

Esko Sydänmäki

**Kansainvälinen valuuttayhteistyö  
ja IMF**

Suomen Pankki  
Helsinki 1986

A:65

ISBN 951-686-128-8  
ISSN 0355-6034

## ALKUSANAT

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminta, sen kehityslinjat ja mahdolliset muuttamistarpeet ovat olleet keskeisiä kysymyksiä viime aikoina kansainvälisessä talouspoliittisessa keskustelussa. Yksimielisyys valuuttayhteistyön tavoitteista tai mielipiteiden erot eivät kuitenkaan välttämättä aina heijastu samalla tavoin käytännön politiikkaan. Historian kelloa ei voi kääntää taaksepäin. Kerran tehdyt ratkaisut tai niiden puutteet vaikuttavat myöhempään järjestelmän kehittymiseen.

Selvityksessä tarkastellaan yli 40 vuoden jaksoa kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnassa. Se ei kuitenkaan rajoitu kuvaamaan järjestelmän kehityksen historiaa. Valuuttayhteistyön käsitettä lähestytään laajasti. Sen piiriin kuuluvat kaikki maiden ulkoisiin juokseviin liiketoimiin liittyvät maksut ja siirrot sekä niitä tukevat rahoitustoimet. Selvityksessä kuvataan, millä tavoin Kansainvälisen valuuttarahaston jäsenmaat sopivat valuuttayhteistyön tavoitteista ja säännöistä sekä millä tavoin nämä säännöt suhtautuivat vallitseviin taloudellisiin oloihin.

Kansainvälinen valuuttajärjestelmä rakentui pitkään tiukan lainomaisen sopimussäännösten varaan. Näitä säännöksiä tukemaan luotiin suuret mittasuhteet saanut rahoitusyhteistyö, jota tarvittiin valuuttakurssisuhteiden puolustamisessa. Maailmantalouden muutokset sekä eri maita koskevat erityistekijät ovat ratkaisseet, missä määrin yhteisesti asetettuja tavoitteita on saatettu maittain toteuttaa.

Valuuttayhteistyön toiminnallisia tavoitteita olivat ulkomaankaupan avoimuus sekä ulkomaisten liiketoimien ja niitä koskevien

maksujen vapauttaminen. Valuuttojen vapaa vaihdettavuus, esteetön ulkomaankauppa ja pääomanliikkeiden vapauttaminen eivät kuitenkaan olleet kaikissa taloudellisissa olosuhteissa sopineet yhteen valuuttakurssisuhteiden vakauden ja lyhyen aikavälin maksutase- tai yleisten talouspoliittisten tavoitteiden kanssa. Epäedullisia yhteisvaikutuksia on jouduttu lievittämään tai on haluttu lievittää joustavammalla valuuttakurssipolitiikalla sekä turvautumalla ko. sopimusten vastaisiin toimiin.

Selvitys on laadittu varsinaisten työtehtävien ohessa Suomen Pankin valuuttapolitiikan osastolla 1981 - 1986. Kieliasun on tarkastanut Annikki Leukkunen. Kuviot on piirtänyt Kristina Gustafsson. Tekstinkäsittelytyöstä on loppuvaiheessa vastannut Marita Castrén. Heille kuten myös muille työtovereilleni lausun parhaat kiitokset.

Marraskuussa 1986

Esko Sydänmäki

# SISÄLTÖ

	sivu
Alkusanat	3
1 Johdanto	7
2 Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä ja sen instituutiot	9
2.1 Syntyhistoria	9
2.2 Neuvotteluasetelmat kansainvälistä valuutta- yhteistyötä solmittaessa	10
2.3 Kansainvälisen valuuttayhteistyön tavoitteet	13
2.4 Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintamekanismi	14
2.5 Kiinteät valuuttakurssit	16
2.6 Valuuttojen vaihdettavuus	17
2.7 IMF:n jäsenkiintiöt	20
2.8 IMF:n organisaatio	22
3 Valuuttayhteistyö 1946 - 1961	24
3.1 Liikkeellelähtö	24
3.2 IMF:n rooli jälleenrakennuksen yhteydessä	27
3.3 Kansainvälinen jälleenrakennuspankki Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän tukijana	31
4 Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän kriisien aika 1960 - 1971	34
4.1 Yleistä	34
4.2.1 Valuuttavarantojen yleinen riittävyys	35
4.2.2 Kullan rooli	37
4.2.3 Sopimuksenvarainen likviditeetti	41
4.2.4 Likviditeettimekanismin puutteet	43
4.3 Valuuttojen keskinäiseen vaihdettavuuteen ja pääomanliikkeiden vapauteen liittyvät ongelmat	44
4.3.1 Valuuttojen vaihdettavuus ja markkinapaineet	44
4.3.2 Kultamarkkinoiden vakauttaminen	49
4.3.3 Englannin punnan vakautus	51
4.3.4 IMF:n rooli maksutaserahoituksessa	52
4.4 Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän oman maksutasesopeutusmekanismin joustamattomuus	54
4.5 Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden oman likviditeettikehityksen vaikutukset	57

5	Kansainvälisen valuuttayhteistyön reagointikyky ja toimivuus 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa	61
5.1	Reagointi pääomanliikkeiden vaikutuksiin	61
5.2	Valuuttajärjestelmän likviditeettikehitykseen liittyvä työ	64
5.2.1	Neuvottelut 1963 - 1968	64
5.2.2	SDR-järjestelmän aktivointi	67
5.3	Valuuttakurssien asetantaan liittyvä politiikka	69
5.4	Yhdysvaltain dollarin luottamus kriisi ja sen seuraukset	72
5.4.1	Dollarikriisin vaikutus muihin maihin	72
5.4.2	Smithsonian keskuskurssijärjestelmä	76
6	Kelluvien valuuttakurssien aika (1973-)	78
6.1	Keskuskurssijärjestelmän toimivuus	78
6.2	Valuuttarahastosopimuksen toinen sääntöuudistus	79
6.2.1	Neuvottelut 1972 - 1974	79
6.2.2	Väliaikaisratkaisut sekä toisen sääntöuudistuksen pääsisältö	81
6.3	Vapaat valuuttajärjestelyt ja valuuttayhteistyö	86
6.3.1	Ensimmäinen öljykriisi	86
6.3.2	IMF:n rooli ja toimenpiteet	89
6.4	Yhdysvaltain dollarin heikentyminen 1977 - 1979	96
7	Toinen öljykriisi	101
7.1	Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän yleistila toisen öljykriisin kynnyksellä	101
7.2	Toisen öljykriisin taloudellisista vaikutuksista	103
7.3	IMF:n ja kansainvälisen yhteisön reaktiot rahoitusvaikeuksiin	104
7.4	IMF:n rahoituskyvyn ylläpito	111
8	Tiivistelmä	113
	LÄHDELUETTELO	118
	LIITE 1. IMF kansainvälisen valuuttajärjestelmän valvojana	120

## 1 JOHDANTO

Kansainvälisen valuuttarahaston toimintaperiaatteissa ja käytännön politiikassa on tapahtunut mullistavia muutoksia 1970-luvulla ja kuluvan vuosikymmenen alussa. On siirrytty maailmanlaajuisen valuuttojen kiinteäkurssijärjestelmän oloista tilanteeseen, jossa ainakin tärkeimmät valuutat kelluvat. Pääomanliikkeet ovat muuttuneet suuriksi ja herkästi odotuksiin reagoiviksi. Taloudellinen kasvu on hidastunut viime vuosikymmenen aikana tuntuvasti. Inflaation taltuttamisesta on tullut talouspolitiikan keskeinen tavoite. Tämän vuosikymmenen alussa syntyi ns. velkaongelma, kun lukuisat kehitysmaat joutuivat suuriin vaikeuksiin.

Kansainvälistä valuuttapoliittista yhteistyötä säätelevä laitos - Kansainvälinen valuuttarahasto - on näiden taloudellisessa ympäristössä tapahtuneiden muutosten johdosta joutunut mukauttamaan toimintaansa. Valuuttarahaston perustivat aikoinaan teollisuusmaat ennen muuta omia tarpeitaan varten. Kehitysmaat ovat kuitenkin viimeisten kymmenen vuoden aikana olleet käytännöllisesti katsoen rahaston luottojen ainoa käyttäjäryhmä.

Tässä selvityksessä tarkastellaan kansainvälistä valuuttayhteistyötä valuuttapolitiikan alueella. Yhteistyö ei aina ole itsestään selvää. Jos yksittäisten maiden kansalliset lyhyen aikavälin edut ovat keskenään ristiriidassa, ei kansainvälistä yhteistyötä pidetä aina mielekkäänä, vaikka yhteistyön tulokset saattaisivat ajan oloon muodostua edullisiksi kaikille osapuolille.

Kun kansainvälistä valuuttayhteistyötä valmisteltiin 1940-luvun puolivälissä, vallitsi erittäin suuri taloudellinen epätasapaino eri maaryhmien välillä. Tämä vaikutti valuuttapoliittisen yhteistyön sääntöjen muodostumiseen. Tarvittava taloudellinen sopeutuminen kesti pitkään.

Toisessa luvussa kuvataan valuuttarahastosopimuksen syntyä, valuuttayhteistyön keskeisiä toimintamuotoja sekä sen tavoitteita. Kolmannessa luvussa tarkastellaan valuuttapoliittisen yhteistyön toteutumista ensimmäisten viidentoista vuoden aikana. Neljäs luku kuvaa 1960-lukua, jolloin Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toiminnan piti ainakin muodollisesti vastata järjestelmälle asetettuja tavoitteita. Luvussa käsitellään järjestelmän eräitä puutteellisuksia ja ulkoisia häiriötekijöitä, jotka vaikeuttivat vakaiden valuuttakurssisuhteiden ylläpitoa.

Viidennessä luvussa tarkastellaan IMF:n ja sen jäsenmaiden reagointia järjestelmän toimintaa uhkaaviin häiriöihin. Kuudennessa luvussa selostetaan, millaisia institutionaalisia muutoksia kiinteiden valuuttakurssien valuuttajärjestelmän murtuminen aiheutti kansainväliseen valuuttajärjestelmään ja IMF:n toimintaan. 1970-luvun taloudellisten mullistusten vaikutuksia kuvataan lyhyesti.

Seitsemäs luku jatkaa tätä kuvausta, sillä mm. kehitysmaiden velanhoidokriisit olivat ainakin osittain seurausta maailmantalouden muutosten vaikutuksista sekä 1970-luvulla että 1980-luvun alussa.



## 2 BRETTON WOODSIN VALUUTTAJÄRJESTELMÄ JA SEN INSTITUUTIOT

### 2.1 Syntyhistoria

Maiden ulkoisia taloustoimia koskevan sitovan säännösten tarvetta pidettiin toisen maailmansodan jälkeen suurena 1930-luvun kokemusten valossa. Syvä maailmantalouden lama 1930-luvun alussa johti ennen pitkää suoranaiseen kauppasotaan. Solmittiin kahdenkeskisiä kauppasopimuksia ja sovellettiin kilpailevia valuuttakurssien muutoksia. Uuden käyttäytymissäännösten lähtökohtana ja perustavoitteena oli vastaavanlaisen kehityskulun estäminen. Haluttiin edistää kansainvälistä kanssakäymistä ja pyrittiin luomaan olosuhteet, jotka mahdollistaisivat kansainvälisen työnjaon optimaalisen hyödyntämisen. Kansainvälisen monenkeskisen kaupan häiriötön kasvu katsottiin keinoksi edistää eri valtioiden vastavuoroisten etujen vaalimista.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli tulos lähinnä Yhdysvaltain ja Englannin talousasiantuntijoiden suunnitelmista maailmantalouden järjestämisestä tulevaisuudessa toisen maailmansodan vielä jatkueksa. Vuosina 1941 - 1943 ei edes ollut aivan selvää, kumpi sotaa käyvä osapuoli tulisi määrittämään "uuden maailmanjärjestyksen".

Uuden järjestelmän pääarkkitehdit olivat englantilainen John Maynard Keynes ja amerikkalainen Harry Dexter White. Ensimmäiset alustavat luonnokset laadittiin jo vuonna 1941. Kumpikin suunnittelijataho hahmotteli ajatuksiaan erillään toisistaan, joskin tietoisina toistensa pyrkimyksistä. Vasta vuoden 1942 loppupuolella toimitettiin luonnokset tiedoksi toiselle osapuolelle. Sekä englantilaiset että amerikkalaiset pyrkivät myöhemmin saamaan muiden liittoutuneiden ja Latinalaisen Amerikan maiden kannanotot suopeiksi omien suunnitelmiansa toteuttamiselle. Ehdotusten yhteen-

sovittaminen ja kiistanalaisten kohtien hiominen alkoi jo tällöin ja huipentui 1944 Atlantic Cityn valmistelukokouksen ja Bretton Woodsin neuvottelukonferenssin työskentelyihin (yhteinen luonnos). Konferenssiin osallistui kokousedustajia 44 maasta.<sup>1</sup>

Neuvottelukonferenssi laati kansainvälisestä valuuttayhteistyöstä lopullisen sopimustekstiehdotuksen mutta päätyi siihen, että muodostettiin kaksi järjestöä (kummallekin erillinen sopimus) Kansainvälinen valuuttarahasto (International Monetary Fund, IMF) ja Kansainvälinen jälleenrakennuspankki (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD). Niistä ensimmäinen oli tarkoitettu hoitamaan valuuttakysymyksiä ja rahoittamaan ulkomaankaupan tilapäisiä vajauksia. Jälkimmäisen järjestön rahoitustehtävänä oli jälleenrakennuksen edistäminen ja taloudelliselle kehitykselle välttämättömien investointien avustaminen. Toinen keskittyi lyhytaikaiseen ja toinen pitkäaikaiseen rahoitukseen. Molempien järjestöjen tehtävät katsottiin niin tärkeiksi, että niille erityisjärjestöinä annettiin itsenäinen asema suhteessa kansainväliseen valvovaan järjestöön, Yhdistyneisiin Kansakuntiin (YK). Kun riittävän moni maa oli ratifioinut valuuttarahastosopimuksen, se tuli voimaan 27.12.1945.

## 2.2 Neuvotteluasetelmat kansainvälistä valuuttayhteistyötä solmittaessa

Ison-Britannian muodostama imperiumi oli merkittävä maailmankaupan kehittymiseen vaikuttava tekijä ennen toista maailmansotaa. Punta oli keskeisin varantovaluutta. Sodan johdosta Englannin talous menetti pitkäksi ajaksi mahdollisuudet kohtuulliseen tavaravientiin. Tuontitarpeet sen sijaan olivat suuria (elintarvikkeet ja inves-

---

<sup>1</sup>Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän syntyhistoriasta ja valittujen toimintasääntöjen taustoista saa hyvän kuvan kirjasta Armand van Dormael: Bretton Woods, Birth of a Monetary System, 1978.

toimititavarat sekä tuotantotarvikkeet teollisuuden ja rakennustoiminnan tarpeisiin). Englannista oli tullut myös suuri velallismaa, eikä ollut nähtävissä keinoja velkaantumisen välittömään supistamiseen. Eri maiden hallussa olevat suuret (jäädytetyt) puntasaatavat muodostivat oman erityisongelmansa.

Keynesin ehdotus (Clearing Union Plan) oli johdettu näistä lähtökohdista. Englanti halusi turvata vakaat olosuhteet valuuttojen vaihdolle ja ulkomaankaupan mahdollisimman häiriöttömän toiminnan. Jotta velkojen takaisinmaksu olisi mahdollista, velallismaan ulkomaankaupan piti olla ylijäämäinen. Ulkomaankaupan ja valuuttaliikkeiden säännöstely katsottiin siis pitkään välttämättömäksi. Keynes hahmotteli automaattista multilateraalisen clearingpankin avulla tapahtuvaa maksutaseiden sopeutusprosessia. Vajeet rahoitettaisiin joustavasti clearingtilien avulla. Suunnitelmien mukaan maksutaseiden sopeutus olisi turvattu joustavalla valuuttakurssipolitiikalla; vaihtotaseeltaan alijäämäiset maat olisivat joutuneet devalvoimaan valuuttojaan ja ylijäämäiset maat revalvoimaan valuuttansa. Rahoitusyksikkönä olisi ollut kansainvälinen valuutta (Bancor), jonka arvo olisi määritelty kultasisällön perusteella. Millekään kansalliselle valuutalle ei olisi annettu keskeistä roolia.

Yhdysvaltain asetelmat ja perusedut olivat päinvastaiset. USA oli suuri velkojamaa ja sillä oli suurin kultavaranto (80 % maailman virallisista kultavarannoista). Tuotantokoneisto ei ollut kärsinyt sodan vaurioista, vaan päinvastoin sitä oli uudistettu sotatalouden vaatimusten pohjalta. White otti tavoitteekseen Yhdysvaltain edullisen aseman säilyttämisen ja pyrki siihen, että Yhdysvallat eivät tulisi yksipuolisesti ainoaksi maksavaksi osapuoleksi sodan jälkeen eri valtioiden taloussuhteita järjestettäessä. Käyttäytymissäännöt tuli laatia tavalla, joka ei häittäisi Yhdysvaltain edullista ulkomaankauppa-asemaa (vrt. s. 25). Ajatuksena Whiten stabilisaatio-rahasto oli Keynesin suunnitelmaa suppeampi. Jäsenvaltiot saattoivat nostaa rahastosta lainoja rahoittaakseen niiden turvin tilapäiset vajaukset ulkomaankaupassa.

Maailmantaloudessa vallitseva tasapainottomuus vaikutti kuitenkin siihen, että kumpikin uuden sopimusnormiston pääarkkitehti päätyi lopulta kannattamaan kahden erillisen instituution perustamista. White piti Kansainvälisen valuuttarahaston toimintasääntöjen varmistamista Yhdysvaltain kannalta ensiarvoisena tehtävänä. Keynes ajatteli sen sijaan, että Kansainvälisen jälleenrakennuspankin tulisi omien tarkoituksensa vuoksi voida puuttua nopeasti välittömiin ongelmiin. Keynes oletti, että siirtymäaika maailmantalouden normaaliin, tasapainoisempaan rakenteeseen tulisi kestämään kauan ja maat niin muodoin turvautuisivat valuutan ja ulkomaankaupan säännöstelytoimiin. IMF:n toimintasäännöt eivät tämän vuoksi olleet järin tärkeitä.

Neuvotteluasemien välillä vallinnut epäsuhta (muut maat eivät, Kanadaa lukuun ottamatta, olleet Englantia paremmassa neuvotteluasemassa) johti siihen, että neuvotteluissa Kansainvälisen valuuttarahaston osalta otettiin huomioon korostetusti Yhdysvaltain vaatimukset sopimusartiklojen muotoilussa.<sup>2</sup> Sopimusartiklat muotoutuivat sellaiseksi, että ne suojasivat ylijäämämaiden etuja eivätkä asettaneet niille sanktioita tasapuolisen sopeutusvelvollisuuden toteuttamiseksi. Sen sijaan säännöt asettivat tiukan käyttäytymisnormiston jäsenmaiden valuuttakurssikäytännölle ja ulkoisten taloustoimien toteuttamisympäristölle (= ei rajoituksia maksuille siirtymäkauden jälkeen).

Kuten kansainvälisissä sopimuksissa yleensä, oli myös valuuttarahastosopimuksessa varaumapykälä. Heikompien maiden asema turvattiin siten, että ne saivat soveltaa sopimuksen hengen vastaisia toimenpiteitä siirtymäjaksen aikana. Tämä venähti käytännössä

---

<sup>2</sup>Tämä oli IMF:n sopimuksen hyväksymisen kannalta hyvin merkityksellistä, sillä Yhdysvallat oli aiemmin osoittanut taipumusta noudattaa kansallista eristäytymispolitiikkaa. Kun USA:n korostamat tavoitteet hyväksyttiin ainakin ohjeellisiksi päämääriksi, oli sopimuksen ratifiointi helpompi toteuttaa Yhdysvalloissa.

pitkäksi. Vaikka sopimus olikin hengeltään tiukkanorminen ja tavoitteellinen, se ei ollut ehdoton mm. tämän poikkeusmääräyksen vuoksi.<sup>3</sup>

### 2.3 Kansainvälisen valuuttayhteistyön tavoitteet

Kansainvälistä valuuttarahastoa perustettaessa rahastoon liittyneet valtiot suostuivat kukin luopumaan osasta suvereenia päätäntävaltaansa yhteistyössä muiden valtioiden kanssa ja tätä yhteistyötä valvovan järjestön avulla. Uudesta järjestöstä tuli pysyvä ja sille annettiin ensimmäistä kertaa maailmanhistoriassa sekä huomattavasti hallintovaltaa että taloudellisia varoja tarkoituksensa toteuttamiseksi (vrt. s. 17 - 20 valuuttojen vaihdettavuuskysymyksestä sekä s. 20 IMF-sopimuksen lainvoimaisuudesta).

Keskeisiä toiminnallisia tavoitteita oli vakaiden valuuttakurssien saavuttaminen ja turvaaminen, eri maiden valuuttojen vaihdon hallittu toteuttaminen (=vaihdettavuus) ja pyrkimys välttää kilpailevia valuuttakurssimuutoksia. Kansainvälisen valuuttarahaston tuli toiminnallaan edistää näitä tarkoituksia ja tukea rahoituksellaan jäsenmaiden ponnisteluja näiden omissa pyrkimyksissä saavuttaa tavoitteet. Toteuttamistavaksi valittiin kiinteiden mutta sopeutettavissa olevien pariarvojen valuuttakurssijärjestelmä.

---

<sup>3</sup>IMF:n pitkäaikainen pääjuristi tulkitsi jäsenmaiden halua noudattaa IMF-sopimusta jäsenmaiden omista etunäkökohdista.

"The effectiveness of the legal norms of the Fund depends on the extent to which they are respected by members, and respect for them depends on the extent to which members are convinced that the norms promote their interest". Joseph Gold: *The Rule of Law in the International Monetary Fund*, IMF Pamphlet Series No 32, 1980, s. 11.

## 2.4 Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintamekanismi

Seikat, jotka tekivät Bretton Woodsin valuuttajärjestelmästä tehokkaan, säätelevän mekanismin, ovat helposti yksilöitävissä. Tosin niiden tehoa rajasi se, että maat eivät kaikilta osin olleet valmiit heti toteuttamaan sellaisinaan sopimusartiklojen varsinaisia tarkoitusperiä ja henkeä vaan turvautuivat omien intressiensä vuoksi siirtymäkauden rajoitusten hyväksikäyttöön.

Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmään siirryttäessä maiden tuli täyttää seuraavat ehdot:

- Jokaisen maan piti ilmoittaa rahastolle oman valuuttansa pariarvon lähtöarvo. Tämän tuli olla "vanhan käytännön" mukainen tai enintään 10 % siitä poikkeava.
- Pariarvot piti määrittää kunkin valuutan sisältämän kulltamäärän avulla tai suhteessa Yhdysvaltain dollariin (epäsuora yhteys kultaan).
- Valuuttakurssien asettamisessa piti rajoittaa maiden määräysvaltaa, koska säännöstö kielsi valuuttakurssinmuutoksen käyttämisen kilpailutarkoitukseen. Toisaalta ei suoraan sanottu, milloin kurssinmuutos oli tarpeen;
- Yli kymmenen prosentin kurssitasonmuutos tuli alistaa IMF:n johtokunnan hyväksyttäväksi.

Edelliset kohdat varmistivat käytännössä sen, että valuuttakurssien rakenne tuli suhteellisen kiinteäksi ja muutoksia tapahtui harvoin. Järjestelmää ylläpidettiin mm. seuraavilla normeilla:

- Jäsenvaltiot velvoitettiin ylläpitämään valuuttansa markkinakurssin suhteessa pariarvoon ahtaalla vaihteluvälillä ( $\pm 1\%$ ). Kurssin pitämiseksi sallituissa rajoissa jäsenmaiden keskuspankkien oli käytännössä ostettava ja myytävä tarvittaessa valuuttaansa markkinoilla (intervenoitava). Tätä varten niiden oli pidettävä valuuttavarantoa ja ne tarvitsivat interventiovaluutan (= Yhdysvaltain dollari).

- Maa, joka oli valmis vaihtamaan valuuttansa kultaan, joutui käytännössä luopumaan pariarvon vaihtelurajoista.
- Amerikan yhdysvallat sitoutui vaihtamaan kultaa hintaan 35 dollaria 1 troyunssi hienoa kultaa. (Kullan "virallinen hinta" muodostui kiinteäksi:)
- Tasapainottomuus ulkoisissa taloustoimissa rahoitettiin tilapäisesti rahastosta saatavalla luotolla. Luotot perustuivat jäsenosuusmaksuihin, joiden vaihdettavana valuuttana maksettava osuus suoritettiin IMF:lle kultana tai Yhdysvaltain dollareina, jotta ei olisi tarvinnut turvautua a) valuuttakurssien muutokseen tai b) rajoitusten käyttämiseen ulkoisten taloustoimien "tasapainon" palauttamisessa.

Mainitut puolustusmekanismit merkitsivät sitä, että Yhdysvaltain dollarin asema tuli ajan myötä hyvin keskeiseksi Bretton Woodsin järjestelmässä ja että siitä tuli kansainvälinen valuutta. Vaikka muut maat suostuivat tähän ja se oli käytännössä ainoa vaihtoehto järjestelmän tehokkaan toiminnan kannalta, Yhdysvaltain neuvottelijat pyrkivät silti tietoisesti varmistamaan tämän aseman. Yhden valuutan keskeisestä roolista aiheutui kuitenkin suoranaisia seurauksia kansainväliselle valuutta- ja rahoitusjärjestelmälle:

- Yhdysvaltain maksutaseasema muotoutui tästä lähtien osittain muiden maiden politiikasta, sikäli kuin nämä tekivät päätöksiä valuuttavarantojensa soveliaan koostumuksen (kulta/dollari) tai koon suhteen (dollareiden kerääminen).
- Kulta palautettiin jälleen kerran rahan rooliin maksujärjestelmässä; kullan uustuotanto yhdessä Yhdysvaltain maksutaseaseman kanssa määritteli kansainvälisen likviditeetin tulevan kehityksen.
- Yhdysvallat oli maailmantalouden vahvimpana maana ratkaisevassa asemassa, sillä sen politiikka välittyi muihin maihin. Yhdysvaltain oli joko oltava valmis rahoittamaan automaattisesti tai vapaaehtoisesti muiden maiden vaihto-

tasevajauksia. Jos Yhdysvaltain kilpailuasema heikkeni, järjestelmä rahoitti automaattisesti Yhdysvaltain vaihtotasevajauksen, sillä muut maat olivat itse asiassa velvollisia puolustamaan myös Yhdysvaltain dollarin kurssitasoa puolustaessaan oman valuuttansa pariärvoa.

## 2.5 Kiinteät valuuttakurssit

Vakaat valuuttakurssit olivat Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän yksi tukipilari ja kurssisuhteita ylläpitävä puolustusmekanismi sen toinen kulmapilari. Valuuttojen vaihdettavuuden tavoittelu oli sen sijaan keskeinen tavoite. Valuuttakurssien vakauden ja vientitulojen vapaan vaihdettavuuden katsottiin olevan monenkeskisen kansainvälisen kaupan edistämisen perusedellytyksiä.

Vakaiden valuuttakurssien katsottiin antavan kansainväliselle kaupalle hyvän pohjan. Toimien ennustettavuus oli hyvä. Jos valuuttakurssitarkistuksia tapahtui harvoin, voitiin hyvin ennakoida, kuinka paljon valuuttatuloja saatiin viennistä ja paljonko tuonti tulisi maksamaan. Katsottiin, että valuuttojen vaihdettavuus (sitten kun se tultaisiin saavuttamaan) edistäisi edelleen monenkeskisen kaupan joustavaa sujumista, kun valuuttatulot voitaisiin vaihtaa toiseksi, ilman että niitä tarvitsi käyttää joka kerta lähdemassa.

Häiriöt eri maiden vaihtotaseen tasapainossa voitaisiin korjata käyttämällä valuuttavarantoa tai varantoluottoja siksi aikaa, kun muut sopeutustoimet tehoavat (talouspolitiikka). Jos häiriö olisi tilapäinen, ei tarvitsisi turvautua haitallisiin rajoitustoimiin (eikä valuuttakurssin muutokseen). Jos ulkomaantalouden epätasapaino pysyisi pitkään vakaana, olisi käytettävissä aktiivinen toimi - valuuttakurssitason muutos - joka onnistuisi, kun muut maat eivät mitätöisi sen vaikutuksia omilla valuuttakurssin tarkistuksillaan.



Itse kurssijärjestelmän omaksumisen ilmeinen etu oli se, että järjestelmä olemassaolollaan edisti ulkomaankaupan varsinaisten esteiden poistamista. Kansainvälisten taloussuhteiden yksi epävarmuustekijä - epävarmuus muiden maiden valuuttakurssikäytännöistä - oli poistettu ja saatu kansainvälisen kontrollin alaiseksi. Kun valuuttakurssien kilpailevat muutokset ja tariffit sekä muut kaupan esteet ovat usein vaihtoehtoisia keinoja suojella oman kansantalouden kilpailuetuja, saatettiin vähitellen käynnistää protektionismin asteen lievitys ulkomaankaupassa kiinteiden valuuttakurssisuhteiden omaksumisen kautta.

## 2.6 Valuuttojen vaihdettavuus

Valuuttojen vaihdettavuuden määrittely osoittautui sekä käsitteellisesti että poliittisesti hankalaksi. Eri kansainväliset sopimukset ovat määrittäneet vaihdettavuuden kulloisenkin tarkoituksen mukaan tietyin legaalisin termein. IMF:n sopimusartiklat ovat josakin mielessä poikkeus. Sopimusartiklat määrittävät sellaisen valuuttojen vaihdettavuusmuodon, joka jokaisen jäsenmaan pitäisi omaksua ennemmin tai myöhemmin oman valuuttansa osalta. Se oli artikla VIII:n mukainen vaihdettavuus. Sitä varten laadittiin kaksi vaihtoehtoa a) valuuttamarkkinoiden automaattinen vaihdettavuus ja b) viranomaisten ylläpitämä keskitetty vaihdettavuus.<sup>4</sup> Jälkimmäinen vaihtoehto liitettiin tekstiin Keynesin vaatimuksesta. Hän katsoi, että jos siirtyminen vaihdettavuuteen olisi hätiköity, keskitetty vaihdettavuus antaisi viranomaisille kontrollimahdollisuuden.

---

<sup>4</sup>Keynesin keskitetyssä vaihdettavuudessa jokainen jäsenmaa oli velvollinen vaihtamaan toisen maan hallussa olevan oman valuuttansa, mikäli kyseiset valuuttamäärät olisi lähiaikoina saatu juoksevien liiketoimien ansiosta tai niiden vaihtaminen oli välttämätöntä juoksevien liiketoimien edellyttämien maksujen suorittamiseen muulla taholla.

Amerikkalaiset vaativat, että jäsenmaiden välisiä juoksevia liiketoimia ja niihin liittyviä maksuja ja siirtoja ei saanut rajoittaa, ellei jotain valuuttaa ollut rahaston toimesta julistettu "niukaksi valuutaksi" (ns. scarce currency Art. VII os. 3 b) tai ellei asianomainen maa ollut turvautunut siirtymäjaksolle sille suomiin etuoikeuksiin valuuttarajoitusten osalta.<sup>5</sup> Velkojamaan saatavat piti amerikkalaisten mukaan turvata juoksevien liiketoimien määrittelyn yhteydessä. Ulkomaisten velkojen korot määriteltiin juokseviksi liiketoimiksi. Velanhoitokriisissä myös kohtuulliset velkojen kuolelutukset voitiin katsoa juokseviksi liiketoimiksi.

Vaihdettavuuskysymyksessä korostui siten maailmantalouden tasapainottomuus. Velkojamaat pelkäsivät oman ulkomaankauppansa joutuvan kärsimään muiden maiden asettamien rajoitusten vuoksi. Velallismaat pelkäsivät, että jos vaihdettavuuteen siirrytään liian aikaisin, oma tuotantokoneisto ei pystyisi kilpailemaan paremmassa asemassa olevien maiden kanssa. Koska valuuttakurssimuutoksiin turvautuminen oli sopimuksella rajoitettu, olivat puolustautumismahdollisuudet heikot. Tilannetta vaikeutti se, että sopimuksen koh-

---

<sup>5</sup>Valuuttojen vaihdettavuuden kannalta keskeinen artikla VIII, osasto 2(a) kuului: "Jäsen-älköön VII artiklan 3 os. b) kohdan ja XIV artiklan 2 osaston mukaisin ehdoin ilman rahaston suostumusta ehkäiskö juoksevien kansainvälisten liiketoimien edellyttämien maksujen ja siirtojen suorittamista." Tämän lisäksi osastoissa 2(b) ja 3 todetaan edelleen, että osaston 2(a) kanssa ristiriidassa olevat maksusopimukset ovat mitättömiä ja ettei jäsenmaa saa harjoittaa diskriminoivia toimenpiteitä yhtä jäsenmaata tai -maita kohtaan.

teena oli pelkästään valuutta- ja rahoituspuoli, kauppajärjestelyjen tulevista pelisäännöistä ei ollut varmaa tietoa.<sup>6</sup>

Heikossa taloudellisessa asemassa olevat maat panivat toivonsa artikla XIV:n poikkeusmääräyksiin. Sodanjälkeisenä siirtymäkautena sallittiin juoksevien liiketoimien ja näitä koskevien maksujen rajoitusten käyttäminen, jos jäsenmaan maksutasetilanne vaati tätä. Amerikkalaisten tulkinta oli, että siirtyminen normaaleihin olosuhteisiin olisi kestänyt kolmisen vuotta. Aikamäärää ei kuitenkaan yksilöity sopimusartikloissa.

Jäsenmaiden tuli kuitenkin luopua maksutaserajoitusten käyttämisestä, kun maksutaseen tila sen sallisi. Rahaston piti toisaalta valvoa jäsenmaita. Kolmen vuoden kuluttua sopimusartiklojen voimaantulosta rahaston piti laatia selvitys maksutaserajoitusten käytöstä. Seurantaa ja selvityksiä jatkettaisiin tämän jälkeen vuosittain. Jos maksutaserajoitukset olisivat vielä voimassa viiden vuoden kuluttua rahaston toiminnan käynnistymisestä, pitäisi rajoituksia soveltavan maan konsultoida IMF:n kanssa rajoitusten ylläpitoon johtaneista syistä.

---

<sup>6</sup>Ulkomaankaupan tulevia järjestelyjä oli harkittu. Tarkoituksena oli perustaa oma järjestö International Trade Organisation (ITO). Yhdysvallat oli aloitteentekijä myös tältä osin. Taustalla oli vuonna 1934 säädetty "Trade Agreement Act"-laki. Laki edellytti vastavuoroisia tullien ja tariffien alentamisia Yhdysvaltain ja sen kauppakumppanien välisissä liiketoimissa. Kauppasopimukseen liittyi myös provisio "unconditional most favoured nation"-käsitteestä. Se merkitsi, että jonkin maan saama etu lankesi myös muiden maiden hyväksi riippumatta siitä, olivatko ne valmiit myönnytyksiin. Vuonna 1947 kokoonnuttiin Geneveen käsittelemään näitä kysymyksiä (33 maata). Tavoitteena oli edellä olevan mallin mukainen kansainvälisen kaupan sopimusrunko. ITO:n sopimus luonnosteltiin kokouksessa, kuten myös sopimus (kahdenkeskisistä) yleisistä tullien ja tariffien alennusneuvotteluista (GATT). ITO jäi perustamatta, kun Yhdysvallat ei ratifioinut sopimusta seuraavana vuonna. Muut maat eivät katsoneet asianmukaiseksi toimia ilman Yhdysvaltain myötävaikutusta. Neuvottelut kauppapuolella käynnistyivät siten vuonna 1947 vapaamuotoisemman ja bilateraalisisille neuvotteluille rakentuvan GATTin yhteydessä.

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminta perustui siihen, että valuuttarahaston jäsenmaat olivat valmiit noudattamaan IMF:n teknisiä toimintasääntöjä. Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän alkuvaiheissa jäsenvaltiot suostuivat kyllä noudattamaan muodollisesti vakaita valuuttakursseja ja asettivat pariarvon valuutalleen. Kiinteän valuuttakurssin vaikutuksia vesitettiin tosiasiallisesti monikursisjärjestelyillä ja suoranaisilla kaupparajoituksilla, jotka käytännössä estivät hintamekanismin toiminnan ja asettivat valuuttayms. kiintiöiden myöntäjän resurssien tosiasialliseksi allokoijaksi. Kurssinmuutokset eivät olleet tarpeellisia näissä oloissa. Samoin alkuvaiheessa turvauduttiin valuuttojen vaihdettavuuden osalta siirtymäkauden poikkeussääntöihin, eikä vielä pitkään oltu valmiita toteuttamaan asetettuja tavoitteita, sillä taloudelliset olosuhteet eivät sitä sallineet. Lisäksi valuutta- ja maksujärjestelyjen soveliaiden muotojen osalta valuuttarahastosopimuksen viitoittama kehitys kohti asetettua päämäärää oli hidas ja asteittainen.

## 2.7 IMF:n jäsenkiintiöt

Kansainvälisen valuuttarahaston jäsenkiintiöjärjestelmä on yksi järjestön keskeisistä piirteistä. Jäsenosuuden koko määrittää jäsenmaiden suhteellisen äänivallan rahastossa, jäsenmaiden rahoitusvelvoitteet rahastossa, niiden omat mahdollisuudet käyttää rahoitusta ja myöhemmin 1970-luvun alusta osuudet erityisten nosto-oikeuksien osoituksista.

