veel verwantschap mee hebben. Afschaffing van het SDR lijkt

ABC

Kernbegrippen uit de economie: waar staan ze voor en welke wereld zit er achter?

niet te worden overwogen. Het SDR is een flexibel instrument; het is nuttig zo iets achter de hand te hebben. Ook de mandformule staat niet ter discussie. Er zal echter iets moeten gebeuren, wil het SDR door verdere uitholling van zijn reservefunctie niet wegglijnen. Het SDR is thans reken-eenheid in het IMF en op uiterst beperkte schaal reservevaluta en ruilmiddel in de officiële sfeer. Ondanks zijn aard als gewogen gemiddelde van nationale valuta, heeft het SDR zich niet als aantrekkelijk beleggingsmiddel kunnen ontpoppen. De reden is waarschijnlijk dat zo'n stabiele valuta, in combinatie met een matige rente, vaak haar meerdere moet erkennen in een valuta die het in bepaalde perioden juist goed doet².

Vooral de reservefunctie van het SDR dient zich kwantitatief gezien verder te ontwikkelen, bij voorkeur zoveel mogelijk geïntegreerd in de kern van het IMF: de quota en algemene trekkingsrechten. Een mogelijkheid met aantrekkelijke kanten is mijns inziens de reservepositie van landen in het IMF om te zetten in SDRs. Naar de stand van maart 1994 zou zo in één klap het aantal SDRs in handen van lidstaten met 32,7 mld toenemen. Bovendien beschikt het IMF dan bij een gegeven stand van de quota over meer convertibele valuta voor het verstrekken van conditionele kredieten. De creatie van SDRs zou voortaan simultaan plaatsvinden met periodieke besluiten over quota-verhogingen – waaraan tenslotte overeenkomstige overwegingen ten grondslag liggen.

Henk Jager

De auteur is als hoogleraar Internationale Economische Betrekkingen verbonden aan de Universiteit van Amsterdam.

2. Zie H. Jager en E. de Jong, The exchange-rate mechanism of the EMS and the ECU as a reserve asset; an impending incompatibility, *European Economic Review*, jg. 31, 1987, blz. 1071-91.