

Tutkimus valuuttakaupan mikroteoriasta*

ANTTI SUVANTO

Kansainvälinen rahataloudellinen vaihto

Vaihto on taloustieteen keskeisimpiä peruskäsitteitä. Se muodostaa työnjaon perustan ja on edellytys kaikelle markkinoiden ja hintojen analyysille. Sellaisenaan se on hyvin abstrakti käsite ja jättää avoimeksi kysymyksen, miten vaihto on organisoitu. Mahdollisuudet vaihtelevat bilateraalista tavaravaihdosta rahataloudelliseen vaihtoon. Jälkimmäisen vaihtotyypin yhteiskunnalliset hyödyt on analysoitu perusteellisesti taloustieteellisessä kirjallisuudessa.

Kansainvälinen kauppa on yksi vaihdon muoto. Sen tuomat yhteiskunnalliset hyödyt on osoitettu yhtä lailla perusteellisesti. Suuri osa kirjallisuudesta käsittelee kansainvälistä kauppaa ikäänkuin kysymyksessä olisi tavaravaihto kansakuntien välillä. Kansainvälinen kauppa on kuitenkin luonteeltaan multilateraalista ja perustuu sen vuoksi jonkinlaisen maksumekanismiin ja siten rahan olemassa oloon muodossa tai toisessa.

Multilateraalisen kaupan mahdollistaman

maksujärjestelmän kuvaus ei kuitenkaan riitä, sillä vapaassa markkinataloudessa kansakunnat eivät käy kauppaa, vaan yksittäiset yritykset ja henkilöt tekevät päätöksiä viennistä ja tuonnista sekä niihin liittyvistä maksuista. Heillä on tarve vaihtaa yhden maan valuuttaa toisen maan valuuttaan. Käsillä olevassa väitöskirjatyössä tutkitaan sitä, miten tällaiset yksittäisten talousyksiköiden valuutanvaihtotarpeet voivat kohdata universaalisen välitysmekanismiin, valuutamarkkinoiden kautta.

Universaalinen välitysmekanismi

Samalla tavalla kuin yleisesti hyväksytyn vaihdonvälineen olemassaolo tekee rahataloudellisen vaihdon mahdolliseksi suljetussa taloudessa tai – jos niin halutaan – hypoteettisessa yhden valuutan maailmassa, universaalisen välitysmekanismiin olemassaolo vapauttaa kaupankävijät tarpeiden yhteensattumisen luomasta ongelmasta ja tekee sitä kautta mahdolliseksi kansainvälisen rahataloudellisen vaihdon. Tämä tarkoittaa sitä, että viejän tai tuojan, jolla on tarve vaihtaa yhtä valuuttaa toiseen, ei tarvitse löytää toista osapuolta, jolla on vastakkainen ja yhtä suuri valuutanvaihtotarve. Sen sijaan hän voi esittää valuutan osto- tai myyntipyynnön specialistille, joka toimii välittäjänä.

* Lectio praecursoria Helsingin yliopistossa 15.1.1994. Liittyy väitöskirjaan *Foreign Exchange Dealing: Essays on the Microstructure of the Foreign Exchange Market*, ETLA A19, 1993.

Välitystoiminta voidaan organisoida eri tavoilla. Spesialisti voi olla asiakkaan lukuun kauppaa käyvä meklari, joka etsii sopivan vastapuolen asiakkaan puolesta. Tai hän voi olla omaan lukuunsa kauppaa käyvä valuuttakauppias, joka antaa pyydettyä hinnan ja on valmis tällä hinnalla tekemään kaupan välittömästi. Käsillä oleva tutkimus keskittyy analysoimaan valuuttakauppaa jälkimmäisestä näkökulmasta, mikä valuuttamarkkinoilla onkin dominoiva joskaan ei yksinomaisen mekanisminä.

