

**KESKUSTELUALOITTEITA**  
**DISCUSSION PAPERS**

Esko Sydänmäki

KANSAINVÄLINEN VALUUTTAYHTEISTYÖ JA IMF

10 ASIDAG

Valuutat, IMF

13.6.1986

VP 5/86

**Suomen Pankin**  
**Valuuttapolitiikan osasto**

**Bank of Finland**  
**Exchange Policy Department**

## SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu	
1	Johdanto	1
2	Bretton Woods'in valuuttajärjestelmä ja sen instituutiot	3
2.1.	Syntyhistoria	3
2.2.	Neuvotteluasetelmista kansainvälistä valuuttayhteistyötä solmittaessa	4
2.3	Kansainvälisen valuuttayhteistyön tavoitteet	7
2.4.	kansainvälisen valuuttajärjestelmän toimintamekanismi	8
2.5.	Kiinteät valuuttakurssit	10
2.6.	Valuuttojen vaihdettavuus	11
2.7.	IMF:n jäsenkiintiöt	14
2.8.	IMF:n organisaatio	16
3	Valuuttayhteistyö vuosina 1946 - 1961	18
3.1.	Liikkeellelähtö	18
3.2.	IMF:n rooli jälleenrakennuksen yhteydessä	21
3.3.	Kansainvälisen jälleenrakennuspankin rooli Bretton Woods'in valuuttajärjestelmän tukijana	26
4	Bretton Woods'in valuuttajärjestelmän kriisien aika 1960 - 1971	28
4.1.	Yleistä	28
4.2.1.	Valuuttavarantojen yleinen riittävyys	29
4.2.2.	Kullan rooli	30
4.2.3.	Sopimuksenvarainen likviditeetti	34
4.2.4.	Likviditeettimekanismin puutteet	36
4.3.	Valuuttojen keskinäiseen vaihdettavuuteen ja pääomaliikkeiden vapautteen liittyvät ongelmat	37
4.3.1.	Valuuttojen vaihdettavuus ja markkinapaineet	37
4.3.2.	Kultamarkkinoiden vakauttaminen	42
4.3.3.	Englannin punnan vakautus	44
4.3.4.	IMF:n rooli maksutase-rahautuksessa	45
4.4.	Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän sisäisen maksutase-opetusmekanismin joustamattomuus	47



## SISÄLLYS (jatkoa)

	Sivu
4.5. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden oman likviditeetti-kehityksen vaikutukset	50
5 Kansainvälisen valuuttayhteistyön reagointikyky ja toimivuus 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa	54
5.1. Reagointi pääomaliikkeiden vaikutuksiin	54
5.2. Valuuttajärjestelmän likviditeettikehitykseen liittyvä työ	57
5.2.1. Neuvottelut vuosina 1963 - 1968	57
5.2.2. SDR-järjestelmän aktivointi	60
5.3. Valuuttakurssien asetantaan liittyvä politiikka	62
5.4. Yhdysvaltain dollarin luottamus kriisi ja sen seuraukset	65
5.4.1. Dollarikriisin vaikutus muihin maihin	65
5.4.2. Smithsonian keskuskurssijärjestelmä	69
6 Kelluvien valuuttakurssien aika (1973-)	72
6.1. Keskuskurssijärjestelmän toimivuus	72
6.2. Valuuttarahastosopimuksen toinen sääntöuudistus	73
6.2.1. Neuvottelut vuosina 1972-1974	73
6.2.2. Väliaikaisratkaisut sekä toisen sääntöuudistuksen pääsisältö	75
6.3. Vapaat valuuttajärjestelyt ja valuuttayhteistyö	80
6.3.1. Ensimmäinen öljykriisi	80
6.3.2. IMF:n rooli ja toimenpiteet	83
6.4. Yhdysvaltain dollarin heikentyminen vuosina 1977 - 1979	90
7 Toinen öljykriisi	95
7.1. Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän tila toisen öljykriisin kynnyksellä	95
7.2. Toisen öljykriisin taloudellisista vaikutuksista	97
7.3. IMF:n ja kansainvälisen yhteisön reaktiot rahoitusvaikeuksiin	99
7.4. IMF:n rahoituskyvyn ylläpito	106
8 Yhteenveto	108
LIITE IMF kansainvälisen valuuttajärjestelmän valvojana	

## 1. JOHDANTO

Kansainvälisen valuuttarahaston toimintaperiaatteet ja käytännön politiikka ovat kokeneet mullistavia muutoksia 1970-luvulla ja kuluvan vuosikymmenen alussa. On siirrytty maailmanlaajuisen valuuttojen kiinteäkurssi-järjestelmän olosuhteesta tilanteeseen, missä ainakin tärkeimmät valuutat kelluvat. Pääomaliikkeet 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 seurauksena joutunut mukauttamaan toimintaansa. Valuuttarahaston perustivat aikoinaan teollisuusmaat ennen muuta omia tarpeitaan varten. Kehitysmaat ovat kuitenkin viimeisten kymmenen vuoden aikana olleet käytännöllisesti katsoen ainoa rahaston luottojen käyttäjäryhmä.

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

Kun kansainvälistä valuuttayhteistyötä valmisteltiin 1940-luvun puolessa välissä, 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 velanhoitokriisit 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 tarve nähtiin toisen maailmansodan jälkeen voimakkaana 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 vastaavaltaisen kehityskulun estäminen. Haluttiin edistää kansainvälistä kanssakäymistä ja pyrittiin luomaan olosuhteet, jotka mahdollistaisivat kansainvälisen työnjaon optimaalisen hyödyntämisen. Kansainvälisen monenkeskisen kaupan häiriötön kasvu nähtiin keinona edistää eri valtioiden vastavuoroisten etujen vaalimista.

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli tulos lähinnä Yhdysvaltain ja Englannin talousasiantuntijoiden suunnitelmista maailmantalouden järjestämisestä tulevaisuudessa toisen maailmansodan vielä jatkuessa. Vuosina 1941 - 1943 ei edes ollut varmuudella selvää, kumpi sotaa käyvä osa puoli 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 jatkossa saamaan muiden liittoutuneiden ja Latinalaisen Amerikan maiden kannanotot suopeiksi omien suunnitelmiansa toteuttamiselle. Ehdotusten yhteensovittaminen ja kiistanalaisten kohtien hiominen alkoi jo tällöin

ja huipentui myöhemmin Atlantic Cityn valmistelukokouksen ja Bretton Woodsin neuvottelukonferenssin työskentelyihin (yhteinen pohjapaperi) vuonna 1944. 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 jälleerakennuspankki (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD). Niistä ensimmäinen oli tarkoitettu hoitamaan valuuttakysymyksiä ja rahoittamaan ulkomaankaupan tilapäisiä vajauksia. Jälkimmäisen järjestön rahoitustehtävänä oli jälleerakennuksen edistäminen ja taloudelliselle kehitykselle välttämättömien investointien avustaminen. Toinen keskittyi lyhytaikaiseen ja toinen pitkäaikaiseen rahoitukseen. Molempien järjestöjen tehtävät katsottiin niin tärkeiksi, että niille annettiin itsenäinen asema erityisjärjestöinä suhteessa kansainväliseen valvovaan järjestöön Yhdistyneisiin Kansakuntiin (YK) nähden. Kun Valuuttarahastosopimus oli ratifioitu riittävän monen maan toimesta, se tuli voimaan 27.12.1945.

## 2.2. Neuvotteluasetelmat kansainvälistä valuuttayhteistyötä solmittaessa

Iso-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

---

<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.



olivat suuria (elintarvikkeet ja investointitavarat sekä tuotantotarvikkeet teollisuuden ja rakennustoiminnan tarpeisiin). Englannista oli tullut myös suuri velallismaa, eikä ollut nähtävissä keinoja velkaantumisen välittömään supistamiseen. Eri maiden hallussa olevat suuret (jäädetyt) 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, ulkomaankaupan piti olla ylijäämäinen velallismaalla. Ulkomaankaupan ja valuuttaliikkeiden sääntely nähtiin 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 valuuttiaan ja ylijäämäiset maat revalvoimaan valuuttansa. Rahoitusyksikkönä olisi toiminut kansainvälinen valuutta (Bancor), jonka arvo olisi määritelty kultasisällön perusteella. Millekään yksittäiselle 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 pyrkien siihen, että Yhdysvallat eivät tulisi yksipuolisesti ainoaksi maksavaksi osapuoleksi sodan jälkeen eri valtioiden taloussuhteita järjestettäessä. Käyttäytymissäännöt tuli laatia tavalla, joka ei haittaisi Yhdysvaltain



edullista ulkomaankauppa-asemaa (vrt. s. 19). Ajatuksena Whiten stabilisaatorahasto oli Keynesin suunnitelmaa rajoitetumpi. Jäsenvaltiot saattoivat nostaa rahastosta lainoja rahoittaakseen niiden turvin tilapäiset vajaukset ulkomaankaupassa.

Maailemantaloudessa vallitseva tasapainottomuus vaikutti kuitenkin siihen, että kumpikin uuden sopimusnormiston pääarkkitehti päätyi lopulta kannattamaan kahden erillisen instituution perustamista. White näki Kansainvälisen valuuttarahaston toimintasääntöjen varmistamisen Yhdysvaltain kannalta ensiarvoiseksi tehtäväksi. Keynes katsoi sen sijaan, että Kansainvälisen jälleenrakennuspankin tulisi omien tarkoituksperiensä vuoksi voida puuttua nopeasti välittömiin ongelmiin. Keynes oletti, että siirtymäaika normaaliin tasapainoisempaan maailmantalouden rakenteeseen tulisi kestämään kauan ja maat näin 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>. Sopimusartiklojen henki muodostui sellaiseksi, että se suojasi ylijäämämaiden etuja, eikä asettanut niille sanktioita tasapuolisen sopeutusvelvollisuuden toteuttamiseksi. Sen sijaan säännöt asettivat tiukan käyttäytymisnormiston jäsenmaiden valuuttakurssikäytännölle ja ulkoisten taloustoimien toteuttamisympäristölle (= ei rajoituksia maksuille siirtymäkauden jälkeen).

---

<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 ratifointi helpompi toteuttaa Yhdysvalloissa.

Kuten kansainvälisissä sopimuksissa yleensä, oli myös valuuttarahastosopimuksessa varaumapykälä. Heikompien maiden asema turvattiin siten, että ne saivat soveltaa sopimuksen hengen vastaisia toimenpiteitä siirtymäajanjakson aikana. Tämä venähti käytännössä 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 suvereenista päätäntävallastaan yhteistyössä muiden valtioiden kanssa ja yhteistyötä hallinnoivan ja valvovan järjestön avulla. Uudesta järjestöstä tuli pysyvä ja sille annettiin ensimmäistä kertaa maailmanhistoriassa sekä huomattavasti hallintovaltaa että taloudellisia varoja tarkoituksenaan toteuttamiseksi (vertaa sivut 11 - 13 valuuttojen vaihdettavuuskysymyksestä sekä s. 13 IMF-sopimuksen lainvoimaisuudesta).

Keskeisinä toiminnallisina tavoitteina olivat 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 omista pyrkimyksistä saavuttaa tavoitteet. Toteuttamistavaksi valittiin kiinteiden mutta sopeutettavissa olevien pariarvojen valuuttakurssijärjestelmä.

<sup>3</sup>IMF:n pitkäaikainen pääjuristi tulkitsee 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 säatelevän mekanismin, ovat helposti yksilöitävissä. Tosin niiden tehoa rajasi se, että maat eivät kaikilta osin olleet valmiit heti toteuttamaan sellaisenaan sopimusartiklojen varsinaisia tarkoituksia 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 pariaron lähtöarvo. Tämän tuli olla "vanhan käytännön" mukainen tai korkeintaan siitä 10 prosenttia poikkeava.
- Pariarvot piti määrittää kunkin valuutan sisältämän kultamäärän avulla tai suhteessa Yhdysvaltain dollariin (epäsuora yhteys kultaan).
- Valuuttakurssien asettamisessa piti rajoittaa maiden määräysvaltaa, koska säännöstö kielsi valuuttakurssimuutoksen käyttämisen kilpailutarkoitukseen. Toisaalta ei suoraan sanottu, koska kurssimuutos oli tarpeen;
- Yli kymmenen prosentin kurssitasomuutos tuli alistaa IMF:n johtokunnan hyväksyttäväksi.

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

- Jäsenvaltiot veloitettiin ylläpitämään valuuttansa markkinakurssin suhteessa pariarvoon ahtaan vaihteluvälin sisällä ( $\pm 1\%$ ). Kurssin pitämiseksi sallituissa rajoissa jäsenmaiden keskuspankkien oli käytännössä ostettava ja myytävä tarvittaessa valuuttaansa markkinoilla (interveenoitava). Tätä varten niiden oli pidettävä valuuttavaran-



toa ja ne tarvitsivat interventiovaluutan (= Yhdysvaltain dollari).

- Maa, joka oli valmis vaihtamaan valuuttansa kultaan, joutui käytännössä luopumaan pariarvon vaihtelurajoista.
- Amerikan yhdysvallat sitoutui vaihtamaan kultaa hintaan 1 troy unssi hienoa kultaa vastaa 35 dollaria. (Kullan "virallinen hinta" muodostui kiinteäksi.)
- Tasapainottomuus ulkoisissa taloustoimissa rahoitettiin tilapäisesti rahastosta saatavalla luotolla. Luotot perustuivat jäsenosuusmaksuihin, joiden vaihdettavassa valuutassa maksettava osuus suoritettiin IMF:lle kullassa tai Yhdysvaltain dollareissa, 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. Yksittäisen valuutan keskeisestä roolista aiheutui kuitenkin suoranaisia seurauksia kansainväliselle valuutta- ja rahoitusjärjestelmälle:

- Yhdysvaltain maksutaseasema muotoutui tästä lähtien osittain muiden maiden politiikasta, sikäli kun nämä tekivät päätöksiä valuuttavarantojensa soveliaan koostumuksen (kulta/dollari) tai niiden koon suhteen (dollareiden kerääminen).
- Kulta palautettiin jälleen kerran rahan rooliin maksujärjestelmässä; kullan uustuotanto yhdessä Yhdysvaltain maksutaseaseman kanssa määrittivät kansainvälisen likviditeetin tulevan kehityksen.
- Yhdysvallat oli maailmantalouden vahvimpana maana rat-

kaisevassa asemassa, koska sen politiikka välittyi muihin maihin. Yhdysvaltain oli joko oltava valmis rahoittamaan automaattisesti tai vapaaehtoisesti muiden maiden vaihtotasevajauksia. Jos Yhdysvaltain kilpailuasema heikkeni, järjestelmä rahoitti automaattisesti USA:n vaihtotasevajauksen, koska muut maat olivat itse asiassa velvollisia puolustamaan myös Yhdysvaltain dollarin kurssitasoa puolustaessaan oman valuuttansa kurssia ostamalla dollareita.

## 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.

Maakohtaiset häiriöt vaihtotaseen tasapainossa voitaisiin korjata käyttämällä valuuttavarantoa tai varantoluottoja ajan ostamiseen siksi aikaa, kun muut sopeutustoimet tehoavat (talouspolitiikka). Jos häiriö olisi tilapäinen, ei tarvitsisi turvautua haitallisiin rajoitustoimiin (eikä valuuttakurssin muutokseen). Jos ulkomaantalouden epätasapaino muodostuisi vakavaksi, olisi käytettävissä aktiivinen



toimintamahdollisuus - valuuttakurssitason muutos - joka onnistuisi, kun muut maat eivät mitätöisi sen vaikutuksia omilla valuuttakurssitarkistuksillaan.

Itse kurssijärjestelmän omaksumisen ilmeinen etu oli se, että se olemassaolollaan edisti ulkomaankaupan varsinaisten esteiden poistamista. Kansainvälisten taloussuhteiden yksi epävarmuustekijä - epävarmuus muiden maiden valuuttakurssikäytännöistä - oli poistettu ja saatu kansainvälisen kontrollin alaiseksi. Kun kilpailevat valuuttakurssien muutokset ja tariffit sekä muut kaupan esteet ovat usein vaihtoehtoisia keinoja suojella oman kansantalouden kilpailuetuja, saatiin 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 jossakin 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 oli-

---

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

si häतिकöity, keskitetty vaihdettavuus antaisi viranomaisille kontrollimahdollisuuden.

Amerikkalaiset vaativat, että juoksevia jäsenmaiden välisiä kansainvälisiä 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 turvautunut siirtymäajanjakson sille suomiin etuoikeuksiin valuuttarajoitusten osalta.<sup>5</sup> Velkojamaan saatavat piti amerikkalaisten mukaan turvata juoksevien liiketoimien määrittelyn yhteydessä, - ulkomaisten velkojen korot olisivat juoksevia liiketoimia samoin kohtuullisessa määrin niiden kuoletukset, jos siihen olisi syntynyt aihetta velanhoidokriisissä.

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

<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 jäsenmaan saa harjoittaa diskriminoivia toimenpiteitä yhtä jäsenmaata tai -maita kohtaan.

<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



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.

