

raunokki

SUOMEN PANKIN
KIRJASTO *Laarinko*

SUOMEN PANKIN KORKOPOLITIIKKA

vuosina 1914—1938

SUOMEN PANKIN
TALOUSTIETEELLISEN TUTKIMUSLAITOKSEN
JULKAISUJA

SARJA B: 12

REINO ROSSI: SUOMEN PANKIN KORKOPOLITIIKKA
VUOSINA 1914—1938

BANK OF FINLAND
INSTITUTE FOR ECONOMIC RESEARCH
PUBLICATIONS

SERIES B: 12

REINO ROSSI: THE INTEREST RATE POLICY OF THE BANK
OF FINLAND IN 1914—1938

FOR SALE AT THE ACADEMIC BOOK SHOP, HELSINKI

REINO ROSSI

SUOMEN PANKIN
KORKOPOLITIIKKA

vuosina 1914—1938

JAKAJA:
AKATEEMINEN KIRJAKAUPPA HELSINKI

Saattaessani julkisuuteen teokseni esitän lämpimän kiitoksen kaikille niille henkilöille, jotka ovat edistäneet sen valmistumista. Herätteen tähän tutkimukseen sain Suomen Pankin pääjohtajalta, ministeri SAKARI TUOMIOJALta. Sen lopulliseen muotoutumiseen ovat olennaisimmin vaikuttaneet professorien POUL NYBOE ANDERSENin, HUGO E. PIPPINGin, BR. SUVIRANNAN, MIKKO TAMMISEN ja A. E. TUDEERin sekä fil.lis. BÖRJE KRAGHin kanssa käymäni keskustelut ja heiltä saamani arvokkaat neuvo ja huomautukset. Erityisen kiitollinen olen myös esimiehilleni ja virkatovereilleni Suomen Pankissa, nimenomaan sen taloustieteellisessä tutkimuslaitoksessa; heidän eri muodoissa antamansa apu on ollut minulle työni kestäessä hyvin suureksi hyödyksi. Suomen Pankkiyhdistys ja Suomen Säästöpankkiliitto ovat samoin auliisti asettaneet käytettäväkseni lähdeaineistoa.

Helsingissä, marraskuussa 1951.

REINO ROSSI.

SISÄLLYS.

	Sivu
I. JOHDANTO	11
1. Tutkimuksen tarkoitus	11
2. Tutkittavan ajanjakson rajoittaminen	14
A. Teoreettinen tausta.	
II. ERÄITÄ KORKOTEORIAN KEHITYKSEN PÄÄPIIRTEITÄ	16
1. Reaalikorko- ja agioteoraa	16
2. Klassillinen tasapainokorkoteoria	17
3. Uusklassillinen korkoteoria	19
4. Klassillisen korkoteorian arvostelu	21
5. Keynesin likviditeettikorkoteoria	22
6. Luottokorkoteoria	25
7. Korkoteorian nykyinen tila	28
8. Keynesin korkoteorian soveltamisesta Suomen oloihin	29
81. Mitä on ymmärrettävä ns. yleisellä korkotasolla?	30
82. Likviditeettikorkoteorian soveltamisesta liikepankkien korkojen muodostumiseen	31
9. Säästämisen, pankkien likviditeetin ja korkotason välisistä yhteyksistä..	34
III. KORKOPOLITIIKAN TEORIASTA JA PÄÄMÄÄRISTÄ	37
1. Korkopolitiikan kehittyminen ja suhde korkoteoriaan	37
2. Wicksellin tasapainokorko korkopolitiikan teoreettisena ohjeena	39
3. Tasapainokoron käsite uudenaikaisen (monetäärisen) korkoteorian valossa	43
4. Käytännön korkopolitiikan päämääristä ja keinoista	48
41. Kultakantajärjestelmän korkopolitiikka	48
42. Järjestelmän pirstoutumiseen johtaneista tekijöistä	52
43. »Neutraalista rahasta» halpaan» rahan	56
44. »Halvan rahan» politiikan arvostelua ja nykyhetken käsityksiä korkopolitiikasta	62
B. Suomen Pankin korkopolitiikka vuosina 1914—1938	
IV. PAPERIRAHATALOUS VUOSINA 1914—1925	71
1. Rahanrunsauden aika 1914—1917	71
11. Suomen Pankin korkopolitiikasta ennen ensimmäistä maailmansotaa	71

12.	Maaflmansodan syttyminen	74
13.	Luopuminen kultakannasta	76
14.	Rahapolitiikan päämääristä	77
15.	Taloudellinen kehitys ja korkopolitiikka vuosina 1914—1917	79
16.	Setelistön lisääntyminen ja valuuttakurssien nousu	84
17.	Kotimaan inflaatiokehitys	87
18.	Suomen Pankin rahapolitiikan yleisarvostelu	93
2.	Rahamarkkinain kiristyminen ja inflaatio vuosina 1918—1920	101
21.	Rahamarkkinain kiristyminen vuonna 1918	101
22.	Rahapolitiikan päämäärien etsintää	102
23.	Suomen Pankin rahapolitiikan ohjelma	110
24.	Korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuudesta	112
25.	Valuuttapolitiikan epäonnistuminen	114
26.	Aktiivisen korkopolitiikan synty ja kehitys	120
27.	Luotonannon suoranainen säännöstely ja korkopolitiikka	122
28.	Harjoitetun politiikan arviointia	125
	281. Korkopolitiikka ja valuuttakurssit	127
	282. Korkopolitiikka ja inflaatio	132
3.	Rahan arvon vakauttaminen vuosina 1921—1925	140
31.	Yleistaloudellinen kehitys vuonna 1921	140
32.	Raha- ja valuuttapolitiikka vuonna 1921	141
33.	Valuuttapolitiikan päämäärän selkiytyminen	146
34.	Luotto- ja korkopolitiikan päämäärät ja muotoutuminen vuosina 1922—1925	147
	341. Diskontton alentaminen syksyllä 1922	149
	342. Diskontton korottaminen syksyllä 1923	151
	343. Vuodet 1924—1925	157
35.	Vuosina 1921—1925 harjoitetun diskonttopolitiikan tarkoituksenmukaisuus	162
	351. Luotonannon säännöstely ja diskonttopolitiikka	162
	352. Vaihtotaseen valvonta ja tuonnin rajoittaminen	164
	353. Liikepankkien ulkomaiset markkatalletukset	167
	354. Työllisyys ja talouselämän aktiviteetti	169
	355. Harjoitetun korkopolitiikan yleisarvostelu	175
4.	Korkotason muutosten syistä ja selittämisestä	177
	41. Sotavuosien »halpa raha»	177
	42. Korkeiden kohoaminen ja korkotaso vuosina 1918—1925	180
V.	KULTAKANNALLA VUOSINA 1926—1931	186
1.	Noususuhdanteesta vuoden 1928 kriisiin	186
11.	Kultakantaan siirtyminen ja diskonttopolitiikka	186
12.	Pyrkimykset korkokannan alentamiseen vuosina 1926—1927	188
	121. Suomen Pankin toimenpiteet vuonna 1926	188
	122. Vuoden 1927 diskonttopolitiikka	192
	123. Korkotason alentamista ehkäissee tekijät	196
	124. Oliko korkotaso »liian korkea»?	199
	125. Suomen Pankin korkopolitiikan perusteista ja tavoitteista	205