Markkinoiden mikrorakenne

Antamalla hintoja ja käymällä välitöntä kauppaa näihin hintoihin valuuttakauppiat tuottavat asiakkailleen likviditeettipalveluja. Asiakkaiden ei tarvitse odottaa, kunnes sopiva vastapuoli löytyy. Lisäksi he saavat kullakin hetkellä hinnan, jonka he voivat joko hyväksyä tai hylätä.

Käsillä oleva tutkimus nojautuu keskeisiltä osiltaan rahoitusmarkkinoiden mikrorakennetta koskevaan kirjallisuuteen. Tässä kirjallisuudessa on kiinnitetty huomiota transaktio ja hintaepävarmuuteen sekä epäsymmetrisen informaation tuomiin ongelmiin. Samat piirteet ovat esillä omassa tutkimuksessani, ja tuloksetkin ovat osittain samankaltaisia.

Metodologia ja analyttisiä huomautuksia

Tutkimus ei kuitenkaan ole täysin puhdaspiirteinen mikrorakenneteorian sovellutus. Työn lähtökohdana on ollut pyrkimys ymmärtää valuuttamarkkinoita rahataloudellisena instituutiona, joka on evoluution alainen. Mikrorakennekirjallisuuden ohella tutkimus on käyttänyt hyväkseen rahateorian perusteita käsittelevää kirjallisuutta ja rahan kysyntäteoriaa. Yhtenä tutkimuksen innoittajana on ollut myös kirjallisuus rahan historiasta, vaikka tätä ei ole työssä

millään tavoin korostettu.

Tutkimus perustuu osittaisen tasapainon tarkasteluun, eikä sen eri osia ole pyritty integroimaan yhdeksi suljetun muodon kokonaisuksi. Tarkoitus on ollut pitää tutkimuksen eri osat analyttisesti hallittavina ja läpinäkyvinä.

Analyysi lähtee liikkeelle mahdollisimman harvasta käyttäytymisoletuksesta ja pyrkii niiden perusteella etenemään mahdollisimman pitkälle muuttamalla joitakin taloudellista ympäristöä koskevia oletuksia. Lähtökohtalettamuksina ovat asiakkaiden hintajoustavuus ja valuuttakauppioiden pyrkimys maksimoida valuuttakaupasta syntyvää voittoa tietyn valuuttapositiona koskevin rajoituksin.

Politiikkaimplikaatiot

Eurooppalaiset valuuttamarkkinat ovat kahden viime vuoden aikana kokeneet vastoinkäymisen toisensa jälkeen. Massiiviset spekulatiiviset hyökkäykset eri valuuttoja vastaan ovat nostaneet esiin vaatimuksia pääomanliikkeiden säännöstelystä tai valuuttakauppojen rajoittamisesta transaktioveroin tai pankkien valuuttapositioneille asetetuilla reservivaatimuksin. Joillakin tahoilla valuuttakaupan suuri volyyymi nähdään osoituksena spekulatiivisesta aktiviteetista. Toisilla tahoilla taas valuuttadealereista on tehty näytelmän konnia.

Tätä taustaa vasten voidaankin kysyä, miksi käsillä olevassa tutkimuksessa ei lainkaan kajoeta tällaisiin talouspolitiikan kannalta keskeisiin ongelmiin ja miksi spekulatio esiintyy siinä lähinnä vain alaviitteissä. Lukija voi jopa epäillä, että kirjan tekijä ei ole edes tullut havainneeksi, että valuuttamarkkinoilla on esiintynyt vakavia häiriöitä.

Käsillä oleva tutkimus on kuitenkin teoreettinen työ. Poliittikapaperit kirjoitetaan erikseen ja eri tyyliin. Tutkimus ei kuitenkaan ole politiikkaimplikaatioiden osalta tyhjää. Siitä voi tässä yhteydessä voi ottaa esille joitakin ajankohtaiseen keskusteluun liittyvää esimerkkiä.