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 valiten

---

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 kokoonnuttii Geneveen käsittelemään näitä kysymyksiä (33 maata). Tavoitteena oli edellä olevan mallin mukainen sopimusrunko kansainväliselle kaupalle. 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 bilateraalisille neuvotteluille rakentuvan GATT:in yhteydessä.

pariarvon valuutalleen. Kiinteän valuuttakurssin vaikutuksia vesitettiin tosiasiaassa monikurssijärjestelyillä ja suoranaishilla kaupparajoituksilla, jotka käytännössä estivät hintamekanismin toiminnan asettaen valuutta- yms. kiintiöiden myöntäjän resurssien tosiasialliseksi allokoijaksi. Kurssi-muutokset eivät olleet tarpeellisia näissä olosuhteissa. Samoin alkuvaiheessa turvauduttiin valuuttojen vaihdettavuuden osalta siirtymäajanjakson poikkeussääntöihin, eikä vielä pitkään oltu valmiita toteuttamaan asetettuja tavoitteita, koska taloudelliset olosuhteet eivät sitä sallineet. Lisäksi valuuttarahastosopimuksen viitoittama kehityslinja valuutta- ja maksujärjestelyjen soveliaiden muotojen osalta 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 taloudellista kokoa muihin maihin nähden. 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 amerikkalaiset määrittivät kuitenkin, kuinka paljon Yhdys-



vallat suostui enintään maksamaan<sup>7</sup>. Tämän jälkeen asetettiin kokonaiskiintiömäärälle katto, jonka yli ei suostuttu meneään. 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 käytön laadun. Keynesin suunnitelma olisi yltänyt US \$ 30 miljardin rahoitusjärjestelyyn eli puoleen jäsenmaiden vuotuisesta tuonnista. Se olisi edellyttänyt rahastolta pitkälle meneviä säätelyvelvollisuuksia jäsenvaltioiden käyttäytymisen osalta, 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 kehittyminen koki jatkossa monta kehitysvaihetta. Ehdollisuuden talouspoliittinen sisältö tuli jatkuvasti entistä laaja-alaisemmaksi ja asiasisällöltään kohdistuneemmaksi. Muut maat katsoivat alkuvaiheessa, että rahaston luotot olisi pitänyt saada ilman mitään luottoehtoja.

IMF:n luottopolitiikka kytkettiin suoraan kiintiöihin varsinaisesti vuonna 1952. Rahasto toimi kuitenkin ensimmäiset

---

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

viisitoista vuottaan lähes kokonaan Yhdysvaltain dollarin rahoituksen varassa, koska 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 tarkoituksien pohjalta IMF:n käytännön toimintalinjat. Hallintoneuvosto ottaa kantaa vain periaatteellisiin kysymyksiin ja kokoontuu harvoin. Muodolliset äänestykset tapahtuvat vuosikokouksessa tai äänestys suoritetaan sähköitse. Käytännön toimenpiteet on delegoitu järjestön johtokunnalle.

Johtokunta vastaa IMF:n toiminnasta sille suoduin valtuuksin. Yhdessä järjestön virkamiehistön kanssa se esittelee suosituksensa uusista toimintalinjoista hallintoneuvostolle ajoittain. Varsinaisia poliittisia päätöksiä tekevä taho pääsee siten melko myöhäisessä vaiheessa vaikuttamaan järjestön politiikan mahdollisiin muutoksiin.

Jäsenosuudeltaan viisi suurinta valtiota saavat nimittää oman edustajansa johtokunnan jäseneksi. Myös kaksi rahastoa eniten rahoittanutta maata saa tämän oikeuden. Muut maat valitsevat vaaleilla yhteisiä edustajia johtokuntaan. Valittujen jäsenten lukumäärä on kasvanut sitä mukaa, kun rahaston jäsenmaiden lukumäärä on kasvanut, Pohjoismailla on johtokunnassa yhteinen edustaja.<sup>8</sup>

Tärkeissä periaatekysymyksissä tarvittavat suuret äänten enemmistöt antavat käytännössä veto-oikeuden Yhdysvalloil-

---

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



le tai muiden maiden erilaisille ryhmille (esim. EEC-maat, kehitysmaat), mikä otetaan huomioon jo asioita valmisteltaessa. Jotkut päätökset edellyttävät rahaston hallintoneuvoston äänestystä. Näitä 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 vuosina 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 vuonna 1947. Tämä liittyi vuonna 1946 nostetun suuren dollarilainan lainaehtoihin. Poliittika oletus oli, 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 dollarialueelta. Yhdysvaltain vaihtotase kääntyi jyrkän ylijäämäiseksi ja Länsi-Euroopan maat menettivät dollari- ja kultavarantojaan alijäämiensä kattamiseksi. Näin 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 Saksaa vastaan. Neuvostoliitto allekirjoitti Bretton Woodsin sopimuksen vuonna 1944, mutta päätti olla ratifioimatta sitä. Puola ja Tsekkoslovakia liittyivät rahastoon vuonna 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 vuonna 1947 vetoimuksen, 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 vuoden 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 %, Latinalaisen Amerikan maat yhteensä 7.2 % ja muut maat 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. 55 - 56.

Yhdysvaltain Euroopan hyväksi myöntämän kokonaisavun summa 13.15 mrd. dollaria, oli massiivinen resurssien siirto.<sup>11</sup> Suurin osa avusta oli lahjojen muodossa. 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 ohjelma-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 vuonna 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 vaihdettavuuteen, kun taas muut maat pyrkivät jarruttamaan siirtymistä. OEEC:n pii-

---

<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.



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

### 3.2. IMF:n rooli jälleerakennuksen yhteydessä

Kansainväliselle valuuttarahastolle jäi 1940- ja 1950-lukujen vaihteessa sivustakatsojan osa. Valuuttarahastopimus 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 vuonna 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 kiertävä luonne. 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.

<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 v. 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.

Yhteistyöjärjestönä IMF rahoitti luotonantonsa hyvässä maksutaseasemassa olevista maista, joille maksettava hyvityskorko (remuneration) oli matala. Ehdollisuuden tiukennus tapahtui varsinaisesti vuonna 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 ulkomaankaupasaan. 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 käyttäviä maita kohtaan, koska 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-ainehinnat 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 vaihdettavuuden 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 valuutan vaihdettavuuteen ei vielä haluttu mennä. Ensin tarkasteltiin kokemuksia ulkoisesta vaihdettavuudesta.<sup>13</sup>

Poliittisella tasolla alkanut Länsi-Euroopan taloudellisten yhdentymispyrkimysten 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 itsestäänselvyys, valuutta-asioiden ratkaiseminen vaikeutui. Koko IMF:n ja 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

---

<sup>13</sup>Suomi toteutti ulkomaankaupan rajoitusten poistamisen myöhemmin kuin varsinaiset OEEC-maat eli vuoden 1957 markan devalvaation yhteydessä. Valuuttojen ulkoisella vaihdettavuudella tarkoitettiin sitä, että ulkomaalai-

settlements balance") johtui dollarin reservivaluuttastatuksesta ja aiheutui käytännössä pääomaliikkeistä, 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 sotilasmenot 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 normistoineen 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 parantaminen antoi mahdollisuuden lieventää ulkoisten talous-

---

set (nonresidents) saattoivat vapaasti vaihtaa juoksevista liiketoimistaan hankkimansa varat muiksi vaihdettaviksi valuutoiksi vallitsevilla valuuttakursseilla. Esim. markkasaatavia ei tarvinnut pitää suljetuilla tileillä odottamassa joko myöhempää valuutanvaihtoa tai tavaranoa Suomesta.

- Ulkoisen vaihdettavuuden saavuttaminen ei kuitenkaan taannut sitä, etteikö jokin maa olisi tarvittaessa voinut soveltaa maksutasesyistä ulkomaankaupan rajoitteita. Vasta Artikla VIII:n velvoitteiden omaksuminen teki maan valuutasta täysin vaihdettavan valuutan. Tämän jälkeen maa saattoi käyttää tilapäisiä ulkomaankaupan tai maksujen rajoituksia ainoastaan IMF:n johtokunnan luvalla.



toimien 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 pariarvoa. Muut olivat jättäneet ilmoittamatta pariarvon, mikä mahdollisti kurssitason muuttamisen, kelluttivat valuuttojaan tai harjoittivat eriasteisia monikurssijärjestelyjä. Seuraavan kymmenen vuoden aikana sopimusta noudattavien joukko nousi kuitenkin yli puoleen ja tosiasiallisesti vakaita kurseja ylläpiti 86 prosenttia kaikista jäsenmaista.<sup>14</sup> Ulkomaankaupan olosuhteiden 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. eurodollarimarkkinat) vaikuttivat hyvin ratkaisevasti kansainvälisen valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden tulevaan kehitykseen.

---

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

### 3.3. Kansainvälisen jälleerakennuspankin rooli Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän tukijana

Kansainväliselle jälleerakennuspankille (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 (jälleerakennus) ja 2) tuotantoresurssien kehittäminen ja laajentaminen kehitysluottojen avulla tämän jälkeen.<sup>15</sup> Lainauseriaatteisiin kuului mm. se, että valittavien kohteiden tulisi olla huolellisesti valittuja tuottavia projekteja lähinnä jäsenmaiden yksityisessä sektorissa. Sodan jälkeiset taloudelliset vaikeudet nähtiin niin suuriksi, että julkiselle sektorille myönnettävät luotot olivat silloin tarpeellisia, jos varat ohjattaisiin taloudellisen jälleerakentamisen 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 jälleerakentamiseen. Ohjelmaluotot olivat luonteeltaan maksutaserahoitusta ilman varsinaista projektikohtetta, mikä on pankin toiminnan pää-tarkoitus. 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

---

<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-ainetuottajia, eivät kehitysmaiden erityistarpeet tulleet alkuvaiheessa huomioituksi. Järjestö sai kuitenkin englanninkieliseen nimeensä lisäyksen "development".



pankki olisi voinut avustaa myös muita maita. Näin ollen myöskään Kansainvälinen jälleenrakennuspankki ei täysin täyttänyt alkuvuosinaan niitä rahoitustoiveita, joita Bretton Woodsin neuvottelujen kuluessa oli asetettu. Varsinaisen maksutaserahoitus saatiin vastoin odotuksia Yhdysvalloista, vaikka tähän ei haluttukaan vuonna 1944 vielä sitoutua (vrt. s. 6).

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 sisälsivät pitkäkhön kuoletusvapaan 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 itenäistymisen myötä. Vuonna 1956 perustettiin alajärjestö IFC (International Finance Corporation = Kansainvälinen rahoitusyhtiö) sekä vuonna 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 kehitysmaaille 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 olosuhteet, 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 häirtatekijöitä, joiden yhteisvaikutus tuli yhä selkeämmin esille ajan myötä. Kiinteän valuuttakurssijärjestelmän tukirahoitusjärjestelyt olivat vielä tehokkaita ja pystyivät lievittämään häiriöiden vaikutuksia 1960-luvun alkupuolella. Potentiaaliset spekulatiovirrat olivat vielä suhteellisen pieniä suhteessa virallisiin tukiluottoihin.<sup>17</sup> Yksittäisten maiden valuuttojen pariarvoja kyettiin pitämään yllä pitkään. Tilanne muuttui kestävämmäksi vasta sitten, kun Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän keskeinen valuutta Yhdysvaltain dollari menetti luotettavuutensa 1970-luvun alussa.

---

<sup>17</sup>IMF:n jäsenkiintiöiden yleinen 50 prosentin korotus oli suoritettu vuonna 1959. IMF:n rahoituskyky parani tämän ansiosta melkoisesti. Vaihdettavien valuuttojen lukumäärä lisääntyi myös merkittävästi vuonna 1961 laajentaen IMF:n rahoituspohjan rakennetta. IMF saattoi myös turvautua omaan lainanottoon suurten teollisuusmaiden IMF-luottojen rahoittamiseksi (ks. 45 - 46).

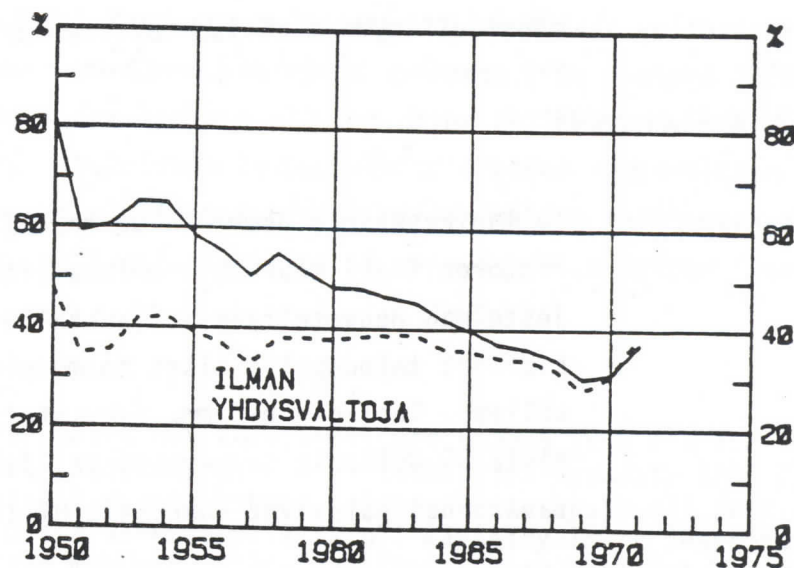


Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän toimintaa haittaavien häiriöiden vaikutuksia tarkastellaan tässä luvussa erillisenä. Käytännössä kaikki häiriöt vaikuttivat yhtäaikaan.

#### 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. Kuvio 1 havaitaan, että 1950-luvun aikana IMF:n jäsenmaiden valuuttavarannot vastasivat yli kuuden kuukauden tavarantuontia. 1960-luvun loppuun mennessä tämä teoreettinen tuontikattavuus 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 yksityisen pankkisektorin ottaessa itselleen ulkomaankaupan maksujen välitystehtävän 1950-luvun lopussa. Maksukäytäntö tehostui ja tilapäisen rahoituksen saatavuus helpottui kansainvälisen pankkijärjestelmän kehittyessä. Lukusarjaan kätkeytyy myös tilastollista harhaa, joka johtui kullan varantoroolista.

Kultavarannot olivat alkuvaiheessa valtaosaltaan Yhdysvaltain hallussa. Tämä maa ei kuitenkaan tarvinnut niitä, koska dollari oli käypä valuutta kaikkialla. Sen vuoksi Yhdysvaltain varannot on poistettu kuviossa 1. olevasta valuuttavarantojen riittävyystarkastelusta. Alempi viiva kuviossa kuvaa IMF:n muiden jäsenmaiden valuuttavarantojen tuontikattavuutta. Tämä valuuttavarantojen riittävyyskysymys ei näytä ainakaan aggregaattitasolla<sup>18</sup> olleen mikään ongelma. Trendinomainen laskeva suunta on havaittavissa, mutta valuuttavarantojen taso vastasi 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 sen varantorooli oli seuraus amerikkalaisten tavoitteista järjestelmää neuvoteltaessa. Taustalla olivat Yhdysvaltain sisäiset talouspoliittiset toimenpiteet 1930-luvun puolivälissä. Tuolloin oli mm. vahvistettu kullalle uusi korkea hinta 35 dollaria troy-unssilta, jolloin Yhdysvaltain kultavarannot paisuivat suuriksi. Niille piti saada käyttötar-

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



koitus 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 kumulatiivinen määrällinen lisäys jäikin suhteellisen vaatimattomaksi.<sup>19</sup> Kansainvälisen valuuttajärjestelmän täytyi tukeutua päävaluuttojen, Yhdysvaltain dollarin ja Englannin punnan varantoroolien tuomaan rahoitukseen. 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.

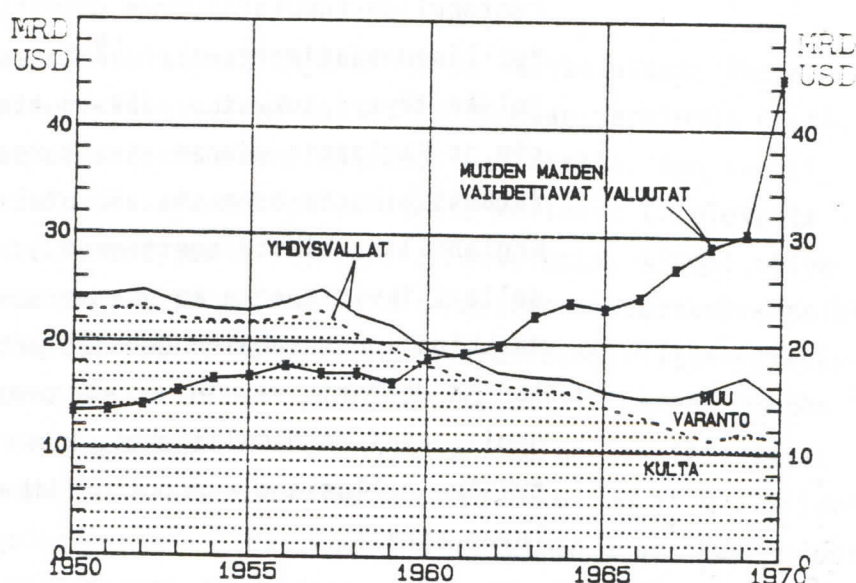
Kuviosta 2 nähdään Yhdysvaltain antaman kultasitoumuksen merkitys. Kuviossa on kuvattu Yhdysvaltain kultavarannon ja muun varannon kehitystä vuodesta 1950 vuoteen 1970. Yhdysvaltain oma varanto oli sen omien dollarivastattavien katteena. 1950-luvun loppupuolelta lähtien Yhdysvaltain kultavarannot alkoivat supistua muiden maiden vaihtaessa dollareita kullaksi. Kuviossa näkyy myös IMF:n muiden jäsenmaiden

---

<sup>19</sup>Varantokullan fyysinen määrä oli korkeimmillaan vuonna 1965 eli 1.2 mrd. troy unssia. Määrällisesti 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 (n. 7 % vuodessa määrällisesti saman ajan kuluessa) ei voinut kuitenkaan käytännössä tukeutua kullan uustuotannon kautta saatavaan likviditeettiin. Niinpä kullan suhteellinen osuus jäsenmaiden valuuttavarannoissa supistui vuoden 1950 68.9 %:sta 39.7 %:iin vuonna 1970.

vaihdeettavien valuuttojen varantokehitys. 1960-luvulla tapahtunut vaihdettavien valuuttojen määrien voimakas kasvu tapahtui pääasiassa dollarivarantojen lisääntymisenä.

