

KESKUSTELUALOITTEITA DISCUSSION PAPERS

Kerstin Heinonen

KANSAINVÄLISEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN UUDISTAMISEHDOTUKSET –
TAVOITEVÄLIEN ASETTAMINEN VALUUTTAKURSSILLE

1045.046

15.12.1986

VP 10/86

Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto

Bank of Finland
Exchange Policy Department

Kerstin Heinonen

KANSAINVÄLISEN VALUUTTAJÄRJESTELMÄN UUDISTAMISEHDOTUKSET -
TAVOITEVÄLIIEN ASETTAMINEN VALUUTTAKURSSEILLE

TIIVISTELMÄ

Viime vuosina on herännyt kiinnostusta kansainvälisen valuuttapoliittisen yhteistyön kiinteysttämiseen. On etsitty uutta pohjaa maailman valuuttajärjestelmälle. Selvityksessä tarkastellaan viimeimpien kansainvälistä valuuttajärjestelmää koskevien uudistusehdotusten mielekkyyttä. Huomio on esityksissä keskittynyt valuuttojen epävakaisuusongelmaan. Kurssikehityksen vakauttamiskeinoihin kuuluu ehdotus asettaa päävaluuttakursseille tavoitteellisia vaihteluvälejä, eli luoda ns. tavoitekurssijärjestelmä. Sillä voidaan tarkoittaa suhteellisen kiinteätä Bretton Woods-tyyppistä järjestelmää tai järjestelyä, jossa kurssit edelleen liukuvat varsin vapaasti. Toimiakseen tavoitekurssijärjestelmä edellyttää kuitenkin melko tiivistä kurssipoliittista yhteistyötä. Selvityksessä pohditaan kansainvälisen valuuttayhteistyön optimaalista muotoa ja esitetään argumentit tavoitekurssijärjestelmän puolesta ja sitä vastaan. On ilmeistä että keskustelussa valuuttajärjestelmän kehittämisestä edetään hitaasti mutta myös ehdotukset tavoitekurkseista vaativat jatkokehittelyä.

SISÄLLYSLUETTELO

Johdanto	1
1. Valuuttakurssikehitys kansainvälisillä markkinoilla	1
2. Kurssiepävakaisuuden haitat	3
3. Valuuttajärjestelmän uudistamisehdotuksia	4
4. Varhaisemmat keskustelut kiinteämmästä valuuttakurssijärjestelmästä	9
5. Tavoitekurssijärjestelmän piirteet	12
6. Esitettyjä argumentteja tavoitekurssijärjestelmän mielekkyydestä	21
7. Optimaalisen kansainvälisen valuuttayhteistyön etsintä	25
8. Joitakin puutteita tavoitekurssiehdotuksissa	32
9. Loppupäätelmiä	41

Liite: Suuntaviivoja kellunnalle: "Guidelines for the management of floating exchange rates" (1974)

LÄHDEKIRJALLISUUS

Johdanto

Raha- ja valuuttajärjestelmän uudistamisehdotuksista ei ole koskaan ollut puutetta. Esitetyt ehdotukset ovat vaihdelleet laajasta uuden kansainvälisen talousjärjestyksen vaatimuksista maltillisimpiin suosituksiin nykyjärjestelmän kehittämisestä. Valuuttarahaston puitteissa arvioidaan parhaillaan, millä ehdoilla kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintaa voitaisiin parantaa. Päällimmäisenä ongelmana pidetään valuuttojen epävakaisuutta. Stabiliteteetin lisäämiseksi on mm. esitetty, että päävaluutoille pitäisi asettaa tavoitteellisia vaihteluvälejä ("target zones"). Tämä selvitys keskittyy aiheen yleishahmotuksen jälkeen em. ehdotuksen tarkasteluun. Valintaa puoltaa tavoiteväliehdotuksen ajankohtaisuus ja "konkreettisuus". Sen avulla voi yleisemmin pohtia kansainvälisen valuuttapoliittisen yhteistyön eri muotoja. Valuuttajärjestelmän uudistamisen välttämättömyys riippuu siitä, kuinka toimivaksi nykyinen järjestelmä koetaan.

1. Valuuttakurssikehitys kansainvälisillä markkinoilla

Yli kymmenen vuoden kokemusten perusteella voidaan todeta, ettei kelluva valuuttajärjestelmä kaikilta osin ole vastannut siihen kohdistettuja odotuksia. Järjestelmä ei ole kyennyt takaamaan vakaita valuuttaoloja eikä poistamaan maksutaseongelmia. Valuuttojen lyhyen aikavälin heilahtelut ovat entisestään lisääntyneet. Lisäksi päävaluuttojen voimakkaat kurssivaihtelut ovat saattaneet kurssit pois tasapainostaan pitkiksi ajoiksi ("misaligned").

Tietyn maan valuuttakurssikehitys riippuu toisaalta fundamenteista eli perustavanlaatuisista tekijöistä - muutoksista makrotaloudellisessa tasapainossa mikä ilmenee mm. inflaatiossa, kilpailukyvyssä ja

maksutaseessa. Ne määräävät pidemmällä aikavälillä valuuttakurssit. Toisaalta markkinaosapuolten odotukset, portfoliopreferenssimuutokset, jne. vaikuttavat lyhyellä aikavälillä kurssiin. Valuuttakurssien muutoksilla on vastaavasti heijastusvaikutuksia kaikkiin tärkeimpiin kokonaistaloudellisiin muuttujiin. Eri teoriat ja lähestymistavat painottavat erilaisia seikkoja jotka vaikuttavat valuuttakurssien muodostumiseen, ja saamme näin eri tulkinnat valuuttakurssimuutoksille. Uusimmat tutkimukset korostavat tasapainoanalyysin sijaan portfolioteorian ja rationaalisiin odotuksiin perustuvien mallien merkitystä valuuttakurssidynamiikkaan ja siten kurssiepävakaisuuden aiheuttajana. Pitkävaikutteisia kurssimuutoksia tulkittaessa on perusteltua tarkastella valuutan keskimääräistä inflaatiokorjattua kurssikehitystä (ostovoimapariteetti). Lyhyellä tähtäyksellä nimellisten kurssien merkitys korostuu.

Finanssiliikkeiden merkitys valuuttakurssipolitiikkaan on merkittävästi kasvanut. Jyrkästi muuttuvat korot ja pääoman lisääntynyt liikkuvuus ovat olleet omiaan aiheuttamaan valuuttakurssiheilahteluja. Raha- ja eritoten korkopolitiikalla on ollut oma vaikutuksensa kunkin valuutan houkuttelevuuteen sijoituskohteena ja korkoerot ovat voineet aiheuttaa nopeita kysynnän siirtymiä. Herkästi kotimaisten rahamarkkinoiden tilan ja eri odotustekijöiden muutoksiin reagoivat pääomanliikkeet pyrkivät jopa dominoimaan valuuttakurssien määräytymisessä erityisesti lyhyellä aikavälillä.

Kansainvälinen valuuttajärjestelmä ja valuuttayhteistyö on määriteltävissä laajemmin tai suppeammin valuuttakurssijärjestelmän toimintaa koskevaksi. Se käsittää sekä kansallisten valuuttamarkkinoiden osa-

puolten toiminnan, että hallitusten kansainvälisen yhteistyön. Vaikka asiaa tarkasteltaisiinkin vain valuuttakurssisuhteiden vakauttamismahdollisuuksien näkökohdasta, koko kysymyksenasettelu siirtyy aina lopuksi yleisen talouspolitiikan puolelle.

Voidaan sanoa, että valuuttaongelmien taustalla on viime kädessä kuilu tärkeimpien maiden talouspoliittisten tavoitteiden ja todellisen kehityksen välillä. Valuuttamarkkinoiden kurssiepävarmuus on niin ikään usein seurausta talouspolitiikan epäjohtomukaisuudesta tai ailahtelevaisuudesta. Keskeinen edellytys valuuttakurssien epävakaisuuden vähentämiseksi on siten suurten maiden talouspolitiikan parempi koordinointi ja yhteislinjan löytyminen maailman talouskehityksen suuntaviivoista. Valuuttajärjestelmän kehittämisehdotusten realistisuutta on myös tarkasteltava tätä taustaa vasten.

2. Kurssiepävakaisuuden haitat

Valuuttakurssien heilahtelut ovat olleet häiritseviä ja häiriöiden aiheuttaja kauppavirroissa ja investointitoiminnassa. Kurssien epävakaisuuden on väitetty vaikeuttavan maailmankaupan kehittymistä, vaikkei yksiselitteistä syysuhdetta ole empiirisissä tutkimuksissa pystyttykään osoittamaan.

Lyhyen aikavälin kurssivaihteluista seuranneen epävarmuuden on sanottu suuresti vaikeuttaneen markkinaosapuolten toimintaa. Tähän on kuitenkin myös todettava, että markkinat ovat kehittäneet varsin toimivia suojautumismenetelmiä valuuttakurssiriskejä vastaan.

Pitkäaikainen ja merkittävä valuuttakurssien epätasapaino voi aiheuttaa huomattavia reaalityaloudellisia kustannuksia kansantalouksille. Kurssivääristymä aiheuttaa ensin kilpailukyvn ja kauppavirtojen muutoksia ja saattaa myöhemmin heijastua tulonjakoon ja työllisyyteen sekä investointipäätöksiin vääristäen resurssien tehokasta kohdentumista. Usein tuodaan myös esiin voimakkaiden kurssivaihteluiden inflaatiota kiihdyttävä vaikutus assymmetrisen reaalityalppalkkajäykkyyden oloissa. Taloudet voivat myös tarttua protektionistisiin toimenpiteisiin välttääksseen kurssitason vaatimaa kotimaista sopeuttamista.

Voimakkaat kurssiheilahtelut, joita ei ole voitu perustella eri maiden toisistaan poikkeavilla inflaationäkymillä tai talouksien erilaisella suorituskyvyllä, ovat herättäneet epäilyjä kelluvan valuuttajärjestelmän toimivuudesta. Kun valuuttojen kellunta nähdään epävakaisuutta lisäävänä elementtinä, on pyritty etsimään menetelmiä, joilla valuuttakurssien ohjailtavuutta voitaisiin lisätä.

3. Valuuttajärjestelmän uudistamisehdotuksia

Vakauttamispyrkimys on joskus kärjistetysti ilmaistu haluna palata Bretton Woodsin tapaiseen kiintäkursisjärjestelmään. Nämä ajatukset, kuten myös ajoittain esitetyt julkilausumat kaiken kattavan uuden Bretton Woods-valuuttakonferenssin järjestämisen tarpeellisuudesta, on nähtävä lähinnä kaipuun heijastuksena entisajan suhteellisen rauhallisiin valuuttaoloihin. Kyse on hyvin laajakantoisista, joskin ei aina tarkkaan konkretisoiduista valuuttajärjestelmän muutosvaatimuksista. Tästä kärsii ehdotusten uskottavuus. Reaalityeetit eivät myöskään

anna vankkaa pohjaa kiinteisiin valuuttakurssisuh-
teisiin palaamiselle.

Ensisijaisesti ei ole kuitenkaan vaadittu järjestel-
män kokonaisuudistamista, vaan lähinnä valuuttakurs-
sikehityksen vakauttamista ja kansainvälisen valuut-
tapoliittisen yhteistyön kiinteyttämistä. Tyytymät-
tömyys on kohdistunut itse asiassa suppeammin sii-
hen, miten valuuttakurssit ovat kehittyneet ja siten
harjoitettuun talouspolitiikkaan, joka aiheutti
Yhdysvaltain dollarin kurssiväärityksiä.

Melko yleisesti tunnustetaan nykyjärjestelmän parem-
muus kiinteään valuuttakurssijärjestelmään verrat-
tuna. Maailmantalouden shokit ovat vaatineet valuut-
takursseilta huomattavaa joustoa, eikä nähdä, että
millään muulla järjestelmällä olisi ollut tätä vaa-
dittavaa sopeutuskykyä.

Siinä vilkkaassa keskustelussa, jota parhaillaan
käydään valuuttajärjestelmän uudistamisesta ns.
kymmenen maan ryhmän julkistaman raportin pohjalta,
on esitetty joukko keinoja keskeisten maiden talous-
politiikan paremman koordinoinnin edistämiseksi ja
valuuttajärjestelmän toiminnan tehostamiseksi.
Rajanveto eri muutosesitysten välillä on joskus
häilyvä eivätkä ehdotusten substanssierot aina
paljastu niiden luokittelemisesta. On ehdotettu mm.
talouspolitiikan päämäärille ja politiikalle asetet-
tavia objektiivisia indikaattoreita ja tavoitteel-
listen vaihteluvälien asettamista tärkeimmille
valuuttakursseille ("target zones", "zones of
reference", "target directions") liiallisten

kurssiheilahdusten vaimentamiseksi.¹⁾ Valuuttarahaston valvontaroolin vahvistaminen on esitys, joka ei pyri etsimään uutta pohjaa maailman valuuttajärjestelmälle. Esityksen mukaan valuuttajärjestelmän tasapainottomuusongelmia analysoitaisiin IMF:n puitteissa jatkossakin entistä tehokkaammin esim. maailmantalouden tilan katsauksissa.

