ANALYYSI

Tutkimusta parhaista politiikkavälineistä pääomavirtojen vaikutusten hallinnassa tarvitaan

23.2.2022 – Analyysi – Kansainvälinen talous

Anni Norring
Vanhempi ekonomisti

Pääomavirrat tuovat nouseviin talouksiin niiden kipeästi kaipaamia investointeja, mutta toisinaan ne voivat aiheuttaa suuria ongelmia. Tutkimusten mukaan makrovakausvälineet voivat olla pääomarajoitteita tehokkaampia hillitsemään suurten ja nopeasti liikkuvien pääomavirtojen negatiivisia vaikutuksia.

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Tässä analyysissa tiivistetään Bank of Finland Economic Review -katsausartikkelin

"Taming the tides of capital - Review of capital controls and macroprudential policy in emerging economies" (Norring, 2022) keskeiset havainnot ja kirjallisuuden tulokset. Kattavampi katsaus pääomavirtoihin, nousevien talouksien politiikkavälineiden käyttöön ja relevanttiin tutkimuskirjallisuuteen löytyy katsausartikkelista täältä.

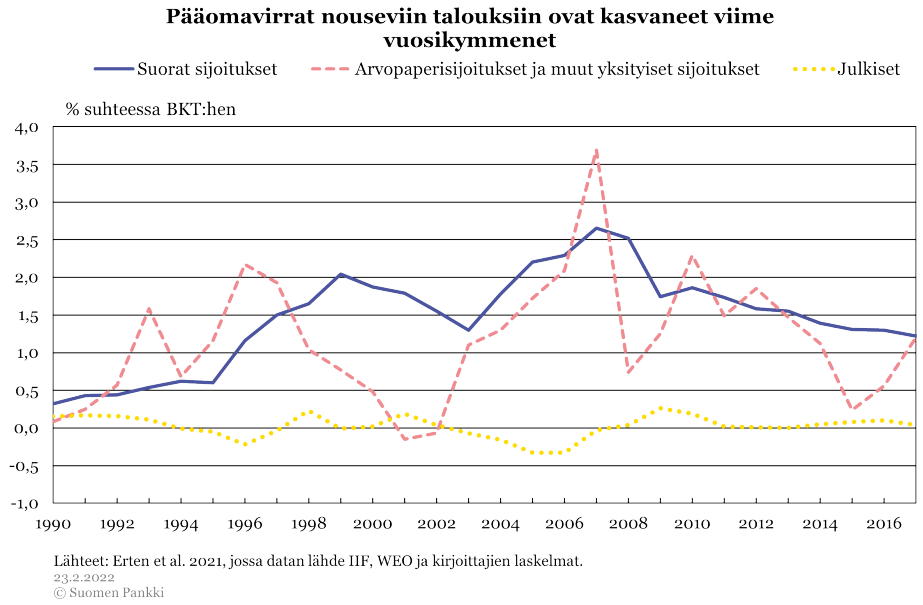
"Kun kehittyneiden talouksien keskuspankkiirit tapaavat, he keskustelevat rahapolitiikan määrällisestä keventämisestä ja luonnollisesta korosta. Kun nousevien talouksien keskuspankkiirit tapaavat, he keskustelevat pääomavirroista." totesi Singaporen keskuspankin pääjohtaja Ravi Menon keväällä 2021.[1] Miksi nousevien talouksien keskuspankkiirit ovat niin kovin kiinnostuneita pääomavirroista? Pääomavirrat tuovat nouseviin talouksiin niiden kipeästi kaipaamia investointeja, mutta toisinaan ne voivat aiheuttaa todella suuria ongelmia.