Kuvio 2. Eräiden valuuttavarantokomponenttien kehitys-  
linjoja vuosina 1950-1970



Vaikka tällä vaihdettavien valuuttojen varantojen kasvulla haluttiinkin ensisijaisesti turvata valuuttamarkkinoiden häiriötön toiminta, olivat nämä dollarivarat periaatteessa koska tahansa vaihdettavissa kultaan. Yhdysvaltain kultavarat eivät siihen enää olisi riittäneet.<sup>20</sup> Luottamus dollarin nimellisen arvon muuttumattomuuteen heikkeni myös tästä syystä, eikä pelkästään sen vuoksi, että Yhdysvaltain vaihtotase alkoi jyrkästi heikentyä 1960- ja 1970-lukujen vaihteessa.<sup>21</sup>

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

<sup>21</sup>Vuonna 1971 muiden maiden vaihdettavien valuuttojen yhteismäärä paisui 81 miljardiin dollariin dollariin kohdistuneen luottamuspuolan vuoksi.



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 valuuttajärjestelmän sisäinen maksutaseiden sopeutusmekanismi toimi. Yhdysvaltain dollarin nimellisarvon muutos ei ollut mahdollinen. Tämän vuoksi muiden maiden devalvaatiot esim. vuosina 1949 ja 1967 paransivat näiden maiden kilpailuasemaa Yhdysvaltoihin nähden. Yhdysvaltain pääomataseen alijäämäisyys (kauppatase ja vaihtotase olivat pitkään ylijäämäisiä) rahoitti järjestelmän toimintaa. Muut maat saivat siten rahoituslähteen, jolla katettiin mahdolliset vajaukset ja kasvatettiin varantoja. Tärkeimpien teollisuusmaiden kilpailuasema parantui huomattavasti 1960-luvulla ja alkoi esiintyä yhä useammille maille osalla vaihtotaseen ylijäämiä. Osa syntyneistä ylijäämistä käytettiin kullin vaihtoon Yhdysvalloista. Uusmerkantilistisille asenteille rakentuvan valuuttajärjestelmän sopeutusmekanismi toimi jonkin aikaa. Järjestelmän alussa vallinnut varantokullan vino jakauma korjaantui, kuten oheisesta taulukosta havaitaan.

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

	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 kullan uusjako oli suoritettu, valuuttajärjestelmän sisäiset keinot yleiseen maksutaseen sopeutukseen lopuivat. Vaihtotaseeltaan ylijäämäiset teollisuusmaat olivat hyvin vastahakoisia revalvoimaan valuuttojaan 1960-luvulla. Revalvaatiot olisivat parantaneet Yhdysvaltain heikentyntä kilpailuasemaa. 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 maksutaserahoitukseen, jolla tuettiin valuuttavarantoja. Jäsenmaan IMF:ään vaihdettavassa valuutassa (tai kullassa) maksama jäsenosuus oli tarvittaessa nostettavissa ja se luettiin maan valuuttavarantoon. Tämä jäsenosuuden neljänestä vastaava summa ei siten sellaisenaan lisännyt tai vähentänyt jäsenmaan käytettävissä olevaa valuuttavarantoa. IMF:n varanto-osuus osoitti pikemminkin sitä rahoituskustannusta, jota jokainen jäsenmaa joutui IMF:n rahoitusjärjestelmässä sopimuksenvaraisesti kantamaan.

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 peritty 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 jäsenosuuden kokoa 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 kansainvälistä käytetty maksuvaluutta, valmiusluottokäytäntö lisäsi kansainvälistä likviditeettiä valmiusluoton osarahoituksen summalla. Jos valuutta ei ollut tavanomainen maksuvaluutta, valuuttaa luovuttava maa antoi käytännössä Yhdysvaltain dollareita ja asiallisesti 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 kokonaisuuteen. Ensimmäiseen osatekijään vaikutti maksutasekehitys ja jälkimmäiseen IMF:n jäsenmaiden lukumäärän lisääntyminen sekä suoritettut yleiset pääomakorotukset. Kun IMF:n jäsenmaat huolehtivat siitä, että IMF:n jäsenosuuksien yhteiskoko vastasi hyvin niiden käyttötarkoitusta, ei sopimuksenvaraisen likviditeetin säilyttämisen osalta-kaan ilmennyt vakavia ongelmia 1960-luvulla. Vuosina 1959,

---

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

1966 ja 1970 suoritettujen IMF:n jäsenosuuksien yleiset 50, 25 ja 33 prosentin korotukset 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" aikaan 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 dollari-tulvien 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 toiminnalle. Yksityinen pankkijärjestelmä kehitti itse omaa kansainvälistä toimintaansa viranomaisten häiritsemättä. Viranomaiset eivät halunneet puuttua talousyksiköiden ulkomaisen valuutan saantiin.



### 4.3. Valuuttojen keskinäiseen vaihdettavuuteen ja pääomaliikkeiden vapautteen liittyvät ongelmat

#### 4.3.1. Valuuttojen vaihdettavuus ja markkinapaineet

Valuuttojen vaihdettavuuden toteuttamisella 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 bilateraalisin sopimuksiin perustuvat clearing-järjestelyt (IMF:ään kuuluvien maiden kesken).<sup>23</sup>

Alkuvaiheessa eli vuonna 1959 havaittiin hyvin pian, että valuuttakurssien sallittu vaihteluväli oli liian ahdas. Keskuspankit joutuivat intervenoimaan alinomaan, jotta valuuttakurssi olisi pysynyt sallittujen marginaalien sisällä. Jotta ulkomaankaupan maksujen hoito olisi voinut tapahtua sujuvasti, piti valuuttakurssien vaihteluväliä väljentää. Kansainvälinen valuuttarahasto päätti sallia heinäkuussa 1959, että eri valuuttojen päivittäiset kateiskurssit saivat dollarin pariarvon kautta laskettuina ristikurssein poiketa toisistaan  $\pm 2$  %. Tämä kaksinkertai-

<sup>23</sup>Artikla VIII sisälsi mahdollisuuden keskuspankkien hoitaa keskenään valuuttojen vapaa vaihdettavuus. Tätä varaukokohtaa ei kuitenkaan käytännössä ole juuri sovellettu ja valuuttojen vaihto on tapahtunut vapailla valuuttamarkkinoilla. Katso s. 14: "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."

seksi laajennettu markkinakurssien vaihteluväli oli voimassa aina keskikurssijärjestelmään siirtymiseen asti vuonna 1971.<sup>24</sup>

Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän sujuvaa toimintaa alkoi hankaloittaa se, että valuuttojen vaihdettavuus merkitsi välittömästi suoranaista haittaa valuuttajärjestelmän sisäisessä toiminnassa ja kansainvälisessä kaupassa käytetyille keskeisille valuutoille. Järjestelmä perustui kulta-valuuttakantaan, 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 pääomaliikkeiden vapauden suhteen. Pääomaliikkeet tulivat jatkossa vaikuttamaan viranomaisten toimintareaktioihin ja kansainvälisen valuuttajärjestelmän yleisiin toimintamahdollisuuksiin.<sup>25</sup>

Valuuttajärjestelmän ensimmäinen suuri toiminnallinen kriisi vuosina 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 pääomaliikkeiden vaikutuksia.

Englannin punnan asema tuli hyvin haavoittuvaksi vaihdettavuuden omaksumisen jälkeen. Punnan kohtalo vaikutti myös dollarin luotettavuuteen, sillä nämä valuutat olivat käy-

---

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

<sup>25</sup>Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän teoreettinen tausta rakentui sellaisen kehikon varaan, jossa tarkasteltiin lähinnä ulkomaankaupan tasapainoa



tännössä 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 vuonna 1954. Pitkään jatkunut valuuttakontrolli esti kuitenkin 1950-luvulla sen, ettei kultamarkkinoiden hintakehityksestä aiheutunut haittaa kansainväliselle valuuttajärjestelmälle. Valuuttojen vaihdettavuus salli Lontoon finanssikeskuksen tarjoamien

---

ja sen palauttamista joko valuuttakurssimuutoksen (devalvaatio/revalvaatio) tai eri maiden suhteellisten hintatasojen (kotimaisen) muutoksen avulla. Suurten epävakaiden pääomaliikkeiden toteutumista ei osattu ennakoida valuuttajärjestelmän suunnitteluvaiheessa paitsi siinä mielessä, että jäsenmaiden sallittiin kontrolloida pääomaliikkeitä.

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

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

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

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

rahoitusmahdollisuuksien hyväksikäytön aiheuttaen vakavia seurauksia kansainväliselle 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 pääomaliikkeet 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 vallitsevat 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 vuon-

---

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

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



na 1960, lyhytaikainen pääoma oli hyvin herkkäliikkeistä ja merkitsi huomattavaa markkinalikviditeetin kasvua pankkisektorissa. Pääomaliikkeiden 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 kultamarkkinoille aiheuttaen siellä kullan hinnan nousupaineita, ts. spekulatiota dollarin pariarvoa vastaan. Osa likvidistä pääomasta ajautui myöhemmin keväällä 1961 sysäyksenomaisesti Länsi-Euroopan maihin aiheuttaen vaikeuksia sekä Englannin punnan että kohdemaiden valuuttojen pariarvojen ylläpidolle.<sup>29</sup>

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. dollarilla 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 koettu taroituksenmukaiseksi koko kansainvälisen valuuttajärjestel-

<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-alaisen valuuttojensa vaihdettavuuden. Itävalta toteutti saman elokuussa 1961. Länsi-Saksan marka ja Hollannin floriini oli revalvoitu 5 prosentilla maaliskuun alussa 1961. Tämä aiheutti valuuttamarkkinoilla spekulatioita lisärevalvaatioista joko muissa vaihtotaseeltaan ylijäämäisissä maissa tai ao. toimen jo toteuttaneissa maissa.

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

män 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 sallittujen marginaalien puitteissa (virallinen hinta + 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 käväisi yli 40 dollaria troy unssilta.<sup>31</sup>

Yhdysvallat ilmoitti välittömästi aikovansa jatkaa dollarin ja kullan vaihtokelpoisuutta eri maiden rahaviranomaisten kanssa. Yhdysvallat ryhtyi sen takia tukemaan Englannin keskuspankin politiikka Lontoon kultamarkkinoiden hintasäätelijänä. Katsottiin myös, että kultamarkkinoiden muodostama uhka vaatii muitakin toimenpiteitä, jotta voitaisiin olla varmoja siitä, että hintahäiriöt eivät pääsisi 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

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

<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



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. Pooli syntyi ja toimi menestyksellisesti usean vuoden ajan.<sup>33</sup>

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 keskinäiset eroavat näkemykset mm. kullan 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.

---

sijoituskohteeksi ns. Roosa-obligaatioita. Nämä olivat 2 vuoden pituisia sijoittajan oman valuutan määräisiä obligaatioita, jotka olivat haluttaessa konvertoitavissa 90 päivän Yhdysvaltain valtion 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.

### 4.3.3. Englannin punnan vakautus

Myös Englannin punnan asemaa tuettiin moninkeskisillä interventiolla. Vuonna 1961 julkistettiin Kansainvälisen järjestelypankin (Bank of International Settlements, BIS) yhteydessä ns. Basel-sopimus, joka koski Englannin puntaa.<sup>34</sup> Siinä painotettiin keskuspankkien välistä yhteistyötä valuuttakurssien vakaisuuden 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 lyhytaikaisen lainan muodossa takaisin Englannin keskuspankkiin. Lyhytaikaisiin pääomaliikkeisiin liittyvät häiriöt saatiin näin osittain neutralisoiduksi keskuspankkien yhteistoiminnan avulla. BIS:in myöntämä punnan tukiluotto kohosi 900 milj. dollariin. Jotta Englannin keskuspankki olisi kyennyt kuoletta-  
maan 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

---

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



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 Englannille vuonna 1961 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 muista likvideistä käyttövaroista sitoutui Englannin käyttöön. Tämän vuoksi käynnistettiin Kansainvälisen valuuttarahaston ja kymmenen suurimman teollisuusmaan väliset neuvottelut IMF:n rahoitusaseman parantamiseksi. Rahaston johtokunta saattoi hyväksyä tammi-kuussa 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 jonkin 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 tarkoitusperiensä nojalla puolustaa vakaita valuuttakursseja, olivat sen toimintamahdollisuudet tällä kertaa rajoitetut. IMF:n säännöt kielsivät rahastoa myöntämästä rahoitusta maalle, jossa esiintyi valuuttapakoa. Pääomaliikkeiden

neutralointia varten suunnitellun GAB-rahoitusjärjestelyn toteuttaminen oli mahdollista, kun tulkittiin IMF:n sääntöjä tavalla, joka salli osittaisen poikkeaman sääntöjen eräästä osatavoitteesta järjestön yleistarkoituksen hyväksi.<sup>35</sup>

GAB-rahoitusjärjestely oli luonteeltaan suljettu rahoitusjärjestely 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 voimassaoloaika on toistuvasti pidennetty. Valuuttarahasto ja sen suuret jäsenmaat saivat käyttöönsä järjestelyn, jonka avulla lyhytaikaisten pääomaliikkeiden häiriövaikutuksiin voitiin tarvittaessa puuttua. Järjestelyn rahoituspotentiaali kohosi useaan miljardiin dollariin (2 - 4 mrd. dollaria). Osallistuvilla mailla oli optio pienentää omaa suhteellista rahoitusosuuttaan tai olla kokonaan osallistumatta, jos maan oma maksutaseasema oli heikko. Uusi tukirahoitusverkosto oli kuitenkin teknisesti hyvin toimintakykyinen.

---

<sup>35</sup>Tässä tapauksessa katsottiin, että sääntöjen johdantoartiklassa esitetyt yleistavoitteet ja niiden tavoittelu on tähdellisempää kuin yksityiskohtaisen osatavoitteen noudattaminen. Valuuttakurssien vakaisuuden säilyttäminen katsottiin tärkeämmäksi kuin kielto 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 1983, jolloin päätettiin moninkertaistaa järjestelyn koko ja mahdollistettiin järjestelyn edunsaaja-piirin laajentaminen tietyillä edellytyksillä.



#### 4.4. Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän sisäisen 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 asetti 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/revalvaation suosittamisen erityisen arkaluontoiseksi. Valuuttojen pariarvojen muutokset tapahtuivatkin ylen harvoin ja yleensä pakottavissa tilanteissa.

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

Vaihtotaseeltaan ylijäämäisiä maita kohtaan ei valuuttarahastosopimuksessa ollut sanktiota, joka olisi pakottanut ao. maat maksutasesopeutukseen. Tällainen muodollinen varauksena on tosin sopimusartikloissa, mutta sitä ei ole koskaan käytetty. Jos IMF:n jäsenmaat tarvitsevat juoksevien liiketoimensa maksujen toimittamiseen jonkun maan valuuttaa ja ne eivät onnistu sitä hankkimaan, niillä on oikeus asettaa ulkomaankaupan rajoituksia ns. niukan valuutan maata kohtaan. (Katso sivut 12 ja 22). Tämä varaus jäi kuriositeetiksi IMF-sopimuksessa.

Jos vaihtotaseeltaan ylijäämäisen maan valuutta joutui valuuttakeinottelun kohteeksi, viranomaisten puolustusmahdollisuudet olivat suhteellisen hyvät verrattuna alijäämämaihin. Sisäänvirtaaville pääomille asetettiin esteitä, ja omien talousyksiköiden sopimusoikeutta rajoitettiin (kiellettiin mm. ennakkomaksujen vastaanotto tavaraviennistä, sillä IMF-sopimus salli rajoitteet pääomalikkeissa). Sisäänvirtaavan pääoman vaikutukset pystyttiin siten pitkään neutraloimaan kotimaisen politiikan avulla ilman, että siitä aiheutui inflaation kiihtymistä.