Kansainvälisen valuuttapoliittisen yhteistyön kiinteyttämiseksi esitetään yleisesti ottaen kahden tyyppisiä keinoja. Ensinnäkin on ryhmä ehdotuksia, joiden lähtökohtana on kunkin maan omassa piirissä suorittamien vakauttamispyrkimysten korostaminen ("put your own house in order"). Tällainen miniminäkemys ei kuitenkaan huomioi talouksien riippuvuutta toisistaan. Kansainvälistä kontrollimekanismeja tarvitaan. Tärkein esitys yhteistyön vahvistamisesta koskee IMF:n valvontamenetelmien tehostamista ja tähän liittyen mahdollisesti erilaisten talousindikaattoreiden suurempi hyödyntäminen.

Valuuttarahaston valuuttakurssivalvonta on luonteltaan sekä kahdenvälistä (Artikla IV-konsultaatiot) että monenkeskeistä (maailmantalouden tilan analysointi). Suurimpien talousmahtien kohdalla valvonta on kuitenkin jokseenkin voimatonta. Suppeampien ryhmien (taloudelliset huippukokoukset, G-10, G-7, G-5, BIS, jne.) neuvotteluissa yhteistyöhön velvoittava paine on suurempi, mutta neuvonpito on useimmiten - ainakin syyskuuhun 1985 asti - käyty

1) Tavoitekurssijärjestelmän kannattajina ovat esiintyneet mm. John Williamson, Robert Roosa, Richard Cooper (rahaunioni), Fred Bergsten, Otmar Emminger, Alexandre Lamfalussy, Anthony Solomon ja Ronald McKinnon. Ranskan viranomaiset ovat laatineet tavoitekurssijärjestelmästä oman esityksensä.

ilman tavoitteenasettelun konkretisoitumista. Yleisellä tasolla esitetyt julkilausumat eivät sido maiden talouspoliittista liikkumavaraa. Valvonnan rajoittuminen tärkeimpien maiden omaan piiriin ei myöskään pienten teollisuusmaiden tai multilateraalisen järjestelmän kannalta ole optimaalinen kehityssuunta.

Kaikissa edellä mainituissa esityksissä luotetaan siihen, että valuuttajärjestelmä kykenee toimimaan tehokkaammin, jos voimassa olevia rakenteita vahvistetaan. Institutionaalisia muutoksia ei välttämättä tarvita.

Tunnusomaista toisen pääryhmän ehdotuksille on, että niissä painotetaan sääntöjen ja joskus instituutioiden uusien roolien merkitystä. Ehdottomin järjestelmä olisi paluu kultakantaan. Kuvitelmat yleismaailmallisesta keskuspankista ja rahaunionista sijoittuvat hyvin kauas tulevaisuuteen. Ehdotukset merkitsisivät aina joko pääomanliikkeiden tai valuuttakurssien jonkinasteista ohjausta viranomaisten taholta. Maiden kannalta lisääntyisivät ulkoiset paineet eri maiden politiikan yhteensovittamiseksi, kun tavoitteista sovittaisiin yhteisesti.

Hyvin pitkälle menevää yhteistyötä rahapolitiikan alalla edustaa McKinnonin muutama vuosi sitten esittämä ajatus tärkeiden maiden rahan määrän keskittämistä säätelystä.¹⁾ Yhdysvaltain, Japanin ja Saksan liittotasavallan viranomaiset vakauttaisivat yhdessä yhteenlasketun rahan tarjonnan kasvun reaalikurssi-

¹⁾ Ronald I. McKinnon (1984)

tasojen säilyttämiseksi. Lähestymistapa on valuuttakurssien tavoiteväliehdotuksen käännteistapaus. Ehdotuksen mukaan siirryttäisiin asteittain kohti kiinteämpiä kursseja; ensi vaiheessa sopimus koskisi maailman kolmea päävaluuttaa, dollaria, jeniä ja Saksan markkaa. Kansallisen rahapolitiikan päätätävällän siirtäminen omilta viranomaisilta lienee kuitenkin ristiriidassa kaikkien näiden maiden keskuspankkien mieltämien velvollisuuksien kanssa.

Kansainvälisten pääomanliikkeiden säätely tarjoaa vaihtoehdon kiinteämmille valuuttakursseille. James Tobin tuki jo 1960-luvulla teesillään "throw some sand in the wheels" liiallisten pääomanliikkeiden rajoittamista. Mielipiteet ovat kuitenkin jakaantuneet esteiden rakentamisen tehokkuudesta ja mielekkyydestä nykymaailmassa. Maittain voidaan esittää hyvin vaihtelevia esimerkkejä ulkomaisten pääomanliikkeiden sekä sisään- että ulosvirtauksen säätelyn tehokkuudesta eri tilanteissa. Käytännössä on kuitenkin rahoitusmarkkinoiden toiminnan tehostaminen usein merkinnyt esteiden purkua. Ker- taalleen kansainvälisiin rahamarkkinoihin hyvin integroituneen maan rahoitusmarkkinoiden uudelleen eristäminen vaatisi joka tapauksessa mittavaa pääomakontrollia.

Selvityksen painopiste siirretään seuraavaksi kohti ehdotusta, joka koskee tavoitevälien asettamista valuuttakursseille.

Varhaisemmat keskustelut kiinteämmästä
valuuttakurssijärjestelmästä

Kansainvälisen talouden viimeaikaisissa keskusteluissa näkyvästi esillä ollut ehdotus tavoitteellisten vaihteluvälien asettamisesta valuuttakursseille kurssikehityksen vakauttamiskeinona ei ole mikään uusi ehdotus. Pian sen jälkeen kun valuuttajärjestelmän kokonaisuudistusta pohtivan ns. kahdenkymmenen komitean (G-20) neuvottelut (1972-74) olivat kariutuneet ja oltiin ajautettu tilanteeseen, missä useiden valuuttojen arvot ryhtyivät liukumaan toisiinsa nähden, taloustieteilijät alkoivat esittää ajatuksia valuutan arvon ohjaukseen perustuvista valuuttajärjestelyistä. Tällaisia olivat mm. ehdotus valuuttakurssien tavoitealueista ("target zones of rates") ja referenssikurssitasosta¹⁾ ("reference rate"). Näitä "radikaaleja" vaihtoehtoja ei kuitenkaan käsitelty G-20:n virallisissa reformikeskusteluissa. Niissä etsittiin tietä "vakaiden, mutta säädeltävissä olevien" kurssien kautta vanhan pariarvojärjestyksen asteittaiseen palauttamiseen. Komitea totesi nimenomaan, ettei neuvottelujen tavoitteena ollut valuuttakurssijärjestelmä, missä valuutat kelluisivat tietyissä rajoissa (managed float).

Kun dollarin vaihdettavuus kultaan lakkautettiin elokuussa 1971, maiden piti sopia dollarin mahdollisesta devalvoimisesta ja valuuttojen uudesta kurssirakenteesta. Suurimpien teollisuusmaiden kesken käytiin tiiviitä neuvotteluja, joiden tuloksena

1) Wilfred Ethier, Arthur Bloomfield 1975.

saatettiin joulukuussa 1971 ns. Smithsonianin sopimuksen yhteydessä sopia uudesta keskuskurssijärjestelmästä. Tällä varsin laajamittaisella neuvottelukierroksella käytettiin hyväksi OECD:n ja IMF:n puitteissa suoritettuja laskelmia eri maiden maksutasetasapainotilasta ("equilibrium" tai "underlying payments balances") valuuttojen keskinäisten suhteiden uudelleen asettamiseksi toisiinsa nähden. Tämä oli ensimmäinen kerta kun käytännön tarkoituksiin määriteltiin tietyn maan perusluonteista tasapainokurssia ("fundamental equilibrium exchange rate").¹⁾ Sittemmin IMF suoritti säännöllisesti aina vuoteen 1980 asti laskemia maiden maksutasetasapainotilasta sisäisiä analyysejä varten. Laskelmista luovuttiin vasta toisen öljykriisin jälkeen, jolloin ne pääomien suurten volyymien ja herkkäliikkeisyyden takia kävivät yhä vaikeimmiksi suorittaa. Toisaalta IMF suorittaa edelleen esim. jäsenmaiden sopeutusohjelmien suunnittelun yhteydessä laskelmia maiden valuuttojen toivottavasta kurssitasosta.

1) Perusluonteinen tasapainokurssi takaa talouden keskipitkän aikavälin vakaan ("viable") maksutasekehityksen, ts. vaihtotaseen tila on sopusoinnussa perusluonteisten pääomavirtojen ja sopivan ("adequate") valuuttavarantotason kanssa. Maan ei tarvitse suhdannetilannetta huomioon ottaen harjoittaa liiallisen tiukkaa kotimaista kysynnänsäätelypolitiikkaa eikä taloudessa synny ulkoisia paineita niin että maan maksutasesyistä tarvitsisi asettaa kaupan esteitä. Kurssi ei myöskään laukaise inflaatio- tai deflaatiopaineita ("the rate justified by fundamentals"). Kurssitason laskemisessa lähdetään liikkeelle sopivien pääomavirtojen määrittämisestä ao. maalle, sellaisten jotka heijastavat maan säästämis/investointi-suhdetta ja joiden vastapuoli reaaliressurssien siirtojen muodossa tasapainottaa yleistaseen. Tämä kurssi on myös suhteellisen vakaa ("sustainable") pidemmällä tähtäimellä ja ainoastaan perustavaa laatua olevat muutokset maan teknologiassa, luonnonvaralöydösten muodossa tms. liikkuttavat enemmän tätä tasoa. Tasapainokurssi on ylläpidetävissä ja sopusoinnussa myös maailmantalouden tilan asettamien vaatimusten kanssa ja riippuu sekä talouden oman että muiden maiden harjoittamasta talouspolitiikasta.

Smithsonian-sopimuksessa otettiin pariarvojen sijaan käyttöön väliaikaisesti dollareissa määritellyt keskuskurssit. Järjestely oli tilapäinen odoteltaessa paluuta jonkinlaiseen kullan vaihdettavuuteen ja uusiin pariarvoihin. Sopimuksessa edellytettiin välittömien keskustelujen aloittamista IMF:n puitteissa valuuttajärjestelmän kokonaisuudistuksesta (em. G-20). Reformikeskustelujen vielä jatkuessa koko keskuskurssijärjestelmä kuitenkin repesi maaliskuussa 1973, kun Euroopan maiden valuutat lähtivät kellumaan dollariin nähden. Valuuttarahaston johtokunta velvoitettiin tuolloin kehittämään ohjeita - "suuntaviivoja kellunnalle". Näitä oletettiin tarvittavan siirtymäkauden aikana kunnes paluu vanhaan pariarvojärjestelmään olisi jälleen mahdollista.

Vuonna 1974 laadittiin rahastossa ohjekokoelma kelluntaa harjoittavien maiden interventioita ja valuuttakurssihallintaa varten. Kokoelma koostui lähinnä interventiosäännöistä (kts. suuntaviivoista tarkemmin liitteessä 1). Ohjeissa esiintyi kuitenkin ensimmäisen kerran käsitteenä keskipitkän aikavälin valuuttakurssien tavoiteväli ("target zone"). Ne olivat vain muutaman vuoden voimassa (1974-1977) eikä järjestelmää koskaan sovellettu käytännössä. Maat, jotka olivat päästäneet valuuttansa kellumaan, antoivat kylläkin rahastolle luottamuksellista tietoa interventiotöimistään ja varannon koostumuksesta. Mikään maa ei kuitenkaan konsultoinut rahaston kanssa valuuttakurssinsa tavoitevälistä, joten järjestelmän ohjeet jäivät näiltä osin vaillinaisiksi. Jo vuonna 1977 ohjekokoelma korvattiin rahaston nykyisillä huomattavasti väljemmillä valuuttajärjestelmän valvontaperiaatteilla ("surveillance").

Huolimatta siitä, ettei valuuttakurssien tavoiteväli-järjestelmää (vastedes tavoitekurssijärjestelmä) koskaan päästy täysimittaisesti soveltamaan, hahmoteltiin rahaston piirissä jo silloin uutta valuuttakurssijärjestelmää. Sen suunniteltiin perustuvan toistuviin pieniin kurssikorjauksiin siten että kurssit pysyisivät hyväksyttävien vaihteluvälien sisällä. Sama ehdotus on jälleen noussut esiin, kun esitetään ajatuksia valuuttakurssijärjestelmän stabiliteetin lisäämiseksi.

5. Tavoitekurssijärjestelmän piirteet

Mistä olisi kysymys, jos kansainvälinen valuuttajärjestelmä ottaisi ohjenuoraksi tavoitekurssijärjestelmän, ja valuuttayhteistyössä noudatettaisiin järjestelmän periaatteita?