Talouden ulkoisen tasapainon saavuttamisen politiikkaresepti on vakiintunut viime vuosikymmeninä korostamaan kelluvan valuuttakurssin ja vapaiden pääomavirtojen roolia sekä jättämään rahapolitiikalle kotimaisen talouden suhdanteiden ohjaamisen. Toimiakseen tämä vaatii kuitenkin talouden vahvan perustan, toimivat instituutiot sekä vakaan rahoitussektorin. Jos nämä ehdot eivät toteudu, voivat suuret ja nopeasti liikkuvat pääomavirrat uhata koko talouden vakautta. Tämä pätee monien nousevien talouksien kohdalla: ne ovat tiiviisti integroituneet kansainväliseen talouteen ja rahoitusjärjestelmään, mutta niiden institutionaalinen vahvuus, markkinoiden syvyys ja talouden kestävyys eivät välttämättä ole riittävällä tasolla, jotta suuret ja nopeasti liikkuvat pääomavirrat eivät aiheuttaisi epävakautta.

1900-luvun loppupuolella tapahtuneen pääomaliikkeiden rajoitusten laajan purkamisen myötä pääomavirrat suhteessa nousevien talouksien kokoon kasvoivat ja niiden liikkeet voimistuivat (kuvio 1). Lisäksi tutkimusten mukaan pääomavirtojen vaikutus kohdemaiden talouksiin on vahvistunut. Pääomavirtoja nouseviin talouksiin ohjaavat pitkän aikavälin rakenteellisiin trendeihin liittyvät taustasyyt, kuten kehittyneiden talouksien demografiset tekijät, hidas tuottavuuskehitys ja laskenut korkotaso.

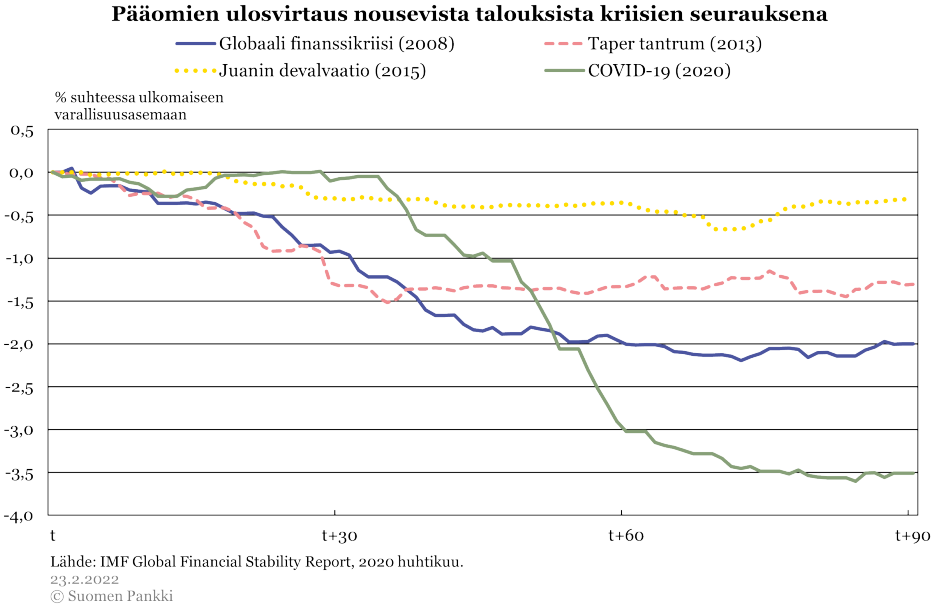
1. "The quest for an integrated macro policy framework." Opening remarks by Mr Ravi Menon, Managing Director of the Monetary Authority of Singapore, at the Asian Monetary Policy Forum and MAS-BIS Conference on Macro-Financial Stability, 26 May 2021. Puheenvuoro löytyy osoitteesta https://www.bis.org/review/r210528h.htm.

Kuvio 1.