Maan jäsenosuus rahastossa heijastaa maan suhteellista taloudellista kokoa. Alkuperäiset kiintiöt laskettiin Bretton Woodsin konferenssissa monimutkaisen kaavan avulla, jossa otettiin huomioon mm. jäsenmaan valuuttavarannon, bruttokansantuotteen ja ulkomaisten liiketoimien suhteelliset koot sekä talouden avoimuuden aste ja vientitulojen vaihteluherkkyys. Kiintiökysymys olikin eräs vaikeimmista neuvottelukohteista konferenssissa. Käytännössä amerikk-

kalaiset määrittivät kuitenkin, kuinka paljon Yhdysvallat suostui enintään maksamaan.<sup>7</sup> Tämän jälkeen asetettiin kokonaiskiintiömäärälle katto, jonka yli ei suostuttu menemään. Muut maat joutuivat siten tinkimään keskenään siitä, kuinka suuriksi ne saivat oman osuutensa. Jos joku maa vaati lisää, oli se otettava joltakin toiselta pois.

IMF:n jäsenkiintiöiden koko määritteli samalla myös rahaston rahoitusvarojen käyttötavan. Keynesin suunnitelma olisi yltänyt Yhdysvaltain dollarin 30 miljardin rahoitusjärjestelyyn eli puoleen jäsenmaiden vuotuisesta tuonnista. Se olisi edellyttänyt rahastolta pitkälle meneviä säätelyvelvollisuuksia jäsenvaltioiden käyttäytymisessä, vaikka nostot olisivatkin olleet suhteellisen automaattisia. Whiten tavoitteet olivat rajatumpia. Rahaston koko oli 10 miljardia dollaria ja lopulta sovittiin 8.5 miljardista dollarista. Kun Neuvostoliitto päätti olla liittymättä rahaston jäseneksi, jäsenosuuksien koko jäi 7 miljardiin dollariin. IMF:n rahoitusresurssien suhteellisen pieni määrä vaikutti rahoituksen ehdollisuuteen.

Yhdysvaltain edustajien lähtökohta oli alusta pitäen se, että IMF:n tuli turvata rahoitusresurssiensa käyttö ja takaisinmaksu luottojen ehdollisuudella. Ehdollisuuskäytännön kehittymisessä oli myöhemmin monta vaihetta. Ehdollisuuden talouspoliittinen sisältö tuli jatkuvasti entistä laaja-alaisemmaksi ja kohdistuneemmaksi. Muiden maiden kanta alkuvaiheessa oli, että rahaston luotot olisi pitänyt saada ilman mitään luottoehtoja.

---

<sup>7</sup>Jäsenosuudesta jouduttiin maksamaan aina 25 prosenttiin asti käteisenä joko kultaa tai Yhdysvaltain dollareita (riippuen varantojen koostumuksesta ja koosta). Loput jäsenosuudesta oli IMF:n käytettävissä, jos ao. maan maksutase oli hyvä. Jäsenosuuden suuruus määritteli alkuvaiheessa myös IMF:ltä saatavan mahdollisen maksimiluoton suuruuden.

IMF:n luottopolitiikka kytkettiin suoraan kiintiöihin varsinaisesti vuonna 1952. Rahasto toimi kuitenkin ensimmäiset viisitoista vuot- taan lähes kokonaan Yhdysvaltain dollarin rahoituksen varassa, sil- lä muiden maiden valuutat eivät olleet käyttökelpoisia, ennen kuin ne olivat saavuttaneet vaihdettavuutensa.

## 2.8 IMF:n organisaatio

Jokainen jäsenvaltio nimeää yhden edustajan (ja varamiehen) IMF:n hallintoneuvostoon. Hallintoneuvosto määrittelee järjestön tarkoi- tusperien pohjalta IMF:n käytännön toimintalinjat. Hallintoneu- vosto ottaa kantaa vain periaatteellisiin kysymyksiin ja kokoontuu harvoin. Muodolliset äänestykset tapahtuvat vuosikokouksessa tai sähköitse. Käytännön toimet on delegoitu järjestön johtokunnalle.

Johtokunta vastaa IMF:n toiminnasta sille suoduin valtuuksin. Yh- dessä järjestön virkamiehistön kanssa se esittelee ajoittain suosi- tuksensa uusista toimintalinjoista hallintoneuvostolle. Varsinaisia poliittisia päätöksiä tekevä taho pääsee siten melko myöhäisessä vaiheessa vaikuttamaan järjestön politiikan mahdollisiin muutok- siin.

Viisi jäsenosuudeltaan suurinta valtiota saavat nimittää oman edus- tajansa johtokunnan jäseneksi. Myös kaksi rahastoa eniten rahoitta- nutta maata saavat tämän oikeuden. Muut maat valitsevat vaaleilla yhteisiä edustajia johtokuntaan. Valittujen jäsenten lukumäärä on kasvanut sitä mukaa kuin rahaston jäsenmaiden lukumäärä on kasva- nut. Pohjoismailla on johtokunnassa yhteinen edustaja.<sup>8</sup>

Tärkeissä periaatekysymyksissä tarvittavat suuret äänten enemmistöt antavat käytännössä veto-oikeuden Yhdysvalloille tai muiden maiden

---

<sup>8</sup>Tällä hetkellä johtokunnan jäseniä on 22. Näistä puolet edustavat teollisuusmaita, loput kehitysmaita.

erilaisille ryhmille (esim. EEC-maat, kehitysmaat), mikä otetaan huomioon jo asioita valmisteltaessa. Jotkut päätökset edellyttävät rahaston hallintoneuvoston äänestystä. Niitä ovat mm. uusien jäsenmaiden liittymiset, jäsenosuuskorotukset ja sopimusartiklojen muutokset. Jälkimmäiset päätökset vaativat lisäksi jäsenmaiden ratifioinnin.

Kansainvälisen valuuttarahaston hallintomalli on suhteellisen jäykkä. Mekanismi toimii hyvin vain niin kauan, kuin kaikkien maiden tavoitteet ja edut ovat yhdensuuntaiset.

### 3 VALUUTTAYHTEISTYÖ 1946 - 1961

#### 3.1 Liikkeellelähtö

Rahaston ensimmäisenä toimintavuonna 1946 jäsenmaat ilmoittivat valuuttojen pariarvojen lähtöarvot. Ne vahvistettiin entisten kurssisuhteiden mukaisiksi ilman olennaisia tasotarkistuksia. Yhdysvallat pakotti Englannin omaksumaan valuuttansa täyden vaihdettavuuden 1947. Tämä liittyi 1946 nostetun suuren dollarilainan lainaehtoihin. Oletettiin, että muutkin maat olisivat seuranneet Englannin esimerkkiä kolmen vuoden kuluttua siitä, kun ne olivat liittyneet IMF:ään.

Englannin oli pakko palata valuuttarajoitusten käyttöön runsaan kuukauden kuluttua. Valuuttavaranto olisi muuten huvennut eikä punnan kurssitasoa olisi pystytty säilyttämään. Reaalitaloudelliset tasapainottomuudet olivat vielä liian suuret. Jälleenrakennus vaati paljon sellaisia tuotteita, joita saatiin ainoastaan dollari-alueelta. Yhdysvaltain vaihtotase kääntyi jyrkän ylijäämäiseksi ja Länsi-Euroopan maat menettivät dollari- ja kultavarantojaan alijäämiensä kattamiseksi. Niin ei voinut jatkua. Englantia kannustettiin devalvoimaan punta. Noin 30 prosentin devalvaatio vuonna 1949 laukaisi usean muun maan toimet valuuttakurssitason muuttamiseksi. Toimenpiteet paransivat myöhemmin 1950-luvulla Länsi-Euroopan maiden kilpailuasemia ulkomaankaupassa muihin maihin nähden.

Valuuttojen vapaata vaihdettavuutta ei enää tavoiteltu kolmen vuoden siirtymäaikataulun puitteissa. Maat käyttivät kukin olosuhteidensa mukaan ulkomaankaupan suoranaisia rajoituksia sekä valuuttarajoituksia. Valuuttakurssikäytännökään osalta ei kehitys ollut suoraviivainen: useat maat käyttivät monikurssijärjestelyjä tai kelluttivat valuuttojaan. Kansainvälisellä poliittisella rintamalla



kytevä epäluuloisuus aiheutti myös seurauksia valuuttayhteistyölle. Neuvostoliiton ja läntisten liittoutuneiden päävaltioiden välit eivät enää olleet yhtä välittömät kuin sodan vielä jatkuessa Saksa vastaan. Neuvostoliitto allekirjoitti Bretton Woodsin sopimuksen 1944, mutta päätti olla ratifioimatta sitä. Puola ja Tšekkoslovakia liittyivät rahastoon 1945, mutta molemmat erosivat myöhemmin siitä. Neuvostoliitto ja Itä-Euroopan sosialistiset valtiot jättäytyivät siten laajemman kansainvälisen valuuttayhteistyön ulkopuolelle.

Suurvaltojen välillä orastava kylmä sota turvallisuuspoliittisine näkökohtineen vaikutti Yhdysvaltain asenteisiin taloussuhteissa muihin maihin. Ulkoministeri George C. Marshall esitti 1947 vetoamuksen, että Yhdysvaltain tulisi avustaa Euroopan maita, jotta näiden talouselämä elpyisi ja jotta syntyisi voimakas yhtenäinen Eurooppa. Marshall-avun nimellä paremmin tunnettu nelivuotinen ERP-ohjelma (European Recovery Program) käynnistyi 1948 puolivälissä. Ryhtymällä suorittamaan tätä hyvin huomattavaa materiaalista apua Yhdysvallat omaksui vapaaehtoisesti sen maksumiehen roolin, jota se oli yrittänyt välttää Bretton Woodsin neuvotteluissa.<sup>9</sup> Perusedellytyksenä avun saamiselle oli sitä vastaanottavien maiden yhteistyö: Sitä varten perustettiin oma järjestö OEEC (Organisation for European Economic Cooperation).<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup>Yhdysvaltain osuus Euroopan osalle tulevasta avusta (Aasian maille oli vastaava ohjelma) oli 69.7 %, Kanadan 11.8 %, Latalalaisen Amerikan maiden yhteensä 7.2 % ja muiden maiden 6.2 %. Euroopan maiden oma rahoitusosuus oli 4.6 %. Lähde: Price Harry Bayard: "The Marshall Plan & Its Meaning. An independent and unbiased appraisal of the entire record" Cornell University Press. 1955 s. 89.

<sup>10</sup>1960-luvulla järjestön nimi muutettiin OECD:ksi. Tällöin myös sen jäsenpohja laajeni. Katso s. 62.

Yhdysvaltain Euroopan hyväksi myöntämän kokonaisavun summa 13.2 mrd. dollaria, oli massiivinen resurssien siirto.<sup>11</sup> Suurin osa avusta oli lahjoja. Avun turvin Länsi-Euroopan maat (pl. Suomi) kykenivät hankkimaan sellaisia investointitavaroita, joita niiden oma tuotantokoneisto ei vielä kyennyt tuottamaan. Vastaanottajamaiden kannalta avun taloudelliset vaikutukset olivat todella merkittäviä: teollisuustuotanto elpyi nopeasti ja se kasvoi hyvin voimakkaasti ohjelman aikana. Ulkoinen tasapaino parani huomattavasti, kun vientiä pystyttiin kasvattamaan ja syntyneet vaihtotaseiden vajaukset voitiin avun turvin kivuttomasti rahoittaa. Vuoden 1952 loppuun mennessä OEEC-maat saavuttivat jo ryhmänä vähäisen ylijäämän vaihtotaseessaan suhteessa Yhdysvaltoihin.

Marshall-avun yhteydessä käynnistynyt Länsi-Euroopan maiden talousyhteistyö johti hyvin laajaan ja monialaiseen yhteistoimintaan ulkomaankaupan ja valuuttajärjestelyjen alueella. Maksujärjestelyjä varten perustettiin 1950 Euroopan maksu-unioni EPU (European Payments Union). OEEC:n ja EPU:n toimintojen yhteydessä hahmottui Länsi-Euroopan maiden yhteinen linja myös kolmansia maita kohtaan. Länsi-Euroopan maiden taloudellinen yhteistyö alkoi osoittaa pian tuloksia. Kyseiset maat vähensivät vähitellen keskinäisiä kaupan esteitään ja vuonna 1954 kolme neljäsosaa ulkomaan kaupasta oli jo vapaa rajoituksista. EPU hoiti maksujen selvittämisen ja rahoituksen järjestämisen vastavuoroisilla luotoilla. Valuuttojen vaihdettavuuskysymys tuli esille jo 1950-luvun alussa. Hyvässä maksutaseasemassa olevat maat olisivat olleet valmiita nopeuttamaan siirtymistä valuuttojen vaihdettavuuden käyttöön, kun taas muut maat pyrkivät jarruttamaan siirtymistä. OEEC:n piirissä

---

<sup>11</sup>Jonkinlaisen karkean arvion avun todellisesta merkityksestä saa siitä, että Yhdysvallat luovutti neljänneksen vientituloistaan vuosina 1946 - 1953 muille maille lahjoina ja huokeina pitkäaikaisina lainoina (aikaväli on pidempi kuin itse ERP-ohjelma). Lähde: Robert Solomon: "The International Monetary System 1945 - 1976, An Insider's View, s. 19 - 20.

päätettiin vuonna 1953, että valuuttojen keskinäinen vaihdettavuus toteutuu samanaikaisesti kaikissa jäsenmaissa sitten, kun olosuhteet antavat siihen mahdollisuuden.

### 3.2 IMF:n rooli jälleenrakennuksen yhteydessä

Kansainväliselle valuuttarahastolle jäi 1940- ja 1950-luvun vaihteessa sivustakatsojan osa. Valuuttarahastosopimus asetti kyllä jäsenmaiden valuuttakurssikäytännölle tietyt raamit. IMF ei voinut kuitenkaan toimia merkittävänä luottolähteenä, eikä siihen ollut tarvettakaan Marshall-avun vuoksi. Varsinaisen maksutaserahoituksen myöntämiseen rahasto ryhtyi vasta 1950-luvun puolivälissä.

IMF keskittyi aluksi omien luototusperiaatteidensa määrittelyyn ja oman politiikkalinjan muotoiluun. Vuonna 1951 luotiin valuuttarahaston maakonsultaatiokäytäntö<sup>12</sup> ja 1952 vahvistettiin IMF:n kultaosuuden nostoja koskeva politiikka (nostettavissa automaattisesti tarpeen vaatiessa) ja määritettiin järjestön koko luototuspolitiikan perusta - valmiusluottokäytäntö. Valmiusluottoihin liitettiin talouspoliittista ehdollisuutta (1 vuoden pituinen talousohjelma), koska haluttiin turvata jäsenosuusvarojen kierto. Laina-aika vahvistettiin suhteellisen lyhyeksi, korkeintaan kolmesta viiteen vuoteen. Jäsenosuus jaettiin neljään osaan. Mitä enemmän maa nosti luottoa, sen tiukemmiksi tulivat luottojen ehdot. Ehdollisuuden vastapainona oli luottojen matala korko. Yhteistyöjärjestönä IMF

---

<sup>12</sup>Konsultaatiokäytäntö perustui artikla XIV:n alaisten rajoitusten tarkasteluun. Myöhemmin tähän yhdistyi käytäntö, että myös valmiusluottoa nostettaessa suoritettiin konsultaatiokierros.

Kun useat Länsi-Euroopan maat toteuttivat 1961 valuuttojensa täyden artikla VIII:n alaisen vaihdettavuuden, maakonsultaatiokäytäntöä päätettiin edelleen jatkaa myös muiden maiden osalta jäsenmaiden tasapuolisen kohtelun takaamiseksi. Käytännössä maakonsultaatioita suoritetaan nykyään 1.0 - 2 vuoden välein. Konsultaatioiden yhteydessä tutustutaan maiden harjoittamaan talouspolitiikkaan (erityisesti valuuttapolitiikkaan) sekä arvioidaan taloudellista tilannetta.

rahoitti luotonantonsa hyvässä maksutaseasemassa olevista maista, joille maksettava hyvityskorko (remuneration) oli matala. Ehdollisuuden tiukennus tapahtui varsinaisesti 1955.

Valuuttarahaston politiikan kiteytyminen yhdistyi ajallisesti Korean kriisin yhteydessä esiintyneiden maksutasevaikeuksien kärjistymiseen lukuisissa maissa. Rahasto antoi huomattavaa rahoitustukea niille jäsenmaille, jotka olivat joutuneet maksutasevaikeuksiin mm. raaka-aineiden hintaboomin vuoksi.

1950-luvun alussa Länsi-Euroopan valtiot harjoittivat ulkopuolisia maita kohtaan diskriminaatiota ulkomaankaupassaan. Tähän liittyvät toimenpiteet nostettiin monesti esille IMF:n johtokunnan keskusteluissa. Yhdysvaltain ja Kanadan edustajat moittivat sitä, että OEEC-maat pyrkivät kukin erikseen vaihtotaseylijäämään dollaria valuuttanaan käyttävien maiden kanssa, sillä dollareita voitiin käyttää EPU:n sisäisissä tasoitusmaksuissa. Tämä vaihe kuvaa hyvin sitä "dollaripulaa", joka vallitsi Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän alkuvaiheissa. Siinä näkyy myös hyvin ulkomaankaupan ja rahoituksen välinen tiivis yhteys. Jos haluttua valuuttaa ei muuten saatu, vaikeutettiin tuontia tästä maasta ja pyrittiin kasvattamaan vientiä.

Suezin kriisi vuonna 1956 vaikutti jälleen monen Länsi-Euroopan maan taloudelliseen kehitykseen. Raaka-aineiden hinnat kohosivat ja sotilasmenot rasittivat taloutta. Rahoitusvaikeuksissa olevat maat kykenivät nyt rahoittamaan vaihtotasevajauksensa valuuttarahaston avulla tiukentamatta ulkomaankaupan ja maksujen rajoituksia. Asteittainen ulkomaankaupan esteiden purku hidastui, mutta vain väliaikaisesti.

OEEC jatkoi työtään valuuttojen vaihdettavuuden saavuttamiseksi. Taustalla olivat vielä laajemmat talouksien yhdentymispyrkimykset (Euroopan yhdysvallat). Ulkomaankaupan vapauttaminen ja valuuttojen

vaihdeettavuuden saavuttaminen olisivat olleet välivaiheita tässä kehityksessä. Tärkeimmät Länsi-Euroopan maat ilmoittivat Kansainväliselle valuuttarahastolle 27.12.1958, että niiden valuat ovat nyt "ulkoisesti vaihdettavia". Pienemmät maat (ml. Suomi) seurasivat esimerkkiä kaksi päivää myöhemmin. Täyteen vaihdettavan valuat käyttöön ei vielä haluttu mennä. Ensin tarkasteltiin kokemuksia ulkoisesta vaihdettavuudesta.<sup>13</sup>

Poliittisella tasolla alkanut Länsi-Euroopan taloudellisten yhdenmisyyspyrkimysten edistäminen alkoi kuitenkin vaikeutua. Yhtenäistä Länsi-Euroopan talousaluetta ei kyetty pystyttämään. Maat, jotka olivat valmiit toimimaan myös poliittisella rintamalla ja jotka asettivat tavoitteekseen yhteismarkkinoiden luomisen alueillaan, toteuttivat tavoitteensa Euroopan talousyhteisön (EEC) piirissä. Maat, jotka olivat valmiit edistämään keskinäistä kauppaa, mutta jotka eivät halunneet ryhtyä pitkälle meneviin keskinäisiin poliittisiin sitoumuksiin, perustivat vapaakauppa-alueen EFTA:n. OEEC:n ja EPU:n yhteydessä tiivistynyt laaja-alainen valuuttapoliittinen yhteistyö eriytyi samalla. IMF:n sopimuksen viitoittamalla tiellä oli kuitenkin edistytty jo melko pitkälle.

Kun yhteinen valuuttapoliittinen intressi ei enää ollut itsestään selvää, valuutta-asioiden ratkaiseminen vaikeutui. Koko IMF:n ja

---

<sup>13</sup>Ulkomaankaupan määrällisten rajoitusten olennainen lievitys tapahtui Suomessa myöhemmin kuin OEEC-maissa eli vuoden 1957 devaluatation yhteydessä. Valuuttojen ulkoisella vaihdettavuudella tarkoitettiin sitä, että ulkomaalaiset (nonresidents) saattoivat vapaasti vaihtaa juoksevistä liiketoimistaan hankkimansa varat muiksi vaihdettaviksi valuutoiksi vallitsevilla valuuttakursseilla. Esim. markkasaatavia ei tarvinnut pitää suljetuilla tileillä odottamassa joko myöhempää valuatvaihtoa tai tavaranoitoa Suomesta. - Ulkoisen vaihdettavuuden saavuttaminen ei kuitenkaan taannut sitä, että jokin maa ei olisi tarvittaessa voinut soveltaa maksutasesyistä ulkomaankaupan rajoitteita. Vasta artikla VII:n velvoitteiden omaksuminen teki maan valuatasta täysin vaihdettavan valuat. Tämän jälkeen maa saattoi käyttää tilapäisiä ulkomaankaupan tai maksujen rajoituksia ainoastaan IMF:n johtokunnan luvalla.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toiminta oli 1940-luvun lopussa ja 1950-luvulla perustunut yhteneviin näkemyksiin järjestelmän toiminnasta. Vaikka Yhdysvaltain maksutase oli teknisessä mielessä "alijäämäinen" lähes koko 1950-luvun, sillä ei ollut haitallisia sivuvaikutuksia. Tämä tekninen alijäämäisyys ("official settlements balance") johtui dollarin reservivaluuttastatuksesta ja aiheutui käytännössä pääomanliikkeistä, sillä Yhdysvaltain vaihtotase (ja erityisesti kauppataase) oli ylijäämäinen. Muut maat olivat nimittäin halukkaita kasvattamaan dollarivarantojaan. Yhdysvallat harrasti itse tätä linjaa tukevaa politiikkaa. Ulkomaista sijoitustoimintaa suosittiin ja sotilasmenet tukivat Euroopassa vastaanottajamaiden taloutta. Ongelmat alkoivat kasaantua 1950-luvun loppua kohti. Yhdysvaltain maksutaseen rakenteellinen alijäämä oli saavuttanut jo merkittävän mittasuhteen, eivätkä Länsi-Euroopan maat olleet enää halukkaita ottamaan vastaan rajattomia määriä dollareita. Amerikkalaisten yhtiöiden sijoituksia alettiin myös karsastaa.

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että valuuttajärjestelmän toimivuus ei ollut aluksi kovin hyvä suhteutettuna asetettuihin tavoitteisiin. Tämä johtui jäsenmaiden suurista taloudellisista vaikeuksista ja siitä, että IMF:n sopimusjärjestelmä oli normistoinen liian tiukka jäsenmaiden omaksuttavaksi. Vaihtotaseen tasapainottaminen tapahtui turvautumalla maksujen ja ulkomaankaupan rajoituksiin, jos ulkomaista rahoitusta ei muutoin ollut saatavilla. Kun valuuttakurssit olivat kiinteät, valuuttojen pariarvo määritti ensi kädessä viennin tason. Tuontitarpeita säännösteltiin tiukasti valuuttatulojen kertymän mukaan. Pidemmällä aikavälillä kansantalouden tehokkuuden paraneminen antoi mahdollisuuden lieventää ulkoisten taloustoimien säännöstelyä Länsi-Euroopan maissa. Poliittis-taloudelliset kriisit hidastivat liberalisointikehitystä, mutta vähitellen asetettuihin tavoitteisiin päästiin.

IMF:n virallinen historiikki toteaa myös tämän mainitsemalla, että vuonna 1956 ainoastaan 24 maata 60:stä noudatti IMF:n sopimuksen

kirjaimen ja hengen mukaista efektiivistä valuuttansa kiinteätä pari-arvoa. Muut olivat jättäneet ilmoittamatta pari-arvon, mikä mahdollisti kurssitason muuttamisen, kelluttivat valuuttojaan tai harjoittivat eriasteisia monikurssijärjestelyjä. Seuraavan kymmenen vuoden aikana sopimusta noudattavien joukko nousi kuitenkin yli puoleen ja tosiasiallisesti vakaita kurssveja ylläpiti 86 % kaikista jäsenmaista.<sup>14</sup> Ulkomaankaupan esteiden purkaminen loi mahdollisuudet omaksua rahoitusvirtojen järjestelyissä markkinavoimien toimille sallivat puitteet.

Kun Länsi-Euroopan maiden valuuttojen ulkoinen vaihdettavuus oli saavutettu vuoden 1958 lopussa, ulkomaisten maksujen hoito siirtyi liikepankeille. Tätä varten pankit tarvitsivat ulkomaisia valuuttoja. Tässä yhteydessä syntyi rahoituspotentiaalia, joka mahdollisti valuuttakurssispekulaation. Syntyneet dollarimarkkinat (eli ns. euro-dollarimarkkinat) vaikuttivat hyvin ratkaisevasti kansainvälisen valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden tulevaan kehitykseen.

### 3.3 Kansainvälinen jälleenrakennuspankki Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän tukijana

Kansainväliselle jälleenrakennuspankille (IBRD) asetettiin Bretton Woodsissa tehtävä, jonka mukaan pankin tuli pyrkiä puuttumaan ennalta mahdollisten häiriölähteiden syntymiseen ja lieventää jo olemassa olevien vaikutuksia. IBRD:n sopimustekstin laatijat näkivät kaksi perustavoitetta: 1) sodan aiheuttamien vaurioiden korjaaminen (jälleenrakennus) ja 2) tuotantoresurssien kehittäminen ja

---

<sup>14</sup>The International Monetary Fund 1945 - 1965, Volume II Analysis, s. 47 - 49.

laajentaminen kehitysluottojen avulla tämän jälkeen.<sup>15</sup> Lainausperiaatteisiin kuului mm. se, että valittavien kohteiden tulisi olla huolellisesti valittuja tuottavia projekteja lähinnä jäsenmaiden yksityisessä sektorissa. Sodan jälkeiset taloudelliset vaikeudet katsottiin niin suuriksi, että julkiselle sektorille myönnettävät luotot olivat silloin tarpeellisia, jos varat ohjattaisiin taloudellisen jälleenrakentamisen vaatimiin ohjelmiin (program loans).

Institutionaaliset rajoitukset olivat alussa suuret. IBRD toimi alussa Yhdysvaltain jäsenosuussuoritusten varassa. Järjestön oma lainanotto pääomamarkkinoilta käynnistyi hitaasti. Ensimmäiset luotot vuosina 1947 ja 1948 annettiin Euroopan maille ohjelmaluottoina jälleenrakentamiseen. Ohjelmaluotot olivat luonteeltaan maksutaserahoitusta ilman varsinaista projektikohdetta, joka on pankin toiminnan päätarkoitus. Tämän jälkeen pankki ei myöntänyt kuitenkaan luottoja niille OEEC-maille, jotka vastaanottivat "Marshall-apua" "European Recovery Programin" yhteydessä vuosina 1948 - 1952. Tilapäinen luottorajoitus oli tarpeen, jotta pankki olisi voinut avustaa myös muita maita. Näin ollen myöskään Kansainvälinen jälleenrakennuspankki ei täysin täyttänyt alkuvuosinaan niitä rahoitustoihteita, joita Bretton Woodsin neuvottelujen kuluessa oli asetettu. Varsinainen maksutaserahoitus saatiin vastoin odotuksia Yhdysvalloista, vaikka tähän ei haluttukaan 1944 vielä sitoutua (vrt. s. 11).

Tästä huolimatta pankin toimintaa ei ole syytä aliarvioida. IBRD:n rahoitus oli erittäin merkityksellistä ennen Marshall-avun käynnistymistä. Pankin luotot olivat pitkäaikaisia lainoja, ja ne sisälsi-

---

<sup>15</sup>Kehitysmaiden asema oli keskeisellä sijalla Keynesin alustavissa suunnitelmissa. Hän oli mm. valmis järjestelyihin, joissa kehitysmaiden tuottamia raaka-aineita varastoitaisiin hintojen tasaamiseksi. Maailmansodan hyödyttäessä raaka-aineen tuottajia eivät kehitysmaiden erityistarpeet tulleet alkuvaiheessa otetuksi huomioon. Järjestö sai kuitenkin englanninkieliseen nimeensä lisäyksen "development".



vät pitkäkhön kuoletuksista vapaan kauden lainan alussa. Vastaanottavan maan kannalta nämä luotot olivat ensiarvoisen tärkeitä taloudellisen kehityksen vakiinnuttamiseksi. Kansainvälisen jälleenrakennuspankin toiminta laajentui ja monipuolistui 1950- ja 1960-luvulla kehitysmaiden projektien rahoittamiseen.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup>Kansainvälisen jälleenrakennuspankin toiminta laajeni kehitysmaiden itsenäistymisen myötä. Vuonna 1956 perustettiin alajärjestö IFC (International Finance Corporation = Kansainvälinen rahoitusyhtiö) sekä 1960 toinen alajärjestö IDA (International Development Association = Kansainvälinen kehitysjärjestö). Näitä kolmea organisaatiota kutsutaan Maailmanpankiksi. IFC rahoittaa yksityissektorin investointeja (ilman valtion takuita). IDA välittää kehitysyhteistyövaroja köyhimmille kehitysmaille konsessiivisina hyvin pitkäaikaisina lainoina.

## 4 BRETTON WOODSIN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN KRIISIEN AIKA 1960 - 1971

### 4.1 Yleistä

1960-luku merkitsi kansainväliselle valuuttajärjestelmälle, IMF:lle ja sen jäsenmaille uusia haasteita. Edellisen vuosikymmenen loppuun mennessä oli pystytty vakiinnuttamaan sellaiset taloudelliset olot, jotka sallivat toteuttaa valuuttarahastosopimuksen hengen mukaisen valuuttojen vapaan vaihdettavuuden useimpien teollisuusmaiden ulkoisissa taloustoimissa. Valuuttarahasto oli saatu teknisesti toimintakykyiseksi ja rahoitusrakenteeltaan monipuoliseksi useiden maiden valuuttojen tultua täysin vaihdettaviksi. Valuuttajärjestelyjä ja valuuttakurssien vakaisuutta koskeva säädöstö oli tiukka ja lainvoimainen jokaisessa IMF:n jäsenmaassa. Silti kiinteiden valuuttakurssien järjestelmä murtui vuonna 1971.

Valuuttajärjestelmän sisäisessä toimintarakenteessa oli puutteellisuksia ja häirittejä, joiden yhteisvaikutus tuli yhä selkeämmin esille ajan myötä. Kiinteän valuuttakurssijärjestelmän tukirahoitusjärjestelyt olivat vielä tehokkaita ja pystyivät lievittämään häiriöiden vaikutuksia 1960-luvun alkupuolella. Potentiaaliset spekulatiivirrat olivat vielä suhteellisen pieniä suhteessa virallisiin tukiluottoihin.<sup>17</sup> Yksittäisten maiden valuuttojen pariarvoja kyettiin pitämään yllä pitkään. Tilanne muuttui kestäättömäksi vasta sitten, kun Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän kes-

---

<sup>17</sup>IMF:n jäsenkiintiöiden yleinen 50 prosentin korotus oli suoritettu 1959. IMF:n rahoituskyky parani tämän ansiosta melkoisesti. Vaihdettavien valuuttojen lukumäärä lisääntyi myös merkittävästi 1961, joten IMF:n rahoituspohjan rakenne laajeni. IMF saattoi turvautua myös omaan lainanottoon suurten teollisuusmaiden IMF-luottojen rahoittamiseksi (ks. 52 - 53).

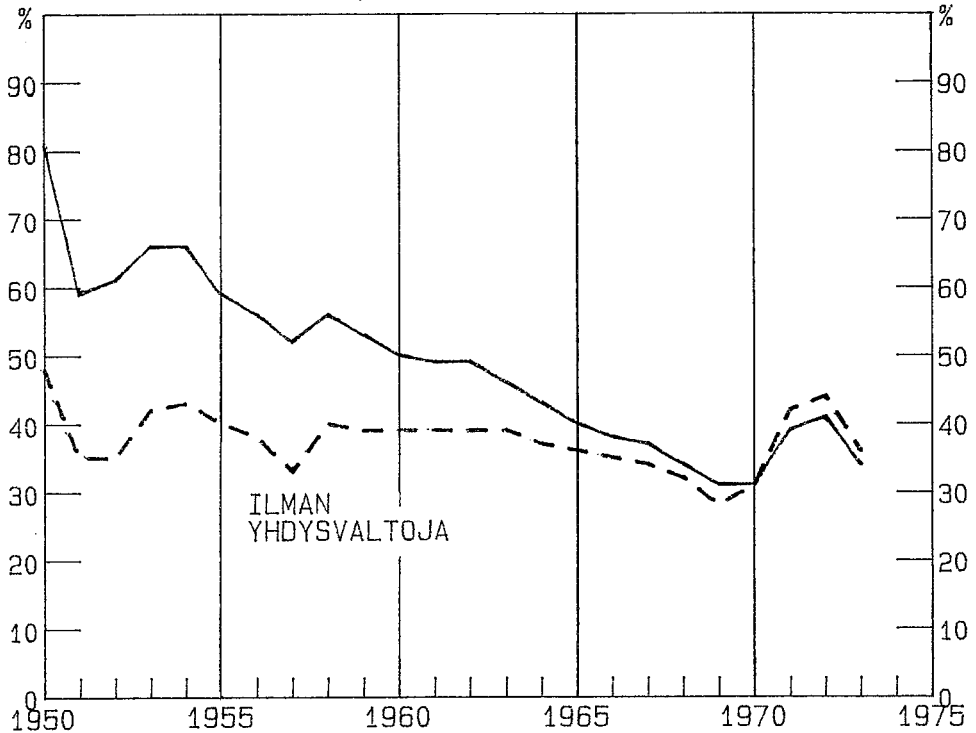
keinen valuutta Yhdysvaltain dollari menetti luotettavuutensa 1970-luvun alussa.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toimintaa haittaavien häiriöiden vaikutuksia tarkastellaan tässä luvussa erillisenä. Käytännössä kaikki häiriöt vaikuttivat yhtäaikaan.

#### 4.2.1 Valuuttavarantojen yleinen riittävyys

Valuuttavarantojen riittävyys oli yleinen huolen aihe Bretton Woodsin valuuttajärjestelmässä. Kun kansainvälinen kauppa kasvoi nopeasti, ei suhteellisesti pienenevillä valuuttavarannoilla katsottu pidemmän päälle voitavan puolustaa kiinteitä valuuttakurssisuhteita. Kuviosta 1 havaitaan, että 1950-luvun aikana IMF:n jäsenmaiden valuuttavarannot vastasivat yli kuuden kuukauden tavarantuontia. 1960-luvun loppuun mennessä tämä valuuttavarantojen ja tuonnin teoreettinen suhde aleni neljään kuukauteen (tummempi ja ylempi viiva).

Kuvio 1. IMF:n jäsenmaiden vuoden lopun valuuttavarannot suhteutettuna vuotuisen tuontiin (40 % vastaa n. 5 kk:n tuontia)



Sinänsä tämä kehitys ei ollut kovin huolestuttava. Virallisia valuuttavarantoja ei enää tarvittu niin paljon kuin ennen, sillä yksityinen pankkisektori otti itselleen ulkomaankaupan maksujen välitystehtävän 1950-luvun lopussa. Maksukäytäntö tehostui ja tilapäisen rahoituksen saanti helpottui kansainvälisen pankkijärjestelmän kehittyessä. Lukusarjaan kätkeytyy myös tilastollista harhaa, joka johtui kultavarantojen vinojakautumasta.

Kultavarannot olivat alkuvaiheessa valtaosaltaan Yhdysvaltain hallussa. Tämä maa ei kuitenkaan tarvinnut niitä, sillä dollari oli käypä valuutta kaikkialla. Sen vuoksi Yhdysvaltain varannot

on poistettu kuvion 1 valuuttavarantojen riittävyystarkastelusta. Alempi viiva kuviossa kuvaa IMF:n muiden jäsenmaiden valuuttavarantojen tuontikattavuutta. Tämä valuuttavarantojen riittävyys ei näytä ainakaan aggregaattitasolla<sup>18</sup> olleen mikään ongelma. Trendinomainen laskeva suunta on havaittavissa, mutta valuuttavarannot vastasivat kuitenkin yli viiden kuukauden tuontia lähes koko järjestelmän ajan. Käytännössä valuuttavarannot turvasivat hyvin tilapäisistä häiriöistä johtuvat valuuttatarpeet. Valuuttakurssitason puolustamiseksi oli myös mobilisoitavissa tukiluottoja.

#### 4.2.2 Kullan rooli

Kullan keskeinen asema valuuttajärjestelmässä ja varantovälineenä oli seurausta amerikkalaisten tavoitteista järjestelmää neuvoteltaessa. Taustalla olivat Yhdysvaltain sisäiset talouspoliittiset toimenpiteet 1930-luvun puolivälissä. Tuolloin oli mm. vahvistettu kullalle uusi korkea hinta, 35 dollaria troyunssilta, jolloin Yhdysvaltain kultavarannot paisuivat suuriksi. Nille piti saada käyttötarkoitus uudessa kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Kullan viralliseksi hinnaksi vahvistettiin tämä sama hinta.

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän oma luontainen likviditeetti- ja maksutaseiden sopeutusjärjestelmä jäi kullan ja dollarin vaihdettavuuden sekä kansainvälisen inflaatiokehityksen vuorovaikutusten armoille. Kullan uustuotanto alkoi vähitellen tulla kannattamattomaksi inflaation vuoksi. Varantokullan määrän kumulatiivi-

---

<sup>18</sup>Aggregaattilukujen tarkastelu kätkee luonnollisesti paljon informaatiota. Yksittäisten maiden ongelmat olivat ajoittain vakavat.