Ensinnäkin valuuttakurssien tavoitealueella, jonka mukaisesti tärkeimpien valuuttojen kurssikehitystä pitäisi suunnata, ei tarkoiteta määrättyä valuuttakurssijärjestelmää. Kyse on vain reaalikurssikehityksen vakaana pitämisen periaatteesta vastakohtana sille, että kurssit pidettäisiin kiinteinä tai niiden sallittaisiin kellua vapaasti. Tavoiteltu tulos on saavutettavissa vaihtoehtoisilla järjestelyillä.¹⁾

1) Verrattuna muihin valuuttakurssien määräytymisjärjestelmiin tavoitekurssijärjestelmää on useimmiten hahmoteltu järjestelmäksi, jossa valuuttakurssi kelluu tietyissä rajoissa (managed float) pikemminkin kuin kiinteänä valuuttakurssijärjestelmänä. Tavoitekurssijärjestelmän osalta regiimimääritys on sikäli vähemmän selväpiirteinen, että järjestelmää on jopa kutsuttu kiinteäkurssijärjestelmän ja kelluvien kurssien hybridiä ("fliced rates").

Harvoja maita lukuunottamatta viranomaiset säätelevät maan valuutan kurssia ainakin siinä määrin, että tarkkaillaan bilateraalisten kurssisuhteiden kehittymistä. Yksittäiset maat pyrkivät luonnollisesti jonkinasteiseen valuuttakurssikehityksen vaikuttamiseen. Jos maa on valinnut itselleen valuuttakorikytkennän säädellään efektiivistä kurssia ja siksi korikytkennällä on selviä yhtymäkohtia tavoitekurssijärjestelmään. Mutta viranomaiset tuovat harvoin julki näkemystään efektiivisen valuuttakurssinsa "sopivasta" tasosta. Myöskään yhteisymmärrystä tärkeimpien valuuttojen keskinäisistä kurssisuhteista ei ole löytynyt.

Kaikkien tavoitekurssijärjestelmien implisiittisena lähtökohtaolettamuksena on, että perusluonteinen tasapainokurssi (kts. alaviite s. 10) on mielekäs käsite ja kurssitaso tyydyttävästi laskettavissa. Tasapainokurssin olemassaoloon päädytään intuitiivisesti. Ensinnäkin on tilanteita jolloin kurssitason ilmiselvästi on asettunut väärin ("out of line"), joten epäsuorasti päätellen myös vastakohta lienee olemassa. Kurssiliikkeet ovat helposti yliampuvia ("overshoot") ja valuuttakurssit tuntuvat siksi aina asettuvat takaisin tasapainotasoilleen erilaisten häiriöiden jälkeen.

Tasapainotilan ja sen kurssitason tunnistamiseen liittyy kieltämättä ongelmia, jopa siinä määrin, että monet tavoitekurssijärjestelmän epäilijät torjuvat koko esityksen niihin vedoten. Järjestelmän teknisiin toteuttamisvaikeuksiin, kuten kilpailukyvyn mittaamisen ja tasapainokurssin laskemisen ongelmiin ei kuitenkaan puututa tässä selvityksessä.

Tavoitekurssijärjestelmän perussisältönä on, että viranomaiset antavat enemmän painoa valuuttakurssikehitykselle niin että valuuttakurssi jälleen on enemmän talouspolitiikan tavoite kuin keinomuuttuja. Viranomaisilla on käsitys kestävästä kilpailukykyä tuottavasta reaalisesta efektiivisestä valuuttakurssista. Tiedostettu kurssitavoite menee myös strategiana pidemmälle kuin keskuspankkien usein harjoittama "lean against the wind" -politiikka, jolla vaimennetaan markkinoiden aiheuttamia kurssi-
liikkeitä.

Samalla on selvää, että valuuttakurssien pitäminen vakaana melkein vääjäämättä tulisi hallitsemaan maiden talouspoliittista tavoitteenasettelua. Muista tavoitteista, kuten inflaation hillinnästä/työllisyyden tukemisesta jouduttaisiin vastaavasti tinkimään. Valuuttakurssi on myös ulkoinen rajoite maiden kansallisille talouspolitiikan valinnoille. Ei käy siten kieltäminen etteikö tavoitekurssijärjestelmä kaventaisi viranomaisten ja yksittäisten maiden sisäistä talouspoliittista liikkumavaraa ja samalla sisältäisi talouspolitiikan päätäntävällän jonkinasteista siirtämistä maan omilta viranomaisilta keskitettyyn päätöksentekoon.

Tavoitekurssijärjestelmä on vaativa ja pyrkii kokonaisvaltaiseen talouspolitiikan yhteensovittavuuteen maiden kesken. Mutta edellä sanotun vastapainoksi korostetaan tavoitekurssijärjestelmäehdotuksissa voimakkaasti joustavuuden merkitystä. Järjestelmään ei esim. liittyisi muodollista velvoitetta puuttua kurssitason muutoksiin, myöskään viranomaiset eivät etukäteen sitoudu estämään liiallisia kurssiheilauksia.

Minkälaisiin talouspoliittisiin toimiin maiden odotetaan ryhtyvän kurssienohjausmielessä on jätetty tarkemmin määrittelemättä. Keskuspankkien interventioiden valuuttamarkkinoilla liikkuvat usein esityksentekijöiden mielessä.¹⁾ Korkokehitys on melkein tärkein muuttuja, millä vaikutetaan valuuttakurssikehitykseen ja käytännössä koron muutos olisi varsin tavallinen reaktio kynnystilanteissa.²⁾ Siksi rahapolitiikan mitoitus - rahan tarjonnan säätely, korkotason asettaminen - on korostuneesti esillä tavoitekurssijärjestelmä-ehdotuksissa. Rahapolitiittisten tavoitteenasetteluiden tulisi enenevässä määrin kohdistua valuuttakurssien stabiloimiseen.

-
- 1) Vuonna 1982 ns. Jürgensenin ryhmä suoritti Versaillesin huippukokouksen toimeksiannosta perusteellisen selvityksen interventioiden (valuuttojen ostaminen ja myyminen tietyn valuutan kansainvälisen kurssitason tukemiseksi/alentamiseksi) vaikutuksista, perustuen työnsä laajaan ja osittain julkaisemattomaan tilastoaineistoon. Loppuraportti päättyi lievästi interventioiden hyödyllisyyttä puoltavalle kannalle. Raportissa todettiin mm. että viranomaisten yhteisvoimin tapahtuvalla valuuttamarkkinoiden lyhyen ajan heilahteluiden tasoittamiseen (disorderly conditions) tähtäävällä interventiolla saattaa tietyissä tapauksissa olla pientä hetkellistä vaikutusta. Sen sijaan toimenpide ei ole pitkävaikutteinen eikä yksinään tehokas kurssien pitkään jatkuneissa tasapainottomuustilanteissa (yli/aliarvostetut valuutat). Keskuspankin motiivit ns. steriloidulle interventiolle on halu säilyttää kotimaisen rahan tarjonnan ohjauskykyä mutta silti vaikuttaa kurssikehitykseen. Interventioiden olisi kuitenkin onnistuakseen oltava jättimäisiä. Hieman tehokkaamiksi todettiin keskuspankkien puuttuminen valuuttamarkkinoille ei-steriloituna interventiona, ts. kun toimenpiteen valuuttavarannon muutoksen annetaan vaikuttaa rahan tarjonnan kotimaiseen komponenttiin.
- 2) Korkomuutosten tarkempi vaikutus riippuu maan pääomamarkkinoiden avoimuusasteesta, koti- ja ulkomaisten sijoituskohteiden substituutavuudesta jne.

Tavoitekurssijärjestelmä implisoi rahapoliittista keskustelua maiden välillä. Koko järjestelmä kieltämättä tehostuisi - ellei peräti olisi sen onnistuminen edellytyksenä - jos valuuttamarkkinoiden vakauttamiseen tähtäävän yhteistyön rinnalla tapahtuisi varsinaista rahapolitiikan koordinoitua eri maiden välillä (McKinnon).

Tavoitekurssijärjestelmän keinovalikoimaa hahmotellaan kuitenkin tätäkin laajemmaksi. Poliittikkamuutuksiin voisivat kuulua julkinen luotonotto/-anto, pääomansäätely kuten myös finanssipolitiikka. Välineinä ne antavat periaatteessa, jos substituutio on pientä, tietyn vapausasteen vaikuttaa valuuttakursisikehitykseen riippumatta korkotasosta. Viimein on mainittava toimenpiteenä kurssitason muutos (myös tavoitekurssin muutos), koska jos tilanne niin vaatii, tavoitetason korjaamista ei suljeta pois keinovalikoimasta.

Sopeutusvastuukysymyksiä ei ole tarkemmin pohdittu tavoitekurssijärjestelmäesityksissä. Sama koskee likviditeettiä. Käytännössä yleensä ainoastaan yksi tai kaksi päävaluuttaa ovat kerrallaan selvästi poikenneet tasapainostaan. Näin ollen on ajateltu, että sopeutusvastuun kantajat löytyisivät ikään kuin itsestään. Olisi myös kehitettävissä indikaattori-järjestelmä valaisemaan sitä, minkä maan valuutta-

kurssi poikkeaa muiden maiden kurssikehityksestä.¹⁾ Esiityksentekijöillä lienee ollut mielessä myös jonkinlainen sopeutussymmetria, niin että talouspolitiikan linjanvedoista ja raha- tai muista talouspoliittisista toimista voitaisiin sopia yhteisesti.

Tavoitekurssijärjestelmän eri muunnelmat voidaan erottaa toisistaan vertaamalla tiettyjä tunnusomaisia piirteitä seuraavasti:

KUINKA SITOVA JÄRJESTELY? Tavoitekurssijärjestelmä voi olla "kova" tai "pehmeä" ja näiden kahden ääripäänkin välillä on lukuisia vaihtoehtoja. Ääripäämuunnelmassa tavoiteväli on suhteellisen kapea, säännöt velvoittavia, ja maat antavat reaali-kurssitavoitteen puolustamiselle talouspolitiikassaan korkean prioriteetin. Valuuttayhteistyöllä EMS-järjestelmän puitteissa on esim. paljon yhtäläisyyksiä tämän muunnelman kanssa. Tämän muunnelman vastaakohtana on järjestely, jossa valuuttojen annetaan

1) On jätetty pohtimatta mikä tulevan tavoitekurssijärjestelmän tukipilari olisi (dollari, SDR) sen takia, että kysymystä pidetään mo-
neen muuhun kysymykseen verrattuna toissijaisena.

Valuuttojen keskinäisiä vaihteluita voidaan pyrkiä säätelemään no-
jautuen vaihtoehtoihin kurssimekanismeihin. Reaaliset efektiiviset
tasapainokurssit (valuuttaindeksi) pitäisi ilmeisesti tehdä
operationaaliseksi ja ilmaista nimellisinä valuuttakursseina jär-
jestelmän käynnistyttyä. Näin voitaisiin ensinnäkin menetellä kon-
vertoimalla kurssitasot dollarimääräisiksi (tai ilmaisemalla
kurssit jonkun muun valuuttayksikön kuten esim. SDR-määräisinä.)
Järjestelmä muistuttaisi ulkoisesti dollaripohjaista pariteettijär-
jestelmää.

Kunkin maan valuutan vaihtelurajat tasapainokurssin ympärillä voi-
sivat toisaalta myös rakentua keskinäisten pariteettien periaat-
teelle, niin että kunkin maan valuutalle määrätään muihin valuu-
toihin nähden kurssit (pariteetti) ja vaihteluvälit (vrt. EMS-jär-
jestelmä). Monta maata kattavana (tai yleismaailmallisena) tällai-
sen järjestelyn laajuus olisi kuitenkin jo ongelma.

melko vapaasti kellua väljissä rajoissa eivätkä viranomaiset sitoudu kovin täsmentyneesti pitämään kurssitavoitteesta kiinni. Kansainvälisen valuuttarahaston multilateraalinen valuuttakurssien valvonta kymmenen prosenttia ylittävien reaalikurssimuutosten osalta muistuttaa tätä muunnelmaa. "Pehmeä" tavoitekurssijärjestelmä ei mainittavammin eroaisi rahaston valvonnasta muutoin kun näkyvämmän kehikkonsa puolesta.

KURSSIN TAVOITEVÄLIN LEVEYS. Ehdotukset rakentuvat useimmiten suhteellisen väljiin tavoiteväliin, esim. $\pm 5\%$ tai $\pm 10\%$ kurssin ympärillä,¹⁾ jonka ulkopuolella kurssia pidettäisiin selvästi harhautuneena ("misaligned"). Perusluonteisten tasapainokurssien laskentamenetelmät tuottavat toistaiseksi näin suuren virhemarginaalin eivätkä ne salli tarkempaa välien määrittämistä. Tämän ei ole kuitenkaan katsottu järkyttävän tavoitekurssijärjestelmien toimikykyä, koska valuuttakurssien epätasapaino on ajoittain ollut tätäkin suurempi (esim. dollarin yliarvostus oli vuoden 1984 lopussa eräiden laskelmien mukaan 40%). Reaalikurssikehitystä osoittavia tavoitevälejä jouduttaisiin aika ajoin muuttamaan ottaen huomioon esiintyvät inflaatioerot ja sopeuspaineet maiden välillä. Korjaukset voitaisiin tehdä säännöllisesti suhteellisen tiheään tai satunnaisesti tarpeen vaatiessa (vrt. Bretton Woodsin järjestelmä).