Jonkinasteista joustavuutta valuuttajärjestelmä joka tapauksessa sisälsi. Maat, joiden suhteellinen kilpailukyky oli hyvä ja joiden tuottavuuskehitys oli edullinen, ylläpitivät pitkään muita maita voimakkaampaa taloudellista kasvua. Tämä rajoitti osaltaan vaihtotaseyli jäämän kertymistä. Vasta sitten, kun nämä maat (esim. Japani ja Länsi-Saksa) katsoivat tarkoituksenmukaiseksi hillitä kotimaisista 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 lisämällä omissa valuutoissa 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 vaikutti 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 vuonna 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 itsestäänselvytenä virallisissa liiketoimissa. Vaihto tuli perustella maksutasesyillä. Dollarin keskeinen puolustusmekanismi kultapooli piti kuitenkin lakkauttaa tätä ennen suurten kultamyyntien vuoksi. Kultapoolin lakkautukseen ryhdyttiin, sillä IMF ja sen jäsenmaat olivat onnistuneet kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistusneuvotteluissaan. Oli päätetty perustaa uusi likvi-

---

<sup>37</sup>IMF oli sijoittanut omistamaansa kultaa USA:han 1960-luvun alussa yht. 800 milj. dollaria. Nämä kultamäärät voitiin lukea virallisiin varantoihin. IMF sai sijoituksesta korkotuottoa parantaen 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 sitoutui olemaan vaihtamatta dollareita kullaksi vuonna 1967. Yhdysvallat rajoitti myös käytännössä kullan ja dollarin muodollista vapaata vaihdettavuutta.

diteettiväline, joka rakentui rahoitusyhteistyön varaan. IMF:n luomat erityiset nosto-oikeudet (SDR) oli osittain tarkoitettu korvaamaan kullan varantoroolia sekä tukemaan dollarin asemaa (katso s. 57 - 62).

Viranomaisilla oli näennäisesti kyky puolustaa dollarin pari-arvoa. Asiallisesti tilanne oli muuttunut melkoisesti. Kullan raharoolia oli päätetty supistaa merkittävästi. Yhdysvaltain dollarin tuleva kehitys ja luottamus dollarin pari-arvoon rakentui tämän jälkeen USA:n oman talouspolitiikan varaan.

#### 4.5. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden oman likviditeettikehityksen vaikutukset

Kansainvälinen valuuttarahasto ja sen jäsenmaat olivat tietoisesti sallineet lyhytaikaisten pääomaliikkeiden vapauttamista. Oli syntynyt tiiviisti toisiinsa kytkettyjen kansainvälisten pankkien verkko, joka mahdollisti lyhytaikaisen pääoman nopean ja mittasuhteiltaan suuren liikkeen valuuttakeskuksesta toiseen. Sinänsä tämä helpotti maailmanlaajuisen 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 pari-arvon 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 liikkeet. Kansainväliset pankit pystyivät tehokkaasti toteuttamaan nämä suojautumis- ja korko-arbitraasitoimet.



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

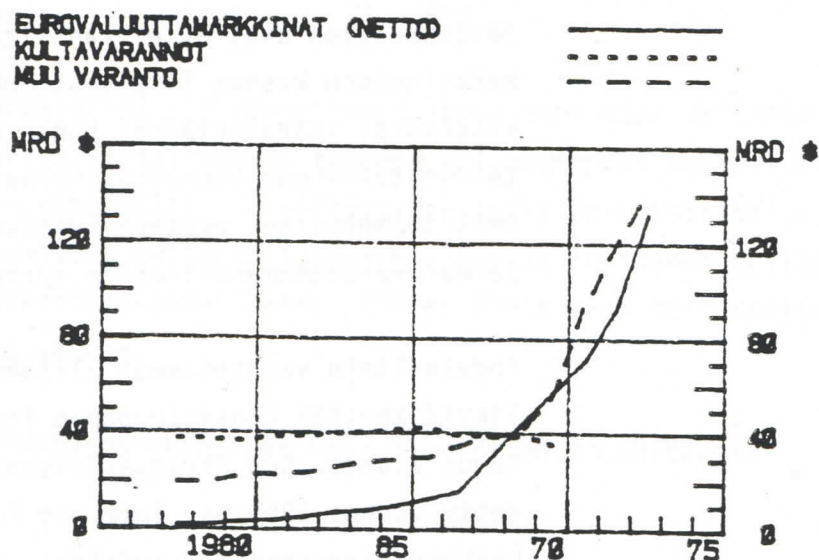
Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämäisyys lisäsi dollari-likviditeettiä Länsi-Euroopan finanssikeskuksissa 1960-luvun alussa. Kun Yhdysvalloissa oli maksutasesyistä säädetty vuonna 1963 ns. Interest Equalization Tax-laki, eli korkokustannusten tasaamislaki, tämä toimi ohjasi dollari-obligaatiolainojen kysynnän eurodollarimarkkinoille vaikuttaen markkinoiden kasvuun.<sup>38</sup> Eurovaluuttamarkkinoiden kasvu perustuikin 1960-luvun alkupuolella, paitsi kansainvälisen kaupan laajentamisen asettamille rahoitusvaatimuksille myös tämänlaatuisten teknisten määräysten antamille virikkeille.

Seuraavassa kuviossa 3. on esitetty kansainvälisen likviditeetin osakomponenttien kehityslinjoja vuosina 1958 - 1972.

---

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

Kuvio 3. Kansainvälinen likviditeetti



Lähteet: BIS:in vuosikirjat (1963-1964 - 1973-1974), muu aineisto on IMF:n.

Eurovaluuttamarkkinoilta otettujen lainojen nettokanta (alussa melkein kokonaan Yhdysvaltain dollareita) oli 1960-luvun alussa 3 - 4 miljardia dollaria. Se nousi vuoteen 1965 mennessä noin 10 miljardiin dollariin. Kansainvälisiltä pankkirahoitusmarkkinoilta irroitettavissa olevat rahoitusvirrat eivät vielä voineet olla järin suuria verrattuna niihin valuuttamääriin, mitkä 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 tukiopeaatioiden 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 eurovaluuttamarkkinoiden nettoko. Varantojen kasvu oli kuitenkin sinä vuonna vain 4 mrd. dollaria. Kultavarantojen arvo pysytteli koko Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän ajan 40 miljardin dollarin tasolla. Kulta oli kuitenkin suhteellisen epäkäytännöllinen suuressa mittakaavassa tapahtuvaan maksutaseiden tasapainotomuuksien rahoittamiseen ja sen merkitys varantokomponenttina oli toimiminen lähinnä luottamusta ylläpitävänä varantoeränä. Viranomaisten hallussa olevat varannot vastasivat vuoden 1970 lopussa likimain eurovaluuttamarkkinoilta otettujen lainojen nettoluottokantaa eli noin 57-58 mrd. dollaria. Näin ollen yksityinen pankkisektori pystyi jo ainakin periaatteessa rahoittamaan huomattavan osan yksittäisten teollisuusmaiden vaihtotasevajauksista.

<sup>terventis</sup>  
Investointivelvollisuudesta aiheutui haittaa kiinteiden valuuttakurssisuhteiden puolustuksessa. IMF:n jäsenmaiden vaihdettavien valuuttojen varannot kasvoivat vuonna 1971 edellisestä vuodesta 55 %:lla eli 31 mrd. dollaria. Kun ei haluttu muuttaa valuuttojen pariarvoja, valuuttavarannot paisuivat.

## 5. Kansainvälisen valuuttayhteistyön reagoitukyky ja toimivuus 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa

### 5.1. Reagointi pääomaliikkeiden 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 politiikkalinjan vaikutukset kytkeytyvät muiden tekijöiden vaikutuksiin, eikä toteutettujen politikatoimien erillisiä vaikutuksia voida arvioida muuta kuin suuntaa antavasti. IMF:n säännöt sekä valitut valuuttapoliittiset ja yleiset talouspoliittiset linjat jäsenmaissa muodostavat yhdessä ne yleiset puitteet, joiden yhteydessä järjestelmä voi kehittyä.

GAB-rahoitusjärjestely toteutettiin hyvin nopeasti ja kitkattomasti. Tässä yhteydessä tapahtui kuitenkin vuosina 1961-1962 mielenkiintoinen perusasetelmien vaihto velallisten- ja velkojamaiden vuorovaikutuksissa, kuten on todettu. IMF:n sopimusjärjestelmä laadittiin velkojamaan näkökulmasta, koska Yhdysvallat pystyi omasta voimakkaasta neuvotteluasemastaan johtuen sanelemaan pitkälti sopimustekstin. 1960-luvun alussa Englanti kuten myös Yhdysvallat joutuivat velallisuhteeseen muihin maihin nähden reservivaluuttastatuksensa vuoksi. Länsi-Euroopan maiden omaksuttua valuuttojensa 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 har-



kita, oliko syytä aktivoida järjestely ja pitikö yksittäisen maan osallistua rahoituksen järjestelyyn. Järjestelyä rahoittavat maat saattoivat näin asettaa muodollisia lainaehdot rahoitusta käyttävälle maalle. Tämä ei itse saanut osallistua päätöksentekoon. Kyseessä ei kuitenkaan ollut valuuttapoliittisen päätöksenteon täydellinen vallansiirto 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 päätettäessä. Yhdysvallat, Englanti, Länsi-Saksa, Ranska, Italia, Japani, Kanada, Hollanti, Belgia ja Ruotsi muodostivat jatkossa 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 (ml. Sveitsi, joka myöhemmin liittyi liitännäisjäsenenä GAB-järjestelyn rahoittamiseen). Kaikissa näissä yhteyksissä ao. maat loivat keskenään suljetun neuvottelupiirin.<sup>39</sup>

Kansainvälisen valuuttapoliittisen yhteistyön kehittymisen kannalta oli oleellista juuri tämä suurten teollisuusmaiden keskeisen yhteistyön tiivistyminen ja institutionalisoituminen. Eri maiden talouspoliittisia toimia voitiin siten ainakin periaatteessa koordinoida tavalla, joka mahdollistutti kansainväliseen valuuttakurssirakenteeseen kohdistuvien paineiden lieventymisen.

---

<sup>39</sup>Kuten sivulla 19 on kerrottu, OEEC-järjestö perustettiin 1940-luvun lopussa koordinoimaan Länsi-Euroopan maiden talouspolitiikkaa Marshall-avun toteut-

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

Tämä oli tärkeä muutos kansainvälisen valuuttajärjestelmän kannalta. Tähän asti Yhdysvallat oli sopeutunut muiden maiden taloustoimien vaikutuksiin antaen tavallaan muille maille sopeustilaa. Yhdysvaltain tietoinen pyrkimys parantaa oman vaihtotaseensa rakennetta vaikutti muiden maiden toimintamahdollisuuksiin. Tämä johtui dollarin reservivaluuttastatuksesta. Kun Yhdysvallat pyrki tietoisesti vaihtotaseylijäämään, 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.

---

tamista 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 kehitysmaille. Taloudellisen yhteistyön koordinaatiotarve oli ilmeinen kaikkien teollisuusmaiden kesken. 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 ulkoeurooppalaiset maat, kuten Yhdysvallat, Kanada, Japani sekä myöhemmin Australia ja Uusi Seelanti (Suomi liittyi vuonna 1969). Muodollisesti OECD-järjestön ratifiointi toteutui syyskuun lopussa 1961. - BIS:n yhteydessä maat sopivat myös kuukausittain tapahtuvasta maksutasetietojen raportoinnista vuonna 1964 talouspoliittista analysointia varten. Milton Gilbert, mt. s. 134.



Taloudellisten olosuhteiden nopeat muutokset alkoivat kuitenkin muokata valuuttajärjestelmän edellytyksiä tavoilla, jotka tulivat poistamaan tilanteen ohjailtavuuden valuuttaviranomaisten hallusta. Viranomaisten hallinnassa olevat tukirahoitusjärjestelmät olivat vielä periaatteessa täysin toimintakäyviä. Niistä ei kuitenkaan ollut enää hyötyä, kun Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän keskeisen maan Yhdysvaltain valuuttaviranomaiset eivät olleet vankkumatta dollarin devalvoimattomuuden takana 1960-luvun lopussa ja 1970-luvun alussa.

## 5.2. Valuuttajärjestelmän likviditeettikehitykseen liittyvä työ

### 5.2.1. Neuvottelut vuosina 1963 - 1968

Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli perustamisestaan lähtien osittain puutteellinen. Ei oltu ajateltu kansainvälisen likviditeetin häiriöttömän luonnin vaatimusta ja tarvetta. Voidaan tietysti olettaa, että valuuttajärjestelmän suunnittelijat katsoivat, että kullin uustuotanto lisäisi valuuttaviranomaisten käytössä olevia varantoja ja toimisi samalla liiallisen likviditeetin luonnin hillitsijänä.

Tämä lähtökohta on saattanut vaikuttaa, mutta silloisten neuvotteluasetelmien tasapainottomuus lienee kuitenkin luonnollisempi selitys. IMF:n alkuperäiset sopimusartikkelit sanellut neuvotteluosapuoli Yhdysvallat tuli olemaan maailmansodan jälkeisissä taloudellisissa oloissa suorastaan ylilikvidi. Koska ao. maa ei itse tarvinnut toimivia likviditeettisäännöksiä valtavien kultavarantojensa ja edullisen ulkomaankauppa-asemansa vuoksi, ei myöskään kansainvälinen valuuttajärjestelmä niitä kaivannut.

Luvussa 4 esitetty aineisto havainnollisti Bretton Woodsin kiinteän valuuttakurssijärjestelmän likviditeettimekanis-

min liiallista yksipuolisuutta. Yhdysvaltain asteittain lisääntyvät lyhytaikaiset dollarivelat olivat käytännössä ainoa keino lisätä kansainvälistä likviditeettiä kansainvälisen kaupan asettamien tarpeiden mukaisesti.

Useat IMF:n jäsenmaat, erityisesti Ranska pitivät reservivaluuttamaiden asemaa liian edullisena kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Ranskan syytösten kohteena oli Yhdysvallat, joka pystyi lyhytaikaisten 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 näin. 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 yhden tai useamman 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 esittivät vuosina 1960 - 1962 lukuisia eri ehdotuksia kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudistami-

---

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



seksi. 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 neuvotteluhaltomuudesta. Neuvottelujen hitaus oli joka tapauksessa varsin ilmeistä. IMF:n vuosikokouksen yhteydessä sovittiin syksyllä 1963, että IMF alkaa tutkia yhdessä kymmenen maan ryhmän (G-10) kanssa kansainvälisen valuuttajärjestelmän likviditeettitarpeita sekä toimintaa. Asiantuntijoista koostuva ns. Ossolan työryhmä ryhtyi työhön elokuussa 1964. Työryhmän tulokset julkistettiin vuotta myöhemmin syksyllä 1965.

Tiiviistä neuvottelutahdista huolimatta kesti kuitenkin vielä lähes kaksi vuotta ennenkuin suuret teollisuusmaat olivat kymmenen maan ryhmän puitteissa ja yhteistyössä IMF:n johtokunnan kanssa selvittäneet uuden likviditeettiväliseen 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 päätöslauseلمان, jossa se kehotti IMF:n johtokuntaa laatimaan raportin asian käytännön toteuttamiseen liittyvistä ratkaisuksista vuoden 1968 maaliskuun loppuun mennessä. Kaikki jäljellä olevat kiistakysymykset saatiin sovittua ja IMF:n hallintoneuvosto hyväksyi omalta osaltaan SDR-järjestelmän perustamista koskevan päätösesityksen toukokuussa 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) ja saattoi osoittaa tai peruuttaa kansainvälistä likviditeettiä SDR:ien muodossa 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> Valittavasti 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 luonnollisesti edistänyt SDR:n asemaa varantovälineenä.

SDR-järjestelmää voidaan likviditeettimekanismina kuvata luotolliseksi shekkitiliksi, jota IMF hoitaa jäsenmaiden puolesta. IMF suorittaa kirjanpidon ja toteuttaa transaktiot. Yhden erityisen nosto-oikeuden arvoksi sovittiin aluksi yhden Yhdysvaltain dollarin kultasisältö vuonna 1944.<sup>43</sup> Osoitettavien erityisten nosto-oikeuksien määräs-

<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 osoitus 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.



tä täytyi ja täytyy edelleen päättää korkealla määräenemmistöllä, jotta tarveharkinta perustuisi yhteneväiselle näkemykselle likviditeettitarpeesta. SDR:ien osoituksissa sovellettavat periaatteet määriteltiin vuoden 1969 ensimmäisen sääntöuudistuksen yhteydessä. Osoitusten varsinaiseksi perusjaksoksi valittiin 5 vuotta. Perusjakson pituus voi kuitenkin poiketa tästä, jos tähän katsotaan olevan aihetta. SDR:ien osoitukset tapahtuvat samansuuruisina joka vuosi. Ne osoitetaan IMF:n jäsenmaille maiden jäsenosuuksien koon osoittamassa suhteessa. Osoitukset voidaan myös peruuttaa maailmantalouden ylikvissä tilassa.