13. Suhdannekehitys vuosina 1926—1928	207
14. Vuoden 1928 rahamarkkinakriisi	212
15. Suomen Pankin luotto- ja korkopoliitikan tarkoituksenmukaisuudesta	215
2. Lamaa kohti vuosina 1929—1931	220
21. Suomen Pankin luottopoliitikka ja yleystaloudellinen kehitys vuonna 1929	220
22. Rahataloudellinen kehitys ja diskonton aleneminen vuonna 1930	224
23. Korkosopimuksen solmiminen	229
24. Suomen Pankin korkopoliitikka ristiaallokossa	233
VI. »HOIDETUN VALUUTAN» AIKA 1931—1938	235
1. Luopuminen kultakannasta	235
2. Suomen Pankin rahapolitiikan päämäärät	237
3. Vaatimukset Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta ja luottoekspan- sion aikaansaamisesta	240
4. Suomen Pankin korko- ja luottopoliitikka	249
41. Diskonton korotukset ja korkokannan nousu	249
42. »Halvan rahan» politiikkaa	254
5. Suhdannekehityksestä ja »halvan rahan» politiikan merkityksestä	262
6. Suomen korkotasoon 1930-luvulla vaikuttaneista tekijöistä	271
VII. KORKOPOLIITTISIA JOHTOPÄÄTÖKSIÄ	279
1. Loppukatsaus korkopoliitikkaan	279
11. Päämäärät	279
12. Tehokkuus ja tarkoituksenmukaisuus	281
121. Keskuspankin diskonton vaikutus rahalaitosten korkoihin	281
122. Diskonttopoliitikan tehokkuudesta Suomen oloissa	285
THE INTEREST RATE POLICY OF THE BANK OF FINLAND IN 1914—1938. Summary..	292
The texts of the diagrams	295
Lähdeluettelo	299
Kuvioiden lähteet	308
Taulukkoliitteet ja liitekuviot	310

I. Johdanto.

1. Tutkimuksen tarkoitus.

Kuten tunnettua, kansantaloustieteen teoria on viimeisten puoleentoista vuosikymmenen aikana ollut voimakkaassa käymistilassa. KEYNESIN »Yleisen teorian» ilmestyminen vuonna 1936 merkitsi tämän ajattelun piirissä järkytystä, jonka jälkimainingit eivät vielääkään ole täysin tasaantuneet, yhtä vähän kuin tällä hetkelläkään voidaan kiistattomasti arvioida, millaisia vaurioita klassillisen kansantaloustieteen oppirakennelma on lopullisesti tässä myrskyssä kärsinyt.

Voitaneenkin liioittelematta väittää, että me tätä nykyä elämme kansantalouden teoriankin alalla eräänlaista »aikamme vallankumousta», jolle on tunnusomaista vanhojen ja jo vakiintuneiksi katsottujen käsitysten ja ennen kaikkea teoreettisen ajattelun premissien tarkistaminen ja uudelleen arvioiminen. Tämän »henkien taistelun» taustana ovat viime kädessä itse kartoitettavan alueen rakenteessa tapahtuneet muutokset, jotka ovat suoranaisesti pakottaneet uusiin kysymyksen asetteluihin ja vanhemman teorian kätkeytyjen edellytysten selvittämiseen. Näin olemme joutuneet tilanteeseen, jossa taloudellisen kehityksen edistyessä entistä paljon monivivahteisemmin differentioituneiden kansantalouksien erityiset rakenteelliset olosuhteet vaativat osakseen huomiota jopa siinä määrin, että eräillä tahoilla on suorastaan asetettu yleispeätävän universaalisen talusteorian mahdollisuus kyseenalaiseksi tai ainakin vaadittu sen tarkkaa soveltamista tutkittavan alueen kulloistenkin erikoispiirteiden mukaisesti. Keynesin kiistattomana ansiona voidaan pitää sitä, että hän kiinnitti erityistä huomiota teoreettisen ajattelun lähtökohtien todenmukaisuuteen, olkoonpa, että hänen oma »yleinen teorianensa» kirjoittamisajan tunnelmissa näytti muodostuneen pelkästään tiettyjen ajallis-paikallisten erikoisedellytysten pohjalle rakentuvaksi järjestelmäksi, mitä se ei syvimmältään kuitenkaan ole.