TAVOITEKURSSILLE ANNETTAVA JULKISUUS. Järjestelmän toteutusvaiheessa jäisi pohdittavaksi, kuinka avoimesti viranomaiset tiedottavat reaalikurssitavoit-

1) Tavoitevälille joko voidaan määritellä keskuskurssi tai jättää se määrittelemättä.

teestaan yleisölle. Julkisesti tiedossa olevaa valuuttakurssien tavoiteväliä puoltaa koko järjestelmän kantavana periaatteena pidettävä tarkoitus kasvattaa markkinoiden luottamusta viranomaisten harjoittamaa talouspolitiikkaa kohtaan. Julkistaminen sinänsä lisääisi markkinoiden informaatiota viranomaisten aikeista, toisi niille kontrollielementin ja toimisi harjoitetun talouspolitiikan saavutusten mittana.

Käytännön valuuttakurssipolitiikka on usein luonteeltaan aivan toisenlaista, ja kurssitavoitteet ovat yleensä salaisia. Kurssitavoitteiden pitämistä omana tietonaan perustellaan mm. sillä, että näin pysytytään paremmin torjumaan kurssispekulaatio-tilanteita lähestyessä vaihtelun alueen rajoja. Viranomaisten talouspoliittinen liikkumatila ja toimintavapaus lyhyellä tähtäimellä lisääntyy niinkään.

Tavoitekurssijärjestelmässä kurssitavoite voisi olla joko julkinen ("loud") tai suppean viranomaispiirin tiedossa ("quiet"). Kurssitavoite ei ehkä kuitenkaan pysyisi kovinkaan pitkään markkinoilta salassa. Tämä seikka puhuu julkistettujen tavoitekurssien puolesta.

Salassapidetyn tavoitevälin myötä menetetään mahdollisuus vahvistaa markkinoiden luottamusta kurssitasoon. Tämä voi olla merkityksetön seikka, jos talouspolitiikan linjan uskottavuus muutoinkin on vankka, mutta ratkaisevan tärkeä menetys, jos markkinat päättelevät, että politiikan hoito ei ole kohdallaan. Epävarmuus viranomaisten tulevista toimista voi tuolloin vaikuttaa markkinoiden inflaatio-odotuksiin ym. ja valuuttojen epävakaisuusongelmat

voimistua. Ei kuitenkaan pidä aliarvioida sitäkään mahdollisuutta, että nimenomaan poikkeamat (viimeistään ne) julkisesti tiedotetusta kurssitavoitteesta voisivat synnyttää haitallisia reaktioita valuuttamarkkinoilla.

Tavoitekurssijärjestelmän hahmottelu on monelta osin keskeneräistä. Järjestelmän avulla tavoitellaan suurempaa kurssien vakautta ja siksi olisi ensin tärkeätä saada isot reservivaluuttamaat sopimaan keskinäisten neuvottelujen aloittamisesta kurssikehityksen vakauttamiseksi. Tästä syystä ja osittain hallittavuudenkin takia tavoitekurssijärjestelmän on ainakin alkuvaiheessa ajateltu käsittävän suhteellisen suppean joukon maita - siihen on esitetty kuuluvan joko kolme tai viisi tärkeintä teollisuusmaata. Tavoitekurssijärjestelmän toteutuminen tulisi käytännössä alkaa siis päävaluuttamaiden valuuttayhteistyön tiivistämisellä.

Kansainvälisen valuuttakurssipoliittisen yhteistyön kiinteysttämisen halusta on viime aikoina ollut merkkejä. Yhdysvaltain aloitteesta syyskuussa 1985 koolle kutsuttu valuuttakokous,¹⁾ jossa viitosmaiden

1) Viiden johtavan läntisen teollisuusmaan (G-5) valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat kutsuttiin kiireellisesti ja julkisuudessa näyttävästi Yhdysvaltain valtiovarainministeri James Bakerin toiveesta koolle sunnuntaina 22.9.1985 "hätäkokoukseen" New Yorkin Plaza-hotelliin; aiheena olivat dollarin nousukierre (USA:n kilpailukyvyn ja kauppataaseen jatkuva heikentyminen) protektionismin paine, velkaongelmien kääntyminen uhkaaviksi jne. Kauppaongelmien taustaa vasten sovittiin yhteistoimista dollarin kurssikehityksen hallitsemiseksi. Plaza-kokouksen loppukommunikation ohjelmanjulistuksessa otettiin kantaa valuuttakurssikehitykseen toteamalla, ettei dollarin kurssi ollut kohdallaan "Exchange rates should play a role in adjusting external imbalances", "Exchange rates should better reflect fundamental economic conditions than has been the case recently" ja "Some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable".

edustajat sopivat toimista dollarin kurssin alentamiseksi, on nähty käänteentekeväinä siinä mielessä, että Yhdysvallat tarkisti valuuttakurssipoliittista kantaansa. Tosin kokouksen varsinaisena syynä Yhdysvaltain kannalta oli kasvavien kauppaongelmien ratkaiseminen.

Myös tämän kokouksen jälkeiset tapahtumat, lähinnä yhtä aikaa suoritettut koronalennukset, on herättänyt tiettyä toiveikkuutta. Tapahtumat on haluttu tulkita tavoitekurssijärjestelmän periaatteiden de facto tunnustamisena. Viitosmaiden taholta tällaiset toiveet on päättäväisesti torjuttu. Niiden mukaan on vain jatkettu vanhaa tapaa kokoontua epävirallisesti suljettujen ovien takana aika ajoin.

Olkoonpa lisääntynyt neuvonpito tavoitekurssijärjestelmän alkio tai ei, edistykseenä on pidettävä tavoitekurssijärjestelmän perimmäisen tarkoituksen toteutumista edes siten, että suuret maat osoittavat valmiutta tinkiä omista politiikkatavoitteistaan kiinnittäen enenevässä määrin huomiota talouspolitiikkansa kansainvälisiin seurauksiin.

6 Esitettyjä argumentteja tavoitekurssijärjestelmän mielekkyydestä

Valuuttakurssihallintaan rakentuvan järjestelmän edellytyksenä on, että viranomaisilla olisi kyky identifioida kurssien tasapainotila. Ne, jotka suhtautuvat kaikkein kielteisimmin valuuttakurssien tavoiteväleihin, katsovat ettei perusluonteinen tasapainokurssi ole analyttisesti mielekäs käsite. Pääomamarkkinoiden rakenteissa tapahtuneiden muutosten takia sitä olisi useimmiten myös mahdotonta

arvioida. Kielteisimminkin suhtautuvien joukkoon kuuluvat myös ne, jotka ovat menettäneet uskonsa jäykkien hallinnollisten säätelyjärjestelmien tehokkuuteen.

Epäilyksiä esitetään myös siitä, että valuuttakurssille asetettu tavoiteväli olisi joko aivan liian väljä tai sitten liian kapea toimiakseen. Väljänä ja liian myötäilevänä sillä ei olisi toivottua vaikutusta odotusten muokkaajana ja järjestelmä jäisi siksi tehottomaksi. Kapeana koko järjestelmä olisi liian paljon kiinteäkurssijärjestelmän tapainen - omine vaikeuksineen ja puutteineen.

Keskuspankkien valuuttavarantoja pidetään täysin riittämättöminä valuuttamarkkinoilla mahdollisesti syntyvien spekulatiopaineiden torjumisessa.¹⁾ Koko järjestelmän toimikyky ja mahdollisuudet myönteisesti vaikuttaa markkinaosapuolten kurssi-odotuksiin kärsisi kolhuja jatkuvista talouspoliittisista vastoinkäymisistä. Tavoitekurssijärjestelmä ei olisi uskottava.

Epäilijöiden toisena pääargumenttina - ja silloin ollaan jo lähempänä perimmäisiä motiiveja - on näkemys, että valuuttakurssitavoite voi olla ristiriidassa maan sisäisten inflaatio/työllisyystavoitteiden kanssa. Talouspolitiikan hoidon kannalta on

1) Kansainvälisten valuuttamarkkinoiden päivittäinen transaktiovolyymi on tätä nykyä arviolta 200 mrd. dollaria - tärkeimpien maiden keskuspankkien yhteenlaskettu valuuttavaranto on tästä vain pieni murto-osa. Sekä sijoituspääoman absoluuttisiin määriin että virtoihin nähden keskuspankkien intervenointiresurssit ovat erittäin rajalliset. Keskuspankkien suurimmat yhteisvoimin suorittamat interventio-operaatiot ovat olleet suuruusluokaltaan muutamia miljardeja dollareita. Syyskuun Plaza-sopimuksen jälkeisenä 3 kuukauden periodina keskuspankit intervenoivat valuuttamarkkinoilla yhteensä noin 10 mrd. dollarin edestä.

hedelmällisempää jos viranomaiset voivat keskittyä keskipitkän aikavälin inflaatiota hillitsevään strategiaansa ja sen puitteissa harjoittaa pitkäjännitteistä politiikkaa ja noudattaa tarvittavaa kotimaista pidättyvyyttä.

Usein päädytään myös toteamukseen, että vaikka kursien säätelyjärjestelmästä voitaisiinkin sopia, niin tämä ei ole tae sille, että kurssiliikkeiden suuria heilahteluja voitaisiin vaimentaa. Mukaan on liitettävä kuvitelma tasapainoisemmasta talouskehityksestä. Pitäisi pureutua valuuttakurssiheilahtelujen perimmäisiin syihin eli maiden välisiin tasapainottomuusongelmiin ja poistaa ne. Tämä on mahdollista vain mikäli tärkeimmät maat yhdessä valjastavat koko talouspolitiikkansa siihen tehtävään. Tällainen hahmotelma ei kuitenkaan tunnu ollenkaan todennäköiseltä.

Puolestapuhujat painottavat argumenteissaan maiden välisten riippuvuussuhteiden merkitystä ja maailmantalouden kehityksen suuremman ohjailtavuuden tarvetta. Tavoitekurssijärjestelmä nähdään keinona synnyttää kansainvälisen yhteisön harjoittamaa lievää painostusta ("peer pressure") eli maan kannalta tarve saada yhteisön hyväksyntä talouspolitiikalleen. Tämä edistäisi sopeutusta siinä missä vapaaehtoisuuteen perustuva talouspolitiikan koordinointi eri maiden kesken ei näytä tuottavan tulosta. Kiinteäkurssijärjestelmän kurinalaisuus toteutuisi osittain valuuttajärjestelmässä ja voisi johtaa maailmantalouden häiriöttömämpään kehitykseen.

Valuuttakurssien tavoitevälit antaisivat kiinnekohdan sekä talouspolitiikan suunnittelulle että markkinoiden odotuksille. Reaalikurssikehityksen vakaana pitämisestä tulisi talouspolitiikan tärkeä tavoite, joka olisi rinnastettavissa raha-aggregaattitavoitteisiin ja ilmeisestikin voimassa rinnan rahan tarjonnan kanssa. Valuuttakurssi on viranomaisten tärkeimpiä politiikkavälineitä, ja sen aktiivinen käyttö täysin luonnollista. Nykykäytäntöä, jossa valuuttakurssitaso vakaana pitäminen monessa tärkeässä maassa talouspolitiikan tavoitteenasettelussa on residuaali, ei pidetä suotavana.

Yleismaailmallisesta näkökulmasta katsottuna on toiveita, että talouspolitiikan yhteistyö vähitellen tiivistyisi eri maiden kesken kun maiden olisi neuvoteltava keskenään tavoitekursseista. Yhteistyö voisi alkaa osallistuvien maiden johtajien säännöllisillä tapaamisilla (kuten nytkin), mutta kansakäymistä pyrittäisiin asteittain syventämään. Tämä puolestaan voisi johtaa siihen, että maat pystyisivät sopimaan toimenpidesuosituksista, joita ne ilmoittavat pyrkivänsä noudattamaan. Nytkin päädytään huippukokousten ym. tapaamisten jälkeen julkilausumiin, mutta nämä poliittiset ohjelmajulistukset ovat niin yleisiä, etteivät ne juuri sido ao. maita mihinkään.

Kurssiliikkeiden vaimentaminen olisi keskeinen edellytys myös maailmantalouden maksutaseolojen nykyistä suotuisammalle kehitykselle pitemmällä tähtäyksellä. On hahmoteltavissa, että kokouksissa voitaisiin päätyä näkemykseen, jossa olisi yhteisen talouspoliittisen ohjelman aineksia (referenssi- ja kiinnekohtineen). Talouspolitiikan hoidossa nojaututtaisiin jatkossa enenevässä määrin yhteisiin koordinoituihin toimiin.