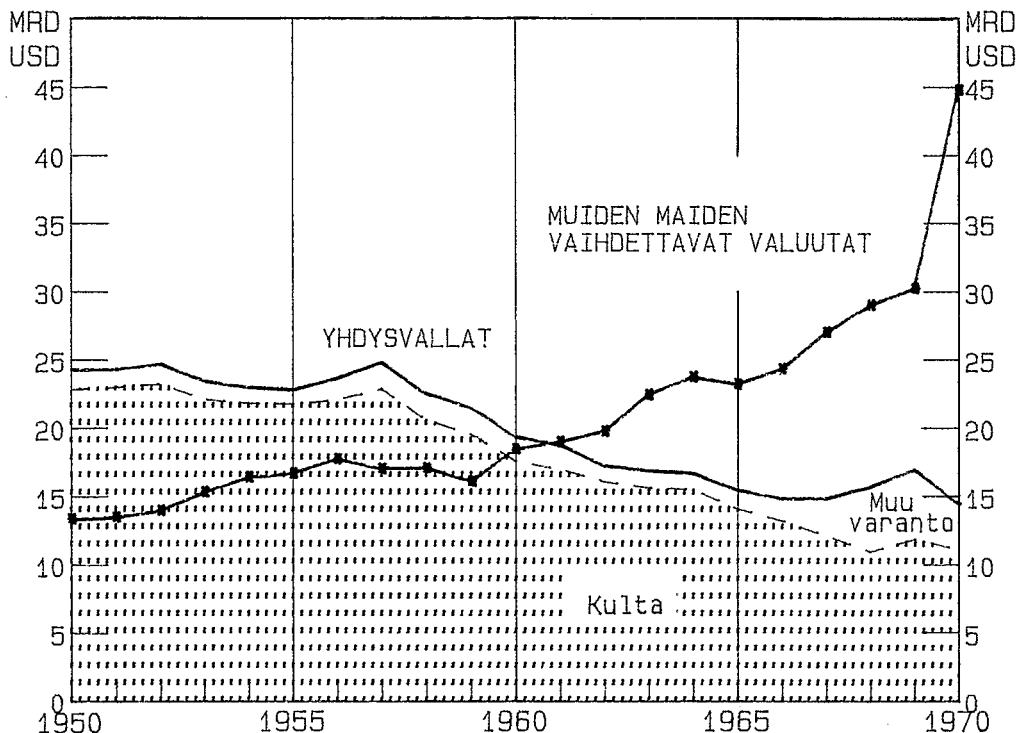
nen lisäys jäikin suhteellisen vaatimattomaksi.<sup>19</sup> Kansainvälisen valuuttajärjestelmän täytyi tukeutua päävaluuttoihin, Yhdysvaltain dollariin ja Englannin puntaan keskeisinä varantovälineinä. Varantovaluutta-asemasta aiheutui hankaluuksia erityisesti Englannille. Likviditeettivastuun turvaaminen jäi valtaosin dollarilikviditeetin kasvun varaan. Tämän vuoksi kullan markkinahinnan vakaisuuden säilyttäminen oli tärkeää. Kullan ja dollarin vapaan vaihdettavuuden asettama velvoite osoittautui ongelmalliseksi, kun muiden maiden ja yksityisten hallussa oleva dollarilikviditeetti kasvoi 1960-luvun aikana.

Kuviosta 2 nähdään Yhdysvaltain antaman kultasitoumuksen merkitys. Siinä on kuvattu Yhdysvaltain kultavarannon ja muun varannon kehitystä vuodesta 1950 vuoteen 1970. Yhdysvaltain oma varanto oli sen omien dollarivastattavien katteena. 1950-luvun loppupuolelta lähtien Yhdysvaltain kultavarannot alkoivat supistua muiden maiden vaihtaessa dollareita kullaksi. Kuviossa näkyy myös IMF:n muiden jäsenmaiden vaihdettavien valuuttojen varantokehitys. 1960-luvulla tapahtunut vaihdettavien valuuttojen määrrien voimakas kasvu tapahtui pääasiassa dollarivarantojen lisääntymisenä.

---

<sup>19</sup>Varantokullan fyysinen määrä oli korkeimmillaan 1965 eli 1.2 mrd. troyunssia. Määrältään varantokulta oli lisääntynyt vuodesta 1950 lähtien keskimäärin vain 1.4 % vuotta kohden. Tosiasiassa kasvu oli jonkin verran korkeampi, sillä osa varantokullasta oli käytetty IMF:n jäsenosuuksien ja niiden korotusten maksuun. Kansainvälisen kaupan voimakas kasvu (määrältään n. 7 % vuodessa saman ajan kuluessa) ei voinut kuitenkaan käytännössä tukeutua kullan uustuotannon kautta saatavaan likviditeettiin. Niinpä kullan suhteellinen osuus jäsenmaiden valuuttavarannoista supistui vuoden 1950 68.9 prosentista 39.7 prosenttiin vuonna 1970.

Kuvio 2. Eräiden valuuttavarantokomponenttien kehityslinjoja 1950 - 1970



Vaikka tällä vaihdettavien valuuttojen varantojen kasvulla haluttiinkin ensisijaisesti turvata valuuttamarkkinoiden häiriötön toiminta, olivat nämä dollarivarat periaatteessa milloin tahansa vaihdettavissa kultaan. Yhdysvaltain kultavarat eivät siihen enää olisi riittäneet.<sup>20</sup> Luottamus dollarin nimellisen arvon muuttumattomuuteen

<sup>20</sup>Hyvin huomattava osa kultavarannoista oli vuoteen 1968 asti sen oman setelinannon katteena ja siten käyttökeltoton vaihtoon.

heikkeni myös tästä syystä, eikä pelkästään sen vuoksi, että Yhdysvaltain vaihtotase alkoi jyrkästi heikentyä 1960- ja 1970-luvun vaihteessa.<sup>21</sup>

Bretton Woodsin sopimukseen liittyvän likviditeettijärjestelmän toimivuus oli edellä esitetyn perusteella liiaksi sidoksissa Yhdysvaltain dollariin ja kultaan. Likviditeettijärjestelmä toimi, mutta se oli yksipuolinen. Se pystyi toimimaan niin kauan, kuin maksutaseiden sopeutusmekanismi valuuttajärjestelmässä toimi. Yhdysvaltain dollarin nimellisarvon muutos ei ollut mahdollinen. Tämän vuoksi muiden maiden devalvaatiot esim. vuosina 1949 ja 1967 paransivat niiden kilpailuasemaa Yhdysvaltoihin nähden. Yhdysvaltain pääomataseen alijäämäisyys (kauppatase ja vaihtotase olivat pitkään ylijäämäisiä) rahoitti järjestelmän toimintaa. Muut maat saivat siten rahoituslähteen, josta katettiin mahdolliset vajaukset ja kasvatettiin varantoja. Tärkeimpien teollisuusmaiden kilpailuasema parantui huomattavasti 1960-luvulla. Yhä useammilla mailla alkoi esiintyä vaihtotaseen ylijäämiä. Osa syntyneistä ylijäämistä käytettiin kullan vaihtoon Yhdysvalloista. Uusmerkantilistisille asenteille rakentuvan valuuttajärjestelmän sopeutusmekanismi toimi jonkin aikaa. Järjestelmän alussa vallinnut varantokullan vino jakautuma korjaantui, kuten oheisesta taulukosta havaitaan.

---

<sup>21</sup>Vuonna 1971 muiden maiden vaihdettavien valuuttojen yhteismäärä paisui 81 miljardiin dollariin, siksi että dollariin kohdistui luottamuspuola.



Taulukko 1. IMF:n jäsenmaiden kultavarannot eräinä vuosina,  
1 000 milj. troyunssia

	Vuosi			
	1950	1960	1965	1970
Yhdysvallat	652	484	402	312
(%-osuus)	(68.5)	(44.7)	(33.7)	(29.9)
Muut maat	300	590	792	741
(%-osuus)	31.5)	(55.3)	(66.3)	(70.1)

Kun kullin uusjako oli suoritettu, valuuttajärjestelmän omat keinot yleiseen maksutaseen sopeutukseen loppuivat. Vaihtotaseeltaan ylijäämäiset teollisuusmaat olivat hyvin vastahakoisia revalvoimaan valuuttojaan 1960-luvulla. Revalvaatiot olisivat parantaneet Yhdysvaltain heikentyneitä kilpailuasemia. IMF:n sopimusjärjestelmä osoittautui yksipuoliseksi ja puutteelliseksi likviditeettijärjestelmänsä säätelyn ja maksutasesopeutusjärjestelmän yleisen sopeutusvelvollisuuden suhteen.

#### 4.2.3 Sopimuksenvarainen likviditeetti

Sopimuksenvarainen likviditeetti perustui 1960-luvulla IMF:n jäsenosuuspohjaisen rahoitusjärjestelmän kautta saatavaan maksutase-rahoitukseen, jolla tuettiin valuuttavarantoja. Jäsenmaan IMF:lle vaihdettavana valuuttana (tai kultana) maksama jäsenosuus oli tarvittaessa nostettavissa ja se luettiin maan valuuttavarantoon. Tämä jäsenosuuden neljännestä vastaava summa ei siten sellaisenaan lisännyt eikä vähentänyt jäsenmaan käytettävissä olevaa valuuttavarantoa. IMF:n varanto-osuus osoitti pikemminkin sitä rahoitus-

kustannusta, jota jokainen jäsenmaa joutui IMF:n rahoitusjärjestelmässä sopimuksenvaraisesti maksamaan.

Jos maan ulkoinen tasapaino heikkeni ja maa saattoi osoittaa, että sillä oli maksutasetarve, IMF:n varanto-osuus oli nostettavissa. Nosto on maksettava takaisin 3 vuoden aikana, eikä siitä peritä korkoa. Varanto-osuuden nosto lisäsi siten valuuttavarannon likvidiysastetta. Tämän lisäksi oli nostettavissa neljään luotto-osuuteen jaettu valmiusluotto. Valmiusluoton laina-ajan pituus oli määritelty 3 - 5 vuodeksi. Jos valmiusluotto käytettiin täysimääräisesti hyväksi, maa sai käyttöönsä jäsenosuutta vastaavan valuuttamäärän. Valmiusluoton avulla IMF:ään tukeutuvat maat saattoivat saada suhteellisen merkittäviä summia valuuttavarantojensa turvaamiseksi.<sup>22</sup>

Valmiusluotot rahoitettiin käyttämättä hyvässä maksutase- ja valuuttavarantoasemassa olevien maiden valuuttoja IMF:n luotonannossa. Kun maa luovutti valuuttaansa IMF:n käyttöön, se samalla kasvatti haluttaessa nostettavissa olevaa omaa varanto-osuuttaan (tuolloin puhuttiin ns. superkultaosuudesta).

Yksittäisen maan rahoitusvelvollisuus ulottui 100 prosenttiin jäsenosuudesta. Jos maan valuutta oli kansainvälisesti käytetty maksuvaluutta, valmiusluottokäytäntö lisäsi kansainvälistä likviditeettiä valmiusluoton osarahoituksen summalla. Jos valuutta ei ollut tavanomainen maksuvaluutta, valuuttaa luovuttava maa antoi

---

<sup>22</sup>Tämän lisäksi oli käytettävissä lähinnä kehitysmaiden erityistarpeita varten luotu vientitulojen kompensatiojärjestely (Compensatory Financing Facility, CFF), joka perustettiin 1963. CFF-järjestelyn yhteydessä voitiin saada luotto-osuuden verran IMF-rahoitusta, jos vientitulot heikentyivät järjestelyssä käytetyn laskentakaavan avulla määriteltyyn vertailutasoon nähden. Järjestelyn käyttö oli suhteellisen vähäistä 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa. CFF-järjestelyä liberalisoitiin merkittävästi vuosina 1975 ja 1979.

käytännössä Yhdysvaltain dollareita ja tosiasiaassa siirrettiin yhden maan likvidejä varoja toiselle.

IMF:n varanto-osuudella mitatun sopimuksenvaraisen likviditeetin määrä kehittyi 1960-luvulla lähinnä kahden tekijän yhteisvaikutuksesta. Toinen liittyi valmiusluottojen käyttöaktiivisuuteen ja toinen IMF:n jäsenosuuksien kokonaismäärään. Ensimmäiseen osatekijään vaikutti maksutasekehitys ja jälkimmäiseen IMF:n jäsenmaiden lukumäärän lisääntyminen sekä suoritettut yleiset pääomankorotukset. Kun IMF:n jäsenmaat huolehtivat siitä, että IMF:n jäsenosuuksien yhteiskoko vastasi hyvin niiden käyttötarkoitusta, ei sopimuksenvaraisen likviditeetin säilyttämisen osaltakaan ilmennyt vakavia ongelmia 1960-luvulla. IMF:n jäsenosuuksien yleiset 50, 25 ja 33 prosentin korotukset 1959, 1966 ja 1970 pitivät IMF:n jäsenosuuksien kokonaiskoon yli 10 prosenttina suhteessa jäsenmaiden vuotaiseen tuontiin.

#### 4.2.4 Likviditeettimekanismin puutteet

Vaikka Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän likviditeettimekanismi päällisin puolin katsottuna näyttikin toimivan suhteellisen kitkattomasti joitakin lyhytaikaisia kriisejä lukuun ottamatta, ei likviditeetin luontitapa ollut hyvä. Kun Länsi-Euroopan maat hankkivat itselleen dollareita "dollaripulan" aikana 1940-luvun lopussa ja 1950-luvun alussa, ne samalla estivät ulkomaankaupan normaalin häiriöttömän toiminnan. Toisaalta, kun dollareita katsottiin olevan liialti, niiden vaihto kultaan tai muiksi valuutoiksi aiheutti vaikeuksia sekä dollarin asemalle että dollaritulvien kohteeksi joutuneiden valuuttojen kurssitasojen ylläpidolle.

Valuuttavarantojen riittävyys- tai niiden riittämättömyyskysymys ei siis sellaisenaan haitannut Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toimivuutta ylenmääräisesti. Itse kansainvälisen likviditeetin luontitapa oli pohjimmiltaan vaikeuksien syy. Yhdysvaltain dollari

olisi tarvinnut rinnalleen riittävän ajoissa toisen mekanismin, jolla kansainvälistä likviditeettiä olisi luotu keskuspankkien kesken ja samalla vähennetty painetta dollaria kohtaan.

Kansainvälinen valuutta- ja rahoitusjärjestelmä asetti kuitenkin painopisteen yksityisen markkinamekanismin toimintaan. Yksityinen pankkijärjestelmä kehitti itse omaa kansainvälistä toimintaansa viranomaisten häiritsemättä. Viranomaiset eivät halunneet puuttua talousyksiköiden ulkomaisen valuutan saantiin.

#### 4.3 Valuuttojen keskinäiseen vaihdettavuuteen ja pääomanliikkeiden vapauteen liittyvät ongelmat

##### 4.3.1 Valuuttojen vaihdettavuus ja markkinapaineet

Valuuttojen vaihdettavuudella oli kauaskantoisia vaikutuksia. Luovuttiin keskuspankkien kontrolloimasta valuutanvaihdosta ja annettiin kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän tukeutua yhä tiiviimmin yksityisten liikepankkien suorittamaan valuutanvaihtoon ja maksujen välitystehtävään. Käytännössä tämä merkitsi myös sitä, että kansallisten rahaviranomaisten ja IMF:n täytyi mukautua yksityisestä rahoitusjärjestelmästä tuleviin signaaleihin, kun keskuspankit olivat luopuneet ulkomaankaupan maksujen välittäjätehtävästä lakkauttaessaan bilateraalsiin sopimuksiin perustuvat clearingjärjestelyt (IMF:ään kuuluvien maiden kesken).<sup>23</sup>

Alkuvaiheessa eli 1959 havaittiin hyvin pian, että valuuttakursien sallittu vaihteluväli oli liian ahdas. Keskuspankit joutuivat

---

<sup>23</sup>Artikla VIII antoi keskuspankeille mahdollisuuden hoitaa keskenään valuuttojen vapaa vaihdettavuus. Tätä varauksikohtaa ei kuitenkaan käytännössä ole juuri käytetty ja valuuttojen vaihto on tapahtunut liikepankkien välityksellä. "Proposed Second Amendment to Articles of Agreement of the International Monetary Fund, a Report by the Executive Directors to the Board of Governors, IMF March 1976, s. 14.

intervenoiimaan alinomaan, jotta valuuttakurssi olisi pysynyt sallituissa marginaaleissa. Jotta ulkomaankaupan maksujen hoito olisi voinut tapahtua sujuvasti, piti valuuttakurssien vaihteluväliä väljentää. Kansainvälinen valuuttarahasto päätti sallia heinäkuussa 1959, että eri valuuttojen päivittäiset käteiskurssit saivat dollarin pariarvon kautta laskettuina ristikursseina poiketa toisistaan  $\pm 2$  %. Tämä kaksinkertaiseksi laajennettu markkinakurssien vaihteluväli oli voimassa aina keskipäiväjärjestelmään siirtymiseen asti vuonna 1971.<sup>24</sup>

Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän sujuvaa toimintaa alkoi hankaloittaa se, että valuuttojen vaihdettavuus merkitsi välittömästi suoranaista haittaa valuuttajärjestelmän omassa toiminnassa ja kansainvälisessä kaupassa käytetyille keskeisille valuutoille. Järjestelmä perustui kultavaruuskantaan, jossa Yhdysvaltain dollarin ja vähimmäisessä määrin Englannin punnan pariarvojen katteena oli näiden maiden kultavarannot. Mitä enemmän kansainvälinen kauppa tarvitsi maksuvaluuttoja, sitä haavoittuvammaksi tuli varantovaluuttamaiden asema. Valuuttojen vaihdettavuudesta ei sinänsä ehkä olisi tullut suurta ongelmaa, ellei siihen olisi liittynyt suurten teollisuusmaiden salliva asenne pääomanliikkeiden vapauden suhteen. Pääomanliikkeet tulivat myöhemmin vaikuttamaan

---

<sup>24</sup>Joseph Gold: "The Fund's Concepts of Convertibility" IMF Pamphlet Series No. 14, s. 28 - 30.

viranomaisten toimintareaktioihin ja kansainvälisen valuuttajärjestelmän yleisiin toimintamahdollisuuksiin.<sup>25</sup>

Valuuttajärjestelmän ensimmäinen suuri toiminnallinen kriisi 1960 - 1961 viitoitti käytännössä ne toimenpiteet, joihin IMF ja sen jäsenmaat saattoivat ryhtyä valuuttojen pariarvojen puolustamiseksi. Päävaluuttojen asema onnistuttiin vakiinnuttamaan 1960-luvun alussa. Käytännössä kyettiin kuitenkin ainoastaan lieventämään pääomanliikkeiden vaikutuksia.

---

<sup>25</sup>Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän teoreettinen tausta rakentui sellaisen kehikon varaan, jossa tarkasteltiin lähinnä ulkomaankaupan tasapainoa ja sen palauttamista joko valuuttakurssimuutoksen (devalvaatio/revalvaatio) tai eri maiden suhteellisten hintatasojen (kotimaisen) muutoksen avulla. Suurten epävakaisten pääomanliikkeiden esiintymistä ei osattu ennakoida valuuttajärjestelmän suunnitteluvaiheessa paitsi siinä mielessä, että jäsenmaiden sallittiin kontrolloida pääomanliikkeitä.

Pääomanliikkeiden avoimuusaste muuttui tietenkin jatkuvasti. Pääomanliikkeiden säätelyä lievitettiin samassa tahdissa kuin juokseviin liiketoimiin (ulkomaankauppa) ja niihin liittyviin maksuihin (valuuttatoimet) kohdistuvia rajoituksia lievennettiin tai poistettiin. Vuonna 1961 vallitsi jonkin aikaa tilanne, jossa pääomanliikkeet olivat suurissa teollisuusmaissa melko vapaat rajoituksista. Tämä johtui siitä, että ao. maat olivat omaksuneet valuuttojensa vapaan vaihdettavuuden ja olivat myös sitoutuneet OECD:n yhteydessä noudattamaan näkymättömiin liiketoimiin liittyvää koodia.

Ajoittaiset maksutasevaikeudet aiheuttivat myöhemmin vastatoimia. Pääomanliikkeiden suuntiin ja asteisiin pyrittiin maksutasesyistä vaikuttamaan kontrollitoimenpiteillä. Kontrollitoimenpiteetkään eivät kuitenkaan olleet tarpeeksi tehokkaita estämään pääomanliikkeitä vaihtotaseeltaan alijäämäisistä maista ylijäämäisiin maihin silloin, kun luottamus valuuttojen pariarvojen pysyvyyteen oli mennyt.

Pääomanliikkeiden ja niihin kohdistettujen rajoitustoimien merkityksestä on hyvä tiivistelmä kirjassa "Changing Perceptions of Economic Policy", Essays in honour of seventieth birthday of Sir Alec Caincross, Edited by Frances Caincross: Kirja sisältää Alexandre Lamfaloussyn analyysin ja Chris Allsopp'in kommentit aiheesta s. 194 - 222.

Englannin punnan asema tuli hyvin haavoittuvaksi vaihdettavuuden omaksumisen jälkeen. Punnan kohtalo vaikutti myös dollarin luotettavuuteen, sillä nämä valuutat olivat käytännössä vaihtoehtoisia varantovaluuttoja. Jos toinen joutui vaikeuksiin, se vaikutti myös toisen asemaan.<sup>26</sup>

Punnan vakaisuuden turvaamista hankaloitti paitsi sen varantovaluuttastatus myös Lontoon toiminta kansainvälisenä finanssikeskuksena. Europankkitoiminta oli käynnistynyt siellä jo 1950-luvun puolivälin tienoilla, ennen valuuttojen ulkoisen vaihdettavuuden toteuttamista. Kultamarkkinat oli avattu jo 1954. Pitkään jatkunut valuuttakontrolli esti kuitenkin 1950-luvulla sen, ettei kultamarkkinoiden hintakehityksestä aiheutunut haittaa kansainväliselle valuuttajärjestelmälle. Valuuttojen vaihdettavuus salli Lontoon finanssikeskuksen tarjoamien rahoitusmahdollisuuksien hyväksikäytön ja aiheutti vakavia seurauksia valuuttajärjestelmän sujuvalle toiminnalle.

Eri maiden keskinäinen taloudellinen riippuvuus lisääntyi jyrkästi siirryttäessä valuuttojen vaihdettavuuteen. Tähän ei ollut riittävästi varauduttu, vaikka mahdollisista ongelmista oli varoitettu mm. Robert Triffinin kirjoituksissa.<sup>27</sup> Epävakaiset lyhytaikaiset

---

<sup>26</sup>Vuoden 1959 lopussa IMF:n jäsenmaiden dollari- ja puntavarannot olivat yhtä suuret; kumpikin vastasi 10 miljardia dollaria. Punta-varannoista huomattava osa oli kuitenkin jäädytetty Englannin ja punta-alueen maiden keskinäisillä sopimuksilla. Järjestelmän likvidiys rakentui täten merkittävästi dollarin varaan. Lähde: Robert Solomon mt. s. 29.

<sup>27</sup>Robert Triffin kirjoitti Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Bulletinin (Mars & June 1959) kaksi artikkelia, joissa hän varoitti Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän likviditeettimekanismin yksipuolisuuden vaikutuksista sekä kansallisten talouspoliittisten linjojen ja talouskehityksen välisten aste-erojen ristiriitaisuuksien mahdollisista vaikutuksista. Ratkaisuksi hän ehdotti kansainvälisesti kontrolloitua likviditeettiä. Uusi likviditeettimekanismi korvasi jo käytössä olevia maksuvälineitä. Katso Susan Strange: s. 195 - 203 "International Relations in the Western World 1959 - 1971 Volume 2: International Monetary Relations.

pääomanliikkeet saattoivat saada virikkeitä myös viranomaisten toimien johdosta. Yhdysvaltain ja Englannin harjoittama rahapolitiikka oli vastakkaissuuntaista vuosina 1960 - 1961. Yhdysvallat pyrkivät elvyttämään talouttaan löysentämällä rahapolitiikkaansa. Englannissa maksutasepaineet vaikuttivat siihen, että rahapolitiikan linja oli hyvin kireää. Lontoossa vallinneet suhteellisen korkeat pankkikorot houkuttelivat lyhytaikaista rahoituspääomaa Yhdysvalloista ja myös Manner-Euroopasta.

Seuraavat tapahtumat olivat hyvin luonteenomaisia Bretton Woodsin valuuttajärjestelmälle. Lyhytaikaista pääomaa virtasi ulos Yhdysvalloista 1.3 mrd. dollaria vuonna 1960 pääasiassa vuoden loppupuolella. Englanti vastaanotti samaan aikaan 2.5 mrd. dollaria lyhytaikaista pääomaa.<sup>28</sup> Vaikka määrät eivät sinänsä olleet suuria ja vaikka lyhytaikaisen pääoman liikkeet rahoittivat Englannin vaihtotasevajeen vuonna 1960, lyhytaikainen pääoma oli hyvin herkkäliikkeistä ja merkitsi huomattavaa markkinalikviditeetin kasvua pankki-sektorissa. Pääomanliikkeiden merkityksestä saa kuvan vertaamalla niiden kokoa viranomaisten hallussa oleviin dollari- ja puntavarantoihin, jotka olivat olleet 10 mrd. dollarin suuruisia edellisen vuoden lopussa.

Osa markkinalikviditeetistä ohjautui jo vuonna 1960 Lontoon kulta-markkinoille aiheuttaen siellä kullan hinnan nousupaineita, ts. spekulatiota dollarin pariarvoa kohtaan. Osa likvidistä pääomasta ajautui myöhemmin keväällä 1961 sysäyksenomaisesti Länsi-Euroopan maihin ja aiheutti vaikeuksia sekä Englannin punnan että kohdemaiden valuuttojen pariarvojen ylläpidolle.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup>Susan Strange mt. s. 74 ja 87.

<sup>29</sup>Belgia, Ranska, Länsi-Saksa, Irlanti, Italia, Luxemburg, Hollanti, Ruotsi ja Englanti ilmoittivat 10.2.1961 Kansainväliselle valuuttarahastolle, että ne olivat valmiit omaksumaan artikla VIII:n tarkoittaman valuuttojensa vaihdettavuuden. Itävalta teki samoin elokuussa 1961. Länsi-Saksan markka ja Hollannin florini oli revalvoitu 5 prosentilla maaliskuun alussa 1961. Tämä aiheutti valuuttamarkkinoilla spekulatioita lisärevalvaatioista.



Kullan markkinahinnan voimakas nousupaine syksyllä 1960 uhkasi koko valuuttajärjestelmän toiminnan kannalta tärkeää Yhdysvaltain dollarin pariarvoa. Jos kullan markkinahinta olisi pitkään asettunut kullan virallisen hinnan yläpuolelle, muut maat olisivat saaneet vahvan yllykkeen vaihtaa lyhytaikaisia dollarisaataviaan kullaksi Yhdysvalloissa. Huoli ei ollut aiheeton, sillä Yhdysvaltain kultavarannot supistuivat vuosien 1958 - 1960 aikana 5 mrd. dollaria ja kultavarannot vastasivat vuoden 1960 lopussa enää 17.8 mrd. dollaria.<sup>30</sup> Yhdysvaltain kultavarojen jyrkkä supistuminen uhkasi aiheuttaa dollarin pakkodevalvaation. Dollarin devalvaatiota ei kuitenkaan tuolloin pidetty tarkoituksenmukaisena koko kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan kannalta. Devalvaatio olisi todennäköisesti aiheuttanut sarjan muiden maiden devalvaatioita. Tämä olisi vaikeuttanut valuuttajärjestelmän sujuvaa toimintaa. Kullan hintakehitys oli saatava kuriin.

#### 4.3.2 Kultamarkkinoiden vakauttaminen

Englannin keskuspankki toimi käytännössä Lontoon kultamarkkinoiden hinnansäätelijänä. Se suoritti tarpeen vaatiessa tukiostoja tai -myyntejä pitäessään kullan markkinahinnan sallituissa marginaaleissa (virallinen hinta  $\pm$  kuljetuskustannukset New Yorkiin). Kullan voimakas kysyntä kulutti vuonna 1960 huomattavasti keskuspankin kultavarantoa ja heikensi täten Englannin punnan omaa uskottavuutta. Interventiovelvoitteensa lievittämiseksi pankki ilmeisesti salli lyhyeksi aikaa sen, että kullan hinta sai muodostua vapaasti 1960. Hinta oli välillä yli 40 dollarissa troyunssilta.<sup>31</sup>

Yhdysvallat ilmoitti välittömästi aikovansa jatkaa dollarin ja kullan vaihtositoumustaan eri maiden rahaviranomaisten kanssa. Yhdys-

---

<sup>30</sup>Robert Solomon: mt. s. 41 ja International Financial Statistics Yearbook.

<sup>31</sup>Susan Strange mt. s. 75.

vallat ryhtyi sen takia tukemaan Englannin keskuspankin politiikkaa Lontoon kultamarkkinoiden hintasäätelyssä. Katsottiin myös, että kultamarkkinoiden muodostama uhka vaatii muitakin toimenpiteitä, jotta voitaisiin olla varmoja siitä, että hintahäiriöt eivät päässi toistumaan.<sup>32</sup>

Tässä tarkoituksessa Yhdysvaltain hallitus kielsi vuoden 1961 alussa omia kansalaisiaan ja yrityksiään hankkimasta kultaa haltuunsa ulkomailta. Aiemmin kiello oli koskenut vain Yhdysvaltain sisäistä kauppaa. Kielto astui voimaan kesällä 1961. Samana vuonna Yhdysvallat esitti aloitteen laajapohjaisen kultapoolin asettamisesta kullan hinnan tukijaksi Lontoon kultamarkkinoilla. Itse Yhdysvallat oli valmis sijoittamaan 135 milj. dollaria Englannin keskuspankin käyttöön, jos Länsi-Euroopan maat yhdessä olisivat valmiit samaan sijoitukseen. Pooli syntyi ja toimi menestyksellisesti usean vuoden ajan.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup>Yhdysvaltain dollarin pariarvon puolustamisen keinovalikoimaa lisättiin merkittävästi vuosina 1960 ja 1961. Yhdysvallat ryhtyi valuuttainterventioihin sekä avista- että temiinimarkkinoilla. Muille maille tarjottiin dollarivarojen sijoituskohteeksi ns. Roosa-obligaatioita. Nämä olivat sijoittajan oman valuutan määräisiä 2 vuoden obligaatioita, jotka olivat haluttaessa konvertoitavissa Yhdysvaltain valtion 90 päivän vekseleihin. Dollarivaroja voitiin näin sijoittaa pidempiaikaiseen kurssiriskittömään muotoon. Hallitus asetti myös tavoitteita maksutaseen kehitykselle, jotta voitaisiin lievittää dollariin kohdistuvia paineita. Korkomääräyksiä tarkistettiin ja Federal Reserve System (FED) perusti keskuspankkien välisen swap-luottojärjestelyn. Dollaria tuettiin myös muuttamalla talouspolitiikkaa. Maksutaseen eri erille asetettiin tavoitteita.

<sup>33</sup>Länsi-Saksa sijoitti 35 milj. dollaria, Englanti, Ranska ja Italia kukin 25 milj. dollaria sekä Belgia, Hollanti ja Sveitsi kukin 10 milj. dollaria. Aluksi kultapooli möi kultaa. Tilanteen vakiinnuttua se saattoi ryhtyä ostamaan kultaa. Tällä tavoin osallistuvat maat pystyivät kasvattamaan kultavarantojaan rahoitusosuuksien osoittamassa suhteessa vuosina 1962 - 1966. Seuraavan 2 vuoden aikana kultapoolin toiminta alkoi kuitenkin rasittaa osallistuvien maiden kultavarantoja. Kultapooli lakkautettiin keväällä 1968, jolloin yksityiset ja viralliset kultamarkkinat erotettiin toisistaan.

IMF:n jäsenmaat saivat siten käytännössä neuvotteluaikaa valuuttajärjestelmän perusteiden mahdollista tarkistamista varten. Yhdysvaltain dollari sai myös hengähdysaikaa. Sen asemaa kyettiin tukemaan ja vakiinnuttamaan 1960-luvun alkupuolelle. Jäsenmaiden keskenään eroavat näkemykset mm. kullin asemasta valuuttajärjestelmässä estivät kuitenkin sen, ettei neuvotteluissa välittömästi syntynyt tuloksia muuta kuin tukiluottojärjestelyiden aikaansaamisessa. Periaatteelliset keskustelut vaativat runsaasti aikaa. Kansainvälisen likviditeetin säätelyyn liittyvissä keskusteluissa edistytettiin vasta 1960-luvun jälkipuolella.

#### 4.3.3 Englannin punnan vakautus

Myös Englannin punnan asemaa tuettiin monenkeskisillä interventioidilla. Vuonna 1961 julkistettiin Kansainvälisen järjestelypankin (Bank of International Settlements, BIS) yhteydessä ns. Basel-sopimus, joka koski Englannin punttaa.<sup>34</sup> Siinä painotettiin keskuspankkien välistä yhteistyötä valuuttakurssien vakauden säilyttämiseksi keskinäisten tukiluottojen avulla. Käytännössä tämä merkitsi sitä, että osallistuvat keskuspankit eivät vaihtaneet haltuunsa tulevia puntia heti muiksi valuutoiksi. Englannin keskuspankki vaihtoi kerätyt puntavarat kuuden kuukauden kuluttua Yhdysvaltain dollareiksi tai kullaksi. Väliaikana varoille oli annettu kurssitakuu. Luotot toimivat esimerkkeinä myöhemmin perustetulle Yhdysvaltain Federal Reserve Systemin ja muiden keskuspankkien swap-luottoverkostolle.

Kansainvälisen järjestelypankin rooli punnan tukemisessa oli tärkeä. BIS otti keskuspankeilta vastaan sellaisia dollaritalletuksia, joita oli saatu punnan myynneistä Englannin keskuspankille, ja palautti dollarit lyhytaikaisena lainana takaisin Englannin keskus-

---

<sup>34</sup>Vastaavantyyppisiä tukijärjestelyjä mobilisoitiin punnan tueksi myös 1968 ja 1977.

pankkiin. Lyhytaikaisiin pääomanliikkeisiin liittyvät häiriöt saatiin näin osittain neutralisoiduksi keskuspankkien yhteistoimilla. BIS:in myöntämä punnan tukiluotto kohosi 900 milj. dollariin. Jotta Englannin keskuspankki olisi kyennyt kuolettamaan saamansa luoton, Englannin täytyi turvautua vielä samana vuonna IMF:n rahoituksen käyttöön.

Englannille myönnettiin syksyllä 1961 IMF:n historian siihen asti suurin rahoitusjärjestely: 1.5 mrd. dollaria. Rahoitustuen teki mahdolliseksi Englannin Bretton Woodsin neuvotteluissa saama suhteellisen suuri jäsenosuus IMF:ssä. Tukiluottojärjestelyt vakiinnuttivat Englannin punnan aseman 1961. Menestys jäi kuitenkin väliaikaiseksi. Englannin punta joutui toistuvien kriisien kohteeksi vuosina 1964 - 1967.

#### 4.3.4 IMF:n rooli maksutaserahoituksessa

Kansainvälisen valuuttarahaston jäsenosuuksiin perustuvan rahoitusjärjestelmän toiminnallisuus osoittautui yksipuoliseksi 1961 Englannille myönnetyn suuren 1.5 miljardin dollarin IMF-luoton yhteydessä. IMF:n rahoitusasemaa kiristi Yhdysvaltain heikko maksutasetilanne. Tämän vuoksi dollaria voitiin käyttää vain kolmanneksen verran luoton rahoittamisessa.

Näin ollen huomattava osa IMF:n likvideistä käyttövaroista oli Englannin käytössä. Tämän vuoksi käynnistettiin Kansainvälisen valuuttarahaston ja kymmenen suurimman teollisuusmaan väliset neuvottelut IMF:n rahoitusaseman parantamiseksi. Rahaston johtokunta saattoi hyväksyä tammikuussa 1962 sopimusluonnoksen uutta ns. General Arrangements to Borrow eli GAB-rahoitusjärjestelyä varten. Järjestely tarkoitti IMF:n ja järjestelyä rahoittavien maiden välistä keskinäistä luottosopimusta. Sen puitteissa rahasto pystyi ottamaan luottoa ao. maista, jotta se kykenisi joustavasti rahoittamaan sopimuksen piiriin kuuluvan maan (tai maiden) IMF-luoton

käytön. Tämä tapahtui IMF:n normaalin jäsenosuuspohjaisen rahoitusjärjestelmän ulkopuolella.

Kansainvälisen valuuttarahaston osalta tilanne oli aluksi kuitenkin juridisesti hankala. Vaikka rahaston piti tarkoituksensa nojalla puolustaa vakaita valuuttakursseja, olivat sen toimintamahdollisuudet tällä kertaa rajoitetut. IMF:n säännöt kielsivät rahastoa myöntämästä rahoitusta maalle, jossa esiintyi valuuttapakoa. Pääomanliikkeiden neutralointia varten suunnitellun GAB-rahoitusjärjestelyn toteuttaminen oli mahdollista, kun tulkittiin IMF:n sääntöjä niin, että osittainen poikkeama sääntöjen eräästä osatavoitteesta sallittiin järjestön yleistarkoituksen hyväksi.<sup>35</sup>

GAB-rahoitusjärjestely oli luonteeltaan suljettu ja sitä käytettiin vain siihen osallistuvien maiden IMF-rahoituksen järjestämiseen. Kun riittävä määrä maita oli ratifioinut sopimuksen, GAB-rahoitusjärjestely tuli voimaan lokakuussa 1962.<sup>36</sup> Rahoitusjärjestely oli määrältään 6 mrd. Yhdysvaltain dollaria. Järjestelyn oli tarkoitus olla voimassa 5 vuotta, mutta sen voimassaoloaikaa on uudistettu. Valuuttarahasto ja sen suuret jäsenmaat saivat käyttöönsä järjestelyn, jonka avulla lyhytaikaisten pääomanliikkeiden häiriövaikutuksiin voitiin tarvittaessa puuttua. Järjestelyn rahoituspotentiaali kohosi useaan miljardiin dollariin (2 - 4 mrd. dollaria). Osallis-

---

<sup>35</sup>Tässä tapauksessa katsottiin, että sääntöjen johdantoartiklassa esitetyt yleistavoitteet ja niiden tavoittelu on tärkeitä kuin yksityiskohtaisen osatavoitteen noudattaminen. Valuuttakursien vakaisuuden säilyttäminen katsottiin tärkeämmäksi kuin kieltä rahoittaa pääoman ulosvirtausta IMF:n varoin. Ks. IMF:n historiikki mt. s. 572.

