



# EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Sisältö

---

Kansainvälinen valuuttarahasto IMF päivitti suhtautumistaan  
pääomavirtojen rajoituksiin

---

3

# Kansainvälinen valuuttarahasto IMF päivitti suhtautumistaan pääomavirtojen rajoitukseen

1.6.2022 – Blogi



KIRJOITTAJA

Anni Norring

Ekonomisti

## IMF on perinteisesti profiloitunut vapaiden pääomaliikkeiden puolestapuhujana

2000-luvun alkuvuosina IMF tuki pääomaliikkeiden rajoitusten laajaa purkamista. Pääomaliikkeiden nähtiin tuovan nouseville markkinoille tärkeitä investointeja sekä lisäävän kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta ohjaamalla pääomia tuottavimpaan käyttöön ympäri maailmaa. Samaan aikaan kuitenkin kertyi kokemuksia pääomaliikkeiden liian nopean vapauttamisen aiheuttamista kriiseistä sekä empiiristä ja teoreettista näyttöä siitä, että täysin vapaat pääomaliikkeet eivät ehkä automaattisesti tuokaan mukanaan kestävää talouskasvua. Monet nousevat taloudet ottivat käyttöön pääomaliikkeiden negatiivisia vaikutuksia hillitseviä politiikkavälineitä, joista osa on varsinaisia pääomaliikkeiden rajoituksia ja osa rahoitusvakaushkia torjuvia makrovakaussäilytysvälineitä. Samalla nousevat taloudet alkoivat vaatia IMF:ltä vähemmän mustavalkoista analyysia ja politiikkaneuvontaa pääomavirtojen hallintaan.

Vuonna 2012 pitkällisten keskustelujen pohjalta IMF:ssä saatiin sovituksi "The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View" -ohjeistus. Tämä IMF-piireissä lempinimellä "IV" tunnettu ohjeistus linjaa IMF:n noudattamat peruseriaatteen koskien pääomaliikkeiden hallintaa, vapauttamista ja rajoittamista. Peruseriaatteenä säilyi näkemys, että vapaasti liikkuvat pääomat ovat lähtökohtaisesti hyväksi taloudelle. Merkittävä muutos IMF:n aikaisempaan ajatteluun oli sen tiedostaminen, että pääomaliikkeet voivat aiheuttaa virtojen kohteena olevalle taloudelle vakausriskejä. Siksi pääomaliikkeiden vapauttamisen tulisi tapahtua vasta, kun tarvittavat instituutiot ja rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet riittävän pitkälle. Ohjeistuksen mukaan pääomavirtojen hallintaan on ensisijaisesti käytettävä raha- ja finanssipolitiikkaa sekä joustavia valuuttakursseja. Lisäksi pääomavirtojen hallittavuutta tuetaan rahoitusmarkkinoiden valvonnalla ja sääntelyllä sekä vahvoilla instituutioilla.

Pääomavirtoja rajoittaviin politiikkavälineisiin IMF suhtautui edelleen varauksellisesti. Ohjeistuksessa kuitenkin määriteltiin tiettyjä tilanteita, joissa pääomaliikkeiden rajoitukset voisivat vakauttaa taloutta. Pääomaliikkeiden rajoitusten käytön määriteltiin

sopivan silloin, kun pääomavirrat talouteen tai sieltä pois ovat niin suuria, että ne aiheuttavat merkittävää epävakautta tai kriisin, eikä muilla politiikkavälineillä voida ratkaista tilannetta. Kaikissa tapauksissa pääomarajoitusten tulisi olla läpinäkyviä ja väliaikaisia eikä estää tarpeellista makrotaloudellista sopeutumista.

Vaikka IV osoittautui toimivaksi ja riittävän joustavaksi politiikkaohjeistuksen pohjaksi useimmissa tilanteissa, aiheutti pääomaliikkeiden rajoituksia koskevan ohjeistuksen kirjaimellinen noudattaminen myös ristiriitoja. Politiikkaohjeistuksessa ei yksiselitteisesti määritelty makrovakauseräpolitiikan roolia, ja jotkin politiikkatoimet saattoivat viranomaisten tulkinnan mukaan olla makrovakauseräpolitiikkaa ja IMF:n tulkinnan mukaan pääomarajoituksia. Kritiikkiä herätti myös hyväksytyjen politiikkatoimien ajoitus: jos pääomavirtojen riskien purkaminen ennakoivilla politiikkatoimilla ei ole mahdollista, ei niillä voida estää kriisiä. Kriisin käynnistyttyä ollaan jo myöhässä. Pohjoismaista Islannilla on näistä ristiriidoista omakohtaista kokemusta vuodelta 2015, kun viranomaiset yrittivät hillitä nopeasti kasvavaa ulkomaisen pääoman sisään virtausta. Tuolloin IMF tulkitsi Islannin rajoittavan pääomaliikkeitä ohjeistuksen vastaisesti.

