

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän kehitys, ongelmat ja tulevaisuus

Kansantaloustiede
Pro Gradu – tutkielma
Toukokuu 2012
Ohjaaja: Hannu Laurila

Tuomas Lehosvuo

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

LEHOSVUO, TUOMAS: Kansainvälisen valuuttajärjestelmän kehitys, ongelmat ja tulevaisuus

Pro gradu – tutkielma: 67 sivua

Kansantaloustiede

Toukokuu 2012

Avainsanat: Yhdysvaltain dollarin historia, kansainvälinen valuuttajärjestelmä, erityisnosto-oikeudet, yuan, euro

Britannian punta oli 1800-luvulla maailman johtava valuutta. Yhdysvaltain dollarin asema oli samaan aikaan marginaalinen johtuen Yhdysvaltain sisäpoliittisista ongelmista. Dollarin suosio alkoi kasvaa vasta ensimmäisen maailmansodan jälkeen Britannian ja muiden Euroopan maiden talouksien toipuessa sodan hävityksestä. Britannian punta ei ikinä toipunut sotaa edeltävälle tasolleen ja dollarin suosio jatkoi kasvuaan maailmansotien välisessä sekavassa tilanteessa. Bretton Woodsin järjestelmä toisen maailmansodan jälkeen sinetöi dollarin aseman maailman johtavana valuuttana luomalla dollari-kultakannan, jossa jäsenmaiden oli sidottava valuuttansa arvo joko kultaan tai dollariin. Järjestelmää vaivasivat kuitenkin lukuisat ongelmat ja eikä se ikinä toiminut täysin, kuten oli tarkoitettu. Nykyinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä on ollut voimassa Bretton Woodsin järjestelmän kaatumisen jälkeen vuodesta 1971 lähtien.

Nykyistä kansainvälistä valuuttajärjestelmää vaivaavat kolme merkittävää ongelmaa. Ensinnäkin vaihtotaseiden epätasapainojen sopeutuksen epätasa-arvoisuus. Ylijäämämaiden ei välttämättä tarvitse tasapainottaa vaihtotasettaan lainkaan kun markkinat pakottavat alijäämämaat muutoksiin ennemmin tai myöhemmin. Toiseksi Yhdysvaltain dollarin liian dominoiva rooli, mikä altistaa maailmantalouden Yhdysvaltain sisätalouden ongelmille ja on liiaksi riippuvainen dollarin kyvystä säilyttää arvoa. Kolmanneksi valuuttavarantojen akkumulaatio, jolla keskuspankit pyrkivät suojautumaan haitallisia pääomaliikkeitä vastaan. Suurilla varannoilla on vaihtoehtoiskustannukset menetettyinä kulutuksena ja investointeina.

Vaihtoehdot tulevaisuuden valuuttajärjestelmälle voidaan jakaa erityisnosto-oikeuksiin perustuvaan järjestelmään, jossa oikeuksien liikkeeseenlasku on säännöllistä ja käyttö on laajennettu myös yksityisen sektorin puolelle, monenkeskiseen valuuttajärjestelmään, jossa eri varantovaluutat kilpailevat keskenään markkinoilla, ja joko euron tai yuanin hallitsemaan järjestelmään. Todennäköisin kehitys pitkällä aikavälillä on monenkeskisen järjestelmän ja erityisnosto-oikeuksiin perustuvan järjestelmän yhdistelmä, jossa erityisnosto-oikeudet toimivat aidosti maailmanlaajuisena varantovaluuttana muiden valuuttojen suosion ollessa alueellisesti keskittyneitä.

SISÄLLYSLUETTELO

1.	JOHDANTO	1
1.1	Optimaalinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä.....	4
2.	KANSAINVÄLISEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN KEHITYSVAIHEET	7
2.1	Punnasta dollariin	7
2.2	Dollarin aseman vakiintuminen.....	11
2.3	Bretton Woodsin järjestelmän synty ja tuho	15
3.	NYKYISEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN ONGELMAT	28
3.1	Taloudellisen sopeutuksen epätasa-arvoisuus	29
3.2	Yhdysvaltain dollarin liian dominoiva rooli	32
3.3	Valuuttavarantojen akkumulaatio.....	35
4.	ERI VAIHTOEHDOT TULEVAISUUDEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄLLE.....	41
4.1	Erityisnosto-oikeudet.....	41
4.2	Monenkeskinen valuuttajärjestelmä	47
4.3	Dollarin haastajat.....	52
5.	LOPUKSI.....	61
	LÄHDELUETTELO.....	65

1. Johdanto

Kansainvälisellä valuuttajärjestelmällä tarkoitetaan laajassa merkityksessä niitä sääntöjä ja instituutioita, jotka säätelevät kansainvälistä maksuliikennettä. Tarkemmin määriteltynä kansainvälinen valuuttajärjestelmä koostuu eri valtioiden valuuttakurssijärjestelmistä sekä näitä järjestelmiä valvovista ja säätelevistä säännöistä ja instituutioista. Järjestelmän tarkoituksena on mahdollistaa tavaroiden, palveluiden ja pääoman sujuva liikkuvuus eri maiden välillä, ylläpitää maailmantalouden vakaudelle välttämättömiä olosuhteita ja mahdollistaa kestävä ja johdonmukainen talouskasvu. Lisäksi järjestelmän tarkoituksena on mahdollistaa maailmantalouden sujuva sopeutuminen shokkeihin (talouskriiseihin).

Nykyinen maailmantalous on jakautunut yhtäältä moniin suuriin valuuttoihin, joiden arvo määräytyy vapaasti markkinoilla ja joiden pääomaliikkeet ovat vapaita, ja toisaalta pienempiin valuuttoihin, joiden arvo on enemmän tai vähemmän kontrolloitu ja joissa pääoman liikkuvuus on rajoitettua. Tässä mielessä nykyinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä onkin hyvin sekava. Keskeinen tekijä nykyisessä ”epäjärjestelmässä” on varantovaluutta. Kiinteää tai hallinnoitua valuuttakurssia ylläpitävät keskuspankit tarvitsevat jonkin likvidin ja vakaan kansainvälisen valuutan, jolla ne voivat ylläpitää kiinteää kurssia. Kansainvälisellä valuutalla tarkoitetaan valuutaa, jota käytetään laajasti sen kotimaan ulkopuolella.

Bretton Woodsin järjestelmän lakkauttamisen ja kullan roolin romahtamisen jälkeen maailman johtava varantovaluutta on ollut kiistatta Yhdysvaltain dollari. Se on johtava kansainvälinen valuutta niin yksityisen kuin julkisen sektorin käytössä ja se on pystynyt säilyttämään asemansa ilman vartenotettavia kilpailijoita. Tästä asemasta on ollut Yhdysvalloille suurta hyötyä koska se on pystynyt ylläpitämään pitkäkestoisia vaihtotaseen ja valtiontalouden alijäämiä valuutan myynnistä saamallaan nk. seigniorage-tuotoilla.

Dollarin asemaa johtavana valuuttana on kritisoitu tasaisin väliajoin aina 1960-luvulta lähtien. 1960- ja 70-luvuilla kritiikki kohdistui Yhdysvaltojen kykyyn tarjota maailmantaloudelle sen haluama määrä dollareita samalla säilyttäen dollarin arvo vakaana huolimatta pysyvistä vaihtotaseen alijäämistä, jotka tästä seurasivat. 1980- ja 1990-luvuilla ennustettiin Japanin jenin ja myöhemmin euron syrjäyttävän dollarin. Jenin suosio ei ikinä noussut merkittäväksi ja se lopahti viimeistään 1990-luvun alun talouskriisiin. Euron asema tulevaisuudessa on vielä tällä hetkellä epävarma. Viimeisin kritiikki dollaria kohtaan alkoi vuosien 2007–2008 talouskriisin jälkeen. Dollarin hallitsevalla asemalla katsottiin olevan vaikutusta talouskriisin syntyyn. Keskustelun aloitti Kiinan keskuspankin johtaja Zhou kuuluisassa puheessaan G20 – maiden kokouksessa huhtikuussa 2009, jossa Zhou vaati kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistamista ja erityisnosto-oikeusjärjestelmän roolin merkittävää kasvattamista.

Nykyisen valuuttajärjestelmän suurimmat ongelmat voidaan tiivistää dollarin liian hallitsevaan rooliin, taloudellisen sopeutuksen epätasa-arvoisuuteen ja valuuttavarantojen akkumulaatioon. Dollarin liian hallitsevan roolin katsotaan johtavan maailmantalouden liialliseen altistumiseen Yhdysvaltojen talouden ongelmille. 1960-luvulla esitetty kritiikki dollari arvon säilymistä kohtaan on myös edelleen ajankohtainen. Taloudellisen sopeutuksen epätasa-arvo koskee ulkomaankaupan yli- ja alijäämien tasapainottamista. Maailmantalous on nollasummapelejä ja alijäämiä on aina vastattava vastaavat ylijäämät. Nykyisessä järjestelmässä paineet ulkomaankaupan tasapainottamiselle lankeavat poikkeuksetta alijääm maiden kontolle ja ylijäämämaat voivat jatkaa politiikkaansa muuttumattomana. Valuuttavarantojen akkumulaation voidaan ajatella olevan seurausta maailmantaloudessa liikkuvista suurista määristä likvidejä pääomia, jotka voivat liikkeillään horjuttaa pienten maiden talouksia ennalta-arvaamattomasti. Erityisesti Aasian kehittyvät maat ovat halunneet kerryttää valuuttavarantojaan puskureiksi haitallisten pääomaliikkeiden varalle ja hajauttaakseen riskiä pois dollarista.

Realistisimmat vaihtoehdot tulevaisuuden valuuttajärjestelmälle ovat siirtyminen joko erityisnosto-oikeuksiin perustuvaan järjestelmään, monenkeskiseen valuuttajärjestelmään, jossa monet eri varantovaluutat kilpailevat markkinoilla, tai joko euron tai yuanin hallitsemaan järjestelmään. Erityisnosto-oikeuksiin perustuva järjestelmä olisi lähtökohtaisesti hajautettu ja siten vakaampi kuin yksittäiseen kansalliseen valuuttaan perustuva järjestelmä. Se poistaisi myös johtavan valuutan liikkeeseenlaskusta syntyvät inflatoriset tai deflatoriset paineet. Toisaalta, erityisnosto-oikeuksien heikkoutena on, ettei niitä voi käyttää vaihdannan välineenä. Erityisnosto-oikeudet on aina vaihdettava joksikin kansalliseksi valuutaksi, ennen kuin niitä voidaan käyttää kaupankäynnissä.

Monenkeskinen järjestelmä hajauttaisi riskejä mutta samalla se saattaisi itse olla epävakauden lähde. Monenkeskinen valuuttajärjestelmä saattaisi jopa vahvistaa haitallisia pääomaliikkeitä. Epävarmuus valuuttojen tulevaisuuden asemasta voisi myös kasvattaa volatilitteettia markkinoilla. Euroon tai yuaniin pohjautuva järjestelmä ei poistaisi nykyisen valuuttajärjestelmän ongelmia vaan siirtäisi ne vain uuteen valuuttaan. Euron heikkoutena ovat euroalueen talouksien heterogeisuus, yhteisen talouspolitiikan puute ja suuret valtionvelat. Yuanin nousu maailman johtavaksi varantovaluutaksi voi tapahtua vain hyvin pitkällä aikavälillä ja tällä hetkellä yuan ei ole kansainvälinen valuutta termin missään merkityksessä.

Tutkielman tarkoituksena on esitellä kuinka nykyinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä syntyi, mitkä ovat sen nykyiset ongelmat ja mitä vaihtoehtoja tulevaisuuden valuuttajärjestelmälle on olemassa. Tutkielman aluksi luodaan lyhyt katsaus pääkohtiin ja esitellään kuinka kansainvälisen valuuttajärjestelmän tulisi toimia optimaalisessa tapauksessa. Tutkielman toisessa kappaleessa esitellään tarkemmin nykyisen dollarijohtoisen järjestelmän historia Yhdysvaltain dollarin synnystä nykyhetkeen asti. Kolmas kappale käsittelee nykyisen järjestelmän ongelmia ja syitä siihen, miksi kansainvälisen valuuttajärjestelmän tulevaisuudesta käydään väittelyä. Neljäs kappale esittelee todennäköisimmät mahdolliset vaihtoehdot tulevaisuuden järjestelmälle. Tutkielman lopuksi esittelen oman mielipiteeni todennäköisimmästä tulevaisuuden kehityksestä.

1.1 Optimaalinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä

Jotta tutkielman myöhempiä käsitteitä voitaisiin parhaiten ymmärtää, on syytä käsitellä kuinka kansainvälisen valuuttajärjestelmän tulisi toimia optimaalisessa tapauksessa. Keskeisenä tekijänä kansainvälisen valuuttajärjestelmän tehtävässä ylläpitää maailmantalouden vakautta ja luoda kestävää talouskasvua on toimiva järjestelmä vaihtotaseiden epätasapainojen tasapainottamiseen. Toimiva tasapainotusjärjestelmä rajoittaa vaihtotaseiden yli- ja alijäämät vain lyhyen aikavälin häiriöiksi eikä päästä niitä muodostumaan pitkäkestoisiksi ongelmiksi. Optimaaliseen tasapainotus- tai sopeutusjärjestelmään osallistuisivat myös vaihtotaseeltaan ylijäämäiset maat. Ylijäämäiset maat eivät välttämättä kohtaa lainkaan markkinoiden asettamaa painetta korjata vaihtotasettaan kohti tasapainoa ja usein ne voivat jatkaa politiikkaansa muuttumattomana. Alijäämämaat joutuvat taas ennemmin tai myöhemmin korjaamaan talouspolitiikkaansa markkinoiden pakottamana. Usein tämä korjaus on hyvin nopea ja radikaali (tosin myös tehokas) ja sillä voi olla vakavat seuraukset maan sisätaloudelle. Aikaisemmin aloitettu asteittainen tasapainotus voisi olla hyvinvoinnin kannalta parempi ratkaisu.

Toimiva tasapainotusjärjestelmä pakottaisi ylijäämämaat nostamaan kotimaista hintatasoaan, mikä kasvattaisi tuontia ja vähentäisi vientiä. Alijäämämaiden olisi taas laskettava kotimaista hintatasoaan viennin kasvattamiseksi ja tuonnin vähentämiseksi. Tämä korjaisi tilanteen lähemmäs kohti pitkän aikavälin tasapainoa. Erinomainen esimerkki tasapainotusjärjestelmän puuttumisen seurauksista on nykyinen Euroopan velkakriisi, jota edelsivät pitkäkestoiset Etelä-Euroopan maiden vaihtotaseiden alijäämät ja pohjoiseurooppalaisten maiden ylijäämät. Tasapainotusjärjestelmä olisi puuttunut tilanteeseen jo aiemmin ja nykyinen kriisi olisi mahdollisesti ollut lievempi.

Varantovaluutalla on erityisen tärkeä rooli kansainvälisen valuuttajärjestelmän optimaalisessa toiminnassa. Varantovaluutan tulisi olla vakaa arvon säilyttäjä, joka olisi laajasti hyväksytty ja käytetty markkinoilla. Paras ratkaisu olisi jonkinlainen maailmanlaajuinen valuutta (global

currency) kansallisten valuuttojen rinnalla. Tämän valuutan arvo laskettaisiin monen eri kansallisen valuutan kurssien perusteella ja laskentaperusteet olisivat avoimet ja läpinäkyvät. Näin maailmanlaajuisen valuutan kurssi olisi automaattisesti hajautettu ja siten vakaampi kuin yhdenkään kansallisen valuutan kurssi. Valuutan kurssi noteerattaisiin markkinoilla suhteessa kansallisiin valuuttoihin ja sen käyttö olisi mahdollista myös yksityiselle sektorille. Maailmanlaajuisesta valuutasta voitaisiin myös käyttää velkakirjojen, raaka-aineiden ja mahdollisesti myös muiden sijoitusinstrumenttien hinnoittelussa ja yksittäiset valtiot voisivat halutessaan sitoa valuuttansa arvon siihen. Valuutan liikkeeseenlaskuista sovittaisiin yhteisesti ja ne voitaisiin mitoitaa palvelemaan maailmantalouden kasvun tarpeita. Näin maailmanlaajuisesta valuutasta muodostuisi aidosti käyttökelpoinen varantovaluutta.

Jotta optimaalinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä voisi luoda maailmantalouteen kestäväää kasvua, olisi järjestelmän kyettävä tarjoamaan maailmantaloudelle riittävä määrä likvidejä varoja. Tämä olisi parasta toteuttaa jo mainituilla maailmanlaajuisen varantovaluutan säännöllisillä liikkeeseenlaskuilla. Liikkeeseenlaskut voitaisiin mitoitaa siten, että talouskasvu ei vaarantuisi mutta maailmantalouteen ei myöskään syntyisi liiallisia inflatorisia tai deflatorisia paineita. Säännölliset liikkeeseenlaskut tarjoaisivat myös ulospääsyn maailmantalouden nollassummapelistä, sillä jokainen maa voisi ylläpitää sen vuosittain saaman maailmanlaajuisen valuutan kiintiön suuruista vaihtotaseen alijäämää, olettaen, että liikkeeseenlaskut olisivat vastikkeettomia. Tällä olisi suuri apu erityisesti taantumissa, jolloin yksittäiset maat voisivat elvyttää talouttaan tehokkaammin. Maailmanlaajuisen valuutan liikkeeseenlaskuja voitaisiin käyttää myös hätävaralainoituksen (lender-of-last-resort) lähteenä poikkeuksellisten taloudellisten vaikeuksien aikana. Nousukausien aikaan liikkeeseenlaskuja voitaisiin rajoittaa, jotta inflaatiopaineet eivät kasvaisi liian suuriksi ja mahdollista ylikuumenemista voitaisiin hillitä.

Optimaalinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä mahdollistaisi maailmantalouden vakaan kasvun ja hillitsisi taipumusta toistuviin talouskriiseihin. Vaihtotaseiden epätasapainot jäisivät vain lyhyen

aikavälin ongelmiksi eivätkä johtaisi vakaviin taantumiin ja lamoihin. Yksittäiset maat voisivat myös stimuloida kotimaista kysyntäänsä saamallaan maailmanlaajuisen valuutan liikkeeseenlaskuilla. Maailmanlaajuinen valuutta säilyttäisi keskuspankkien varantojen arvot vakaina ja toimisi kaikkein käytetyimpänä ja likvideimpänä valuuttana markkinoilla.

2. Kansainvälisen valuuttajärjestelmän kehitysvaiheet

Nykyinen kansainvälinen kehitysjärjestelmä alkoi kehittyä pitkälti 1800-luvulla Yhdysvaltain dollarin aseman nousun myötä. Senaikainen maailmantalous oli sitä ennen ollut täysin Britannian punnan hallitsema. Dollarin nousu alkoi ensimmäisen maailmansodan aikana mutta kesti vielä vuosikymmeniä ennen kuin dollari oli vakiinnuttanut asemansa maailman johtavana valuuttana. Lopullinen sinetti dollarin hegemonialle oli toinen maailmansota, joka romahdutti Britannian talouden ja mahdollisti dollarin kyseenalaistamattoman johtoaseman maailmantaloudessa. Toista maailmansotaa seurasi Bretton Woodsin järjestelmä, joka oli askel parempaan suuntaan maailmansotien välisen sekavan tilanteen jälkeen mutta kärsi lukuisista perustavanlaatuisista ongelmista koko elinaikansa. Bretton Woodsin järjestelmän jälkeen kansainvälinen valuuttajärjestelmä palasi tavallaan takaisin maailmansotien väliseen ”epäjärjestelmään” eikä se ole sen jälkeen muuttunut merkittävästi.

2.1 Punnasta dollariin

Yhdysvallat oli vielä 1800-luvulla kehitysmaa Euroopan teollisuusvaltioihin verrattuna. Sen talouskasvu oli kuitenkin nopeaa, ja monet talouden rakenteista olivat aikaansa nähden innovatiivisia. Yhdysvallat oli vuoteen 1785 asti käyttänyt valuuttanaan monenkirjavaa joukkoa hyödykkeitä, jalometalleja ja vieraiden valtojen valuuttoja ja käytännöt vaihtelivat territorioittain ja osavaltioittain. Vuonna 1785 kongressi päätti lopettaa sekavan tilanteen ja valitsi Yhdysvaltain viralliseksi valuutaksi dollarin. Järjestelmä yksinkertaistui hieman mutta uudeksi kiistaksi nousi, mihin jalometalliin uusi valuutta tulisi sitoa. Pysyvää päätöstä ei saatu aikaan ja dollarin sidos vaihteli koko 1800-luvun ajan kulloisenkin kongressin ja presidentin mieltymysten mukaan kultan, hopean, näiden yhdistelmän ja vapaan kellutuksen välillä. (Eichengreen 2011, 11–14; Krugman & Obstfeld 2009, 511–512.)

1800-luvun kolmanteen neljännekseen mennessä Englanti oli noussut maailman johtavaksi teollisuusvaltioksi ja Lontoo maailmantalouden pääkaupungiksi. Englannin pankkijärjestelmä oli hyvin kehittynyt, ja brittiläisillä pankeilla oli laaja verkosto toimipisteitä ympäri maailman. Lontoon luottomarkkinat olivat kattavat ja likvidit ja näin houkuttelevat yksityisille ja julkisille sijoittajille. (Eichengreen 2011, 14–19.) Lisäksi Englannin keskuspankki takasi brittiläisille pankeille huomattavan etulyöntiaseman muiden maiden pankkeihin nähden toimimalla markkinoilla hätävaralainoituksen antajana ja siten turvaamalla likviditeettikriisissä olevien pankkien lyhytaikaisen rahoituksen. (Eichengreen 1998, 36.)

Englannin punta oli näistä syistä maailman johtava valuutta 1800-luvulla. Lontoo oli suurelle osalle maailman yrityksistä tärkein rahoituksen lähde ja brittiläisillä pankeilla oli tapana myöntää luottonsa punnissa. Lähinnä koska se oli heille itselleen kätevintä. Tästä syystä velallisten oli yhtä lailla kätevää säilyttää tileillään puntia, joiden avulla he pystyivät hallinnoimaan lainojaan. Näitä puntatalletuksia alettiin alun perin kutsua valuuttavarannoiksi. Punta oli lisäksi 1800-luvun lopulla sidottu kultaan, mikä teki siitä silloin hyvin vakaan. Tämä osaltaan kasvatti puntavarantojen suosiota. (Eichengreen 2011, 14–19.) Vuoden 1899 lopussa punnan osuus kaikista yksityisistä ja julkisista valuuttavarannoista oli 30 %. Julkisten instituutioiden varannoista punnan osuus oli vielä suurempi, 42,6 %. (Eichengreen 1998, 24.)