Erityisen selvästi edellä mainittu teoreettinen hajaannustila ja eräänlaisen *interregnumin* aika on havaittavissa korkoteorian alalla. HABERLER onkin tunnetussa suhdanneselityksiä käsittelevässä teoksessaan toden-

nut, että »korkoteoria on kauan ollut kansantaloustieteen heikko kohta, ja korkokannan määräytyminen ja selittäminen on jatkuvasti kansantalouden tutkijain keskuudessa suuremman erimielisyyden aiheena kuin mikään muu kansantalousteorian haara».¹ Keynesin puhtaasti monetäärisen likviditeettikorkoteorian esittämisen ja sen aiheuttaman erittäin vilkkaan mielipiteiden vaihdon jälkeen on 1930-luvun loppuvuosista lähtien ollut olemassa useampiakin korkoteorioita ja teorian muunnelmia, joista jokainen tietyllä oikeutuksella — ja tietyin edellytyksin — vaatii itselleen yleispätevyyden epiteettiä.

Toisaalta voidaan myös todeta, että pohjaltaan samat syyt, jotka ovat johtaneet varsinaisen kansantalousteoreettisen rakennelman kysymyksen asettelujen muuttumiseen, samalla ovat aiheuttaneet olennaisia painopisteen siirtymisiä niin hyvin talouspolitiikan päämäärien kuin käytettävien keinojen valinnan kohdalla. Tässäkin suhteessa nimenomaan korkopolitiikan päämäärien ja kysymyksen asettelujen muutokset ovat olleet erityisen selvät ja mielenkiintoiset, samalla kun niistä myös kuvastuvat edellä mainitut puhtaan korkoteorian alalla esiintyneet erilaiset ajatusvirtaukset ja katsomukset.

Voidaan sanoa, että k a i k k i a korkoteorioita historialliseen todellisuuteen sovellettaessa on ilmeisestikin tärkeätä ottaa huomioon ne erityiset olosuhteet ja voimatekijät, jotka kulloinkin tutkittavana olevana ajanjaksona ja tutkittavana olevassa paikallisessa ympäristössä ovat määräävästi vaikuttaneet lainakorkojen muodostumiseen juuri sellaisiksi ja sillä tavoin kuin tosiasiallisesti on tapahtunut. Johonkin tapahtumasarjaan sovellettu korkoteoreettinen selitysanalyysi joutuu näin ollen »täydellisyyteen» pyrkiessään liikkumaan ikään kuin kolmella eri invarianssitasolla: ensinnä on puhdas korkoteoria ja sen sanelema kysymyksen asettelu, toiseksi tutkittavana olevan yhteiskunnan (luotto-markkinain) rakenteelliset erikoisuudet ja niiden vaikutukset korkotason määräytymiseen ja kolmanneksi käsiteltävänä olevana ajanjaksona harjoitettu, tiettyihin päämääriin pyrkinyt k o r k o p o l i t i i k k a.

Käsillä olevassa tutkimuksessa päähuomio on kohdistettu kysymyksen viimeksi mainittuun osaan. Tehtävänä on nimenomaan tarkastella Suomen Pankin harjoittaman korkopolitiikan muotoutumista, sen päämäärien asettelua ja muuttumista, noudatetun politiikan tarkoituksenmukaisuutta ja menestystä sekä suhdetta kulloinkin vallinneisiin yleismaailmallisiin virtauksiin. Samalla kun tällainen analyysi antaa mahdollisuuksia noudatetun politiikan tiettyjen tarkoituksenmukaisuus-

¹ GOTTFRIED VON HABERLER, Prosperität und Depression, s. 189.

arviointien suorittamiselle, se toisaalta osaltaan myös valaisee kysymystä korkopolitiikan soveltuvuudesta talouspolitiikan välineeksi erilaisissa olosuhteissa.

Mainittujen tarkoituksien saavuttamiseksi tutkimukseen sisältyy ensinnä lyhyt katsaus korkoteorian kehitykseen ja tällöin pääasiallisesti siihen murrosvaiheeseen, johon Keynesin teorian esittäminen on tällä alalla johtanut. Pyrkimyksenä on ainoastaan saada esiin ne tunnusmerkit ja oivallukset, jotka ovat olennaisessa määrin vaikuttaneet korkopolitiikan teoriaan ja päämäärien asetteluun. Katsauksen toisena päätarkoituksena on välittää lukijalle se teoreettinen käsitevälineistö, jonka tunteminen on välttämätöntä varsinaisen kausaalianalyysin ymmärtämiseksi.

Tämän puhtaan teorian esittelyn jälkeen seuraa kuvaus korkopolitiikan teoreettisten kysymyksen asettelujen kehityksestä ja tosiasiallisten päämäärien muotoutumisesta samoin kuin korkopolitiikan asemasta talouspolitiikan välineistössä eri aikoina. Esitys on niinkään tarkoitettu vain seuraavan historiallisen prosessin selitysrityksen taustaksi ja siinä on sen vuoksi rajoitettu olennaisimpien näkökohtien esittämiseen.

Edelleen on näyttänyt aiheelliselta sisällyttää tutkimukseen jossain määrin myös Suomen korkotason muodostumiseen vaikuttaneiden tekijöiden ja voimakomponenttien analysointia samoin kuin niiden reaktiomekanismien selvittelyä, joita pitkin erilaiset ensisijaiset sysäykset johtavat korkotasoa määrävien ehtojen muuttumiseen. Selvää on, ettei tällaisessa, sinänsä itsenäisen erikoistutkimuksen aiheeksi soveltuvassa tarkastelussa ole näissä ahtaissa puitteissa voitu mennä ääripiirteiden esittämistä pitemmälle. Sellaisenaankin esitys voinee osaltaan auttaa näkemään, missä määrin ja missä mielessä eri korkoteoriat pystyvät selittämään koron muodostusta pitemmällä ja lyhyemmällä tähtäimellä nimenomaan meidän olosuhteissamme. Tarkoituksena on siis ollut eräänlaisen »suomalaisen» korkoselityksen hahmottelu puhtaan korkoteorian antamista kysymyksen asetteluista käsin.