## Linjauksia päivitettiin vastaamaan paremmin erityisesti nousevien talouksien tarpeita

Vastatakseen erityisesti nousevien talouksien vaatimukseen IMF ilmoitti vuonna 2019 tarkastelevansa pääomarajoituksia koskevaa ohjeistustaan uuden tutkimustiedon ja politiikkakokemusten valossa. IMF:n tutkijat ryhtyivät selvittämään optimaalista politiikkavälineyhdistelmää erilaisiin tilanteisiin ja erilaisille talouksille. Uudessa tutkimuksessa tarkastellaan makrotalousohjeistusta kokonaisuutena, jossa raha- ja makrovakauseräpolitiikka sekä pääomarajoitukset ja valuuttamarkkinainterventiot vaikuttavat myös toisiinsa. Tavoite on ollut rakentaa maakohtaiset tekijät huomioonottava malli, jonka avulla päättäjät voivat analysoida ja arvioida eri politiikkavaihtoehtoja sekä niiden yhteensovittamista ja tasapainottamista.

Optimaalista politiikkavälinevalikoimaa on haettu erityisesti nouseville talouksille, jotka ovat alttiita suurille ja nopeasti liikkuville pääomavirroille. Kunnianhimoisen hankkeen on tuottanut paljon uutta teoreettista ymmärrystä ja empiiristä tietoa siitä, miten eri politiikkavälineet toimivat yhdessä ja milloin pääomarajoituksilla voi olla paikkansa. Tämän tutkimuksen tuottamaa tietoa IMF on hyödyntänyt tarkastellessaan pääomaliikkeitä koskevaa ajatteluaan. Nyt työ on valmis ja päivitetty politiikkaohjeistus<sup>[1]</sup> julkaistu.

## Mikä muuttuu, vai muuttuuko juuri mikään?

Ovatko pääomarajoitukset nyt sitten salonkikelpoista talouspolitiikkaa? Sulkeutuvatko maiden rajat kansainvälisiltä pääomilta ja palataanko 1900-luvun suljettujen pääomataseiden maailmaan? Ei sentään. Mistään kovin radikaalista muutoksesta ei voi sanoa olevan kyse.

---

1. [Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows \(imf.org\)](#)

Päivitetyn politiikkaohjeistuksen peruseriaatteen eivät muutu. Vapaat pääomaliikkeet ovat edelleen lähtökohta. Niihin liittyvät riskit tunnustetaan ja tiedostetaan, eikä pääomavirtojen vapauttamista suositella ilman riittävän kehittyneitä markkinoita ja instituutioita. Pääomaliikkeiden rajoituksiin IMF suhtautuu edelleen varauksella ja varaa pääomavirtojen vaikutusten hallinnassa suuremman roolin muille politiikkavälineille. Aiempaa politiikkaohjeistusta pääomarajoitusten käytöstä kriisitilanteissa ei myöskään muutettu.

Päivitetty ohjeistus kuitenkin antaa talouksille hieman enemmän liikkumavaraa tarkentamalla aiempaan nähden suhtautumista politiikkavälineisiin, jotka asetuvat suoranaisten pääomarajoitusten ja makrovakaussäilytysten välille. IMF nimittää tällaisia välineitä aika kömpelösti lyhenteellä CFM/MPM, jossa CFM on "Capital Flow Management Measure" eli pääomarajoitus ja MPM on "Macroprudential Measure" eli makrovakaussäilytys. Nasevaa suomenkielistä nimitystä odotellaan, ja IMF:llekin voisi tarjota näppärämpää termiä! Näillä pyritään hallitsemaan koko talouteen kohdistuvia ulkoisia rahoitusvakausriskejä hillitsemällä pääomavirtojen vaikutuksia. Esimerkiksi Islannin vuonna 2015 käyttöönotettu lisäpääomavaatimus osalle maahan virtaavasta ulkomaisesta pääomasta oli tällainen väline.

Suuri muutos on se, että jatkossa IMF suhtautuu hyväksyvämmiin pääomien sisäänvirtaukseen kohdistuvien välineiden käyttöön myös ennakoivasti. Tämä tarkoittaa sitä, että pääomien sisäänvirtauksen aiheuttamiin vakausriskeihin voidaan puuttua myös silloin, kun riskit ovat kertyneet pikkuhiljaa eivätkä niinkään äkkinäisesti kiihtyneiden pääomavirtojen seurauksena. Päätäjien ei siis enää tarvitse odotella kriisin puhkeamista, vaan näillä välineillä on hyväksyttävää pyrkiä estämään kriisin syntyminen. Näiden välineiden hyväksyttävät käyttötilanteet ovat kuitenkin tarkkaan määritellyt. Niiden käyttö on edelleen oltava läpinäkyvää ja väliaikaista eikä käyttö saa johtaa liiallisiin markkinavääristymiin tai estää tarpeellista makrotaloudellista sopeutumista.

Suurta avausta pääomaliikkeiden rajoittamisen suuntaan muutos ei siis tarkoita, mutta osoittaa, että IMF pystyy päivittämään ajatteluaan tuoreen tutkimustiedon valossa. Tyytyväisiä muutoksiin ei siis kannata olla ainoastaan sitä peräänkuuluttaneissa nousevissa talouksissa, vaan myös taloustieteilijöiden joukossa.

## **Avainsanat**

[pääomavirrat](#), [IMF](#), [pääomarajoitteet](#), [kansainvälinen valuuttarahasto](#)