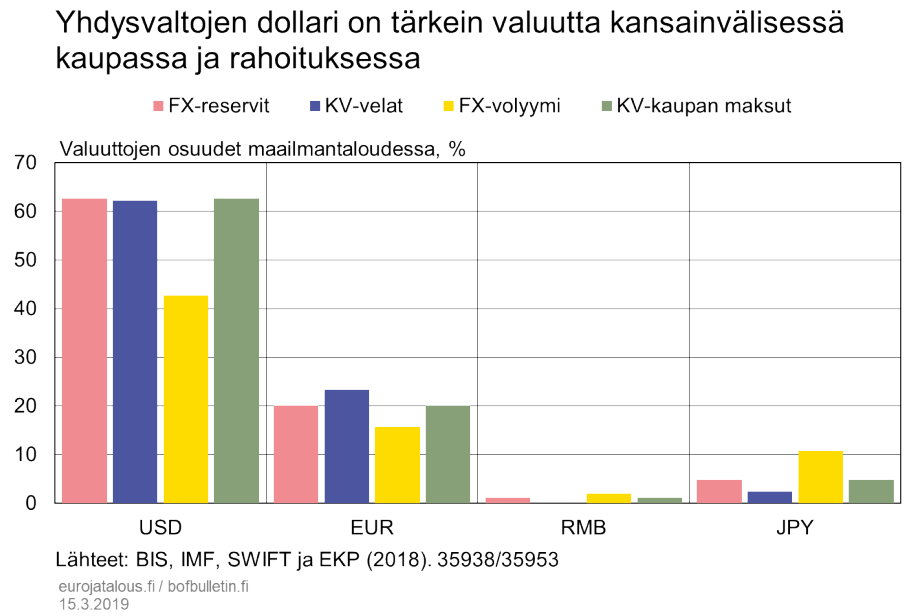
Dollarin valta-aseman vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä

15.3.2019 – Analyysi – Kansainvälinen talous

Yhdysvaltojen dollarin dominoiva asema altistaa muut maat Yhdysvaltojen talouden kehityksen ja politiikan muutoksille ja luo globaalin tason järjestelmäriskejä. Dollarin aseman on odotettu heikentyvän ajan myötä, kun muiden talousalueiden ja niiden valuuttojen rooli kasvaa. Koska realistiset kilpailijavaluutat puuttuvat, dollarin valta-aseman heikentyminen on kuitenkin tällä hetkellä melko epätodennäköistä, mikä korostaa tarvetta yhteistyöhön kansainvälisen rahoitusjärjestelmän riskienhallinnassa.

Yhdysvaltojen dollari on ollut merkittävin kansainvälinen valuutta toisen maailmansodan jälkeisestä Bretton Woods -järjestelmästä lähtien. Järjestelmän kaatumisesta ja 1970-luvun epävakaista vuosista huolimatta Yhdysvaltojen dollarin säilytti asemansa turvasatamana ja tärkeimpänä reservivaluuttana. Reservivaluutta-asemansa lisäksi dollari on vakiinnuttanut asemansa myös tärkeimpänä kansainvälisenä valuuttana, jota käytetään laskentayksikkönä kansainvälisessä kaupankäynnissä, maksuliikenteessä ja rahoitussitoumuksissa (kuvio 1).

Kuvio 1



Dollarikeskeistä rahoitusjärjestelmää on kritisoitu vuosikymmenien kuluessa useista eri syistä. Dollarin keskeinen rooli altistaa muut maat Yhdysvaltojen talouden kehityksen ja politiikan muutoksille ja tekee Yhdysvaltojen ulkopuoliset maat riippuvaiseksi dollarien häiriöttömästä välityksestä (IMF 2016). Yhdysvaltojen on myös sanottu olevan etuoikeutetussa asemassa (exorbitant privilege) muihin nähden hyötyessään valuuttansa asemasta. Hyödyistä keskeisin on reservisijoituskysynnästä johtuvat alhaisemmat rahoituskustannukset (Canzoneri ym., 2013). Viime vuosina poliittisen epävarmuuden kasvu on lisännyt kritiikkiä dollarin nykyasemaa kohtaan entisestään. Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä nojaa luottamukseen, jota tämänhetkinen poliittinen arvaamattomuus ja heikentyvät edellytykset kansainväliseen yhteistyöhön eivät tue.

Yhden hallitsevan välitysvaluutan (ns. vehichle currency) olemassaolo helpottaa kaupankäyntiä ja rahoituksenvälitystä, mutta luo myös järjestelmätason riskejä. Yksi keskeinen haavoittuvuus – dollarirahoituksen rakenteellinen likviditeettiriski – paljastui finanssikriisissä, kun lyhytaikaisen dollarirahoituksen tarjonta supistui äkillisesti epävarmuuden kasvettua[1]. Palauttaakseen rahoitusvakauden kansainvälisille rahoitusmarkkinoille Yhdysvaltojen keskuspankin täytyi tarjota dollarilikviditeettiä useisiin keskuspankkeihin Yhdysvaltojen ulkopuolelle.

Toisen järjestelmäriskin muodostaa Yhdysvaltojen liittovaltion pitkän aikavälin velkakestävyys, mikä on noussut esille Yhdysvaltojen finanssipoliittisen elvytyksen yhteydessä. Kirjallisuudessa esitetyn ns. Triffinin dilemman mukaan reservisijoituskysynnän aiheuttama ulkoisen velan kasvu voi johtaa Yhdysvaltojen ylivelkaantumiseen (Bordo ja McCauley, 2018). Riskinä on, että jossain vaiheessa turvasatamana pidetty sijoituskohde ei olekaan sitä enää. Dollarin aseman takia on kuitenkin erityisen vaikea määritellä, mikä määrä velkaa juuri Yhdysvalloille on liikaa.