Lopuksi lienee tutkimuksen alan ja rajojen selventämiseksi vielä syytä korostaa, että sen päätarkoituksena on ollut korkopolitiikan kuvaus, minkä ohessa on huomiota omistettu myös korkotason muodostumiselle ja sen liikkeen »selittämiseksi», sikäli kuin nämä eivät suoraan ole johdettavissa tietyistä talouspoliittisista päämäärän asetteluista ja ratkaisuista. Koron vaikutuksiin on näin ollen puututtu vain siinä määrin, kuin se korkopolitiikan tarkastelun ja tarkoituksenmukaisuuden arvioinnin yhteydessä on ollut välttämätöntä. Samalla korkorakenteen selvittäminen varsinaisesti lankeaa tutkimuksen rajojen ulkopuolelle, ja sitä on kos-

keteltu vain sikäli kuin korkostruktuurin sisällä vaikuttavien voimien voidaan katsoa olevan merkityksellisiä myös — edempänä tarkemmin määriteltävän — yleisen korkotason liikkeiden selittämiseksi.

2. Tutkittavan ajanjakson rajoittaminen.

Tutkimuksen kohteena oleva ajanjakso on ulotettu käsittämään ajan ensimmäisen maailmansodan alkuvaiheista aina toisen maailmansodan kynnykselle saakka. Sen puitteisiin mahtuu siten toisaalta kaksikin »vapaaan valuutan» aikakautta ja niiden väliin runsaat puoli vuosikymmentä kestänyt kultakantaperiodi. Samalla ajanjaksoon sisältyy yksi voimakas inflaatiokausi (1915—1921), kaksi normaalia nousu- ja korkea-suhdannetta (1926—1928 ja 1933—1938) ja yksi erityisen selväpiirteinen lasku- ja lamakausi (1929—1932). Tällaisenaan ajanjakson saatetaan siten katsoa olevan kyllin pitkän, jotta sen puitteissa korkopolitiikan erilaiset kehitysvirtaukset ja suunnan muutokset tulevat riittävässä määrin näkyviin.

Voidaan kyllä epäilemättä esittää varsin painavia perusteluja tutkittavaksi otettavan ajanjakson pidentämiselle käsittämään myös toisen maailmansodan aikaiset ja sen jälkeiset vuodet aivan viime päiviin saakka. Asetettuna yhteyteen ensimmäisen maailmansodan jälkeisen inflaatiokauden korkopolitiikan kanssa Suomessakin toisen maailmansodan aikana ja nimenomaan vuosina 1945—1947 noudatettu »halvan rahan» politiikka antaisi aihetta mielenkiintoisiin vertailuihin, samalla kun aivan viime vuosina meillä uudelleen aloitettu aktiivinen korkopoliittinen suuntaus kuvastaa eri tahoilla jälleen virinnyttä epäluuloa kaikissa olosuhteissa harjoitettua halvan rahan politiikkaa kohtaan. Näistä perusteluista huolimatta on kuitenkin näyttänyt tarkoituksenmukaisimmilta tyytyä loppupäästään tyypistettyyn ajanjaksoon. Näin ennen kaikkea siksi, ettei vielä tällä hetkellä (1951) ole riittävää historiallista välimatkaa sotavuosien korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuuden arvioimiseksi. Kuvauksen olisi tältä osin pakko jäädä miltei puhtaan deskriptiivisyyden asteelle. Jo tutkimuksen koon rajoittamiseksi on sen vuoksi luovuttu tällaisen kuvauksen sisällyttämisestä siihen, varsinkin kun kirjoittaja toisessa yhteydessä on aikaisemmin tässä mielessä käsitellyt ko. vuosienkin tapahtumia.¹

¹ Ks. REINO ROSSI, Suomen korkotaso ja korkopolitiikka vuosina 1918—1947. Taloudellisia Selvityksiä 1947.

II. Eräitä korkoteorian kehityksen pääpiirteitä.

1. Reaalikorko- ja agioteorია.

Tunnettu tosiasia on, että työn teknillinen tuottavuus yleensä lisääntyy reaalipääomaa apuna käytettäessä. Jos WICKSELLIN terminologian mukaisesti pidetään pääomaa varastoituna yksinkertaisena työ- ja maavoimana, voidaan tämän pääoman osalle tuotannon tuloksesta lankeavan korvauksen katsoa määräytyvän toisaalta työn toisaalta pääoman rajatuottavuuden mukaan. Pääomankorko on täten »säästetyin ja yksinkertaisen työ- ja maavoiman rajatuottavuuden erotus».¹ Wicksellin mielestä sisältyy tähän määritelmään tosiasiallisesti »kaikki, mitä voidaan esittää tämän ilmiön (pääomankoron) selittämiseksi».²

Pääomankorko määräytyy siis viimeisen tosiasiallisesti käytetyn pääomayksikön tuottavuuden mukaan. Mistä sitten johtuu, että pääoman rajatuottavuus on suurempi kuin yksinkertaisen (käsi)työn rajatuottavuus? Tämän seikan selittämiseksi viittaavat vanhemmat korkoteoreetikot v. BÖHM-BAWERKista alkaen ennen kaikkea kahteen näkökohtaan.

Ensinnäkin vaatii niin hyvin reaalipääoman tuottaminen kuin nykyaikainen pääomavaltainen tuotanto yleensäkin aikaa. Koneiden, teollisuusrakennusten ym. tuotantovälineiden valmistaminen ei käy käden käänteessä ja toisaalta vie oman aikansa, ennen kuin tällaisen tuotannon kiertotien tulokset kypsyvät valmiiksi kulutushyödykkeiksi. Tänä aikana on kuitenkin tuotantoon osallistuvilla tuotannon tekijöille maksettava korvaus heidän suorittamastaan panoksesta tuotantoprosessissa. Teollisuusyrittäjällä on niin ollen oltava määrätty »palkkavarasto» voidakseen ylläpitää työläisensä ja suorittaa tuotantoprosessin kuluessa syntyvät kustannuksensa, jo ennen kuin hän itse saa tuloja tuotteittensa myynnistä.