<sup>36</sup>Katso esim. The International Monetary Fund 1945-1965 mt. s. 376. GAB-rahoitusjärjestelyn keskinäisiä rahoitusosuuksia on ajoittain tarkistettu, mutta järjestelyn koko säilyi kuitenkin pitkään lähes muuttumattomana. Järjestelyn olennainen tarkistus ajoittui vuoteen 1983, jolloin päätettiin moninkertaistaa järjestelyn koko ja mahdollistettiin järjestelyn edunsaajapiirin laajentaminen tietyillä edellytyksillä.

tuvilla mailla oli optio pienentää omaa suhteellista rahoitusosuuttaan tai olla kokonaan osallistumatta, jos maan oma maksutaseasema oli heikko. Uusi tukirahoitusverkosto oli kuitenkin teknisesti hyvin toimintakykyinen.

#### 4.4 Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän oman maksutasesopeutusmekanismin joustamattomuus

Valuuttarahastosopimus perustui kansallisten etujen kunnioittamisen periaatteelle, vaikka se asettikin tiukan lakiin perustuvan normiston valuuttajärjestelyjen toteuttamiselle. Jokaisella rahaston jäsenmaalla oli oikeus säädellä oman kansantaloutensa toimintaa talouspolitiikan keinoilla. Kansallisten etujen kunnioittaminen asetettiin kuitenkin valuuttarahaston hankalaan asemaan. Vaikka toimitusjohtaja ja sen virkamiehistö saattoivat nähdä järjestelmän toiminnassa puutteellisuuksia, ei korjaustoimenpiteiden toteuttaminen ollut helppoa, koska eri maaryhmien keskenään ristiriitaisten etujen yhteensovittaminen oli vaikeata. Valuuttakurssien asetantaan liittyvät harkinnanvaraisuudet tekivät esim. devalvaation tai revalvaation suosittamisen erityisen arkaluonteiseksi. Valuuttojen pariarvojen muutokset tapahtuivatkin ylen harvoin ja yleensä pakottavissa tilanteissa.

Valuuttakurssinmuutoksia suoritettiin lähinnä vain silloin, kun valuuttavaranto supistui niin pieneksi, että se olisi edellyttänyt rahapolitiikan jyrkähköä tiukentamista. Ellei tätä voitu toteuttaa, oli valuutta devalvoitava. Sopeutustarve kohdistui täten lähinnä vaihtotaseeltaan alijäämäisiin maihin.

Vaihtotaseeltaan ylijäämäisiä maita kohtaan ei valuuttarahastosopimuksessa ollut sanktiota, joka olisi pakottanut ao. maat maksutasesopeutukseen. Tällainen muodollinen varaumapykälä on tosin sopimusartikloissa, mutta sitä ei ole koskaan käytetty. Jos IMF:n jäsenmaat tarvitsevat juoksevien liiketoimensa maksujen toimittamiseen

jonkin maan valuuttaa ja ne eivät onnistu sitä hankkimaan, niillä on oikeus asettaa ulkomaankaupan rajoituksia ns. niukan valuutan maata kohtaan (katso sivut 18 ja 28). Tämä varauma jäi kuriositeettiksi IMF-sopimuksessa.

Jos vaihtotaseeltaan ylijäämäisen maan valuutta joutui valuutta-keinottelun kohteeksi, viranomaisten puolustusmahdollisuudet olivat suhteellisesti paremmat kuin alijäämämaissa. Maahan virtaaville pääomille asetettiin esteitä, ja omien talousyksiköiden sopimusoikeutta rajoitettiin (kiellettiin mm. tavaraviennin ennakkomaksujen vastaanotto, sillä IMF-sopimus salli rajoitteet pääomanliikkeissä). Maahan virtaavan pääoman vaikutukset pystyttiin siten pitkään neutraloimaan kotimaisen politiikan avulla, ilman että inflaatio kiihtyi.

Jonkinasteista joustavuutta valuuttajärjestelmä joka tapauksessa sisälsi. Maat, joiden suhteellinen kilpailukyky oli hyvä ja joiden tuottavuus kehittyi edullisesti, ylläpitivät pitkään voimakkaampaa taloudellista kasvua kuin muut maat. Tämä rajoitti osaltaan vaihtotaseylijäämän kertymistä. Vasta sitten kun nämä maat (esim. Japani ja Länsi-Saksa) katsoivat tarkoituksenmukaiseksi hillitä kotimaista syistä taloudellista kehitystä, vaihtotaseen kasvavasta ylijäämästä alkoi aiheutua voimakkaita paineita sekä suurten teollisuusmaiden keskinäisille ulkomaankauppasuhteille että valuuttojen vakaisuudelle.

Reservivaluuttamaiden suhteelliset asemat olivat kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä jonkin verran poikkeavat, kuten on aiemmin todettu. USA ja Englanti pystyivät rahoittamaan maksutaseidensa tasapainottomuutta lisäämällä omana valuuttana ilmaistuja sitoumuksiaan. IMF ja sen jäsenmaat olivat myös luonnollisista syistä pitkään halukkaita joko luomaan rahoitusjärjestelyjä, joilla lievennettiin reservivaluuttoihin kohdistuvia paineita tai sitten oltiin valmiit hyväksymään muita erityistoimia, joilla tuettiin

näiden valuuttojen asemaa. Käytännössä ei ollut muuta vaihtoehtoa, jos haluttiin ylläpitää omaksuttu valuuttakurssijärjestelmä.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toiminnallisuus rakentui näin ollen dollarin pariarvon muuttumattomuudelle sekä Yhdysvaltain alhaisen inflaation varaan. Matalan inflaatiovauhdin avulla maa saattoi ylläpitää kilpailukykyään valuuttojaan devalvoiviin maihin nähden. USA:n maksutasekehitykseen vaikuttivat myös suotuisasti vahvassa maksutaseasemassa olevien maiden valuuttojen revalvaatiot. Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän aikaan suoritettut muutamat pienehköt revalvaatiot olivat kuitenkin harvinaisia poikkeustapauksia.

Yhdysvaltain rahalait olivat vähällä laukaista dollarin pakkodevalvaation jo 1968. Setelistön katemääräykset edellyttivät tuolloin, että kultavarantojen tuli vastata vähintään 10 miljardia dollaria. Minimikate oli vaarassa alittua ja näin olisikin tapahtunut, ellei kultavarantojen puolustamiseksi olisi ryhdytty erityistoimiin.<sup>37</sup>

Setelistön katemääräyksiä muutettiin ja koko kultavaranto vapautettiin dollarin pariarvon puolustustarkoitukseen. Kullan ja dollarin vapaata vaihdettavuutta ei kuitenkaan enää pidetty itsestään selvänä virallisissa liiketoimissa. Vaihto tuli perustella maksutasesyillä. Dollarin keskeinen puolustusmekanismi, kultapooli, piti kuitenkin lakkauttaa tätä ennen suurten kultamyyntien vuoksi. Kul-

---

<sup>37</sup>IMF oli sijoittanut 1960-luvun alussa omistamaansa kultaa USA:han yhteensä 800 milj. dollaria. Nämä kultamäärät voitiin lukea virallisiin varantoihin. IMF sai sijoituksesta korkotuottoa ja paransi tällä tavoin rahoitusasemaansa ja erityispääomiaan. Sijoitusten takaisinmaksuilla ei pidetty kiirettä, vaikka IMF:n tulostilanne parantuikin huomattavasti 1960-luvulla rahoitusjärjestelyjen voimakkaan käytön vuoksi. (IMF oli tuottanut tappiota toimintansa ensimmäisen 15 vuoden aikana.) Tämän lisäksi mm. Länsi-Saksa suostui 1967 olemaan vaihtamatta dollareita kullaksi. Yhdysvallat rajoitti myös käytännössä kullan ja dollarin muodollista vapaata vaihdettavuutta.



tapoolin lakkautukseen ryhdyttiin, sillä IMF ja sen jäsenmaat olivat onnistuneet kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistusneuvotteluissaan. Oli päätetty perustaa uusi likviditeettiväline, joka rakentui rahoitusyhteistyön varaan. IMF:n luomat erityiset nosto-oikeudet (SDR) oli osittain tarkoitettu korvaamaan kullin varantoolia sekä tukemaan dollarin asemaa (katso s. 64 - 69).

Viranomaisilla oli näennäisesti kyky puolustaa dollarin pariarvoa. Asiallisesti tilanne oli muuttunut melkoisesti. Kullin raharoolia oli päätetty supistaa merkittävästi. Yhdysvaltain dollarin tuleva kehitys ja luottamus dollarin pariarvoon rakentui tämän jälkeen USA:n oman talouspolitiikan varaan.

#### 4.5 Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden oman likviditeettikehityksen vaikutukset

Kansainvälinen valuuttarahasto ja sen jäsenmaat olivat tietoisesti sallineet lyhytaikaisten pääomanliikkeiden vapauttamista. Oli syntynyt tiiviisti toisiinsa kytkettyjen kansainvälisten pankkien verkko, joka mahdollisti lyhytaikaisen pääoman nopean ja mittasuhteiltaan suuren liikkeen valuuttakeskuksesta toiseen. Sinänsä tämä helpotti maailmanlaajuisten likviditeettitarpeiden tavoittamista ja edisti kansainvälistä kauppaa. Se ei kuitenkaan sopinut yhteen jäykkien valuuttakurssisuhteiden kanssa.

Pelkästään ulkomaankaupan normaalien maksujen hoidon yhteydessä saattoi ajoittain syntyä tilanteita, joissa oletettua valuutan pariarvon muutosta vastaan suojauduttiin maksurytmin muutoksilla (ennakkomaksut ja/tai maksujen viivästykset). Jo näistä toimista aiheutui sellaisia lyhytaikaisen pääoman nettoliikkeitä, jotka vaikeuttivat valuuttaviranomaisten toimintaedellytyksiä. Voimakkaat valuuttakurssiodotukset yhdistivät näihin liikkeisiin myös likvidin finanssipääoman liikkeitä. Kansainväliset pankit pystyivät tehokkaasti toteuttamaan nämä suojautumis- ja korkoarbitraasitoimet.

Kun 1960-luvun alussa oli onnistuttu osittain neutralisoimaan lyhytaikaisten pääomanliikkeiden haitalliset vaikutukset valuuttamarkkinoihin uusien voimakkaiden tukiluottojärjestelyjen avulla, ei kansainvälisten pankkirahoitusmarkkinoiden kasvua ilmeisesti katsottu järin merkittäväksi vaaratekijäksi kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan kannalta. Valuutta- ja rahaviranomaisten omat toimenpiteet myötävaikuttivat aktiivisesti eurodollari- ja eurovaluuttamarkkinoiden syntyyn.

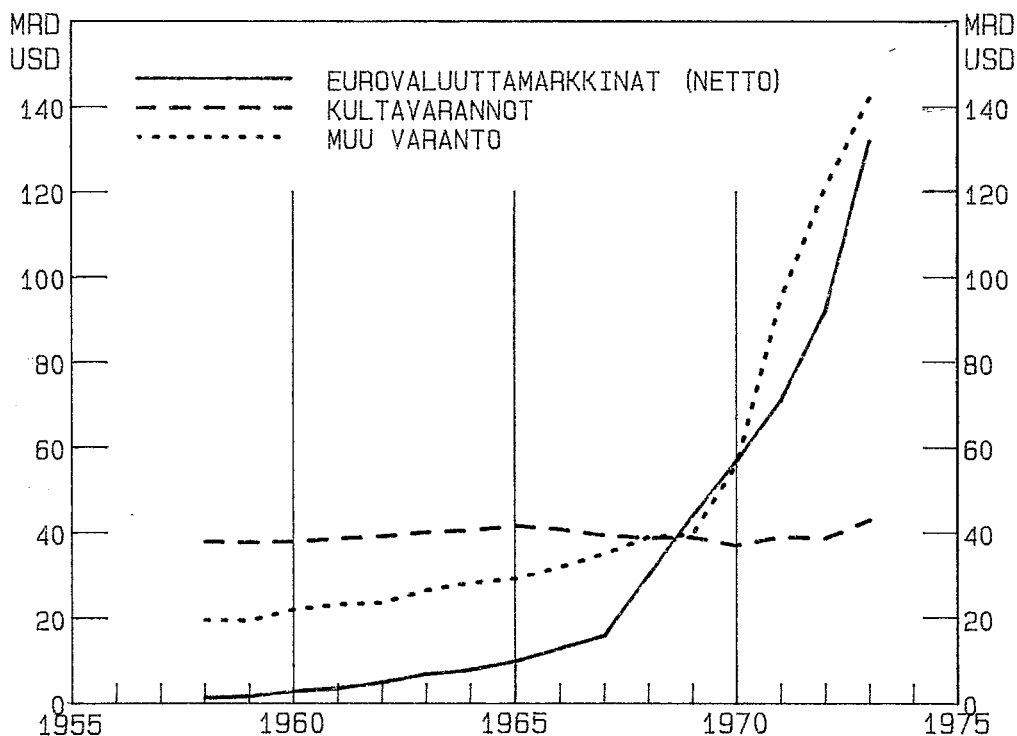
Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämäisyys lisäsi dollarilikviditeettiä Länsi-Euroopan finanssikeskuksissa 1960-luvun alussa. Kun Yhdysvalloissa oli maksutasesyistä säädetty 1963 ns. Interest Equalization Tax -laki eli korkokustannusten tasaamislaki, tämä ohjasi dollariobligaatiolainojen kysynnän eurodollarimarkkinoille ja vaikutti markkinoiden kasvuun.<sup>38</sup> Eurovaluuttamarkkinoiden kasvu perustuikin 1960-luvun alkupuolella paitsi kansainvälisen kaupan laajentamisen asettamiin rahoitusvaatimuksiin, myös tämänlaatuis- ten teknisten määräysten antamiin virikkeisiin.

---

<sup>38</sup>Lain avulla pyrittiin aluksi estämään Yhdysvaltain kansalaisten ja yritysten halukkuutta osallistua muiden maiden liikkeeseen laskemien dollariobligaatiolainojen merkintään. Tarkoitus oli rajoittaa pääomien vientiä Yhdysvalloista. Pari vuotta myöhemmin ulotettiin laki kattamaan myös pankkilainat. Käytännössä toimet tekevät Yhdysvalloista otetun lainan vuosikustannukset prosenttiyksikön kalliimmiksi kuin ennen. Toimet tukivat siten dollarin asemaa tuolloin, mutta heikensivät sitä välillisesti myöhemmin, kun dollarilikviditeettiä alkoi kerääntyä liiaksi europankkikeskuksiin.

Kuviossa 3. on esitetty kansainvälisen likviditeetin osakomponenttien kehityslinjoja 1958 - 1972.

Kuvio 3. Kansainvälinen likviditeetti



Lähteet: BIS:n vuosikirjat, muu aineisto on IMF:n.

Eurovaluuttamarkkinoilta otettujen lainojen nettokanta (alussa melkein kokonaan Yhdysvaltain dollareita) oli 1960-luvun alussa 3 - 4 mrd. dollaria. Se nousi vuoteen 1965 mennessä noin 10 mrd. dollariin. Kansainvälisiltä pankkirahoitusmarkkinoilta irroitettavissa olevat rahoitusvirrat eivät vielä voineet olla järin suuria verrattuna niihin valuuttamääriin, jotka kansainvälinen valuuttajärjestelmä ja sen keskeiset maat pystyivät tarvittaessa mobilisoimaan valuuttakurssien tueksi.

Eurovaluuttamarkkinoiden kasvu alkoi kuitenkin kiihtyä nopeasti. Vuoden 1968 lopussa eurovaluuttamarkkinoilta otettujen luottojen nettokanta oli 30 mrd. dollaria. Kasvua oli tapahtunut yhden vuoden aikana 14 mrd. dollaria. On todennäköistä, että ainakin osa keskuspankkien keskenään luomasta likviditeetistä mm. Englannin punnan tukioperaatioiden yhteydessä ohjautui myöhemmin eurovaluuttamarkkinoille. Keskuspankit alkoivat joka tapauksessa käyttää näitä markkinoita sekä sijoituskohteena että luottolähteenä.

Eurovaluuttamarkkinoiden kasvu alkoi kiihtyä ennen virallisten valuuttavarantojen voimakasta kasvua vuosina 1970 - 1972. Vuoden 1968 lopussa valuuttaviranomaisten hallussa olevat valuuttavarannot (pl. kulta) olivat 39 mrd. dollaria eli siten vielä suuremmat kuin eurovaluuttamarkkinoilta nostettujen luottojen määrät. Varantojen kasvu oli kuitenkin sinä vuonna vain 4 mrd. dollaria. Kulta-varantojen arvo pysytteli koko Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän ajan 40 mrd. dollarin tasolla. Kulta oli kuitenkin suhteellisen epäkäytännöllinen suuressa mittakaavassa tapahtuvaan maksutaseiden tasapainottomuuksien rahoittamiseen ja sen merkitys varantokomponenttina oli siinä, että se toimi lähinnä luottamusta ylläpitävänä varantoeränä. Viranomaisten hallussa olevat varannot vastasivat vuoden 1970 lopussa likimain eurovaluuttamarkkinoilta otettujen lainojen netto luottokantaa eli noin 57 - 58 mrd. dollaria. Näin ollen yksityinen pankkisektori pystyi jo ainakin periaatteessa rahoittamaan huomattavan osan eri teollisuusmaiden vaihtotasevajauksista.

Interventiovelvollisuus haittasi kiinteiden valuuttakurssisuhteiden puolustusta. IMF:n jäsenmaiden vaihdettavien valuuttojen varannot kasvoivat 1971 55 % eli 31 mrd. dollaria. Kun ei haluttu muuttaa valuuttojen pariarvoja, valuuttavarannot paisuivat.

## 5 KANSAINVÄLISEN VALUUTTAYHTEISTYÖN REAGINTIKYKY JA TOIMIVUUS 1960-LUVULLA JA 1970-LUVUN ALUSSA

### 5.1 Reagointi pääomanliikkeiden vaikutuksiin

Talouspolitiikan päätöksentekijät joutuvat aina toimimaan melkoisen epävarmuuden vallitessa. Omaksutuille toimintalinjoille vaihtoehtoisten toimien todennäköisiä vaikutuksia ei voida jälkikäteenkään arvioida niin dynaamisessa toimintaympäristössä kuin integroituneet valuutta- ja rahoitusmarkkinat yhdessä muodostavat. Valitun linjan vaikutukset kytkeytyvät muiden tekijöiden vaikutuksiin, eikä toimien erillisvaikutuksia voida arvioida muuta kuin suuntaa antavasti. IMF:n säännöt sekä valitut valuuttapoliittiset ja yleiset talouspoliittiset linjat jäsenmaissa muodostavat yhdessä ne yleiset puitteet, joissa järjestelmä voi kehittyä.

GAB-rahoitusjärjestely toteutettiin hyvin nopeasti ja kitkattomasti. Tässä yhteydessä tapahtui kuitenkin vuosina 1961 - 1962 mielenkiintoinen perusasetelmien vaihto velallis- ja velkojamaiden vuorovaikutuksissa, kuten on todettu. IMF:n sopimusjärjestelmä laadittiin velkojamaan näkökulmasta, sillä Yhdysvallat pystyi oman voimakkaan neuvotteluasemansa vuoksi sanelemaan pitkälti sopimustekstin. 1960-luvun alussa Englanti samoin kuin Yhdysvallat joutuivat velallisuhteeseen muihin maihin nähden reservivaluuttastatuksensa vuoksi. Länsi-Euroopan maiden omaksuttua valuuttajensa täyden vaihdettavuuden Englanti ja Yhdysvallat tarvitsivat muiden maiden tukea puolustaessaan omien valuuttojensa pari-arvoja. Uudet "velkojamaat" eivät epäröineet käyttää hyväkseen saavuttamaansa uutta edullista neuvotteluasetelmaa.

GAB-rahoitusjärjestelyn aktivointipykälät laadittiin sellaiseen muotoon, että osallistuvat maat saivat itse harkita, oliko syytä aktivoida järjestely ja pitikö yksittäisen maan osallistua rahoi-

tuksen järjestelyyn. Järjestelyä rahoittavat maat saattoivat näin asettaa muodollisia lainaehtoja rahoitusta käyttävälle maalle. Tämä ei itse saanut osallistua päätöksentekoon. Kyseessä ei kuitenkaan ollut valuuttapolitiittisen päätöksenteon täydellinen valansiirto Yhdysvalloilta muille maille vaan päätöksenteon vastuun entistä tasapuolisempi jako.

Kansainvälinen valuuttarahasto säilytti asemansa rahoitusta välittävänä järjestönä ja sillä oli itsellään myös oikeus esittää GAB-järjestelyn aktivointia jonkin järjestelyyn osallistuvan maan lähestyttyä rahastoa luottopyynnöllä. GAB-maista tuli kuitenkin ryhmänä uusi voimatekijä kansainvälisestä valuuttapolitiikasta päätetäessä. Yhdysvallat, Englanti, Länsi-Saksa, Ranska, Italia, Japani, Kanada, Hollanti, Belgia ja Ruotsi muodostivat neuvotteluryhmän, joka otti etukäteen kantaa kaikkiin tärkeisiin kansainvälisiin talouspoliittisiin kysymyksiin.

Ryhmän työskentely tapahtui paitsi IMF:ssä myös OECD:ssa talouspoliittisen komitean III-työryhmässä sekä Kansainvälisen järjestelypankin johtokunnassa (mukana oli myös Sveitsi, joka myöhemmin liittyi liitännäisjäsenenä GAB-järjestelyn rahoittamiseen). Kaikissa näissä yhteyksissä ao. maat loivat keskenään suljetun neuvottelupiirin.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup>Kuten sivulla 25 on kerrottu, OEEC-järjestö perustettiin 1940-luvun lopussa koordinoimaan Länsi-Euroopan maiden talouspolitiikkaa Marshall-avun välittämistä varten. Länsi-Euroopan maiden taloudellisen integroitumisen myötä Organisation for European Co-Operation -järjestö olisi menettänyt osan toimintansa perusedellytyksistä. 1960-luku toi mukanaan uusia toimintatavoitteita. Länsi-Euroopan maat kykenivät jo antamaan kehitysapua kehitysmaalle. Taloudellisen yhteistyön koordinaatiotarve oli ilmeinen kaikissa teollisuusmaissa. OEEC säilyi siten järjestönä vaikka sen nimi muuttui OECD:ksi (Organisation for Economic Co-Operation and Development eli Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö). Järjestön jäsenpohja laajeni käsittämään joitakin ulkoeurooppalaisia maita, kuten Yhdysvallat, Kanada, Japani sekä myöhemmin Australia ja Uusi Seelanti (Suomi liittyi 1969). Muodollisesti OECD-järjestö ratifioitiin syyskuun lopussa 1961. - BIS:n yhteydessä maat sopivat 1964 myös kuukausittain tapahtuvasta maksutasetietojen raportoinnista talouspoliittista analysointia varten. Milton Gilbert, mt. s. 134.

Kansainvälisen valuuttapoliittisen yhteistyön kehittymisen kannalta oli oleellista juuri tämä suurten teollisuusmaiden yhteistyön tiivistyminen ja institutionalisoituminen. Eri maiden talouspoliittisia toimia voitiin siten ainakin periaatteessa koordinoida niin, että kansainväliseen valuuttakurssirakenteeseen kohdistuvien paineiden lieventyminen tuli mahdolliseksi.

USA:n viranomaiset eivät enää 1960-luvulla tyytyneet tilanteen passiiviseen seurantaan, johon Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toimintasäännöt olivat maan asettaneet. Valuuttaviranomaiset painivat nyt tarvittaessa toimeen aktiivisia interventioita valuuttamarkkinoilla.

Tämä oli tärkeä muutos kansainvälisen valuuttajärjestelmän kannalta. Tähän asti Yhdysvallat oli sopeutunut muiden maiden taloustoimien vaikutuksiin ja antanut tavallaan muille maille sopeutustilaa. Yhdysvaltain tietoinen pyrkimys parantaa oman vaihtotaseensa rakennetta vaikutti muiden maiden toimintamahdollisuuksiin. Tämä johtui dollarin reservivaluuttastatuksesta. Kun Yhdysvallat pyrki tietoisesti vaihtotaseyljäämään, tämä merkitsi automaattisesti sitä, että kansainvälinen likviditeettikehitys muodostui muiden maiden kannalta kireäksi. Yhdysvaltain tavoitteellinen maksutaseen tasapainotuspolitiikka olikin suhteellisen onnistunutta 1960-luvun ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Osittain myös tästä syystä virisi keskustelu Kansainvälisen valuuttajärjestelmän likviditeettimekanismista. Keskustelun lähtökohtana oli kansainvälisen likviditeetin puutteen korjaaminen sekä likviditeettikehityksen kansainvälinen hallinta.

Taloudellisten olojen nopeat muutokset alkoivat kuitenkin muokata valuuttajärjestelmän edellytyksiä tavoilla, jotka poistivat valuuttaviranomaisilta tilanteen ohjailtavuuden. Viranomaisten hallinnassa olevat tukirahoitusjärjestelmät olivat vielä periaatteessa täysin toimintakykyisiä. Niistä ei kuitenkaan ollut enää hyötyä, kun Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän keskeisen maan, Yhdysvaltain,

valuuttaviranomaiset eivät olleet vankkumatta dollarin devalvoimat-  
tomuuden takana 1960-luvun lopussa ja 1970-luvun alussa.

## 5.2 Valuuttajärjestelmän likviditeettikehitykseen liittyvä työ

### 5.2.1 Neuvottelut 1963 - 1968

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli perustamisestaan lähtien osittain puutteellinen. Ei ollut ajateltu kansainvälisen likviditeetin häiriöttömän luonnin vaatimusta ja tarvetta. Voidaan tietysti olettaa, että valuuttajärjestelmän suunnittelijoiden mielestä kull-  
lan uustuotanto lisäisi valuuttaviranomaisten käytössä olevia varan-  
toja ja hillitsisi samalla liiallisen likviditeetin luontia.

Tämä lähtökohta on saattanut vaikuttaa, mutta silloisten neuvot-  
teluasetelmien tasapainottomuus lienee kuitenkin luonnollisempi  
selitys. IMF:n alkuperäiset sopimusartiklat sanellut neuvottelu-  
osapuoli, Yhdysvallat, tuli olemaan maailmansodan jälkeisissä ta-  
loudellisissa oloissa suorastaan ylilikvidi. Koska se ei itse  
tarvinnut toimivia likviditeettisäännöksiä valtaviin kultavaranto-  
jensa ja edullisen ulkomaankauppa-asemansa vuoksi, ei myöskään  
kansainvälinen valuuttajärjestelmä niitä kaivannut.

Luvussa 4 esitetty aineisto havainnollisti Bretton Woodsin kiin-  
teän valuuttakurssijärjestelmän likviditeettimekanismin liiallista  
yksipuolisuutta. Yhdysvaltain asteittain lisääntyvät lyhytaikaiset  
dollarivelat olivat käytännössä ainoa keino lisätä kansainvälistä  
likviditeettiä kansainvälisen kaupan asettamien tarpeiden mukai-  
sesti.

Useat IMF:n jäsenmaat, erityisesti Ranska, pitivät reservivaluutta-  
maiden asemaa liian edullisena kansainvälisessä valuuttajärjestel-  
mässä. Ranskan syytösten kohteena oli Yhdysvallat, joka pystyi ly-



hytaikaisten dollarivelkojensa avulla rahoittamaan ulkomaiset sijoituksensa, ilman että se olennaisesti rasitti Yhdysvaltain maksutasetta. Ranska pyrki vaihtamaan dollareita kullaksi aina, kun tilanne sen salli. Muita maita Ranska kehotti myös tekemään niin. Valuuttapoliittisissa keskusteluissa tuotiin myös esille mahdollisuus siirtyä suoraan kultakantaan, mikä olisi poistanut reservivaluuttamaiden erityisaseman.

Kansainvälinen valuuttarahasto oli yhteistyöjärjestönä ikävässä välikädessä. Sen olisi pitänyt esittää jokin ratkaisu valuuttajärjestelmän dollarisidonnaisuuden lievittämiseksi ja häiriöttömän likviditeettijärjestelmän luomiseksi. Tätä se ei kuitenkaan voinut tehdä, ilman että se ei olisi kajonnut jonkin maan erityisintresseihin. Kansainvälistä valuuttarahastoa, sen jäsenmaita tai akateemisia asiantuntijoita ei voida syyttää siitä, ettei asiaa olisi tutkittu. Itse asiassa pohdintaan ja valmistelutoimiin käytettiin lähes koko 1960-luku. Miksi aikaa käytettiin näin paljon? Selitys lienee se, että vaihtoehtoisia ratkaisuja oli liiankin paljon.<sup>40</sup>

Asiantuntijat tekivät 1960 - 1962 lukuisia eri ehdotuksia kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistamiseksi. IMF ja sen suurimmat jäsenmaat perustivat kuitenkin ensin GAB-rahoitusjärjestelyn sekä kultapoolin. Vasta tämän jälkeen voitiin ryhtyä pohtimaan valuuttajärjestelmän pidemmän aikavälin ongelmia.

IMF:ää ja sen jäsenmaita ei voida syyttää neuvotteluhaluttomuudesta. Neuvottelujen hitaus oli joka tapauksessa varsin ilmeistä. IMF:n vuosikokouksessa sovittiin syksyllä 1963, että IMF alkaa tutkia yhdessä kymmenen maan ryhmän (G-10) kanssa kansainvälisen valuuttajärjestelmän likviditeettitarpeita sekä toimintaa. Asiantuntijoista

---

<sup>40</sup>SDR-järjestelmän luomisesta ja kehityksestä katso Kerstin Heinonen: "Systemet med särskilda dragningsrätter - dess utveckling, egen-skaper och framtid", Suomen Pankin valuuttapolitiikan osasto: keskustelualoitteita VP 8/84, 31.12.1984.

koostuva ns. Ossolan työryhmä ryhtyi työhön elokuussa 1964. Työryhmän tulokset julkistettiin vuotta myöhemmin syksyllä 1965.

Tiiviistä neuvottelutahdistä huolimatta kesti kuitenkin vielä lähes kaksi vuotta, ennen kuin suuret teollisuusmaat olivat kymmenen maan ryhmän puitteissa ja yhteistyössä IMF:n johtokunnan kanssa selvittäneet uuden likviditeettivälineen perusluonteen, sen luomiseen liittyvät periaatteet ja kyseeseen tulevat vuosittaiset likviditeettilisäykset. Eri maiden ristiriitaiset tavoitteet vaikeuttivat siten melkoisesti valmisteluja. Kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä korkeata poliittista päätösvaltaa käyttävä IMF:n hallintoneuvosto otti kantaa ehdotuksiin syksyllä 1967 vuosikokouksen yhteydessä.

Vuosikokous siunasi tehdyn valmistelutyön hyväksyen päätöslauselman, jossa se kehotti IMF:n johtokuntaa laatimaan raportin asian käytännön toteuttamiseen liittyvistä ratkaisuista vuoden 1968 maaliskuun loppuun mennessä. Kaikki jäljellä olevat kiistakysymykset saatiin sovituksi ja IMF:n hallintoneuvosto hyväksyi omalta osaltaan SDR-järjestelmän perustamista koskevan päätösesityksen toukuussa 1968. Perustavaa laatua olevan toimintatavan muutoksen vuoksi SDR-järjestelmän käyttöönotto edellytti IMF:n sopimussääntöjen uudistamista ja niiden ratifiointia jäsenmaissa. Sääntöjen nojalla valuuttarahasto loi uuden valuutan, erityisen nosto-oikeuden (Special Drawing Rights, SDR). IMF kykeni osoittamaan tai peruuttamaan kansainvälistä likviditeettiä SDR:inä jäsenmaidensa hyväksi. Uudistuksen toteutus kesti kymmenisen vuotta.

## 5.2.2 SDR-järjestelmän aktivointi

SDR-järjestelmä päätettiin aktivoida välittömästi ja ensimmäiset SDR-osoitukset jaettiin IMF:n jäsenmaille vuosina 1970, 1971 ja 1972 näiden jäsenosuuksien suhteessa. SDR-osoitusten kokonaissumma vastasi 9.3 mrd. dollaria ja se jakaantui tasaisesti mainituille kolmelle vuodelle. Osoituksia perusteltiin likviditeettipulalla sekä olemassa olevien valuuttavarantojen koostumuksen muuttamistarpeella.<sup>41</sup> Valitettavasti toteutus osui aikaan, jolloin valuuttavarannot paisuivat pariarvojen puolustusoperaatioiden myötä keskimäärin 22.5 mrd. dollaria vuotta kohden SDR-osoitusten tapahtumavuosina 1970-1972.<sup>42</sup> Tämä ei tietenkään edistänyt SDR:n asemaa varantovälineenä.

SDR-järjestelmää likviditeettimekanismina voidaan kuvata luotolliseksi shekkitiliksi, jota IMF hoitaa jäsenmaiden puolesta. IMF suorittaa kirjanpidon ja toteuttaa transaktiot. Yhden erityisen nosto-oikeuden arvoksi sovittiin yhden Yhdysvaltain dollarin kultasisältö vuonna 1944.<sup>43</sup> Osoitettavien erityisten nosto-oikeuksien määrästä täytyi ja täytyy edelleen päättää suurella määränemmistöllä, jotta tarveharkinta perustuisi yhteneväiseen näkemykseen likviditeettitarpeesta. SDR:ien osoituksissa sovellettavat periaatteet määriteltiin vuoden 1969 ensimmäisen sääntöuudistuksen yhteydessä. Osoitusten varsinaiseksi perusjaksoksi valittiin 5 vuotta. Perusjakson

---

<sup>41</sup>IMF:n jäsenmaiden valuuttavarantojen (pl. kulta) yhteismäärä oli vuosina 1968 ja 1969 n. 39 mrd. dollaria. Vaihdeettavien valuuttojen muodostama varantokomponentti oli myös kasvanut varsin hillitysti aiemmin eikä valuuttavarantojen muutosten oletettu olevan suuria myöskään tulevaisuudessa. Suunniteltu ja toteutettu SDR:ien jako olisi siten kasvattanut merkittävästi valuuttavarantoja ja muuttanut niiden koostumusta. Jälkimmäinen tavoite oli tärkeä, koska varantokullan käyttöä oli vaikea perustella niin kauan kuin virallinen ja kaupallinen hinta poikkesivat toisistaan.

<sup>42</sup>Otmar Emminger mt. s. 43.

<sup>43</sup>Kultasidonnaisuus toteutettiin Ranskan vaatimuksesta.

pituus voi kuitenkin poiketa tästä, jos tähän katsotaan olevan ai-  
hetta. SDR:ien osoitukset tapahtuvat samansuuruisina joka vuosi.  
Ne osoitetaan IMF:n jäsenmaille maiden jäsenosuuksien koon osoitta-  
massa suhteessa. Osoitukset voidaan myös peruuttaa maailmantalou-  
den ylilikvidissä tilassa.

Erietyiset nosto-oikeudet osoitettiin IMF:n jäsenmaille vastikkeet-  
tomasti. Niitä ei tarvinnut ansaita vientituloilla. SDR:istä muo-  
dostui siten valuuttavarantojen uusi tukikomponentti. Jos niitä ei  
käytetty, niiden hallussapito ei aiheuttanut kustannuksia (paitsi  
vähäinen tilienhoitomaksu IMF:lle). Jos maalla oli ulkoisen rahoit-  
uksen tarvetta maksutasesyistä, se esitti IMF:lle, että se halusi  
käyttää hallussaan olevia SDR:iä. Valuuttarahasto osoitti tällöin  
hyvässä maksutase- ja varantoasemassa olevan maan, jonka valuuttaa  
ao. maa saattoi ostaa SDR:illä. Valuutanoston jälkeen maalla oli  
käytössään likvidiä valuuttaa. SDR:ien käyttö aiheutti toisaalta  
korkovelvoitteen IMF:ään nähden sekä myöhemmin SDR-tiliaseman  
palautusvelvoitteen.

SDR:ien nettokäytöstä maksettava korko oli alkuvaiheessa hyvin  
alhainen. Konsessiivisella korolla tasattiin siten maksutaseiden  
sopeutuksesta aiheutuvia kustannuksia. IMF maksoi saman koron  
SDR-tiliaseman ylittävälle maille. SDR:ien vastaanottaminen oli  
pakollista, mutta sitä rajoitti SDR:ien hyväksymisen yläraja,  
joka oli suhteutettu maalle alun perin osoitettuihin kumulatiivi-  
siin SDR:ien osoituksiin. Tämän mukaan minkään maan ei tarvinnut  
vastaanottaa enempää kuin kaksi kertaa sen määrän, joka niiden  
oma osoitusmäärä oli. Monet maat suostuivat kuitenkin vapaa-  
ehtoisesti ylittämään hyväksymisrajan myöhemmin.