Britannian punnan menestys ja asema maailman johtavana valuuttana 1800-luvulla johtui osaltaan toimivasta kultakantajärjestelmästä. Tämä takasi valuutan vakauden ja herätti luottamusta markkinoilla. Markkinat pitivät Englannin keskuspankin lupausta ylläpitää kultakytkös uskottavana. Tästä syystä järjestelmän toimintamekanismin ymmärtäminen on keskeistä kansainvälisen valuuttajärjestelmän kehityksen kuvauksessa ja auttaa myös ymmärtämään myöhempiä, kiinteisiin kursseihin perustuvia järjestelmiä.

Kultakantajjärjestelmän toimintaperiaate esitettiin ensimmäisen kerran jo 1700-luvun puolivälissä ja David Humen vuonna 1752 keksimä Price-Specie Flow on edelleen toimiva kultakantaa kuvaava malli. Humen mallissa kaikki vaihdanta taloudessa tapahtuu kultarahalla, myös ulkomaankauppa. Kauppataseen alijäämä johtaa kultavirtaan ulkomaille ja kauppataseen ylijäämä kultavirtaan ulkomailta. Kultavirta ulkomaille tarkoittaa siten rahan määrän vähenemistä ja kotimaisen hintatason laskua, kultavirta ulkomailta johtaa rahan määrän kasvuun ja hintatason nousuun. Näin kauppataseen tasapaino vaikuttaa automaattisesti kotimaisiin hintoihin. Alijäämäisessä taloudessa hintojen lasku aiheuttaa vientikysynnän elpymisen ja hintatason paluun tasapainoon. Ylijäämäisessä taloudessa hintojen nousu johtaa tuontikysynnän kasvuun ja sitä kautta hintatason paluun tasapainotilaan. Lopputulos ei muutu, vaikka mallia laajennetaan ottamaan huomioon kultaan vaihdettavissa oleva paperiraha. Alijäämäinen maa maksaa tuontihyödykkeensä ja alijäämänsä omalla paperirahallaan. Ylijäämäisen maan kauppiaat eivät kuitenkaan tee tällä paperirahalla suoranaisesti mitään, joten heidän on vaihdettava se alijäämämaan keskuspankissa kultaan. Tämän kullan he vaihtavat edelleen omassa keskuspankissaan kotimaiseen valuuttaansa. Näin alijäämämaan kultavarannot laskevat, rahan määrä tippuu ja hintataso laskee ja ylijäämämaan kultavarannot kasvavat, rahan määrä kasvaa ja hintataso nousee. (Eichengreen 1998, 25–26; Krugman & Obstfeld 2009, 508–509.)

Yhdysvaltojen dollarin asema oli vielä ennen ensimmäistä maailmansotaa mitätön, vaikka Yhdysvallat oli vuoteen 1870 mennessä ohittanut Englannin tuotteiden ja palvelusten tuotannossa ja vuoteen 1912 mennessä myös niiden viennissä. Englannin punta toimi myös Yhdysvaltojen ulkomaankaupan päävaluuttana, koska dollaria oli hyvin hankala käyttää. Merkittävin syy tähän oli Yhdysvaltojen pankkijärjestelmän kehittymättömyys. New Yorkin pankkisektori oli pienempi ja epälikvidimpi, eikä se pystynyt vastaamaan kaikkein hienostuneimpien lainatuotteiden kysyntään, kuten pankit Lontoossa pystyivät. Yhdysvaltojen sisällissota vuosina 1861–65 oli osaltaan hidastanut kehitystä. (Eichengreen 2011, 14–19.)

Eichengreen (2011) on esittänyt neljä yksityiskohtaisempaa syytä Yhdysvaltojen rahoitussektorin kehittymättömään tilaan 1800-luvun lopussa ja 1900-luvun alussa. Ensinnäkin Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinat olivat hyvin ailahtelevaiset. Yhdysvalloissa oli ollut lähes 15 talouskriisiä sadan vuoden aikana ennen ensimmäistä maailmansotaa. Toisena Yhdysvaltaiset pankit, joilla oli joko liittovaltio- tai osavaltiotason toimilupa, eivät saaneet laajentua ulkomaisille markkinoille. Rahoituksen saaminen ulkomaankauppaa varten oli myös tehty hyvin hankalaksi Yhdysvaltalaisille yrityksille. (Eichengreen 2011, 14–19.) Kolmantena Yhdysvaltojen sisällä vallitsi kiivas väittely siitä, mihin metalliin dollari tulisi sitoa. Vasta vuoden 1900 kultakantalain (The Gold Standard Act) hyväksymisen myötä spekulatio eri metallikantojen välillä rauhoittui ja markkinat alkoivat pitää dollarin kultakantaa uskottavana. (Eichengreen 1998, 41). Neljäntenä Yhdysvalloilla ei ollut lainkaan keskuspankkia, joka olisi toiminut hätävaralainoituksen lähteenä talouskriisien aikaan. Vuoden 1907 talouskriisi herätti yhdysvaltalaiset pankkiirit ja äänestäjät vaatimaan pysyvämpää ratkaisua toistuviin pankkikriiseihin ja Yhdysvaltojen keskuspankki (The Federal Reserve) perustettiin vuonna 1913. (Eichengreen 2011, 19, 22–25; Kindleberger 1977, 399.)

Uuden keskuspankin tehtävänä oli ylläpitää dollari ”joustavana” valuuttana. Keskuspankin tuli luotonannollaan tasoittaa, hallita ja estää ennalta taloudellisten kriisien ja haitallisten markkinaliikkeiden syntyä, toisin sanoen harjoittaa rahapolitiikkaa niin kuin se nykyään tunnetaan. Keskuspankkilaki antoi myös pankeille luvan harjoittaa liiketoimintaa ulkomailla. Yhdysvaltalaiset pankit pääsivät vihdoon kilpailemaan englantilaisia kollegoitaan vastaan, ja vaikka Lontoon pankeilla oli markkinoilla huomattava etumatka, onnistuivat Yhdysvaltalaiset pankit kuromaan eroa kiinni yllättävästi ensimmäisen maailmansodan aikana. (Eichengreen 2011, 26.)

Ennen ensimmäistä maailmansotaa Eurooppa oli ollut maailman merkittävin investointi- ja kulutushyödykkeiden tuottaja ja viejä. Sodan alkaessa Manner-Euroopassa tilanne muuttui täysin, eivätkä Euroopan valtiot pystyneet enää vastaamaan tuotannollaan muun maailman kysyntään. Sodan ulkopuolisen maailman kysyntä kääntyi siksi kohti senaikaista seuraavaa merkittävää

teollisuusvaltiota, Yhdysvaltoja. Yhdysvaltojen vienti lisääntyikin dramaattisesti ensimmäisen maailmansodan alussa. Euroopan voimavarojen huvetessa sotateollisuuden tarpeisiin oli myös pääomasta pulaa. Yhdysvalloissa, joka ei ollut vielä liittynyt sotaan, oli taasen pääomaa runsain mitoin, ja yhdysvaltalaiset pankit lainasivat sitä innokkaasti uusilla valtuuksillaan Euroopan maille. Kuten brittiläiset pankit aikanaan, myös yhdysvaltalaiset pankit antoivat lainansa omassa kotivaluutassaan, tällä kertaa dollareissa, ja Yhdysvallat muuttui nopeasti velallisesta velkojaksi. (Eichengreen 2011, 26, 32.) Kindlebergerin (1977) mukaan maan asema velkamarkkinoilla kehittyi neljässä eri vaiheessa: nuori velallinen, vanha velallinen, nuori velkoja ja vanha velkoja. Yhdysvallat eteni ensimmäisestä vaiheesta viimeiseen vain kolmessa vuodessa, vuosien 1914–1917 aikana. (Kindleberger 1977, 399–400.)

Samaan aikaan punnan arvo alkoi heilahdella voimakkaasti kultaan nähden ja sen suosio alkoi laskea. Epävakaa valuutta oli riskitekijä ulkomaankauppaa harjoittaville yrityksille. Muut Euroopan isot valuutat eivät olleet sen houkuttelevampia, joten ainoaksi vaihtoehdoksi jäi Yhdysvaltain dollari. Dollarin suosio alkoi nousta jyrkästi ensimmäisen maailmansodan alkuvuosista lähtien, ja jo vuonna 1924 se muodosti ensimmäisen kerran 50 % kaikista valuuttavarannoista. Suosion kasvu oli erittäin nopeaa ottaen huomioon, että vasta vuosisadan alussa dollarin osuus kaikista valuuttavarannoista oli ollut marginaalinen. Dollari ei kuitenkaan ollut vielä saavuttanut läheskään vakiintunutta asemaa, ja sen osuus valuuttavarannoista heilahteli voimakkaasti koko 1920-luvun. (Eichengreen 2011, 26, 32.)

2.2 Dollarin aseman vakiintuminen

Rahoittaakseen sotateollisuuttaan Englanti oli ensimmäisen maailmansodan aikana joutunut myymään kultavarantojaan. Punnan asema oli siten merkittävästi heikentynyt, ja se oli menettänyt oletusarvoisena pidetyn asemansa markkinoilla. Sodan aikana Yhdysvallat oli sitonut dollarin puntaan keinotekoisella vaihtosuhteella tukeakseen Englannin sotateollisuutta. Englanti sai

tämän ansiosta ostettua sotatarvikkeita Yhdysvalloista alhaisemmin hinnoin. Sodan jälkeen tätä tukea ei enää jatkettu, ja Englannin heikon taloudellisen tilanteen takia punnan arvo oli sodan jälkeen täysin yliarvostettu kultaan nähden. Englannin valtion pääomatasetta uhkasivat mittavat alijäämät, joihin maalla ei ollut varaa. Englannin oli pakko luopua kultakannasta ja antaa punnan arvon määräytyä vapaasti markkinoilla. Muut Euroopan maat seurasivat pian perässä pitkälti samoista syistä. Ainut teollisuusmaa, joka pysyi kultakannassa ensimmäisen maailmansodan jälkeen, oli Yhdysvallat. (Eichengreen 1998, 45–49.)

Kelluva punta ei ollut kuitenkaan pitkäikäinen. Jo vuonna 1925 Britannia palasi takaisin kultakantaan koska vapaasti kelluvien valuuttojen uskottiin yleisesti johtavan haitallisiin, spekulatiivisiin pääomaliikkeisiin. Myös muut Euroopan valtiot palasivat kultakantaan 1920-luvun puolivälissä. Britannian kultakanta ei ollut kuitenkaan enää entisensä. Ne sisäpoliittiset tekijät, jotka olivat tukeneet kultakannassa pysymistä ennen sotaa, eivät enää olleet olemassa. Sodan jälkeen työmarkkinat olivat muuttuneet jäykemmiksi ja byrokraattisemmiksi, äänioikeutta oli laajennettu, työväenpuolueet olivat nousseet parlamenttiin ja sosiaalimenojen osuus valtion menoista oli kasvanut. Uudesta järjestelmästä puuttuivat joustavuus ja uskottavuus. (Eichengreen 1998, 45–49.)

Markkinoiden suhtautuminen riskiin oli myös muuttunut sodan jälkeen. Siinä missä ennen sotaa pelkkä ilmoitus valuutan sitomisesta kultaan riitti vakuuttamaan markkinat, sodan jälkeen valtioiden taloudellisille fundamenteille annettiin huomattavasti suurempi painoarvo. Valuutan vaihtosuhteen kultaan tuli olla johdonmukainen maksutaseen tasapainon kanssa. Kultakanta itsessään ei enää riittänyt herättämään luottamusta markkinoilla vaan valtioiden tuli pitää huolta velkaantumisestaan ja taloutensa tasapainosta. (Obstfeld & Taylor 2003, 244, 260, 264–266.)

Sotien välinen kultakantakaan ei ollut Britanniassa pitkäikäinen järjestelmä. Maan vaihtotase oli jatkuvasti alijäämäinen 1920-luvun lopun ja 1930-luvun alun ajan ja keskuspankki joutui paikkaamaan jatkuvia alijäämiä varannoillaan. Samaan aikaan Britanniaa vaivasivat lukuisat muut

taloudelliset ja yhteiskunnalliset ongelmat: sodanaikaisten velkojen korkomaksut, jotka veivät kolmanneksen valtion menoista, korkea työttömyys, korkeat kotimaiset korot, hiipuva kauppa Etelä-Amerikan, Australian ja Uuden-Seelannin kanssa sekä yksityisen pankkisektorin luottotappiot. Puntaa kohtaan oli alkanut kasaantua paineita vuodesta 1929 lähtien, ja vuoden 1931 pankkikriisit Itävallassa ja Saksassa, joiden seurauksena maiden oli pakko alkaa kelluttamaan valuuttojaan, aloittivat väistämättömän hyökkäyksen puntaa vastaan. Huolimatta Yhdysvaltojen ja Ranskan tuesta Englannin keskuspankki päätti luopua kultakannasta toisen kerran syyskuussa 1931. Puntta menetti kolmanneksen arvostaan kultaan nähden seuraavien kolmen kuukauden aikana. (Eichengreen 1998, 48–49, 57–58, 81–85.)

Yhdysvallat oli pysynyt kultakannassa koko ensimmäisen maailmansodan ajan, eikä sillä ollut tarvetta luopua siitä sodan jälkeenkään. Päinvastoin kuin Britannia ja muut Euroopan maat, Yhdysvaltojen maksutase oli ylijäämäinen lähes koko 1920-luvun. Yhdysvallat oli lainannut Euroopan maille huomattavia summia sotateollisuuden rahoittamiseksi, ja lainojen lyhennykset ja korot muodostivat merkittävän osan ylijäämästä. Lisäksi Yhdysvallat sai sotakorvauksia Saksalta. Yhdysvaltojen kultavarannot kasvoivat dramaattisesti tänä ajanjaksona. Vuoteen 1926 mennessä Yhdysvaltojen kultavarannot muodostivat 45 % koko maailman kultavarannoista. Osa näistä varannoista virtasi dollarilainoina edelleen takaisin pääomapolusta kärsivään Eurooppaan. Yhdysvallat ei ikinä lopettanut lainaamista Euroopan maille, ja se rahoitti lainoillaan Euroopan alijäämäisiä budjetteja. (Eichengreen 1998, 63, 67–68.)

Huolimatta Yhdysvaltojen valtavista kultavarannoista kultakannan puolustaminen alkoi olla yhä hankalampaa 1920-luvun lopun ja 1930-luvun alun lamassa. Lama romahdutti dollarin suosion ulkomailla, ja Yhdysvaltojen ulkomainen luotonanto tippui vain murto-osaan 1920-luvun huippuluvuista. Vuonna 1927 Yhdysvallat lainasi ulkomaille 1,2 miljardia dollaria, vuonna 1932 lainojen määrä oli enää 700 000 dollaria (sen aikaisessa rahassa mitattuna). (Eichengreen 2011, 33–34.) Markkinat alkoivat odottaa dollarin devalvaatiota, ja Yhdysvaltojen oli puolustettava dollarin

arvoa poliittisesti hyvin epäsuositulla kontraktiivisella raha- ja finanssipolitiikalla. Tämä vei Yhdysvallat yhä syvempään lamaan, ja Britannian siirtyessä samaan aikaan kelluttamaan valuuttaansa markkinat alkoivat jo odottaa Yhdysvaltojen luopuvan kultakannasta.

Dollari ja punta olivat olleet sotien välisen kultakannan ankkurit, ja punnan aseman haihduttua markkinoiden usko dollariin alkoi horjua. Keskuspankit ja yksityiset sijoittajat alkoivat vaihtaa dollarisijoituksiaan kultaan devalvaation pelossa. (Eichengreen 1998, 85–87.) Pako dollarista oli niin voimakas, että punta palasi tilapäisesti suosituimmaksi varantovaluutaksi 1930-luvun alussa (Eichengreen 2011, 37). Yhdysvaltojen kultavarannot alkoivat lähestyä uhkaavasti loppuaan, ja vuonna 1933 Yhdysvallat joutui devalvoimaan dollarin. Myöhemmin samana vuonna vastavalittu presidentti Roosevelt luopui kokonaan kultakannasta, kuten oli vaalikampanjassaan luvannut. (Eichengreen 1998, 49–50, 67, 85–87.) Pian eri eturyhmien vaatimukset ja yritykset muuttaa dollari/kulta-vaihtosuhdetta itselleen edullisemmaksi muuttuivat kuitenkin päivittäisiksi, ja presidentti Roosevelt ja silloinen valtiokonttorin johtaja Morgenthau alkoivat kyllästyä epävakaaseen tilanteeseen. He halusivat järjestelmään lisää vakautta ja ennustettavuutta. Vuonna 1934 Yhdysvallat sitoi dollarin uudestaan kultaan 35 dollarin unssihinnalla ja ylläpiti tätä sidosta aina Bretton Woodsin järjestelmän loppuun asti. (Kindleberger 1977, 404–405.)

Sotien välistä kultakantaa seurasi hallitusti kelluvien valuuttakurssien aikakausi, jonka toimivuus on kiisteltyä. Valtiot eivät onnistuneet koordinoimaan keskinäisiä valuuttakurssi-interventioitaan lainkaan vaan toimivat täysin omien intressiensä perusteella. Toisaalta koordinaation puutteesta ei näyttänyt olevan merkittävästi haittaa. Suurten teollisuusvaltioiden valuuttakurssit olivat vakaampia kuin 1920-luvun alussa ja Britannian, Yhdysvaltojen ja Ranskan devalvaatiot vuosina 1931, 1933 ja 1936 aloittivat jokaisen maan toipumisen lamasta. Kaikkiin devalvaatioihin liittyi myös lähes oletusarvoisesti protektionististen sääntöjen ja lakien aalto (beggar-thy-neighbour policy). Britannia otti käyttöön yleistullin vuonna 1932 ja Saksa seurasi pian perässä. Hollanti nosti tuontimaksujaan 25 prosentilla. Britannian ja Yhdysvaltojen devalvaatioiden jälkeen Ranska ja Belgia nostivat

tullejaan ja kiristivät tuontikiintiöitään suojellakseen äkillisesti yliarvostettuja valuuttojaan. (Eichengreen 1998, 88–90; Eichengreen 2011, 33.) Yhdysvallat alkoi vapauttaa ulkomaankauppaansa vuonna 1934, ja vuoteen 1939 mennessä se oli solminut 20 kahdenkeskistä tullisopimusta. Eurooppa alkoi normalisoida keskinäisiä kauppasuhteitaan vuosina 1937 ja -38, mutta kehitys jäi kesken toisen maailmansodan alkaessa. (Kindleberger 1977, 404–405.)

Eichengreen (1998, 91–92) on erotellut kolme yhteistä tekijää valuuttajärjestelmistä maailmansotien välissä. Ensinnäkin tiukasta kiinteän valuuttakurssin seuraamisesta luovuttiin ja sisäpoliittisille tekijöille alettiin antaa enemmän painoarvoa. Valtiot joutuivat tasapainoilemaan ulkoisen ja sisäisen talouspolitiikan ristiriidan välillä. Toisena edellä mainitusta syystä johtuen valuutan uskottavuus ei enää ollut yhtä keskeisessä asemassa poliitikkojen päätöksenteossa. Kansainväliset pääomaliikkeet alkoivat yhtäkkiä horjuttaa kansainvälisen valuuttajärjestelmän vakautta, eivätkä ne enää toimineet vahvistavana voimana, kuten korkean uskottavuuden valuuttojen aikakautena. Kolmantena maailman taloudellinen keskipiste oli jo siirtynyt pysyvästi Atlantin toiselle puolelle. Britannia oli menettänyt asemansa maailman johtavana teollisuusvaltiona ja dollarista oli tullut maailman johtovaluutta. Maailmantalouden sopeutuminen uuteen valuuttajärjestelmään ei kuitenkaan tapahtunut yhtä nopeasti, eikä uusi tilanne ollut vielä yhtä vakaa kuin 1800-luvun puntaajohtoinen, metalleihin sidoksissa ollut järjestelmä.

2.3 Bretton Woodsin järjestelmän synty ja tuho

Sotien välinen aikakausi oli hyvin sekava ja epävakaa valuuttajärjestelmien kannalta katsottuna, mikä synnytti Yhdysvalloissa ja Euroopassa tyytymättömyyttä. Yksikään kokeiltu valuuttajärjestelmä ei toiminut toivotulla tavalla. Vapaasti kelluvat valuuttakurssit heti ensimmäisen maailmansodan jälkeen olivat liian volatiilit. Sitä seurannut kultakanta oli järjestelmänä liian jäykkä ja hidas sopeutumaan talouden muuttuneisiin rakenteisiin ja kultakanta edesauttoi myös deflaation

leviämistä 1930-luvun alun laman aikana. Viimeisimpänä kokeiluna hallitusti kelluvien kurssien järjestelmä johti kilpaileviin valuuttakurssi-interventioihin ja protektionismiin. (Bordo 1992, 3, 10.)

Toisen maailmansodan aikana Yhdysvallat ja Britannia näkivät tästä syystä suuren tarpeen sodan jälkeisen valuuttajärjestelmän koordinoinnille ja sen suunnittelu aloitettiin jo sodan aikana. Suunnittelua johtivat Britannian puolelta John Maynard Keynes ja Yhdysvalloista Harry Dexter White, jotka olivat molemmat erittäin ansioituneita ja asiantuntevia ekonomisteja. Molempien osapuolten tavoitteena olivat vakaat ja vapaasti vaihdettavat valuutat, täystyöllisyys ja monenkeskinen sopeutusjärjestelmä (multilateral payments system). Vaikka tavoitteista oltiinkin samaa mieltä, keinoista esiintyi kiistaa. Yhdysvallat halusi järjestelmän, joka poistaisi Britannian Kansainyhteisöä Yhdysvaltojen kustannuksella suosivan kauppapolitiikan ja tekisi valuuttakursseista vapaasti ja laajasti vaihdettavat. Britannia oli huolissaan, että Yhdysvallat jatkaisi 1930-luvun alun deflaationaarista politiikkaansa. Britannia halusi myös vapauden tavoitella täystyöllisyyttä ilman tiukkoja vaatimuksia maksutaseen tasapainosta, säilyttää Kansainyhteisön erityisaseman, saada apua sodanjälkeiseen jälleenrakennukseen ja osittaisen velkojen anteeksiannon. (Bordo 1992, 14–15.)

Kolmen vuoden diplomaattisen kirjeenvaihdon, keskustelujen ja neuvottelujen tuloksena syntyi kaksi kilpailevaa suunnitelmaa sodanjälkeisestä valuuttajärjestelmästä. Keynesin ja Whiten suunnitelmien perusteella päädyttiin kompromissiehdotukseen, mikä toimi Bretton Woodsin konferenssin työpaperina sekä Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) perustamisasiakirjan tulevana pohjana. IMF:n perustamisasiakirja toimi samalla myös Bretton Woodsin järjestelmän perustamisasiakirjana, missä järjestelmän säännöt ovat esitelty. (Bordo 1992, 14–15.)