Toiseksi on huomattava, että tämän palkkavaraston, tai, mikä tosiasiallisesti on sama asia, reaalipääoman, muodostaminen ja lisääminen

¹ KNUT WICKSELL, Föreläsningar i nationalekonomi I, s. 183.

² KNUT WICKSELL, m.t., s. 183.

käy päinsä ainoastaan luopumalla osasta niitä tuotteita, jotka olemassa olevalla työ- ym. alkuperäisten tuotantovoimien määrällä voitaisiin valmistaa. Pääomanmuodostuksen lisääminen ja tuotannon kiertotien pidentäminen vaatii näin ollen uhrausta, ts. nykyisten tarpeiden tyydyttämisen uhraamista ainakin jossain määrin tulevaisuudessa tapahtuvan tarpeiden tyydyttämisen hyväksi.

Viimeksi mainitusta psykologisesta vastuksesta johtuu, että pääomanmuodostus suhteessa pääomien teknillisesti kannattaviin käyttömahdollisuuksiin pysyy niukkana. Näin ollen pääoman rajatuottavuus on suurempi kuin yksinkertaisen työn rajatuottavuus, ts. syntyy reaalista pääomankorkoa.

Niin kuin edellä esitetystä ilmenee, reaalikorko on selitettävissä viime kädessä vain toisaalta pääoman teknillisesti tuottavien käyttömahdollisuuksien ja toisaalta säästämisen psykologisen »uhrausvastuksen» yhteisfunktiona. Jos pääoman teknillinen tuottavuus olisi sama kuin yksinkertaisen työvoiman tuottavuus, ei kukaan yrittäjä olisi halukas maksamaan lainaksi saamastaan pääomasta korkoa, ja toisaalta, jos säästäminen ei olisi uhraus, ei pääoman muodostus myöskään olisi niukkaa. Toisin sanoen reaalipääomaa olisi jälkimmäisessä tapauksessa niin runsaasti käytettävissä, että sen rajatuottavuus muodostuisi yhtä suureksi kuin yksinkertaisen työvoiman rajatuottavuus ja pääomankorko häviäisi. Pääomankorkoa voidaankin täten yhdistämällä rajatuottavuus- ja uhrausnäkökohdat CASSELin tavoin pitää niukkuushintana.¹

2. Klassillinen tasapainokorkoteoria.

Täten syntyy ns. klassillinen tasapainokorkoteoria, jonka MARSHALL on ensinnä esittänyt kuuluisassa yleisteoksessaan »Principles of Economics». Sen mukaan korkokanta, so. lainapääoman hinta, määräytyy lainamarkkinoilla periaatteessa aivan samoin kuin minkä muun tavaran hinta tahansa vapaan markkinahinnanmuodostuksen vallitessa.

Pääoman tarjontaa edustaa säästäminen, jonka oletetaan muodostuvan sitä suuremmaksi, mitä korkeammaksi säästämisestä maksettava korvaus kohoaa. Näin saadaan suorakulmaiseen koordinaatistoon, jossa ordinaataksi otetaan korkokannan korkeus ja abskissaksi säästetty pääomamäärä, vasemmalta oikealle nouseva tarjontakäyrä.

Pääomaa kysytään ennen kaikkea sijoitustarkoituksiin. Sijoitustoiminnan laajuus, ts. pääoman kysyntä, on korkokannan laskeva funktio:

¹ Ks. GUSTAV CASSEL, Teoretisk socialekonomi, s. 219.

mitä alhaisempi on korko, sitä suurempi on pääoman kysyntä. Kysyntä-käyrä laskeutuu näin ollen vasemmalta ylhäältä oikealle alas. Käyrien leikkauspisteen, jossa siis kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa, etäisyys abskissa-akselista osoittaa korkokannan korkeutta. Teorian mukaan kysynnän tai tarjonnan vahvistuminen tai heikentyminen, so. käyrien siirtyminen oikealle tai vasemmalle johtaa automaattisesti korkokannan alenemiseen tai nousemiseen, jolleivät käyrien siirtymiset tapahdu samansuuntaisesti ja yhtäaikaaisesti. Huomattava on, että säästämis- ja investointikäyrien nimenomaan oletetaan olevan toisistaan riippumattomat, niin etteivät yhden käyrän muutokset ainakaan ilman muuta vaikuta toiseen käyriin.

Tämä teoria on tyypillinen osittainen tasapainoteoria.¹ Korkokannan määräävä tasapaino käsittää yksistään osan taloudellisesta elämästä, nimittäin säästämisen ja investoinnin välisen suhteen. Edellä esitetyn mukaisesti oletetaan, että näitä kuvaavat käyrät saattavat siirtyä ja muuttua *ceteris paribus*, ilman että siitä aiheutuu muutoksia muussa talouselämässä. Ennen kaikkea oletetaan yhteiskunnan tulotaso sekä tavaroissa että rahassa mitattuna vakioksi, ts. edellytetään, että kaikki pääoman tarjonnan muutokset aiheutuvat säästämis- ja lainan muutoksista. Vastaavasti oletetaan myös, että investointikäyrän siirtyminen aiheutuu teollisuusyrittäjien vaihtelevista tulevaisuuden arvioinneista tai tekniikan kehityksestä, joka tekee reaali-pääoman käytön muiden tuotannon tekijöiden rinnalla edullisemmaksi tai epäedullisemmaksi.

Teorian kätkeytyihin edellytyksiin kuuluu myös se, että tulotaso ei muutu käyrien siirtyessä tai koron muuttuessa. Tällaiset muutokset vaikuttavat vain tulojen käytön eli menojen jakaantumiseen kulutuksen ja säästämisen kesken sekä tuotannon suuntautumiseen tuotanto- ja kulutushyödykkeiden valmistamiseen. Toisin sanoen oletetaan täys-työllisyyden vallitsevan ja hintatason olevan vakaana.