Vuosien 1970 - 1972 SDR:ien osoitukset eivät ehtineet edes osittain korvata kullan varantoroolia, mikä oli yksi perustelu SDR-järjestelmän käyttöönotolle. Kun kultapooli oli lakkautettu 1968 ja Yhdysvallat oli asettanut muodollisia rajoitteita kullan ja dollarin vaihdettavuudelle, varantokulta oli muodostunut epäkäytännölliseksi varantovälineeksi.

### 5.3. Valuuttakurssien asetantaan liittyvä politiikka

Pariarvon muutos toteutettiin yleensä myöhään ja usein vasta pakko-tilanteessa kuten aikaisemmin on mainittu. Valuuttarahaston johtokunta pyrki tämän vuoksi vaikuttamaan siihen, että valuuttakurssien jäykkyys ei olisi niin suuri. Tätä tarkoitusta varten IMF laati neuvoa antavan raportin "The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments". Raportti julkistettiin IMF:n vuosikokouksen alla syyskuussa 1970. Siinä pohdittiin valuuttajärjestelmän joustavuuden lisäämismahdollisuuksia. Raportti ei kuitenkaan suoranaisesti asettanut kyseenalaiseksi vallitsevan järjestelmän perusteiden oikeellisuutta.

IMF:n vuosikokouksessa rahaston hallintoneuvosto päätti kuitenkin, ettei ollut syytä jatkaa valuuttojen joustavuuden käsittelyä. Asia päätettiin haudata, sillä suurten teollisuusmaiden kesken vallitsi syvä erimielisyys tarvittavien toimien suorittajasta. Asia pelkistyi siihen, kuuluiko sopeutusvastuu vaihtotaseeltaan ali- vai ylijäämäisille maille. Yhdysvallat kehotti muita maita revalvoimaan valuuttojaan. Muut maat halusivat, että Yhdysvallat devalvoisi dollarin.

Raportissa selvitettiin tavanomaiset syyt maksutaseiden tasapainottomuuksiin. Useimmiten tasapainottomuuden lähtökohta oli liian suuri kotimainen kokonaiskysyntä. Tämän katsottiin paisuttavan tuontia ja ohjaavan kotimaista tuotantoa pois viennistä. Tasapainon palauttaminen edellytti kotimaisen kokonaiskysynnän supista-

mistä. Jos tarvittavat toimenpiteet finanssi-, raha- ja tulopoliitikassa olisi suoritettu ajoissa, ne eivät olisi vaikuttaneet haitallisesti kotimaan eivätkä kansainväliseen talouteen. Ilman talouspolitiikan nopeaa reagoimista kotimainen hintataso pääsee erkaamaan liiaksi kansainvälisestä hintatasosta. Jos niin käy, valuuttakurssien muutos olisi tarpeen raportin suosituksen mukaan. Raportissa ei kuitenkaan määritelty tarkasti sitä perusluonteista tasapainottomuutta, joka olisi edellyttänyt pariarvon muutoksen. Raportissa todettiin, että jos maan vaihtotase pyrkii jatkuvasti olemaan ali- tai ylijäämäinen, ilman että sopimusten vastaisia rajoituksia ylläpidetään ulkoisissa liiketoimissa, olisi aihetta tarkistaa valuutan pariarvoa.

On kuitenkin aivan eri asia suositella edes epäsuorasti valuuttojen pariarvojen tarkistamista kuin toteuttaa käytännössä nämä suositukset. Valuuttarahastolla ei ollut valtaa antaa määräyksiä kansallisille hallituksille.

Epärealistiset valuuttojen pariarvot koituvat lopulta Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän kohtaloksi. Järjestelmän maksutase-rahoitusmekanismit olivat vahvat. Vaihtotaseissa vallitsevia tasapainottomuuksia kyettiin pitkään rahoittamaan. Jäykät valuuttakurssisuhteet murtuivat kuitenkin pääomaliikkeiden johdosta. Normaaleissa oloissa valuuttakurssispekulaatio oli kurssisuhteita vaikuttavaa, sillä oli oletettavaa, että valuuttaviranomaiset puolustavat asetettuja kurssitasoja. Jos kurssitasoa kuitenkin pidettiin yleisesti epärealistisena, pitkään jatkuneet samansuuntaiset lyhyt-

aikaiset pääomanliikkeet saattoivat pakottaa viranomaiset valuuttakurssin muuttamiseen.<sup>44</sup>

Luottamus yksittäisen valuutan pariarvon pysyvyyteen saattoi ratkaisevasti heikentyä jonkin tilastotiedon julkistamisen vuoksi.<sup>45</sup> Jos tilastoluvuista laskettu muutos oli suurempi kuin oli odotettu, tämä laukaisi mahdollisesti valuuttakurssin muutokseen liittyvät suojautumis- ja keinottelutoimenpiteet. Vaikka rahoitusmekanismit olivat vahvat, niitä ei ollut suunniteltu vastaamaan pääomavirtoihin, joissa hyvin lyhyessä ajassa (muutama päivä tai kuukausi) liikkui paljon suurempia summia kuin ao. maiden vuotuinen vaihtotasevajaus tai -ylijäämä sinänsä olivat.

---

<sup>44</sup>Englannin punnan tukitoimet 1960-luvun puolivälin tienoilla olivat esimerkki jatketusta valuuttakurssin puolustamisesta. Ranskan frangin 11.1 prosentin devalvaatio elokuussa 1969 johtui 1968 tapahtuneista poliittisista ja sosiaalisista levottomuuksista, jotka aiheuttivat valuuttapakoa Ranskasta. Devalvaatio toteutettiin kuitenkin yllätyksellisesti, eikä silloin vallinnut pääomanliikkeistä aiheutuvia markkinapaineita. Frangin kurssitaso oli joka tapauksessa muuttunut epärealistiseksi poliittisten levottomuuksien lopettamiseksi sovittujen suurten palkankorotusten vuoksi. Saksan markan suurehko 9.3 prosentin revalvaatio tapahtui lokakuussa 1969 välittömästi parlamenttivaalien jälkeen. Uuden kurssitason määrittämisessä käytettiin avuksi kelluttamista, sillä ei oltu varmoja siitä, että pienehkö hallinnollinen revalvaatio olisi lopettanut kurssi-spekulaatioita (ja rahapolitiikan toteuttamista häiritseviä pääoman maahan virtaamista).

Kirjassaan Milton Gilbert "Quest for World Money Order, The Gold Dollar System and its Aftermath" on tarkastellut päävaluuttojen kehityslinjoihin vaikuttaneita tekijöitä Bretton Woodsista 1970-luvun loppupuolelle. Katso esim. s. 88 - 92 ja 106 - 110.

<sup>45</sup>Näitä olivat mm. kuukausittain julkistettavat kauppataaseluvut, keskuspankin valuuttavarantoluvut sekä harvemmin julkistetut vaihtotasetaluvut.

## 5.4 Yhdysvaltain dollarin luottamus kriisi ja sen seuraukset

### 5.4.1 Dollarikriisin vaikutus muihin maihin

1970-luvun alussa toteutui vastaava tilanne kuin vuosikymmen aiemmin. Taloudellisen kehityksen vaiheet poikkesivat toisistaan Yhdysvalloissa ja Länsi-Euroopassa. Rahapoliittiset linjanvalinnat olivat kotimaisista syistä täysin vastakkaisia.<sup>46</sup> Yhdysvalloissa harjoitettu keveä rahapolitiikka ohjasi pääomia Länsi-Eurooppaan ja erityisesti Länsi-Saksaan, jossa rahapolitiikka oli kireää. Pääomanliikkeiden aiheuttamat häiriöt valuuttamarkkinoilla olivat nyt vain paljon mittavammat kuin vuonna 1961.

Vuonna 1971 Yhdysvaltain kauppataase alkoi muuttua jyrkän alijäämäiseksi. Tämän jälkeen markkinat eivät enää luottaneet dollarin devalvoimattomuuteen.<sup>47</sup> Yhdysvaltain valuuttaviranomaiset päättivät tässä tilanteessa jakaa valuuttajärjestelmän kortit uudelleen. He eivät suostuneet dollarin yksipuoliseen devalvaatioon, vaan muiden maiden tuli osallistua valuuttakurssirakenteen yleiseen uudelleen tarkistamiseen.

---

<sup>46</sup>Milton Gilbert: mt. s. 110 - 112 kuvaa, kuinka Länsi-Saksassa vallinnut korkea korkotaso aikaansai pääomanliikkeitä Saksaan 1970 ja keväällä 1971. Suurehko revalvaatio 1969 ei olennaisesti vaikuttanut maan kilpailukyvyyn heikentymiseen ja valuuttakurssipaineet jatkuivat. Saksan марка päästettiin kellumaan toukokuussa 1971, mikä johti sen vaihtoarvon välittömään vahvistumiseen 4 prosentilla.

<sup>47</sup>Otmar Emminger: mt. s. 18. Vuoden 1970 alusta maaliskuun loppuun 1973 Yhdysvaltain rahoitustaseen (Official Settlements Balance) alijäämä muihin maihin oli 62 mrd. dollaria. Tästä ainoastaan 25 mrd. dollaria koostui vaihtotaseen muutoksesta ja pitkäaikaisen pääoman liikkeistä. Loput 37 mrd. dollaria olivat lyhytaikaisen pääoman maastavirtauksesta johtuvia liikkeitä. Pitkäaikaisen pääoman maastavirtaus saattoi myös johtua halusta suojata asema kurssimuutosta vastaan.



Yhdysvaltain viranomaisten asenne oli odottava. Annettiin tilanteen kehittyä ja markkinavoimien toimia suhteellisen vapaasti. Vaihtotaseeltaan ylijäämäiset maat pyrkivät asettamaan esteitä Yhdysvaltoista virtaavien pääomien tielle. Esteet osoittautuivat kuitenkin melko tehottomiksi. Valuuttakurssien muutosten sallittu vaihteluväli oli toisaalta liian ahdas hillitsemään pääomanliikkeitä. Kun Yhdysvaltain dollaria kohtaan tunnettu luottamuskriisi kärjistyi toukokuussa 1971, useiden maiden valuuttaviranomaisten piti sallia, että valuuttakurssit vahvistuivat, jotta valuuttavarantojen kasvu olisi saatu edes osittain hallintaan.

Itävalta ja Sveitsi päättivät revalvoida valuuttansa 5 ja 7.1 prosentilla toukokuun 9. päivänä 1971. Päivää myöhemmin Länsi-Saksa ja Hollanti päästivät valuuttansa kellumaan.<sup>48</sup> Muidenkin maiden oli ryhdyttävä puolustustoimiin. Esim. Japani julkisti monikohtaisen talouspoliittisen ohjelman vaihtotaseyli jäämäänsä pienentämiseksi. Tämä ei kuitenkaan auttanut ja myös Japanin piti sallia valuuttansa vapaampi kurssinmuodostus myöhemmin syksyllä. Belgia ja Ranska erottivat valuuttakurssimarkkinat kaupallisiin ja ei-kaupallisiin markkinoihin ja sallivat, että ei-kaupallinen kurssi muodostui vapaasti.

Yhdysvaltain viranomaisten toimenpiteet osoittautuivat kuitenkin ratkaiseviksi Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän kohtalon kannalta. Presidentti Nixon julkisti elokuun 15. päivänä 1971 talouspoliittisen ohjelman Yhdysvaltain maksutaseen parantamiseksi. Toimiin kuuluivat hinta- ja palkkasulku 90 päivän ajaksi, 10 prosentin tuontimaksu sekä vastaavansuuruinen verohelpotus teollisuudelle, mikäli se käyttäisi amerikkalaisia tuotteita investoinneis-

---

<sup>48</sup>Robert Solomon: mt. s. 179 - 180. Länsi-Saksan keskuspankki joutui vaihtamaan 5.5.1971 ensimmäisen tunnin aikana yli miljardi dollaria Saksan markkoiksi, ennen kuin markkinat päätettiin sulkea.

saan.<sup>49</sup> Kullan ja dollarin keskinäinen vaihdettavuus päätettiin toistaiseksi lakkauttaa.<sup>50</sup> Dollarin ulkoiselle arvolle ei tehty mitään.

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimivuus oli tämän jälkeen hyvin kyseenalainen. Vallitsevaa IMF-sopimusta ei enää käytännössä kunnioitettu. Yhdysvaltain kauppapoliittiset toimenpiteet uhkasivat aiheuttaa vastatoimia muissa maissa, ellei valuuttamarkkinoilla vallitsevaa epävarmaa tilaa olisi saatu viranomais-ten hallintaan. - Tiiviit neuvottelut aloitettiin lähes välittömästi ja ne jatkuivat yli kolmen kuukauden ajan IMF:n puitteissa sekä bilateraalisesti suurten teollisuusmaiden kesken ja kymmenen maan ryhmän piirissä.

Neuvottelut käynnistyivät IMF:n toimitusjohtajan Pierre-Paul Schweitzerin aloitteesta elokuun 1971 lopussa. Schweitzer esitti jo tuolloin julkisesti, että Yhdysvaltain dollari pitäisi devalvoida valuuttakurssirakenteiden yleistarkistuksen yhteydessä.<sup>51</sup> Hän esitti myöhemmin seuraavan konkreettisen ehdotuksen tulevien neuvottelujen kolmitahoisesta lähestymistavasta.<sup>52</sup>

---

<sup>49</sup>Kaksi jälkimmäistä toimenpidettä olivat GATT-sopimuksen vastaisia ja EEC-maat esittivät myöhemmin Yhdysvalloille GATT:issa muodollisen vastalauseen. Robert Solomon mt. s. 189.

<sup>50</sup>Kullan vaihdettavuus lakkautettiin, sillä alkoi esiintyä selviä merkkejä aktiivisesta vaihtohalusta. Ranska ja eräät pienet teollisuusmaat (ml. Suomi) suorittivat dollareiden vaihtoa kultaan. Englanti vaati kurssitakuuta Yhdysvaltain suorittamalle 750 milj. dollarin swap-nostolle. Yhdysvaltain dollarin devalvaatiota odotettiin siten yleisesti.

<sup>51</sup>Milton Gilbert: mt. s. 157. Lausunto ärsytti suuresti Yhdysvaltain viranomaisia, jotka olivat julkisuudessa vielä vankkumatta Yhdysvaltain dollarin devalvoimattomuuden kannalla.

<sup>52</sup>Sama s. 159 - 160.

- 1) Aluksi pitäisi sopia valuuttakurssien yleisistä samanaikaisista tarkistuksista, valuuttakurssien sallitun vaihtelualueen tilapäisestä laajentamisesta sekä Yhdysvaltain tuontitalletuksen poistamisesta.
- 2) Toisessa vaiheessa keskusteltaisiin Yhdysvaltain dollarin vaihdettavuuden palauttamisesta ja mahdollisista lisätoimenpiteistä Yhdysvaltain maksutaseaseman parantamiseksi.
- 3) Kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistamisneuvottelut toteutettaisiin tämän jälkeen.

Koko syksyn jatkuneiden neuvottelujen aikana Yhdysvallat "suostui" dollarin devalvaatioon. Neuvotteluasetelmissa tapahtui kuitenkin käänne. Kun Yhdysvallat ehdotti muille suurille teollisuusmaille dollarin suurehkoa 10 - 15 prosentin devalvaatiota, nämä asettuivat vastustamaan sitä.<sup>53</sup> Varsinainen neuvottelusopimus syntyi joulukuun 13. - 14. päivänä 1971 presidentti Nixonin ja presidentti Pompidoun tapaamisessa.

Kullan hinta oli aiemminkin ollut vaikea kiistakysymys Yhdysvaltain ja Ranskan viranomaisten välillä. Omien neuvonantajiansa hämmästykseksi presidentit pääsivät sopimukseen tarvittavien valuuttapoliittisten päätösten pääpiirteistä. Ranska ei muuttanut oman valuuttansa kullassa ilmaistua pariarvoa, joten sen valuutta vahvistui Yhdysvaltain dollariin nähden kullan hintamuutoksen verran. Yhdysvallat päätti toteuttaa 7.9 prosentin devalvaation, mikä vastasi kullan hinnan kohoamista 38 dollariin 35 dollarista troyunssilta. Ranskan frangi vahvistui täten dollariin nähden 8.57 %. Tämä neuvottelutulos esitettiin muille suurille teollisuusmaille 10 maan ryhmän kokouksessa 17. - 18. päivänä joulukuuta 1971

---

<sup>53</sup>Robert Solomon mt. s. 202 - 203.

Smithsonian instituutissa. Kokouksen aikana tehtiin ns. Smithsonian sopimus uudesta keskuskurssijärjestelmästä ja pantiin toimeen valuuttajärjestelmän toinen yleinen kurssitasojen tarkistus.<sup>54</sup>

#### 5.4.2 Smithsonian keskuskurssijärjestelmä

Uudet valuuttakurssisuhteet määriteltiin keskuskurssijärjestelmässä Yhdysvaltain dollareina ilmaistujen keskuskurssien avulla. Dollarin ja kullan vaihdettavuutta ei palautettu. Valuuttakurssien sallittu vaihteluväli laajennettiin 2.25 prosenttiyksikköön keskikurssien kummallekin puolelle. Ristikurssien kautta laskettu kahden valuutan välinen teoreettinen vaihtelualue saattoi olla jopa 9 prosenttiyksikköä. Smithsonian sopimuksessa eri valuuttojen nimelliset muutokset olivat seuraavat (vertailutaso toukokuun alussa 1971 vallinneet pariarvot):

Yhdysvaltain dollari	- 7.90 %
Belgian frangi	+ 11.57 %
Ranskan frangi	+ 8.57 %
Italian liira	+ 7.48 %
Saksan markka	+ 13.58 %
Japanin jeni	+ 16.88 %
Hollannin floriini	+ 11.57 %
Ruotsin kruunu	+ 7.49 %
Englannin punta	+ 8.57 %

---

<sup>54</sup>Ensimmäinen yleistarkistus johtui Yhdysvaltain ylivoimaisesta kilpailukyvyistä toisen maailmansodan jälkeen. Englannin n. 30 prosentin devalvaatio 1949 laukaisi muiden maiden vastatoimenpiteet Länsi-Euroopassa ja melko laajasti myös punta-alueella. Punnan toinen devalvaatio 1967 johtui Englannin heikentyneestä kilpailukyvyistä, eikä sen yhteydessä toteutettuja muiden maiden devalvaatioita voida pitää yleisinä kurssintarkistuksina, jotka olisivat olleet tarpeen kansainvälisen valuuttajärjestelmän oman toimintakyvyn kannalta.

Kanada päätti jatkaa valuuttansa kelluttamista. Ratkaisun yhteydessä Sveitsin frangi vahvistui dollariin nähden 13.9 %.<sup>55</sup>

Teollisuusmaiden keskeiset efektiiviset valuuttakurssien muutokset jäivät suhteellisen vaatimattomiksi. Tämä johtui siitä, että usea maa toteutti yhtäaikaisesti samansuuntaisen valuuttakurssimuutoksen. Valuuttaansa nimellisesti vahvistaneiden maiden keskinäiset bilateraaliset kurssisuhteet muuttuivat hyvin vähän. Ratkaisu ei myöskään auttanut olennaisesti Yhdysvaltain dollarin asemaa, vaikka Yhdysvaltain dollarin ja toisaalta Länsi-Saksan ja Japanin valuuttojen kahdenväliset valuuttakurssinmuutokset olivatkin melko suuret. Tehty ratkaisu ei osoittautunut uskottavaksi. Valuttamarkkinoilla oli odotettu dollarin suurempaa devalvaatiota. Yhdysvaltain dollarin ulkoisen arvon heikentymisen laskettiin olleen vain noin 6.5 - 7.75 % riippuen siitä, minkälaisia kauppapainoja käytettiin.<sup>56</sup> Valuuttakurssien tilapäisesti laajennetulla vaihteluvälillä suunniteltiin pidettävän kurissa satunnaiset häiriöt valuttamarkkinoilla. Toiveena oli, että myöhemmin olisi voitu palata vakaisiin valuuttakurssisuhteisiin.

---

<sup>55</sup>Susan Strange: mt. s. 343 - 344 kuvaa 10 maan ryhmän ulkopuolisten maiden toimia keskuskurssijärjestelmään siirryttäessä. Useat maat ml. Pohjoismaat käyttivät tilaisuutta hyväkseen heikentääkseen valuuttansa ulkoista arvoa. Suomen päätös 4.10 markan keskuskurssista vahvisti markkaa dollariin nähden 2.4 %, mutta samalla se merkitsi markan ulkoisen arvon (efektiivisen kurssin) heikentymistä useita prosentteja.

<sup>56</sup>Robert Solomon mt. s. 209.

## 6 KELLUVIEN VALUUTTAKURSSIEN AIKA (1973-)

### 6.1 Keskuskurssijärjestelmän toimivuus

OECD:n ja IMF:n virkamiehet tekivät valuuttakurssisuhteiden tarkistamista varten syksyllä 1971 laskelmia suurten teollisuusmaiden kilpailuasemista. Laskelmat osoittivat, että vaihtotaseiden tosiasiallinen tasapainottomuus oli huomattavasti rekisteröityä suurempi. Käytetyt kilpailukykyindikaattorit eivät myöskään olleet ennakoineet teollisuusmaiden valuuttojen välille syntynyttä suurta muutospainetta. Tavoitteeksi asetettiin vaihtotaseiden tasapainon parantuminen 3 - 4 vuoden tähtäimellä, mikä olisi samalla edistänyt valuuttamarkkinoiden vakiinnuttamista. Smithsonian-sopimus tehtiinkin melko tarkasti IMF:n esittämien suosituksien pohjalta.<sup>57</sup>

Maa- ja talouden muutokset olivat 1970-luvun alussa kuitenkin niin äkillisiä ja suuria, etteivät yllä mainituissa laskelmissa käytetyt olettamukset pitäneet paikkaansa. Kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimivuutta varmistaville jatkoneuvotteluille ei käytännössä siten jäänyt aikaa. Valuuttakriisit jatkuivat.<sup>58</sup>

EEC-maat pyrkivät puolustamaan keskuskurssejaan valuuttayhteistyön avulla. Maaliskuussa 1972 muodostettiin ns. "valuuttakäärme", jonka puitteissa eräiden Länsi-Euroopan maiden keskinäisten valuutta-

---

<sup>57</sup>Milton Gilbert: mt. s. 157 - 163.

<sup>58</sup>Kansainvälinen likviditeetti oli kasvanut voimakkaasti. Valuuttakurssien muodostus ei tapahtunut reservivaluuttamaan (-maiden) osalta enää kauppavirtojen pohjalta, vaan siihen vaikuttivat entistä ratkaisevammin pääomanliikkeet. Valuuttakurssien muutokset vaikuttavat lisäksi ajan mittaan kauppavirtoihin. Yhdysvaltain vaihtotaseeseen olisi pitänyt vahvistua lähes välittömästi, jotta luottamus dollariin olisi palautunut.

kurssien vaihtelualue oli supistettu 2.25 prosenttiin eli puoleen normaalista. Interventiotoinilla pyrittiin pitämään valuuttakursit tämän ahtaan vaihtelualueen sisällä. Tämä osoittautui vaikeaksi. Englanti joutui pian eroamaan valuuttavarannon supistumisen vuoksi. Yhdysvaltain dollariin kohdistuva jatkuva luottamuspula pakotti Yhdysvallat toiseen devalvaatioon helmikuussa 1973. Dollari devalvoitiin 10 prosentilla (kullan hinta kohosi 38 dollarista 42.22 dollariin troyunssilta).<sup>59</sup> Tämä jäi viimeiseksi kiinteän valuuttakurssijärjestelmän puitteissa tapahtuneeksi merkittäväksi valuuttakurssien muutokseksi, sillä muut suuret teollisuusmaat siirtyivät tämän jälkeen kelluttamaan valuuttojaan. EEC-maat ilmoittivat maaliskuussa 1973, että EEC-valuutat kelluvat yhdessä. Tätä aiemmin vapaan valuuttakurssinmuodostuksen olivat sallineet mm. Kanada, Japani, Englanti ja Sveitsi. Kun kaikki suuret teollisuusmaat kelluivat yhdessä tai erikseen Yhdysvaltain dollariin nähden, niin myös Yhdysvaltain dollarin arvo määräytyi vapaasti huolimatta sen muodollisesta pariarvosta. Vapaiden valuuttajärjestelyiden aika alkoi maaliskuussa 1973.

## 6.2 Valuuttarahastosopimuksen toinen sääntöuudistus

### 6.2.1 Neuvottelut 1972 - 1974

IMF:n sopimusartiklojen ensimmäinen tarkistus tuli voimaan 1969, kun luotiin SDR-järjestelmä. Uusi sopimus menetti kuitenkin käytännössä sille aiotun merkityksen Smithsonian keskuskurssijärjestelmään siirryttäessä. Dollarin ja kullan vaihdettavuuden lakkauttamisen vuoksi IMF:n johtokunta laati raportin kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistamistarpeesta elokuussa 1972.

IMF:n hallintoneuvosto asetti raportin käsittelyn pohjalta erityisen hallintoneuvoston jäsenten keskuudesta kootun kahdenkymmenen

---

<sup>59</sup>Suomen markan keskuskurssi muutettiin 3.90 markkaan dollarilta entisen 4.10 markan asemesta.

komitean (Committee of Twenty) esittämään suosituksia tarvittavista toimenpiteistä. Komitean jäsenet olivat korkean tason poliittisia päätöksentekijöitä joko valtiovarainministereitä tai keskuspankkien pääjohtajia. Komitea käytti hyväkseen myös lukuisia teknisiä asiantuntijatyöryhmiä. Komitean työlle asetettu määräaika oli kaksi vuotta.

Työskentelyn alkaessa näytti olevan vilpitön halu todelliseen valuuttajärjestelmän kokonaisuudistamiseen. Yhdysvaltain viranomaiset olivat SDR-järjestelmän perustamisen myötä osoittaneet, että he olivat valmiit tarkistamaan näkökantojaan reservivaluuttamaan velvollisuuksista ja oikeuksista. Maksutasesopeutuksen tasapuolinen vastuunjako nähtiin yleisesti tärkeäksi. Valuuttakurssipoliittikkaan pyrittiin saamaan lisää joustavuutta. Tätä varten käytännössä suunniteltiin uusia indikaattorijärjestelmiä. Keskusteluissa kävi kuitenkin nopeasti ilmi, että USA ja muut suuret teollisuusmaat eivät kovin helposti päässeet yhteisymmärrykseen. Dollarin asema hankaloitti neuvotteluja. Kullan roolia haluttiin supistaa kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä.<sup>60</sup>

Keskustelujen jatkuessa taloudelliset olosuhteet muuttuivat ratkaisevasti 1973 tapahtuneiden öljyn hinnan suurten korotusten vuoksi. Tämä ns. öljykriisi muutti hetkessä neuvotteluasetelmat hyvin vaikeiksi. Tämän vuoksi kahdenkymmenen komitea ei pitänyt mahdollisena suosittaa sitovan tiukkaehtoisen ja yhtenäisen uudistetun valuuttajärjestelmän käyttöönottoa. Laajan ja kattavan reformin

---

<sup>60</sup>Dollarin reservivaluuttastatuksesta aiheutuneita dollarivelkoja ei voitu olettaa maksettavan lyhyellä aikavälillä. Kultaa ei voitu käytännössä käyttää maksuihin. USA:lla ei ollut muiden maiden valuuttoja hallussaan, muuta kuin ulkomaankaupan normaalin toiminnan turvaamiseksi. Olisi voitu perustaa varantovaluuttojen ja SDR:n välinen ns. substituutiotili. Sen puitteissa olisi voitu vaihtaa dollareita SDR-määräisiksi vaateiksi. Tämä olisi tehnyt mahdolliseksi dollarivelkojen kuolettamisen keskipitkällä aikavälillä. Taloudellisten olojen epävakaisuus esti kuitenkin suunnitelman toteuttamisen.



sijasta komitean suositukset pyrkivät kohdistamaan huomion valuuttajärjestön osittaisuudistuksiin ja näin asteittain viemään uudistusprosessia eteenpäin.

Komitean suosituksia käsiteltiin vuoden 1974 keskivaiheilla valuuttarahaston johtokunnassa. Muutosehdotuksien jatkoneuvottelut käytiin tämän jälkeen IMF:n hallintoneuvoston asettamassa ns. väliaikaiskomiteassa (Interim Committee). Tämä konkretisoi ehdotukset yhteistyössä johtokunnan kanssa.<sup>61</sup>

#### 6.2.2 Väliaikaisratkaisut sekä toisen sääntöuudistuksen pääsisältö

Väliaikaiskomitean ja IMF:n johtokunnan esitys uusiksi sopimusartikloiksi valmistui maaliskuussa 1976 parin vuoden työskentelyn tuloksena. Valuuttarahaston hallintoneuvosto saattoi hyväksyä 30.4.1976 sen, että viimeistelty sopimusesitys toimitettiin jäsenmaille hyväksyttäväksi ja ratifioitavaksi. Ratifiointiin kului pari vuotta ja toinen IMF:n sopimusartiklan uudistus tuli muodollisesti voimaan vasta 1.4.1978 eli yli 6 vuotta neuvottelujen käynnistymisen jälkeen.

Ennen sopimusartiklain toisen sääntöuudistuksen muodollista voimaantuloa tarvittiin kuitenkin muutama väliaikaistoimenpide kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan varmistamiseksi. Toimenpiteet koskivat mm. vallitsevien valuuttakurssien määrittämistä, IMF:n jäsenmaiden rahoitusasemien parantamista (ks. s. 91 - 94), kelluvien valuuttakurssien hallintaan liittyvien periaatteiden täsmentämistä sekä periaateratkaisua varantokullan roolista kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Toimenpiteistä kolme ensimmäistä

---

<sup>61</sup>Kahdenkymmenen komitean suositus uudeksi kansainvälisen valuuttajärjestelmän säännöstöksi eli ns. Outline of the Reform on julkaistu IMF Survey lehdessä, June 17, 1974.

mäistä perustui kahdenkymmenen komitean suosituksiin. Viimeksi mainittu periaateratkaisu oli pitkällisen neuvottelutyön tulos väliaikaiskomiteassa.

### Valuuttojen ulkoisten arvojen määrittäminen

Kansainvälinen valuutta- ja maksujärjestelmä toimi ilman sitovia sääntöjä vuodesta 1971 lähtien maaliskuun loppuun 1978. Vanhat säännöt olivat muodollisesti vielä voimassa. Yksikään jäsenmaa ei kuitenkaan noudattanut niitä. Kansainvälisten ja kaupallisten sopimusten valuuttaklausuulien tulkinta tuli teknisesti ja juridisesti hyvin vaikeaksi ja kiistanalaiseksi tänä aikana. Jäsenmaat sallivat valuuttakurssien muodostua suhteellisen vapaasti ja pyrkivät tasoittamaan vain suuria heilahteluja.

Alkuvaiheessa tulkittiin, että milloin pariarvoa tai valuutan keskuskurssia ei voitu pitää yllä, poikkeama pariarvosta oli vain tilapäinen. Riitatapauksissa käytettiin valuutan arvona siis vanhaa virallista kurssia. Kun valuuttojen arvot alkoivat suuresti poiketa näistä kirjanpitokursseista, piti määrittää uusi laskentatapa valuuttoina ilmaistuille velvoitteille. Aiemmasta yksiselitteisestä ja lähes muuttumattomasta arvonmitasta eli valuutan kultasisällöstä jouduttiin luopumaan. Se korvattiin päivittäin määritettävällä ja muuttuvalla valuuttakoriin perustuvalla laskentayksiköllä.

IMF:n määrittelemä ensimmäinen virallinen valuuttaindeksi pohjautui kahdenkymmenen komitean suosituksiin. Ns. 16 valuutan standardikoriin sisältyvien valuuttojen alkuperäiset lähtöpainot määriteltiin ao. maiden suhteellisten maailmankauppaosuuksien nojalla. Tämä kori oli myös SDR:n arvostuksen pohjana. Määrittelyhetkellä (28.6.1974) SDR:n arvoksi asetettiin dollarin vuoden 1944 kultasisältö. Päivittäisten valuuttakurssien heilahteluiden vuoksi

tämä vastaavuus poistui välittömästi. SDR:n arvo kellui tämän jälkeen muiden valuuttojen tapaan.<sup>62</sup>

#### Ohjeet valuuttojen kelluttamiselle

Valuuttainterventioilla pyrittiin ohjaamaan valuuttojen kellumista. Tämän vuoksi tarvittiin jonkinlaisia ohjeellisia sääntöjä hallitukselle valuuttojen kellumiselle. IMF saattoi laatia ne, koska sen piti valvoa jäsenmaiden käyttäytymistä valuuttamarkkinoilla. Rahaston johtokunta hyväksyi kesäkuussa 1974 valuuttojen kelluttamisessa noudatettavien periaatteiden ohjeet (Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates).<sup>63</sup> Kuusikohtaisessa ohjeistossa tunnustettiin tiettyjen jäsenmaiden tarve kelluttaa valuuttojaan. Samoin annettiin mahdollisuus intervenoida tarvittaessa valuuttamarkkinoilla lyhyen aikavälin häiriöiden vaikutusten lievittämiseksi sekä myös silloin, kun valuuttakurssin kehitys näytti olevan epäsoinnussa keskipitkän aikavälin normaalina pidettävien kurssisuhteiden kanssa.

IMF:n johtokunnan vahvistamien periaatteiden varsinainen tavoite oli sellaisten valuuttakäytäntöjen estäminen (esim. kilpailevien valuuttakurssien muutokset), joista olisi haittaa muille maille. Valuuttainterventioita ei tämän vuoksi saisi suorittaa "suhteetoman laajassa" mittakaavassa (Dirty Floating). Jos IMF:n virkamiehistö olisi havainnut, että jonkin maan valuuttakurssi oli luisunut etäälle keskipitkän aikavälin tasapainokurssista, IMF olisi voinut ryhtyä konsultoimaan valuuttakurssien käyttäytymiseen joh-

---

<sup>62</sup>SDR:n arvostuskorin koostumusta tarkistettiin heinäkuun alussa 1978, jolloin kaksi vanhan korin sisältämistä valuutoista vaihtui uusiin valuuttoihin. Tammikuun alussa 1981 suoritettiin korin toinen tarkistus. Valuuttakoriin sisällytettiin tällä kertaa ainoastaan viisi valuuttaa: USD, DEM, GBP, JPY ja FRF. Seuraava korin ajoittainen painojen tarkistus tapahtui vuoden 1986 alussa.

<sup>63</sup>Katso IMF Annual Report 1974 s. 112 - 116.

taneesta talouspolitiikasta. On selvää, että tämän valvonnan käytännön toteuttaminen oli vaikeaa mm. valuuttakurssien oikean tason identifiointivaikeuksien vuoksi. Ohjeiston avulla pohjustettiin kuitenkin sitä perustaa, jolle IMF:n myöhempi jäsenmaiden valuuttaja muun talouspolitiikan valvonta rakentui.

#### Varantokullan kohtalo

Kulta oli jo pitkään ollut käytännössä jäädytetty keskuspankkien holveihin. Sillä ei ollut käyttöä kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Kullan virallisen hinnan lakkauttaminen oli keskeisellä sijalla IMF:n sopimusartiklain toisessa sääntöuudistuksessa. IMF helpotti tämän ratkaisun saavuttamista myymällä osan omista kulta-varoistaan.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup>Jamaikalla keväällä 1976 pidetyn väliaikaiskomitean kokouksessa päätettiin myydä 1/6 valuuttarahaston omistamasta kullasta huutokaupoilla 4 vuoden aikana. Virallisen hinnan yli menevästä myyntivoitosta jaettiin kolmannes jäsenosuuksien suhteessa suoraan 106 kehitysmaalle. Loppuosa myyntivoitosta käytettiin kehitysmaiden avustusrahaston (Trust Fund) perustamiseen. Rahasto myönsi pitkäaikaisia matalakorkoisia luottoja (n. 3 mrd. SDR) köyhimmille kehitysmaalle vuosina 1977 - 1981. Tämän lisäksi IMF palautti jäsenmailleen 1/6 omistamastaan kullasta vanhaan viralliseen hintaan 35 SDR/troyunssi. Rahaston likviditeettiasema parani molempien toimenpiteiden ansiosta, mutta rahasto joutui luopumaan kullan myyntivoitosta.

Suuret teollisuusmaat sopivat vuonna 1976 BIS:n puitteissa, että ne eivät puutu kultamarkkinoiden toimintaan kahden vuoden aikana. Toivottiin, että kullan hinta olisi vakiintunut tänä aikana ja sallisi keskuspankkien väliset liiketoimet. Näin ei käynyt. Varantokultaa ei voitu käyttää suuressa mittakaavassa, sillä kullan markkinahinta olisi saattanut romahtaa. Virallisten kultavarantojen yhteismäärä vastasi yli 40 - 50 vuoden vuotuista kysyntää kultamarkkinoilla.

## Uudistuksen merkitys

Vuonna 1978 vahvistetut sääntöuudistukset heijastelivat tapahtuneita muutoksia. Uudet sopimussäännöt mahdollistivat valuuttajärjestelyjen ja IMF:n valvontaroolin kehittämisen edelleen. Säännöt eivät kuitenkaan antaneet jäsenmaille yhtä tiukkoja yhteistyövelvoitteita kuin valuuttojen pariarvojärjestelmä vaati. Vuonna 1973 omaksutut maittaiset erilaiset valuuttajärjestelyt säilyivät rinnakkaisina. Jäsenmaille annettiin suuri toimivapaus valuuttajärjestelyjen toimeenpanossa. Toisaalta IMF:n jäsenmaat sitoutuivat yhteistyöhön rahaston ja muiden jäsenmaiden kanssa varmistaakseen mahdollisimman vakaat valuuttaolot. Uusitun artikla IV:n mukaan jokaisen jäsenmaan tuli erityisesti:

- pyrkiä harjoittamaan sellaista talouspolitiikkaa, jonka tavoitteena on vakaa taloudellinen kasvu ja vakaa hintataso (kukin olosuhteidensa mukaan);
- vaalia vakaita rahataloudellisia oloja;
- pidättäytyä vaikuttamasta keinotekoisesti valuuttakursiin välttääkseen maksutaseen sopeuttamista tai saavuttaakseen kilpailuedun;
- noudattaa näiden sitoumusten kanssa sopusoinnussa olevaa valuuttapolitiikkaa.