Suurten maiden yhteistyön tultua tavaksi neuvonpito voisi laajeta useampiakin maita käsittäväksi, jolloin myös IMF olisi kiinteästi kytketty tavoitekurssijärjestelmään mukaan. Tie olisi niinkään auki pariteettijärjestelmän paluulle.

Strategisena argumenttina tavoitekurssijärjestelmän puolesta esitetään, että maat (poliittisesti, teknisesti) helpommin voisivat kiinteyttää kurssipoliittista yhteistyötään ja sopia valuuttamarkkinoiden ohjauksesta kuin yrittää löytää yhtenäinen näkemys talouspolitiikkansa suuntauksesta, mikä yksittäisen maan kannalta merkitsisi konsultaatioita muiden maiden kanssa omasta raha- ja finanssipolitiikastaan.

7. Kansainvälisen valuuttayhteistyön optimaalinen muoto

Tavoitekurssijärjestelmästä esitetyt mielipiteet eroavat toisistaan viime kädessä siinä, mikä on kausaalisuhde valuuttakurssistabiliteetin ja talouksien sisäisen vakauden välillä. Pitäisikö ensin hoitaa kotimainen stabiliteetti (joustava kurssi) ja näin edistää valuuttakurssistabiliteettia vaiko ensin asettaa kurssi kiinteäksi? Pitäisikö ensin sopia valuuttakurssien säätelystä maiden kesken ja olettaa tämän edistävän maan sisäistä sekä talouksien keskinäistä sopeutusta? Vai lähteä siitä, että yksittäiset maat hoitavat kansainvälisiäkin velvollisuuksiaan parhaiten jos ne ensin pyrkivät saamaan oman talouskehityksensä vakaaksi ja vievät "lopputuotteensa" ulkomaille ("stability begins at home")?

Valuuttojen osalta on perimmältään niinkään kyse pitkään jatkuneesta akateemisesta debatista siitä, mikä kurssien joustoaste (säätelyaste) edistää

maiden makrotaloudellista stabiliteettia. Samaa mieltä ollaan ainoastaan liiallisten kurssiheilah-
telujen haitallisuudesta. Valuuttojen epävakaisuus-
ongelmaan voidaan sen sijaan tarttua monella tavalla
(palata kiinteämpiin kurssiin, rajata kurssien
liikkuvuus, intervenoida, säädellä pääomanliikkeitä,
harjoittaa rahapoliittista yhteistyötä). Näkemys-
eroja on sekä kurssikehityksen vaihteluiden vaimen-
tamiskeinoista että kurssien optimaalisesta joustos-
ta (kiinteydestä). Pienen avoimen talouden kompara-
tiivinen etu voi olla valuuttakurssikehityksen
vakauttamisessa, kun taas suuret suljetut taloudet
todennäköisesti hyötyvät joustavista kurssista.

Lähestymistavaltaan erilaiset teoriat valuuttakurs-
sien muodostumisesta voivat selittää, miten valuut-
tamarkkinat toimivat ja mitkä tekijät aiheuttavat
kurssien ylisuuria heilahduksia (fundamentit,
portfoliopreferenssit, odotustekijät aiheuttaen
"overshooting"-ilmiöitä, "band wagon"-effektejä,
spekulatiivisia "bubbles" jne.). Mallien analyyt-
tinen kehikko auttaa tarkastelemaan välitysmekanis-
meja ja valuuttakurssidynamiikkaa talouksien eri-
laisissa häiriötilanteissa. Tarkastelijan käsitykset
syistä ja seurauksista näkyvät tietenkin vaikutusten
arvioimisessa, mutta johtopäätökset yhden maan
osalta eivät muutoinkaan ole suoraan yleistettävissä
kansainväliseen valuuttajärjestelmään.

Valuuttakurssien optimaalista joustoa on taloustie-
teessä laajasti tutkittu. Tarkastelukulmana on ollut
se, miten tietyillä lähtökohtaoletuksilla (rakenne/
tavoitteet) valittujen maiden (erikseen/yhdessä)
tulisi antaa valuuttakurssinsa reagoida (muuttua/
pysyä ennallaan) erilaisten eksogeenisten
(monetaari-/reaalipuolen) häiriöiden edessä.

Tutkimustapa käsittelee maiden vuorovaikutusta ja maiden keskinäistä riippuvuutta ("interdependence") - tosin useimmiten pienen talouden valintojen kannalta, jolloin maan politiikkavalinnan kansainväliset vaikutukset jäävät pieniksi.¹⁾ Painopiste on ollut maiden kansallisen talouspolitiikan itsenäisyyden todentamisessa.

Analyysista johdetaan erilaisia interventiosääntöjä keskuspankkien valuuttakurssipolitiikalle. Sääntönä voisi olla esim. vaimentaa rahatalouden puolelta tulevia häiriöitä, mutta antaa kurssin mukautua reaalityalouden puolelta tulevan häiriön synnyttämään sopeutustarpeeseen (vrt. rahapoliittinen valinta korkotason/rahatarjonnan välillä). Todellisuudessa ei aina pystytä tunnistamaan hinta- ja tarjontapuolelta tulevien ulkoisten shokkien tarkkaa luonetta. Käytännössä päättäjät eivät siten myöskään, riittävien tietojen puuttuessa, voi heti reagoida ja toimia oikein kaikissa tilanteissa. Valuuttakurssipolitiikan ohjeena interventiosääntö ei tarjoa täydellistä apua viranomaisten käyttöön.

Teorioiden antama osviitta on, että joustavuusasteeltaan todennäköisin optimaalinen globaalinen valuuttakurssijärjestelmä (kurssien määräytymisjärjestelmänä) ei ole kelluva eikä kiinteä-

1) Metodi väistää N-1-ongelmaa. Maailmassa, missä on N maata, vain N-1 voivat harjoittaa itsenäistä valuuttakurssipolitiikkaa tai asettaa omia maksutasetavoitteita.

kurssijärjestelmä, vaan valuuttakurssien jonkinasteinen ohjattu muodostuminen (managed float), joka joustavana palvelee tulevaisuudessakin - erityisesti pääomien suuren liikkuvuuden ja järjestelmän häiriöalttiuden huomioon ottaen - parhaiten kansainvälistä yhteisöä. Yhteistyömuotona se kuitenkin jättää vielä maille monta vaihtoehtoa valuuttakurssipolitiikan osalta. Tavoitekurssijärjestelmä on niistä yksi.

Kansainvälisen valuuttajärjestelmän optimaalisen valuuttakurssipolitiikkasäännön etsintää voi suorittaa toisenkin metodin avulla. Ensinnäkin, eritoten suurten maiden tapauksessa globaalisten kerroinvaiikutusten kautta tapahtuvia ilmiöitä ei enää voida sivuuttaa, vaan eri valuuttajärjestelmien tehokkuuden arvioinnissa nämäkin ilmiöt olisi otettava huomioon. Käyttämällä tutkimusmenetelmää, joka käsittelee suurten maiden talouspoliittisia riippuvuussuhteita ja maiden talouspoliittisten toimien keskinäistä vuorovaikutusta ottaen vaikutteita peliteoriasta on osoitettavissa, miten desentralisoidut, ei-koordinoidut politiikkavalinnat voivat johtaa ei-optimaalisiin tuloksiin (Nash-tasapaino). Teoriasta on myös johdettavissa toteamus, että vaikka jokainen maa saisi parhaan tuloksen omien preferenssiensä mukaan ilman yhteistyötä, niin yhteistyöstä on aina voitettavissa ylimääräistä hyötyä.¹⁾

1) Hallitusten ja päättäjien päätöksentekoprosessin huomioiminen on myös tapa hakea viitteitä kurssiregiimikysymyksessä. Hallitukset ovat joko hyvin/ huonosti käyttäytyviä ja ennen kaikkea erehtyväisiä. Huonosti käyttäytyvinä hallitusten toimintaa pitäisi säädellä, niille pitää asettaa "sääntöjä". Asian voi nähdä niinkin, että jos kaikki hallitukset tekevät yhtä paljon virhepäätöksiä seuraamuksetkin olisi jaettava (kiinteä kurssi). Jos muiden maiden hallitukset tekevät keskimääräistä enemmän virheitä kuin oman maan hallitus, ulkoisia impulsseja olisi torjuttava (joustava kurssi). Peter B. Kenen (1985)

Johtaisiko juuri johtavien teollisuusmaiden talouspoliittisten tavoitteiden yhteensovittaminen suurempaan kurssistabiliteettiin, parempaan kasvuun ja työllisyyteen? Ehdotusta valuuttajärjestelmän uudistamisesta luomalla johtavien teollisuusmaiden valuuttakursseille tavoitevälejä voitaisiin myös tarkastella ns. optimaalisten valuutta-alueiden teorian kannalta.

Teoria keskittyy selvittämään, mitkä maat yhdessä muodostaisivat talousalueen, jolla on suotuisat edellytykset saavuttaa makrotaloudellinen tasapaino. Talouksien tulisi täyttää joukko samankaltaisuuskriteereitä. Näihin kuuluu talouksien avoimuusaste, koko, hyödykevalikoimien monipuolisuus, pääoman ja työvoiman liikkuvuus, inflaatiovauhti, verotusjärjestelmä, integraatio esim. tullionin muodossa, taipumus kohdata samalla tavalla ulkoisia ja sisäisiä reaali- ja monetäärihäiriöitä ym. Valuutta-alueilla olisi vallittava melko pitkälle menevää talouspolitiikan koordinoitua talouksien kesken. Alueiden nimenomaisena tarkoituksena on tietynlainen yhdentymisen. Tässä piilee myös niiden laajentumista estävät seikat.

Kolmen suurimman teollisuusmaan osalta kaikki edellä mainitut kriteerit eivät suinkaan osoita samaan suuntaan. Jos tarkastelee eroja talouksien koossa, avoimuusasteessa ja tuotantotekijöiden liikkuvuusasteessa, niin Yhdysvalloilla, Japanilla ja Saksan liittotasavallalla tuntuu itse asiassa olevan melko heikko yllälyke liittyä samaan valuutta-alueeseen (= ylläpitää kiinteäsuhteita) verrattuna esim. EMS-maihin. Inflaatiovauhdin laantumisen ja hyödykevalikoimien laajuus ovat taas kriteereitä, jotka osoittavat toiseen suuntaan, ja joiden perus-

teella maiden talouspolitiikan koordinoitipyrkimyksillä olisi onnistumisen mahdollisuuksia.

Teoreettisin perustein on jokseenkin mahdotonta asettaa ehdotuksia maailmantalouden valuuttakurssijärjestelmän uudistamisesta paremmuusjärjestykseen tai edes suorittaa valintaa kiinteämpien tai kelluvien kurssien välillä. Talousteoriat eivät ratkaisevasti voi vähentää vallitsevia näkemyseroja, mikä osittain johtuu siitä, että koko kysymyksenasettelu perimmiltään on poliittinen. Maiden omat pyrkimykset heijastuvat kannanotoissa ja valuuttakurssikysymyksissä on sitä paitsi aina mukana maiden intressien vastakkaisasettelu ja kilpailuelementti.

Kun siirretään tarkastelun painopiste taloustieteilijöiden pohdiskeluista poliittisiin julkilausumiin ja ajankohtaisiin aloitteisiin on todettavissa, että valuuttajärjestelmän uudistusehdostusten määrä aina lisääntyy kansainvälisen yhteisön ollessa vastoinkäymisien edessä. Bretton Woods -järjestelmän romahdettua ja monetarismin esiinmarssin myötä suuret maat mieltyivät selvästi itsenäiseen päätöksentekoon ja vapauteen harjoittaa omaehtoista talouspolitiikkaa. Nyt on havaittavissa, miten preferenssit ehkä jälleen ovat kallistumassa siihen, että nimenomaan valuuttakursseissa on liikaakin joustoa. Tästä on merkinä pyrkimykset erilaisin järjestelyin saada aikaan nykyistä parempaa vakautta kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla. Suurten teollisuusmaiden kasvanut yhteistyöhalukkuus talouspolitiikan alalla sopii hyvin yhteen pienempien teollisuusmaiden ja kehitysmaiden esittämiin vaatimuksiin toimivan kansainvälisen säätelyjärjestelmän tarpeellisuudesta. Siten tilanne voi olla otollinen valuuttajärjestelmän uudistushankkeille.

Vaikka valuuttakurssijärjestelmän toimintaan ei ol- lakaan tyytyväisiä, on edelleen avoin kysymys, mitä realistisia vaihtoehtoja nykyjärjestelmälle voisi olla. Ranskalaiset ajavat voimakkaasti esitystä valuuttakurssien referenssiväleistä. Ranska on viime aikoina saanut vastakaikua ajatuksilleen Yhdysval- loilta. Hylättyään yhden talousoppinsa kulmakiven, jonka mukaan hallitukset eivät puutu valuuttojen arvoihin, Yhdysvallatkin katsoo valuuttakurssi- kehityksen vakauttamisen toivottavaksi. Iso Britan- nia ja Saksan liittotasavalta ovat epäileviä kaik- kiin esityksiin, jotka merkitsevät kurssisuhteiden muodollista kiinteyttämistä. Yhdysvalloissa adminis- traatiolle on niinikään annettu tehtäväksi vuoden 1986 loppuun mennessä selvittää, millä toimenpiteil- lä valuuttakurssien heilahdukset saataisiin tasoi- tettua ja edelleen voisiko erillisellä kansainväli- sellä valuuttakonferenssilla olla jokin rooli tässä prosessissa. Tästä selvityksestä saatetaan tosin vähin äänin luopua.