Bretton Woodsin järjestelmän merkittävimmät ominaisuudet olivat nimellisarvojen (tai pariteettiarvojen) järjestelmä (The Par Value System), monenkeskinen sopeutusjärjestelmä, Kansainvälisen valuuttarahaston resurssien käyttö sekä rahaston valtuudet ja sen

organisaatorakenne. Nimellisarvojen järjestelmä vaati jokaista jäsentä julistamaan valuuttansa nimellisarvon (pariteettiarvon) joko kultaan tai jonkin kultaan vaihdettavissa olevan valuutan suhteen. Jäsenten tuli ylläpitää valuuttansa arvo kahden prosentin vaihteluvälillä nimellisarvoon nähden. Monenkeskinen sopeutusjärjestelmä vaati jäseniä tekemään valuutoistaan vapaasti vaihdettavia toisten jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden ja jäsenten tuli myös välttää syrjiviä ja yksipuolisia valuuttasopimuksia. Kansainvälisen valuuttarahaston resurssit annettiin jäsenmaiden käyttöön ja jäsenet pystyivät tarpeen vaatiessa lainaamaan rahastolta varoja lyhyen tai keskipitkän aikavälin maksutaseen epätasapainon kattamiseen. (Bordo 1992, 18–20.)

Käytännössä järjestelmä toimi hyvin erilailla kuin mitä Keynes ja White olivat suunnitelleet. Vaikka jäsenvaltiot saivat sitoa valuuttansa joko kultaan tai kultaan vaihdettavissa olevaan valuuttaan, yksikään jäsenmaa ei sitonut valuuttaansa suoraan kultaan vaan kaikki valitsivat Yhdysvaltain dollarin ankkurikseen. Yhdysvallat sitoutui ylläpitämään dollarin kiinteää vaihtokurssia kultaan nähden ja muut jäsenmaat sitoutuivat ylläpitämään valuuttakurssejaan dollariin nähden. Yhdysvallat sitoutui myös vaihtamaan dollareita kultaan jo ennen sotaa päätetyllä 35 dollarin unssihinnalla. Tasa-arvoisten valuuttojen sijasta Bretton Woodsin järjestelmästä kehittyi nimellinen kiinteiden valuuttakurssien dollari-kultakanta-järjestelmä. (Bordo 1992, 20–21, 31.) Monenkeskinen sopeutusjärjestelmäkään ei ollut toiminnassa lähes puolet koko Bretton Woodsin järjestelmän elinajasta, IMF:n resurssit olivat lisäksi täysin riittämättömät ja nimellisarvojen järjestelmästä muodostui lähinnä muodollinen este de- ja revalvaatioiden tielle. (Eichengreen 1998, 98).

Euroopan ja Aasian valtioilla oli toisen maailmansodan jälkeen huomattava pula niin fyysisestä kuin rahallisesta pääomasta. Kaikki Euroopan merkittävimmät valtiot kontrolloivat valuuttansa vaihdettavuutta sekä turvautuivat kahdenvälisiin kaupp- ja valuuttasopimukseen ohjatakseen niukkoja pääomiaan keskeisten tuontihyödykkeiden kauppaan. Yhdysvallat oli ainut maa, jolla oli vapaasti vaihdettava valuutta sekä maksutaseen ylijäämä; Yhdysvaltain maksutaseen ylijäämä

vastasi kaikkien OEEC-maiden (Organization for European Economic Co-operation) silloista yhteistä maksutaseen alijäämää vuonna 1947. Yhdysvallat oli ainut teollisuusmaa, joka pystyi vastaamaan Euroopan ja Aasian maiden tuontihyödykkeiden kysyntään. Yhdysvallat piti hallussaan myös suurinta osaa maailman kultavarannoista, sillä Euroopan maat maksoivat toisen maailmansodan aikana sotatarvikkeiden ostojaan kullalla. Tosin Yhdysvaltojen kultavarannot olivat alkaneet kasvaa jo 1930-luvun puolivälissä, joten tilanteeseen vaikuttivat myös muut seikat kuin maailmansota. (Bordo 1992, 21–23.)

Sodan jälkeinen maksutaseen ylijäämä sekä mittava kultavaranto johtivat maailmanlaajuiseen dollarivajeeseen, mikä edelleen kasvatti paineita dollarin revalvaatioon. Dollarin arvo oli kuitenkin tiukasti sidottu kultaan Bretton Woodsin järjestelmän sääntöjen mukaan. Marshallin apu alkoi kuitenkin yllättäen tasapainottaa silloin lähes pysyvältä vaikuttanutta epätasapainoa. Vuosien 1948 ja 1952 välillä Yhdysvallat antoi likimain 13 miljardia dollaria Länsi-Euroopan valtioille lainoina ja lahjoituksina, ja vastineeksi Eurooppa sitoutui vapauttamaan sisäistä kauppansa ja maksujärjestelmäänsä. Maiden, jotka vastaanottivat Marshall-apua, tuli kohdentaa apu teollisuuden, maatalouden ja infrastruktuuriverkoston investointeihin. Nämä investoinnit kohottivat tuottavuutta niin paljon, että vuoteen 1952 mennessä OEEC-mailla oli maksutaseen ylijäämä ja teollisuustuotanto oli noussut 39 % sodan jälkeen. Samalla Marshall-apu edelleen vahvisti dollarin asemaa kansainvälisenä johtovaluuttana. (Bordo 1992, 21–24.)

Muilla tekijöillä kuin Marshall-avulla oli myös tekemistä Länsi-Euroopan nousun kanssa. Vuonna 1949 lukuisat Euroopan maat devalvoivat valuuttansa keskimäärin 30 %:lla, mikä toisaalta auttoi sodan hävityksestä toipumisessa mutta toisaalta oli ristiriidassa nimellisarvojen säännön kanssa. Bretton Woodsin perustamisasiakirja antoi luvan 10 % devalvaatioon perustavanlaatuisen epätasapainon tapauksessa ilman IMF:n hyväksyntää ja suurempi devalvaatio vaati hyväksynnän 75 % IMF:n jäseniltä. Näinkin suuri devalvaatio vain muutama vuosi järjestelmän perustamisen

jälkeen antoi hyvin huonon signaalin järjestelmän toimivuudesta pitkällä aikavälillä. (Eichengreen 1998, 98).

Heti toisen maailmansodan jälkeen ja aina 1950-luvulle asti, IMF:n rooli oli hyvin rajoittunut. Marshallin apu, OEEC, EPU ja BIS olivat kaikki merkittävämpiä tekijöitä. Tämä oli tarkoituksellista, sillä Bretton Woodsin suunnittelijat eivät halunneet IMF:n ottavan osaa sodan jälkeiseen lyhyen ja keskipitkän aikavälin jälleenrakennukseen. Monet Bretton Woodsin järjestelmän osallistujamaat eivät pitäneet IMF:ää vartenotettavana toimijana ja Britannia, Ranska ja Kanada syyllistyivät kaikki selkeisiin sääntörikkomuksiin. Rahaston resurssit olivat myös riittämättömät vastaamaan maailmankaupan ja tuotannon kasvun synnyttämään likviditeetin kysyntään, millä oli deflatorisia vaikutuksia. Maailman kultavarantojen kasvuvauhti oli yhtäläillä riittämätön, joten ainoaksi likviditeetin lähteeksi toisen maailmansodan jälkeen jäi Yhdysvaltain kasvava maksutaseen alijäämä. Muun maailman kysyntä dollareille ylläpiti Yhdysvaltojen mahdollisuutta painaa enemmän dollareita kuin sisäinen kysyntä tarvitsi ja saada tästä itselleen. seigniorage – tuottoja. (Bordo 1992, 27–31.)

1950-luvun loppuun mennessä dollari oli ankkuroinut asemansa maailman johtavana valuuttana. Yhdysvallat oli maailman suurin talous, se oli johtavassa asemassa maailmankaupassa ja sen rahamarkkinat olivat hyvin likvidit ja syvät. Dollaria alettiin käyttää myös eräänlaisena yksityisenä kansainvälisenä rahana. Sitä käytettiin ulkomaankaupan laskutuksessa, pankkien välisissä rahansiirroissa välityvaluuttana (vehicle currency) sekä turvasatamana ja arvon säilyttäjänä. Koska sitä käytettiin myös maksutasetasapainojen netottamiseen (settlement) sekä valuuttapariteettien ylläpidossa markkinainterventioiden avulla, muodostui dollarista samalla eräänlainen ”virallinen” kansainvälinen valuutta. Lisäksi dollari hyötyi Yhdysvaltain alhaisesta inflaatiosta ja vakaasta rahan määrän kasvusta. Dollarin asema muistutti tässä mielessä puntaa 1800-luvulla. (Bordo 1992, 29–31.)

Vuoden 1958 voidaan sanoa aloittaneen Bretton Woodsin järjestelmän täyden toimivuuden aikakauden kun kaikki jäsenmaat julistivat valuuttansa vapaasti vaihdettaviksi toisten jäsenmaiden valuuttoihin nähden. Valuuttarajoitteiden poistuessa järjestelmä alkoi toimia enemmän niin kuin sen oli tarkoitettu. Bretton Woodsin järjestelmä ei kuitenkaan ollut täydellinen vaan kiinteää dollari-kultakantaa vaivasivat kolme ongelmaa. Ensinnäkin nk. sopeutusongelma. Valuuttakurssien sopeutusmekanismi ei toiminut toivotulla tavalla. Kumpikaan aiempien järjestelmien sopeutusmekanismeista (klassisen kultakannan hintoihin ja rahan määrään perustuva ja vapaasti kelluvien valuuttojen markkinamekanismi) ei voinut toimia. Jännite yli- ja alijäämämaiden välillä sekä Yhdysvaltain ja muun maailman välillä säilyi. (Bordo 1992, 24–25, 31–34.)

Toiseksi maailmanlaajuinen likviditeetin puute aiheutti deflatorisia vaikutuksia ja häyttasi talouskasvua. Maailman reaalin kokonaistuotannon kasvu oli nopeampaa kuin rahan määrän kasvu, eikä yksikään taho pystynyt yksin vastaamaan likviditeetin kysyntään. IMF:n resurssit olivat riittämättömät, maailman kultavarannot olivat riippuvaisia kullan louhinnasta ja merkittävin likviditeetin lähde, Yhdysvaltain maksutaseen alijäämä, oli liiaksi riippuvainen valtion politiikasta. (Bordo 1992, 31–34.)

Kolmantena muun maailman pitäessä yhä enemmän dollareita varannoissaan ja Yhdysvaltojen sitoutuessa vaihtamaan dollarit kiinteällä kurssilla kultaan, syntyi uskottavuusongelma. Mikäli muu maailma alkaisi vakavasti epäillä Yhdysvaltojen kykyä vaihtaa dollarit vaadittaessa kultaan, voisi syntyä pako pois dollarista. Jos kukaan ei uskoisi Yhdysvaltojen pystyvän vaihtamaan dollarit kultaan, ei kukaan myöskään haluaisi säilyttää dollareita tileillään, dollari muuttuisi arvottomaksi ja pako olisi syntynyt. Pako pakottaisi Yhdysvallat luopumaan dollarin kultakytköksestä, mikä romahduttaisi Bretton Woodsin järjestelmän. (Bordo 1992, 31–34.)

Bretton Woods maiden kesken vallitsi laaja yhteisymmärrys sopeutusongelman esiintymisestä ja korjaustoimenpiteiden tarpeellisuudesta. Ensimmäinen ehdotus tuli Yhdysvalloilta, IMF:ltä ja

OECD:ltä, jotka vaativat likviditeetin kasvattamista maailman rahoitusjärjestelmässä. Tämä johti neuvottelujen jälkeen erityisnosto-oikeuksien (Special Drawing Rights, SDRs) syntyyn vuonna 1967. Toinen ehdotus oli kullan hinnan nostaminen. Tämä olisi samalla merkinnyt dollarin devalvaatiota, mitä Yhdysvallat vastusti koska se olisi heikentänyt Yhdysvaltain uskottavuutta ja olisi lisäksi hyvin hankala saada läpi kongressissa. Ranska ehdotti monenkeskistä, koordinoitua kullan revalvaatiota mutta tämä ehdotus hylättiin lähinnä tilapäisenä ratkaisuna. Kolmas ehdotus oli siirtyminen joustavampiin valuuttakursseihin mutta lähes kaikki osapuolet vastustivat tätä. (Bordo 1992, 37–40.)

Likviditeettiongelman keskeisenä lähteenä nähtiin maailman kultakannan riittämätön kasvuvauhti, joka johti liian alhaisiin keskuspankkien varantoihin. Likviditeettipula johtui siis maailman kultakannan ja maailman reaalisen kokonaistuotannon kasvuvauhtien erotuksesta. Tätä väliä ehdotettiin täytettävän IMF:n ja Yhdysvaltain maksutaseen alijäämien toimesta. Tämä olisi kuitenkin johtanut toiseen, vielä vakavampaan ongelmaan. Yhdysvaltojen krooninen maksutaseen alijäämä merkitsisi sen kultavarantojen jatkuvaa hupenemista. Ennemmin tai myöhemmin kultavarantojen taso laskisi niin alas, että markkinat alkaisivat epäillä Yhdysvaltojen kykyä vaihtaa kaikki liikkeessä olevat dollarit kultaan ja syntyisi pako pois dollarista. Yhdysvaltojen olisi pakko irtisanoutua sitoumuksesta vaihtaa dollarit kultaan ja tuloksena olisi vielä suurempi likviditeetikriisi. Yhdysvaltojen maksutaseen alijäämän ei siis voitu odottaa ratkaisevan likviditeetin puutetta. Ongelmaan keksittiin kuitenkin lukuisia muita ratkaisuja. Ensinnäkin IMF:n resursseja kasvatettiin 50 %:lla vuonna 1960, ja uudestaan 25 %:lla vuonna 1966. Toisena rahaston ulkopuolisia resursseja kasvatettiin enimmäkseen kahdenkeskisillä G10 maiden välisillä swap- ja standby-sopimuksilla. Kolmantena erityisnosto-oikeudet otettiin käyttöön, tosin vasta vuonna 1970. (Bordo 1992, 41–43.)

Uskottavuusongelma tuli yleiseen tietoisuuteen lokakuussa 1960 kun kullan hinta nousi normaalista 35 dollarin unssihinnasta 40 dollariin markkinoiden pelätessä inflatorisempaa Yhdysvaltain

sisäpolitiikkaa ja mahdollista dollarin devalvaatiota. Yhdysvallat alkoi olla huolissaan, että kullan hinnan nousu voisi levitä yksityisten sijoittajien välisiltä markkinoilta virallisille keskuspankkien välisille markkinoille, mikä taas johtaisi vaatimukseen vaihtaa kultaa dollareihin. Pyrkäksään estämään kullan pitkän aikavälin arvonnousun, Yhdysvallat ja lukuisat muut keskuspankit perustivat Lontoon kultapoolin (London Gold Pool), jonka tarkoituksena oli markkinainterventioilla pyrkiä pitämään kullan hinta 35 dollarissa. Tässä se onnistuikin lyhyellä aikavälillä. Tästä huolimatta, tai tästä johtuen, Yhdysvaltain kultavarannot jatkoivat hidasta laskuaan, pitkälti muiden keskuspankkien toimista johtuen. Jotta kultapoolille saatiin kasaan tarvittava alkupääoma, vaihtoivat keskuspankit dollarivarantojaan kultaan ja uskottavuuskriisi säilyi ennallaan. Huolimatta yhteisistä sitoumuksista, toimivat keskuspankit samaan aikaan niitä vastaan. (Bordo 1992, 35, 47–48.)

Vuonna 1967 punta joutui spekulatiiviseen hyökkäykseen kohteeksi. Britannian heikko valtiontalous ei kestänyt tätä ja Britannian oli pakko devalvoida valuuttansa. Paineita alkoi kasaantua myös dollaria ja Yhdysvaltoja kohtaan, jolla oli ollut maksutaseen alijäämä jo monta vuotta. Ranskan presidentin de Gaullen spekuloitua samana vuonna dollarin kohtalolla lehdistötilaisuudessa, kullan hinta alkoi nousta rajusti. Lontoon kultapooli vastasi tähän valtavilla kultamyynneillä. Tämä ei kuitenkaan auttanut ja poolin myytyä kolmen miljardin dollarin (silloisessa rahassa) arvosta kultaa joulukuun 1967 ja maaliskuun 1968 välillä ilman tulosta, kultapooli päätettiin lakkauttaa. Hätkökokouksen jälkeen poolin jäsenet päättivät perustaa uudet, kaksiosaiset kultamarkkinat. Ensimmäiset markkinat toimisivat kuten ennenkin ja kullan hinta määräytyisi kysynnän ja tarjonnan mukaan. Toiset markkinat olisivat tarkoitettu vain keskuspankkien välisiin transaktioihin virallisella 35 dollarin unssihinnalla. Muihin Bretton Woods järjestelmän sääntöihin ei puututtu. (Eichengreen 2011, 58–59.)

Bretton Woodsin järjestelmän tilanne jatkoi heikentymistään seuraavana vuonna. Richard Nixon valittiin Yhdysvaltain presidentiksi ja maan politiikka alkoi siirtyä selkeästi inflatorisempaan ja

introvertinpään suuntaan. Inflatoriset vaikutukset siirtyivät pian Atlantin yli ja Eurooppaa kohtaan alkoi kasaantua paineita valuuttojen kellutukselle. Kellutus nähtiin siihen aikaan ainoana vastauksena ulkomailta tuleville inflaatiopaineille. Lisäksi Yhdysvallat alkoi painostaa voimakkaasti Eurooppaa ja muuta maailmaa olemaan vaihtamatta dollareita kultaan vaikka Bretton Woodsin järjestelmä oli yhä voimassa. (Eichengreen 2011, 59.) Samaan aikaan tuottavuuden kasvuerot Yhdysvaltojen ja sen pääkilpailukumppaneiden välillä loivat reaalisten valuuttakurssien välille kasvavan raon. Kansainvälinen pääoman liikkuvuus oli myös lisääntynyt merkittävästi aina Bretton Woodsin järjestelmän alkua ajoista lähtien, mikä voimisti taloudellisia kriisejä ja nopeutti niiden siirtymistä yli rajojen. (Bordo 1992, 53.)

Yhdysvaltojen vaihtotase palasi alijäämäiseksi vuosina 1970 ja 1971 ja suuri osa dollareista virtasi korkean koron Saksaan. Saksan inflaatio yli kaksinkertaistui vuosien 1969 ja 1971 välillä ja Saksan keskuspankki ei nähnyt enää muuta vaihtoehtoa kuin päästää markka vapaasti kellumaan. Kellutus johti markan suureen revalvoitumiseen. Lukuisat muut Euroopan maat seurasivat perässä ja irrottivat valuuttojensa dollarikytköksen. (Eichengreen 2011, 60.)

Yhdysvalloissa vaihtotaseen alijäämä johti jälleen kerran vaatimuksiin dollarin devalvaatiosta. Kun Yhdysvaltain ja Euroopan maiden välinen diplomaattinen kiistely aiheesta vuonna 1970 vuoti julkisuuteen, kiihtyi Yhdysvaltain kultavarantojen virta ulos maasta yhä nopeammaksi. Lisäksi Britannia ja Ranska suunnittelivat vaihtavansa dollareita kultaan huolimatta Yhdysvaltojen vastakkaisesta painostuksesta. Presidentti Nixon oli nyt saanut tarpeekseen ja päätti lopettaa dollarin virallisen vaihdettavuuden kultaan. (Eichengreen 2011, 60.) Vaikka katkos oli alun perin tarkoitettu vain tilapäiseksi, ei vaihdettavuutta ikinä otettu takaisin käyttöön. Puolitoista vuotta myöhemmin, elokuussa 1971, Yhdysvallat irrotti dollarin kiinteästä kurssista kultaan, mikä merkitsi käytännössä Bretton Woodsin järjestelmän loppua. (Bordo 1992, 53–55.)

Seuraavat neljä kuukautta Bretton Woodsin järjestelmään osallistuneet maat neuvottelivat tiiviisti kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistamisesta. Joulukuussa 1971 saavutettiin Smithsonian -instituutissa Washingtonissa sopimus, jolla kiinteitä kursseja jatkettiin tällä kertaa isommalla vaihteluvälillä. Yhdysvallat ei edelleenkään jatkanut dollarin vaihdettavuutta kultaan. Järjestelmän rakenteellisiin ongelmiin ei puututtu ja käytännössä Smithsonianin sopimus jatkoi vanhaa Bretton Woodsin järjestelmää vain ilman kultakytköstä. Uusi sopimus alkoikin rakoilla jo seuraavana vuonna kun Britannian inflatorinen politiikka synnytti uuden hyökkäyksen puntaa vastaan ja sen oli pakko luopua kiinteästä valuuttakurssista. Yhdysvaltojen dollaria kohtasi pako vuonna 1973, ja huolimatta 10 % devalvaatiosta, Yhdysvaltojen oli pakko irtautua myös Smithsonianin sopimuksesta ja päästää dollari kellumaan. Markkinat eivät pitäneet devalvaatiota tarpeeksi suurena. (Eichengreen 1998, 133–134.)