Erityiset nosto-oikeudet osoitettiin IMF:n jäsenmaille vastikkeettomasti. Niitä ei tarvinnut ansaita vientituloilla. SDR:istä muodostui siten valuuttavarantojen uusi tukikomponentti. Jos niitä ei käytetty, niiden hallussapito ei aiheuttanut kustannuksia (paitsi vähäinen tilienhoitomaksu IMF:lle). Jos maa oli maksutasetarpeessa, 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 kumulatiivisiin SDR:ien osoituksiin. Tämän mukaan minkään maan ei tarvinnut vastaanottaa enempää kun kaksi kertaa sen määrän, mitä nii-

den oma osoitusmäärä oli. Monet maat suostuivat kuitenkin vapaaehtoisesti ylittämään hyväksymisrajan myöhemmin.

Vuosien 1970-1972 SDR:ien osoitukset eivät ehtineet toteuttaa edes kullan varantoroolin osittaista korvaamista, joka oli yksi perustelu SDR-järjestelmän käyttöönotolle. Kun kultapooli oli lakkautettu vuonna 1968, ja Yhdysvallat oli asettanut muodollisia rajoitteita kullan ja dollarin vaihdettavuudelle, varantokulta oli muodostunut epäkäytännölliseksi varantovälineeksi.

### 5.3. Valuuttakurssien asetantaan liittyvä politiikka

Kuten todettua, pariarvon muutos toteutettiin yleensä myöhään ja usein vasta pakkotilanteessa. 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 toimenpiteiden suorittajasta. Asia pelkistyi siihen, kuuluiko sopeutusvastuu vaihtotaseeltaan alivai ylijäämäisille maille. Yhdysvallat kehotti muita maita revalvoimaan valuuttojaan. Muut maat halusivat, että Yhdysvallat devalvoisi dollarin.



Raportissa selvitettiin tavanomaiset syyt yksittäisen maan maksutaseen tasapainottomuuteen. Useimmiten tasapainottomuuden lähtökohta oli liian suuri kotimainen kokonaiskysyntä. Tämän nähtiin paisuttavan tuontia ja ohjaavan kotimaista tuotantoa pois viennistä. Tasapainon palauttaminen edellytti kotimaisen kokonaiskysynnän supistamista. Jos tarvittavat toimenpiteet finanssi-, raha- ja tulopolitiikassa olisi suoritettu ajoissa, ne eivät olisi aiheuttaneet haitallisia seurausvaikutuksia kotimaahan eivätkä kansainväliseen talouteen. Ilman talouspolitiikan nopeaa reagoimista kotimainen hintataso pääsee erkanemaan liiaksi kansainvälisestä hintatasosta. Jos näin käy, valuuttakurssien muutos olisi tarpeen raportin suosituksen mukaan. Raportissa ei kuitenkaan määritelty tarkasti sitä perustavaa laatua olevaa tasapainottomuutta, joka olisi edellyttänyt pariarvon muutoksen. Raportissa todettiin, että jos maan vaihtotase pyrkii jatkuvasti olemaan ali- tai ylijäämäinen ilman, että sopimustenvastaisia 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 sanella määräyksiä kansallisille hallituksille.

Epärealistiset valuuttojen pariarvot koituvat lopulta Bretton Woodsin valuuttajärjetelmän kohtaloksi. Järjestelmän maksutaserahoitusmekanismit olivat vahvat. Vaihtotaseissa vallitsevia tasapainottomuuksia kyettiin pitkään rahoittamaan. Jäykät valuuttakurssisuhteet murtuivat kuitenkin pääomaliikkeiden johdosta. Normaaleissa olosuhteissa valuuttakurssispekulaatio oli kurssisuhteita vakauttavaa, koska oli oletettavaa, että valuuttaviranomaiset puolustavat asetettuja kurssitasoja. Jos kurssitaso kuitenkin koettiin yleisesti epärealistiseksi, pitkään

jatkueneet samansuuntaiset lyhytaikaiset pääomaliikkeet saattoivat pakottaa viranomaiset valuuttakurssin sopeuttamiseen.<sup>44</sup>

Luottamus yksittäisen valuutan pariarvon pysyvyyteen saattoi ratkaisevasti heikentyä jonkin yksittäisen tilastotiedon julkistamisen vuoksi.<sup>45</sup> Jos tilastoluvuista laskettu muutos oli suurempi kuin mitä 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 ja/tai kuukausi) liikkui paljon suurempia summia kuin aomaiden 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 % devalvaatio elokuussa 1969 johtui vuonna 1968 tapahtuneista poliittisista ja sosiaalisista levottomuuksista, jotka aiheuttivat valuuttapakoa Ranskasta. Devalvaatio toteutettiin kuitenkin yllätyksellisesti, eikä toteutushetkellä vallinnut pääomaliikkeistä aiheutuvia markkinapaineita. Frangin kurssitaso oli joka tapauksessa muuttunut epärealistiseksi poliittisten levottomuuksien lopettamiseksi sovittujen suurten palkankorotusten vuoksi. Saksan markan suurehko 9.3 %:n revalvaatio tapahtui lokakuussa 1969 välittömästi parlamenttivaalien jälkeen. Uuden kurssitason määrittämisessä käytettiin avuksi kelluttamista, koska ei oltu varmoja siitä, että pienehkö hallinnollinen revalvaatio olisi lopettanut kurssispekulaatioilmiötä (ja rahapolitiikan toteuttamista häiritseviä pääoman sisäänvirtausaaltoja).

Kirjassa 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 kauppataluvut, keskuspankin valuuttavarantoluvut sekä harvemmin julkistetut vaihtotaseluvut.



## 5.4. Yhdysvaltain dollarin luottamus kriisi ja sen seuraukset

### 5.4.1. Dollarikriisin vaikutus muihin maihin

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

Vuonna 1971 Yhdysvaltain kauppatase 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 uudelleentarkistamiseen.

Yhdysvaltain viranomaisten asenne oli odottava. Annettiin tilanteen kehittyä ja markkinavoimien toimia suhteelli-

---

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

<sup>47</sup>Otmar Emminger: mt. s. 18. Vuoden 1970 alusta vuoden 1973 maaliskuun loppuun 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 ulosvirtauksesta johtuvia liikkeitä. Pitkäaikaisen pääoman ulosvirtaus saattoi myös johtua kurssisuojustamishalusta.

sen vapaasti. Vaihtotaseeltaan ylijäämäiset maat pyrkivät asettamaan esteitä Yhdysvalloista virtaavien pääomien tielle. Esteet osoittautuivat kuitenkin melko tehottomiksi. Valuuttakurssien muutosten sallittu vaihteluväli oli toisaalta liian ahdas hillitsemään pääomaliikkeitä. Kun Yhdysvaltain dollaria kohtaan tunnettu luottamus kriisi 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 useakohtaisen talouspoliittisen ohjelman vaihtotaseyli jäämänsä pienentämiseksi. Tämä ei kuitenkaan auttanut ja myös Japanin piti sallia valuuttansa vapaampi kurssimuodostus myöhemmin syksyllä. Belgia ja Ranska erottivat valuuttakurssimarkkinat kaupallisiin ja ei-kaupallisiin markkinoihin sallien, että jälkimmäisen 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

<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.



käyttäisi amerikkalaisia tuotteita investoinneissaan.<sup>49</sup> Kullan ja dollarin välinen 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 viranomaisten 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 lopussa. Schweitzer esitti jo tuolloin julkisesti, että Yhdysvaltain dollari pitäisi devalvoida osana valuuttakurssirakenteiden yleistarkistusta.<sup>51</sup> Hän esitti myöhemmin seuraavan konkreettisen ehdotuksen kolmitahoisesta lähestymistavasta tuleville neuvotteluille.<sup>52</sup>

---

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

<sup>50</sup>Kullan vaihdettavuus lakkautettiin, koska 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. Neuvotteluasetelmissä tapahtui kuitenkin käänne. Kun Yhdysvallat ehdotti muille suurille teollisuusmaille dollarin suurehkoa 10-15 % devalvaatiota, nämä asettuivat vastustamaan tätä.<sup>53</sup> Varsinaisen neuvottelusopimus syntyi joulukuun 13 - 14 päivinä 1971 presidentti Nixonin ja presidentti Pompidoun tapauksissa.

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 troy-unssilta. Ranskan frangi vahvistui täten dollariin nähden 8.57 %. Tämä neuvottelutulos esitettiin

---

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



muille suurille teollisuusmaille 10-maan ryhmän kokouksessa 17 - 18 päivinä joulukuuta 1971 Smithsonian instituutissa. Kokouksen aikana muodostettiin ns. Smithsonian sopimus uudesta keskuskurssijärjestelmästä ja toteutettiin valuuttajärjestelmän toinen yleinen kurssitasojen tarkistus.<sup>54</sup>

#### 5.4.2. Smithsonian keskuskurssijärjestelmä

Uudet valuuttakurssisuhteet määriteltiin keskuskurssijärjestelmässä Yhdysvaltain dollareissa ilmaistujen keskuskurssien avulla. Dollarin ja kullan vaihdettavuutta ei palautettu. Valuuttakurssien sallittu vaihteluväli laajennettiin 2.25 prosenttiin 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):

---

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

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 %

Kanada päätti jatkaa valuuttansa kelluttamista. Sveitsin frangi vahvistui ratkaisun yhteydessä dollariin nähden 13.9 prosentilla.<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 ja toisaalta Länsi-Saksan sekä Japanin väliset keskinäiset valuuttakurssimuutokset olivatkin melko suuret. Toteutettu ratkaisu ei osoittautunut uskottavaksi. Valuuttamarkkinoilla oli odotettu dollarin suurempaa devalvaatiota. Yhdysvaltain dollarin ulkoisen arvon heikentymisen laskettiin olleen vain noin 6.5 - 7.75 prosenttia riippuen siitä minkälaisia kauppapainoja käytettiin.<sup>56</sup> Valuutta-

<sup>55</sup>Susan Strange: mt. s. 343 - 344 kuvaa 10-maan ryhmän ulkopuolisten maiden politiikkavalintoja 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 prosenttia, mutta samalla se merkitsi markan ulkoisen arvon (efektiivisen kurssin) usean prosentin heikentymistä.

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



kurssien tilapäisesti laajennetulla vaihteluvälillä suunniteltiin pidettävän kurissa satunnaiset häiriöt valuuttamarkkinoilla. Toiveena oli, että myöhemmin olisi voitu palata vakaisiin valuuttakurssisuhteisiin.

## 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 syntyneitä 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 suositusten pohjalta.<sup>57</sup>

Maailmantalouden muutokset olivat 1970-luvun alussa kuitenkin niin äkillisiä ja suuria, etteivät yllä mainituissa laskelmissa käytetyt oletukset 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 valuuttakurssien vaihtelualue oli

<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 pääomaliikkeet. Valuuttakurssien muutokset vaikuttavat lisäksi ajanmittaan kaupavirtoihin. Yhdysvaltain vaihtotaseeseen olisi pitänyt vahvistua lähes välittömästi, jotta luottamus dollariin olisi palautunut.



supistettu 2.25 prosenttiin eli puoleen normaalista. Interventiotoimilla pyrittiin pitämään valuuttakurssit tämän ahtaan vaihtelualan sisällä. Tämä osoittautui vaikeaksi. Englanti joutui pian eroamaan valuuttavarannon supistumisen vuoksi. Yhdysvaltain dollariin kohdistuva jatkuva luottamuspuola pakotti Yhdysvallat toiseen devalvaatioon helmikuussa 1973. Dollari devalvoitiin 10 prosentilla (kullan hinta kohosi 38 dollarista 42.22 dollariin troy-unssilta).<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 valuuttakurssimuodotuksen 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 vuosina 1972 - 1974

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

---

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

IMF:n hallintoneuvosto asetti raportin käsittelyn pohjalta erityisen hallintoneuvoston jäsenten keskuudesta kootun kahdenkymmenen 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 tasapuolisen vastuujon toteuttaminen nähtiin yleisesti tärkeäksi. Valuuttakurssipolitiikkaan pyrittiin saamaan lisää joustavuutta. Tämän toteuttamiseksi 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>

Keskusteluiden jatkuessa taloudelliset olosuhteet muuttivat ratkaisevasti vuonna 1973 tapahtuneiden voimakkaiden öljyn hinnan korotusten vuoksi. Tämä ns. öljykriisi muutti hetkessä neuvotteluasetelmat hyvin vaikeiksi. Tämän vuoksi

<sup>60</sup>Dollarin reservivaluuttastatuksesta aiheutuneita dollarivelkoja ei voitu olettaa maksettavaksi 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. substitutiotili. Sen puitteissa olisi voitu vaihtaa dollareita SDR-määräisiksi vaateiksi. Tämä olisi tehnyt mahdolliseksi dollarivelkojen kuolettamisen keskipitkällä aikavälillä. Taloudellisten olojen epävakaisuus esti kuitenkin suunnitelman toteuttamisen.



kahdenkymmenen komitea ei nähnyt olevan mahdollista suosit-  
taa sitovan tiukkaehtoisen ja yhtenäisen uudistetun valuut-  
tajärjestelmän toteuttamista. Laajan ja kattavan reformin  
sijasta komitean suositukset pyrkivät kohdistamaan huomion  
valuuttajärjestön osittaisuudistuksiin ja näin asteittain  
viemään uudistusprosessia eteenpäin.

Komitean suosituksia käsiteltiin vuoden 1974 keskivaiheil-  
la Valuuttarahaston johtokunnassa. Muutosehdotuksien jatko-  
neuvottelut käytiin tämän jälkeen IMF:n hallintoneuvoston  
asettamassa ns. väliaikaiskomiteassa (Interim Committee),  
Tämä konkretisoi ehdotukset yhteistyössä johtokunnan kans-  
sa.<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, että viimeistelty sopimusesitys  
toimitettiin jäsenmaille niiden hyväksyttäväksi ja ratifi-  
oitavaksi. Ratifiointiin kului pari vuotta ja toinen IMF:n  
sopimusartiklan uudistus tuli muodollisesti voimaan vasta  
1.4.1978 eli yli 6 vuotta neuvotteluiden käynnistymisen  
jälkeen.

Ennen sopimusartiklain toisen sääntöuudistuksen muodol-  
lista voimaantuloa piti kuitenkin toteuttaa muutama väli-  
aikaistoimenpide kansainvälisen valuuttajärjestelmän toi-  
minnan varmistamiseksi. Toimenpiteet koskivat mm. vallit-  
sevien valuuttakurssien määrittämistä, IMF:n jäsenmaiden  
rahoitusasemien parantamista (katso s. 85 - 87), kelluvien

<sup>61</sup>Kahdenkymmenen komitean suositus uudeksi kansainvälisen valuuttajärjestel-  
män säännöksi eli ns. "Outline of the Reform" on julkaistu IMF Survey  
lehdessä June 17, 1974.

valuuttakurssien hallintaan liittyvien periaatteiden täsmentämistä, sekä periaateratkaisua varantokullan roolista kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Toimenpiteistä kolme ensimmäistä perustui kahdenkymmenen komitean suosituksiin. Viimeksi mainittu periaateratkaisu oli pitkällisen neuvottelutyön lopputulos väliaikaiskomiteassa.

### Valuuttojen ulkoisten arvojen määrittäminen

Kansainvälinen valuutta- ja maksujärjestelmä toimi ilman sitovia sääntöjä vuodesta 1971 lähtien vuoden 1978 maaliskuun loppuun. 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 pyrkien tasoittamaan vain suuria heilahteluja.

Alkuvaiheessa tulkittiin, että milloin pariarvoa tai valuutan keskuskurssia ei voitu pitää yllä, poikkeama pariarvosta oli vain tilapäinen. Riitatapauksissa sovellettiin valuutan arvoksi siis vanhaa virallista kurssia. Kun valuuttojen arvot alkoivat suuresti poiketa näistä kirjanpito-kursseista, piti määrittää uusi laskentatapa valuutoissa ilmaistuille velvollisuuksille. 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 arvostuk-



sen pohjana. Määrittelyhetkellä (28.6.1974) SDR:n arvoksi asetettiin dollarin vuoden 1969 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 hallitulle valuuttojen kellumiselle. IMF saattoi laatia ne, koska osa pystyi muodollisesti valvomaan jäsenmaiden käyttäytymistä valuuttamarkkinoilla. Rahaston johtokunta hyväksyi kesäkuussa 1974 ohjeet valuuttojen kelluttamisessa noudatettaville periaatteille (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, joista olisi haittaa muille maille (esim. kilpailevien valuuttakurssien muutokset). Valuuttainterventioita ei tämän vuoksi

---

<sup>62</sup>SDR:n arvostuskorin koostumusta tarkistettiin heinäkuun alussa 1978, jolloin kaksi vanhan korin sisältämistä valuutoista vaihtui uusiin valuuttoihin. Tammikuun alussa 1981 suoritettiin toinen korin 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.

saisi suorittaa "suhteettoman 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 johtaneesta 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 valuutta- ja 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 kultavaroistaan.<sup>64</sup>

<sup>64</sup>Jamaikalla keväällä 1976 pidetyn väliaikaiskomitean kokouksen yhteydessä 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/troy unssi. Rahaston likviditeettiasema parani molempien toimenpiteiden ansiosta, mutta se 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 salliakseen keskuspankkien väliset liiketoimet. Näin ei käynyt. Varantokullan käyttö ei voinut tapahtua 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, mitä valuuttajen pariarvojärjestelmä vaati. Vuonna 1973 omaksutut maittaiset erilaiset valuuttajärjestelyt säilyivät rinnakkaisina. Jäsenmaille annettiin suuri toimivapaus valuuttajärjestelyjen toteuttamisessa. Toisaalta IMF:n jäsenmaat sitoutuivat yhteistyöhön rahaston ja muiden jäsenmaiden kanssa varmistaa mahdollisimman vakaat valuuttaolot. Uuden 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 valuuttakurssiin välttääkseen maksutaseen sopeuttamista tai saavuttaakseen kilpailuedun;
- noudattaa näiden sitoumusten kanssa sopuinnussa olevaa valuuttapolitiikkaa.