Koska useimmiten hahmotellaan asteittaista uudista- mista, joka ehkä vasta vähitellen oikeuttaisi mää- rittelemään valuuttajärjestelmässä tapahtuneen järjestelmämuutoksen, on syytä niinikään tarkastella meneillään olevia sekä todennäköisiä kehityssuuntia kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla.

Kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä on näköpii- rissä tietty suuntaus kohti valuuttakurssipolitiikan blokkiutumista. Kehitystrendinä voisikin olla, että nämä ryhmittymät vähitellen laajentavat olemassa olevia alueellisia järjestelyjään, kuten EMS- järjestelmän maat, Yhdysvaltain dollarin ympärille syntynyt ryhmä, jenin vaikutuspiiriin kuuluvat maat jne. Nämä ryhmittymät olisivat samalla esim. tavoi-

tekurssijärjestelmän ydinryhmän ympärille muodostuvia raja-alueita. Jos globaalisella kurssiyhteistyöllä pyrittäisiin valuuttojen arvojen ohjaukseen ja kurssikehityksen hallitsemiseen interventio politiikan avulla, niin yhteistyö voisi merkitä nimenomaan suhteellisen kiinteätä interventioyhteistyötä ainakin EMS:in ja muiden päävaluuttamaiden kesken. Osa tavoitekurssijärjestelmän piirteistä toteutuisi ilman, että maiden välttämättä olisi sitouduttava niin tiiviiseen valuuttapoliittiseen yhteistyöhön kuin mitä tavoitevälien asettaminen päävaluuttojen kursseille merkitsisi.

Näitä kansainvälisen valuuttajärjestelmän muutosten-
densen- ja näkymiä ei kuitenkaan ole tarkoitus poh-
diskella sen pitempään tässä selvityksessä. Lopuksi
tarkastellaan analyttisesti eräitä tavoitekurssi-
järjestelmän herättämiä kysymyksiä.

8. Joitakin puutteita tavoitekurssiehdotuksissa

Riippumatta siitä tarkoitetaanko valuuttakurssien
tavoiteväleillä suhteellisen kiinteätä Bretton
Woodsin järjestelmää muistuttavaa paritettijärjeste-
lyä vaiko joustavampaa muotoa, jossa kurssit edel-
leen liukuvat varsin vapaasti, edellyttäneen tavoite-
kurssijärjestelmä toimiakseen melko tiivistä kurssi-
poliittista yhteistyötä. Ilman sellaista tavoite-
kurssijärjestelmän kurssihallinta ei täyttäisi
tehtäväänsä.

Tavoitekurssijärjestelmän teho rakentuisi ensinnäkin
sen varaan, että kurssirajoite sinänsä on omiaan to-
teuttamaan tiettyä kurinalaisuutta maiden talouspo-
litiikan hoidossa ja se voisi antaa kimmokkeen eri
maiden talouspolitiikan koordinoinnin kiinteäyttämi-

seen. Valuuttakurssipoliittisen yhteistyön takia maiden olisi otettava enemmän huomioon toimiensa kansainvälisiä seuraamuksia, jolloin kansainvälisen yhteisön "peer pressure" olisi realiteetti. Tavoitekurssijärjestelmän voiman on toiseksi nähty piilevän kurssitavoitteen indikaatioarvossa. Julkaistu kurssitavoite antaa markkinoille kiinnostuksen, minkä mukaan ne voivat suunnata pitkän tähtäimen valuuttakurssi-odotuksiansa - varsinkin jos talouspolitiikan linja on maassa uskottava.

Mitään suurempaa automatiikkaa ei järjestelmään koskaan sisältyisi. Maiden pyrkimykset sovittaa talouspolitiikkansa linjat yhteen eivät toteudu ilman poliittista tahtoa, joten pelkkä järjestelmän käyttöönotto ilmentäisi maiden yhteistyöhalun voimistumista. Silloin voidaan aina esittää kysymys, että jos yhteislinja muutoinkin löytyy, niin tarvitaanko erikseen yhteistyötä kurssikehityksen hallitsemiseksi?

Tavoitekurssijärjestelmän toimikyvyn ja sen dynamiikkaan liittyy avoimia kysymyksiä. Miten todennäköistä on, että tavoitekurssijärjestelmä edistäisi valuuttamarkkinoiden vakautta? Mitkä ovat järjestelmän kustannukset? Onko mekanismi, millä järjestelmän on ajateltu ohjaavan tarvittavaa talouspoliittista koordinaatiota maiden kesken riittävän tehokas ja mikä olisi järjestelmän vastustuskyky talouksissa syntyville ulkoisille ja sisäisille häiriöille? Miten markkinat reagoisivat valuuttakurssien tavoiteväleihin?

KOKONAISHYÖTY. Tavoitekurssijärjestelmän häiriötön toiminta rakentuu oletukseen, että maiden talouspolitiikka on mitoitettu niin, että kotimainen kehitys

on hallittu ja tasapainoinen. Reaalitalouden puolelta tulevat kurssien sopeutustarpeet ovat silloin pienet ja valuuttakurssikehityksen voi pyhittää ulkoisen tasapainon ylläpitoon. Edistääkö sitten kurssitavoitteiden omaksuminen suurempaa konvergenssia eri maiden talouspolitiikan tavoitteiden välillä? Optimistit viittaavat EMS-maiden kokemuksiin ja vastaavat myönteisesti. Pessimistit huomauttavat, että Yhdysvallat on kykenemätön edes omien etujensa mukaisesti hoitamaan budjettipolitiikkaansa kuntoon.

Tavoitekurssijärjestelmän eräs heikkous on se, ettemme kykene osoittamaan, millä politiikan yhdistelmällä ja siten millä taloudellisen aktiviteetin tasolla kaksi maata saavuttaa keskinäisen kurssistabiliteettinsä. Maailmantalouden taloussuhdanteiden kannalta tämä on kuitenkin ensiarvoisen tärkeä kysymys.

On myös jokseenkin selvää, että häiriöitä esiintyy aika ajoin eri markkinoilla. Pelkästään raaka-aineiden hinnoissa voi tapahtua äkillisiä muutoksia, jotka heijastuvat valuuttakurssissa. Maiden on sopeuduttava uuteen tilanteeseen ja tehdä se politiikkatavoitteidensa prioriteettijärjestyksen mukaan. On ajateltavissa, että maa saavuttaa sopeutuksen ansiosta tasapainoisen valuuttakurssikehityksen, mutta ehkä korkeamman työttömyyden kustannuksella. Häiriöiden torjuntaan liittyy valuuttakurssijärjestelmästä riippumatta taloudelle kustannuksia aina, tapahtuipa sopeutus kotimaisen kysynnänsäätelyn tai kilpailukyky muutosten kautta. Rahatalouden häiriöiden tukahduttaminen valuuttakurssipuolella voi taas näkyä lisääntyneenä epävakaisuutena esim. korkokehityksessä tai valuuttavarantojen voimakkaampina muutoksina.

INFLAATIO. Tavoitekurssijärjestelmän päähuomio on reaalkurssikehityksen säätelyssä siten, että kilpailukyky säilyy. Inflaation hillitsemiselle on annettu vähän huomiota esityksissä. Kurssitavoitteen saavuttaminen saattaa kuitenkin edellyttää liiankin voimakkaita toimia kotimaisen hintakehityksen säätelymiseksi.

Argumentti täysin kiinteän kurssin puolesta on, että sen avulla maan kansallinen hintataso on sidoksissa kilpailijamaiden hintakehitykseen ja kurssi-odotukset siten ankkuroitu. Maa, jolle sen sijaan hintakilpailuvuon säilyttäminen on tärkeätä ja joka siksi ohjaa kurssikehitystään, on katkaissut itseltään tämän siteen, mutta myös sen mukana tuoman tietyn kurinalaisuuden. Inflaation kurissa pitämiseksi maan on etsittävä itselleen toinen keino, koska kurssitavoite ei enää palvele tätä tarkoitusta. Tavoitekurssijärjestelmän vaihtoehto on talouspolitiikan yleislinja, joka myös toimii markkinaosapuolten odotusten muokkaajana. Maiden välinen yhteistyö sujuu tavoitekurssijärjestelmässä vain, mikäli maat harjoittavat vastuuntuntoista politiikkaa siten, ettei mikään maa hetkellisten kansallisten etujensa takia ja muiden kustannuksella harjoita liian kasvuhakuista tai liian tiukkaa inflaationvastaista politiikkaa. Inflaatiopaineiden ryöstäytymisriski on muuten läsnä.

ODOTUKSET. Valuutan oston ja myynnin nimenomaisessa voiton hyödyntämismielestä eli spekulatiosta on kaksi näkemystä. Spekulatio voi olla stabiloivaa tai destabiloivaa. Keinottelua on usein väitetty hyödylliseksi. Näin onkin, jos markkinat ovat tehokkaat ja odotukset rationaaliset. Tavoitekurssijärjestelmän ehdotukset tähtäävätkin siihen, että

luotaisiin kiinnekohtaa stabiloivalle spekulaatiolle.

Vaikka maat pyrkivätkin ehkäisemään kurssispekulaatiotilanteiden syntymistä, on silti lähellä ajatus, että ennemmin tai myöhemmin syntyy luottamuspuolatilanteita, jolloin markkinat testaisivat kurssitavoitteiden rajoja. Tavoitekurssista tulisi "a target to shoot at" eikä kiinnekohtaa odotuksille. Voidaanko olla varmoja siitä, että järjestelmä on niin stabili, ettei siinä synny liian helposti yksisuuntaisia kurssimuutosodotuksia, jotka tekisivät tavoitevälien ylläpidon mahdottomaksi?

Aluksi pienemmätkin eleet viranomasten taholta voivat uutuutensa takia riittää muokkamaan markkinoiden odotuksia talouksien ns. tulevista fundamenteista. Sen jälkeen tavoitekurssijärjestelmä on toimiakseen järeämpien toimien tarpeessa ja myöskin todellisen testinsä edessä.

SOPEUTUSVASTUU. Tavoitekurssiesityksissä ei ole tarkemmin indikoitu, nojautuisiko järjestelmä dollariin vaiko johonkin muuhun valuuttaan. Reservivaluuttajärjestelmä on sinänsä aina avoin symmetria-arvostelulle.

Sovitusta valuuttayhteistyömuodosta riippuen tavoitekurssijärjestelmään rakennettu symmetria ja sopeutusvastuu voi huomattavasti vaihdella. Sopeutusvastuiden ei tarvisisi jakautua täsmälleen päittäin heikentyneen ja vahvistuneen valuutan välillä. Tilanne voisi pikemminkin olla siten, että kurssikorjauksia suoritettaisiin säännöllisin välein yhteisestä sopimuksesta (vrt. EMS-järjestelmän "realignments"). Heikon kehityksen maan ei silloin aina

tarvitsisi ryhtyä yksin kiristäviin toimenpiteisiin. Kieltämättä tuntuu kuitenkin melko realistiselta ajatus, että sopeutusvelvoite jää ensi sijassa sen maan harteille, jonka varannot ovat hupenemassa.

Jos kurssiheilahtelujen rajoittamiseksi ensisijaisesti turvauduttaisiin interventioihin valuuttamarkkinoilla (ahdas tulkinta), tavoitekurssijärjestelmä voisi kyllä olla symmetrinen siinä mielessä, että deflatoriset ja inflatoriset paineet tasapainottavat toinen toisiaan. Kun tietty maa ryhtyy tukemaan valuuttaansa valuuttamyynnein kurssitason ylläpitämiseksi, interventiot merkitsevät maalle reservien menetystä ja kiristävät rahamarkkinoita. Kun tietty valuutta vahvistuu, vahvan valuutan maa joutuu vastaavasti ostamaan muiden maiden valuuttoja estääkseen valuuttansa kurssin lisävahvistumisen, mikä puolestaan voi johtaa keventyneisiin rahamarkkinoihin ja luo inflatorisia paineita.

Jokainen yritys sitoa valuuttakurssit kiinteämmin dollarin kurssikehitykseen nostaa esiin sopeutusky symykset. Saksan liittotasavalta esim. katsoo, että sen alhainen inflaatiokehitys ja mahdollisuus irtaantua Yhdysvaltojen korkokehityksestä pitkälti on ollut kelluvien valuuttakurssien ansiota. Saksan kannalta katsottuna maan olisi kansainvälisen yhteisön intressien nimessä otettava riski että sen oma horjumaton talouspoliittinen linjanvalintansa järkkyyisi.