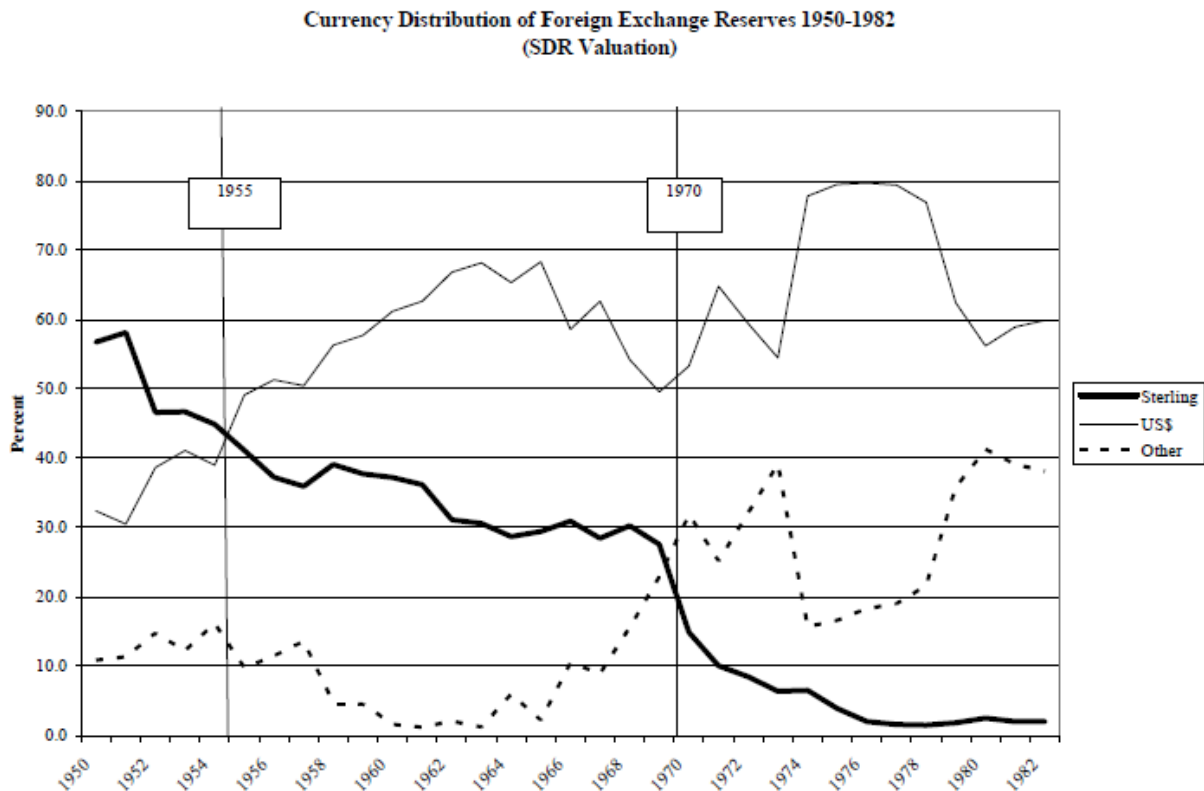
Bordo (1992) on esitellyt kolme syytä sille, miksi Bretton Woodsin järjestelmä kaatui. Ensimmäkin pääoman liikkuvuus kasvoi ja muuttui järjestelmän aikana tehokkaammaksi. Lisääntynyt spekulatio kasvatti pienten valuuttakurssimuutosten kustannuksia. Järjestelmä muuttui vastentahtoiseksi kiinteiden valuuttakurssien järjestelmäksi ilman käytännön mahdollisuutta kurssijoustoihin. Toisena Yhdysvallat alkoi noudattaa inflatorista politiikkaa vuoden 1965 jälkeen, mikä johti spekulatiiviseen hyökkäykseen kultaa kohtaan vuosina 1967 ja 1968 ja Lontoon kultapoolin hajottamiseen. Yhdysvallat kuitenkin jatkoi inflatorista politiikkaansa vielä tämän jälkeen, mikä lopulta johti koko Bretton Woodsin järjestelmän hajoamiseen. Kolmantena ylijäämämaat vastustivat valuuttojensa revalvoimista eivätkä halunneet mukautua Yhdysvaltojen yksipuolisiin vaatimuksiin. Bretton Woodsin järjestelmä muuttui hajautetummaksi ja monenkeskisemmäksi kuin oli tarkoitettu. (Bordo 1992, 55–56.)

Eichengreen (1998) on enimmäkseen laittanut Bretton Woodsin järjestelmän kaatumisen sopeutusongelman syyksi. Voimistunut pääoman liikkuvuus 1960-luvulla saattoi valuuttakurssimuutosta pohtivat maat alttiiksi spekulatiivisille markkinaliikkeille. Pelkästään

kurssin muuttamisesta vihjaaminen tuli hyvin kalliiksi, kuten Bordo (1992) on myös todennut. Tilanne toimii myös erinomaisena esimerkkinä, siitä kuinka vaikeaa kiinteitä valuuttakursseja on ylläpitää pääoman korkean liikkuvuuden oloissa. Jotta tällainen järjestelmä toimisi, vaatisi se erittäin paljon kansainvälistä yhteistyötä ja koordinaatiota. Pelkästään talouspoliittinen yhteistyö ei riitä vaan vaaditaan myös ulkopoliittista koordinaatiota. Bretton Woodsin järjestelmä lukitsi ulkopoliittiset ja talouspoliittiset tavoitteet tiukasti yhteen, minkä ansiosta järjestelmä pysyi kasassa niinkin pitkään. Lopulta tätä koordinaatiota oli kuitenkin liian vaikea ylläpitää ja muut, yksipuoliset intressit, syrjäyttivät talouspoliittisen tasapainon tarpeen. (Eichengreen 1998, 134–135.)

Huolimatta markkinoiden epäuskosta kiinteää dollari-kurssia kohtaan ja Bretton Woodsin järjestelmän epäonnistumisesta, dollarin suosioon varantovaluuttana ne eivät vaikuttaneet. Dollari pysyi turvasatamana Bretton Woodsin jälkeenkin, mikä ei jälkikäteen katsottuna ollut yllättävää. Yhdysvallat oli kiistatta maailman suurin talous, se kävi eniten ulkomaankauppaa ja sen rahoitusmarkkinat olivat kaikkein laajimmat. Yhdysvalloilla ei ollut myöskään pääomien liikkeitä rajoittavia lakeja ja dollari oli täysin vapaasti vaihdettava valuutta. Kuvio 1 havainnollistaa kuinka dollari nousi punnan ohitse toisen maailmansodan jälkeen ja vakiinnutti asemansa Bretton Woodsin järjestelmän aikana.

Kuvio 1. Valuuttavarantojen koostumus 1950–1982

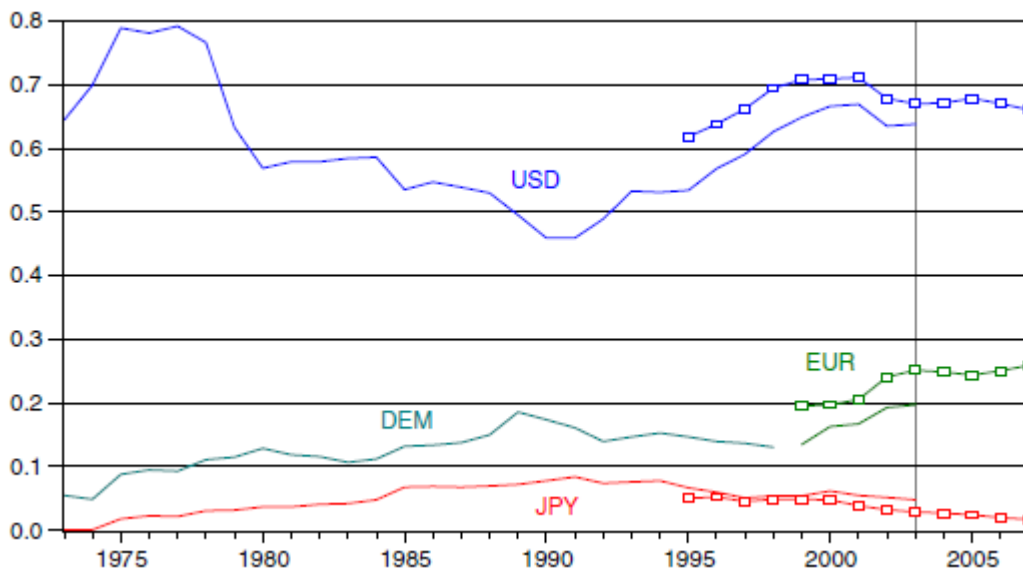


Lähde: Shenk 2010

Dollarin osuus valuuttavarannoista pysyi tukevasti yli 50 % koko 1970-luvun ja oli lähes 80 % vuonna 1977. Suuremman kolhun dollarin suosiolle aiheutti 1970-luvun lopun korkea inflaatio Yhdysvalloissa ja dollarin suosio alkoikin laskea vuoden 1977 huippulukujen jälkeen. Laskua jatkui vuoteen 1979 asti jolloin uusi keskuspankin pääjohtaja Paul Volcker nosti ohjaukorkoa merkittävästi ja inflaatio alkoi hidastua. Dollari nautti lievää nousua suosiossaan vuoteen 1984 asti jolloin Japanin jenin nähtiin muodostuvan varteenotettavaksi haastajaksi dollarille. Jeni ei kuitenkaan ikinä noussut tarpeeksi laajaksi käytetyksi valuutaksi ja sen suosion nousu loppui 1990-luvun alun lamaan. Dollari pysyi oletusarvoisena maailman johtovaluuttana koko 1990-luvun ja huolimatta euron suosion kasvusta, ei dollarin asemaa ole vielä kukaan horjuttanut. (Eichengreen 2011, 61–68.)

Kuvio 2 havainnollistaa dollarin aseman kehitystä Bretton Woodsin järjestelmän jälkeen. Kuviosta nähdään, ettei jenin asema ikinä noussut yli kymmenen prosentin, joten spekulatiot sen kyvystä haastaa dollari olivat yliarvioituja. Yhdysvaltain dollarin osuus alkoikin nousta 1990-luvun alun lamasta lähtien ja nousua jatkui aina 2000-luvun alun teknologiakuplan puhkeamiseen asti. Euro on kasvattanut suosiotaan koko elinaikansa, mikä on pitkälti tapahtunut dollarin suosion kustannuksella.

Kuvio 2. Valuuttavarantojen koostumus 1973–2007 (IMF:n COFER -data vuodesta 1995 lähtien)



Lähde: Chinn & Frankel 2008

Vuoden 2007 jälkeinen kehitys ei ole ollut kuviosta 2 poikkeavaa. Vuonna 2010 dollarin osuus kansainvälisistä valuuttavarannoista oli 61 % ja euron osuus 26 %. Dollarin suosion lasku ei siis ole pysähtynyt vuoden 2007 jälkeen ja euron suosio on pysynyt käytännössä samana. Viimeaikainen Euroopan velkakriisi ei kuitenkaan ole yllättäen merkittävästi horjuttanut euron asemaa. Todennäköisesti euron suosio olisi kuitenkin noussut lähelle 30 % ilman nykyistä talouskriisiä. Jeni on jäänyt hyvin marginaaliseksi valuutaksi ja sen suosio on muutamissa prosenteissa. Muiden varantovaluuttojen suosio on pysynyt vastaavissa lukemissa. (IMF 2012.)

3. Nykyisen valuuttajärjestelmän ongelmat

Nykyinen maailmantalous on jakautunut yhtäältä moniin suuriin valuuttoihin, joiden arvo määräytyy vapaasti markkinoilla ja joiden pääomaliikkeet ovat vapaita, ja toisaalta pienempiin valuuttoihin, joiden arvo on enemmän tai vähemmän kontrolloitu ja joissa pääoman liikkuvuus on rajoitettua. Eri valuuttakurssijärjestelmien välillä ei kuitenkaan ole olemassa mitään keskinäistä koordinaatiota ja nykyinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä onkin jonkinlainen ”epäjärjestelmä” historialliselta kannalta katsottuna. Keskeisenä tekijänä keskitetyn järjestelmän puuttuessa on varantovaluutta. Kiinteää valuuttakurssia ylläpitävät maat tarvitsevat likvidin ja vakaan ulkomaisen valuutan (tai jonkin muun vastaavan sijoitusinstrumentin), jonka avulla ne voivat ylläpitää kiinteää kurssia ja tehdä markkinainterventioita tarvittaessa. Koska kultakanta ei ole enää realistinen vaihtoehto, on Yhdysvaltain dollari ollut ainut vaihtoehto Bretton Woodsin järjestelmän päättymisen jälkeen. ”Epäjärjestelmä” onkin toiminut melko hyvin suurimman osan ajasta mutta nykyiselle maailmantaloudelle se alkaa olla vanhentunut ja puutteellinen. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 5.)

Nykyinen valuuttajärjestelmä on ollut voimassa hieman yli 40 vuotta. Sinä aikana maailman bruttokansantuote ja keskinäinen kauppa ovat kasvaneet voimakkaasti ja maailman taloudet ovat tulleet yhä riippuvaisemmiksi toisistaan. Samaan aikaan maailman valtiot ovat tietoisesti päätyneet tekemään hyvin yksipuolisia makrotaloudellisia päätöksiä, mikä on tietyllä tapaa ristiriitaista. Koordinoidulle järjestelmälle ei ole nähty tarvetta sillä talouskasvu on ollut pitkäkestoista, vaikkakin melko epävakaata. Nykyistä kansainvälistä valuuttajärjestelmää ovatkin vaivanneet lukuisat krooniset ongelmat: toistuvat talouskriisit, pysyvät vaihtotaseiden epätasapainot ja valuuttakurssien väärinhinnoittelut (exchange-rate misalignments) sekä pääomaliikkeiden ja valuuttojen suuri volatiilisuus. Nämä ongelmat ovat kärjistyneet viimeisimmän talouskriisin myötä ja herättäneet henkiin vanhan väittelyn koordinoidun valuuttajärjestelmän tarpeesta. (IMF 2011, 1.)

IMF (2011, 1) on esitellyt neljä rakenteellista syytä yllä lueteltuihin ongelmiin. Ensinnäkin riittämättömät maailmanlaajuiset sopeutus- ja tasapainotusmekanismit (adjustment mechanisms). Toiseksi kansainvälisten pääomaliikkeiden seurantajärjestelmän puute, joka kattaisi niin lähde- kuin määränpäämaat. Kolmanneksi riittämättömät kansainvälisen likviditeetin tarjontamekanismit sekä neljänneksi riskittömien varojen tarjontaan liittyvät rakenteelliset ongelmat. Lisäksi IMF (2010) on eritellyt aiemmassa raportissaan viidenneksi syyksi valuuttavarantojen akkumulaation.

Ocampo (2010a, 2-3) on jakanut nykyisen kansainvälisen rahoitusjärjestelmän viat kolmeen pääluokkaan, joista osa on samoja kuin valuuttarahastolla. Ensinnäkin sopeutuspainoiden kasaantuminen poikkeuksetta vain alijäämistä kärsiville maille. Toiseksi Yhdysvaltain dollarin liian hallitseva asema maailman johtavana varantovaluuttana. Kolmanneksi valuuttavarantojen akkumulaatio ja niiden kasaantuminen erityisesti kehittyviin maihin.

Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal (2009) ovat jakaneet nykyisen kansainvälisen rahoitusjärjestelmän ongelmat vielä laajemmin kahteen pääluokkaan. Ensinnäkin, valuuttavarantojen akkumulaatio ja kansainvälisten pääomaliikkeiden laajuus ja volatilitteetti. Toiseksi, kansainvälisen valuuttajärjestelmän liiallinen keskittyminen Yhdysvaltain dollarin ympärille ja maailmantalouden altistuminen liiaksi Yhdysvaltain sisätalouden ongelmille. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 5.) Käytän tässä työssä Ocampon (2010a) lajittelua.

3.1 Taloudellisen sopeutuksen epätasa-arvoisuus

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän keskiössä on järjestelmän kyky tasapainottaa kriisejä ja epätasapainoja, toisin sanoen maailmanlaajuiset tasapainotus- ja sopeutusmekanismit. Näitä tarvitaan kahdesta syystä. Ensinnäkin, jotta maailmanlaajuinen talous sopeutuisi endogeenisiin shokkeihin ja yksittäisten maiden sisäisiin muutoksiin ja toiseksi, jotta yksittäisten maiden talouspolitiikat pystyisivät yhdessä tuottamaan maailmantalouteen kestäväää kasvua. Hyvä

kansainvälinen tasapainotusjärjestelmä toimii sujuvasti ilman toistuvia kriisejä ja häiritsee talouskasvua mahdollisimman vähän. (IMF 2011, 6.)

Kultakannan ja Bretton Woodsin järjestelmän aikana kiinteät valuuttakurssit (kultaan tai dollariin) ulkoistivat valtion ulkoisen tasapainon (maksutaseen) ylläpitämisen puhtaasti sisäpolitiikan vastuulle. Maan sisäisten hintojen tuli joustaa, jotta valuuttakurssi pysyi halutulla tasolla, mikä ei aina ole toivottua. Kelluviin kursseihin perustuva järjestelmä antaa valtioille enemmän vapautta suosia sisäistä tasapainoaan (budjettitasapaino) ulkoisen kustannuksella. Tämä voi johtaa epäjohdonmukaisiin poliittisiin toimiin pitkällä aikavälillä. Valtioiden preferenssit suosia joko sisäistä tai ulkoista tasapainoaan voivat muuttua hyvinkin nopeasti riippuen voimassaolevasta poliittisesta ilmapiiristä. Samalla kansallisesti hyödyllinen politiikka voi olla kansainvälisesti haitallinen. (IMF 2011, 7.)

Nykyinen järjestelmä perustuu ajatukselle, että jokaisen maan on pidettävä oma taloutensa tasapainossa, jotta valuuttakurssiin ja valuuttakurssijärjestelmään ei kohdistuisi suhteettoman suuria muutospaineita. Tasapainoinen järjestelmä johtaa tasaiseen kasvuun. Todellisuus ei kuitenkaan toimi näin harmonisesti ja epätasapainoja esiintyy johdonmukaisesti jo eksogeenisten shokkien vuoksi vaikka jokainen maa pyrkisikin pitämään taloutensa tasapainossa. (IMF 2011, 7.)

Kun kansantaloudet kohtaavat joko sisäisistä tai ulkoisista tekijöistä johtuvia taantumia ja kriisejä, muodostuu ongelmaksi sopeutuksen epätasainen jakautuminen. Sopeutuspaineeat lankeavat taantumien ja kriisien aikaan poikkeuksetta alijäämistä (sisäisistä, ulkoisista tai molemmista) kärsiville valtiolle. Ylijäämämaiden ei käytännössä tarvitse tehdä mitään talouksiensa saattamiseksi tasapainoon. Ottaen huomioon, että maailmantalous on kokonaisuutena nollasummapele ja yhden maan alijäämää vastaa aina toisen maan ylijäämä, on tilanne epätasa-arvoinen. Nykyinen Euroopan velkakriisi on tästä erinomainen esimerkki. Ongelma ei ole uusi ja se on esiintynyt kaikissa kansainvälisissä valuuttajärjestelmissä nykyhetkeen asti. Ocampo (2010a) kutsuukin tätä anti-

Keynesiläiseksi vinoumaksi, koska Keynes painotti Bretton Woodsin järjestelmän neuvottelujen aikaan hyvin vahvasti sopeutuksen tasapuolisuutta ja ylijäämämaiden saamista mukaan tasapainotukseen. Keynesin ehdotukset päättyivät lopulta vain laimennettuina Bretton Woodsin järjestelmän sääntöihin IMF:n jakamana avustuksena alijäämämaille. (Ocampo 2010a, 2.).

Nykytilanteessa ulkoiset epätasapainot / alijäämät on ratkaistava joko muuttamalla kotimaisten säästöjen (investointien) tasoa tai ulkomaisten pääomaliikkeiden virtoja. Molemmat toimet vaativat useimmissa tapauksissa muutoksen kotimaisessa korkotasossa (ja reaalisessa vaihtokurssissa). Maailmantalouden tasolla yhden maan korkomuutokset vaikuttavat periaatteessa kaikkien maiden olosuhteisiin. Yksittäisen maan korkotason muutos synnyttää vapaiden pääomaliikkeiden tilanteessa pääoman ulos- tai sisäänvirtauksen ja lyhyen aikavälin epätasapainon joko lähtö- tai vastaanottajamaassa. Mikäli pääomavirta on suuri suhteessa osallisten maiden talouksien kokoon, voi niiden makroekonominen tasapaino horjua ja syntyä uusi eksogeeninen shokki. Tällainen tilanne on tosin todennäköisempi tilanteessa, jossa vain harvoilla mailla on täysin avoimet pääomaliikkeet. Mitä suurempi ja systeemisesti tärkeämpi maa on kyseessä, sitä suurempi on kyseisen maan epätasapainon vaikutus koko järjestelmään ja sitä laajemmalle sen vaikutukset ulottuvat. Vaikka sisäpoliittisesti voi olla optimaalista antaa kaikkien maiden päättää vapaasti omista sopeutuskeinoistaan, voi tämä olla maailmanlaajuisesti epäoptimaalista. (IMF 2011, 6-8.)

Täten kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän keskiössä tulisi olla koordinoitut sopeutusmekanismit valtioiden kesken. Ilman koordinaatiota markkinat pakottavat maat, joiden ulkoinen ja / tai sisäinen tasapaino on negatiivinen, joustamaan ja muuttamaan taloutensa rakenteita, usein hyvin radikaalisti ja lyhyellä aikavälillä. Jotta kansainvälinen sopeutus olisi sulavaa, tulee korkotason (reaalisten valuuttakurssien) muuttamiseen luoda hyvin toimiva järjestelmä. Kansainvälinen sopeutus vaatii myös jonkinlaisen makrotaloudellisen koordinoitijärjestelmän. Myös rajoittamalla maiden mahdollisuutta päättää itse omista tasapainotusmenetelmistään ja lisäämällä kansainvälistä, yksittäisistä maista riippumatonta koordinaatiota, maailmanlaajuinen

tasapaino kasvaisi ja pitkän aikaväliin talouskasvu olisi tasaisempaa. (IMF 2011, 6-8; Joshi & Skidelsky 2010, 177.)

Myös valuuttakurssijärjestelmillä on merkitystä. Kelluvien ja kiinteiden kurssien yhteistilanteessa mikäli yksikin kiinteä valuuttakurssi ei ole markkinoiden mielestä oikealla tasolla, heijastuu epätasapaino koko maailmanlaajuiseen järjestelmään. Ja jos kiinteät kurssit eivät pysty joustamaan, on koko järjestelmä epätasapainossa. Kuinka merkittävä tämä epätasapaino on, riippuu siitä kuinka suuri kiinteää valuuttakurssia noudattava maa on. (IMF 2011, 7.)

Joillakin pitkäaikaisilla vaihtotaseiden yli- tai alijäämillä on tosin rakenteelliset syynsä kuten tuottavuuserot ja suuret luonnonvarat. Näitä ei tulisikaan kutsua epätasapainoiksi sillä niitä ei välttämättä tarvitse korjata. Joissain tapauksissa myös kansainväliset markkinat tasapainottavat rakenteellisia epätasapainoja automaattisesti. Rakenteelliset syyt eivät kuitenkaan selitä kaikkia kroonisia yli- tai alijäämiä ja poliittisilla tekijöillä, kuten keinotekoisesti aliarvostetulla valuutalla ja siitä johtuvalla keskuspankin valuuttavarantojen akkumulaatiolla, on joidenkin maiden tapauksissa suuri merkitys. Niin kauan kuin varantoja tarjoavat maat ovat valmiita rahoittamaan tuontiaan vientivetoisista maista velalla, kroonisiin vaihtotaseen ylijäämiin johtava, vientivetonen kasvustrategia toimii hyvin. Kun aliarvostettuihin valuuttoihin nojaavat maat kasvavat suuremmiksi, muuttuu varantoja tarjoavien maiden mahdollisuus tasapainottaa taloutensa sisäisin keinoin yhä vaikeammaksi. (IMF 2010, 7-8.)