Jäsenmaiden piti ilmoittaa IMF:lle toisen sääntöuudistuksen voimaantulon jälkeen valuuttajärjestelystään sekä niiden mahdollisista muutoksista. IMF:n artikla XIV:n ja VIII:n

alaiset maakonsultaatiot toteutettiin vuoden 1978 jälkeen tämän uuden artikla IV:n alaisina.<sup>65</sup>

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 halua 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>

---

<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 käytännön toteuttamista selostetaan tutkimuksen liitteessä.

<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.



### 6.3. Vapaat valuuttajärjestelyt ja valuuttayhteistyö

#### 6.3.1. Ensimmäinen öljykriisi

Lokakuun 1973 Lähi-idän sodan yhteydessä öljyävievät arabimaat supistivat väliaikaisesti öljyn tarjontaansa, jonka seurauksena vapaiden öljymarkkinoiden hintanoteeraukset nousivat. Öljyä vievät OPEC-maat päättivätkin nostaa raakaöljyn virallista vientihintaa lokakuussa 1973 vallinneelta 3 dollarin tasolta hieman yli 11 dollariin tynnyriltä tammi-kuussa 1974. 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 valuuttakurssimuutoksien käytön katsottiin yleisesti vain vaikeuttavan tilannetta. Tämän vuoksi teollisuusmaat sitoutuivat vuonna 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 vuonna 1980 siitä tehtiin jatkuva kauppapoliittinen sitoumus.

Taulukossa 2 on havainnollistettu öljykriisin vaikutuksia maailmantalouden vaihtotaserakenteeseen.

---

<sup>67</sup>Taloudellinen kasvu pysähtyi teollisuusmaissa vuonna 1975 ja tuotanto jopa supistui suurissa teollisuusmaissa. Myös maailmankaupan volyyymi supistui samana vuonna ensi kertaa toisen maailmansodan jälkeen. Nämä seurausvaikutukset eivät kuitenkaan johtuneet suoranaisesti tietoisesti toteutetuista talouspolitiikan toimesta. Suhdannetaantuma syveni automattisesti 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>Öljävievät 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
<u>Sosialistiset maat</u>						
+ tilastovirhe	15.7	20.5	8.9	8.2	- 0.9	- 6.4

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

OPEC-maiden vaihtotaseeseen ylijäämä kasvoi vuonna 1974 kymmenkertaiseksi verrattuna edellisen vuoden vajaaseen 7 mrd. dollariin. Öljyätuovat kehitysmaat kantoivat tästä puolet ja niiden vaihtotaseasema heikentyi yhteensä n. 30 mrd. dollarilla. Ryhmäkohtaisen vajuus nelinkertaistui ja vaihtotaseiden alijäämät pysyivät pitkän aikaa aiempaa huomattavasti korkeammalla tasolla. Teollisuusmaiden vaihtotase heikentyi samoin 35 mrd. dollarilla ja koko ryhmän vaihtotaseasema muuttui vajaukselliseksi.

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



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

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

### 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> Maailmankaupasta käytiin noin 70 - 75 prosenttia vapaasti kelluvissa valuuttoissa.

<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 vuonna 1971 herrasmiespäätöksen olla sijoittamatta varantojaan euro-markkinoille hillitäkseen niiden kasvua. Niin kuin kahdenkymmenen komitean työskentelystä kävi ilmi, käydyissä valuuttajärjestelmän uudistuskeskusteluissa IMF:n jäsenmaat olivat haluttomia kasvattamaan SDR:n roolia. Tämän vuoksi kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän likviditeettikehitys jäi paljolti kansainvälisten pankkien toiminnan varaan. Kansainvälisen pankkitoiminnan valvonta oli vielä suhteellisen jäsentymätöntä. Valvontaa ryhdyttiin tehostamaan vasta pankkiepäonnistumisten 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 korkea-

---

<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 swapluottoverkostoa laajennettiin vuonna 1973 huomattavasti 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.



suhdanteen parantaessa maiden asemaa. Mitä tehdä valuuttapoliittiselle yhteistyöjärjestölle, jota ei näytetty tarvittavan? - Ensimmäinen öljykriisi osoitti, että virallistakin maksutaserahoitusta tarvittiin vielä.

Kuten aiemmin mainittiin 20-komitean työn yhteydessä, näytti vuoden 1974 alussa siltä, että vaihtotaseiden tasapainottomuudet 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 komiten 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 siksi aikaa, kunnes IMF:n oma rahoitusjärjestelmä olisi normalisoitunut.

IMF sai käytettäväksi yhteensä 6.9 miljardin SDR:n luottojärjestelyt vuosina 1974 - 1975 varsin edullisilla rahoitusehdoilla.<sup>70</sup> Sen hetkiset epävakaiset taloudelliset olosuhteet huomioon ottaen rahoittajamaat osoittivat merkittävää yhteistyöhalua IMF:n kanssa. Öljyluottojen merkitys oli jälkikäteen arvioituina kuitenkin varsin marginaalisia

---

<sup>70</sup>Öljyluotot aktivoitiin hyvin lyhyen ajan kuluessa vuosina 1975 - 1976. Öljyluottojen takaisinmaksuajaksi sovittiin 4 - 7 vuotta (neljännesvuosittaiset kuolelutukset). Kuolelusaika oli pari vuotta pitempi kuin IMF:n tavanomaisissa luotoissa. Lainakorot vaihtelivat laina-ajan pituuden mukaan noin 7 prosentista vajaan 8 prosenttiin vuodessa. Silloisissa epävakaisissa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden olosuhteissa 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.

kokonaisrahoitustarpeiden kannalta. Niiden avulla katettiin vain 5 - 6 prosenttia syntyneistä vaihtotasevajauksista vuosina 1974 - 1976. Yksittäisen maan kannalta öljyluottojen saanti helpotti joka tapauksessa huomattavasti vaikeata rahoitustilannetta.

#### IMF:n luottojen ehdollisuuden lievennys

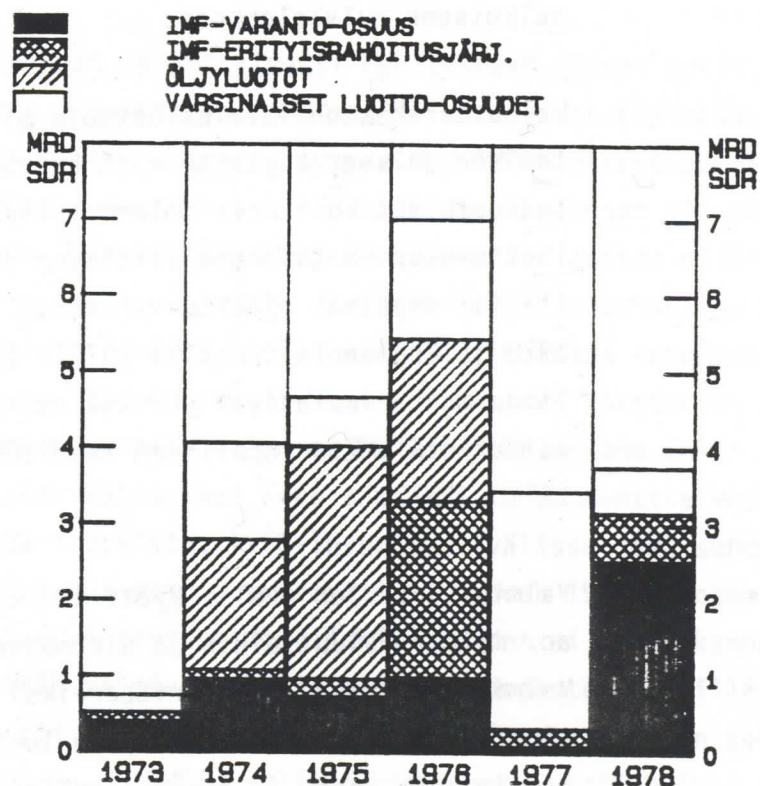
Öljyluottojen nostoihin olivat oikeutettuja maat, joiden valuuttavarannot olivat supistuneet vuosina 1974 ja 1975. Niiden käyttöön ei liittynyt IMF:n tavanomaista talouspoliittista ohjelmaa. Luottoa nostava maa joutui ilmoittamaan, että se pyrki tasapainottamaan ulkomaankaappaansa ja vähentämään riippuvuutta tuontienergiasta. Edelleen sitouduttiin siihen, ettei maa saanut ottaa käyttöön uusia tai tehostaa voimassa olevia kansainvälisiä juoksevia liiketoimia ja maksuja rajoituksia ilman etukäteiskonsultaatiota rahaston kanssa. IMF kannusti lisäksi jäsenmaita rahoitusresurssiensa 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 keskusteluäloitteita VP 1/82 3.12.1981.



KUVIO 4. IMF:n antolainaused vuosina 1973 - 1978



IMF:n rahoituksen käyttö<sup>72</sup> kasvoi hyvin voimakkaasti vuosina 1974 - 1976. Rahoitusta nostettiin kuitenkin järjestelyistä, joihin ei sisältynyt talouspoliittista ehdollisuutta eli öljyluottoina vuosina 1974 - 1976 ja CFF-järjestelystä vuonna 1976 (ristiviivoitettu pylväslohko). IMF:n tavanomaisten luottojen sekä kehitysmaiden erityistarpeita varten vuonna 1974 perustetun laajennetun EFF-rahoitusjärjestelyn käyttö osoittautui hyvin heikoksi. Vain kymmenen maata turvautui luottoehdoiltaan tiukan rahoituksen käyttöön sinä aikana, kun öljyluottoja oli

<sup>72</sup>Tässä kuviossa on luettu IMF:n varanto-osuuden nosto IMF:n rahoituksen käyttökseen, 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.

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 vuosille 1974 - 1975 sekä 1978 ja Englannin vuosille 1977 - 1978. Nämä kaksi teollisuusmaata vastasivat yhdessä valtaosasta kuviossa 4 esitetystä IMF:n ehdollisen rahoituksen käytöstä vuosina 1974 - 1977.

Valmiusluottojen avulla kyettiin palauttamaan luottamus ao. maiden valuuttoihin ja ulkomaiseen velanhoitokykyyn. Valmiusluottojen luottokriteereiksi asetettiin varsin tiukkoja tavoitteita kotimaisen luotonannon kasvulle, rajoituksia raha- ja 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 keskustelu-aloitteita VP/11/84 31.12.1984.



## IMF:n vaikutusvallan väliaikainen heikentyminen

Jäsenmaat ja erityisesti kehitysmaat olivat hyvin haluttomia ehdollisten rahoitusjärjestelyiden käyttöön. Pitkään muuttumattomina pysyneiden IMF:n jäsenosuuksien merkitys suhteessa kansainväliseen kauppaan oli pienentynyt 1970-luvulla kansainvälisen inflaation kiihtymisen seurauksena. Rahaston tavanomainen jäsenosuuksien korotus viivästyi myös kolmella vuodella. Korotus toteutui vasta vuonna 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 suhteutettuina.<sup>75</sup> IMF:n välitön rahoituskyky oli heikko juuri silloin, kun jäsenmaiden rahoitustarpeet olivat suuret.

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

---

<sup>75</sup>EFF-järjestely eli kehitysmaiden laajennettu nostojärjestely (Extended Fund Facility) luotiin vuonna 1974 kehitysmaiden sopeutumistarpeita silmälläpitäen. 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 vuosina 1977 - 1978

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

---

<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 yli 100 %:n ylimenevä osuus tuli rahoitettavaksi kokonaan lisäluotolla. EFF-järjestelyn kohdalla oli vastaavantyyppinen kytkentä.



luuttajärjestelmän 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 johtuen Yhdysvaltain vaihtotase heikkeni ja tämän jälkeen Yhdysvaltain dollarin ulkoinen arvo laski.

Ulkomaankauppaosuuksilla mitattuna dollarin ulkoinen arvo heikkeni 19 prosenttia syyskuun lopusta 1977 lokaan loppuun 1978. Samana aikana Japanin jeni ja Länsi-Saksan marka vahvistuivat 40 ja 13 prosenttia. Muutokset olivat erityisen suuria lokakuussa 1978. Dollari heikentyi tuolloin 6 prosenttia 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 valuuttakurssien perustavaa laatua olevia muutostrendejä ei voida estää, jos odotukset kurssimuutoksista 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 - 80 % välillä. Länsi-Saksan marka ja Japanin jeni kasvativat osuuksiaan muiden valuuttojen kustannuksella (Englannin punta ja Ranskan frangi). Kun dollari on käytetty maksuvaluuttana mm. raakaöljyn laskutuksessa, dollari on säilyttänyt asemansa myös yksityisillä markkinoilla. Dollarin suhteellinen osuus eurovaluuttamarkkinoilla identifioituista talletuksista pysytteli 3/4 paikkeilla. Hyvin huomattava osa pankkilainoista myönnetään dollareissa.

<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. 74). IMF olisi ns. substituutiotilin kautta "peruuttamattomasti" vaihtanut dollareita ja mahdollisesti muitakin varantovaluuttoja SDR:iin. Näitä erityisiä nosto-oikeuksia olisi jatkossa käytetty dollareiden asemasta valuuttaviranomaisten välisissä liiketoimissa. Substituutiotilisijoituksista olisi saatu korkotuotto, joka olisi perustunut dollarisijoitusten alkuperäiseen SDR-arvoon sekä SDR-korkoon.

Dollarilikviditeetin kasvua olisi tällöin kyetty hillitsemään, kun SDR:n asemaa varantovälineenä olisi tuettu. Eri mielisyyksien 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 päävastuun kurssiriskistä, sillä substituutiotilin avulla pyrittäisiin kuitenkin helpottamaan dollarin ulkoisen arvon ylläpitoa. Ei myöskään päästy yksimielisyyteen IMF:n

---

<sup>79</sup>Normaalisti voidaan olettaa, että ns. korkopariteetti pätee, so. 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 suurinpiirtein 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 katannut tilin jäsenmaille maksamia korkoja (jotka perustuivat SDR-korkoon, mutta jotka maksettiin dollareissa).



jäljellä olevan kullan käyttämisestä substituutiotilin 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 miljardia SDR valuuttarahastosta. Nosto suoritettiin GAR-järjestelystä, johon osallistuivat Länsi-Saksa ja Japani. Yhdysvaltain viranomaiset laskivat myöhemmin liikkeelle myös DM-määräisiä obligaatioita Länsi-Saksassa.

---

<sup>80</sup>IMF:lle jäi kultaa n. 103 milj. troy unssia 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>Substitutioitavien dollareiden kokonaismäärän olisi pitänyt olla melko suuri, jotta substituutiotilillä olisi ollut merkittävää vaikutusta. IMF:n jäsenmaiden hallussa oli varantodollareita 218 mrd. vuonna 1978 (näistä 156 mrd oli sijoitettu FED:in 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. Yhdysvaltalaisien 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 yleis-tila toisen öljykriisin kynnyksellä

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

Kansainvälisen valuuttarahaston asema oli muodollisesti vahvistunut keväällä 1978, kun IMF:n toinen sääntöuudistus astui voimaan. Sääntöuudistukseen liittyen 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

---

<sup>83</sup>Kansainvälisen pankkitoiminnan valvontaa ja seurantaa tehostettiin voimallisesti BIS:in 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.

miljardin SDR:n vuotuisia osoituksia ei tällä kertaa perusteltu niinkään kansainvälisen likviditeetin tarpeen näkökulmasta vaan sillä, että tahdottiin edistää SDR:n asemaa valuuttajärjestelmässä.

IMF:n oma likviditeettitilanne oli parantunut. Kuudes jäsenosuuskorotus tuli voimaan vuonna 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 politiikkaprioriteettien 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>

---

<sup>84</sup>Samaan vientimenetykseen vetoamalla maa saattoi nostaa jäsenosuuttaan vastaavan määrän IMF-rahoitusta vuotta kohden, kun se aiemmin sai vain puolet jäsenosuudesta (75 %, jos vientimenetykset jatkuivat).

<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.