Toisaalta viime vuosina on nähty kriisejä, jotka ovat johtaneet nopeaan ja suureen pääomien ulosvirtaukseen (kuvio 2) nousevista talouksista. Koronapandemian alussa nähtiin poikkeuksellisen suuri ulosvirtaus, mutta oikeastaan vielä huomionarvoisempaa on se, kuinka nopeasti pääomaliikkeet rauhoittuivat. Pääomavirrat kääntyivät pian takaisin nouseviin talouksiin kehittyneiden talouksien historiallisen suuren rahapoliittisen elvytyksen vanavedessä. Erityisesti pääomavirrat palasivat niihin maihin, jotka ovat onnistuneet kohentamaan talouksiensa perustaa ja vahvistamaan politiikkakehikkojensa uskottavuutta. Viimeisin kriisi voidaankin nähdä hyvin suurena stressitestinä, joka osoitti uskottavien politiikkakehikkojen ja talouspolitiikkaan kohdistuvan luottamuksen tärkeyden.

Kuvio 2.



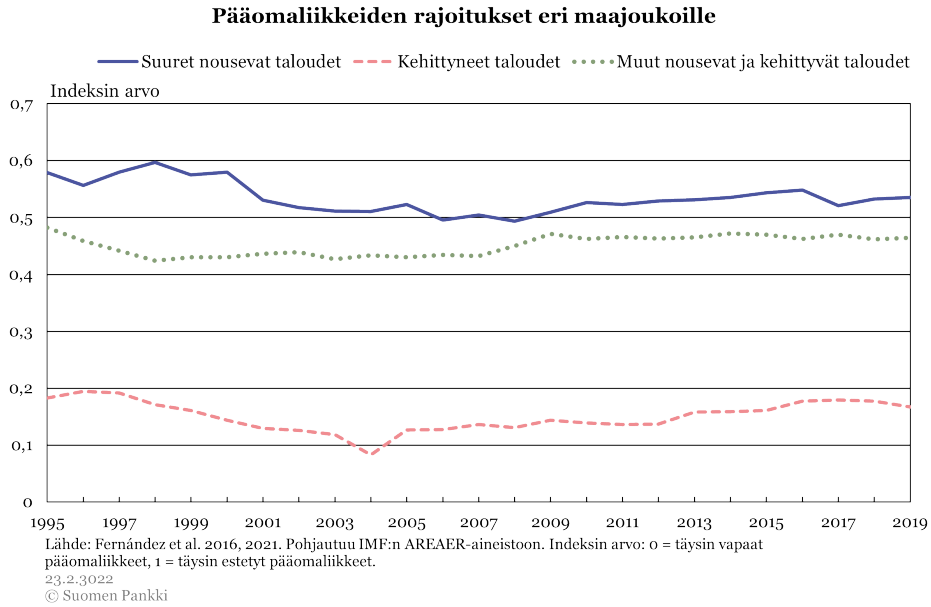
Monipuolinen politiikkavälineiden työkalupakki käytettävissä

Nousevien talouksien viranomaiset käyttävät monipuolisesti politiikkavälineitä hillitäkseen suurten ja nopeasti liikkuvien pääomavirtojen vaikutuksia talouksiinsa. On tärkeää huomata, että välineillä voi olla osin päällekkäisiä tavoitteita ja ne voivat joko korvata tai täydentää toisiaan tilanteen mukaan. *Pääomaliikkeiden rajoituksilla* tarkoitetaan politiikkatoimia, joilla pyritään vähentämään tai estämään joidenkin tai jopa kaikkien pääomien liike rajan yli. *Makrovakausvälineillä* pyritään lisäämään talouden ja rahoitusmarkkinoiden kriisinkestävyyttä, ja joillakin makrovakausvälineillä voidaan puuttua suoraan ulkoisten vakausriskien lähteisiin, kuten ulkomaanvaluuttamääräisten lainojen ottoon. *Valuuttamarkkinainterventioilla* yritetään pitää valuuttakurssi markkinavoimien perusteella määräytyvää tasoa heikompana tai vahvempana ja siten ohjata talouden ulkoista tasapainoa. Talouspoliittisesta työkalupakista löytyvät vielä rahapolitiikka, finanssipolitiikka ja rakennepolitiikka, mutta niillä on selvästi pienempi rooli pääomaliikkeiden vaikutusten hallinnassa.