3.2 Yhdysvaltain dollarin liian dominoiva rooli

Yhdysvaltain dollarilla on monia vetovoimaisia ominaisuuksia, kuten likviditeetti, laaja hyväksyntä ja maine arvon säilyttäjänä, mitkä ovat edesauttaneet valuutan suosiota. Dollari toimi turvasatamana viimeisimmässä talouskriisissä huolimatta siitä, että kriisi syntyi juuri Yhdysvalloissa. Dollari on maailman johtava vaihdon väline kansainvälisessä kaupassa sekä kansainvälisten velkapapereiden ja raaka-aineiden johtava hinnoitteluvaluutta. Lisäksi se toimii ankkurivaluuttana toisille valuutoille

sekä arvon säilyttäjänä sijoittajille. Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän keskittyminen yhden hallitsevan valuutan ympärille altistaa järjestelmän kuitenkin Yhdysvaltojen sisäpoliittisille riskeille sekä päätöksille, jotka eivät välttämättä ole optimaalisia maailmanlaajuisen talouden kannalta. (IMF 2011, 10–11.)

Dollarin johtavaan asemaan liittyy lisäksi kiinteästi nk. Triffinin dilemma, jonka belgialainen ekonomisti Robert Triffin kehitti 1960-luvulla. Nykyjärjestelmään sovellettuna ongelmassa on kyse Yhdysvaltain dollarin uskottavuudesta ottaen huomioon Yhdysvaltain valtiontalouden mittavat alijäämät. Teorian mukaan tarjotakseen maailmantaloudelle tarpeeksi likviditeettiä, on johtavaa varantovaluuttaa tarjoava maa pakotettu pitämään vaihtotaseensa alijäämäisenä. Vaihtotaseen alijäämät ja kasvava valtiontalouden velkataakka taas johtavat valuutan uskottavuuden heikkenemiseen pitkällä aikavälillä ja altistavat maailmantalouden riskille johtavan varantovaluutan arvon romahtamisesta. Maailmantalous ikään kuin joutuu Yhdysvaltain dollarin uskottavuuden panttivangiksi. Dollarin reaaliarvo onkin heilahdellut voimakkaasti koko Bretton Woodsin järjestelmän jälkeisen ajan. (Ocampo 2010a, 2.) Mikäli varantovaluuttaa tarjoava maa yrittäisi kuitenkin noudattaa maksutaseen ylijäämään tähtäävää politiikkaa, voisi seurauksena olla hitaampi maailmantalouden kasvu ja deflationaarisia paineita. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 6.)

Zhoun (2009, 1) mukaan Triffinin dilemmassa on nykyään kyse eräänlaisesta keskuspankkien politiikkaristiriidasta. Varantoja tarjoavan maan keskuspankin on otettava huomioon kotimaan taloudellinen tilanne kohdaten samanaikaisesti kansainvälinen kysyntä valuutalleen. Nämä tavoitteet ovat usein ristiriidassa keskenään. Yhtäältä keskuspankki ei voi rahapolitiikassaan keskittyä puhtaasti sisätaloudellisiin tekijöihin ottamatta huomioon kansainvälisiä velvoitteitaan, toisaalta se ei voi myöskään samanaikaisesti noudattaa kahta erilaista rahapolitiikkaa kotimaalle ja ulkomaille. Joko maailmantalouden kasvu hidastuu liian vähäisen rahan tarjonnan vuoksi keskuspankin hillitessä kotimaista inflaatiota, tai maailmantalouteen syntyy ylimääräistä likviditeettiä keskuspankin yrittäessä stimuloida kotimaista kysyntää. Tasapaino on hyvin vaikea

saavuttaa. Tiivistetysti liian suuri varantovaluutan tarjonta johtaa (tarjoavan maan) ylisuureen velkaantumiseen ja liian matala tarjonta maailmantalouden kasvun hidastumiseen (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 6).

Yhdysvalloille tilanteesta on myös merkittäviä taloudellisia etuja. Sen velkakirjojen markkinat ovat erittäin likvidit, se pystyy lainaamaan rahaa omassa valuutassaan hyvin pienin kustannuksin ja se saa seigniorage-tuottoja myymällä valuuttaansa. Suurin osa Yhdysvaltain valtionvelasta on dollareissa kun taas Yhdysvaltain sijoitukset ulkomaille ovat ulkomaiden valuutassa. Tällöin dollarin arvon heikentyminen tuo Yhdysvalloille suoraa rahallista hyötyä. Lisäksi ulkomaiden kysyntä dollarille on selkeästi laskenut Yhdysvaltojen reaalisen korkotason alemmas kuin mitä se olisi jos dollari ei olisi maailman johtava varantovaluutta. Tämä on luonnollisesti lisännyt kannustimia kasvattaa investointeja ja kulutusta. Mahdollisuus painaa rajattomasti maailman johtavaa varantovaluuttaa on johtanut ylikuluttamiseen ja heikompaan maksutasekuriin. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 6-7.)

Siinä missä Bretton Woodsin järjestelmässä dollarin asema oli sidottu kansainvälisiin sopimuksiin, on se Bretton Woodsin järjestelmän jälkeen perustunut puhtaasti Yhdysvaltain verrattain vakaaseen makropolitikkaan, avoimeen talouteen ja syviin ja likvideihin finanssimarkkinoihin, mitkä ovat auttaneet ylläpitämään maailmantalouden kasvua ja vakautta. Tässä mielessä Yhdysvalloille koituvat edut dollarin hallitsevasta asemasta voidaan katsoa olevan eräänlainen maksu maailmantalouden kasvusta ja dollarin sen käyttäjilleen tuomista eduista. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 7.)

Toisaalta Yhdysvaltain dollarin hallitseva asema asettaa maailmantalouden alttiiksi Yhdysvaltain sisäpolitiikan muutoksille ja ongelmille. Tämä on itsessään jo epävarmuutta aiheuttava tekijä. Ratkaisuna tähän olisi Mateos y Lagon, Duttaguptan & Goyalin (2009, 7) mukaan Yhdysvaltain finanssisektorin vahva sääntely, julkisen talouden pitäminen tasapainoisella kasvu-uralla, ja

valtionvelan inflatoimisen kannustimien poisto. Tämä onnistuu sitoutumalla uskottavaan finanssipolitiikkaan, vahvistamalla keskuspankin itsenäisyyttä ja laskemalla liikkeelle inflaatio-suojattuja velkakirjoja. Täydellisillä markkinoilla kansainvälinen kilpailu eri varantovaluuttojen kesken johtaisi ylläkuvattuun tilanteeseen. Kilpailu ei kuitenkaan toimi täydellisesti, tai edes osittain, sillä dollarille ei ole olemassa uskottavia vaihtoehtoja. Tässä tilanteessa IMF:n valvonta voisi toimia kurinalaisuutta lisäävänä tekijänä. Valvonta ilman rangaistusvaltaa ei ole kuitenkaan historiallisesti ollut tehokasta.

Ennen viimeisintä valuuttakriisiä, Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän katsottiin kanavoivan ylijäämämaiden pääomia turvallisiin ja likvideihin sijoituksiin. Niin kauan kun alijäämien ei annettu kasvaa liian suuriksi, nähtiin tilanne kestävänä pitkällä aikavälillä. (Suominen 2010a, 89.) Tämä on kuitenkin tehnyt globaalista talousjärjestelmästä hyvin epävakaa ja alttiin kriiseille. Lisäksi valtavat dollarivaateet Yhdysvaltain ulkopuolella ovat alkaneet uhata Yhdysvaltain omaa sisätaloutta. Yhdysvaltojen valtava velkataakka on osaltaan johtunut myös sen päävelkojien (Japani 1980-luvulla, Kiina 1990- ja 2000-luvuilla) vientivetoisista kasvustrategioista. Yhdysvaltain tuotantoteollisuus on pitkälti siirtynyt sen rajojen ulkopuolelle ja Yhdysvallat on rahoittanut kotimaista kulutustaan ja tuontia velkarahalla. (McKinnon 2010, 81.)

3.3 Valuuttavarantojen akkumulaatio

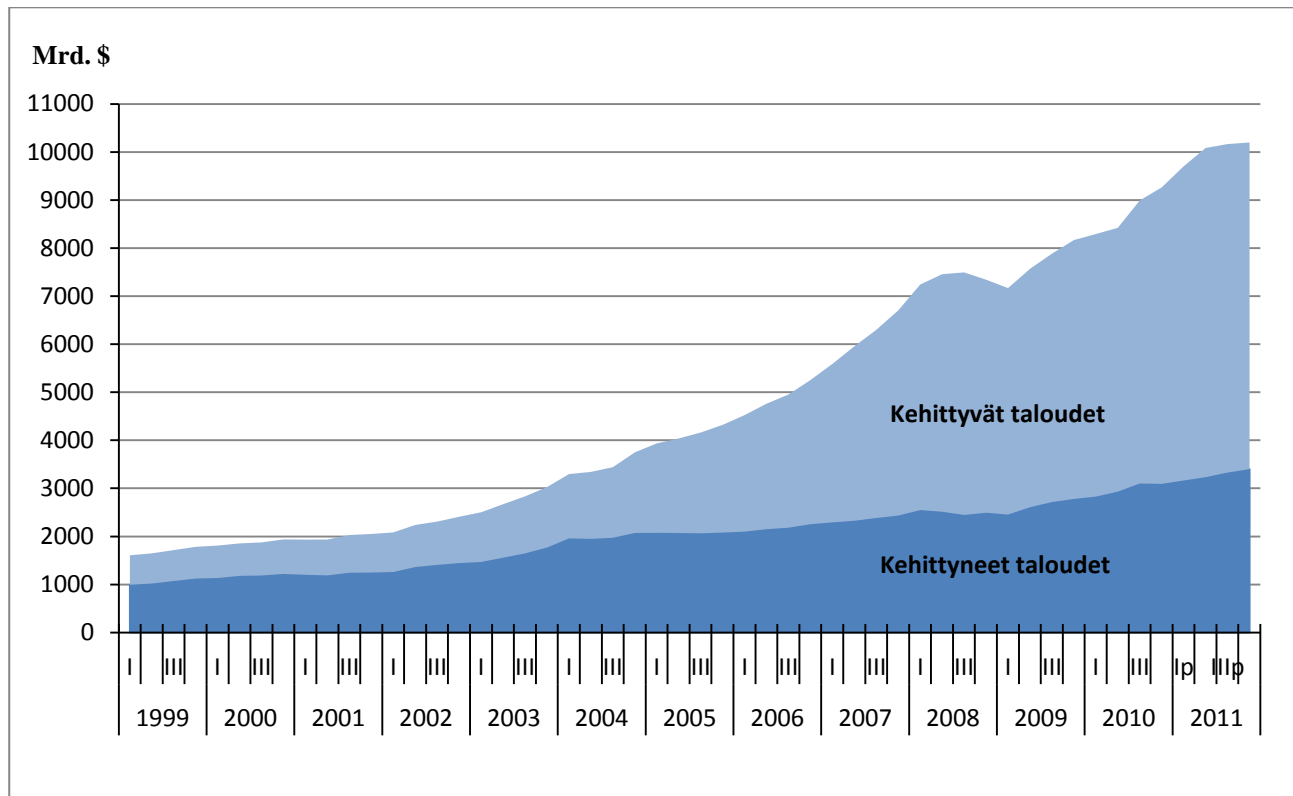
Huolimatta kelluvien valuuttakurssien suosion noususta 1970-luvulta lähtien, maailmanlaajuisten varantojen taso on jatkanut tasaista nousuaan erityisesti Aasian kehittyvissä maissa. Aasian valuuttakriisi vuonna 1997 ja viimeisin maailmanlaajuinen talouskriisi ovat vaikuttaneet kehitykseen merkittävästi. Suurin syy varantojen akkumulaatiolle onkin ollut tarve hankkia puskureita haitallisia, niin vaihtosuhteen muutoksista johtuvia kuin myös spekulatiivisia pääomaliikkeitä vastaan. Yli puolet 2000-luvun aikana tapahtuneesta valuuttavarantojen kasvusta johtuu puskureiden keräämisestä ja nykyisistä varannoista arviolta noin kaksi kolmasosaa on

puskurivarantoja. Muissa tapauksissa varantojen kasaantuminen on johtunut halusta rajoittaa valuutan nimellisen arvon vahvistumista joko osana rahapolitiikkaa tai toiveena estää talouskasvun hidastumista. Erityisesti öljynviejämaiden ja Kiinan tapauksessa varantojen kerryttäminen on ollut selkeästi suhteettoman suurta ottaen huomioon maihin suuntautuvien pääomaliikkeiden koon ja riskin. Näissä tapauksissa varantoja on haluttu kerryttää joko tasoittamaan vähenevistä öljyvaroista saatavia tulovirtoja yli ajan tai tukemaan vientivetoista kasvustrategiaa. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 8; Joshi & Skidelsky 2010, 177–178.)

Aina 1980-luvulle asti maailman pieni- ja keskituloisten maiden valuuttavarantojen taso oli keskimäärin kolme prosenttia bruttokansantuotteesta, mikä oli lähes sama taso kuin kehittyvillä mailla siihen aikaan. Vuoteen 2007 mennessä varantojen koko suhteessa bkt:hen oli noussut 20,6 prosenttiin köyhimmillä mailla ja 16,2 prosenttiin keskituloisilla mailla (poislukien Kiina). Kiinan valuuttavarantojen taso oli vuonna 2007 yksinään 46,7 % sen bkt:stä. (Ocampo 2010a, 3.) Vuosien 2003 ja 2009 välillä maailmanlaajuiset varannot kasvoivat keskimäärin 15 % vuodessa samalla kun bruttokansantuote kasvoi keskimäärin 4,4 %. Merkittävä osa kasvusta on johtunut Kiinan maksutaseen ylijäämästä, jota Yhdysvallat on ylläpitänyt ekspansiivisella rahapolitiikallaan. (Joshi & Skidelsky 2010, 173.)

Kuvio 3 havainnollistaa varantojen kasvua kehittyvissä maissa verrattuna kehittyneisiin maihin vuosineljänneksittäin vuodesta 1999 lähtien. Kuvioista käy ilmi kehittyvien maiden varantojen kasvuvauhdin huomattava ero kehittyneisiin maihin nähden. Vaikka kehittyneiden maiden varannot ovat kasvaneet aikakaudella yli kolminkertaisiksi, on kehittyvien maiden varantojen kasvu ollut moninkertaista. Vuosien 2007–2008 talouskriisi näkyy kuviossa pienenä notkahduksena lähinnä kehittyvien maiden varannoissa mutta tilanne palautui nopeasti kriisiä edeltävälle tasolle. Jaottelu kehittyneisiin ja kehittyviin maihin on IMF:n tekemä.

Kuvio 3. Maailmanlaajuiset valuuttavarannot



Lähde: IMF 2012, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) data

Perinteinen tapa kasvattaa keskuspankin valuuttavarantoja on ylläpitää vaihtotaseen ylijäämää. Varantoja on myös teoriassa mahdollista kerryttää ilman vaihtotaseen epätasapainoa laskemalla liikkeelle lyhyen aikavälin velkakirjoja ja sijoittamalla näistä saadut pääomat pitkän aikavälin velkakirjoihin. Viimeaikainen varantojen akkumulaatio on kuitenkin hyvin pitkälti johtunut vaihtotaseiden ylijäämistä, joita Yhdysvallat on rahoittanut omalla valtiontalouden alijäämällänsä. (Joshi & Skidelsky 2010, 177–178.) Koska maailmantaloudessa ylijäämiä vastaavat aina alijäämät, on varantojen akkumulaatio epätasapainoa maailmantalouteen luova tekijä pitkällä aikavälillä, vaikka se olisi rationaalista yksittäisen maan kannalta. (Ocampo 2010a, 3.)

Merkittäviä syitä reservien akkumulaatiolle ovat viime vuosina olleet markkinoiden ja kansainvälisen rahoitusjärjestelmän epätäydellisyydet, epäonnistumiset ja näistä aiheutuvat alttiudet kriiseille. Eriteltynä näitä ovat olleet epävarmuus kansainvälisen likviditeetin tarjonnasta kriisin

aikaan (kansainvälisen likviditeettitarjontamekanismin puute), suuret ja volatiilit pääomaliikkeet, kansainvälisten epätasapainojen sopeutusmekanismin puute ja vaihtoehtojen puute Yhdysvaltain dollarille varantovaluuttana. Lisäksi mikäli pienikin pudotus varannoissa kasvattaa maariskiä huomattavasti, pitää varantojen tason olla huomattavasti tavanomaista korkeampi. (IMF 2010, 5-7.)

Viimeaikaiseen varantojen kerryttämiseen liittyä monia riskejä joiden seuraukset voivat olla vakavia. Suurilla valuuttavarannoilla on huomattavat vaihtoehtoiskustannukset (menetetty kulutus ja investointi) ja maailmanlaajuisesti niillä voi olla deflationaarinen vaikutus. Pitkällä tai keskipitkällä aikavälillä myös Triffinin dilemma muodostaa merkittävän riskin. Suuret varannot painavat korkoja alas ja näin kannustavat liialliseen riskinottoon ja volatiileihin pääomaliikkeisiin. (IMF 2010, 8-9.) Tavanomaisissa markkinatilanteissa varantojen suuri koko ja keskittyminen yhteen valuuttaan voivat toimia vastavoimana haitallisille pääomaliikkeille, erityisesti yhdistettynä monikansalliseen koordinaatioon, mutta viimeisimmän talouskriisin kaltaisissa poikkeuksellisissa tilanteissa seurauksena on ollut markkinoiden epävakauden lisääntyminen. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 7-8.)

Lisäksi varantojen kertyminen muutamille maille altistaa kansainvälisen rahoitusjärjestelmän kahdelle merkittävälle riskille, joiden voidaan ajatella vaikuttavan kansainvälisen likviditeetin määrään ja laatuun. Laadulliset vaikutukset: mikäli ulkomailta tuleva suuri kysyntä varannoille laskee varantoja tarjoavan maan velkakirjojen tuoton keinotekoisena alas, voi tämä johtaa liian suureen velanottoon ja valtiontalouden alijäämiin. Pitkän aikaa jatkuneet varantovaluutan tarjoajan alijäämät voivat lopulta johtaa valtion lainanhoitokyvyn kyseenalaistukseen ja siten heikentää myös varantovaluutan vakautta. Tällainen tilanne voi eskaloitua siihen pisteeseen saakka, että markkinoilla syntyy äkillinen ja suuri pako pois johtavasta varantovaluutasta, kuten historiassa on nähty. Tällä olisi merkittävät ja haitalliset seuraukset valuuttakurssille, varallisuuden jakautumiselle, kansainväliselle maksuliikenteelle ja jopa kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakaudelle. Määrälliset vaikutukset: Matalammat velkakirjojen tuotot voivat johtaa myös yksityisen

sektorin systemaattiseen riskien väärinhinnoitteluun kuten viimeisimmän taluskriisin yhteydessä nähtiin. Liian suuri julkisen sektorin luotonanto voi johtaa kannattamattomiin investointipäätöksiin ja tehottomaan pääoman allokaatioon. Tiukempi rahapolitiikka voisi estää tämän. (IMF 2010, 9-10.)

Suuria varantoja säilyttävien yksittäisten maiden suhteellinen vakaus viimeisimmän kriisin aikana on edelleen vahvistanut monien maiden uskoa suurten varantojen hyödyllisyyteen. Suurten puskurivarantojen säilyttäminen on kuitenkin kallis ja maailmanlaajuisesti tehoton tapa suojata talouksia haitallisia pääomaliikkeitä vastaan. Mikäli varantojen kerryttämisen seurauksena on laajamittainen pyrkimys maksutaseiden ylijäämiin, voi seurauksena olla deflationaarinen kehitys koska muut maat eivät suostu ylläpitämään vastaavia alijäämiä. Tämä voi johtaa kilpaileviin devalvaatioihin ja protektionismiin. Pitkällä aikavälillä kehittyvien maiden varantojen tason pitäisikin laskea lähemmäs kehittyneiden maiden pienempiä varantoja niiden talouspolitiikan uskottavuuden kasvaessa ja valuuttojen kellutuksen lisääntyessä. Pääomaliikkeiden parempi kansainvälinen seuranta olisi myös hyödyllinen keino. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 10; IMF 2010, 4-5, 9.)

Vaihtoehtoja puskurivarannoille on Mateos y Lagon, Duttaguptan & Goyalin (2009) mukaan kaksi: kolmannen osapuolen tarjoamat vakuutus sopimukset haitallisten pääomaliikkeiden varalle ja kansainvälinen likviditeettitarjontamekanismi. Vakuutus sopimukset ovat teoriassa tehokkain ratkaisu mutta käytännössä hyvin vaikeita toteuttaa ottaen huomioon markkinoiden epäonnistumiset monella tasolla. Lisäksi likvidien markkinoiden puute, huomattavat etukäteismaksut (upfront costs) vakuutuksenantajille, riskien ja tuottojen oikean hinnoittelun vaikeus ja erilaisten häntäriskien hinnoittelun ja tunnistamisen vaikeus tekevät vakuutuksista epäkäytännöllisiä. Ja vaikka kaikki nämä ongelmat voitaisiinkin ratkaista, vakuutukset olisivat silti todennäköisesti rajoitettu vain pienille ja keskisuurille valtioille. Kansainväliseltä tai alueelliselta varantopoolilta tai joltain hätävararahoituksen tarjoajalta lainaaminen haitallisia pääomaliikkeitä vastaan ovat realistisempia

ja halvempia vaihtoehtoja varantojen kerryttämiseksi. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 10.)

Nykyisessä järjestelmässä finanssikriisien varalle olevan turvaverkon (IMF:n ja alueelliset resurssit) koko on pysynyt lähes samana suhteessa maailman bkt:hen. Turvaverkon koko on kuitenkin pudonnut jyrkästi suhteessa kansainvälisiin pääomavirtoihin, mitkä määräävät avoimia talouksia uhkaavien ulkoisten shokkien koon. Tämä yleisessä tiedossa oleva puute toimii osaltaan kannustimena spekulatiivisille pääomahyökkäyksille pientenkin vaikeuksien uhatessa. Kuten viimeisin kriisi todisti, talousjärjestelmän vakauttaminen voi vaatia huomattavia määriä likvidejä resursseja. Tällä hetkellä tätä tarkoitusta varten ei ole olemassa yhtä koordinoitua järjestelmää vaan likviditeetti on luotava eri maiden keskuspankeissa ja IMF:ssä. Osaltaan tämän vuoksi useimmat avoimien talouksien maat ovat keränneet mittavan valuuttavarannon, jolla he voivat vastata pääoman ulosvirtauksiin. (IMF 2011, 10.)