IMF:n jäsenmaiden valuuttapoliittinen ja yleinen talouspoliittinen yhteistyöhalu näytti olevan kohtalaisen hyvä. Tämä ilmeni mm. 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 vuosina 1979 - 1980 muutti kuitenkin tilannetta ratkaisevasti.

## 7.2. Toisen öljykriisin taloudellisista vaikutuksista

Raakaöljyn hinnan toisen voimakkaan tasokohoamisen seurauksena 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 eräs 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 yksittäisten maiden vakaalle taloudelliselle kasvulle. Tiukasta rahapoliittisesta linjasta aiheutui teollisuus-

maissa 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 ulkoinen tasapaino alkoi järkkä. Vaihtotasevajausten supistamiseksi jouduttiin kiristämään talouspolitiikkaa. Erityisesti Latinalaisen Amerikan maat joutuivat hillitsemään hyvin voimakkaasti kotimaista kysyntää ja tavaratuontia ulkomaisen likviditeettitilanteen parantamiseksi.

Kun taloudellinen kasvu oli yleisesti vaimeaa, maailmankaupan määrällinen kasvu pysähtyi käytännössä neljän vuoden ajaksi vuosina 1980 - 1983. Maailmankauppa alkoi elpyä vasta vuonna 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 vuosina 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 Maailmankasvun pankki - alkoivat lähestyä toisiaan omilla toimintasekto-

---

<sup>86</sup>Inflaation vastainen talouspolitiikka on ollut tuloksellista 1980-luvulla. Kansainvälistä inflaatiota on saatu madallutettua yleisesti. Suurissa teollisuusmaissa inflaatio on saatu huomattavasti hidastettua 1970-lukuun verrattuna.



reillaan 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 jonkin yksittäiseen päävaluuttaan tai valuuttakoriin. Kehitysmaat jatkavat täten muodollisesti samankaltaista politiikkaa, mitä teollisuusmaat harjoittivat 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 rajoituisivat yksinomaan valuuttakurssipolitiikkaan.

Kun ulkomaisen rahoituksen saatavuus on heikko ja vaihtotaserajoitteet 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 pitempi-

---

<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.

aikaisiin 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 luotonsaantimahdollisuuksia IMF:stä. Uuden rahoituspolitiikan muototumiseen vaikuttivat melko ratkaisevasti Turkin maksutase- ja velanhoitovaikeudet vuosina 1979 - 1980. Kaupallisen rahoituksen saanti katkesi aomailta 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 suuremman luoton kuin mitä rahoitusjärjestelyä suunniteltaessa oli päätetty (katso s. 90 alaviite 76). Maailmanpankin rahoituspolitiikassa turvauduttiin tässä tapauksessa uudelleen mittavan ohjelmarahoituksen käyttöön. Näin oli tehty edellisen kerran vuosina 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

---

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



osallistuneet uuden lisärahoituksen järjestämiseen, vaikka ne suostuivatkin velkojen maksuaikataulujen uudelleenjärjestelyihin vuosina 1979 - 1980.

Kun oli nähtävissä, että rahoitusongelmat saattavat kestää useita vuosia, oli välttämätöntä mukauttaa myös valuuttarahaston omaa rahoituspolitiikkaa. IMF omak-sui väliaikaiseksi tarkoitettua laajennettua luoton saatavuuden politiikkaa (Enlarged Access Policy, EAP), jonka puitteissa jäsenmaat voivat joko laatia useita peräkkäisiä valmiusluottosopimuksia tai sitoutua kol-mivuotiseen luotto-ohjelmaan. IMF:n uuden rahoitus-politiikan ansiosta jäsenmaalla oli periaatteessa oikeus saada käytettäväksi 2 - 3 kertainen määrä IMF:n rahoitusta entiseen käytäntöön nähden, jos maa oli valmis laatimaan taloutensa sopeutusohjelman.

Rahoituspolitiikan kriteerit olivat luonnollisesti ohjeellisia. Suurimpaan mahdolliseen luottoon tur-vautui jatkossa vain muutama maa. Näillä oli yleensä erittäin vakavat vaihtotasepainet ja rahoitusongelmat, mutta myös hyvin pitkälle menevät talouksien sopeutus-ohjelmat. Kun maalla saattoi olla käytössään useita peräkkäisiä IMF:n valmiusluottoja, joiden kuoletus-jaksot sattuivat osittain päällekkäin, Valuuttarahasto jousti samalla jonkin verran erästä peruseriaattees-taan eli jäsenosuusvarojen kiertävästä luonteesta ra-hoitusvaikeuksissa olevien jäsenmaidensa hyväksi. IMF:n rahoitusta oli käytettävissä aiempaa suuremmas-sa määrin ja entistä jonkin verran pidemmällä ajan-jaksolla. Uuden EAP-politiikan kulloisiakin luotto-rajoja ollaan madallettu IMF:n jäsenosuuskorotusten yhteyksissä sekä jäsenmaiden rahoitustilanteiden parantua.<sup>89</sup>

---

<sup>89</sup>Järjestely tuli muodollisesti voimaan vuonna 1981. Sitä sovellettiin kuitenkin tilapäisesti Turkin hyväksi jo kesällä 1980. EAP:n avulla jäsen-

Turkin ennakkotapauksen yhteydessä vuosina 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 talouksiensa jäykkyyksien poistamisen. Vuoden 1982 aikana ja sen jälkeen puhjenneiden kehitysmaiden velkaongelmien helpottamisessa sovellettiin pääpiirteittäin samanlaatuista kansainvälistä yhteistyötä kuin tässä ennakkotapauksessakin.

IMF kykeni osallistumaan jäsenmaidensa rahoitusvaikeuksielievittämiseen 1980-luvun alussa huomattavasti suuremmilla luotoilla kuin ensimmäisen öljykriisin yhteydessä. Maailmantalouden heikosta kasvusta johtuva kehitysmaiden viennin vaikeutuminen vuosina 1981 - 1983 kiristi huomattavasti kehitysmaiden likviditeettitilannetta. Rahoitustarpeet olisivat olleet muutoinkin suuret vanhan ulkomaisen velan kuolettamiseksi sekä korkomaksujen hoitamiseksi (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.

---

maa oli periaatteessa oikeutettu solmimaan luottosopimuksen kolmeksi vuodeksi, jossa vuosittaisen noston määrä vastasi 200 prosenttia jäsenosuudesta. (Tämän lisäksi luottoja voitiin saada IMF:n erityisrahoitusjärjestelyistä: CFF-järjestely ja raaka-aineiden puskurointirahasto).

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

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



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 vuosina 1982 - 1984 sekä julkisten velkojen että pankkivelkojen osalta. Velkajärjestelyissä on sovittu velkojen maksujen lykkäämisistä yhteensä määrällä, joka vastaa lähes puolta ao. velallismaiden ulkomaisesta bruttovelkakannasta.<sup>91</sup>

Kun moni velallismaa oli samanaikaisesti velanhoito- vaikeuksissa, 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 luottokelpoisuuksien heikentyminen vaikuttaa myös sellaisenaan uuden ulkomaisen rahoituksen saantia ja samalla tosiasiallista velanhoitokykyä. Samanaikaisesti myös suurten liikepankkien rahoitus- asemat vaikeutuivat. Tilanne näytti erityisen hankalalta vuonna 1982, jolloin amerikkalaisilla liikepankeilla oli pankkien omiin varoihin verrattuna suuria saatavia vaikeasti velkaantuneista Latinalaisen Amerikan maista. Näiden pankkien vakavat toimintahäiriöt olisivat välittyneet koko

---

<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 korkeintaan 0.5 - 3.0 miljardin dollarin velkojen uudelleenjärjestelyitä. Vuoden 1982 syksyn jälkeen otettiin neuvoteltaviksi n. 120 miljardin dollarin velat kahden vuoden sisällä. Tämän jälkeen neuvottelut useaa vuotta koskevien velkojen kuoletusten lykkäyksistä nostivat velkajärjestelyt yhteensä 200 miljardiin dollariin vuoden 1985 loppuun mennessä.

kansainväliseen valuutta- ja rahoitusjärjestelmään dollarin kansainvälisen roolin vuoksi.<sup>92</sup>

Velanhoito-ongelmat olivat erittäin vaikeita 1980-luvun alussa. Niiden aiheuttamilta potentiaalisilta kansainvälisiltä vakavilta haitoilta on vältytty 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.

Uusien rahoitusjärjestelyiden keskeisimmät piirteet olivat seuraavat:

- Likviditeettivaikeuksissa oleville maille järjestettiin kansainvälisen yhteistoiminnan kautta hyvin ly-

---

<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.



hytaikaista 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 vallitsevissa pankkien sitoumusten suhteissa.
- Kauppaluottojen ja vientiluottojen saatavuutta edistettiin.
- Kun velallismaiden talouksien sopeutusohjelmista oli sovittu, kannustettiin velkojia suostumaan maksettavaksi lankeavien velkojen kuoletusten lykkäämiseen.<sup>94</sup>

Pankit olivat pystyttäneet neuvottelujen helpottamiseksi keskinäisiä koordinoitiryhmiä. Kymmenkuntaa suurta pank-

---

<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:in toiminnassa oli se, että pankki ulotti rahoitustaan jäsenkeskuspankkiensa ulkopuolisille maille.

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

kia edustava ryhmä alisti pankkeja koskevan maakohtaisen neuvotteluratkaisun kaikkien velkojapankkien hyväksyttäväksi. Pankkeja saattoi osallistua järjestelyihin useita satoja. Sopimusten avulla konvertoitiin huomattava osa suurten velallismaiden ottamasta lyhytaikaisesta rahoituksesta pitkäaikaiseksi luotoksi.<sup>95</sup>

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

Velanhoitovaikeuksissa olleiden maiden talouksien vakauttaminen käynnistyiikin tehokkaasti vuonna 1983 - 1984. Tämä paransi selvästi useiden velallismaiden kansainvälistä kilpailuasemaa ja rahoituksellista tilannetta jo varsin lyhyellä aikavälillä. Kaikissa velallismaissa 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 institutionaalisia muutoksia Valuuttarahaston toimintaan. IMF:n jäsenmaat katsoivat tarpeelliseksi turvata IMF:n rahoitusasemaa vuosina 1982 - 1983. Seuraavan jäsenosuuskorotuksen neuvotteluaikataulua ja ratifiointiaikaa nopeutettiin parilla vuodella niin, että korotus saattoi tulla voimaan jo vuoden 1983 lopussa. Jäsenosuuksia korotettiin lähes vii-

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



delläkymmenellä prosentilla 60 miljardista SDR:stä vajaa-  
seen 90 miljardiin SDR:ään. Korotuksen avulla IMF:n likvidi-  
teettiasema parani. Korotuksella varmistettiin IMF:n rahoit-  
uksen saatavuutta pitkälle 1980-luvun loppupuolelle asti.

IMF:n jäsenosuuskorotuksen yhteydessä tehtiin rahaston, kym-  
menen johtavan teollisuusmaan (G-10) ja Sveitsin kesken pää-  
tös GAB-rahoitusjärjestelyn laajentamisesta. Rahoitusjär-  
jestely kasvoi uudistuksen myötä 6.4 miljardista 17.0 mil-  
jardiin SDR:ään. Saudi-Arabia ilmoitti osallistuvansa jär-  
jestelyyn liitännäisjäsenenä 1.5 miljardin SDR:n rahoitus-  
osuudella. Rahoitusjärjestelyn tarkistuksella palautettiin  
järjestelyn merkitys reaalisesti 1960-luvulla vallinneelle  
tasolle. Tämän lisäksi järjestelyä uudistettiin myös peri-  
aatteellisesti. 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. Yhteenveto

Kun kansainvälistä valuuttapoliittista yhteistyötä ryhdyttiin käynnistämään toisen maailmansodan jälkeen haluttiin turvata valuuttamarkkinoiden ja kansainvälisen kaupan mahdollisimman sujuva toiminta. Haluttiin estää kilpailuvia valuuttakurssien tarkistuksia. 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 epävakaat 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 päätavoite eli teollisuusmaiden keskinäinen valuttojen vaihdettavuus saavutettiin 15 vuodessa eli huomattavasti myöhemmin, kuin järjestelmää pystytettäessä oli kaavailtu.

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



Kiinteät valuuttakurssit lopulta järkyttänyt kehitys sai alkunsa 1950- ja 1960-lukujen 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 pääomaliikkeitä koskevia rajoituksia edistääkseen ulkomaankaupan toimintaa. Näillä yksityisillä pankkimarkkinoilla kasvoi vähitellen likviditeettiä, joka mahdollisti valuuttakurssispekulaation tietyissä taloudellisissa olosuhteissa. Tilanne aiheutti vaikeuksia vakaiden valuuttakurssisuhteiden ylläpidolle jo vuosina 1960 - 1961.

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

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

IMF:n sääntöjen ensimmäisen tarkistuksen yhteydessä vuonna 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 vallitsi taas samankaltaiset pääomaliikkeille otolliset olosuhteet kuin kymmenen vuotta aiemmin, pääomaliikkeistä aiheutui jälleen haittoja valuuttakurssien ylläpidolle.

1960-luvun alussa tukirahoitusjärjestelyiden laajuus oli vielä ollut riittävän suuri lievittämään pääomaliikkeistä aiheutuvia haittoja. 1970-luvun alussa tilanne oli toinen. USA:n viranomaiset eivät enää olleet vankkumatta dollarin devalvoimattomuuden takana. Dollarivirtojen kohteeksi joutuneet maat ostivat dollareita pitkään yrittäessään 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. G-10 ryhmän maat pyrkivät 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 määrit-



tämään 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 pääomaliikkeiden 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 maksutase- rahoituksen 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 maksutase- rahoituksen antajana jäi melko suppeaksi 1970-luvulla. Valuuttarahasto pyrki kyllä ylläpitämään myös 1970-luvulla omaa luototuspotentiaalia. Rahaston rahoitustukeen ei kuitenkaan juuri turvauduttu, 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 olemassaolevat olosuhteet ja jäsenmaille annettiin vapaus valita valuuttajärjestelyiden muodot. Valuuttajärjestelyiden toteuttamistapaa on pyritty sen sijaan seuraamaan, jotta toteuttamisesta ei aiheutuisi kansainvälisiä haitallisia vaikutuksia. Lainsäädännöllisi-

sesti uusi lähestymistapa aikaansaatiin IMF:n sääntöjen toisen sääntöuudistuksen hyväksymisen yhteydessä 1.4.1978.

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

Tehokkaan valvonnan asemasta 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 valuuttaolosuhteiden tarve tunnustetaankin yleisesti. Kansainvälistä valuuttayhteistyötä säätelevä laitos - IMF - tarjoaa joka tapauksessa ainutlaatuisen foorumin kansainvälisille talouspoliittisille keskusteluille ja eri maiden vastavuoroisten etujen yhteensovittamiselle. Keskustelufoorumina toimiminen oli keskeinen tavoite myös järjestelmää pystytettäessä.

Tässä selvityksessä on pyritty osoittamaan, että valuuttaja rahoitusjärjestelmän kehitys on aina ollut asteittaista ja yleensä hitaasti tapahtuvaa. Toisaalta taloudellisten muutosten vaikutukset voivat kasautua (esim. velkaongelmien



lisääntymisen muodossa). Tämän vuoksi on vaikea kuvitella, että maailmantalouteen voisi syntyä niin vakaita taloudellisia olosuhteita, jotka soisivat mahdollisuuksia olennaisesti muuttaa nykyisin voimassaolevia valuutta- ja rahoitusjärjestelyitä ainakaan lyhyellä aikavälillä.

Kansainvälinen valuuttapoliittinen keskustelu on aktivoitunut parin viimeksi kuluneen vuoden aikana. Aktivointuminen ei kuitenkaan välttämättä tarkoita sitä, että oltaisiin käytännössä valmiita perustavaa laatua oleviin muutoksiin kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä tai ulkomaankaupan maksutavoissa. Vakaisiin valuuttaolosuhteisiin palaaminen edellyttäisi mm., että hyväksyttäisiin pitkälle meneviä myönnytyksiä kotimaisen talouspolitiikan toteuttamisessa (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 valuuttarahston 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 maariskit, Suomen Pankin valuuttapolitiikan osaston keskustelu-aloitteita 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 yksittäisten jäsenmaidensa talous- ja erityisesti valuuttapolitiikkaa. Jäsenmaita veloitettiin olemaan yhteistyössä rahaston ja muiden maiden kanssa vakaiden valuuttaolojen saavuttamiseksi uudistetun Artikla IV:n mukaan. Aiemmin ei tällaista velvoitettavaa sopimusartikkelia tarvittu, sillä itse valuuttarahastosopimus sitä tukevine kansallisine rahalakeineen piti yllä vuodesta 1946 vuoden 1971 elokuuhun asti kiinteätä valuuttakurssijärjestelmää, jonka puitteissa tiukasti säännelty valuuttakurssien asentapolitiikka 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 tärkeänä kansainvälisen valuuttajärjestelmän toiminnan ja yksittäisten maiden valuuttajärjestelyiden valvonnassa. Periaatteiden toimivuutta on tarkasteltu tämän jälkeen johtokunnassa kahden vuoden väliajoin. Mitään muutoksia ei ole tarvittu, vaikka itse valvonnan käytännön toteuttamis-

---

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

tavoissa onkin sitten vuoden 1978 jälkeen tapahtunut merkittäviä uudistuksia.