Edellä esitetystä asustaan klassillinen korkoteoria tosiasiallisesti lepää täysin reaalityaloudellisella perustalla. Vaikka lainapääoman tarjonta ja kysyntä nykyaikaisessa yhteiskunnassa tapahtuukin rahan muodossa, ei monetäärisillä seikoilla ole mitään vaikutusta korkokannan määräytymiseen järjestelmässä, jossa pääoman tarjontaa yksinomaan edustaa säästäminen eikä minkäänlaisen luottoekspansion mahdollisuutta oteta huomioon. Koron »tehtävä» on näissä puitteissa selvä: koron olemassaolo on toiselta puolen välttämätön säästämisuhrauksen korvaamiseksi, toisaalta sijoitustoiminnan rajoittamiseksi säästämistä vas-

¹ Ks. POUL NYBOE ANDERSEN, *Laanerenten*, s. 30.

taavaksi. Korkokanta asettuu tällöin tasolle, jolla kulloinkin pääoman rajatuottavuus on yhtä suuri kuin rajasäästäjän odotusuhrauksesta maksettava korvaus.¹

3. Uusklassillinen korkoteoria.

Rahaolojen ja pankkitoiminnan kehittyminen johti jo puolisoista vuosisataa sitten oivallukseen, etteivät pankit luotonannossaan olleet pakotettuja turvautumaan yksinomaan tallettajien niille tuomiin säästöihin, vaan että ne saattoivat myös omaehtoisesti »luoda» rahaa, ts. luottoa.² Tämä mahdollisuus pankeilla on sitä suuremmassa määrin, mitä enemmän pankkijärjestelmä on keskittynyt ja mitä enemmän yleisö on tottunut käyttämään shekkejä keskinäisten maksunsuoritustensa välineenä.

Säästämisen rinnalla oli näin ollen myös rahamäärän lisääntyminen otettava huomioon tarkasteltaessa luoton tarjontapuolta. Toisaalta kiinnitettiin huomiota siihen seikkaan, ettei kaiken säästämisen välttämättä tarvinnut esiintyä tarjontana luottomarkkinoilla, vaan osa säästövaroista voitiin pitää tesauroituna, ts. käyttämättömien kassavarojen muodossa.

Klassillisen teorian esittämiin pääoman tarjonta- ja kysyntäkäyriin oli täten lisättävä tarjonnan puolelle rahamäärän kasvaminen ja kysynnän puolelle tesauroimisen vaatima rahamäärä. Riippumatta siitä, oletetaanko vai ei näiden olevan koron funktioita, saadaan korkotason määräämistä varten joka tapauksessa uusi käyräpari, jossa säästäminen ja toisaalta luoton kysyntä sijoitustarkoituksiin ovat vain osana tarjonnasta ja vastaavasti kysynnästä.

Ainoastaan siinä tapauksessa, että rahamäärän lisäys määräytyssä tilanteessa juuri vastaa tesauroimisen suuruutta, on uusien tarjonta- ja kysyntäkäyrien leikkauspiste samalla tasolla kuin alkuperäisten säästämis- ja sijoituskäyrien määräämä tasapainopiste, ts. korkokanta pysyy muuttumattomana. Tätä erikoistapausta lukuun ottamatta tosiasialli-

¹ Vrt. CARSTEN WELINDER, Utkast till en institutionalistisk rënteteori. Ekonomisk Tidskrift 1/1942, s. 23.

² Tarkkaan katsoen oivallus on melkoista vanhempaakin perua, ja ainakin JOHN LAW jo 1700-luvun alkupuolella perusti pankkitoimintansa sen varaan. Lawn on kuitenkin katsottava olleen tässä suhteessa ajastaan edellä, samalla kun hänen omat käsityksensäkin luottoekspansion rajoista ja vaaroista olivat aivan riittämättömät, mikä sitten johtikin luoton »luomisen» vuosikymmenien ajaksi huonoon huutoon niin hyvin teoreetikkojen kuin käytännön pankkimiesten piirissä.

nen lainakorko voi ilmeisesti olla klassillista tasapainokorkoa, so. viime kädessä reaalikorkoa, joko alhaisempi tai korkeampi riippuen siitä, onko rahamäärän lisäys suurempi tai pienempi kuin sen kysyntä tesauroimistarkoituksiin.

Miten sitten on mahdollista klassillisen teorian tavoin väittää korkokannan määräytyvän pääoman rajatuottavuuden ja rajasäästäjän odotusuhrauksen yhteisvaikutuksesta? Eikö pankkijärjestelmän kyky luoda maksuvälineitä ja siten vaikuttaa korkokannan korkeuteen ole kerta kaikkiaan tehnyt tyhjäksi koron klassillisen teorian mukaiset määräytymisperusteet?

Näin ei kuitenkaan uusklassikkojen mukaan ole laita. WICKSELL tutki ensimmäisenä systemaattisesti niitä vaikutuksia, jotka lainakoron poikkeamisella klassillisen korkoteorian esittämästä »luonnollisesta» korkotasosta oli. Hän pyrki osoittamaan, ettei rahamäärän lisäämisen avulla keinotekoisesti aikaansaatu korkokannan aleneminen voinut jäädä pysyväksi, vaan että koron oli ennen pitkää palattava takaisin »luonnolliselle» korkeudelleen.¹

Wicksellin ajatuksen juoksu oli lyhyesti esitettyä seuraavanlainen. Jos pankit alentavat lainanantokorkonsa huomattavasti alle normaalin korkotason, tästä on ensimmäisenä seurauksena säästämisen väheneminen klassillisen korkoteorian edellyttämällä tavalla. Toiseksi luoton kysyntä kasvaa korkokannan alentuessa, koska kulutuksen lisääntymisen johdosta ja hintatason aluksi pysyessä ennallaan yrittäjien voitonmahdollisuudet suurentuvat ja heidän sijoitushalukkuutensa kasvaa. Seurauksena on siis tuotantovoimista ja raaka-aineista käydyn kilpailun lisääntyminen, mikä — täystyöllisyyden vallitessa — on omansa korottamaan näiden hintoja. Työläisten rahatulojen kasvaminen ja toisaalta kulutushyödykkeiden tuotannon väheneminen (koska entistä suurempi osa tuotantovoimista nyt on tuotantohyödykkeiden valmistamisessa) johtavat näin ollen myös kulutushyödykkeiden hintojen kohoamiseen. Tälle hintojen nousuprosessille on vielä ominaista, että se jatkuu kumulatiivisesti, niin kauan kuin lainakorko on normaalia alhaisempi: hintatason noustua työpalkkoja ym. kustannuksia vastaavasti yrittäjien tulevaisuuden odotukset ovat yhtä hyvät kuin ennen prosessin alkamista, ts. ennen kuin lainakorko aleni normaalia tasoaan alemmaksi. Mikäli pankit jatkuvasti pitävät kiinni alhaisesta korosta, prosessi alkaa täten