IMF:llä maailmanlaajuisena toimijana ja sen mandaatilla ehkäistä ja ratkaista kriisejä on keskeinen rooli tarjota vaihtoehtoja varantojen kerryttämiseksi. Rahasto toimii tässä roolissa nykyään jo tiettyyn pisteeseen asti mutta sen mahdollisuudet ovat olleet riittämättömät toimia kansainvälisenä likviditeetin tarjoajana siinä määrin mitä markkinat ja maailmantalous vaatisivat. Kansainvälisen likviditeettitarjontamekanismin tulisi olla riittävän suuri torjumaan äkillinen pääoma- tai talletuspako. Nykyinen kriisi onkin palauttanut keskusteluun Bretton Woodsin järjestelmän aikaiset huolet IMF:n resurssien riittämättömyydestä, ja niiden merkittävästä kasvattamisesta jos IMF:n halutaan olevan merkittävä toimija maailmantaloudessa. IMF:n suuremman roolin lisäksi muut täydentävät järjestelyt kuten alueelliset rahastot ja kahdenkeskiset swap-sopimukset voivat olla pienemmässä mittakaavassa hyödyllisiä. (Mateos y Lago, Duttagupta & Goyal 2009, 10.)

4. Eri vaihtoehtoja tulevaisuuden kansainväliselle valuuttajärjestelmälle

Suominen (2010b) on esitellyt kolme yleisintä vaihtoehtoa tulevaisuuden kansainväliselle valuuttajärjestelmälle. Ensimmäisenä on jokin maailmanlaajuinen valuutta Keynesin Bancorin tapaan. Ainoana olemassa olevana vaihtoehtona on tällä hetkellä erityisnosto-oikeudet. Toisena on jokin vaihtoehtoinen valuutta, joka ottaisi dollarin paikan, käytännössä joko euro tai yuan. Kolmantena on monien eri varantovaluuttojen keskinäinen kilpailu ja maantieteellinen keskittyminen, eli monenkeskinen valuuttajärjestelmä, kuten maailmansotien välinen punta-dollarin duopoli.

4.1 Erityisnosto-oikeudet

Erityisnosto-oikeudet ovat IMF:n vuonna 1969 luoma kansainvälinen varantovaluutta, jonka arvo on niiden neljän vapaasti käytettävän valuutan painotettu keskiarvo, joiden tavaroiden ja palveluiden vienti oli suurinta viimeisimmän viiden vuoden aikana. Erityisnosto-oikeuskorin nykyinen koostumus ja painot ovat: dollari 41,9 %, euro 37,4 %, jeni 9,4 % ja punta 11,3 %. Vaikka erityisnosto-oikeudet ovat varantovaluutta, ei niitä voi kuitenkaan suoraan käyttää vaihdannan välineenä vaan ne on ensin vaihdettava joksikin IMF:n jäsenmaan kansalliseksi valuutaksi. (IMF 2010, 20, 26)

Erityisnosto-oikeudet ovat perinteisesti muodostaneet vain pienen osan maailmanlaajuisista valuuttavarannoista. Tähän on kaksi syytä. Ensinnäkin Yhdysvallat on pystynyt vastaamaan maksutaseen alijäämällään maailmantalouden varantovaluutan kysyntään. Toiseksi erityisnosto-oikeuksilta puuttuu kaksi varantovaluutalle keskeistä ominaisuutta: niitä ei voi käyttää markkina-interventioihin (koska yksityinen sektori ei voi säilyttää erityisnosto-oikeuksia) ja koska suurin osa valtionvelasta on nimetty jonkin valtion kansallisessa valuutassa, ei erityisnosto-oikeuksilla voi myöskään suoraan lyhentää lainaa. (Kenen 2011, 753.)

Williamson (2009, 5) on jakanut kehityksen erityisnosto-oikeuksien laajemmasta käytöstä kolmeen eri skenaarioon. Ensimmäinen laajentaisi erityisnosto-oikeuksien käytön mahdolliseksi myös yksityiselle sektorille. Toinen muokkaisi koko kansainvälisen rahoitusjärjestelmän erityisnosto-oikeuksien ympärille ja kolmas laajentaisi erityisnosto-oikeuksien käyttöä mutta ei luopuisi dollarin johtavasta asemasta. Greenwald & Stiglitz (2008) ja IMF (2010) ovat myös käsitelleet laajasti toista vaihtoehtoa.

Jos erityisnosto-oikeuksista halutaan tehdä myös yksityisen sektorin käyttämä varantovaluutta, on erityisnosto-oikeuskorin sääntöihin ja sisältöön kiinnitettävä huomiota. Erityisnosto-oikeuskorin säännöistä tulisi erityisesti tehdä läpinäkyviä, yksinkertaisia ja automaattisia siten, että koriin tehtävät mahdolliset muutokset olisivat ennustettavissa. Nykyisin IMF arvioi korin sisältöä viiden vuoden välein ja muutoksista ei tiedoteta etukäteen. Tätä väliä olisi syytä tihentää ja koriin tehtävien muutosten tulisi olla teknisiä ja selviin sääntöihin perustuvia. Kun subjektiiviset ja poliittiset perusteet häviäisivät, muuttuisi erityisnosto-oikeuksien kurssin laskeminen enemmän markkinaindeksien lailla käyttäytyväksi. Korin sisällön tulisi lisäksi jatkuvasti heijastaa siihen kuuluvien valuuttojen suhteellista tärkeysjärjestystä maailmantaloudessa. Jonkin ei-vapaasti vaihdettavan valuutan, kuten yuanin, sisällyttäminen koriin lisäisi markkinoiden altistumista näille valuutoille ja saattaisi lisätä erityisnosto-oikeuksissa hinnoiteltujen sijoitusinstrumenttien kysyntää. (IMF 2010, 26.)

Nykyään erityisnosto-oikeuksien yksityisen sektorin käytölle ei esiinny merkittävästi kysyntää. Yksi syy tähän on niiden hyvin vähäinen käyttö velkapapereiden hinnoittelussa. Erityisnosto-oikeuksien käyttö velkakirjojen hinnoittelussa hyödyttäisi erityisesti pienempiä valuuttoja sekä maita, joiden valuuttakurssit korreloivat vain hyvin vähän maailman suurimpien valuuttojen kanssa. Erityisnosto-oikeuksien olematon käyttö velkakirjojen hinnoittelussa saattaa johtua juurikin niiden olemattomasta käytöstä velkakirjojen hinnoittelussa. Yhdellekään yksittäiselle toimijalle ei ole hyötyä olla ensimmäinen toimija markkinoilla, joiden vetovoimaisuus riippuu niiden suosiosta

muiden toimijoiden keskuudessa. Mitä useampi keskuspankki alkaisi laskea liikkeelle erityisnosto-oikeuksissa hinnoiteltuja velkakirjoja, sitä useampi muu keskuspankki haluaisi tehdä näin. (Williamson 2009, 5.)

Erityisnosto-oikeuksien käyttö laskutus- ja hinnoitteluvaluuttana olisi myös hyödyllinen askel ja kasvattaisi erityisnosto-oikeuksien käyttöä varantovaluuttana. Raaka-aineiden, kuten öljyn, hinnoittelu olisi looginen lähtökohta. Koska erityisnosto-oikeuksien kurssi on vakaampi kuin yksittäisten valuuttojen ja koska raaka-aineita käytetään dollarin valuuttakurssiriskiltä suojautumiseen, saattaisi raaka-aineiden hinnoittelu erityisnosto-oikeuksissa yleistyä yllättävän nopeasti. Markkinoilla esiintyisi varmasti kuitenkin luontaista vastustusta erityisnosto-oikeuksissa hinnoittelua kohtaan ja olemassa olevista hinnoitteluvaluutoista ei välttämättä haluttaisi luopua. Eräs mahdollinen ratkaisu olisi nykyisten kansallisten valuuttojen sitominen erityisnosto-oikeuksien kurssiin. Tämä lisäisi luonnollisesti myös erityisnosto-oikeuksissa nimettyjen sijoitusinstrumenttien kysyntää. (IMF 2010, 24.)

Suurin etu erityisnosto-oikeuksien laajentamisesta myös yksityisen sektorin käyttöön olisi, että niistä muodostuisi tällöin aito interventiovaluutta. Nykyisin erityisnosto-oikeudet on ensiksi vaihdettava jonkin valtion kansalliseksi valuutaksi eikä niitä voi käyttää suoraan markkinoilla. Williamson (2009) ei ole kuitenkaan luottavainen kehitykseen ellei merkittävä määrä valtioita päättä sitoa valuuttaansa erityisnosto-oikeuksiin. (Williamson 2009, 5.)

Toinen vaihtoehto erityisnosto-oikeuksien laajemmalle käytölle on rakentaa koko kansainvälinen valuuttajärjestelmä niiden ympärille ja tehdä erityisnosto-oikeuksista maailman johtava varantovaluutta. Tällöin maailmanlaajuinen valuuttavarantojen kasvu riippuisi vain erityisnosto-oikeuksien määrän kasvusta. Kun varantojen kasvu perustuisi erityisnosto-oikeuksien kasvuun, jakautuisivat seigniorage-tuotot suhteessa jokaisen maan osuuteen IMF:n rahoituksesta. (Williamson 2009, 5-6.) Eräs tapa saavuttaa tämä olisi laskea säännöllisesti liikkeelle riittävä määrä

erityisnosto-oikeuksia, jotka jaettaisiin nykyisille IMF:n jäsenille suhteessa niiden rahoitusosuuteen rahastosta. Tarvittavan määrän pitäisi olla niin suuri, ettei Yhdysvaltain tarvitsisi ylläpitää maksutaseen alijäämää. (Greenwald & Stiglitz 2008, 37.)

Käytännössä uudistus pitäisi toteuttaa asteittain siten, että erityisnosto-oikeuksien vastaanottajiksi ilmoittautuneet maat sitoutuisivat käyttämään vain erityisnosto-oikeuksia varantoinaan pitkällä aikavälillä. Mitä enemmän maita sitoutuisi tähän, sitä houkuttelevammaksi uudistus muuttuisi ulkupuolisille maille. Järjestelmä toimisi siten, että joka vuosi jäsenmaat luovuttaisivat tietyn summan omaa kotivaluuttaansa kansainväliselle valuuttarahastolle vastaavaa summaa erityisnosto-oikeuksia vastaan. Näin vain varantojen koostumus muuttuisi ja yksittäinen jäsenmaa olisi nyt saanut vaateen muiden jäsenmaiden valuuttoihin ja luovuttanut muille jäsenmaille vastaavan vaateen omiin varantoihinsa. (Greenwald & Stiglitz 2008, 38–39.)

Korkeiden inflaatio-odotusten aikana liikkeeseenlaskuja voitaisiin pienentää tai jättää kokonaan tekemättä. Keskuspankit voisivat myös sterilisoida liikkeeseenlaskut, eli neutraloida niiden inflatoriset vaikutukset talouteen kiristämällä rahapolitiikkaa. Vaihtoehtoisesti IMF voisi pitää itsellään osan liikkeeseenlasketuista erityisnosto-oikeuksista suurien eksogeenisten shokkien varalle. Näin erityisnosto-oikeudet voisivat toimia hätävaralainoituksen lähteenä. Liikkeeseenlaskut olisi mahdollista myös suunnata vain tietyille jäsenmaille. Erityisnosto-oikeuksien markkinoita olisi myös syytä syventää ja julkinen sektori voisi alkaa laskea liikkeelle erityisnosto-oikeuksissa nimettyjä velkakirjoja. Tämä sopisi erityisen hyvin maille, jotka lainaavat jo nyt runsaasti ulkomaiden valuutoissa. (IMF 2010, 23–24.)

Koska jokainen maa käyttäisi vain erityisnosto-oikeuksia, ei muiden varantovaluuttojen mittavalle säilyttämiselle olisi mitään syytä. Tällä olisi erityisen suuret vaikutukset sekä entisille varantovaluuttoja tarjoaville maille että globaalille taloudelle. Yhdysvaltain dollarin mahdollisesta riittämättömästä tarjonnasta aiheutuva deflaatiopaine maailmantalouteen katoaisi kokonaan koska

varantovaluutan tarjonta ei enää riippuisi yksittäisen maan politiikasta vaan IMF voisi mitoittaa erityisnosto-oikeuksien liikkeeseenlaskut maailmantalouden tarpeisiin. Yhdysvaltain kannalta uusi järjestelmä ei enää kannustaisi sitä pitämään talouttaan alijäämäisenä ja sen pitkän ajan budjettikuri voisi parantua. Yksittäisen maan krooniset alijäämät johtaisivat uudessa järjestelmässä ennen pitkää korkeampiin reaalikorkoihin ja kalliimpaan alijäämien rahoitukseen. (Greenwald & Stiglitz 2008, 40.)

Keskuspankit hyötyisivät erityisnosto-oikeuksien laajentamisesta kolmella tapaa. Ensimmäinen erityisnosto-oikeuksien nousu tasa-arvoiseksi varantovaluutaksi hajauttaisi keskuspankkien varantoja ja niiden arvon heilahtelua. Parhaimmillaan erityisnosto-oikeudet toimisivat huomattavasti vakaampana arvon säilyttäjänä kuin yksikään yksittäinen varantovaluutta. Toiseksi erityisnosto-oikeuksien liikkeeseenlasku vähentäisi kysyntää dollareille, supistaisi Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämää ja dollarin heikentyminen saattaisi pysähtyä. Kolmanneksi kansainvälinen kilpailu varannoista vähentyisi, mikä vakauttaisi kansainvälistä maksuliikennettä. (Greenwald & Stiglitz 2008, 41–42.)

Säännöllinen erityisnosto-oikeuksien liikkeeseenlasku rikkoisi myös maailmantalouden nollasummapelin. Jokainen maa voisi ylläpitää alijäämää, joka vastaa sen vuosittain saamia erityisnosto-oikeuksia ja yksittäinen maa voisi halutessaan pitää vaihtotasettaan alijäämäisenä keski-pitkällä aikavälillä ilman talouskriisiin johtavia seurauksia. Niin kauan kuin alijäämä ei ylitä kyseisen maalle vuosittain annettua erityisnosto-oikeuksien kiintiötä, voivat keskuspankin varannot jopa kasvaa. Automaattinen ja säännöllinen erityisnosto-oikeuksien liikkeeseenlasku antaisi kehittyville maille myös toistuvan piristysruiskeen valtion kulutukseen, mikä auttaisi maiden talouskasvua. (Greenwald & Stiglitz 2008, 42–43.)

Erityisnosto-oikeuksien ympärille rakennettu järjestelmä säilyttäisi erityisnosto-oikeuksien keskeisen roolin varantovaluuttana ja loisi samalla kattavat yksityiset ja julkiset markkinat

erityisnosto-oikeuksissa hinnoitelluille sijoitusinstrumenteille. Erityisnosto-oikeuksiin perustuvalla järjestelmällä olisi lukuisia hyötyjä suhteessa yksipuoliseen ja monenkeskiseen valuuttajärjestelmään; vakaus ja pienempi volatilitteetti, suurempi mittakaava ja siitä muodostuvat skaalatuotot, yhtenäisempi valuutta- ja rahoitusjärjestelmä sekä sujuvampi epätasapainojen sopeutus. (IMF 2010, 20–22.) Erityisnosto-oikeuksiin perustuva järjestelmä hyödyttäisi pitkällä aikavälillä kaikkia siihen osallistuvia maita, myös Yhdysvaltoja, vaikka vaikutukset saattaisivat olla haitallisia lyhyellä aikavälillä. Yhdysvallat joutuisi luopumaan seigniorage-tuotoistaan, keinotekoisien alhaisista koroistaan ja mahdollisuudesta ylläpitää kroonista valtiontalouden alijäämää. (Greenwald & Stiglitz 2008, 40–41.)

Kolmas vaihtoehto on erityisnosto-oikeuksien nostaminen nimellisesti tasa-arvoiseksi valuutaksi dollarin rinnalle, jolloin erityisnosto-oikeuksien säännölliset liikkeeseenlaskut täyttäisivät maailman kysynnän varantovaluutalle. Tällainen järjestelmä eroaisi nykyisestä tilasta kolmella tapaa. Se muuttaisi varantojen tarjonnan joustavuutta, maksutaseiden epätasapainojen rakennetta ja seigniorage-tuottojen jakautumista. (Williamson 2009, 6.)

Valuuttavarantojen tarjonnan joustavuus muuttuisi seuraavasti. Mikäli IMF päättäisi rajoittaa erityisnosto-oikeuksien kasvua hillitäkseen maailmanlaajuisista inflaatiota ja uusi kasvuvauhti ei sopisi jonkin yksittäisen maan tarpeisiin, kyseisellä maalla olisi oikeus hankkia dollareita erityisnosto-oikeuksien sijaan. Niin kauan kuin yksittäiset maat voisivat valita kumpaa varantovaluutta ne haluavat kulloisessakin markkinatilanteessa hankkia, dollareita vai erityisnosto-oikeuksia, IMF ei pystyisi kontrolloimaan valuttavarantojen kasvuvauhtia erityisnosto-oikeuksien avulla. Vastaavasti jos jokin yksittäinen maa kokisi varantojen kasvuvauhdin olevan liiallisista, voisi se antaa valuuttansa vahvistua yksipuolisesti rikkomatta kansainvälisiä sitoumuksia. (Williamson 2009, 6.)

Tällainen järjestelmä poistaisi Yhdysvaltojen tarpeen ylläpitää maksutaseen alijäämää kattaakseen maailmantalouden kysynnän likvidille valuutalle. Parhaassa mahdollisessa tilanteessa, jos erityisnosto-oikeuksien kasvu kattaisi kaikkien maiden valuuttavarantojen kasvun tarpeen, olisi maailmanlaajuisista epätasapainoista mahdollista päästä eroon kokonaan. (Williamson 2009, 6.)

Huolimatta kaikista erityisnosto-oikeuksiin liittyvistä positiivisista ominaisuuksista, on niiden käyttö edelleen hyvin vähäistä. Vain noin neljä prosenttia kaikista valuuttavarannoista on erityisnosto-oikeuksia ja niiden käyttö on rajoitettu vain julkiselle sektorille. Erityisnosto-oikeuksien laajemmalle käytölle on lukuisia esteitä; mahdollinen vastustus varantovaluuttoja tarjoavilta tahoilta, joilla ei ole käyttöä erityisnosto-oikeuksille, käyttöä ja allokaatioita rajoittavat monimutkaiset IMF:n säännöt, syvien ja likvidien markkinoiden puute, markkinakäytön nykyinen mahdottomuus ja yleinen käsitys siitä, että erityisnosto-oikeuksien laajempi käyttö haittaisi kansainvälistä sopeutusta. (IMF 2010, 22.)

Näistä esteistä on mahdollista päästä eroon mikäli kaikki tai suuri osa IMF:n jäsenistä sitoutuisivat työskentelemään erityisnosto-oikeuksien laajemman käytön puolesta. Julkisen sektorin tuen avulla myös yksityinen sektori voisi alkaa laajemmin käyttää erityisnosto-oikeuksia, jolloin niistä muodostuisi aidosti kansainvälinen varantovaluutta. (IMF 2010, 22–23.)

4.2 Monenkeskinen valuuttajärjestelmä

Monenkeskinen valuuttajärjestelmä tarkoittaa tilannetta, jossa monet eri varantovaluutat toimivat toistensa substituutteina maailmanmarkkinoilla, mahdollisesti pienempien, toissijaisten (sekundaaristen) valuuttojen rinnalla. Vaatimukset monenkeskiselle järjestelmälle, joka heijastaisi paremmin maailmantalouden koostumusta, ovat lisääntyneet maailman bkt:n hajaantuessa. Uusi järjestelmä voisi mahdollisesti perustua varantovaluuttojen keskittymiseen omille ydinalueilleen. Monenkeskinen valuuttajärjestelmä pakottaisi varantovaluuttojen tarjoajat noudattamaan tasapainoisempaa talouspolitiikkaa niiden kilpaillessa valuuttansa suosiosta. Toisaalta järjestelmään

liittyy myös monia heikkouksia, joten tässä vaiheessa on vielä aikaista sanoa olisiko monenkeskinen järjestelmä aito parannus nykytilaan nähden. Perinteisesti valuuttavarantojen hajautus on nähty mahdollisena uhkana maailmanlaajuisen valuuttajärjestelmän vakaudelle ja tasapainolle. (IMF 2010, 18; Truman & Wong 2006, 36.)

Vaikka nykyisen järjestelmän voidaan jo ajatella olevan tiettyyn pisteeseen asti monenkeskinen, on dollarin johtoasema vielä liian suuri, jotta eri valuutat olisivat aidosti tasa-arvoisia. Maailmanlaajuisista valuuttavarannoista 96 prosenttia oli jakaantunut dollarin, euron, punnan ja jenin välille vuonna 2010 ja maailmantalous on hyvin riippuvainen näiden talouksien kotimarkkinoista. Dollarin osuus globaaleista varannoista on yli puolet ja viimeisin talouskriisi vahvisti, että tällä hetkellä Yhdysvaltain velkakirjoille ei ole olemassa realistista vaihtoehtoa. (Ocampo 2010b, 7; IMF 2011, 20.)

Cohen (2009a, 4) kiinnittää huomiota Yhdysvaltain suureen vaihtotaseen alijäämään. Hänen mukaansa monenkeskinen järjestelmä voisi olla parannus nykyiseen tilaan nähden varantovaluuttojen kilpailun pakottaessa Yhdysvallat tasapainottamaan vaihtotaseensa. Tosin historiallinen todistusaineisto ei ole lupaava. Edellisen kerran monenkeskinen valuuttajärjestelmä johti maailmansotien välissä protektionismiin ja epävakauteen. Vertailtaessa maailmansotien välistä aikaa nykytilanteeseen, on otettava kuitenkin huomioon nykyisen maailmantalouden hyvin erilainen tila. Varsinkin instituutioiden tasolla on tapahtunut edistystä ja monia nykyisiä kansainvälisiä organisaatioita ei ollut olemassa maailmansotien välissä. Huolimatta instituutioista suurin riski monenkeskisessä järjestelmässä on Cohenin mukaan kuitenkin juuri yhteistyön puute, yksipuolisten etujen ajaminen ja kansainvälisistä sopimuksista piittaamattomuus. Eli samat syyt kuin maailmansotien välissäkin.

Toisaalta monenkeskinen järjestelmä toimi kuitenkin sujuvasti vuosikymmeniä ennen ensimmäistä maailmansotaa ja dollari-punta duopoli oli voimassa vielä 1920-luvulla. Nykytilanteessa dollari-

euro duopoli on jo alkanut muodostua 1990-luvun lopulta alkaen. Kilpailu eri varantovaluuttojen kesken tulee todennäköisesti parantamaan varantovaluuttoja tarjoavien maiden talouspolitiikkaa ja –kuria. (Bergsten 2009, 26.) IMF:n (2010) mukaan hajautetumpi varantovaluuttojen tarjonta vähentäisi yksittäisistä maista johtuvia riskejä ja kannustaisi varantojen tarjoajia noudattamaan vakaampaa talouspolitiikkaa.