LIKVIDITEETTIASPEKTI. Valuuttayhteistyömuotoihin kuuluu aina sovittu kurssijärjestelmä, sopeutusmekanismi sekä likviditeettijärjestely. Tavoitekurssijärjestelmän arkkitehdit ovat sivuuttaneet viimeksi mainitun aspektin lähes kokonaan. On vain joitakin

viitteitä siitä, että varantojen pitäisi olla täydennettävissä tarpeen vaatiessa ja että varantoja pitäisi voida vahvistaa kehittämällä laajempaa tukiluottoverkostoa.

Valuuttavarannon taso on kuitenkin ensiarvoisen tärkeä kiinteämmän kurssin maille ja vaikuttaa niiden mahdollisuuksiin sekä torjua ulkomaisia maksuhäiriöitä että rahoittaa vaihtotaseen alijäämiä. Sitäpaitsi varantojen supistaminen kiristää a priori kotimaista likviditeettiä. Valuuttavarannon ehtyminen on myös se tekijä, joka viime kädessä voimistaa esim. devalvaatiospekulaatiota. Likviditeettikehityksellä on tietenkin yhtymäkohtia inflaatioon. Voi osoittautua, että tavoitekurssijärjestelmä olisi mittavia reservejä nielevä ja generoisi paljon likviditeettiä maailmantalouteen keskuspankkien intervenoidessa.

Tavoitekurssijärjestelmän voimaansaattamisen yhteydessä olisi harkittava, mikä tulisi olemaan järjestelmän tukipilari. Mikäli asteittain siirryttäisiin järjestelmää kohti, niin Yhdysvaltain dollarin valta-asema säilyisi vankkumattomana, ja koko kysymys voitaneen sivuuttaa. Tulevaisuus ei voi merkitä mitään muuta kuin että jatkossakin intervenoidaan dollareilla ja että valuuttajärjestelmän de facto dollarisidonnaisuus jatkuu. Pitkälle viedyissä uudistetun kansainvälisen valuuttajärjestelmän kuvitelmissa sen sijaan järjestelmän uutena ankkurina voisi olla esim. SDR tai raaka-ainevalikoimaan perustuva arvon mitta.

Tavoitekurssijärjestelmän sopeutusaspektit ovat mielenkiintoisia, koska poliittisena aloitteena ehdotus juontaa alkuunsa keinona, millä Yhdysvallat olisi saatu asennoitumaan myönteisemmin laajempaan kan-

sainväliseen kanssakäymiseen ja millä Yhdysvallat paremmin olisi sopeuttanut talouspolitiikkansa kansainvälisen yhteisön tarpeisiin. Tavoitekurssijärjestelmässä neuvottelutulos voi kuitenkin yhtä hyvin johtaa siihen, että muiden maiden talouskehitys pakotetaankin entistä tiiviimmin myötäilemään USA:n kehitystä. Varmaa on vain, että järjestelmän onnistunut toteutuminen vaatisi nykytilanteessa sekä Yhdysvaltojen taholta finanssipoliittista sopeutumista että Japanin tai Länsi-Saksan taholta luopumista suurista vaihtotaseylijäämistään.

Tavoitekurssijärjestelmän kuvitteellinen toteuttaminen implisoi vääjäämättömästi kansainvälisen konfrontaation USA:n budjetti- ja vaihtotasealijäämistä. Niiden hoito on mitä suurimmassa määrin kansainvälinen huolenaihe, josta olisi kyettävä sopia maiden kesken niin, että muiden maiden intressit myötävaikuttaisivat tehtäviin ratkaisuihin. Muutoin erimielisyydet valuuttojen kurssisuhteiden lähtötasoista säilyvät. Ilman USA:n alijäämien merkittävä ja pysyvä leikkausta ei valuuttakurssistabiliteet-tikaan ole saavutettavissa.

Tavoitekurssijärjestelmän olisi kuitenkin kyettävä kestämään paljon monivivahteisempia tilanteita kuin dollarin liialliset heilahtelut. Dollarin kurssikehityksen peilikuvana olemme jo viimeisen vajaan vuoden aikana kokeneet Japanin jenin vahvistumisen. Miten dollarin ja jenin jyrkät kurssiliikkeet olisivat esim. olleet nivellettävissä tavoitekurssijärjestelmään? Öljyhintojen muutosten kauppatasevaikutustenkin takia jenin nousu suhteessa dollariin oli vääjäämätöntä ja siten tavoitekurssien olisi pitänyt pysyä nopeassa tahdissa mukana. Eikö valuuttamarkkinoiden mielenkiinto pikemminkin olisi vain kohdis-

tunut interventioiden sijasta siihen, milloin ja miten paljon kurssitavoitteet muuttuvat seuraavan kerran?

Toiselta puolen kaikkia yrityksiä institutionalisoida tiettyä multilateraalista lähestymistapaa talouspolitiikan muovautumisessa on pidettävä kannatettavana. Mutta toisaalta on vaikeata painokkaasti esittää, että nimenomaan kiinteämpi valuuttakurssijärjestelmä olisi sopivampi ja toivottavampi maailmantaloudessa. Vankka usko kansainvälisiin velvoitteisiin ja sääntöihin on tunnusomaista tavoitekurssijärjestelmälle. Järjestelmää voidaanakin kritisoida jo tältä pohjalta, joskin tavoitekurssijärjestelmän perusfilosofia sinänsä on täysin hyväksyttävä.

Tavoitekurssijärjestelmän koetinkivenä on, että valuuttakurssipoliittista yhteistyötä tulisi formalisoida. Se voi osoittautua ylipääsemättömän vaikeaksi kynnykseksi maiden otettavaksi. Optimistinen näkemys on, että tavoitekurssijärjestelmän päämäärät siitä huolimatta täyttyvät maiden vapaaehtoisten yhteistyöpyrkimysten kautta.

9. Loppupäätelmiä

Vakaampi kurssikehitys on tavoite, jonka hyödyllisyydestä vallitsee laaja yhteisymmärrys. Samoin ollaan yhtä mieltä siitä, että valuuttamarkkinoiden vakauttaminen edellyttää talouspolitiikan koordinaatiota eri maiden kesken. Nykyjärjestelmästä puuttuvat kuitenkin suurelta osin mekanismit, jotka kannustaisivat päävaluuttamaiden yhteistyöpyrkimyksiä. Mutta onko yleensä tarpeen pyrkiä valuuttajärjestelmän reformiin? Ainakin paluu kiinteäkurssijärjestelmään tunnustetaan jokseenkin epärealistiseksi pyrkimykseksi. Sen sijaan on runsaasti näkemuseroja siitä, pitäisikö valuuttajärjestelmää kehittää valuuttojen keskinäisiä arvoja ohjailevaan suuntaan vai ovatko nykyiset vapaasti kelluvat kurssit päävaluuttojen kesken tarkoituksenmukaisemmat?

Jotta voisimme esittää lääkkeitä valuuttakurssien tasapainottomuuden poistamiseksi, meidän pitäisi hahmotella se, miten valuuttakurssipolitiikka kytkeytyy talouksien muuhun talouspolitiikkaan ja mitkä tekijät kulloinkin voivat määrätä kurssikehityksen. Monet seikat - ns. fundamentaalit tekijät ja odotukset - vaikuttavat kurssiliikkeisiin, ja tuntemus valuuttakurssien käyttäytymisestä on vielä epätäydellinen.

Vedenjakajaksi suhtautumisessa tavoitekurssijärjestelmään muodostuu usein toisaalta näkemys markkinoiden toimivuudesta ja toisaalta valuuttakurssien suoran ohjailun mahdollisuuksista. Olisivatko tavoitekurssijärjestelmä ja sen säännöt omiaan suuntaamaan maiden kansallisia talouspoliittisia valintoja, mm. maiden finanssipolitiikan hoitoa vastuuntuntoisemmaksi? Osoittautuisiko tavoitekurssijärjestelmä tehottomaksi sen takia, että pääomaliikkeet

kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ovat kasvaneet liian suuriksi?

Tavoitekurssijärjestelmän kannattajien mielestä järjestelmää kannattaisi kehittää, koska valuuttamarkkinoiden odotukset voivat aina äkillisesti muuttua ja kurssien "virallista" ohjailua täten tarvitaan. Valuuttakursseille asetetut tavoitevälit kiinteyttäisivät tärkeimpien maiden valuuttapoliittista yhteistyötä ja voisivat edistää maiden laajempain yhteistyötä talouspolitiikan suunnittelussa.

Yksinkertaisista käyttäytymissäännöistä on apua minkä tahansa valuuttajärjestelmän koossapitämisessä. Missä määrin kurinalaisuus toteutuu sääntöjen myötä riippuu kuitenkin - järjestelmän muodosta riippumatta - maiden poliittisesta yhteistyöhalusta. Voi käydä niinkin, että tavoitekurssijärjestelmä asettaisi maiden yhteistyöhalun koetukselle. Sen sijaan että sopimus tiivistäisi maiden pyrkimyksiä yhdessä harjoittaa vakaata talouspolitiikkaa, sopimuksesta voisi muodostua sateenvarjo, jonka turvin jotkut maat hyödyntäisivät muiden maiden antamaa kurssitukea ja tekisivät omaa hyötyään maksimoivia talouspoliittisia ratkaisuja.

Tavoitekurssijärjestelmän arvostelijat painottavat sitä, ettei järjestelmä ole uskottava ja osoittavat järjestelmän sisäisen rakenteen puutteita. He suhtautuvat epäillen perusluonteisen tasapainokurssin käsitteeseen, tähdentävät järjestelmän teknisiä ja poliittisia toteuttamisvaikeuksia ja asettavat ylipäätänsä järjestelmän toimivuuden kyseenalaiseksi. Yleisimminkin; miksi valita reaalkurssitavoite maksutaseasemien tasapainottamiseksi maiden välillä.

Tavoitekurssiesityksissä monet aspektit onkin jätetty vähälle huomiolle tai kokonaan käsittelemättä. Kuten edellisessä luvussa voitiin todeta, tavoitekurssijärjestelmä nostattaa oikeastaan enemmän uusia kysymysmerkkejä kuin vastaa kysymykseen, miten järjestelmä poistaisi kurssivääritymät. Tärkeätkin kysymykset jäävät ilman vastausta ja nykyiset ehdotukset tavoitekurssijärjestelmästä vaativat ainakin jatkokehittelyä ja pohdintaa.

Kritiikki voidaan kiteyttää epäilyyn, ettei tavoitekurssijärjestelmä rakennu ajan tasalla oleville olettamuksille valuuttakurssidynamiikasta. Tavoitekurssijärjestelmä ei indikoi sitä, mikä talouspolitiikan yhdistelmä maiden tulisi valita kurssitavoitteiden ylläpitämiseksi, joskin rahapolitiikan merkitystä korostetaan. Rahapolitiikalla voidaankin vaikuttaa nimelliskursseihin ja hintajäykkyyden vallitessa niinikään reaalikursseihin, ja siten yhteistyöllä torjua tiettyjä kurssitasojen yliampumisilmiöitä. Toisaalta kurssit muuttuvat sekä reaali- että mone-taarihäiriöiden seurauksesta, ja tietynasteinen kurssisopeutus on suotavaakin. Todennäköisesti kurssieja ei voida vakauttaa pelkästään koordinoimalla edes eri maiden kaikkia talouspolitiikan lohkoja (raha-, finanssi-, tulopolitiikka). Epävakaat kurssit heijastavat nimittäin osittain myös muiden markkinoiden (hyödyke-, työmarkkinoiden) jäykkyyksiä, joiden paineet voivat purkautua valuuttamarkkinoille.

Tavoitekurssijärjestelmän mielekkyys on kiinteästi sidoksissa siihen, mikä poliittisesti näyttää mahdolliselta toteuttaa. Vaikka eri mailla olisikin yhteneväiset käsitykset valuuttojensa kurssisuhteiden vääristyneisyydestä, muut politiikkaristiriidat

voivat silti olla toimien esteenä. Esim. dollarin arvon jyrkkä aleneminen saattaisi helposti kiihdyttää inflaatiota, mikä puolestaan vaatisi sellaisia raha- ja finanssipoliittisia toimenpiteitä, joiden vaikutukset ulottuisivat vieläkin syvemmälle.

On ilmeistä, että keskustelussa valuuttajärjestelmän kehittämistä edetään hitaasti. Eikä olekaan syytä kiirehtiä uusia velvoittavia kurssipoliittisia yhteistyömuotoja. Tämä tarkoittaa myös, ettei tavoiteturssijärjestelmää pidä ottaa päämääräksi pyrki- myksissä kohti vakaampia kurssioloja. Sitä ei ole mielekäästä pitää jonkinlaisena yhteistyömuodon ihanteena, ennen kuin järjestelmän kaikkia аспектеja on analysoitu. Toistaiseksi viitearvokurssi tuntuu enemmänkin tempulta, jolla kansainväliset kurssisuh- danteet määritelmällisesti saataisiin vakaammiksi - mutta tuntemattomin jälkiseurauksin.