¹ Samanlaisia ajatuksia oli esittänyt eri yhteyksissä mm. jo RICARDO. Ks. BÖRJE KRAGH, Eräitä raha-, luotto- ja korkoteorian kehityssuuntia. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III/1947, s. 151.

uudelleen alusta. Lainakoron poiketessa normaalista korosta ei näin ollen ole mahdollista saavuttaa hinta- ja kustannustason tasapainoa. Vasta sitten kun pankit nostavat korkonsa jälleen luonnolliselle tasolle, syntyy tasapaino. Tuotanto ja tavarain vaihto tapahtuvat tällöin uudella, entisestään kohonneella hintatasolla, joka juuri vaatii tarpeisiinsa sen lisääntyneen rahamäärän, jonka pankit ovat prosessin kuluessa laskeneet liikkeelle.¹

Loppujen lopuksi päädytään siis tässäkin tapauksessa siihen, että pitkällä tähtäimellä katsoen korkokannan korkeuden määräävät klassillisen teorian esittämät säästämisen- ja investointikäyrät, joskin lainakorko pankkien autonomisen maksuvälineiden luomisen johdosta joksikin aikaa voi poiketa edellä esitetystä »luonnollisesta» tasapainokorosta. Wicksellin mukaan pitkällä tähtäimellä »rahan koron korkeus viime kädessä riippuu reaaliipääoman kysynnästä ja tarjonnasta.»²

4. Klassillisen korkoteorian arvostelu.

Niin kuin edellä jo on esitetty, klassillista korkoteoriaa voidaan ensinnäkin syyttää epärealistisuudesta sen vuoksi, että se kiinnittää huomiota yksinomaan säästämiseen ja investointiin ottamatta lukuun sitä vaikutusta, mikä nykyaikaisessa yhteiskunnassa pankkijärjestelmällä autonomisen maksuvälineiden luomismahdollisuutensa ansiosta on lainakoron tasoon.

Lähinnä Wicksellistä lähtöisin oleva uusklassillinen koulukunta onkin esitettyllä tavalla pyrkinyt tässä suhteessa täydentämään klassillisen korkoteorian konstruktiota ja liittänyt rahapääoman tarjonnan puolelle säästämisen lisäksi rahamäärän lisääntymisen ja kysynnän puolelle vastaavasti rahan kysynnän tesauromistarkoituksiin. Tällöin on kuitenkin erityisesti huomattava, ettei Wicksell pitänyt näiden monetääristen tekijäin vaikutusta korkotasoon muuta kuin väliaikaisena, lähinnä pankkijärjestelmän korkopoliittisten reaktioiden viivästymisestä aiheutuvana ilmiönä. Tasapainotilassa ja täystyöllisyyden vallitessa korkokanta määräytyi klassillisen teorian esittämällä tavalla lainapääoman kysynnän ja tarjonnan mukaan ja vastasi viime kädessä reaaliipääoman rajatuottavuutta.

KEYNES sitä vastoin kohdistaa arvostelunsa nimenomaan siihen tapaan, jolla klassillisen teorian mukaan säästämisen- ja investointikäyrät määräävät korkokannan tason.

¹ Ks. WICKSELL, m.t. II, s. 217 ja seur.

² Ks. WICKSELL, m.t. II, s. 215.

Keynesin mielestä voidaan vielä olla yksimielisiä siitä, että jos tulotaso otaksutaan annetuksi, niin korkokannan on määräydyttävä pisteseen, jossa tätä tulotasoa vastaava säästämiskäyrä leikkaa samaa tulotasoa vastaavan investointikäyrän. Klassillinen korkoteoria joutuu kuitenkin harhapoluille otaksuessaan voivansa selittää korkokannan muutokset yksinkertaisesti alkuperäisten käyrien siirtymisten ja uusien leikkauspisteiden avulla. Oletamus, että säästämisen- ja investointikäyrät voivat siirtyä toisistaan riippumatta, ei mitenkään ole yhdistettävissä muuttumattomaan tulotasoon. Jos taas tulotaso muuttuu, niin kuin normaalitapauksessa on laita jommankumman käyrän siirtyessä, ei uudesta tulotasosta sekä sitä vastaavista käyristä ja niiden leikkauspisteistä tiedetä mitään.¹

Klassillisen korkoteorian perusvirhe on siten siinä, että se olettaa tulotason olevan konstantin ja riippumattoman säästämisen ja investoinnin vaihteluista. Näin ei kuitenkaan, kuten kokemus osoittaa ja syistä, joita Keynes on »General Theory»ssään teoreettisesti selvittänyt, suinkaan ylipäänsä ole laita. Säästämislajuuhan ei ole yksinomaan riippuvainen korkokannan korkeudesta, vaan myös tulotasosta. Tästä seuraa, että jokaisella tulotasolla on omat säästämisen- ja investointikäyränsä ja että tulotason muuttuessa olisi korkokannan määräämiseksi tiedettävä, mikä on oleva uusi tulotaso. Tätä ei kuitenkaan klassillisen teorian perusteella tiedetä, joten korkokantaa ei periaatteessa voida pitää säästämisen- ja investointikäyrien määräämänä.