Jäsenmaiden piti ilmoittaa IMF:lle toisen sääntöuudistuksen voimaantulon jälkeen noudattamastaan valuuttajärjestelystä sekä sen mahdollisista muutoksista. IMF:n artikla XIV:n ja VIII:n maittaiset konsultaatiot pidettiinkin vuoden 1978 jälkeen tämän uuden artikla IV:n mukaan.<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup>Jäsenmaidensa talouspolitiikan ja erityisesti valuuttapolitiikan seurannalla rahasto valvoo kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintaa taatakseen, että asetettuja yleisiä tavoitteita noudatetaan ja että järjestelmä toimii tehokkaasti. Valvonnan toteutumista selostetaan tutkimuksen liitteessä.

Valuuttajärjestelmän hallinto palautettiin muodollisesti kansainvälisen tarkkailun alaiseksi. Valuuttarahasto saattaa luottamuksellisissa keskusteluissa jäsenmaidensa kanssa esittää näkemyksiään näiden harjoittamasta talous- ja valuuttapolitiikasta. Käytännössä IMF ei pysty eikä haluakaan pakottaa jäsenmaita omaksumaan asetettuja suosituksia. IMF:n johtokunnassa käytävä talouspoliittinen keskustelu suo kuitenkin mahdollisuuden vuoropuheluun eri viranomaisten edustajien välillä ja auttaa maiden yhteisten etujen tai kansainvälisesti haitallisten toimien identifioimisessa.

Toisen sääntöuudistuksen yhteydessä asetettiin myös tavoitteeksi SDR:n aseman kehittäminen kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. SDR-järjestelmän käyttökelpoisuutta pyrittiin parantamaan ja käyttömahdollisuuksia lisäämään. Artikloihin lisättiin perustavoite muodostaa SDR:stä pääasiallinen varantoväline. SDR-järjestelmän puitteissa saatettiin uudistuksen jälkeen tehdä keskinäisiä liiketoimia ilman rahaston erityistä lupaa. IMF toimii kuitenkin edelleen kirjanpitoyksikkönä.<sup>66</sup>

### 6.3 Vapaat valuuttajärjestelyt ja valuuttayhteistyö

#### 6.3.1 Ensimmäinen öljykriisi

Lokakuun 1973 Lähi-idän sodan yhteydessä öljyä vievät arabimaat suspistivat väliaikaisesti öljyn tarjontaansa, jonka johdosta vapaiden öljymarkkinoiden hinnat nousivat. Öljyä vievät OPEC-maat päättivätkin nostaa raakaöljyn virallista vientihintaa lokakuussa 1973 valinneelta 3 dollarin tasolta hieman yli 11 dollariin tynnyriltä

---

<sup>66</sup>Vuonna 1978 aloitettuja SDR:n muotomääräyksiin kohdistuvia teknisiä muutoksia on jatkettu tämän jälkeen yksinkertaistamalla SDR:ää koskevia säännöksiä tai poistamalla niitä. Suoritetut tekniset parannukset eivät kuitenkaan takaa yksimielisyyttä SDR:n aseman kehittämisen suhteen.

tammikuusta 1974 alkaen. Öljystä perityt hinnat nelinkertaistuivat lyhyen ajan kuluessa.

Kansainvälinen valuutta- ja rahoitusjärjestelmä joutui suurten rakenteellisten rahoitusongelmien eteen. Lyhyellä aikavälillä ei ollut muuta vaihtoehtoa kuin hyväksyä öljyn kohonneesta hinnasta aiheutuvat vaihtotaseen alijäämät öljyä tuovissa maissa.<sup>67</sup> Maksutaserajoitusten tai kilpailevien valuuttakurssinmuutosten käytön katsottiin yleisesti vain vaikeuttavan tilannetta. Tämän vuoksi teollisuusmaat sitoutuivat 1974 OECD:n puitteissa siihen, että ne eivät käytä kauppaa rajoittavia toimia öljyn hinnan korotuksesta aiheutuneiden vaihtotasevajeiden pienentämiseksi. Tätä "Trade Pledge" -nimellä tunnettua kauppajulistusta jatkettiin vuosittain, kunnes 1980 siitä tehtiin jatkuva kauppapoliittinen sitoumus.

Taulukossa 2 on havainnollistettu öljykriisin vaikutuksia maailmantalouden vaihtotaserakenteeseen.

---

<sup>67</sup>Taloudellinen kasvu pysähtyi teollisuusmaissa 1975 ja tuotanto jopa supistui suurissa teollisuusmaissa. Myös maailmankaupan volyyymi supistui samana vuonna ensi kertaa toisen maailmansodan jälkeen. Nämä seurausvaikutukset eivät kuitenkaan johtuneet tietoisista talouspolitiikan toimista. Suhdannetaantuma syveni automaattisesti teollisuusmaista ja kehitysmaista OPEC-maihin suuntautuneiden suurten tulonsiirtojen vaikutuksesta.

Taulukko 2. Maaryhmäkohtaiset vaihtotasesaldot vuosina 1973 - 1978, mrd. dollaria

	1973	1974	1975	1976	1977	1978
<u>Teollisuusmaat</u>	20.3	-10.8	19.8	0.5	- 2.2	32.7
- 7 suurinta	14.8	- 2.7	24.9	10.1	10.4	36.2
- pienet teollisuusmaat	5.5	- 8.1	- 5.1	- 9.6	-12.6	- 3.5
<u>Öljyävievät maat</u>	6.7	68.3	35.4	40.3	30.2	2.2
<u>Kehitysmaat</u>	-11.3	-47.0	-46.3	-32.3	-28.9	-41.3
Sosialistiset maat						
+ tilastovirhe	15.7	20.5	8.9	8.2	- 0.9	- 6.4

(Lähde: IMF Annual Report 1983, vaihtotase pl. julkiset siirtomenot = rahoituspaineeet)

OPEC-maiden vaihtotaseen ylijäämä kasvoi 1974 kymmenkertaiseksi edellisen vuoden vajaasta 7 mrd. dollarista. Öljyä tuovat kehitysmaat kantoivat tästä puolet ja niiden vaihtotaseasema heikentyi yhteensä n. 30 mrd. dollaria. Ryhmäkohtainen vajuus nelinkertaistui ja vaihtotaseiden alijäämät pysyivät pitkän aikaa aiempaa huomattavasti suurempina. Teollisuusmaiden vaihtotase heikentyi samoin 35 mrd. dollaria ja koko ryhmän vaihtotaseasema muuttui vajaukselliseksi.

Öljykriisi heikensi kehitysmaiden rahoitustilannetta. Kehitysmaat eivät voineet luottaa virallisista lähteistä saatavan rahoituksen kasvuun senkään vuoksi, että kehitysavun traditionaaliset rahoittajat olivat itse rahoitusvaikeuksissa.



Suhteessa bruttokansantuotteeseen ulkoinen tasapainottomuus lisääntyi selvästi. Teollisuusmaissa vaihtotaseen vajoaus saattoi olla maakohtaisesti 1 - 3 % BKT:sta. Kehitysmaissa tilanne kärjistyi vielä enemmän ja vaihtotaseen alijäämä oli usealla maalla yli 10 % BKT:sta. Nämä luvut havainnollistavat kansantalouksien kohtaamia sopeutustarpeita. OPEC-maiden voimakkaasti kasvanut tuontikysyntä supisti kuitenkin nopeasti näiden maiden vaihtotaseylijäämiä. Vuonna 1978 saavutettiin ennen öljykriisiä vallinneet yleiset vaihtotaserakenteet.

Kehitysmaiden suuret vaihtotasevajaukset rahoitettiin melko kiuttomasti kun kansainväliset pankit muuttivat OPEC-maiden lyhytaikaiset talletukset suhteellisen pitkäaikaisiksi luotoiksi (5 - 8 vuotta). Kaupallisilla ehdoilla saatuun ulkomaiseen velkaan turvautumalla ostettiin kansantalouksien sopeuttamiseen aikaa muutama vuosi. Pankkiluottojen tulevat kuoletukset jaksottuivat usean maan osalta 1980-luvun alkuun. Kansainvälinen valuutta- ja rahoitusjärjestelmä osoittautui näin ollen varsin joustokkyiseksi.

### 6.3.2 IMF:n rooli ja toimenpiteet

Valuuttayhteistyön käytännön toimintaedellytykset olivat varsin heikot sen jälkeen, kun suuret teollisuusmaat olivat yleisesti ryhtyneet kelluttamaan valuuttojansa. Vaikka valtaosa muista jäsenmaista määräitti valuuttojensa ulkoisen arvon suhteellisen kiinteästi yksittäisen valuutan tai valuuttakorin avulla, valuuttakurssit muodostuivat käytännössä melko vapaasti kevään 1973 jälkeen.<sup>68</sup> Noin 70 - 75 % maailmankaupasta käytiin vapaasti kelluvilla valuutoilla.

---

<sup>68</sup>Robert Solomon: mt. s. 323 toteaa, että esim. vuonna 1975 IMF:ään kuuluneista 97 kehitysmaasta 52 satoi valuuttakurssinsa kehityksen Yhdysvaltain dollariin, 6 Englannin puntaan ja 14 Ranskan frangiin.

Kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla vallitsi ajoittain huomattavia epävakaisuuksia, jotka heijastuivat kaikkien IMF:n jäsenmaiden taloudelliseen kehitykseen. Valuuttarahasto ei kuitenkaan kyennyt juuri puuttumaan tilanteeseen.

Virallisen likviditeetin globaalista tarvetta ei esiintynyt Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän murtumisen jälkeen. Suuret teollisuusmaat tekivät tosin 1971 herrasmiespäätöksen olla sijoittamatta varantojaan euromarkkinoille hillitäkseen markkinoiden kasvua. Niin kuin kahdenkymmenen komitean työskentelystä kävi ilmi, valuuttajärjestelmän uudistuskeskusteluissa IMF:n jäsenmaat olivat haluttomia kasvattamaan SDR:n roolia. Tämän vuoksi kansainvälisen valuuttaja rahoitusjärjestelmän likviditeettikehitys jäi paljolti kansainvälisten pankkien toiminnan varaan. Kansainvälisen pankkitoiminnan valvonta oli vielä suhteellisen jäsentymätöntä ja sitä ryhdyttiin tehostamaan vasta eräiden pankkiskandaalien jälkeen.

Suuret teollisuusmaat siirtyivät pois IMF:n vaikutuskentästä valuuttainterventioiden vähenemisen myötä.<sup>69</sup> Kehitysmaiden rahoitusasema taas oli parantunut vuosina 1972 - 1973. Maailmanpankin toiminta oli myös hyvin aktiivista 1970-luvun alussa. Sen toiminta kohdistui kehitysmaihin. Kansainväliset pankit olivat ryhtyneet rahoittamaan myös kehitysmaita perushyödykkeiden korkeasuhdanteen parantaessa maiden asemaa. Mitä tehdä valuuttapoliittiselle yhteistyöjärjestölle, jota ei näkynyt tarvittavan? - Ensimmäinen öljy-

---

<sup>69</sup>Teollisuusmaiden keskuspankit olivat toimineet vuodesta 1962 lähtien keskenään tai yhteistoiminnassa mm. BIS:n ja EEC:n kanssa tukirahoituksen järjestämisessä. Milton Gilbert (mt. s. 192) mainitsee, että Yhdysvaltain FED-järjestelmän ja teollisuusmaiden keskuspankkien välistä swap-luottoverkostoa laajennettiin vuonna 1973 huomattavasti, nim. 11.7 mrd. dollarista 18.0 mrd. dollariin. Tavoitteena oli lisätä Yhdysvaltain dollarin puolustuspotentiaalia. Samalla järjestely tarjosi suurten teollisuusmaiden keskuspankeille vastavuoroista rahoitusta näiden suorittamien valuuttainterventioiden rahoittamisessa. Rahoituskanavat olivat käytettävissä, jos valuuttakurssin vapaaseen muodostukseen haluttiin puuttua.

kriisi osoitti, että virallistakin maksutaserahoitusta tarvittiin vielä.

Kuten aiemmin mainittiin kahdenkymmenen komitean työn yhteydessä, näytti vuoden 1974 alussa siltä, että vaihtotaseiden tasapainotto-  
muudet saattaisivat jatkua pitkään. Rahoitustarpeet olivat suuret. IMF:n oman jäsenosuuspohjaisen rahoitusjärjestelmän toimintakyky oli heikko, sillä valtaosa jäsenmaista oli maksutasevaikeuksissa. Näiden maiden valuuttoja ei voitu käyttää IMF:n luottojen rahoittamiseen. Valuuttarahasto turvautuikin komitean suositusten mukaisesti jäsenosuuksien ulkopuoliseen lainanottoon eräistä OPEC-maista sekä suotuisassa rahoitusasemassa olevista teollisuusmaista kattaakseen rahoitusvaikeuksissa olevien maiden rahoitustarpeita. Nämä ns. öljyluotot miellettiin väliaikaisjärjestelyiksi, jotka olivat tarpeen, kunnes IMF:n oma rahoitusjärjestelmä olisi normalisoitunut.

IMF sai käytettäväksi yhteensä 6.9 mrd. SDR:n luottojärjestelyt 1974 - 1975 varsin edullisilla rahoitusehdoilla.<sup>70</sup> Sen hetkiset epävakaiset taloudelliset olot huomioon ottaen rahoittajamaat osoittivat merkittävää yhteistyöhalua IMF:n kanssa. Öljyluottojen merkitys oli jälkikäteen arvioituna kuitenkin varsin marginaalista kokonaisrahoitustarpeiden kannalta. Niiden avulla katettiin vain 5 - 6 % syntyneistä vaihtotasevajauksista 1974 - 1976. Yksittäisen maan kannalta öljyluottojen saanti helpotti joka tapauksessa huomattavasti vaikeata rahoitustilannetta.

---

<sup>70</sup>Öljyluotot aktivoitiin hyvin lyhyen ajan kuluessa 1975 - 1976. Öljyluottojen takaisinmaksuajaksi sovittiin 4 - 7 vuotta (neljännesvuosittaiset kuoletukset). Kuoletusaika oli pari vuotta pitempi kuin IMF:n tavanomaisissa luotoissa. Lainakorot vaihtelivat lainaajan pituuden mukaan noin 7 prosentista vajaan 8 prosenttiin vuodessa. Silloisissa epävakaisissa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden oloissa luottoehdot vastasivat ensiluokkaisen lainanottajan saamia ehtoja. Tästä huolimatta IMF:n toiminnassa siirryttiin ensi kerran kohti markkinaehtoista rahoitusta. GAB-rahoitusjärjestelyn sekä jäsenosuuspohjaisen rahoituksen koron määritykset tapahtuivat huokeilla rahoitusehdoilla.

## IMF:n luottojen ehdollisuuden lievennys

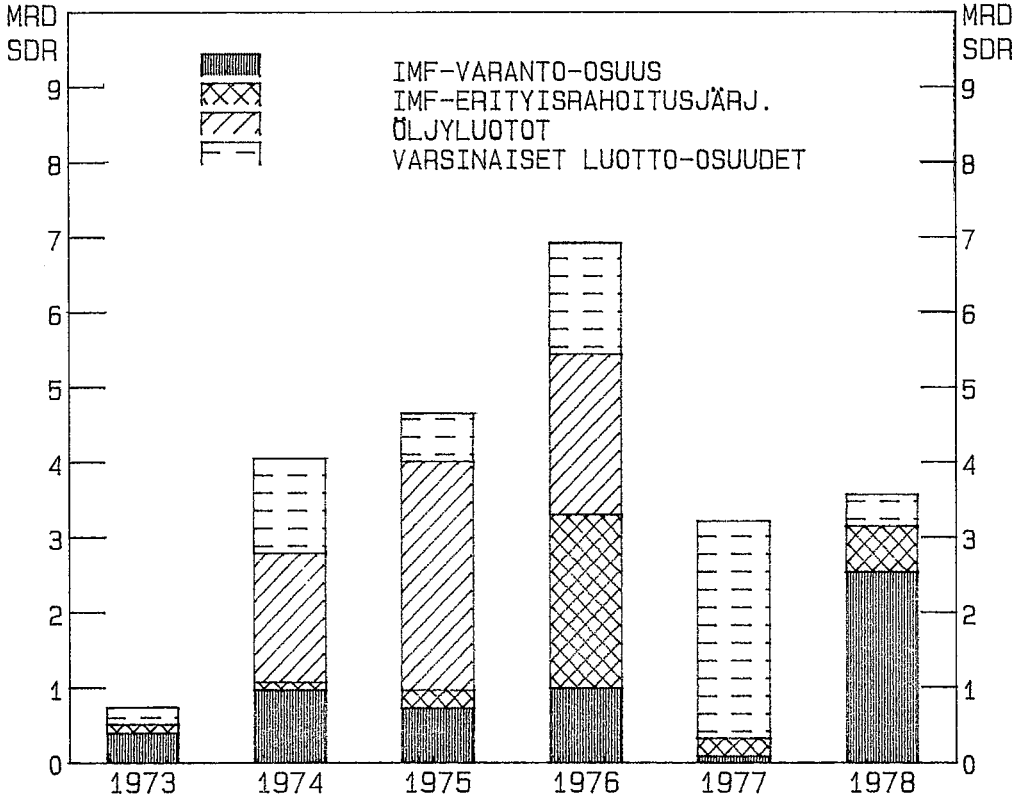
Öljyluottojen nostoihin olivat oikeutettuja maat, joiden valuuttavaranto oli supistunut 1974 ja 1975. Niiden käyttöön ei liittynyt IMF:n tavanomaista talouspoliittista ohjelmaa. Luottoa nostava maa joutui ilmoittamaan, että se pyrki tasapainottamaan ulkomaankauppaansa ja vähentämään riippuvuutta tuontienergiasta. Edelleen sitouduttiin siihen, ettei maa saanut ottaa käyttöön uusia tai tehostaa voimassa olevia kansainvälisiä juoksevia liiketoimia ja maksuja koskevia rajoituksia ilman etukäteiskonsultaatiota rahaston kanssa. IMF kannusti lisäksi jäsenmaita rahoitusresursiensä käyttämiseen lieventämällä vientitulojen tasaamisjärjestelyn (Compensatory Financing Facility, CFF) nostorajoituksia vuonna 1975.<sup>71</sup>

Rahaston toimintapolitiikan tarkistuksen vaikutukset ovat selkeästi nähtävissä kuviossa 4, jossa on kuvattu IMF:n vuosittain nostetun rahoituksen jakautumista rahoituksen lajin mukaan.

---

<sup>71</sup>Kun CFF-järjestelystä saadun luoton maksimimäärä oli aiemmin rajattu yhden luotto-osuuden suuruiseksi, se saattoi tämän jälkeen nousta 12 kuukauden jakson aikana puoleen jäsenosuudesta ja korkeintaan 75 prosenttiin, jos vientitulojen menetys jatkui vielä tämän jälkeen. Liberalisointipäätös helpotti perushyödykkeiden viennistä riippuvien kehitysmaiden rahoitusasemaa. IMF:n luottojärjestelyjen taustoista ja toiminnoista katso esim. Kerstin Heinonen: "Kansainvälisen valuuttarahaston luottojärjestelyt" Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelualoitteita VP 1/82 3.12.1981.

Kuvio 4. IMF:n antolaina 1973 - 1978



IMF:n rahoituksen käyttö<sup>72</sup> kasvoi hyvin voimakkaasti 1974 - 1976. Rahoitusta nostettiin kuitenkin järjestelyistä, joihin ei sisällynyt talouspoliittista ehdollisuutta eli öljyluottoina 1974 - 1976 ja CFF-järjestelystä 1976 (ristiviivoitettu pylväslohko). IMF:n

<sup>72</sup>Tässä kuviossa on luettu IMF:n varanto-osuuden nosto IMF:n rahoituksen käyttöksi, vaikka se muodollisesti vastaakin ao. erän muuttamista varantomielessä likvidiin muotoon. Varanto-osuuden nosto oli pakollista aina vuoteen 1982 asti, jos maa aikoi käyttää muuta IMF:n rahoitusta. USA ei ole koskaan nostanut varsinaista valmiusluottoa. Vuonna 1978 se kuitenkin turvautui 2.3 mrd. SDR:n suuruisen varanto-osuutensa nostoon.

tavanomaisten luottojen sekä kehitysmaiden erityistarpeita varten 1974 perustetun laajennetun EFF-rahoitusjärjestelyn käyttö osoitautui hyvin heikoksi. Vain kymmenen maata turvautui luottoehdoillaan tiukan rahoituksen käyttöön sinä aikana, kun öljyluottoja oli nostettavissa.<sup>73</sup> Kuviossa 4 ehdollinen rahoitus sisältyy valkoiseen pylväslohkoon.

Valuuttarahaston valmiusluottoja oli valuuttojen kelluttamisen jälkeen käytetty vain harvoin. Italia ja Englanti turvautuivat kuitenkin molemmat täysimääräisen neljän luotto-osuuden talouspoliittiseen ohjelmaan. Näistä Italian ohjelmat ajoittuivat vuosiin 1974 - 1975 sekä 1978 ja Englannin 1977 - 1978. Nämä kaksi teollisuusmaata käyttivät yhdessä valtaosan kuviossa 4 esitetystä IMF:n ehdollisesta rahoituksesta 1974 - 1977.

Valmiusluottojen avulla kyettiin palauttamaan luottamus edellä mainittujen maiden valuuttoihin ja ulkomaiseen velanhoitokykyyn. Valmiusluottojen luottokriteereiksi asetettiin varsin tiukkoja tavoitteita kotimaisen luotonannon kasvulle, rajoituksia rahaja finanssipolitiikalle sekä ulkomaisen velan rakennemuutoksille.

Mainitut ohjelmat onnistuivat ja niiden käytöstä saatu kokemus palveli IMF:ää sen tarkistaessa luottokäytäntöihinsä liittyvää ehdollisuutta sekä yksittäisiä luottokriteerejä.<sup>74</sup>

---

<sup>73</sup>Sidney Dell: "On Being Grandmotherly: The Evolution on IMF Conditionality" Essays in International Finance no 144 s. 24.

<sup>74</sup>Ehdollisuuskäytäntöön liittyvästä problematiikasta katso Ahti Huomo: "Kansainvälisen valuuttarahaston luotonantoon liittyvästä talouspoliittisesta ehdollisuudesta". Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelualoitteita VP/11/84 31.12.1984.

## IMF:n vaikutusvallan väliaikainen heikentyminen

Jäsenmaat ja erityisesti kehitysmaat olivat hyvin haluttomia ehdollisten rahoitusjärjestelyiden käyttöön. IMF:n jäsenosuuksien suhde vuotuiseseen maailmankauppaan oli pienentynyt 1970-luvulla kansainvälisen inflaation kiihtymisen johdosta. Tähän vaikutti myös jäsenosuuksien ennallaan pysyminen. Jäsenosuuksien korotus viivästyi. Korotus toteutui vasta 1978 kahdeksan vuotta edellisen korotuksen jälkeen. Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän aikana IMF:n jäsenosuudet vastasivat koko ajan yli 10 prosenttia vuotuisesta tuonnista. 1970-luvun puolivälissä tämä suhde oli supistunut noin 3 prosenttiin. Vuoden 1978 korotus nosti suhteen 4 prosenttiin. Kehitysmaiden ei juuri kannattanut käyttää valmiusluottoja tai EFF-järjestelyä, sillä rahoitus oli vähämerkityksellistä rahoitustarpeisiin suhteutettuna.<sup>75</sup> IMF:n välitön rahoituskyky oli heikko juuri silloin, kun jäsenmaiden rahoitustarpeet olivat suuret.

Muutamit kehitysmaat joutuivat kyllä ajoittain rahoittajien painostuksen vuoksi kääntymään IMF:n puoleen luottokelpoisuutensa palauttamiseksi. Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän likviditeetin väljyyttä kuvastaa kuitenkin se, että IMF:n rahoituksen käyttö oli varsin vähäistä 1977 - 1979.

---

<sup>75</sup>EFF-järjestely eli kehitysmaiden laajennettu nostojärjestely (Extended Fund Facility) luotiin 1974 kehitysmaiden sopeutumistarpeita silmällä pitäen. Valmiusluoton maksimaalista kokoa korotettiin 40 prosentilla, jos maan viranomaiset suostuivat kolmen vuoden pituisen talousohjelman laadintaan. Sopeutusprosessin pituuden vastapainoksi myönnettiin suhteellisen pitkä luottojen takaisinmaksuaika. Kuoletukset tapahtuivat 5 - 8 vuoden kuluttua lainan nostosta. Vuoden 1979 jälkeen maksuaikaa on voitu pidentää aina 10 vuoteen asti.

## IMF:n luottopolitiikan tarkistus

Vaikka jäsenmaiden alttius turvautua IMF:n ehdollisen rahoituksen käyttöön oli vähäistä, rahasto halusi kuitenkin varmistaa oman luototuspotentiaalinsa ylläpitoa jo vuonna 1976. Rahasto päätti jatkaa omaa luotonottoaan öljyluottojärjestelyiden tapaan hyvässä rahoitusasemassa olleilta mailta. Uudesta ns. lisäluottojärjestelystä (Supplementary Financing Facility, SFF) saatava lisärahoitus kytkettiin kuitenkin tällä kertaa IMF:n ehdollisen rahoituksen käyttöön.<sup>76</sup> Mitä korkeamman luotto-osuuden sisältävän valmiusluotto-ohjelman maa oli valmis laatimaan yhdessä IMF:n kanssa, sitä suuremmaksi kohosi lisäluoton määrä. Järjestelyn sopimuksen ratifiointi vaati kuitenkin aikaa ja 7.8 mrd. SDR:n suuruinen SFF-järjestely saatiin käyttöön vasta helmikuussa 1979. Järjestely oli siten käyttövalmiina toisen öljykriisin puhjetessa.

## 6.4 Yhdysvaltain dollarin heikentyminen 1977 - 1979

Kansainvälinen valuuttajärjestelmä ei ole immuuni yksittäisten suurten teollisuusmaiden harjoittamien talouspoliittisten tointen seurauksivaikutuksille. Yhdysvaltain harjoittaman talouspolitiikan ja erityisesti raha- ja valuuttapolitiikan johdonmukaisuus on

---

<sup>76</sup>Lisäluoton porrastus oli seuraava: valmiusluoton ensimmäisen luotto-osuuden lisäluotto oli 12.5 % jäsenosuudesta, kolmen seuraavan luotto-osuuden 30 % eli jos maa solmi neljän luotto-osuuden valmiusluoton, se sai jäsenosuuden kaksinkertaisen määrän valuuttoja käyttöönsä. Vuonna 1979 luoton kokonaismäärä kohotettiin jäsenosuuden kolminkertaiseen määrään asti, jolloin 100 %:n yli menevä osuus tuli rahoitettavaksi kokonaan lisäluotolla. EFF-järjestelyn kohdalla oli vastaavatyypinen kytkentä.



ratkaisevaa valuuttajärjestelmän sujuvan toiminnan kannalta.<sup>77</sup> Ensimmäisen öljykriisin jälkihoidon voidaan katsoa epäonnistuneen USA:ssa. Energiapolitiikka oli jäykähköä. Raakaöljyn ja luonnonkaasun kotimaisia hintoja säännösteltiin, kun muissa maissa annettiin maailmanmarkkinahintojen korotusten heijastua suoraan kuluttajahintoihin. Energian hintakehitys ei edistänyt energian säästötoimia ja talouden riippuvuus tuontiöljystä säilyi. Taloudellisen kasvun sallittiin myös jatkua pitkään korkealla tasolla vuosina 1976 - 1978. Poikkeavasta talouspoliittisesta linjasta johtui, että Yhdysvaltain vaihtotase heikkeni ja tämän jälkeen Yhdysvaltain dollarin ulkoinen arvo laski.

Ulkomaankauppaosuuksilla mitattuna dollarin ulkoinen arvo heikkeni 19 % syyskuun lopusta 1977 lokakuun loppuun 1978. Samana aikana Japanin jeni ja Länsi-Saksan markka vahvistuivat 40 ja 13 %. Muutokset olivat erityisen suuria lokakuussa 1978. Dollari heikentyi tuolloin 6 % yhden kuukauden aikana. Näin suuria muutoksia ei ollut tapahtunut sitten alkukevään 1973.<sup>78</sup>

Valuuttainterventioiden avulla ei juuri pystytty hillitsemään dollarin heikentymistä. Tapahtumien kulku osoitti, että valuuttakursien perustavaa laatua olevia muutostrendejä ei voida estää, jos odotukset kurssinmuutoksista ovat vahvat.

---

<sup>77</sup>Yhdysvaltain dollari säilytti asemansa tosiasiallisena kansainvälisenä valuuttana 1970-luvulla, eikä 1970-luvun alussa tapahtunut varantovaluuttojen voimakas diversifiointikehitys jatkunut enää ensimmäisen öljykriisin jälkeen. Dollarin suhteellinen osuus varantovaluuttojen kokonaismäärästä vaihteli vuosittain 70 ja 80 % välillä. Länsi-Saksan markka ja Japanin jeni kasvattivat osuuksiaan muiden valuuttojen kustannuksella (Englannin punta ja Ranskan frangi). Kun dollaria on käytetty maksuvaluuttana mm. raakaöljyn laskutuksessa, dollari on säilyttänyt asemansa myös yksityisillä markkinoilla. Dollarin suhteellinen osuus eurovaluuttamarkkinoilla identifioiduista talletuksista pysytteli 3/4 paikkeilla. Hyvin huomattava osa pankkilainoista myönnetään dollareina.

<sup>78</sup>IMF Annual Yearbook 1979, s. 17.

Kansainvälinen valuuttarahasto ja sen jäsenmaat reagoivat dollarin heikentymiseen ottamalla uudelleen esille valuuttojen substituutiotilisuunnitelman, joka oli haudattu kahdenkymmenen komitean työskentelyn yhteydessä (katso s. 80). IMF olisi ns. substituutiotilin kautta "peruuttamattomasti" vaihtanut dollareita ja mahdollisesti muitakin varantovaluuttoja SDR:iin. Näitä erityisiä nosto-oikeuksia olisi myöhemmin käytetty dollareiden asemesta valuuttaviranomaisten välisissä liiketoimissa. Substituutiotilisijoituksista olisi saatu korkotuotto, joka olisi perustunut dollarisijoitusten alkuperäiseen SDR-arvoon sekä SDR-korkoon.

Dollarilikviditeetin kasvua olisi kyetty hillitsemään ja samalla varantovälineenä käytetyn SDR:n asemaa olisi tuettu. Erimielisyyksien johdosta tätä toimintaa ei voitu aloittaa. Erityisen ongelman aiheutti valuuttakurssiriskin kohdistaminen.<sup>79</sup> Amerikkalaiset viranomaiset katsoivat, että koska oli kyse koko valuuttajärjestelmän toimintakyvystä, kaikkien IMF:n jäsenmaiden tuli osallistua mahdollisten kustannusten kattamiseen. Muut maat olivat yleisesti sitä mieltä, että Yhdysvaltojen olisi pitänyt kantaa päävastuu kurssiriskistä, sillä substituutiotilin avulla pyrittäisiin kuitenkin helpottamaan dollarin ulkoisen arvon ylläpitoa. Ei myöskään päästy

---

<sup>79</sup>Normaalisti voidaan olettaa, että ns. korkopariteetti pätee, i. kahden valuutan tuotto on sama pitkällä aikavälillä. Ts. heikkoon valuuttaan liittyy korkea ja vahvaan valuuttaan matala nimelliskorko. IMF:n suorittamissa laskelmissa todettiin, että tämä pitää suurin piirtein paikkansa. Ajoittain oli kuitenkin esiintynyt suhteellisen pitkiä jaksoja, jolloin Yhdysvaltain dollarisijoituksen ja SDR-sijoituksen kokonaistuotot poikkesivat toisistaan melkoisesti. Substituutiotilin kumulatiivinen tappio ja pääoman kuluminen oli mahdollista, jos dollari olisi aluksi jatkuvasti heikentynyt ja IMF:n suorittamien dollarisijoitusten tuotto ei olisi kattanut tilin jäsenmaille maksamia korkoja (jotka perustuivat SDR-korkoon mutta jotka maksettiin dollareina).

yksimielisyyteen IMF:n jäljellä olevan kullan käyttämisestä substitutiotilin valuuttakurssiriskin takuuna.<sup>80</sup>

Lokakuussa 1978 tapahtunut dollarin ulkoisen arvon äkillinen ja jyrkkä heikentyminen pakotti Yhdysvaltain valuuttaviranomaiset dollarin vakiinnuttamistoimiin. Laajoja kansainvälisiä yhteistoimia ei joudettu odottamaan dollarin hyväksi.<sup>81</sup> Valuuttaviranomaisten toimet perustuivat aluksi lähes kokonaan odotuksia muuttaville vaikutuksille.

Valuuttapolitiikan teho perustui ilmoitukseen, että valuuttaviranomaiset olivat valmiit suorittamaan mittavia valuuttainterventioita dollarin kurssitason puolustamiseksi yhdessä Länsi-Saksan, Japanin ja Sveitsin valuuttaviranomaisten kanssa. Jotta FED ja valtiovarainministeriö olisivat saaneet ulkomaisia valuuttoja interventiotarkoituksiin, laajennettiin swap-luottoverkostoa 18 miljardista 30 miljardiin dollariin. Swap-luottoja aktivoitiin ja Yhdysvallat nosti jäljellä olevan varanto-osuutensa, 2.3 mrd. SDR, valuuttarahastosta. Nosto suoritettiin GAB-järjestelystä, johon osallistuivat Länsi-Saksa ja Japani. Yhdysvaltain viranomaiset laskivat myöhemmin liikkeeseen myös DM-määräisiä obligaatioita Länsi-Saksassa.

---

<sup>80</sup>IMF:lle jäi kultaa n. 103 milj. troyunssia sen jälkeen, kun 1/3 sen omistamasta kullasta oli päätetty vuonna 1976 käyttää kehitysmaiden hyväksi sekä palauttaa jäsenmaille entiseen hintaan. Jäljelle jääneen kultaerän markkina-arvo oli vuoden 1978 lopussa 23.4 mrd dollaria (226 dollaria unssilta).

<sup>81</sup>Substituoitavien dollareiden kokonaismäärän olisi pitänyt olla melko suuri, jotta substitutiotilillä olisi ollut merkittävää vaikutusta. IMF:n jäsenmaiden hallussa oli varantodollareita 218 mrd. vuonna 1978 (näistä 156 mrd. oli sijoitettu FED:n kautta). Eurovaluuttamarkkinoiden nettolainakanta oli 535 mrd. dollaria samana vuonna. Jos dollarin osuus oli näistä luvuista noin 70 %, niin yksityisen dollarilikviditeetin arvo oli tuolloin nettomääräisenä 375 mrd. dollaria. (Lähteet: IMF:n ja BIS:n vuosikirjat).

Dollarin syöksylasku pysähtyi näiden toimenpiteiden avulla. Dollarin ulkoisen arvon kehitys oli kuitenkin melko epävakaata vuonna 1979 ja dollari oli selvästi aliarvostettu. Varsinainen muutos syntyi siinä vaiheessa, kun rahapolitiikkaa kiristettiin asteittain vuonna 1979.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup>Tuolloin asetettiin mm. rahamäärien vuotuiselle kasvulle tiukat tavoitteet ja annettiin koron määräytyä kysynnän ja tarjonnan mukaan. Yhdysvaltalaisten pankkien ulkomailta välittämä rahoitus pantiin myös korottomien kassavarantotalletusten alaiseksi. Pitkään jatkunut tiukka rahapolitiikan linja johti myöhemmin yhdessä keveän finanssipolitiikan kanssa dollarikorkojen kohoamiseen sekä dollarin ulkoisen arvon vahvistumiseen.

## 7 TOINEN ÖLJYKRIISI

### 7.1 Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän yleistila toisen öljykriisin kynnyksellä

Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän hallinta näytti olevan kohtalaisen hyvin IMF:n ja sen jäsenmaiden käsissä vuoden 1978 lopulla. Amerikkalaiset olivat puuttuneet voimakkein ottein dollarin asemaan. Valuuttainterventioita suoritettiin yhteistyössä eri maiden viranomaisten kanssa. Vaihtotaseet olivat tasapainottuneet. Kehitysmaiden rahoitusasemaa oli helpottanut perushyödykkeiden menekin ja hintojen elpyminen. Ulkomaisen pankkirahoituksen saanti oli parantunut merkittävästi 1970-luvun puolivälin tilapäisten markkinahäiriöiden jälkeen.<sup>83</sup> Kansainvälisten pankkien ulkomainen luotonanto kasvoi vuoden 1973 jälkeen keskimäärin yli 20 % vuotta kohden aina vuoteen 1981 asti.