Nousevat taloudet käyttävätkin pääomaliikkeiden rajoituksia ja makrovakausvälineitä ahkerammin kuin muut maaryhmät (kuviot 3 ja 4).[2] Vaikka pitkän aikavälin kehitys kertoo pääomaliikkeiden vapautumisesta, näyttää pääomaliikkeiden rajoitusten käyttö pitkälti vakiintuneen nykyiselle tasolleen finanssikriisin jälkeen. Makrovakauspolitiikan kehitys sen sijaan on ollut kaikkialla huikean nopeaa finanssikriisin jälkeen. Makrovakauspolitiikka on vakiinnuttanut asemansa ja uusia välineitä on kehitetty täydentämään aikaisempia. Niin pääomaliikkeiden rajoitusten kuin makrovakauspolitiikan osalta kehitys on pitkälti saman suuntaista kaikissa maajoukoissa, mutta suurimmat nousevat taloudet erottuvat muista maaryhmistä molempia välineitä eniten käyttävinä. Monissa suurissa nousevissa talouksissa on viime vuosina kehitetty talouden ulkoisen ja sisäisen tasapainon sekä rahoitusvakauden yhteensovittamiseen tähtääviä politiikkavälineiden yhdistelmiä ja kokonaisvaltaisia politiikkakehikkoja.

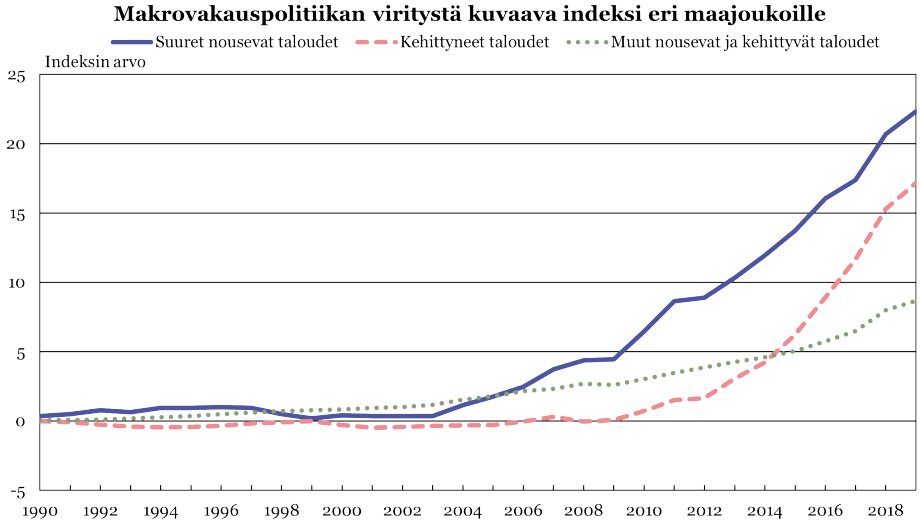
2. Politiikkavälineiden käyttöä eri maaryhmissä eri aineistojen perusteella käydään laajasti läpi ja vertaillaan Bank of Finland Economic Review -katsausartikkelissa "Taming the tides of capital - Review of capital controls and macroprudential policy in emerging economies" (Norring, 2022): *https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/18274*

Kuvio 3.



Lähde: Fernández et al. 2016, 2021. Pohjautuu IMF:n AREAER-aineistoon. Indeksin arvo: 0 = täysin vapaat pääomaliikkeet, 1 = täysin estetyt pääomaliikkeet.
23.2.3022
© Suomen Pankki

Kuvio 4.