Suurin hyöty monenkeskisestä valuuttajärjestelmästä olisi sen kyky hajauttaa valuuttavarantoja ja siten torjua yksittäisistä valuutoista johtuvaa epävarmuutta ja volatiliteettiä. Toisaalta volatiliteetti voisi myös kasvaa jos keskuspankit alkaisivat aktiivisesti hajauttaa varantojaan muuttuvien markkinaolosuhteiden mukana valuutasta toiseen. Truman & Wong (2006) argumentoivat kuitenkin, että hajautuksen epätasapainoja aiheuttavat vaikutukset markkinoihin ovat yleisesti ottaen liioiteltuja. Olemassa oleva empiirinen todistusaineisto osoittaa aktiivisen hajauttamisen olevan hyvin vähäistä, varsinkin suurten varantojen säilyttäjien tekemänä. Nykytilannetta ei haluta liiaksi järkyttää jotta suurten dollarivarantojen arvo ei heikkenisi. Dollarivarantoja säilyttävien maiden etuna on pyrkiä säilyttämään dollarin arvo mahdollisimman vakaana eikä pyrkiä ajamaan liiaksi jonkin muun valuutan etua, halusivat he tätä tai ei. (Ocampo 2010b, 7; Truman & Wong 2006, 36)

Nykyjärjestelmässä suurin osa maailmanlaajuisesta valuuttakurssiriskistä jää varantoja kysyvien maiden kannettavaksi, mistä varantoja tarjoavat maat saavat suhteetonta etua. Kansainvälisten valuuttojen hajauttaminen kasvattaisi kehittyvien maiden pääomamarkkinoiden syvyyttä ja likviditeettiä kun ulkomainen ja kotimainen kysyntä kansalliselle valuutalle kasvaisi. Mahdollisuus käydä kauppaa, lainata rahaa ja sijoittaa ulkomaille kotivaluutassa vähentää kotimaisten toimijoiden valuuttakurssiriskiä merkittävästi ja siten kehittyvien maiden valuuttojen kansainvälisen käytön laajentaminen olisi niiden kansallisille talouksille erityisen kannattavaa. Maailmanlaajuisesti sijoitusinstrumenttien määrän kasvu ja heterogeisuus voisi myös parantaa pääoman allokaatiota ja riskin jakamista näin vähentäen maailmanlaajuisia epätasapainoja ja alttiutta kriiseille. Toisaalta

varantojen liikkeeseenlaskusta koituvat hyödyt jäisivät edelleen teollisuusmaille ja anti-Keynesiläinen vinouma ja valuuttavarantojen akkumulaatio kehittyvissä maissa säilyisivät. Joustavuus valita varantovaluutta olisi sekä järjestelmän heikkous että vahvuus. Tällä kertaa keskuspankit eivät kuitenkaan olisi sidottuja kiinteisiin valuuttakurssipariteetteihin kuten 1800-luvun hopea-kultakannassa ja Bretton Woodsin dollari-kultakannassa. (Ocampo 2010b, 7; IMF 2011, 38.)

Kansainvälinen valuuttarahasto voisi toimia keskeisenä johtavana tahona valuuttavarantojen hajautusprosessissa. Rahasto voisi kannustaa keskuspankkeja hajauttamaan varantojaan vain asteittain ja passiivisesti ja välttämään kaikkia aktiivisia toimenpiteitä, jotka voisivat mahdollisesti aiheuttaa suuria reaktioita markkinoilla. Rahasto voisi vaatia jäsenmaita julkistamaan niiden varantojen koostumuksen ja hajautustavoitteet. Julkistus voisi tapahtua joko julkisesti tai luottamuksellisesti vain rahastolle. Rahasto voisi tämän jälkeen neuvoa jäsenmaita, miten niille olisi parasta edetä varantojen hajautuksessa. Rahasto voisi neuvotella potentiaalisten uusien varantovaluuttojen kansainvälisen käytön esteiden poistosta. (IMF 2010, 19–20.)

Truman & Wong (2006, 21) ehdottavat erityisen Kansainvälisen varantojen hajautusstandardin (International Reserve Diversification Standard) luomista. Standardin tarkoituksena olisi ehkäistä äkillisistä varantojen hajauttamisista johtuvia haitallisia vaikutuksia maailmantalouteen, vähentää liiallista ja epätoivottua volatilitteettia ja antaa suurille varantojen säilyttäjille mahdollisuus hajauttaa varantojaan vastuullisesti ja rationaalisesti. Standardi koostuisi kahdesta osasta, virallisten julkisen sektorin varantojen koostumuksen säännöllisestä julkistamisesta ja jokaisen osallistujamaan sitoutumisesta asteittaiseen varantojen hajauttamiseen.

Ensinnäkin, valuuttavarantojen koostumuksen julkistamisesta olisi eniten hyötyä juuri suurille varantojen säilyttäjille. Koostumuksen julkistaminen vähentäisi huhuista ja epätiedosta johtuvaa osaa valuuttakurssien volatilitteetista, mikä vakauttaisi varantojen arvon heiluntaa. Suurien

valuuttavarantojen maiden veronmaksajilla on myös intressi pyrkiä säilyttämään varantojen arvo mahdollisimman vakaana, joten koostumuksen säännöllinen julkistaminen palvelisi veronmaksajien etua parempana valvontana. (Truman & Wong 2006, 21, 28.)

Toiseksi, osallistuvat maat sitoutuisivat hajauttamaan varantojaan vaiheittain. Lopullisia hajautustavoitteita ei tarvitsisi kuitenkaan välttämättä julkistaa. Asteittainen tai vaiheittainen hajauttaminen voisi tapahtua monella tapaa. Maa voisi esimerkiksi jättää avoimeksi aikaikkunan, jossa hajautus tulisi tapahtumaan. Minkäänlaisen aikamäärään puuttuminen saattaisi tosin olla liian epämääräistä eikä se vähentäisi merkittävästi volatilitteettia. Siten maiden kannattaisi julkistaa jonkinlainen sääntö tai ohjeistus, jonka mukaan hajautusta alettaisiin toteuttaa. Nämä säännöt olisivat jokaisen maan itse päätettävissä. Tällainen julkistaminen vakauttaisi markkinoita ja poistaisi syyn perusteettomille huhuille. Vähittäiseen hajauttamiseen sitoutuminen ei toisi suurta muutosta nykytilanteeseen koska suurien varantojen säilyttäjät eivät nykyäänkään tee äkillisiä muutoksia varantojensa koostumukseen. (Truman & Wong 2006, 27–31.)

Monenkeskisessä järjestelmässä piilee kuitenkin suuria riskejä maailmantalouden vakauden kannalta. Mikäli järjestelmään ei rakenneta edes minimaalista koordinaatiota kansallisten talouspolitiikoiden välille, voi seurauksena olla jatkuvia epätasapainoja tai jopa talouskriisejä. Oman edun nimissä tehdyt yksipuoliset päätökset voivat johtaa protektionismiin, kuten maailmansotien välissä huomattiin. (Cohen 2009b, 156–157.)

Kansainvälisen koordinaation ongelmana on, että sitä on erittäin hankala ylläpitää pitkällä aikavälillä. Valtiot ovat tunnetusti haluttomia luopumaan talouspolitiikkansa itsenäisyydestä. Kriisien aikaan yhteistyön hyötyjen ollessa kaikille selvät, toimii talouspolitiikan kansainvälinen koordinaatio paremmin mutta nousukausina talouspolitiikan itsenäisyys ajaa kansainvälisen yhteistyön edelle. Huolimatta yhteistyötä tukevasta laajasta historiallisesta todistusaineistosta, talouspoliittinen yhteistyö on parhaimmillaankin ollut jaksottaista. Maailmansotien välissä

maailmantalouden koordinaatio oli lähinnä Yhdysvaltain ja Britannian käsissä kun nykyjärjestelmässä eri toimijoita, kansallisvaltioita ja kansainvälisiä organisaatioita, on huomattavasti enemmän. Lisäksi euroalue ei kykene edustamaan itseään yhdellä äänellä ja Japani ja Kiina ovat toistensa kilpailijoita Aasiassa. Todennäköisyys tehokkaaseen yhteistyöhön on matala. (Cohen 2009b, 157–158.)

Myös volatiliteetti suurimpien varantovaluuttojen välillä saattaa muodostua merkittäväksi uhkaksi kaupalle ja investoinneille. Vaikka eri varantovaluuttojen markkinat muuttuisivat ajan myötä yhä syviksi ja likvideiksi kuin Yhdysvaltain dollarin nykyiset markkinat, lyhyen aikavälin volatiliteetti voisi siitä huolimatta kasvaa. Myös pitkän aikavälin volatiliteetin kasvun mahdollisuus on syytä ottaa huomioon. Tämä ei ole toisaalta itsestäänselvyys. Siinä määrin missä keskuspankit ylläpitävät varantojaan kiinteissä suhteissa toisiinsa, niillä voi olla tasapainottava vaikutus markkinoihin ja ne voivat jopa laskea steady-state volatiliteettia. Joka tapauksessa hajautusprosessin tulisi olla sulava ja läpinäkyvä, jotta markkinoilla ei esiintyisi keskuspankkien politiikkamuutoksista johtuvia laajoja heilahteluja. Epävarmuus volatiliteetista tulee säilymään niin kauan kun nykyisestä tai tulevasta järjestelmästä puuttuu varantovaluuttojen tarjoajien talouspolitiikkojen laajamittainen koordinaatio. (IMF 2010, 18–19.)

4.3 Dollarin haastajat

Euro on tällä hetkellä ensimmäinen kandidaatti dollarin haastajaksi ja hallitsevaksi kansainväliseksi varantovaluutaksi. Euroa tukevat monet vetovoimaiset ominaisuudet: suuri talousalue, mittava ulkomaankauppa ja erityisesti vientisektori, laajat pääomamarkkinat, poliittinen vakaus ja alhainen inflaatio, jota tukee selkeään inflaatiotavoitteeseen sitoutunut itsenäinen keskuspankki. Euron kyky säilyttää arvoa onkin erinomainen ja koska euron arvo perustuu koko euroalueen talouskehitykseen, on se jo ikään kuin lähtökohtaisesti hajautettu. (Cohen 2009b, 148.) Euro on jo nyt maailman

toiseksi käytetyin kansainvälinen valuutta ja jos Yhdysvallat ei saa talouttaan tasapainotettua voi se hyvinkin nousta dollarin ohitse (Chinn & Frankel 2008, 51, 55).

Toisaalta, huolimatta euron lukuisista positiivisista ominaisuuksista, on yhteisvaluuttaa kohtaan esitetty huomattavasti enemmän kritiikkiä. Euron heikkouksien nähdään olevan suurempia kuin vahvuuksien, jotta euro voisi nousta vakavasti otettavaksi haastajaksi dollarille. Steinin (2009, 43–44.) mukaan euron nousu johtavaksi varantovaluutaksi vaatisi erittäin suurta taloudellista harmonisointia euromaiden kesken, mitä kohtaan kansalliset parlamentit ovat hyvin vastahakoisia. Lisäksi euron kasvava kansainvälinen kysyntä tarkoittaa kasvavia euroalueen vaihtotaseen alijäämiä ja euron arvon vahvistumista, johon euroalueen hallitukset saattaisivat reagoida protektionismilla ja heikentämällä EKP:n itsenäisyyttä. Euroalueen ikääntyvä väestö ja alhainen syntyvyys synnyttävät epäilyksiä euromaiden kansantalouksien pitkän aikavälin tasapainoista ja kasvu-urista. Eichengreen (2011, 129) huomauttaa Etelä-Euroopan ongelmamaiden talouskasvun jäävän hyvin hitaaksi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, mikä painaa koko Euroopan talouskasvua alaspäin.

Cohen (2009b, 148–149.) jakaa euron heikkoudet kolmeen pääkohtaan: korkeisiin transaktiokustannuksiin, alhaiseen kasvupotentiaaliin ja tärkeimpinä epäselvyyksiin euron hallintorakenteessa. Korkeat transaktiokustannukset euroalueen pääomamarkkinoilla tekevät eurosta kalliimman käyttää kuin dollarista. Vaikka kustannuksia onkin saatu alennettua, ei erosta Yhdysvaltoihin nähden ole päästy täysin eroon. Ongelma johtuu pitkälti euroalueen pirstaleisista ja segmentoituneista rahoitusmarkkinoista, jotka eivät pärjää kilpailussa Yhdysvaltojen tiukemmin yhtyeensitoutuneille markkinoille. Dollari saa kustannusetuja myös sen laajemmasta käytöstä.

Keskeinen puute euroalueen rahoitusmarkkinoilla on yksittäisen sijoitusinstrumentin puute, joka vastaisi Yhdysvaltojen velkakirjoja. Tällä hetkellä suosituimmat eurovelkakirjat ovat olleet Saksan valtion 10-vuoden velka, Ranskan viiden vuoden velka ja Italian kahden vuoden velka. (Cohen 2009b, 148–149.) Näillä mailla on hyvin erilaiset luottoluokitukset ja verrattuna Yhdysvaltoihin,

velkakirjojen likviditeetti ja sekundaarimarkkinoiden syvyys vaihtelee myös paljon eri maiden kesken. Sijoittajat eivät välttämättä pysty sijoittamaan euroon haluamallaan riskillä ja maturiteetilla samalla tavalla kuin dollariin olisi mahdollista. (Cooper 2009, 1-2.) Niin kauan kuin euroalueella ei ole yksittäistä euroalueen velkakirjaa eivät euroalueen rahoitusmarkkinat tule pääsemään Yhdysvaltojen tasolle likviditeetissä ja syvyydessä. Yhdysvaltojen velkakirjojen markkinoiden huomattava likviditeetti ja syvyys osaltaan myös alentavat niiden transaktiokustannuksia euroalueeseen nähden. (Cohen 2009b, 148–149.)

Toiseksi, euroalueen heikko kasvupotentiaali on jo lähes rakenteellinen ongelma. Euroalueella on ikääntyvä väestöpohja, jäykät työmarkkinat ja mittavaa valtion sääntelyä taloudessa. Euroalueen talous on jäykempi ja hidastuvasempi kuin Yhdysvaltojen. Euroalueen rahapolitiikka on keskittynyt inflaation torjuntaan eikä sen tarvitse ottaa huomioon talouskasvua päätöksissään. Euroalueen finanssipoliittiset säännöt eivät ole kovinkaan joustavia ja joillain euroalueen mailla on taipumus kiristää talouspolitiikkaansa vain taantumissa, jotta kolmen prosentin budjettialijäämän sääntöä ei rikottaisi. Vastaavasti nousukausina ei ole mitään velvoitetta säästää taantumia varten tai yrittää hillitä talouden kasvua. (Cohen 2009b, 149–150.) Siitä missä määrin tämä johtuu Maastrichtin sopimuksesta, euroalueen sisäisen kaupan vinoutumisesta tai yksittäisten maiden heikosta talouskurista voidaan olla montaa mieltä. Greenwaldin & Stiglitzin (2008, 47) mukaan EKP:n tiukka sitoutuminen alhaiseen inflaatioon yhdistettynä tiukkoihin vaatimuksiin jäsenmaiden budjettien tasapainoisuudesta johtaa deflaatio- ja taantumapaineisiin maailmantaloudessa. Euron kehittyminen johtavaksi varantovaluutaksi ei olisi hyväksi Euroopalle eikä muulle maailmalle.

Viimeisenä ja suurimpana ongelmana on euroalueen hallinto. Euroalueella ei ole selkeää, yksittäistä johtajaa eikä sillä ole yksittäistä edustajaa ulkomaailmalle. Euroalueella ei ole myöskään toimivaa keinoa koordinoita jäsenmaiden kansallisia finanssipoliittikkoja ja vapaamatkustamista ei pystytä estämään tarpeeksi tehokkaasti. Myös Bergsten (2009, 25–26) ja Eichengreen (2011, 132) peräänkuuluttavat euroalueelle yhtenäisempää finanssipoliittikkaa. Rahoitusjärjestelmän sääntely on

yksittäisten kansallisten keskuspankkien harteilla. Euron voi ajatella olevan vain yhtä vahva kuin sen taustalla oleva poliittinen sopimus. Tämä heikkous voi olla jopa suurempi kuin hajautuksesta syntyvä hyöty. (Cohen 2009b, 148, 150–151.)

Kaikista näistä syistä johtuen ei ole yllättävää, että euron suosio ei ole noussut korkeammaksi kuin sen jäsenmaiden valuuttojen yhteinen osuus oli ennen euron käyttöönottoa. Euro on saavuttanut suurinta suosiota lähinnä Euroopan sisällä ja sen välittömällä lähialueilla. Näillä alueilla sen käytöstä on myös eniten hyötyä. Muualla maailmassa euro on jäänyt pitkälti dollarin varjoon. (Cohen 2009b, 151–152.) Noin 10–15 prosenttia kaikista liikkeeseenlasketuista euroista on käytössä euroalueen ulkopuolella kun dollareille vastaava luku on noin 60 prosenttia. (Stein 2009, 43–44.) Euro ei tule syrjäyttämään dollarin asemaa, vaikka dollarin suosio vähenisikin Yhdysvaltojen heikosta taloudesta johtuen. (Cohen 2009b, 151–152.)

Roubini (2009) ennustaa 2000-luvun ensimmäisen vuosisadan voivan hyvinkin olla Kiinan yuanin hallitsema ja se voi alkaa haastaa dollarin asemaa nopeammin kuin luullaan. Perinteisesti johtavien varantovaluuttojen kotimaat ovat olleet ulkomaisia nettovelkojia ja lainanantajia. Yhdysvallat ei ole enää ollut tässä asemassa moneen vuoteen. Sen sisäiset ja ulkoiset alijäämät ovat valtavia ja se nojaa ulkomaisten velkojen haluun rahoittaa näitä alijäämiä lainanannollaan. Kiina on nettovelkoja, jolla on suuri vaihtotaseen ylijäämä, pieni budjettivaje, alhainen valtionvelka ja johdonmukainen talouskasvu. On erittäin todennäköistä, että yuanin kansainvälinen asema vahvistuu Kiinan vapauttaessa pääoma- ja valuuttakontrollejaan ja uudistaessa rahoitusjärjestelmäänsä.

Yuan voi ohittaa dollarin muutaman vuosikymmenen aikana, aivan kuten dollari ohitti punnan maailmansotien välissä. Yuanin nousun avaimina tulevat olemaan vakaus ja luotettavuus ja Kiinan haasteena on luoda yuanista dollaria vastaava turvasatama, johon sijoittajat hakeutuvat kriisien aikana ilman, että heidän tarvitsee huolehtia kommunistisen hallinnon oikuista. Kiina ei tule kuitenkaan tarkoituksella aiheuttamaan epävakautta yuanin valuuttakurssiin tai turvautumaan

protektionismiin. Tällaiset toimet söisivät yuanin suosiota eikä Kiina halua vaarantaa nousujohteista kehitystä. (Subramanian 2011, 19–22.)

Subramanian (2011, 22–23) kutsuu yuanin mahdollista asemaa maailman hallitsevana varantovaluuttana ”ehdollisesti välittömäksi”. Välittömäksi siten, että maailmantalouden fundamentit; bruttokansantuote, ulkomaankaupan määrä ja vaihtotaseen ylijäämä liikkuvat kaikki lähes vääjäämättä Kiinan eduksi. Ehdollinen siten, että kehitys on täysin riippuvainen Kiinan hallinnon halukkuudesta avata rahoitusjärjestelmäänsä ja tehdä yuanista täysin vapaasti käytettävä valuutta. Kiinan valtio vaikuttaa kuitenkin olevan halukas tekemään tarvittavat muutokset. Yhdysvallat tuskin pystyy tekemään paljoakaan estääkseen tai edes jarruttaakseen tätä kehitystä. Vaikka Yhdysvallat saisikin taloutensa tasapainotettua, dollarin kohtalo on tällä hetkellä enemmän kiinni kiinalaisista kuin Yhdysvalloista. Näyttääkin siltä, että Kiina on valinnut yuanin kansainvälisen aseman edistämisen ulospääsykseen sen nykyisistä merkantilistisistä politiikoista.

Yuan ei ole tällä hetkellä kuitenkaan kansainvälinen valuutta termin lähes missään merkityksessä ja sen käyttö merkittävänä varantovaluuttana on vielä kaukana. Yuaneita ei käytetä melkein lainkaan Kiinan ulkomaankaupan laskutuksessa (koska se ei ole mahdollista), yuaneita ei ole kierrossa Kiinan ulkopuolella kuin mitätön määrä, ulkomaiset keskuspankit eivät saa eivätkä voi säilyttää varantojaan yuaneissa eivätkä ulkomaiset yritykset voi lainata rahaa yuaneissa ja siirtää näitä varoja kotimaihinsa. Yuanin käyttö pääomatransaktioissa on rajoitettua, ulkomaiset sijoittajat eivät voi helposti ostaa kiinalaisia sijoitusinstrumentteja ja Kiinan kansalaiset eivät voi helposti sijoittaa ulkomaisiin sijoitusinstrumentteihin. Kiinan nykyinen vahvasti vientiin keskittyvä ja aliarvostettuun valuuttakurssiin nojaava kasvustrategia vaatii toimiakseen suljetun pääomatilin. Yuanin kansainvälistymisen välttämätön vaatimus on valuutan vapaan vaihdettavuuden salliminen ja vastaaminen markkinoiden kysyntään. Kiinan tulee avata pääomatiliään huomattavasti ennen kuin yuanista voi tulla varteenotettava vaihtoehto dollarille. (Subramanian 2011, 17–19; Roubini 2009, 1; Dobson & Masson 2009, 129.)

Eichengreenin (2011, 145) mukaan vaatimukset yuanin laajemmalle kansainväliselle käytölle ovat markkinoiden läpinäkyvyyden kasvattaminen, pankkisektorin aito yksityistäminen ja valvonnan ja sääntelyn kehittäminen ja vahvistaminen. Raha- ja finanssipolitiikan on oltava vakaata ja valuutan vaihtokurssin on oltava joustavampi. Kiinan on toisin sanoen siirryttävä pois kasvumallista, jossa pankkien lainananto ja aliarvostettu valuutta ovat olleet keskeiset tukijalat.

Dobson & Masson (2009, 133–134) lajittelevat Kiinan valuutta- ja rahoitusjärjestelmälle tarvittavat uudistukset seuraavasti. Valtio-omisteisten pankkien uudelleen pääomittaminen, valtion omistusosuuksien vähentäminen, kaupallisten standardien luominen lainanantoon, yrityslainamarkkinoiden kehittäminen, kelluvan valuuttakurssin käyttöönotto, luopuminen suurimmasta osasta pääomarajoituksista, rahoitusjärjestelmän sääntelyn ja lainsäädännön uudistaminen, keskuspankin itsenäisyyden vahvistaminen ja selkeän tavoitteen asettaminen rahapolitiikkaan.