1. Koskinen ja Laakkonen (2018) käyvät läpi tarkemmin kansainvälisen rahoitusjärjestelmän dollaririippuvuudesta syntyviä riskejä ja sitä, miten ne ovat kehittyneet kriisin jälkeisinä vuosina.

Yhdysvaltojen taloudellinen mahti on heikentynyt viime vuosikymmeninä esimerkiksi mitattuna sen osuudella maailman bruttokansantuotteesta. Monet ovatkin odottaneet, että dollarin rooli pienenisi ajan myötä (Seghezza ja Morelli, 2018). Taloudellisen koon lisäksi kansainväliseksi valuutaksi tulo edellyttää kuitenkin myös rahoitusmarkkinoiden syvyyttä, mitä on mahdollisesti aliarvioitu dollarin roolia käsittelevässä kirjallisuudessa (Frankel, 2012). Vaikka talouden koossa Yhdysvaltojen asema heikkeneekin, pääomamarkkinoiden osalta Yhdysvallat on edelleen ylivoimaisesti merkittävin. Nykyinen dollarikeskeinen rahoitusjärjestelmä on vuosikymmenien saatossa kehittynyt keskuspankkien, pankkien ja varjopankkien hybridi, jonka likviditeetin luonti ulottuu suuressa osin myös Yhdysvaltojen ulkopuolelle. Pääomamarkkinoiden suuri koko tarkoittaa myös laajaa turvallisten sijoituskohteiden tarjontaa Yhdysvaltojen valtionlainojen ja muiden korkean luottokelpoisuuden arvopaperien muodossa (Tooze ja Odendahl, 2018).

Keskeisessä osassa nykyisessä rahoituksenvälityksessä ovat myös omistusoikeuksia määrittävät lait ja sääntely, lakeja valvovat ja toimeenpanevat elimet sekä kansainvälinen luottamus siihen, että järjestelmä toimii luotettavasti ja tehokkaasti. Seghezzan ja Morellin (2018) mukaan missään dollarin haastavissa valuutoissa nämä edellytykset eivät toteudu. Euroalueella lainsäädäntö ja sääntely ovat pitkälti edelleen maakohtaisia ja pääoma- ja pankkiunionin eteneminen on hidasta. Kiinassa taas omistusoikeuksien lait ovat vasta kehittymässä. On mahdollista, että Euroopan integraation eteneminen ja Kiinan rahoitusmarkkinoiden avaaminen sekä molempien aktiivinen politiikka valuuttansa kansainvälistämiseksi[2] voisivat pitkällä aikavälillä parantaa euron ja renmimbin edellytyksiä pärjätä kilpailussa reservivaluutan asemasta dollarin kanssa. On kuitenkin hyvin epätodennäköistä, että dollari olisi menettämässä nykyistä asemaansa hallitsevana valuuttana lähivuosina.

Dollarin aseman takia Yhdysvaltojen talouden ja rahoitusmarkkinoiden kansainväliset kytkökset ovat moniulotteisempia kuin mitä voidaan huomioida esimerkiksi perinteisissä makrotaloudellisissa malleissa. Näin ollen myös mahdollisten häiriöiden vaikutuskanavat ja lopulliset vaikutukset voivat olla vaikeammin arvioitavissa. Vaikka kriisin jälkeisillä sääntelyuudistuksilla on tehty rahoitusjärjestelmästä aiempaa vakaampi, ei riskejä voida poistaa kokonaan. Globaalin rahoitusjärjestelmän riskienhallinnassa korostuukin siten tarve kansainväliseen yhteistyöhön sääntelyn kehittämisessä ja keskuspankkien yhteistyöhön mahdollisiin sokkeihin reagoinnissa.

Lähteet

Bordo, D., McCauley, R. (2018) Triffin: Dilemma or myth? NBER Working Paper 24195.

Canzoneri M., Cumby, R., Diba, B., Lopez-Salido, D. (2013) Key currency status: An exorbitant privilege and an extraordinary risk. Journal of International Money and Finance 37, 371–393.

EKP (2018) The international role of the euro. Interim report, June 2018.

2. Ks. lisää renminbin ja euron kansainvälistämiseen liittyvistä pyrkimyksistä esim. Nuutilaisen (2018) ja Pösön (2018) artikkeleista.

Frankel, J. (2012) Internationalization of the RMB and Historical Precedents. Journal of Economic Integration.

IMF (2016) Strengthening the International Monetary System – A Stocktaking. IMF Staff Report.

Koskinen, K., Laakkonen, H. (2018) Dollaririippuvuus luo globaaliin rahoitusjärjestelmään riskin. Euro & talous -analyysi, 7.2.2018.

Nuutilainen, R. (2018) Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti. BOFIT Policy Brief 2018 No. 11.

Pösö, M. (2018) Pitäisikö euron ottaa vahvempaa kansainvälistä roolia? Euro & talous -blogi, 31.12.2018.

Seghezza, E., Morelli, P. (2018) Rule of law and balance of power sustain US dollar preeminence. Journal of Policy Modelling 40, 16–36.

Tooze, A., Odendahl, C. (2018) Can the euro rival the dollar? CER Insight, 4.12.2018.

Avainsanat

järjestelmäriskit, rahoitusjärjestelmä, valuuttajärjestelmä, dollari