Ensinnäkin valuuttavirtojen rajoittaminen transaktioveron tai avoimille positioille asetettujen varantovaatimusten muodossa ei välttämättä eliminoi spekulatiivisia valuuttakauppoja, ellei lisäkustannuksesta tule prohibitiivisen ankara. Tämä puolestaan syrjäyttäisi muutenkin kuin spekulatiivista kauppaa.

Mikäli transaktioveroja sovelletaisiin myös pankkien välisiin kauppoihin, se merkitsisi samaa kuin osto- ja myyntikurssin välisen eron leveneminen. Suhteellisen pienikin vero supistaisi pankkien välistä kauppaa huomattavasti, ja asiakkaiden saamien hintanoteerausten volatiiliteetti saattaisi arbitraasin vähentyessä ja markkinoiden ohentuessa lisääntyä. Kaupalliset asiakkaat kärsisivät leveän kurssieron ohella myös suuremmasta valuuttakurssien volatiilisuudesta.

Toiseksi, kaupankäynnin suuri volyyymi, 1000 mrd dollaria päivässä, on normaali ilmiö, joka toteutuu sellaisinkin päivinä, jolloin mitään epänormaalia spekulatiivista aktiviteettiä ei esiinny. Pankkien välinen kaupankäynti kattaa tästä volyymista yli 90 prosenttia, mikä on merkki alhaisista transaktio- ja informaatiokustannuksista ja siten markkinoiden tehokkuudesta. Destabiloiva spekulatiivinen aktiviteetti ei riipu kaupankäynnin määrästä vaan siitä, miten halukkaita ja kykeneviä pankit ja niiden asiakkaat ovat muuttamaan nopeasti valuuttapositionaan.

Kolmanneksi, vaikka tutkimuksen analyttisissä malleissa valuuttakauppiat käyttäytyvät varovaisesti ja pyrkivät välttämään avoimia yliyön positioita, mikään ei estä heitä osallistumasta spekulatiiviseen toimintaan. Kokonaistu-

loksen kannalta ei kuitenkaan ole väliä sillä, spekuloiivatko valuuttakauppiat itse vai spekuloiivatko heidän asiakkaansa. Tässä mielessä kysymys näytelmän konnasta on väärin asetettu.

Konnien etsintää hyödyllisempää olisi kysyä, onko nykyisissä valuuttakaupan mekanismeissa sellaisia systemaattisia elementtejä, jotka joko provosoivat destabiloivaa spekulatiota liikkeelle tai voimistavat sitä, mikäli se on lähtenyt liikkeelle asiakkaiden keskuudesta.

Yhdessä mielessä vastaus kysymykseen on positiivinen. Tämä ei johdu siitä, että valuuttakauppiat välttämättä olisivat hanakoita ottamaan spekulatiivisia positioita vaan siitä, että nykyisten telekommunikaatiovälineiden aikana valuuttakauppiat ovat paremmin informoituja ja kykeneviä nopeampaan reagointiin kuin asiakkaat sekä siitä, että valuuttakauppioiden päätöshorisontti on hyvin lyhyt, joten ns. tasapainovaluuttakurssin takana olevilla taloudellisilla perustekijöillä ei ole käyttäytymiseen paljoakaan vaikutusta. Nopea reagointi uuteen informaatioon ja 'oikean hinnan' irrelevanssi lyhyellä aikavälillä voivat joissakin tilanteissa voimistaa destabiloivaa spekulatiota.

Muissa suhteissa analyysi osoittaa, että valuuttakaupan mikromekanismi, jossa pankkien välisellä kaupalla on merkittävä rooli, kykenee hoitamaan transaktioepävarmuuden hyvin tehokkaasti ja vakaasti. Nopea reagointi uuteen informaatioon on usein hyödyllistä siinä mielessä, että se samalla eliminoi suuren osan potentiaalisista spekulatiivisista valuuttavirroista.