Kiina on jo aloittanut yuanin kansainvälisen käytön asteittaisen vapauttamisen. Vuodesta 2004 lähtien Hongkongilaiset pankit ovat saaneet ottaa vastaan talletuksia yuaneissa. Vuonna 2009 näitä talletuksia oli jo 28 miljardin yuanin arvosta, mikä on runsas prosentti Hongkongilaisten pankkien kaikista ulkomaanvaluuttatalletuksista. Vuodesta 2005 lähtien Aasian kehityspankki (Asian Development Bank) ja International Finance Corporation ovat saaneet laskea liikkeelle Kiinassa yuaneissa nimettyjä velkakirjoja, nk. Panda-bondeja, tarkoituksena tuoda kansainväliset velkakirjakäytännöt Kiinan sisäisille markkinoille. Tähän mennessä liikkeeseenlaskut ovat olleet pieniä. Vuonna 2009 Kiina laski liikkeelle ensimmäistä kertaa RMB-hinnoiteltuja velkakirjoja Hongkongissa yhteensä kuuden miljardin yuanin arvosta. Tämä nähtiin laajasti olevan merkittävä askel pois vallitsevasta tilasta ja osoitus Kiinan tulevista aikomuksista. Velkakirjojen liikkeeseenlasku tarjosi ulkomaisille sijoittajille kätevän väylän sijoittaa yuaniin ja loi samalla ensimmäisen markkinakoron Kiinan valtion velkakirjoille, jota vasten tulevia liikkeeseenlaskuja on

helppo verrata. Vuoden 2011 RMB-velkakirjojen liikkeeseenlaskun arvioitiin olevan jo 180 – 230 miljardia Yhdysvaltain dollaria. (Subramanian 2011, 17–19, Dobson & Masson 2009, 127–129.)

Kiina on lisäksi sopinut kahdenkeskisiä valuuttaswap -sopimuksia lukuisten maiden kanssa ja se harkitsee sopimusten laajentamista uusiin maihin. Swap-sopimusten avulla ulkomaiset valtiot pystyvät maksamaan tuontinsa Kiinasta yuaneilla dollareiden sijaan. Lisäksi Kiinan keskuspankki on sallinut ulkomaisten toimijoiden avata Kiinassa pankkitilejä, joita voidaan käyttää maksuliikenteeseen yuaneissa. Nämä keinot tekevät ulkomaisille yrityksille ja toimijoille yuaneiden käytön huomattavasti helpommaksi. (Subramanian 2011, 17–19, Dobson & Masson 2009, 127–129.) Viimeisimpänä kehityksenä Kiina ja Japani sopivat joulukuussa 2011 alkavansa käyttää keskinäisessä kaupassaan yuaneita ja jenejä ilman dollaria välitysvaluuttana. Japani sitoutui myös hajauttamaan valuuttavarantojaan yuaneihin ostamalla Kiinan valtion velkakirjoja. (Wong & Singer 2011.)

Yuanin kansainvälistyminen tapahtuu tyypillisen kiinalaiseen tapaan: yksityiskohtiin keskittymällä (micromanaged), hyvin pienin askelin ja kohdistamalla muutokset vain pieniin alueisiin (enclave-based). Subramanian (2011, 17–22) kutsuu tätä interventionistiseksi liberaalisaatioksi. Käytännön tasolla keinot ovat erittäin kontrolloidut. Pääomatilin avaaminen on tarkasti kontrolloitua, asteittaista ja jopa yksityiskohtiin keskittyvää vaikka päämääränä ovatkin makrotason tavoitteet. Kiina keskittyy pääomatilin avaamisessaan yksittäisiin transaktioihin, maihin ja jopa yrityksiin sen sijaan, että se toimeenpanisi laajoja sääntömuutoksia ja lakiuudistuksia.

Toiseksi pääomatilin avaaminen muistuttaa huomattavasti suunnitelmatalouden avaamista 1970-luvulta lähtien. Kokeilu aloitettiin pienillä saarekkeilla (Special Economic Zones), joissa sallittiin markkinoiden perustaminen. Kun nämä kokeilut huomattiin onnistuneiksi, laajennettiin niitä koskemaan koko maata. Samalla tapaa Kiina aikoo käyttää Hongkongia ja Shanghaita

kokeilualueina yuanin kansainväliselle käytölle. Mikäli nämä kokeilut todetaan onnistuneiksi, aletaan niitä todennäköisesti soveltaa laajemmassa mittakaavassa. (Subramanian 2011, 17–19.)

Kiinalla on perusteensa edetä varovaisesti erityisesti suhteessa pääomatilin avaamiseen ja valuuttakurssin joustavuuden kasvattamiseen. Se ei halua joutua samanlaiseen tilanteeseen kuin missä Aasian maat olivat ennen vuoden 1997–98 talouskriisiä. Toisaalta sekä teoria että käytäntö tukevat kiinteästä valuuttakurssista luopumista tilanteessa, jossa maksutase on ylijäämäinen ja valuutan vahvistumiselle on kansainvälisiä paineita. Kaikkien lukuisten rajoitusten tarkoituksena on taata rahoitussektorin vapauttaminen hallitusti vaarantamatta talouskasvua. Yuanin kansainvälistyminen tapahtuu kuitenkin Kiinan nykyisen valuuttakurssipolitiikan keinotekoisesti tukeman vientisektorin kustannuksella, joten muutoksella on sisäpoliittiset vastustajansa. Yuanin kansainvälinen käyttö vaatii Kiinan pankki- ja rahoitussektorin avaamista kansainväliselle kilpailulle ja valtion tukemista lainoista ja alhaisista koroista olisi luovuttava. Markkinavoimien paine tulee lopulta avoimessa järjestelmässä myös korjaamaan aliarvostetun valuuttakurssin. (Subramanian 2011, 20–22.)

Yuanin kansainvälisestä käytöstä koituvat mahdolliset hyödyt Kiinalle tulevat olemaan alhaisemmat lainauskustannukset, seigniorage-tuotot ja kansainvälinen arvostus. Mahdolliset haitat ovat rahapolitiikan heikompi kontrolli ja vaara joutua ulkomaisten sijoittajien ja keskuspankkien vaikutuksen alaiseksi, jos he päättävät hajauttaa varantojaan äkillisesti pois yuanista. (Dobson & Masson 2009, 130–131, 134.)

Todennäköisin reitti yuanin kansainvälisen käytön kasvamiselle on yuanin lisääntyvä käyttö Aasian sisäisillä markkinoilla. Kiina on taloudellisesti hyvin integroitunut muuhun Kaakkois- ja Itä-Aasiaan. Sen Aasian sisällä käymä kauppa on huomattavasti suurempaa kuin kauppa Euroopan tai Yhdysvaltojen kanssa. Kiinan suuri kauppa Aasian muiden maiden kanssa heijastaa sen roolia ”maailman tehtaana”. Kiina tuo raaka-aineita ja osia maahan muualta Aasiasta, kokoaa niistä

korkean teknologian tuotteita ja vie ne edelleen Euroopan ja Yhdysvaltain kehittyneille markkinoille. Yuanin käytöstä laskutus- ja hinnoitteluvälityksinä alkaa olla yhä enemmän hyötyä ja mitä enemmän Kiinan ulkomaankauppa kasvaa ja kiinalaiset yritykset levittäytyvät ulkomaille, sitä todennäköisempää on, että paineet nopeuttaa yuanin kansainvälistä käyttöä kasvavat samaa tahtia. (Dobson & Masson 2009, 132–133.)

Yuanin kansainvälistyminen tulee etenemään huomattavasti hitaammin kuin ulkopuoliset haluaisivat mutta paljon nopeammin kuin jotkin Kiinan kotimaiset toimijat haluaisivat. Prosessi on jo kuitenkin laitettu liikkeelle ja sitä voi olla vaikea pysäyttää. (Subramanian 2011, 20–22.) Joitain uusia muutoksia Kiinan rahoitusjärjestelmään ja yuanin kansainvälisen käyttöön voidaan odottaa jo nykyisellä, vuoteen 2015 asti kestäväällä viisivuotiskaudella. Ottaen huomioon Kiinan viranomaisten varovaisuuden, mahdolliset uudistukset tulevat todennäköisesti olemaan pieniä ja ne tulevat jatkumaan tulevien viisivuotissuunnitelmien aikana. (Dobson & Masson 2009, 133–134.)

Joka tapauksessa muutokset kansainvälisten varantovaluuttojen käytössä ovat hitaita ja yuanin muodostuminen aidoksi kansainväliseksi valuutaksi tulee kestämään vuosikymmeniä. Kehitystä jarruttavat lisäksi epäilyt siitä, kuinka aidosti Kiinan kommunistinen hallinto on sitoutunut markkinatalouden periaatteisiin. Yuan ei tästä syystä tule todennäköisesti ottamaan Kiinan talouden kokoon suhteutettua roolia maailmantaloudessa. (Dobson & Masson 2009, 134.)

5. Lopuksi

Yksikään dollarin nykyisistä haastajista, yuan, euro tai erityisnosto-oikeudet, ei pysty syrjäyttämään dollaria lyhyellä aikavälillä. Suurin haastaja dollarin asemalle onkin Yhdysvallat itse ja sen alijäämäinen valtiontalous. Mikäli Yhdysvallat ei saa talouttaan tasapainotettua, tulee dollarin suosio jatkamaan lievää heikkenemistään ja vaatimukset kilpailevalle varantovaluutalle jatkumaan. Toisaalta yhden valuutan tippuminen pois johtopaikalta ei välttämättä tarkoita toisen, yhtä vahvan, nousua sen tilalle. Cohen (2009b, 142–143) ja Eichengreen (2011,150) ennustavatkin tulevaisuuden valuuttajärjestelmän olevan monenkeskinen ja samalla lailla hajautunut kuin maailmansotien välinen järjestelmä. Yksikään yksittäinen valuutta ei olisi selkeästi hallitseva vaan monet eri varantovaluutat kilpailisivat keskenään markkinoiden suosiosta. Kilpailu kansallisten valuuttojen kansainvälisestä suosiosta saattaa lisätä jännitteitä maailmantalouteen mutta tämä riippuu pitkälti merkittävimpien toimijoiden halusta yhteistyöhön. Suurimmat kiistat tullaan käymään Lähi-idässä euron ja dollarin välillä ja Aasiassa jenin ja yuanin välillä.

Eri vaihtoehtoja tulevaisuuden valuuttajärjestelmälle tulee tarkastella eri aikaperspektiiveillä. Lyhyellä aikavälillä nykytilanne tulee melko pitkälti säilymään. Yuanin suosio voi nousta Aasiassa, mikäli Kiina päättää avata valuuttansa käyttöä nopeammin kuin on odotettu. Tämä on kuitenkin epätodennäköistä. Myös erityisnosto-oikeuksien käyttö voi kasvaa jos niiden määrää päätetään nostaa. Dollaria ja euroa vaivaavat niiden talouksien alijäämät ja ylivelkaantuminen, joista ei päästä eroon lyhyellä aikavälillä.

Keskipitkällä aikavälillä voidaan jo odottaa suurempia muutoksia. Todennäköisin kehitys on dollarin aseman heikentyminen, euron aseman pysyminen muuttumattomana ja erityisnosto-oikeuksien ja yuanin suosion kasvu. Kilpailu eri varantovaluuttojen välillä tulee kasvamaan ja huolimatta kaikista maailmantaloutta säätelevistä ja valvovista instituutioista, tällä on todennäköisesti taloudellisia kiistoja lisäävä vaikutus. Samalla se tosin todennäköisesti parantaa

kilpailuun osallistuvien maiden talouskuria niiden pyrkiessä puolustamaan valuuttojensa asemia. Keskipitkällä aikavälillä voidaan myös odottaa eri varantovaluuttojen suosion keskittymistä niiden ydinalueille. Aasia tulee käyttämään suurimmaksi osaksi yuaneita ja rajoitetusti jenejä, Eurooppa ja sen lähialueet euroa ja Pohjois- ja Etelä-Amerikka dollaria. Erityisnosto-oikeuksia tullaan käyttämään maailmanlaajuisesti ja todennäköisesti Kiina haluaa yuanin sisällytettäväksi erityisnosto-oikeuskoriin.

Mielenkiintoisin tilanne on pitkällä aikavälillä. Erityisnosto-oikeuksien nousu ainoaksi, tai hallitsevaksi, varantovaluutaksi riippuu täysin poliittisesta tahdosta. Erityisnosto-oikeuksia puoltavat monet positiiviset ominaisuudet ja niiden käytön merkittävästä lisäyksestä olisi hyötyä jo nykyisessä järjestelmässä. Tällä olisi vakautta lisäävä vaikutus maailmantalouteen. Erityisnosto-oikeuksien heikkoudet johtuvat pitkälti IMF:n säännöistä, jotka rajoittavat niiden käyttöä. Näitä on mahdollista muuttaa, mikäli siihen löytyisi tarpeeksi poliittista tahtoa.

Yuan tulee nousemaan merkittäväksi varantovaluutaksi Kiinan saadessa rahoitusjärjestelmänsä uudistettua ja talouttaan avattua. Maailman toiseksi suurimman talouden valuutan nykyiset rajoitukset ovat jo melko outoja ja mikäli Kiina nousee pitkällä aikavälillä maailman suurimmaksi taloudeksi, on yuanin kansainvälisen käytön rajoituksia enää hyvin vaikea perustella. Yuanin kansainvälisestä käytöstä on Kiinalle kuitenkin ristiriitaisia hyötyjä. Toisaalta vientisektori kärsisi yuanin korkeammasta kurssista mutta samalla ulkomailla toimivat yritykset hyötyisivät yuanin kansainvälisestä käytöstä tulevista verkostovaikutuksista (network externalities). Yuanin suurin heikkous on Kiinan johdon halukkuus luoda yuanista aidosti kansainvälinen valuutta. Tähän mennessä Kiina on suhtautunut yuanin kansainvälisen käytön avaamiseen myönteisesti mutta kansainvälisten pääomaliikkeiden saadessa suurempaa vaikutusvaltaa yuanin kurssiin, voi hallinnon kanta muuttua. Myös Kiinan vientisektorin vastustus voi hidastaa kehitystä.

Dollarin osuus tulee tippumaan nykyisestä jo pelkästään Kiinan talouden nousun vuoksi. Yuan tulee valtaamaan alaa dollarilta riippumatta Yhdysvaltain talouden kehityksestä. Myös erityisnosto-oikeuksien laajempi käyttö puoltaisi siirtymistä pois dollarijohtoisesta järjestelmästä. Dollarin asema ei tule kuitenkaan katoamaan vaan se tulee säilyttämään asemansa merkittävänä varantovaluuttana puhtaasti Yhdysvaltain taloudellisen koon vuoksi. Dollari tulee säilymään relevanttina myös yhdysvaltain poikkeuksellisen syvien ja likvidien rahoitusmarkkinoiden ansiosta, joita vastaan yksikään dollarin haastaja ei pysty kilpailemaan. Dollarin asemaa tukee myös sen nykyinen erittäin laaja käyttö ulkomaankaupassa sekä asema ensimmäisenä välitysvaluuttana. Sen arvoon on sidottu suurin määrä muita valuuttoja ja se on suosituin ulkomaankaupan laskutus- ja hinnoitteluvaluutta (Eichengreen 2011, 125). Markkinatoimijat haluavat käyttää valuuttaa, jota ne uskovat kaikkien muidenkin käyttävän ja johtoasemaa valuuttamarkkinoilla on helppo ylläpitää kun sitä tukee tottumus ja käytön helppous. Dollari on tällä hetkellä oletusarvoinen kansainvälinen valuutta.

Euron suosio tulee säilymään nykyisellä tasolla tai heikkenemään hieman, olettaen, että yhteisvaluutta-alue ei romahda omiin ongelmiinsa. Euron heikkoudet ovat suuremmat kuin sen vahvuudet ja euro tulee jäämään alueelliseksi varantovaluutaksi Euroopassa ja sen lähialueilla. Euroopan velkaongelma on todennäköisesti sitkeämpi ratkaistava kuin Yhdysvaltojen vastaava ja Euroopan pitkän aikavälin talouskasvu tulee olemaan alhaisempaa kuin Yhdysvaltojen ja Kiinan. Euron asemaa ylläpitävät sen laaja talousalue, avoimet rahoitusmarkkinat ja suuri vientisektori mutta nämä eivät riitä kompensoimaan valuutta-alueen heterogeenisestä sisätaloudesta muodostuvia ongelmia, jotka rajoittavat euron aseman kasvua dollarin rinnalle.

Sitä kuinka nopeasti tämä tulee tapahtumaan, on vaikea ennustaa. Hyvin paljon riippuu Kiinan halusta avata yuanin kansainvälistä käyttöä sekä kansainvälisen yhteisön halusta kasvattaa erityisnosto-oikeuksien määrää. Dollari nousi punnan ohitse hyvinkin nopeasti ensimmäisen maailmansodan aikana ja sen jälkeen, joten historialliselta perspektiiviltä katsoen muutos voi

tapahtua yllättävän lyhyellä aikataululla. Toisaalta silloin kehitystä nopeutti poikkeuksellisesti maailmansota ja nykymaailmassa vastaavanlaajuisen sodan uhka on täysin olematon. Ellei maailmantaloutta kohtaa jokin muu vastaavan kokoluokan poikkeuksellinen ja ennakoimaton tapahtuma, tulee kansainvälisen valuuttajärjestelmän muodostuminen monenkeskiseksi kestäväksi todennäköisemmin vuosikymmeniä. Siten kehitys peilaisi dollarin aseman vakiintumista ennen ja jälkeen toisen maailmansodan, mikä tapahtui huomattavasti hitaammin kuin dollarin ensimmäinen nousu punnan ohitse.

Tulevaisuuden valuuttajärjestelmä tulee olemaan pitkällä aikavälillä dollarin, yuanin, euron ja erityisnosto-oikeuksien muodostama monenkeskinen järjestelmä. Mikäli erityisnosto-oikeuksista ei haluta luoda kansainvälistä varantovaluutaa, voi tulevaisuuden järjestelmä olla jopa keskittynyt vain dollarin ja yuanin ympärille, missä eurolla tulee olemaan oma roolinsa Euroopassa ja sen lähialueilla. Tulevaisuuden kansainvälinen valuuttajärjestelmä tulee heijastamaan tasaisemmin maailman bkt:n koostumusta ja maailmantalouden valtasuhteita. Jokaisen varantovaluutan suurin suosio tulee keskittymään niiden omille ydinalueilleen ja erityisnosto-oikeudet ovat ainoa varantovaluutta, jonka osuudet tulevat olemaan maailmanlaajuisesti tasaisesti jakaantuneet.

Lähdeluettelo

- Bergsten, C. F. (2009, Marraskuu / Joulukuu). The Dollar and the Deficits. How Washington Can Prevent The Crisis. *Foreign Affairs*, 88(6), 20-38.
- Bordo, M. D. (1992, Maaliskuu). *The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research Working Paper Series no. 4033.
- Chinn, M., & Frankel, J. (2008). Why the Euro Will Rival the Dollar. *International Finance*, 11(1), 49-73.
- Cohen, B. J. (2009a, Syyskuu). The Future of Reserve Currencies. *Finance and Development*, pp. 26-29.
- Cohen, B. J. (2009b). Towards a Leaderless Currency System. Teoksessa E. Helleiner, & J. Kirshner, *The Future of the Dollar* (pp. 142-163). Cornell University Press.
- Cooper, R. N. (2009). *The Future of the Dollar*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Dobson, W., & Masson, P. R. (2009). Will the RMB Become a World Currency. *China Economic Review*, 20(1), 124-135.
- Eichengreen, B. (1998). *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*. New Jersey: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. New York: Oxford University Press.
- Greenwald, B., & Stiglitz, J. (2008). A Modest Proposal for International Monetary Reform. *International Economic Association Meeting*, (pp. 1-82). Istanbul.
- International Monetary Fund. (2010). *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*. The Strategy, Policy and Review Department.
- International Monetary Fund. (2011). *Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead*. The Strategy, Policy and Review Department.
- International Monetary Fund. (2012, 12. maaliskuuta). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Haettu 18. toukokuuta 2012 osoitteesta International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>
- Joshi, V., & Skidelsky, R. (2010). Keynes, Global Imbalances and International Monetary Reform. Teoksessa S. Claessens, S. Evenett, & B. Hoekman, *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).

- Kenen, P. B. (2011). Beyond the Dollar. *Journal of Policy Modelling*, 33, 750-758.
- Kindleberger, C. P. (1977, Huhtikuu). U.S. Foreign Economic Policy, 1776-1976. *Foreign Affairs*, 55(3), 395-417.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2009). *International Economics: Theory and Policy* (8. painos.). Boston: Pearson Education.
- Mateos y Lago, I., Duttagupta, R., & Goyal, R. (2009). *The Debate on the International Monetary System*. The International Monetary Fund.
- McKinnon, R. (2010). Why Exchange Rate Changes Will Not Correct Global Trade Imbalances. Teoksessa S. Claessens, S. Evenett, & B. Hoekman, *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2003, Huhtikuu). Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-31*. *The Economic Journal*, 113(487), 241-275.
- Ocampo, J. A. (2010b). Building an SDR-Based Global Reserve System. *Journal of Globalization and Development*, 1(2), Article 14.
- Ocampo, J. A. (2010a). *Why Should the Global Reserve System Be Reformed?* New York: Friedrich Ebert Stiftung. Briefing Paper 1.
- Roubini, N. (2009, 14. toukokuuta). *The Almighty Renminbi?* Haettu 18. toukokuuta 2012 osoitteesta The New York Times: <http://www.nytimes.com/2009/05/14/opinion/14Roubini.html>
- Shenk, C. R. (2010). *The Decline of Sterling. Managing the Retreat of an International Currency, 1945-1992*. New York: Cambridge University Press.
- Steil, B. (2009, Winter). The Future of the Dollar. Currency Challenges in a Globalized World. *Harvard International Review*, pp. 40-44.
- Subramanian, A. (2011). *Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Suominen, K. (2010b, 9. heinäkuuta). *The Dollar Question. Where Are We?* Haettu 10. toukokuuta 2012 osoitteesta www.voxeu.org: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5283>
- Suominen, K. (2010a). This Time Will Be Different? Addressing the Unsound Post-Crisis Drivers of Global Imbalances. Teoksessa S. Claessens, S. Evenett, & B. Hoekman, *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Truman, E. M., & Wong, A. (2006). *The Case for an International Reserve Diversification Standard*. Washington, DC.: Institute for International Economics.

Williamson, J. (2009). *Understanding Special Drawing Rights (SDRs)*. Peterson Institute for International Economics.

Wong, E., & Singer, N. (2011, 26. joulukuuta). *Currency Agreement for Japan and China*. Haettu 19. toukokuuta 2012 osoitteesta The New York Times:
<http://www.nytimes.com/2011/12/27/business/global/china-and-japan-in-currency-agreement.html>

Zhou, X. (2009). *Reform the International Monetary System*. The Bank for International Settlements. Review 41.