Kansainvälisen valuuttarahaston asema oli muodollisesti vahvistunut keväällä 1978, kun IMF:n toinen sääntöuudistus astui voimaan. Sääntöuudistuksen yhteydessä IMF saattoi luoda uusia menetelmiä jäsenmaiden valuuttapoliittisen käyttäytymisen valvontaa varten (surveillance). Rahaston sisällä oli myös päädytty yhteisymmärrykseen SDR:ien osoitusten jatkamisesta vuosiksi 1979, 1980 ja 1981. Neljän miljardin SDR:n vuotuisia osoituksia ei tällä kertaa perus-

---

<sup>83</sup>Kansainvälisen pankkitoiminnan valvontaa ja seuranta tehostettiin voimallisesti BIS:n aloitteesta vuodesta 1975 lähtien. Eri viranomaisten keskeistä tarkastusvastuun jakoa selkeytettiin pankkien asema- ja emomaissa ns. Basle Concordat-sopimuksen avulla. (Sopimusta tarkennettiin edelleen vuonna 1983). Pankkitarkastusviranomaisia varten laadittiin ohjeita kansainvälisten luottojen valuutta-, maturiteetti-, korko- sekä maariskien arvioimiseksi. Tässä vaiheessa eikä myöskään myöhemmin ole asetettu esteitä europankkitoiminnan kasvua vastaan.

teltu niinkään kansainvälisen likviditeetin tarpeen näkökulmasta vaan sillä, että tahdottiin edistää SDR:n asemaa valuuttajärjestelmässä.

IMF:n oma likviditeettitilanne oli parantunut. Kuudes jäsenosuuskorotus tuli voimaan 1978. Jäsenosuuksia korotettiin keskimäärin kolmanneksella. Huomattavan suuria korotuksia ohjattiin OPEC-maille. Näiden maiden rahoituspotentiaalia voitiin tämän jälkeen käyttää hyväksi myös IMF:n jäsenosuuspohjaisessa rahoituksessa. Vahvassa rahoitusasemassa olevien maiden kanssa neuvoteltu lisäluottojärjestely tuli voimaan helmikuussa 1979.

IMF:n luottojen ehdollisuuskäytäntöä tarkistettiin. Uudet tarkennetut luotto-ohjeet (guidelines for conditionality) julkistettiin keväällä 1979. Vaikka uusissa ohjeissa painotettiin maakohtaisten poliittisten, taloudellisten ja sosiaalisten erityisolosuhteiden ja maiden talouspoliittisten prioriteettien huomioon ottamista luottokriteereitä määritettäessä, alkoi IMF:n luottojen tosiasiallinen ehdollisuuskäytäntö tiukentua asteittain. Tämä tapahtui siitä huolimatta, että IMF laajensi vuonna 1979 jälleen luottoehdoiltaan lievän CFF-järjestelyn luottomääriä.<sup>84</sup> Ehdollisuuskäytännön tiukentuminen liittyi, kuten todettiin, lisäluottojärjestelyn toteuttamisessa omaksuttuun politiikkaan. IMF pystyi myös tarjoamaan merkittäviä rahoitusmääriä jäsenmaidensa käyttöön oman lainanottonsa kautta.<sup>85</sup>

IMF:n jäsenmaiden valuuttapoliittinen ja yleinen talouspoliittinen yhteistyöhalu näytti olevan kohtalaisen hyvä. Tämä ilmeni mm.

---

<sup>84</sup>Vientitulojen henkentymiseen vetoamalla maa saattoi nostaa IMF-rahoitusta vuotta kohden jäsenosuuttaan vastaavan määrän, kun se aiemmin sai vain puolet jäsenosuudesta (75 %, jos vientimenetys jatkui).

<sup>85</sup>IMF:n omaa rahoituspohjan vahvistamiseksi kuudetta jäsenosuuksien korotusta päätettiin myös aikaistaa parilla vuodella. Tämän vuoksi uusi korotus astui voimaan jo vuonna 1980.

siitä, että muut teollisuusmaat olivat olleet valmiit helpottamaan USA:n maksutaseen sopeuttamista kiihdyttämällä omaa talouskasvuun. Kansainvälisellä valuutta- ja rahoitusjärjestelmällä näytti siten olevan otolliset olosuhteet jatkaa asteittaista sopeutumista kohti tasapainoisempaa maailmanlaajuista maksutaseiden rakennetta ja valuuttakursseja. Raakaöljyn hinnan voimakas kohoaminen 1979 - 1980 muutti kuitenkin tilannetta ratkaisevasti.

## 7.2 Toisen öljykriisin taloudellisista vaikutuksista

Raakaöljyn hinnan toisen voimakkaan tasokohoamisen vuoksi vaihtotaseiden tasapainottomuudet kärjistyivät uudelleen. Tällä kertaa talouspolitiikka muuttui ratkaisevasti. Ensimmäisen öljykriisin yhteydessä taloudellista kasvua pidettiin yllä tarkoituksellisesti etenkin kehitysmaissa mutta myös eräissä pienissä teollisuusmaissa. Kun raakaöljyn vientihinnat pysyivät melko vakaina muutaman vuoden ajan, lisääntyneisiin öljylaskuihin sopeuduttiin inflaation avulla. Voimakas kansainvälinen inflaatio oli kuitenkin yksi toisen öljykriisin syistä.

Toisen öljykriisin yhteydessä suuret teollisuusmaat ryhtyivät toteuttamaan inflaation vastaista talouspolitiikkaa, joka rakentui suurelta osin rahan tarjonnan kasvun säätelylle. IMF:n sihteeristö oli myös suositellut tällaista talouspolitiikkaa. Poliitiikan avulla pyrittiin saavuttamaan edellytykset maailmantalouden ja kunkin maan vakaalle taloudelliselle kasvulle. Tiukasta rahapoliittisesta linjasta aiheutui teollisuusmaissa alkuvaiheessa taloudellisen kasvun heikentymistä. Tämä heijastui myös kehitysmaiden vientikysyntään.<sup>86</sup>

Kun muiden perushyödykkeiden kuin raakaöljyn vientihinnat kehittyivät epäsuotuisasti 1980-luvun alussa, useimpien kehitysmaiden

---

<sup>86</sup>Inflaation vastainen talouspolitiikka on ollut tuloksellista 1980-luvulla. Kansainvälistä inflaatiota on saatu madallutetuksi yleisesti. Suurissa teollisuusmaissa inflaatio on saatu huomattavasti hidastetuksi 1970-luvusta.

ulkoinen tasapaino alkoi järkkyyä. Vaihtotasevajausten supistamiseksi jouduttiin kiristämään talouspolitiikkaa. Erityisesti Latinalaisen Amerikan maat joutuivat hillitsemään hyvin voimakkaasti kotimaista kysyntää ja tavarantuontia ulkomaisen likviditeetti-tilanteen parantamiseksi.

Kun taloudellinen kasvu oli yleisesti vaimeaa, maailmankaupan määrällinen kasvu pysähtyi käytännössä neljän vuoden ajaksi 1980 - 1983. Maailmankauppa alkoi elpyä vasta 1983 teollisuusmaiden keskinäisen kaupan piristymisen vuoksi. Maailmankaupan kasvu ajoittui kuitenkin vasta vuoteen 1984 eli kolme vuotta myöhäisemmäksi ajankohdaksi kuin ensimmäisen öljykriisin jälkeen.

Ulkomaisen velan hoito osoittautui ongelmalliseksi kehitysmailla erityisesti 1982 - 1984. Kun ulkomainen velka alkoi muodostua suureksi suhteessa vientituloihin, ulkomaisten lainojen normaali uusiminen vaikeutui. Rahoituksen sujuvuuden takaamiseksi tarvittiin yhä useammin tukea kansainvälisiltä järjestöiltä. Erityisesti IMF:n rooli korostui ja muuttui rahaston ryhtyessä vakauttamaan kehitysmaiden talouksia. Samassa yhteydessä molemmat Bretton Woodsin instituutiot - Valuuttarahasto ja Maailmanpankki - alkoivat lähestyä toisiaan omilla toimintasektoreillaan sopeuttaessaan toimintojaan ja osallistuessaan usein yhteistyössä eräiden jäsenmaidensa hyväksi tapahtuvien rahoitusjärjestelyiden pystyttämiseen.

### 7.3 IMF:n ja kansainvälisen yhteistyön reaktiot rahoitusvaikeuksiin

Kansainvälisen valuuttarahaston toiminnan painopiste alkoi 1970-luvun puolivälin jälkeen vähitellen siirtyä kehitysmaiden talouksien vakauttamiseen. Nämä maat ovat yleisesti halunneet sitoa valuuttansa ulkoisen arvon kehityksen melko kiinteästi johonkin päävaluuttaan tai valuuttakoriin. Kehitysmaat jatkavat täten muodollisesti samankaltaista politiikkaa kuin teollisuusmaat har-



joittivat vielä 1960-luvulla. Kehitysmaiden valuuttakurssipolitiikka voidaan ehkä luonnehtia suhteellisen aktiiviseksi Bretton Woodsin järjestelmän käytäntöön verrattuna. Maailmantaloudessa tapahtuneet rakenteelliset muutokset ovat kuitenkin viime vuosina olleet niin suuria ja nopeita, että tarvittavat toimenpiteet olisivat olleet hyvin tuntuvia, mikäli ne rajoittuisivat yksinomaan valuuttakurssipolitiikkaan.

Kun ulkomaisen rahoituksen saanti on heikko ja vaihtotase rajoitteet ovat suuria, myös tarvittavien talouspolitiikan sopeutustoimien pitää olla jyrkkiä. Rahoitustarpeet ovat kuitenkin useimmiten olleet aivan liian suuria IMF:n kannettaviksi. Näin ollen IMF on lähinnä tukenut ja valvonut sopeutusohjelmia, joiden avulla on lisätty jäsenmaiden luottokelpoisuutta muiden rahoittajien silmissä.<sup>87</sup> Erityisesti silloin, kun maa on joutunut tilapäisiin likviditeetti- tai pitempiäaikaisiin velanhoitovaikeuksiin, on maan rahoitusasemaa helpotettu IMF:n oman tai IMF:n kokoaman rahoitustuen avulla.

Toisen öljykriisin kärjistäessä kehitysmaiden vaihtotaseiden tasapainottomuuksia rahastossa katsottiin, että oli riittäviä perusteita laajentaa jäsenmaiden luotonsaantia IMF:stä. Uuden rahoituspolitiikan muotoutumiseen vaikuttivat melko ratkaisevasti Turkin maksutase- ja velanhoitovaikeudet 1979 - 1980. Kaupallisen rahoituksen saanti katkesi ao. maalta toisen öljykriisin puhkeamisen aikaan.

Turkin avuksi mobilisoitiin tämän vuoksi laaja virallisista rahoituslähteistä peräisin oleva rahoitus. IMF korotti vuonna 1979 lisäluottojärjestelyn luottorajoja, jotta Turkki olisi voinut saada

---

<sup>87</sup>Valuuttarahasto suosittelee, että sen puoleen kääntyttäisiin mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Talousohjelmien toteuttaminen voi tällöin olla suhteellisesti helpompaa toteuttaa kuin tilanteessa, jossa talouden tasapainottomuudet ovat kärjistyneet.

suuremman luoton kuin mitä rahoitusjärjestelyä suunniteltaessa oli päätetty (katso s. 96 alaviite 76). Maailmanpankin rahoituspolitiikassa turvaututtiin tässä tapauksessa uudelleen mittavan ohjelmarahoituksen käyttöön. Näin oli tehty edellisen kerran 1947 - 1948 Länsi-Euroopan maiden hyväksi. Turkille myönnettiin rakenteelliseen sopeutukseen tarkoitettu suurehko ohjelmalaina (structural adjustment loan, SAL-laina). Lainaa voidaan pitää keskipitkän aikavälin maksutaselainana, joka voitiin nostaa lähes välittömästi.<sup>88</sup> OECD-maat sitoutuivat edelleen kattamaan jäljelle jääneet ennustetut Turkin rahoitusvajaukset lisäämällä kehitysapua ja luottoja. Kansainväliset pankit eivät osallistuneet uuden lisärahoituksen järjestämiseen, vaikka ne suostuivatkin velkojen maksuaikataulujen uudelleenjärjestelyihin 1979 - 1980.

Kun oli nähtävissä, että rahoitusongelmat saattavat kestää useita vuosia, oli välttämätöntä mukauttaa myös valuuttarahaston omaa rahoituspolitiikkaa. IMF omaksui väliaikaiseksi tarkoitetun laajennetun luotonsaannin politiikan (Enlarged Access Policy, EAP), jonka puitteissa jäsenmaat voivat joko laatia useita peräkkäisiä valmiusluottosopimuksia tai sitoutua kolmivuotiseen luotto-ohjelmaan. IMF:n uuden rahoituspolitiikan ansiosta jäsenmaalla oli periaatteessa oikeus saada käytettäväksi IMF:n rahoitusta kaksin - kolmin-kertainen määrä entiseen käytäntöön nähden, jos maa oli valmis laattimaan taloutensa sopeutusohjelman.

Rahoituspolitiikan kriteerit olivat luonnollisesti ohjeellisia. Suurimpaan mahdolliseen luottoon turvautui myöhemmin vain muutama maa. Näillä oli yleensä erittäin vakavat vaihtotasepainet ja ra-

---

<sup>88</sup>Ohjelmalainoja oli kyllä käytetty kokeilumielessä jo muutamaa vuotta aiemmin. Ohjelmalainojen avulla IBRD kykeni nopeuttamaan luottojensa normaalia maksatusaikataulua jopa seitsemälle eri vuodelle ulottuvasta nostokalenterista sekä järjestämään merkittäviä rahoitussummia suurissa rahoitusvaikeuksissa olevien jäsenmaidensa hyväksi. Kaikkiaan Turkki on saanut viisi SAL-lainaa IBRD:ltä.

hoitusongelmat mutta myös hyvin pitkälle menevät talouksien sopeutusohjelmat. Kun maalla saattoi olla käytössään useita peräkkäisiä IMF:n valmiusluottoja, joiden kuoletusjaksot sattuivat osittain päällekkäin, valuuttarahasto jousti samalla jonkin verran eräästä peruseriaatteestaan eli jäsenosuusvarojen kierrosta rahoitusvaikeuksissa olevien jäsenmaidensa hyväksi. IMF:n rahoitusta oli käytettävissä aiempaa suuremmassa määrin ja entistä jonkin verran pidemmällä ajanjaksolla. Uuden EAP-politiikan kulloisiakin luotto-rajaja on madallettu IMF:n jäsenosuuskorotusten yhteydessä sekä jäsenmaiden rahoitustilanteiden parantuessa.<sup>89</sup>

Turkin ennakkotapauksen yhteydessä 1979 - 1980 harjoitetusta rahoitusyhteistyöstä saatu kokemus osoitti, että velanhoito-ongelmien helpottamisen suhteen omaksuttu politiikka oli varsin tehokas. Rahoitustuen avulla sekä voimakkaaseen kotimaiseen taloussopeutukseen tukeutuen Turkki pystyi käynnistämään ulkoisen tasapainon parantamisen ja taloutensa jäykkyyksien poistamisen.

---

<sup>89</sup>Järjestely tuli muodollisesti voimaan 1981. Sitä sovellettiin kuitenkin tilapäisesti Turkin hyväksi jo kesällä 1980. EAP:n avulla jäsenmaa oli periaatteessa oikeutettu solmimaan luottosopimuksen kolmeksi vuodeksi. Siinä vuosittaisen noston määrä oli 200 % jäsenosuudesta. (Tämän lisäksi luottoja voitiin saada IMF:n erityisrahoitusjärjestelyistä: CFF-järjestely ja raaka-aineiden puskurointirahasto).

Järjestelyä rahoitettiin kuten lisäluottojärjestelyäkin lainavaroin. Erityisesti Saudi-Arabia osallistui rahoituksen järjestämiseen.

Vuoden 1985 lopussa voimassa olevien ohjeiden mukaan maan vuosittainen valmiusluotto voi olla korkeintaan 90 % jäsenosuudesta. Kolmen vuoden jaksolla luottojen yhteismäärä voi korkeintaan nousta 270 prosenttiin jäsenosuudesta, edellyttäen että kumulatiivisten nostojen summa ei ylitä 400 % jäsenosuuksista. Poikkeustapauksissa voidaan näistäkin rajoista joustaa, jos jäsenmaan rahoitustilanne on heikko ja maa on valmis voimakkaisiin taloutensa vakauttamis-toimiin.

Vuoden 1982 aikana ja sen jälkeen puhjenneiden kehitysmaiden velkaongelmien helpottamisessa käytettiin pääpiirteittäin samantyyppisiä kansainvälistä yhteistyötä kuin tässä ennakkotapauksessakin.

IMF kykeni osallistumaan jäsenmaidensa rahoitusvaikeuksien lievittämiseen 1980-luvun alussa huomattavasti suuremmilla luotoilla kuin ensimmäisen öljykriisin yhteydessä. Maailmantalouden heikosta kasvusta johtuva kehitysmaiden viennin vaikeutuminen 1981 - 1983 kiristi huomattavasti kehitysmaiden likviditeettitilannetta. Rahoitustarpeet olisivat olleet muutoinkin suuret vanhan ulkomaisen velan kuolettamiseen sekä korkojen maksamiseen (vaihtuvakorkoisten lainojen korot olivat kohonneet hyvin korkeiksi). Rahoitustarpeiden kattaminen osoittautui hyvin vaikeaksi lukuisille velallismaille, sillä uusia ulkomaisia lainoja oli vaikea järjestää ja niiden luottoehdot olivat epäedullisia.

Yli 80 kehitysmaata turvautui 1980-luvun alkupuoliskolla IMF:n tukeen. Suoranaisien likviditeetti- ja rahoitusvaikeuksien kohteeksi joutui vuoden 1984 loppuun mennessä 58 maata.<sup>90</sup> Uusia ulkomaisen velan maksuaikoja on sovittu yli 30 velallismaalle 1982 - 1984 sekä julkisten velkojen että pankkivelkojen osalta. Velkajärjestelyissä on sovittu velkojen maksujen lykkäämisistä yhteensä määrällä, joka vastaa lähes puolta ao. velallismaiden ulkomaisesta bruttovelkakanasta.<sup>91</sup>

---

<sup>90</sup>IMF:n toimitusjohtajan J. de Larossièren puhe Institute of International Finance:ssa 10.5.1985, IMF Survey, May 1985 s. 162.

<sup>91</sup>1970-luvun velkaneuvotteluissa oli vuosittain käsitelty enintään 0.5 - 3.0 mrd. dollarin velkojen uudelleenjärjestelyjä. Syksyn 1982 jälkeen otettiin neuvoteltavaksi n. 120 mrd. dollarin velat kahden vuoden aikana. Tämän jälkeen neuvottelut useaa vuotta koskevien velkojen kuolettusten lykkäyksistä nostivat velkajärjestelyt yhteensä 200 mrd. dollariin vuoden 1985 loppuun mennessä.

Kun moni velallismaa oli samanaikaisesti velanhoitovaikeuksissa, velanhoito-ongelmat voivat levitä herkästi yhä useampaa maata koskeviksi. Tämä voi periaatteessa olla mahdollista mm. eri velallismaiden keskinäisten velkasuhteiden vaikutusten vuoksi. Kun ulkomaisia saatavia ei saada oikea-aikaisesti, ei myöskään kyetä hoitamaan omia velvoitteita. Velallismaiden luottokelpoisuuden heikentyminen vaikeuttaa myös sellaisenaan uuden ulkomaisen rahoituksen saantia ja samalla tosiasiallista velanhoitokykyä. Samanaikaisesti myös suurten liikepankkien rahoitusasemat vaikeutuivat. Tilanne näytti erityisen hankalalta 1982, jolloin amerikkalaisilla liikepankeilla oli pankkien omiin varoihin nähden suuria saatavia vaikeasti velkaantuneista Latinalaisen Amerikan maista. Näiden pankkien vakavat toimintahäiriöt olisivat välittyneet koko kansainväliseen valuuttaja rahoitusjärjestelmään dollarin kansainvälisen roolin vuoksi.<sup>92</sup>

Velanhoito-ongelmat olivat erittäin vaikeita 1980-luvun alussa. Niiden aiheuttamilta potentiaalisilta kansainvälisiltä vakavilta haitoilta on välttytty yhteistyön avulla, johon velallismaat, kansainväliset järjestöt, velkojamaat ja pankit ryhtyivät velallismaiden rahoitusasemien parantamiseksi. Tässä yhteistyössä Kansainvälinen valuuttarahasto ja erityisesti sen toimitusjohtaja Jacques de Larosière toimi järjestelyiden keskeisenä koordinaattorina. Keskituloiset voimakkaaseen pankkivelkaantumiseen turvautuneet kehitysmaat pystyivät ylläpitämään rahoitussuhteensa myös kansainvälisiin pankkeihin nähden solmiessaan IMF:n kanssa valmiusluotto- tai EFF-sopimuksia. Turkin ennakkotapauksesta poiketen myös pankit suostuivat jatkamaan rahoitusvaikeuksissa olevien velallismaiden rahoittamista laajojen velkojen uudelleenjärjestelyiden ohella.

---

<sup>92</sup>USA:n pankkivalvontaviranomaisten toimenpiteet Continental Illinois National Bank & Trust Company'n joutuessa keväällä 1984 maksuvaikeuksiin osoittivat, että viranomaiset eivät voineet sallia suuren pankin konkurssia. Katso Esko Sydänmäki: "Amerikan yhdysvaltain pankkivalvonta ja maariskit", Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelualoitteita VP 11/84, 31.12.1984.

Uusien rahoitusjärjestelyiden keskeisimmät piirteet olivat seuraavat:

- Likviditeettivaikeuksissa oleville maille järjestettiin kansainvälisen yhteistoiminnan kautta hyvin lyhytaikaista tilapäistä rahoitusta, kunnes maat olivat neuvotelleet IMF:n kanssa talouden vakauttamisohjelmista.<sup>93</sup>
- Vakauttamisohjelmilla pyrittiin supistamaan rahoitustarpeita pienentämällä vaihtotasevajauksia.
- IMF asetti oman luototuksensa ehdoksi sen, että tukijärjestelyn muut rahoittajat osallistuvat velallismaiden rahoitusvajausten kattamiseen. Muiden rahoittajien kohdalla tämä saattoi merkitä sitä, että velkojien piti suostua vanhojen maksettavaksi lankeavien (ja lyhytaikaisten) velkojen kuoletusten uudelleenjärjestelyihin. Uusi pankkirahoitus pyrittiin järjestämään pankkien vanhojen lainasaatavien suhteissa.
- Kauppaluottojen ja vientiluottojen saantia edistettiin.
- Kun velallismaiden talouksien sopeutusohjelmista oli sovittu, kannustettiin velkojia suostumaan maksettavaksi lankeavien velkojen kuoletusten lykkäämiseen.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup>Lyhytaikaista rahoitusta järjestettiin bilateraalisesti tai yhteistoiminnassa usean maan kanssa (mm. Meksiko ja Argentiina). Kansainväliset liikepankit antoivat myös joissakin tapauksissa väliaikaisrahoitusta, jotta nämä maat olisivat pystyneet maksamaan korkosuorituksia. Vuosien 1982 - 1983 aikana Kansainvälinen järjestelypankki - BIS - osallistui merkittävän väliaikaisrahoituksen järjestämiseen. Huomionarvoista BIS:n toiminnassa oli se, että pankki ulotti rahoitustaan jäsenkeskuspankkiensa ulkopuolisille maille.

<sup>94</sup>Monta vuotta koskevien velkojen konsolidointijakson avulla (normaalisti 1 - 1.5 vuotta) vältytään paljon aikaa vieviltä toistuvilta neuvotteluilta ja samalla jaksotetaan velkojen takaisinmaksua tasaisesti usealle vuodelle. Sopimuksia on kuitenkin saatu aikaan vain muutama.

Pankit olivat asettaneet neuvottelujen helpottamiseksi keskinäisiä koordinoitiryhmiä. Kymmenkuntaa suurta pankkia edustava ryhmä alisti pankkeja koskevan maittaisen neuvotteluratkaisun kaikkien velkojapankkien hyväksyttäväksi. Järjestelyihin saattoi osallistua useita satoja pankkeja. Sopimusten avulla konvertoitiin huomattava osa suurten velallismaiden ottamasta lyhytaikaisesta rahoituksesta pitkäaikaiseksi luotoksi.<sup>95</sup>

Rahoitusjärjestelyiden avulla velallismaat pystyivät kattamaan rahoitustarpeensa 1983 - 1984 sekä kasvattamaan huventuneita valuuttatavarantojaan. IMF:n omien rahoitusvirtojen lisäksi voitiin mobilisoida jokaista IMF:n antamaa dollaria kohden 7 dollaria muilta rahoittajilta.

Velanhoitovaikeuksissa olleiden maiden talouksien vakauttaminen käynnistyiikin tehokkaasti 1983 - 1984. Tämä paransi selvästi useiden velallismaiden kansainvälistä kilpailuasemaa ja rahoitukse- lista tilannetta jo varsin lyhyellä aikavälillä. Kaikissa velallis- maissa talouden vakauttaminen ei kuitenkaan onnistunut täysin ohjelmien edellyttämällä tavalla. Erityisesti inflaatiokehityksen taltuttaminen on osoittautunut vaikeaksi.

#### 7.4 IMF:n rahoituskyvyn ylläpito

Kehitysmaiden velanhoito-ongelmat aiheuttivat eräitä institutio- naalisia muutoksia valuuttarahaston toimintaan. IMF:n jäsenmaat katsoivat tarpeelliseksi turvata IMF:n rahoitusasemaa 1982 - 1983. Seuraavan jäsenosuuskorotuksen neuvotteluaiakataulua ja ratifiointi- aikaa nopeutettiin parilla vuodella niin, että korotus saattoi tul- la voimaan jo vuoden 1983 lopussa. Jäsenosuuksia korotettiin lähes

---

<sup>95</sup>Velkajärjestelyissä lykättiin kuoletuksien maksuja tulevaisuu- teen vuonna 1983 ja 1984 17.5 ja 23.0 mrd. dollaria. Vuosien 1985 ja 1986 velkahelpotusten määrän oletetaan olevan yhteensä 52 mrd. dollaria. IMF World Economic Outlook, April 1985 s. 62.

50 % 60 miljardista SDR:stä vajaan 90 miljardiin SDR:ään. Korotuksen avulla IMF:n likviditeettiasema parani. Korotuksella varmistettiin IMF:n rahoituksen saantia pitkälle 1980-luvun loppupuolelle asti.

IMF:n jäsenosuuskorotuksen yhteydessä tehtiin rahaston, kymmenen johtavan teollisuusmaan (G-10) ja Sveitsin kesken päätös GAB-rahoitusjärjestelyn laajentamisesta. Rahoitusjärjestely kasvoi uudistuksen myötä 6.4 miljardista 17.0 miljardiin SDR:ään. Saudi-Arabia ilmoitti osallistuvansa järjestelyyn liitännäisjäsenenä 1.5 miljardin SDR:n rahoitusosuudella. Rahoitusjärjestelyn tarkistuksella palautettiin järjestelyn merkitys reaalisesti 1960-luvulla vallinneelle tasolle. Tämän lisäksi järjestelyä uudistettiin myös periaatteellisesti. GAB-varojen käyttö tehtiin mahdolliseksi rahoitusjärjestelyn ulkopuolisten maiden hyväksi, mikäli tätä pidettäisiin välttämättömänä kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän kannalta. GAB-rahoitusjärjestelyä ei kuitenkaan aktivoitu velanhoitokriisien lievittämiseksi.



## 8 TIIVISTELMÄ

Kun kansainvälistä valuuttapoliittista yhteistyötä ryhdyttiin käynnistämään toisen maailmansodan jälkeen, haluttiin turvata valuuttamarkkinoiden ja kansainvälisen kaupan mahdollisimman sujuva toiminta. Haluttiin estää kilpailevien valuuttakurssien muutosten käyttöä. Tämän vuoksi valittiin kiinteiden mutta sopeutettavissa olevien pariarvojen valuuttakurssijärjestelmä, jonka toimivuutta varmistettiin tukirahoitusjärjestelyin. Valuuttakurssien pariarvojen puolustaminen perustui sopimusartikloihin, joihin jäsenmaat sitoutuivat lainsäädännöllisesti.

Vallitsevat taloudelliset olosuhteet olivat kuitenkin melko epävakaa toisen maailmansodan jälkeen. Vaihtotaseiden epätasapaino pysyi pitkään suurena. Vaihtotaseita tasapainotettiin pitkälle 1950-luvulle asti kotimaan talouden, ulkomaankaupan ja valuuttatoimien voimakkaan mutta asteittain lieventyvän säätelyn avulla. Ulkomaankaupan määrällisten esteiden poistamisessa onnistuttiin kohtalaisesti, mikä yhdessä kauppavirtojen tasapainottumisen kanssa edisti valuuttajärjestelmän toimintaa. Toiminnallinen pää tavoite eli teollisuusmaiden keskinäinen valuuttojen vaihdettavuus saavutettiin 15 vuodessa eli huomattavasti myöhemmin kuin järjestelmää laadittaessa oli kaavailtu.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä rakentui käytännössä Yhdysvaltain dollarin ja vähäisemmässä määrin Englannin punnan varantovaluuttaroolien varaan. Kulta oli ollut keskeisessä asemassa itse järjestelmää laadittaessa. Kullan rooli supistui kuitenkin jatkuvasti. Järjestelmän likviditeetin luontijärjestelmä oli tämän vuoksi melko yksipuolinen. Olemassa olevan varantokullan uudelleenjaon ja kullan uustuotannon avulla ei pystytty tyydyttämään voimakkaasti kasvavan maailmankaupan likviditeettitarpeita.

Kiinteät valuuttakurssit lopulta järkyttänyt kehitys sai alkunsa 1950- ja 1960-luvun taitteessa. Kun Länsi-Euroopan maat olivat vuoden 1958 lopussa saavuttaneet valuuttojensa ulkoisen vaihdettavuuden, ulkomaankaupan maksujen hoito siirtyi liikepankeille. Samaan aikaan alkoi Euroopassa syntyä dollarin lainamarkkinat. Eurodollarimarkkinoiden ja muiden valuuttojen vastaavien markkinoiden syntyyn vaikutti se, että suuret teollisuusmaat vapauttivat pääomanliikkeitä koskevia rajoituksia edistääkseen ulkomaankaupan toimintaa. Näillä yksityisillä pankkimarkkinoilla kasvoi vähitellen likviditeettiä, joka mahdollisti valuuttakurssispekulaation tietyissä taloudellisissa oloissa. Tilanne aiheutti vaikeuksia vakaiden valuuttakurssisuhteiden ylläpidolle jo 1960 - 1961.

Kansainvälisen valuuttarahaston toiminta ja jäsenmaiden välinen valuuttayhteistyö osoittautuivat tuloksekkaiksi 1960-luvun alkupuolella. Toiminnan painopiste asetettiin tukirahoitusjärjestelyiden pystyttämiseen (GAB-rahoitusjärjestely, FED:n swapverkosto, kultapooli jne.) sekä kotimaisen talouden sopeutuksen aikaansaamiseen vaihtotasearajoitteen asettamisissa puitteissa. Kiinteitä valuuttakursseja pidettiin voimassa, vaikka esim. Englannin punta joutui toistuvasti 1964 - 1967 luottamuspuolan kohteeksi.

Keskeinen kiistakysymys likviditeettipoliittisissa keskusteluissa oli varantovaluuttojen rooli. Varantovaluuttamaiden katsottiin saavan helposti rahoitettua ulkomaiset sijoituksensa. Kun ne pyrkivät maksutasesyistä vaihtotaseyliäämään, muiden maiden likviditeettitilanne kiristyi. Tämän vuoksi pyrittiin kontrolloimaan likviditeetin luontia kansainvälisellä tasolla.

IMF:n sääntöjen ensimmäisen tarkistuksen yhteydessä 1969 luotiin SDR-järjestelmä. IMF saattoi osoittaa (tai peruuttaa) SDR-tilin osanottajille erityisiä nosto-oikeuksia maailmantalouden pitkän aikavälin likviditeetin tarpeen mukaisesti. Uudistus ei kuitenkaan kyennyt muuttamaan valuuttamarkkinoiden toimintaa. Kiinteitä

valuuttakursseja ei enää voitu pitää yllä päävaluuttojen välillä silloin, kun pääomavirrat olivat herkkiä ja suuria.

Pankkilikviditeettiä oli saatavilla. Kun 1970-luvun alussa valitsi taas samankaltaiset pääomanliikkeille otolliset olosuhteet kuin kymmenen vuotta aiemmin, pääomanliikkeistä aiheutui jälleen haittoja valuuttakurssien ylläpidolle.

1960-luvun alussa tukirahoitusjärjestelyiden laajuus oli vielä ollut riittävän suuri lievittämään pääomanliikkeistä aiheutuvia haittoja. 1970-luvun alussa tilanne oli toinen. USA:n viranomaiset eivät enää olleet vankkumatta dollarin devalvoimattomuuden takana. Dollarivirtojen kohteeksi joutuneet maat ostivat dollareita yrittäessään pitkään puolustaa valuuttojensa pariarvoja. Interventiovelvoitteen rajoittamiseksi oli valuuttaviranomaisten kuitenkin pakko sallia, että valuuttakurssi päästettiin kellumaan tai että valuutta oli revalvoitava.

Bretton Woodsin valuuttakurssijärjestelmä sortui käytännössä kun Yhdysvallat lakkautti elokuussa 1971 dollarin ja kullan välisen vaihdettavuuden. Kymmenen maan ryhmä pyrki vielä yhdessä säilyttämään muodolliset perusteet valuuttaviranomaisten hallinnoimalle valuuttajärjestelmälle luomalla keskuskurssijärjestelmän. Muut IMF:n jäsenmaat omaksuivat neuvotteluratkaisun. Keskuskurssijärjestelmässä väljennettiin valuuttakurssien sallittuja vaihtelurajoja. Samassa yhteydessä pyrittiin myös määrittämään sellaiset päävaluuttojen väliset kurssisuhteet, jotka olisivat tasapainottaneet vaihtotaserakenteet 3 - 4 vuoden aikavälillä.

Keskuskurssijärjestelmä ei kuitenkaan osoittautunut toimivaksi. Maailmantaloudessa ja kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä oli tapahtunut niin paljon rakenteellisia muutoksia, ettei enää ollut mahdollista jatkaa jäykkien valuuttakurssisuhteiden ylläpitoa ainakaan niissä maissa, joissa suhtauduttiin suopeasti pääoman-

liikkeiden vapaaseen liikkuvuuteen. Ensimmäinen öljykriisi kärjisti vaihtotaseiden epätasapainoa. Se loi myös uuden pääomalähteen kansainvälisille pankeille (OPEC-maat). Kansainväliset pankit laajensivat voimakkaasti ulkomaista toimintaansa ja ottivat käytännössä itselleen 1970-luvulla merkittävän maksutaserahoituksen lähteen roolin. Tämä tapahtui osittain sattumanvaraisesti. Maailmantalouden yleisten olosuhteiden muutokset aiheuttivat sen, että kansainvälisten pankkien ja velallismaiden lyhyen aikavälin edut olivat yhteneväiset 1970-luvulla.

Kansainvälisen valuuttarahaston oma rooli jäsenmaidensa maksutaserahoituksen antajana jäi melko suppeaksi 1970-luvulla. Valuuttarahasto pyrki kyllä ylläpitämään myös 1970-luvulla omaa luototuspotentiaaliensa. Rahaston rahoitustukeen ei kuitenkaan juuri turvauttu, ellei se ollut välttämätöntä maan luottokelpoisuuden palauttamiseksi. Vuosikymmenen alku ja keskivaihe käytettiin keskusteluun siitä, miten tulisi ratkaista valuuttajärjestelmän hallintaa koskeva valvonta kansainvälisellä tasolla. Lopulta tunnustettiin olemassa olevat olosuhteet ja jäsenmaille annettiin vapaus valita valuuttajärjestelyjen muodot. Valuuttajärjestelyjen toteuttamistapaa on pyritty sen sijaan seuraamaan, jotta toteuttamisesta ei aiheutuisi kansainvälisiä haitallisia vaikutuksia. Lainsäädännöllisesti uusi lähestymistapa aikaansaatiin IMF:n sääntöjen toisen sääntöuudistuksen hyväksymisen yhteydessä 1.4.1978.

1980-luvun alun kokemukset ovat osoittaneet, että valuuttakurssien valvonta käytännössä ei ole ollut helppoa, huolimatta siitä että sitä koskevia sääntöjä oli tarkistettu. IMF ei mm. kiinnittänyt tarpeeksi varhaisessa vaiheessa huomiota kehitysmaiden velkaantumiseen. Rahasto ei myöskään ole voinut vaikuttaa valuuttojaan keltuttavien maiden "valuuttakurssipolitiikkaan". Valuuttakurssipolitiikka on asetettava lainausmerkkeihin, sillä ao. mailla ei sinänsä ole enää selviä valuuttakurssitavoitteita. Talouspolitiikka kokonaisuudessaan heijastuu kuitenkin valuuttakursseissa.

Tehokkaan valvonnan asemesta IMF on edistänyt kehitysmaiden talouksien vakauttamista. Kun pankkirahoituksen saanti alkoi tyrehtyä vuodesta 1981 lähtien, IMF on avustanut lukuisia velallismaita näiden tarvitseman ulkoisen rahoituksen järjestämisessä ja luottokelpoisuuden asteittaisessa palauttamisessa.

On tultu melko kauas siitä lähtötilanteesta, jolla valuuttayhteistyö käynnistettiin vuonna 1946. Vakaat valuuttakurssit eivät ole enää itsetarkoitus, vaikka häiriöttömien valuuttaolojen tarve tunnustetaankin yleisesti. Kansainvälistä valuuttayhteistyötä säätelevä laitos - IMF - on joka tapauksessa ainutlaatuinen foorumi kansainvälisille talouspoliittisille keskusteluille ja eri maiden vastavuoroisten etujen yhteensovittamiselle. Keskustelufoorumina toimiminen oli keskeinen tavoite myös järjestelmää laadittaessa.