Valvontatoiminnan yleisperiaatteisiin kuuluu mm. se, että jäsenmaan tulee luovuttaa rahastolle tarpeellista informaatiota valvonnan suorittamiseksi ja että, milloin rahasto niin edellyttää, on jäsenmaan suosituttava 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 valuuttahäiriöiden 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 jäsenmat eivät suorittaisi pitkään jatkuvia ja massiivisia yhdensuuntaisia valuuttainterventioita (estääkseen valuuttakurssimuutoksia);



- 2) siihen, että jäsenmaat eivät maksutasesyistä syylistyisi liialliseen luotonottoon tai lyhytaikaiseen luotonmyöntämiseen;
- 3a) siihen, että maksutasesyistä ei pystytettäisi 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 politiikan muutoksia ei toteutettaisi pääomien ulos- tai sisäänvirtaamisen estämiseksi;
- 4) siihen, että jäsenmaat eivät maksutasesyistä harjoittaisi sellaista rahapolitiikkaa tai muuta talouspolitiikkaa, joka antaisi aiheutta epänormaaleihin pääomaliikkeiden kannustamiselle tai rajoittamiselle;
- 5) siihen, että identifioitaisiin valuuttakurssien käyttäytymisiä, jotka eivät ole sopusoinnussa valuuttakurssien muodostumisen taustalla oleviin, taloudellisiin ja rahoituksellisiin olosuhteisiin (ml. kilpailukykytarkastelut ja pitkän pääoman liikkeet).

Vaikka edelläkuvatut periaatteet vaikuttavat suhteellisen selkeiltä, ei yksimielisyys periaatteiden soveltamisesta ole kuitenkaan välttämättä taannut sitä, että IMF:n ja tutkittavana olevan jäsenmaan tulkinnat harjoitetusta talous- ja raha/valuuttapolitiikasta olisivat aina yhteneväisiä (eikä näin tarvitse ollakaan). Rahaston suorittamassa analyysissä päällimmäisenä huolena on se, ettei jäsenmaan omaksuma talouspolitiikan strategia aiheuttaisi

liiallisia haitallisia kotimaisia tai kansainvälisiä taloudellisia seurauksia 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 tavoilla, jotka ovat sopuisuudessa maiden omien maksutasetavoitteiden sekä kansainvälisen valuuttajärjestelmän yleiskehityksen kanssa.

Rahasto harjoittaa valvontaa sekä monenkeskisellä tasolla että maakohtaisesti. 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 talouspoliit-

---

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



tisten linjojen seurauksista 3 - 4 vuoden tähtäimellä ja suosittaa sellaisten vaihtoehtojen omaksumista jäsenmaille, joissa tietyt talouspolitiikan valintakombinaatiot takaisivat mahdollisimman vakaan yleismaailmallisen kehityksen riskialttiimpien vaihtoehtojen asemasta. Valuuttajärjestelmän sujuvan toiminnan varmistaminen on myös ollut tavoitteena niissä erityistutkimuksissa, joita IMF:n virkamiehistö suorittaa jatkuvasti.

Viiden suuren teollisuusmaan (G-5) kanssa on vuodesta 1982 lähtien ryhdytty 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 maakohtaisesti. On pidetty tärkeänä, että suurten teollisuusmaiden taloudelliset olosuhteet ja talouspolitiikan linjavalinnat olisivat sopusoinnussa keskenään. Kotimaisia talouspoliittisia toimenpiteitä suunniteltaessa ja toteutettaessa pitäisi myös huomioida toimenpiteiden kansainväliset heijastukset.

Suurten teollisuusmaiden muodostama laaja neuvotteluryhmä (G-10) laati keskuudessaan raportin vuosina 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 valuuttajärjestelyiden toiminnasta on aiheutunut suurta valuuttakurssien epävakaisuutta. Suurehkoihin institutionaalisiin muutoksiin ei näytä tämän vuoksi olevan aihetta. Keskeisenä mahdollisena uudistuksena

<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.

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 ei ole ilmaistu monikansallisen valvonnan tehostamiseen nähden.

#### Maakonsultaatiot

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

Näin tapahtuu mm. konsultaatiokeskusteluiden aikana, konsultaatioraportin (staff appraisal) johtokuntakeskustelun sekä rahaston toimitusjohtajan keskustelusta laatiman yhteenvedon yhteyksissä. Kaikki edellämainitut keskustelut suoritetaan luottamuksellisesti rahaston sisäisinä tai rahaston ja jäsenmaan välisinä neuvonpitoina. Mitään mainituista raporteista tai yhteenvedoista ei julkisteta.

Suurten teollisuusmaiden konsultaatiot tapahtuvat vuoden väliajoin. IMF:n rahoitukseen turvautuneet maat joutuvat saman kohtelun alaisiksi, kuten 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 konsultaatio-



kierroksen väliaikana. Erityisesti Pohjoismaat pitivät tärkeänä erityiskonsultaatioiden mahdollisuutta valvontaperiaatteita määritettäessä. Ne katsoivat tuolloin, että valuuttojaan kelluttavat maat saattoivat sallia, että niiden valuuttojen ulkoiset arvot muuttuvat prosentuaalisesti merkittävästi pidemmän ajan kuluessa tai jopa melko lyhyen ajan puitteissa ilman, että IMF pystyi muodollisesti puuttumaan jäsenmaan valuuttapoliittiseen käyttäytymiseen. Valuuttansa ulkoista arvoa suhteellisen kiinteänä pitävän maan vastaavansuuruinen kerralla tapahtuva valuuttakurssitason tarkistus saa kuitenkin osakseen enemmän huomiota asiaan liittyvän hallinnollisen päätöksen vuoksi. Nämä ns. "erityiskonsultaatiot" (special consultations) olisivat luonnollisesti melko arkaluontoisia sekä rahastolle että konsultaatioiden kohteeksi joutuneille jäsenmaille, sillä niiden toteuttaminen merkitsisi IMF:n jäsenmaan politiikkaristiriitojen esille ottamista. Erilliskonsultaatioita ei ole tämän vuoksi käytetty.

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

Lisäkonsultaatioita on suoritettu vain muutama. Ruotsin syksyn 1982 suurehko 16 prosentin kruunun devalvaatio aiheutti sen, että rahasto tutustui Ruotsin viranomaisien perusteluihin lähettämällä tutkimusmission Tukholmaan. IMF:n johtokunta omaksui tämän jälkeen uuden menettelyn, jolla informoitiin tarvittaessa johtokuntaa jäsenmaiden valuuttojen ulkoisten reaalisten arvojen ajallisesta kehitymisestä. Informointi voi periaatteessa antaa aihetta keskusteluihin jäsenmaiden kanssa, jos johtokunta tulkitsee lisäkonsultaation tarpeelliseksi.

seksi. Johtokunnalle esitetään lyhyt tiedote joka kerta, jos jonkin maan valuutan ulkoinen arvo on heikentynyt tai vahvistunut yli 10 prosenttia viimeksi kuluneesta konsultaatiokeskustelusta.<sup>4</sup> Uusia lisäkonsultaatioita ei ole kuitenkaan käynnistetty. Valuutat, jotka ovat ylittäneet referenssirajat, ovat olleet pääasiassa revalvoituneita valuuttoja.

#### Laajennettu valvonta

Viimeaikainen kehitys jäsenmaiden valuuttapoliittisessa valvonnassa on myös johtanut tiettyihin erityisjärjestelyihin, jossa IMF on laajentanut jäsenmaan pyynnöstä valvontansa ulottuvuutta (ns. enhanced surveillance), jotta maa saavuttaisi velkojapankkiensa tai julkisten velkojensa 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 aomaiden talouspoliittisen ohjelman toteutumista puolivuosittain.<sup>5</sup> IMF on myöntänyt maille oikeuden luovuttaa IMF:n sisäisiä näitä maita koskevia dokumentteja velkojapankkien käyttöön. Kaikki nämä maat ovat sopineet monivuotisesta velkojen uudelleenjärjestelyistä. Muilla mailla paitsi Venezuelalla on ollut käytössään IMF:n rahoitusta ja talousohjelmia.

Kolumbia pysyi valuuttarahastolta vastaavantyyppistä valvontajärjestelyä huolimatta siitä, että maa ei ollut

---

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

<sup>5</sup>Järjestelyissä on omat talouspoliittiset suoritekriteerit, jotka saattavat laukaista neuvottelut pankkien ja velallismaiden välillä.



valmis nostamaan IMF-rahoitusta ja sen ei tarvinnut ryhtyä velkojensa uudelleenjärjestelyneuvotteluihin. Rahasto myönsi poikkeuksellisesti maalle tämän oikeuden. Kolumbian laajennettu valvontajärjestely, kuten edellään mainitut muutkin erityisjärjestelyt saattavat aiheuttaa potentiaalista kitkaa tulevaisuudessa rahaston asianomaisten jäsenmaiden sekä velkojapankkien välisissä suhteissa. Järjestelyt kestävät pitkään. Vaikka IMF onkin lupautunut ainoastaan seuraamaan ja raportoimaan jäsenmaan taloudellisen ohjelman toimivuudesta, se on välillisesti tukenut jäsenmaan luottokelpoisuutta 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

---

<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 maita huonoina luottoriskeinä. IMF:n valmiusluottojen ja EFF-luottojen hyväksikäyttö ei kuitenkaan välttämättä ole parantanut nopeasti maiden luottokelpoisuuksia pankkien silmissä. IMF:n luottojen käyttö "todistaa", että maiden talous on rempallaan. Normaaliin luottosuhteiden palautuminen saattaa siten kestää vielä vuosia.

käytännössä pysty vaikuttamaan valuuttojensa ulkoisten arvojen kehittymiseen lyhyellä eikä ehkä edes keskipitkälläkään aikavälillä, jos päävaluuttojen maiden taloudelliset olosuhteet 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. Pääomaliikkeisiin suhtaudutaan sallivasti. Tänä päivänä käytetään kuitenkin ulkomaankaupassa kansainvälisten sopimusten "ulkopuolisia" tariffeihin ja määrällisiin rajoituksiin perustuttomia "vapaaehtoisia" tai hallinnollisia kaupan esteitä, joihin ei voi juuri puuttua sopimusteitse. Uusprotektionismi häiritsee maailmankaupan sekä valuuttajärjestelyiden 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 toimikyvyn ja aktiivisen sopeutushalun varaan. Jos talouspolitiikan toteutus on ajoittain ollut puutteellista, maan taloudellinen tilanne on saattanut ajautua jo muutamassa vuodessa huonoon asemaan.
4. Kiinteähköjä valuuttakurssitasoja ylläpitävät maat saattavat herkästi vaarantaa omien kansantalouksiensa kilpailukykyä sekä jäljestä päin kauppakumppaniensa ja velkojien taloudellista asemaa ylläpitämälle 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 ollaan muutaman viimeisen vuoden aikana onnistuttu ymmärtämään paremmin keskinäisten taloudellisten riippuvaisuuksien olemassaolo sekä, mitä edellytyksiä tämän pitäisi asettaa kansainväliselle taloudelliselle yhteistyölle. Vastavuoroisuuksien tunnustamisesta on kuitenkin pitkä matka kohti sellaista kansainvälistä valuutta- ja rahoitusjärjestelmää, jossa vallitsisi vakaat valuuttakurssisuhteet, rahoituksellinen tasapaino sekä todella vapaa ulkomaankauppa. Yksittäisten maiden talouspoliittisia strategioita on aina hyvin vaikea suhteuttaa toisiinsa.

TAULUKKO 1.

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

Jäsenmaa	Hyväksymis- päivämäärä	Jäsenmaa	Hyväksymis- päivämäärä
Antigua ja Barbuda	22.11.1983	Jamaika	22.2.1963
Amerikan yhdys- vallat	10.12.1946	Japani	1.4.1964
Arabiemiiri- kuntien liitto	13.2.1961	Kanada	25.3.1952
Argentiina	14.5.1968	Kuwait	5.4.1963
Australia	1.6.1965	Luxemburg	15.2.1961
Bahamasaaret	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	
Djibouti	19.9.1980	Guinea	4.12.1975
Dominica	13.12.1979	Peru	15.2.1961
Dominikaaninen Tasavalta	1.8.1953	Qatar	4.6.1973
Ecuador	31.8.1970	Ranska	15.2.1961
El Salvador	6.11.1946	Ruotsi	15.2.1961
Englanti	15.2.1961	Saint Christopher ja Nevis	3.2.1984
Etelä-Afrikan Tasavalta	15.9.1973	Saint Lucia	30.5.1980
Fidži	4.8.1972	Saint Vincent ja Grenadiinit	24.8.1981
Guatemala	27.1.1947	Saksan Liitto- tasavalta	15.2.1961
Guyana	27.12.1966	Saudi Arabia	22.3.1961
Haiti	22.12.1953	Seychellit	3.1.1978
Hollanti	15.2.1961	Singapore	9.1.1978
Honduras	1.7.1950	Salomonsaaret	24.6.1979
Irlanti	15.2.1961	Suomi	25.9.1979
Islanti	19.9.1983	Surinam	29.6.1978
Italia	15.2.1961	Tanska	1.5.1967
Itävalta	1.8.1962	Uruguay	2.5.1980
		Vanuatu	1.2.1982
		Venezuela	1.7.1976



TAULUKKO 2.  
31.12.1985  
IMF:n jäsenmaiden valuuttajärjestelyiden luokitus.

Valuuttajärjestelyiden luokitus (maiden määrä)	Ajanjakson lopussa				
	1981	1982	1983	1984	1985
Kytkeä yksittäiseen valuuttaan					
- Yhdysvaltain \$	38	38	33	34	31
- Ranskan frangi	14	13	13	13	14
- Jokin muu	5	5	5	5	5
Kytkeä valuutta- koriin					
- 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.

TAULUKKO 3.  
Eri maiden valuuttajärjestelyt 31.12.1985.

Valuutan ulkoisen arvon kehitys kytketty toiseen valuuttaan tai valuuttakoriin					Rajoitettu valuutan joustavuus		Joustavat valuuttakurssijärjestelyt		
USD	FRF	Muu val.	SDR	Muu kori	Yhteen val.	Yhteis-kell.	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	KAMEROON	LESOTHO	IRAN	BANGLADESH	QATAR	RANSKA	KOLUMBIA	ECUADOR	KANADA
BELIZE	KESKI-AFRIKAN	SWASIMAA	JORDAN	BOTSWANA	SAUDI-ARABIA	SAKSAN LIITTO-	PORTUGAL	EL SALVADOR	GUINEA
DJIBOUTI	TASAVALTA	TONGA	KENIA	KAP VERDE	ARABIEMIIRI-	TASAVALTA	SOMALIA	KREIKKA	JAMAICA
DOMINICA	TSAD		RUANDA	KIINAN KANSAN-	KUNTIEN LIITTO	IRLANTI		QUINEA BISSAU	JAPANI
EGYPTI	KOMORIT		SAO TOME JA	TASAVALTA		ITALIA		ISLANTI	LIBANON
ETIOPIA	KONGON TASAVALTA		PRICIPE	KYPROS		LUXEMBURG		INTIA	UUSI SEELANTI
GHANA	NORSUNLUURANNIKKO		SEYCHELLIT	FIDZI		HOLLANTI		INDONESIA	FILIPPIINIT
GUATEMALA	PÄIVÄNTASAAJAN		SIERRA LEONE	SUOMI				ISRAEL	ETELÄ-AFRIKAN
HAITI	GUINEA		VANUATU	GUYANA				ETELÄ-KOREA	TASAVALTA
HONDURAS	GABON		VIETNAM	UNKARI				MEKSIKO	DOMINIKAANINEN
IRAK	MALI			KUWAIT				MAROKKO	TASAVALTA
LAOS	NIGER			MADAGASGAR				NIGERIA	UGANDA
LIBERIA	SENEGAL			MALAWI				PAKISTAN	AMERIKAN
LIBYA	TOGO			MALESIA				ESPANJA	YHDYSVALLAT
NICARAGUA				MALEDIIIVIT				SRI LANKA	URUGUAY
OMAN				MALTA				TURKKI	ZAIRE
PANAMA				MAURITANIA				LÄNSI-SAMOA	SAMBIA
PARAGUAY				MAURITIUS				JUGOSLAVIA	ENGLANTI
PERU				MOSAMBIC					
SAINT CHRISTOPHER				NEPAL					
JA NEVIS				NORJA					
SAINT LUCIA				PAPUA UUSI					
SAINT VINCENT				GUINEA					
JA GRENADIINIT				ROMANIA					
SURINAM				SINGAPORE					
SYYRIA				SALOMONSAARET					
TRINIDAD JA				SUDAN					
TOBAGO				RUOTSI					
VENEZUELA				TANSANIA					
JEMENIN ARABI-				THAIMAA					
TASAVALTA				TUNISIA					
JEMENIN KANSAN-				ZIMBABWE					
DEMOKRAATTINEN TV.									