SUUNTAVIIVOJA KELLUNNALLE: "GUIDELINES FOR THE
MANAGEMENT OF FLOATING EXCHANGE RATES" (1974)

Otsikossa mainitut suuntaviivat sisälsivät kokoelman kriteerejä, joita oli tarkoitus kokeilla kurssikelluntaa harjoittavien jäsenmaiden valuuttakurssipoliittisena käyttäytymisnormistona. Kriteerit olivat ensisijaisesti interventiosääntöjä, mutta niiden tarkoituksena oli myös luoda rahastolle valtuudet konsultoida ja valvoa maiden valuuttakurssipolitiikkaa. Tähän lueteltiin mm. termiinioperaatiot, julkinen lainaustoiminta, pääomanliikkeiden säätely, monikurssijärjestelmät ja osittain myös raha- ja finanssipolitiikkaa. Ohjeilla haluttiin ennen kaikkea estää destabiloiva interventiopolitiikka, ts. lähinnä kilpailevan valuutan arvon heikentämistä (sääntö, joka esiintyi Bretton Woodsin järjestelmässä niinkään). Niillä haluttiin myös rohkaista valuuttamarkkinoiden häiriötöntä toimintaa edistäviä interventioita.

Valuuttakurssin arvo olisi saatettava lähemmäksi tiettyä keskipitkän aikavälin "ohjekurssia", ja tasata vaihteluita tämän normiarvon ympärillä. Ohjeet painottivat enemmän jäsenten oikeuksia kuin velvollisuuksia, ne määrittivät sallittuja ja suotavia toimia eivätkä niinkään kehottaneet jäseniä pitäytymään muuntyyppisistä toimista.

Suuntaviivat sisälsivät periaatteen, että maiden tulisi "lean against the wind" kurssiheilahtelujen vaimentamiseksi ("slow down any movement in the rate"). Ohjeet 1 ja 2 säätivät, että maiden tulisi intervenoida tasatakseen lyhytaikaisia tai tilapäiseksi arvioituja keksipitkiä kurssivaihteluja (ostaa

varantoja oman valuutan arvon vahvistuessa ja myydä varantoja oman valuutan arvon heikentyessä).

Ohje 3 käsitteli maiden oikeutta harjoittaa voimaperäisempää interventiota, joka työntäisi kurssin pois päin markkinavoimien tavoittelemasta kurssitasosta. Maiden halutessa intervenoida tällä tavalla niiden oli ensin asetettava "a target zone" tai keskipitkän aikavälin normiväli valuuttakurssilleen, ja saada tälle ohjekurssille rahaston hyväksyntä. Näin saataisiin kansainvälinen sopimus, joka määrittelisi hyväksyttäviä kurssitasoja ilman, että sopimukseen olisi liittynyt velvoitus toimia vastoin markkinoiden käsityksiä, jos markkinat eivät yhtyisi kurssitasoarviointeihin.

Ohje 4 heijasti valuuttajärjestelmän uudistamiskeskusteluissa tuohon aikaan käytyä keskustelua varantoindikaattoreista. Maiden interventioiden intensiteetti riippuisi maan varantotilanteesta, ja aktiiviteetti myötäilisi varantotavoitteissa tapahtuvia muutoksia. Jos esim. maalla olisi runsas valuuttavaranto, maata rohkaistaisiin tiukempaan interventioon valuutan heikentyessä (varantojen myyminen) kuin jos vastaavasti valuutta vahvistuisi. Tässä varantotapauksessa myös kurssin tavoitevälin siirtäminen hieman ylöspäin voisi kurssin vahvistuessa tulla kysymykseen.

Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates

INTRODUCTION

There is widespread agreement that the behavior of governments with respect to exchange rates is a matter of international concern and a matter for consultation and surveillance in the Fund. This is no less true when rates are floating than when they are contained within fixed margins and are changed by par value and central rate adjustments.

These guidelines are based on the assumption that in any situation of floating it may be desirable (a) to smooth out very short-run fluctuations in market rates and (b) to offer a measure of resistance to market tendencies in the slightly longer run, particularly when they are leading to unduly rapid movements in the rate, and (c) to the extent that it is possible to form a reasonable estimate of the medium-term norm for a country's exchange rate, to resist movements in market rates that appear to be deviating substantially from that norm. Guidelines of this kind are necessary, *inter alia*, in order to arrive at a clear conception of what competitive exchange alteration is, and to provide safeguards against it.

The guidelines also take into account:

(a) that national policies, including those relating to domestic stabilization, should not be subjected to greater constraints than are clearly necessary in the international interest;

(b) that a degree of uncertainty necessarily attaches to any estimate of a medium-term normal exchange rate, that this uncertainty is particularly great in present circumstances, and that on occasion the market view may be more realistic than any official view whether of the country primarily concerned or of an international body; and

(c) that in view of the strength of short-term market forces it may at times be unavoidable to forego or curtail official intervention that would be desirable from the standpoint of exchange stability if such intervention should involve an excessive drain on reserves or an impact on the money supply which it is difficult to neutralize.

The guidelines are intended to provide the basis for a meaningful dialogue between the Fund and member countries with a view to promoting international consistency during a period of widespread floating. They are termed guidelines rather than rules to indicate their tentative and experimental character. They should be adaptable to changing circumstances. No attempt is here made to indicate the precise procedures through which they would be implemented. These will be considered later, but they must essentially rest on an intensification of the confidential interchange between the member and the Fund.

In the application of the guidelines it is to be expected that, in view of the emphasis laid by the Committee of Twenty at their fifth (Rome) meeting on the importance in present circumstances of avoiding competitive depreciation, particular attention would be attached to departures from the guidelines in the direction of depreciation. Special consideration will also be given to the manner in which the guidelines should be applied by developing countries, taking account of the stage of evolution of their exchange markets and intervention practices.

The guidelines should be understood in the light of the commentary which follows.

THE GUIDELINES

(1) A member with a floating exchange rate should intervene on the foreign exchange market as necessary to prevent or moderate sharp and disruptive fluctuations from day to day and from week to week in the exchange value of its currency.

(2) Subject to (3)(b), a member with a floating rate may act, through intervention or otherwise, to moderate movements in the exchange value of its currency from month to month and quarter to quarter, and is encouraged to do so, if necessary, where factors recognized to be temporary are at work. Subject to (1) and (3)(a), the member should not normally act aggressively with respect to the exchange value of its currency (i.e., should not so act as to depress that value when it is falling, or to enhance that value when it is rising).

(3) (a) If a member with a floating rate should desire to act otherwise than in accordance with (1) and (2) above in order to bring its exchange rate within, or closer to, some target zone of rates, it should consult with the Fund about this target and its adaptation to changing circumstances. If the Fund considers the target to be within the range of reasonable estimates of the medium-term norm for the exchange rate in question, the member would be free, subject to (5), to act aggressively to move its rate towards the target zone, though within that zone (2) would continue to apply.

(b) If the exchange rate of a member with a floating rate has moved outside what the Fund considers to be the range of reasonable estimates of the medium-term norm for that exchange rate to an extent the Fund considers likely to be harmful to the interests of members, the Fund will consult with the member, and in the light of such consultation may encourage the member, despite 2 above, (i) not to act to moderate movements toward this range, or (ii) to take action to moderate further divergence from the range. A member would not be asked to hold any particular rate against strong market pressure.

(4) A member with a floating exchange rate would be encouraged to indicate to the Fund its broad objective for the development of its reserves over a period ahead and to discuss this objective with the Fund. If the Fund, taking account of the world reserve situation, considered this objective to be reasonable and if the member's reserves were relatively low by this standard, the member would be encouraged to intervene more strongly under Guideline (2) to moderate a movement in its rate when the rate was rising than when it was falling. If the member's reserves were relatively high by this standard it would be encouraged to intervene more strongly to moderate a movement in its rate when the rate was falling than when it was rising. In considering target exchange rate zones under (3), also, the Fund would pay due regard to the desirability of avoiding an increase over the medium term of reserves that were recognized by this standard to be relatively high, and the reduction of reserves that were recognized to be relatively low.

(5) A member with a floating rate, like other members, should refrain from introducing restrictions for balance of payments purposes on current account transactions or payments and should endeavor progressively to remove such restrictions of this kind as may exist.

(6) Members with a floating rate will bear in mind, in intervention, the interests of other members including those of the issuing countries in whose currencies they intervene. Mutually satisfactory arrangements might usefully be agreed between the issuers and users of intervention currencies, with respect to the use of such currencies in intervention. Any such arrangements should be compatible with the purposes of the foregoing guidelines. The Fund will stand ready to assist members in dealing with any problems that may arise in connection with them.

LÄHDEKIRJALLISUUS

- BILSON John F.O.,
MURPHY Carter J.,
WILLIAMSON John,
- Macroeconomic Stability and Flexible Exchange Rates
Reflections on the Exchange Rate System
On the System in Bretton Woods
in: The End of the Great Boom and the Breakdown of Bretton Woods: Was it a Coincidence? The American Economic Review, May 1985
- ROOSA Robert V.,
COOPER Richard N.,
- Exchange Rate Arrangements in the 'Eighties
Is there a Need for Reform?
in: The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 28, 1984
- WILLIAMSON John,
BRANSON William H.,
COOPER Richard N.,
DORNBUSCH Rudiger,
- Target Zones and the Management of the Dollar
The Limits of Monetary Coordination As Exchange Rate Policy
Dealing with the Trade Deficit in a Floating Rate System
Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility
in: Symposium on Exchange Rates, Trade, and Capital Flows, Brookings Papers on Economic Activity, 1:1986
- COMMONWEALTH STUDY GROUP
- Towards a New Bretton Woods, The Commonwealth Secretariat, Loggman Group Ltd, September 1983
- DEPARTMENT OF THE TREASURY, UNITED STATES
- Report to the Congress on the Functioning of the International Monetary and Financial System and the Role and Operation of the International Monetary Fund, March 15, 1985
- DINI Lamberto,
- The Changing International Monetary System, Banca Nazionale del Lavoro, No 151, December 1984
- DORNBUSCH Rudiger,
- Flexible Exchange Rates and Interdependence, IMF Staff Papers, Vol.30 No. 1, March 1983

- ETHIER W.,
BLOOMFIELD A.I.,
- De GRAUWE Paul,
- WILLETT Thomas D.,
- GROUP OF TEN
- GROUP OF TWENTY-FOUR
- INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS/ CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES
- INTERNATIONAL MONETARY FUND
- JURGENSEN Philippe,
- KENEN Peter B.,
- Managing the Managed Float, Princeton Essays in International Finance, No 112, Princeton, 1975
- What Are the Scope and Limits of Fruitful International Cooperation in the 1980s?
- Functioning of the Current International Financial System: Strengths, Weaknesses, and Criteria for Evaluation
- in: George von Furstenberg (ed.) International Money and Credit: The Policy Roles, Washington, D.C. 1983
- The Functioning of the International Monetary System, A Report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies, June 1985
- The Functioning and Improvement of the International Monetary System, Report of the Deputies of the Group of 24, Washington D.C., August 21, 1985
- Exchange Rate Management and Policy Coordination: The Search for Realistic World Monetary Reform, February 1986
- Target Zones, Research Department SM/86/6
- Review and Assesment of the System of Floating Exchange Rates, Research Department SM/86/5
- Issues in the Assesment of Exchange Rates of Industrial Countries in the Context of Their Economic Policies, Research Department SM/83/263
- The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future, Occasional Paper 30, July 1984
- Annual Report 1974
- Report of the Working Group on exchange market intervention, March 1983
- Reforming the International Monetary System: The Need for Consistency in Weighting Options, Paper prepared for Presentation to the New York Academy of Sciences, September 23, 1985

- LEBEGUE Daniel,
Reforming the International Monetary System, Ranskan ehdotus kansainvälisen valuuttajärjestelmän uusimiseksi
- McKINNON Ronald I.,
A Program for International Monetary Stability, in Tamir Agmon (ed.) The Future of the International Monetary System, Lexington Books, Massachusetts, Toronto 1982
- McKINNON Ronald I.,
An International Standard for Monetary Stabilization, Institute for International Economics, Washington, D.C. March 1984
- OBSTFIELD Maurice,
Floating Exchange Rates: Experience and Prospects, Brookings Papers on Economic Activity, 2:1985
- PADOA-SCHIOPPA Tommaso,
Squaring the Circle, or the Conundrum of International Monetary Reform, Catalyst, No 1, 1985
- PENNANT-REA Rupert,
International Monetary Reform: A Survey, The Economist, October 5, 1985
- PRUNTEL Jan Rein,
Can we make floating exchange rates easier to live with?
The Banker, January 1985
- SWOBODA Alexander K.,
Credibility and viability in international monetary arrangements, International Monetary Fund/World Bank, Finance & Development, September 1986
- WILLIAMSON John,
The Exchange Rate System, Institute for International Economics, Washington D.C., September 1983