Tässä selvityksessä on pyritty osoittamaan, että valuutta- ja rahoitusjärjestelmän kehitys on aina ollut asteittaista ja yleensä hidasta. Toisaalta taloudellisten muutosten vaikutukset voivat kasaantua (esim. velkaongelmien lisääntymisenä). Tämän vuoksi on vaikea kuvitella, että maailmantalouteen voisi syntyä niin vakaita taloudellisia oloja, jotka soisivat mahdollisuuksia muuttaa olennaisesti nykyisin voimassa olevia valuutta- ja rahoitusjärjestelyjä ainakaan lyhyellä aikavälillä.

Kansainvälinen valuuttapoliittinen keskustelu on aktivoitunut parin viimeksi kuluneen vuoden aikana. Aktivoituminen ei kuitenkaan välttämättä tarkoita sitä, että oltaisiin käytännössä valmiita perusluonteisiin muutoksiin kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä tai ulkomaankaupan maksutavoissa. Vakaisiin valuuttaolosuhteisiin palaaminen edellyttäisi mm., että hyväksyttäisiin pitkälle meneviä myönnytyksiä kotimaisessa talouspolitiikassa (kansainvälisen järjestön määräysvallassa). Tämä ei näytä kovin todennäköiseltä.

## LÄHDELUETTELO

BAYARD, Price Harry (1955) The Marshall Plan and Its Meaning, Cornell University Press.

BIS Annual Report-julkaisut eri vuosilta.

CAINCROSS, Frances ed. (1981) Changing Perceptions of Economic Policy, Essays in Honour of the Seventieth Birthday of Sir Alec Caincross, Meuthen, London and New York.

DELL, Sidney (1981) On Being Grandmotherly: The Evolution of IMF Conditionality, Essays in International Finance No. 144.

EMMINGER, Otmar (1975) Inflation and the International Monetary System, Per Jacobsson Foundation, IMF.

GILBERT, Milton (1980) Quest for World Money Order, The Gold Dollar System and Its Aftermath.

GOLD, Joseph (1971) The Fund's Concepts of Convertibility, IMF Pamphlet Series No. 14.

GOLD, Joseph (1980) The Rule of Law in the International Monetary System, IMF Pamphlet Series No. 32.

GUTH, Wichfried (1984) International Liquidity: can its supply and distribution be improved, the Banker, December 1984.

HEINONEN, Kerstin (1982) Kansainvälisen valuuttarahaston luottojärjestelyt, Suomen Pankin valuuttapoliittisen osaston keskustelualoitteita VP 1/82.

HEINONEN, Kerstin (1984) Systemet med särskilda dragningsrätter - dess utveckling, egenskaper och framtid, Suomen Pankin valuuttapoliittisen osaston keskustelualoitteita VP 8/84.

HUOMO, Ahti (1984) Kansainvälisen valuuttarahaston luotonantoon liittyvästä ehdollisuudesta, Suomen Pankin valuuttapoliittisen osaston keskustelualoitteita VP 11/84.

IMF (1970) The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments, a Report by the Executive Directors, International Monetary Fund.

IMF (1976) Proposed Second Amendment to the Articles of Agreement of the International Monetary Fund, a Report by the Executive Directors, International Monetary Fund.

IMF (1984) Issues in the Assessment of the Exchange Rates of Industrial Countries: A Study by the Research Department of the International Monetary Fund, Occasional Paper No. 28.

IMF (1984) The Exchange Rate System - Lessons of the Past and Options for the Future: A Study by the Research Department of the International Monetary Fund, Occasional Paper No. 29.

IMF Annual Reports of the Executive Board- ja International Financial Statistics-julkaisut eri vuosilta.

IMF Survey.

JÄNNÄRI, Kaarlo (1983) Euroopan valuuttajärjestelmä, Suomen Pankin julkaisusarja A:55.

SOLOMON, Robert (1977) The International Monetary System 1945 - 1976. An Insider's View, New York.

STRANGE, Susan (1976) International Monetary Relations: Vol. 2 of International Economics Relations of the Western World 1959 - 1971 edited by Andrew Schonfield. Oxford University Press, London.

SYDÄNMÄKI, Esko (1984) Amerikan Yhdysvaltain pankkivalvonta ja maa-riskit, Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelualoitteita VP 15/84.

VAN DORMAEL, Armand (1978) Bretton Woods, Birth of a Monetary System, The Macmillan Press Limited.

WILLIAMSSON, John (1977) The Failure of World Monetary Reform 1971 - 1974.

VRIES, Margharet & Al (1969) The International Monetary Fund 1945 - 1965, Volume II Analysis, International Monetary Fund.

## IMF KANSAINVÄLISEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN VALVOJANA

## 1 IMF:n suorittaman valvonnan perusteista

IMF sai toisen sääntöuudistuksen yhteydessä muodolliset oikeudet valvoa kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintaa sekä jäsenmaidensa talous- ja erityisesti valuuttapolitiikkaa. Jäsenmaita velvoitettiin olemaan yhteistyössä rahaston ja muiden maiden kanssa vakaiden valuuttaolojen saavuttamiseksi uudistetun artikla IV:n mukaan. Aiemmin ei tällaista velvoittavaa sopimusartiklaa tarvittu, sillä itse valuuttarahastosopimus sitä tukevine kansallisine rahalakeineen piti yllä vuodesta 1946 vuoden 1971 elokuuhun asti kiinteätä valuuttakurssijärjestelmää, jonka puitteissa tiukasti säännelty valuuttakurssien asentantapolitiikka sekä valuuttakurssien tosiasiallinen vaihtelu saattoi tapahtua.

2 Valuuttajärjestelmän valvonnan (surveillance)  
nykyperiaatteet

IMF:n valvontaroolin periaatteet on vahvistettu johtokunnan päätöksessä no. 5392-(77/63) 29. huhtikuuta 1977.<sup>1</sup> Se tuli voimaan samanaikaisesti toisen sääntöuudistuksen kanssa. Päätöksessä yksilöidään ne tavoitteet, joita rahasto pitää tärkeinä kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan ja eri maiden valuuttajärjestelyjen valvonnassa. Periaatteiden toimivuutta on tarkasteltu tämän jälkeen johtokunnassa kahden vuoden väliajoin. Mitään muutoksia ei ole tarvittu, vaikka itse valvonnan käytännön toteuttamistavoissa onkin vuoden 1978 jälkeen tapahtunut merkittäviä uudistuksia.

---

<sup>1</sup>Päätös on julkistettu mm. vuoden 1977 IMF:n vuosikirjassa s. 107 - 109.



Valvontatoiminnan yleisperiaatteisiin kuuluu mm. se, että jäsenmaan tulee luovuttaa rahastolle tarpeellista informaatiota valvonnan suorittamiseksi ja että, milloin rahasto niin edellyttää, on jäsenmaan suostuttava konsultoimaan rahaston kanssa valuuttakurssipolitiikastaan.

Jäsenmaan valuuttakurssipolitiikan valvonnan periaatteet edellyttävät,

- a) että jäsenmaa ei saisi vaikuttaa valuuttakurssinsa muotoutumiseen tai kansainväliseen valuuttajärjestelmään tavalla, joka estäisi tehokkaan maksutasesopeutuksen tai aikaansaisi kohtuutonta kilpailuetua muihin jäsenmaihiin nähden;
- b) että jäsenmaan pitäisi intervenoida valuuttamarkkinoilla jos se on tarpeen lyhytaikaisten epävakaiden valuuttheilahtelujen vaimentamiseksi;
- c) että jäsenmaat ottaisivat huomioon interventio-politiikassaan muiden jäsenmaiden edut (ml. reservivaluuttamaat).

IMF:n harjoittamassa kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan seurannassa ja valvonnassa tulee kiinnittää huomiota mm.

- 1) siihen, että jäsenmaat eivät suorittaisi pitkään jatkuvia ja massiivisia yhdensuuntaisia valuuttainterventioita (estääkseen valuuttakurssimuutoksia);
- 2) siihen, että jäsenmaat eivät maksutasesyistä syyllistyisi liialliseen luotonottoon tai lyhytaikaisen luoton myöntämiseen;

- 3a) siihen, että maksutasesyistä ei asetettaisi uusia, tehostettaisi tai ylläpidettäisi liian pitkään voimassa olevia maksutaserajoituksia (tai vastaavasti yllykkeitä ulospäin suuntautuville liiketoimille ja maksuille vaihtotaseeltaan ylijäämäisten maiden tapauksissa);
- 3b) siihen, että vastaavanlaisia toimenpidemuutoksia ei tehtäisi pääomien maasta- eikä maahanvirtaamisen estämiseksi;
- 4) siihen, että jäsenmaat eivät maksutasesyistä harjoittaisi sellaista rahapolitiikkaa tai muuta talouspolitiikkaa, joka antaisi aiheutta pääomanliikkeiden epänormaalille kannustamiselle tai rajoittamiselle;
- 5) siihen, että identifioitaisiin valuuttakurssien käyttäytymistä, joka ei ole sopusoinnussa valuuttakurssien muodostumisen taustalla oleviin, taloudellisiin ja rahoituksellisiin oloihin (ml. kilpailukykytarkastelut ja pitkän pääoman liikkeet).

Vaikka edellä kuvatut periaatteet vaikuttavat suhteellisen selkeiltä, ei yksimielisyys periaatteiden soveltamisesta ole kuitenkaan välttämättä taannut sitä, että IMF:n ja tutkittavana olevan jäsenmaan tulkinnat talous- ja raha/valuuttapolitiikasta olisivat aina yhteneväisiä (eikä niin tarvitse ollakaan). Rahaston suorittamassa analyysissä päällimmäisenä huolena on se, ettei jäsenmaan omaksuma talouspolitiikan strategia aiheuttaisi liikaa haitallisia seurauksia kotimaiseen tai kansainväliseen talouteen keskipitkällä aikavälillä.

### 3 Valvontakäytännön pääpiirteet ja kehitysnäkymät

Toinen sääntöuudistus salli yksittäisille jäsenmaille vapauden valita, minkälaisia valuuttajärjestelyjä ne ryhtyivät noudattamaan.<sup>2</sup> IMF valvoo, että jäsenmaiden omaksumia valuuttajärjestelyjä (tai niiden muutoksia) ja talouspolitiikan strategioita toteutetaan niin, että ne ovat sopusoinnussa maiden omien maksutasetavoitteiden sekä kansainvälisen valuuttajärjestelmän yleiskehityksen kanssa.

Rahasto harjoittaa valvontaa sekä monenkeskisellä tasolla että maittain. Valvonnan muodollinen toteutus on riippumaton jäsenmaan taloudellisesta koosta tai jäsenmaan omaksumasta valuuttajärjestelystä.

#### Monenkeskinen valvonta

Monenkeskistä valvontaa edustaa kaksi kertaa vuodessa suoritettava maailmantalouden tilan analyysi (World Economic Outlook, WEO), joka tehdään lähinnä neuvoa antavan väliaikaiskomitean kokouksia varten. Analyysin tuloksia on ryhdytty parin viimeksi kuluneen vuoden aikana julkistamaan. WEO-tarkastelussa kiinnitetään erityistä huomiota niiden jäsenmaiden talouspolitiikan linjojen vaikutusten arviointiin, joiden talouspoliittisilla toimenpiteillä on merkittäviä kansainvälisiä seurauksia itse järjestelmän toimintaan ja muihin maihin (esim. suurten teollisuusmaiden raha- ja finanssipolitiikka ja velallismaiden talousongelmat). IMF:n virkamiehistö valmistaa projektioita erilaisten talouspoliittisten linjojen seurauksista 3 - 4 vuoden tähtäimellä ja suosittaa sellaisten vaihtoehtojen omaksumista jäsenmaille, joissa tietyt talouspolitiikan valintakombinaatiot takaisivat mahdollisimman vakaan yleismaailmallisen

---

<sup>2</sup>Liitteen lopussa on kolme taulukkoa eri maiden omaksumista valuuttajärjestelyistä.

kehityksen riskialttiimpien vaihtoehtojen asemesta. Valuuttajärjestelmän sujuvan toiminnan varmistaminen on myös ollut tavoitteena niissä erityistutkimuksissa, joita IMF:n virkamiehistö jatkuvasti suorittaa.

Viiden suuren teollisuusmaan (G-5) kanssa ryhdyttiin vuodesta 1982 lähtien harjoittamaan tiivistä yhteistyötä IMF:n kanssa Versaillesin huippukokouksen kommunikation edellyttämällä tavalla. IMF:n johtokunnan toimitusjohtaja on voinut osallistua G-5:n ministerikokouksiin sekä mahdollisiin ad hoc -kokouksiin maittain. On pidetty tärkeänä, että suurten teollisuusmaiden taloudelliset olot ja talouspolitiikan linjavalinnat olisivat sopu-soinnussa keskenään. Kotimaisia talouspoliittisia toimia suunniteltaessa ja toteutettaessa pitäisi myös ottaa huomioon toimenpiteiden kansainväliset heijastukset.

Suurten teollisuusmaiden muodostama laaja neuvotteluryhmä (G-10) laati keskuudessaan raportin 1983 - 1985 kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnasta.<sup>3</sup> Raportissa todetaan, että järjestelmä on pystynyt toimimaan suhteellisen hyvin erinäisistä suurista shokeista huolimatta. Se on ilmeisesti ollut ainoa varteenotettava vaihtoehto, joskin vapaiden valuuttajärjestelyjen toiminnasta on aiheutunut valuuttakurssien suurta epävakaisuutta. Suurehkoihin institutionaaliin muutoksiin ei näytä tämän vuoksi olevan aihetta. Keskeisenä mahdollisena uudistuksena nähtiin kuitenkin IMF:n suorittaman monenkeskisen valvonnan laajentaminen kaikkia G-10-maita koskevaksi. Uudistuksen käytännön seurauksia ei voida tässä vaiheessa arvioida, sillä eri maiden mahdollisia varaumia monikansallisen valvonnan tehostamiseen nähden ei ole ilmaistu.

---

<sup>3</sup>Ryhmän tarkastelun tulokset julkistettiin 21.6.1985 ja ne lähetettiin tiedoksi IMF:n väliaikaiskomitean jäsenille keskustelua varten. Raportin teksti on julkaistu IMF Survey -lehdessä July 1985 "Supplement on the Group of 10 Deputies Report:na". Myös kehitysmaiden vastaava neuvotteluryhmä G-24 valmisti oman raporttinsa IMF:ssä käytävää keskustelua varten.

## Maakonsultaatiot

Eri maita koskeva valuuttapoliittinen valvonta nojautuu artikla IV:aan riippumatta siitä, onko maa artikla VIII:n vai artikla XIV:n maa. Konsultaation yhteydessä rahasto voi esittää näkemyksiään maan talous-, finanssi- ja erityisesti valuuttakurssipolitiikasta ja niiden soveltuvuudesta.

Niin tapahtuu mm. konsultaatiokeskusteluiden aikana, konsultaatio-raportin (staff appraisal) johtokuntakeskustelun sekä rahaston toimitusjohtajan keskustelusta laatiman tiivistelmän yhteydessä. Kaikki edellä mainitut keskustelut käydään luottamuksellisesti rahaston sisäisinä tai rahaston ja jäsenmaan välisinä neuvonpitoi-na. Mitään näistä asiakirjoista ei julkisteta.

Suurten teollisuusmaiden konsultaatiot tapahtuvat vuoden väli-ajoin. Saman kohtelun alaisiksi joutuvat IMF:n rahoitukseen turvautuneet maat sekä myös ne maat, joiden keskipitkän aikavälin talouspolitiikan toimintakyky näyttää olevan uhanalainen IMF:n johtokunnan mielestä. Muiden maiden konsultaatioiden aikaväli voi olla 18 - 24 kuukautta.

## Erityis- ja lisäkonsultaatiot

Rahastolla on myös oikeus tarvittaessa pyytää talouspoliittista konsultaatiota maan kanssa, jonka talouspoliittiset toimenpiteet antavat siihen aihetta normaalin konsultaatiokierroksen väli aikana. Varsinkin Pohjoismaat pitivät tärkeänä erityiskonsultaatioiden mahdollisuutta valvontaperiaatteita määritettäessä. Ne katsoivat tuolloin, että valuuttojaan kelluttavat maat saattoivat sallia valuuttojensa ulkoisten arvojen muuttua prosentuaalisesti merkittävästi pidemmän ajan tai jopa melko lyhyen ajan kuluessa, ilman että IMF pystyi muodollisesti puuttumaan jäsenmaan valuuttapoliittiseen käyttäytymiseen. Valuuttansa ulkoista arvoa suhteellisen kiinteänä

pitävän maan vastaavansuuruinen kerralla tapahtuva valuuttakurssitaso tarkistus saa kuitenkin osakseen enemmän huomiota asiaan liittyvän hallinnollisen päätöksen vuoksi. Nämä ns. "erityiskonsultaatiot" (special consultations) olisivat luonnollisesti melko arkaluonteisia sekä rahastolle että konsultaatioiden kohteeksi joutuneille jäsenmaille, sillä ne merkitsisivät IMF:n jäsenmaan politiikkaristiriitojen esille ottamista. Erilliskonsultaatioita ei ole tämän vuoksi käytetty.

Lisäkonsultaatiot (supplementary consultations) tulivat mahdolliseksi vuoden 1979 jälkeen valvontakäytäntöön tehdyllä lisäyksellä. Lisäkonsultaatiossa asioita tutkitaan, eikä niiden käynnistäminen välttämättä edellytä, että olisi havaittu epäsuotavaa valuuttapolitiittista käyttäytymistä jäsenmaassa.

Lisäkonsultaatioita on suoritettu vain muutama. Ruotsin suurehko, 16 prosentin, kruunun devalvaatio syksyllä 1982 aiheutti sen, että rahasto tutustui Ruotsin viranomaisten perusteluihin lähettämällä tutkimusmission Tukholmaan. IMF:n johtokunta omaksui tämän jälkeen uuden menettelyn, jolla informoitiin tarvittaessa johtokuntaa jäsenmaiden valuuttojen ulkoisten reaalisten arvojen ajallisesta kehittymisistä. Informointi voi periaatteessa antaa aihetta keskusteluihin jäsenmaiden kanssa, jos johtokunta tulkitsee lisäkonsultaation tarpeelliseksi. Johtokunnalle esitetään lyhyt tiedote joka kerta, kun jonkin maan valuutan ulkoinen arvo on heikentynyt tai vahvistunut yli 10 % viimeksi kuluneesta konsultaatiokeskustelusta.<sup>4</sup> Uusia lisäkonsultaatioita ei ole kuitenkaan käynnistetty. Valuutat, jotka ovat ylittäneet referenssirajat, ovat olleet pääasiassa revalvoituneita valuuttoja.

---

<sup>4</sup>Myös kauppapolitiittisista merkittävimmistä suurehkoista toimenpiteistä informoidaan IMF:n johtokuntaa.

## Laajennettu valvonta

Viimeaikainen kehitys jäsenmaiden valuuttapoliittisessa valvonnassa on myös johtanut tiettyihin erityisjärjestelyihin, joissa IMF on laajentanut jäsenmaan pyynnöstä valvontansa ulottuvuutta (ns. enhanced surveillance), jotta maa saavuttaisi velkojapankkiensa tai julkisten velkojiensa kesken sopimuksen velkojensa monivuotisista uudelleenjärjestelyistä tai uuden rahoituksen saannista. Rahasto on sopinut Meksikon, Venezuelan, Ecuadorin ja Jugoslavian kanssa järjestelyistä, joissa IMF:n virkamiehistö suorittaa lisäkonsultaatioita normaalien artikla IV:n konsultaatioiden välissä ja seuraa ao. maiden talouspoliittisen ohjelman toteutumista puoli-vuosittain.<sup>5</sup> IMF on myöntänyt maille oikeuden luovuttaa IMF:n sisäisiä, näitä maita koskevia dokumentteja velkojapankkien käyttöön. Kaikki nämä maat ovat sopineet monivuotisista velkojen uudelleenjärjestelyistä. Muilla mailla paitsi Venezuelalla on ollut käytössään IMF:n rahoitusta ja talousohjelmia.

Kolumbia pyysi valuuttarahastolta vastaavatyypistä valvontajärjestelyä huolimatta siitä, että maa ei ollut valmis nostamaan IMF-rahoitusta ja sen ei tarvinnut ryhtyä neuvotteluihin velkojensa uudelleenjärjestelyistä. Rahasto myönsi poikkeuksellisesti maille tämän oikeuden. Kolumbian laajennettu valvontajärjestely, kuten edellä mainitut muutkin erityisjärjestelyt, saattaa aiheuttaa potentiaalista kitkaa tulevaisuudessa rahaston asianomaisten jäsenmaiden sekä velkojapankkien välisissä suhteissa. Järjestelyt kestävät pitkään. Vaikka IMF onkin lupautunut ainoastaan seuramaan jäsenmaan taloudellisen ohjelman toimivuutta ja raportoimaan siitä, se on välillisesti tukenut jäsenmaan luottokelpoisuutta

---

<sup>5</sup>Järjestelyissä on omat talouspoliittiset suoritekriteerit, jotka saattavat antaa aiheen pankkien ja velallismaiden velkajärjestelyjen muodoista.

pankkien silmissä. IMF pitää tärkeänä, että liikepankit tekevät omintakeisesti omat maariski- ja luottopäätöksensä.<sup>6</sup>

#### 4 Valvonnassa kohdattavista ongelmista

Vaikka IMF:n jäsenmaat saattoivat keskenään sopia valvontaperiaatteista ja ne sitoutuivat yhteistyöhön rahaston ja muiden maiden kanssa valvonnan toteuttamiseksi, kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminta ja yksittäisten maiden taloussopeutukset eivät silti ole tapahtuneet ilman häiriöitä. Seuraavassa on luettelonomaisesti tarkasteltu eräitä valvonnan ongelma-alueita, joista on aiheutunut kitkaa järjestelmän sujuvalle toiminnalle.

1. Suuret teollisuusmaat kelluttavat taloudellisten olosuhteiden pakosta valuuttojaan ts. ne eivät juuri käytännössä pysty vaikuttamaan valuuttojensa ulkoisten arvojen kehittymiseen lyhyellä eivätkä ehkä edes keskipitkälläkään aikavälillä, jos päävaluuttamaiden taloudelliset olot ja talouspoliittiset strategiat eivät ole keskenään sopusoinnussa. Tämä siitä huolimatta, että päävaluuttojen välisillä kurssiheilahteluilla on merkittäviä kansainvälisiä heijastusvaikutuksia.
2. Kaikki teollisuusmaat ovat vapauttaneet ulkomaankauppansa muodollisista kaupan esteistä. Valuutan vaihto on vapaata. Pääomanliikkeisiinkin suhtaudutaan sallivasti. Nykyään

---

<sup>6</sup>Viimeisten parin vuoden aikana on esiintynyt tendenssejä, joissa pankit ovat painostaneet velallismaita kääntymään IMF:n puoleen ennakkoehtona uuden rahoituksen saannille tai vanhojen velkojen uudelleenjärjestelyille. Pankit ovat pitäneet maiden luottokelpoisuuksia heikkoina. IMF:n valmiusluottojen ja EFF-luottojen hyväksikäyttö ei kuitenkaan välttämättä ole parantanut nopeasti maiden luottokelpoisuutta pankkien silmissä. IMF:n luottojen käyttö "todistaa", että maiden talous on rempallaan. Normaalien luottosuhteiden palautuminen saattaa siten kestää vielä vuosia.



käytetään kuitenkin ulkomaankaupassa kansainvälisten sopimusten "ulkopuolisia", tariffeihin ja määrällisiin rajoituksiin perustumattomia "vapaaehtoisia" tai hallinnollisia kaupan esteitä, joihin ei voi juuri puuttua sopimusteitse. Uusprotektionismi häiritsee maailmankaupan sekä valuuttajärjestelyjen sujuvaa toimintaa.

3. Integroitunut valuutta- ja rahoitusjärjestelmä rahoittaa automaattisesti luottokelpoisia velallisia. Maan luottokelpoisuuden heikentyessä luotonsaanti vaikeutuu tai katkeaa täydellisesti. Maailmantalouden kaupallisen likviditeetin saanti rakentuu siten kunkin maan oman talouspoliittisen toimintakyvyn ja aktiivisen sopeutushalun vaaraan. Jos talouspolitiikan harjoittaminen on ajoittain ollut puutteellista, maan taloudellinen tilanne on saatanut ajautua jo muutamassa vuodessa huonoon asemaan.
4. Kiinteäköjä valuuttakurssitasoja ylläpitävät maat saattavat herkästi vaarantaa omien kansantalouksiensa kilpailukykyä sekä jäljestä päin kauppakumppaniensa ja velkojiensa taloudellista asemaa ylläpitämällä epärealistisen korkeita valuuttojensa ulkoisia arvoja liian pitkään (mm. pankkivelallismaat).
5. Jokaisella IMF:n jäsenmaalla on suvereeni oikeus määrätä itse omasta sisäisestä talouspolitiikastaan. Maat eivät juuri ota huomioon omien talouspoliittisten toimien kansainvälisiä vaikutuksia.

Huolimatta näistä ongelmista on muutaman viime vuoden aikana onnistuttu ymmärtämään paremmin keskinäisten taloudellisten riippuvuuksien olemassaolo sekä, mitä edellytyksiä tämän pitäisi asettaa kansainväliselle taloudelliselle yhteistyölle. Vastavuoroisuuksien tunnustamisesta on kuitenkin pitkä matka kohti sellaista kansain-

välistä valuutta- ja rahoitusjärjestelmää, jossa vallitsisi vakaat valuuttakurssisuhteet, rahoituksen tasapaino sekä todella vapaa ulkomaankauppa. Eri maiden talouspoliittisia strategioita on aina hyvin vaikea suhteuttaa toisiinsa.

## TAULUKKO 1

IMF:n jäsenmaat, jotka ovat hyväksyneet artikla VIII:n mukaiset velvollisuudet (30.4.1985, Lähde: Annual Report 1985).

Jäsenmaa	Hyväksymis- päivämäärä	Jäsenmaa	Hyväksymis- päivämäärä
Antigua ja Barbuda	22.11.1983	Jamaika	22.2.1963
Amerikan yhdysvallat	10.12.1946	Japani	1.4.1964
Arabiemiirikuntien liitto	13.2.1961	Kanada	25.3.1952
Argentiina	14.5.1968	Kuwait	5.4.1963
Australia	1.6.1965	Luxemburg	15.2.1961
Bahamasaret	5.12.1961	Malesia	11.11.1946
Bahrain	20.3.1973	Meksiko	12.11.1946
Belgia	15.2.1961	Nicaragua	20.7.1964
Belize	14.6.1983	Norja	11.5.1967
Bolivia	5.6.1967	Oman	19.7.1974
Chile	27.7.1977	Panama	26.11.1946
Costa Rica	1.2.1965	Papua-Uusi-Guinea	4.12.1975
Djibouti	19.9.1980	Peru	15.2.1961
Dominica	13.12.1979	Qatar	4.6.1973
Dominikaaninen tasavalta	1.8.1953	Ranska	15.2.1961
Ecuador	31.8.1970	Ruotsi	15.2.1961
El Salvador	6.11.1946	Saint Christopher ja Nevis	3.2.1984
Englanti	15.2.1961	Saint Lucia	30.5.1980
Etelä-Afrikan tasavalta	15.9.1973	Saint Vincent ja Grenadiinit	24.8.1981
Fidži	4.8.1972	Saksan liittotasavalta	15.2.1961
Guatemala	27.1.1947	Saudi-Arabia	22.3.1961
Guyana	27.12.1966	Seychellit	3.1.1978
Haiti	22.12.1953	Singapore	9.1.1978
Hollanti	15.2.1961	Salomonsaaret	24.6.1979
Honduras	1.7.1950	Suomi	25.9.1979
Irlanti	15.2.1961	Surinam	29.6.1978
Islanti	19.9.1983	Tanska	1.5.1967
Italia	15.2.1961	Uruguay	2.5.1980
Itävalta	1.8.1962	Vanuatu	1.2.1982
		Venezuela	1.7.1976

## TAULUKKO 2

## IMF:n jäsenmaiden valuuttajärjestelyjen luokitus

	Ajanjakson lopussa				
Valuuttajärjestelyjen luokitus (maiden määrä)	1981	1982	1983	1984	1985
Kytkeä yhteen valuuttaan					
- Yhdysvaltain \$	38	38	33	34	31
- Ranskan frangi	14	13	13	13	14
- Jokin muu	5	5	5	5	5
Kytkeä valuuttakoriin					
- SDR	15	15	13	11	11
- Jokin muu	21	23	27	31	32
Muutokset indikaattori-järjestelmän avulla	4	5	5	6	8
Yhteiskellunta	8	8	8	8	8
Muu järjestely <sup>1</sup>	37	38	41	39	42

<sup>1</sup> Kelluva valuutta tai muu joustava valuuttakurssijärjestely.

Eri maiden valuuttajärjestelyt 31.12.1985

Valuutan ulkoisen arvon kehitys kytketty yhteen valuuttaan tai valuuttakoriin					Rajoitettu valuutan joustavuus		Joustavat valuuttakurssijärjestelyt		
USD	FRF	Muu val.	SDR	Muu kori	Yhteen val.	Yhteiskell.	Indik. sid.	Hall. kell.	Vapaa kell.
Antigua ja Barbuda	Benin	Bhutan	Burma	Algeria	Afganistan	Belgia	Brasilia	Argentiina	Australia
Bahamasaaret	Burkina Faso	Gambia	Burundi	Itävalta	Bahrain	Tanska	Chile	Costa Rica	Bolivia
Barbados	Kameroun	Lesotho	Iran	Bangladesh	Qatar	Ranska	Kolumbia	Ecuador	Kanda
Belize	Keski-Afrikan tasavalta	Swasimaa	Jordan	Botswana	Saudi-Arabia	Saksan liittotasavalta	Portugal	El Salvador	Guinea
Djibouti	Tsad	Tonga	Kenia	Kap Verde	Arabiemiirikuntien liitto	Irlanti	Somalia	Kreikka	Jamaika
Dominica	Komorit		Ruanda	Kiinan kansantasavalta		Italia		Guinea Bissau	Japani
Egypti	Kongon tasavalta		Sao Tome ja Pricipe	Kypros		Luxenburg		Intia	Uusi Seelanti
Etiopia	Norsunluurannikko		Seychellit	Fidzi		Hollanti		Indonesia	Filippiinit
Ghana	Päiväntasaajan Guinea		Sierra Leone	Suomi				Israel	Etelä-Afikan
Guatemala	Haiti		Vanuatu	Guyana				Etelä-Korea	Tasavalta
Honduras	Irak		Vietnam	Unkari				Meksiko	Dominikaaninen
Irak	Mali			Kuwait				Marokko	tasavalta
Laos	Niger			Madagaskar				Nigeria	Uganda
Liberia	Senegal			Malawi				Pakistan	Amerikan
Libya	Togo			Malesia				Espanja	Yhdysvallat
Nicaragua				Malediivit				Sri Lanka	Uruguay
Oman				Malta				Turkki	Zaire
Panama				Mauritania				Länsi-Samoa	Sambia
Paraguay				Mauritius				Jugoslavia	Englanti
Peru				Mosambic					
Saint Christopher ja Nevis				Nepal					
Saint Lucia				Norja					
Saint Vincent ja Grenadiinit				Papua-Uusi-Guinea					
Surinam				Romania					
Syyria				Singapore					
Trinidad ja Tobago				Salomonsaaret					
Venezuela				Sudan					
Jemenin Arabi-tasavalta				Ruotsi					
Jemenin kansandemokraattinen tv.				Tansania					
				Thaimaa					
				Tunisia					
				Zimbabwe					

SUOMEN PANKIN JULKAISUJA

Sarja A (ISSN 0355-6034)

(1 - 35. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, "Taloudellisia selvityksiä", artikkelikokoelmia vuosilta 1942 - 1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9514)

36. TUOMAS SUKSELAINEN Finnish Export Performance in 1961 - 1972. A Constant-Market-Shares Approach. 1974. 74 s. (ISBN 951-686-018-4)
37. SIRKKA HÄMÄLÄINEN Palkansaajatalouksien säästämistä. Suomen Pankin säästämistiedustelu vuodelta 1969. 1974. 53 s. (ISBN 951-686-020-6)
38. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Energiavaltaisuus investointikriteerinä. 1974. 52 s. (ISBN 951-686-021-4)
39. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Pääomakerroin, työn tuottavuus ja työpaikan hinta Suomen teollisuudessa vuosina 1960 - 1973. 1975. 71 s. (ISBN 951-686-025-7)
40. ALPO WILLMAN Suhdanneherkkyys, omavaraisuus ja ympäristövaikutusten kriteeri investointikriteereinä. (Lisälukuna J.P. CUNNINGHAM Energy-intensity as an Investment Criterion.) 1975. 89 s. (ISBN 951-686-026-5)
41. REINO AIRIKKALA - TUOMAS SUKSELAINEN (toim.) Suomen maksutaseen kehityslinjat vuosina 1950 - 1974. 1976. 120 s. (ISBN 951-686-027-3)
42. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Kokonaistaloudellisten ja liiketaloudellisten investointikriteerien merkitys kasvu- ja rakennepolitiikassa. 1976. 67 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-034-6)
43. TAPIO PEURA Suomen ulkomaankaupan hinnat vuosina 1950 - 1974. 1977. 87 s. (ISBN 951-686-037-0)
44. TERHI KIVILAHTI Suomen kaupasta ja maksujärjestelmästä muiden itäryhmän maiden kuin SNTL:n kanssa. 1977. 126 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-038-9)
45. SIMO LAHTINEN Tuotanto, työ ja energia Suomen teollisuudessa vuosina 1900 - 1975. 1977. 78 s. (ISBN 951-686-040-0)

46. Koroista ja korkopolitiikasta Suomessa (RALF PAULI Suomen korkojärjestelmän pääpiirteet ja korkopolitiikka vuosina 1960 - 1975; OLAVI RANTALA Korkotaso ja korkorakenne Suomessa vuosina 1960 - 1975; JORMA HIETALAHTI Teollisuuden korkomenot ja velkojen korkotaso vuosina 1960 - 1973). 1978. 77 s. (ISBN 951-686-041-9)
47. JARMO PESOLA - TIMO TYRVÄINEN Palveluelinkeinojen investoinnit vuosina 1953 - 1975. 1978. 107 s. (ISBN 951-686-047-8)
48. HEIKKI KOSKENKYLÄ - KARI PEKONEN Työttömyys ja tuotannon rakenne Suomen kansantaloudessa. 1979. 122 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-051-6)
49. INKERI HIRVENSALO Suomen ja SNTL:n välinen clearingmaksujärjestelmä. 1979. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-053-2)
50. TAPIO PEURA Teollisuuden kansainvälinen kilpailukyky. 1979. 128 s. (ISBN 951-686-055-9)
51. ALPO WILLMAN Julkiset menot vuosina 1950 - 1977. Kasvu- ja rakennepoliittinen tarkastelu. 1980. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-062-1)
52. HANNU HALTTUNEN - JUHANI HIRVONEN - HEIKKI KOSKENKYLÄ - ALPO WILLMAN Yhteenveto Ruotsin kansantalouden pitkän aikavälin näkymistä tehdyistä selvityksistä. 1981. 165 s. (ISBN 951-686-065-6)
53. TOM NORDMAN Vientiä koskevat erityisjärjestelyt Suomessa. 1981. 181 s. (ISBN 951-686-070-2)
54. JUHANI LAURILA Ulkomaiset pääomanliikkeet 1970-luvulla. 1982. 117 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-078-8)
55. KAARLO V. JÄNNÄRI Euroopan valuuttajärjestelmä. 1983. 54 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-084-2)
56. JORMA HIETALAHTI Pitkäaikaisten ulkomaisten rahoituslainojen kustannuskehitys 1970 - 1981. 1984. 69 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-089-3)
57. EERO LEHTO Korot ja korkojärjestelmä Suomessa. 1984. 64 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-090-7)
58. JUKKA PEKKARINEN - TAPIO PEURA Hintakilpailukyvyn käsite ja mittaaminen. 1984. 74 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-099-0)
59. VESA VIHRIÄLÄ Alueellinen rahapolitiikka. Kokemuksia alueellisesta rahapolitiikasta Norjassa ja näkökohtia sen toteuttamisesta Suomessa. 1985. 62 s. (ISBN 951-686-102-4)
60. KERSTIN HEINONEN Systemet med särskilda dragningsrätter - dess utveckling, egenskaper och framtid. 1985. 65 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-112-1)

61. Koron vaikutuksista kansantaloudessa (SIXTEN KORKMAN Rahoitusmarkkinoiden muutokset, korko ja investointikehitys; HEIKKI KOSKENKYLÄ - PAAVO PEISA Koron ja muiden rahoitustekijöiden vaikutukset investointeihin: katsaus Suomessa tehtyyn tutkimukseen; PENTTI PIKKARAINEN - JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Korkojen kokonaistaloudellisista vaikutuksista BOF3-mallin mukaan) 1985. 110 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-113-X)
62. ALEXANDER K. SWOBODA Ongoing Changes in Finnish Financial Markets and Their Implications for Central Bank Policy/ Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset ja niiden vaikutukset keskuspankkipolitiikkaan. 1986. 57 p./s. (ISBN 951-686-117-2)
63. VEIKKO SAARINEN Liikepankkien keskuspankkirahoituksen ehdot, määrä ja kustannukset 1950 - 1984. 1986. 307 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-120-2)
64. Suomen rahoitusmarkkinat. 1986. 134 s. (ISBN 951-686-126-1)
65. ESKO SYDÄNMÄKI Kansainvälinen valuuttayhteistyö ja IMF. 1986. 133 s. (ISBN 951-686-128-8)