Lähde: IMF:n iMaPP-aineisto. Indeksiin lisätään 1, kun uusi vakausväline otetaan käyttöön tai olemassa olevaa kiristetään. Indeksistä vähennetään 1, kun vakausvälineen viritystä kevennetään tai se poistetaan käytöstä.
23.2.2022
© Suomen Pankki

Nousevien talouksien kokemukset makrovakauspolitiikan ja pääomaliikkeiden rajoitusten käytöstä ovat pääsääntöisesti positiivisia. Ne ovat pitkään peräänkuuluttaneet vivahteikkaampaa politiikkakeskustelua ja syvällisempää tutkimusta pääomavirtojen negatiivisa vaikutuksia hillitsevistä politiikkatoimista. Pääomaliikkeiden rajoitusten purkua tuettiin laajasti 2000-luvun alkuvuosina ja erityisesti Kansainvälinen valuuttarahasto eli IMF profiloitui vaikutusvaltaisena pääomaliikkeiden vapauden puolestapuhujana. Vähitellen kertyneet kokemukset pääomaliikkeiden liian nopean vapautumisen aiheuttamista kriiseistä, empiiriset tutkimustulokset ja positiiviset kokemukset tiettyjen politiikkatoimien käytöstä ovat johtaneet vähemmän mustavalkoiseen käsitykseen pääomavirtojen hallinnasta. Vuonna 2012 pitkällisten

keskustelujen pohjalta IMF:ssä sovituksi saatu nk. *"Institutional View on capital flows"* -ohjeistus muotoilee pääomaliikkeiden vapautuksen ennakkoehdoksi riittävän kehittyneet instituutiot ja rahoitusmarkkinat. Vastauksena nousevien talouksien vaatimuksiin IMF:n johto on luvannut edelleen kehittää instituution ajattelua ja ohjeistusta pääomaliikkeiden vaikutusten hallinnasta.[3]

Mitä tutkimus kertoo pääomaliikkeiden rajoitusten ja makrovakauspolitiikan tehosta?

Lisää ymmärrystä pääomavirtojen vaikutusten hallinnasta kaivattaisiin kuitenkin edelleen. Teoreettisissa malleissa voidaan osoittaa pääomaliikkeiden rajoitusten lisäävän hyvinvointia tietyissä olosuhteissa, mutta empiirinen näyttö niiden tehokkuudesta on hämmästyttävän ohutta, vaikka rajoituksia on ollut käytössä pitkään. Näyttää siltä, että pääomaliikkeiden rajoitukset eivät juurikaan onnistu saavuttamaan niille asetettuja tavoitteita tai ainakin niiden onnistuminen on täysin sidonnaista aikaan ja paikkaan. Itse asiassa tehokkaimmin pääomavirtojen negatiivisia vaikutuksia on pystytty vähentämään sellaisilla rajoituksilla, jotka voitaisiin luokitella myös makrovakausvälineiksi. Toisaalta näyttöä on alkanut kertyä siitä, että makrovakauspolitiikalla voidaan hillitä pääomavirtojen negatiivisia vaikutuksia pienemmin hyvinvointikustannuksin kuin rajoittamalla pääomavirtoja.[4] Johtopäätösten vetämistä tutkimustuloksista vaikeuttaa se, että eri politiikkavälineiden tavoitteet voivat olla päällekkäisiä, vaikutusten erottelu haastavaa ja toisinaan jopa tiettyjen politiikkatoimien luokittelu pääomaliikkeiden rajoituksiksi tai makrovakaustoimiksi epäselvää.

Nousevien talouksien keskuspankit ovat peräänkuuluttaneet rahapolitiikan malleihin verrattavaa teoreettista kehikkoa, joka antaisi analyyttista tukea pääomavirtoihin kohdistuville politiikkapäätöksille. Erityisesti eri politiikkavälineiden yhteisvaikutusten tutkimus on vielä hyvin alkutekijöissään. Jotkin artikkelit vertailevat pääomaliikkeiden rajoitusten ja makrovakauspolitiikan tehokkuutta, mutta niiden yhteiskäyttöä ei juurikaan ole tutkittu. Kuitenkin nämä politiikkavälineet liittyvät läheisesti toisiinsa ja ne voivat tilanteen mukaan toimia substituutteina tai komplementteina talouspolitiikan keinovalikoimassa.

Nousevien talouksien vaatimuksiin tutkimusponnistelujen lisäämiseksi on suhtauduttu vakavasti. Niin IMF kuin Kansainvälinen järjestelypankki BIS ovat käynnistäneet tutkimushankkeet, jotka ovat jo tuottaneet kiinnostavia tuloksia.[5] Lisäksi keskuspankkien ja kansainvälisten instituutioiden tutkijoiden verkosto International

---

3. Katso esim. IMF:n toimitusjohtaja Kristalina Georgievan kirjoitus Financial Timesissa pian hänen aloitettuaan tehtävässä: Financial Times 18.2.2020. “IMF chief: we are rethinking our advice to emerging markets”. https://www.ft.com/content/b53468f0-4e46-11ea-95a0-43d18ec715f5

4. Tutkimuskirjallisuutta käydään laajasti läpi Bank of Finland Economic Review -katsausartikkelissa "Taming the tides of capital - Review of capital controls and macroprudential policy in emerging economies" (Norring, 20022): *https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/18274*

5. IMF:n Integrated Policy Framework -hankkeen puitteissa on saatu aikaan kaksi teoreettista mallia, empiirisiä työpapereita sekä katsauksia yksittäisten maiden tilanteisiin. Projektin alla tehdyt tutkimukset on koottu tänne: https://www.imf.org/en/Topics/IPF-Integrated-Policy-Framework. BIS:ssä työ on myös johtanut eri politiikkavälineitä yhteen integroivan mallin konseptin luonnosteluun, empiirisiin tutkimuksiin sekä Singaporen keskuspankin kanssa yhteistyössä järjestettyyn konferenssiin.

Banking Research Network sai vuonna 2020 valmiiksi rahapolitiikan ja makrovakauspolitiikan yhteisvaikutuksia tutkineen projektin, joka osaltaan lisää ymmärrystä eri talouspolitiikkalohkojen keskinäisistä linkeistä ja yhteistoiminnasta.

Hankkeiden myötä ymmärrämme aiempaa paremmin, miten taloudet voivat suojautua ulkoisten riskien aiheuttamalta taloudelliselta epävakaudelta. Lisää tutkimusta kuitenkin tarvitaan. Niin nousevat kuin kehittyneetkin taloudet ansaitsevat kokonaisvaltaisen teoreettisen kehikon ja kattavat empiiriset tutkimustulokset, joiden tuella tehdä mahdollisimman valistuneita politiikkaratkaisuja.

Lähteet

Asian Consultative Council of the Bank for International Settlements (2020). Capital flows, exchange rates and policy frameworks in emerging Asia. Available at https://www.bis.org/publ/othp34.pdf.

Bank for International Settlements. (2019a). Monetary policy frameworks in EMEs. Chapter II in the BIS Annual Economic Report 2019. Available at https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.htm.

Bank for International Settlements (2019b). Annual Report 2018/2019. Available at https://www.bis.org/about/areport/areport2019.pdf#bis2025.

Bussière, M., Cao, J., de Haan, J., Hills, R., Lloyd, S., Meunier, B., Pedrono, J., Reinhardt, D., Sinha, S., Sowerbutts, R., & Styrin, K. (2020). The Interaction between Macroprudential Policy and Monetary Policy: Overview. Review of International Economics, Volume 29, Issue 1.

Consultative Council for the Americas and the central banks of South Africa and Turkey, Bank for International Settlements (2021). Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in Latin American and other economies. Available at https://www.bis.org/publ/othp37.pdf.

Erten, B., Korinek, A., & Ocampo, J. A. (2021). Capital controls: Theory and evidence. Journal of Economic Literature, 59(1), 45-89.

Fernandez, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M., & Uribe, M. (2016). Capital control measures: A new dataset. IMF Economic Review, 64(3), 548-574.

IMF (2012). The Liberalization and management of capital Flows: An Institutional View. IMF Policy Paper. https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf

IMF (2020b). Global Financial Stability Report, April 2020, Chapter 3: Emerging and Frontier Markets: Managing volatile portfolio flows. Available at https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020.

Avainsanat

pääomavirrat, nousevat taloudet, pääomarajoitteet, makrovakauspolitiikka