5. Keynesin likviditeettikorkoteoria.

Näin ollen onkin Keynesin mukaan korkokannan määräytymisperusteet etsittävä aivan toiselta tasolta ja taholta kuin klassillisen korkoteorian esittämät säästämisen- ja investointifunktiot.

Keynes lähtee siitä, että jokaisen taloussubjektin on säästämispäätöksensä tehtyään vielä erikseen päätettävä, missä muodossa hän haluaa pitää säästämänsä varat. Jos hän tahtoo säilyttää ne käteisrahana, ts. täysin likvidissä muodossa, ei hän saa säästämistään mitään korvausta, korkoa. Jos hän taas on valmis luopumaan maksuvalmiudestaan lyhyemmäksi tai pitemmäksi ajaksi, hänellä on mahdollisuus koron muodossa saada korvaus tästä. Täten Keynesin mukaan »korkokanta ei ole hinta, joka saa aikaan tasapainon sijoitusvarojen kysynnän ja kulutuksesta

¹ Ks. JOHN MAYNARD KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, s. 179—181.

pidättymisalttiuden välillä. Se on hinta, joka tasapainottaa halun pitää omaisuutta käteisrahan muodossa ja käytettävissä olevan rahan määrän.»¹ Korkoa on täten pidettävä puhtaasti monetäärisenä ilmiönä, ja sen korkeus on riippuvainen toisaalta rahan määrästä toisaalta maksuvalmiusarvostuksen (*liquidity preference*) voimakkuudesta.

Mitä rahalla ja rahan määrällä tässä yhteydessä on tarkoitettava, sen Keynes jättää tarkemmin määrittelemättä ja olosuhteista riippuvaiseksi. Eräässä aliviitassa hän lausuu ainoastaan, että »voimme vetää 'rahan' ja 'velvoitteiden' välisen rajan sille kohdalle, mikä kulloinkin parhaiten soveltuu määrätyn ongelman käsittelemiseen. Voimme esimerkiksi pitää r a h a n a kaikkea yleistä ostovoimaa, jonka käyttöoikeudesta omistaja ei ole luopunut kolmea kuukautta pitemmäksi ajaksi, ja v e l v o i t t e e n a sitä, mitä ei voida vaatia takaisin tätä lyhyemmässä ajassa; tai me voimme jättää r a h a n ulkopuolelle kaiken, mikä ei asianomaisella paikalla ole laillisesti käypää maksunvälinettä. Käytännössä on usein soveliasta laskea r a h a a n mukaan myös varsinaiset säästötalletukset pankeissa ja määrättyissä tapauksissa myös sellaisetkin välineet kuin (esim.) valtionvekselit . . .»².

Edempänä joudutaan vielä palaamaan tähän rahan määritelmään tutkittaessa Keynesin korkoteorian soveltamismahdollisuuksia Suomen korkokehityksen selittämiseen. Tässä riittänee sen vuoksi vain todeta, että Keynesin mukaan keskuspankki viime kädessä säännöstelee, tai että sillä on ainakin mahdollisuus säännöstellä rahan määrää, jota niin ollen voidaan yleensä pitää rahapoliittisesti annettuna suureena.

Maksuvalmiusarvostus, joka Keynesin järjestelmässä edustaa rahan kysyntää, voidaan jakaa neljään osatekijään:

(1) **T u l o v a i k u t i n** (*income-motive*): tulojen kerääntymisen ja menojen suorittamisen eriaikaisuuden vuoksi ihmisillä on aina määrätty kassa, jonka keskimääräinen suuruus riippuu ennen kaikkea tulojen suuruudesta ja tulon kerääntymisajanjakson pituudesta.

(2) **L i i k e v a i k u t i n** (*business-motive*): vastaavasti kuin yllä on yrittäjäin pidettävä kassaa maksujen erääntymisen ja myyntitulojen kertymisen tasoittamiseksi. Vaikuttimen voima on riippuvainen lähinnä tuotannon arvosta ja tulojen suuruudesta.

(3) **V a r o v a i s u u s v a i k u t i n** (*precautionary-motive*): tarve varautua odottamattomien menojen varalta sekä suorittaa tilaisuuden tullen edullisia ostoksia. Vaikuttimen voima riippuu mm. tulojen ja me-

¹ KEYNES, m. t., s. 167.

² KEYNES, m. t., s. 167.

nojen odotetusta kehittymisestä sekä mahdollisuuksista saada luottoa; mitä paremmat luottomahdollisuudet ovat, sitä pienempi on tarve pitää kassaa tämän vaikuttimen tyydyttämiseksi.

Tulo- ja liikevaikuttimet Keynes yhdistää yhdeksi liiketoimivaikuttimeksi (transactions-motive). Mikäli maksutavat oletetaan muuttumattomiksi, vaikuttimen voimakkuus, ts. siitä aiheutuva kassanpidon määrä, riippuu lähinnä tulotason korkeudesta ollen sen suoranainen funktio. Liiketoimikassaa voidaan kuitenkin pitää myös korkokannan käänteisfunktiona, sillä toisaalta korkokannan korkeus vaikuttaa tulonmuodostuksen suuruuteen, ts. mitä alhaisempi on korko, sitä suuremmat ovat investoinnit ja sitä korkeampi tulotaso. Toisaalta taas kassanpidosta korkotappioiden muodossa aiheutuva menetys on sitä pienempi (suurempi), mitä alhaisempi (korkeampi) korkokanta on, joten tästäkin syystä liiketoimikassan voi otaksua vaihtelevan kääntäen verrannollisesti korkokannan korkeuteen.¹

Viimeisenä kassanpitomotiiivina Keynes esittää

(4) *hävitteluvaikuttimen* (speculative-motive). Tämän vaikuttimen osalta on huomattava, että Keynesin korkoteoria alunperin pyrkii selvittämään nimenomaan pitkien lainojen, obligaatioiden koron muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä. Näin ollen hävitteluvaikuttimesta aiheutunut kassan kysyntäkin on oikeastaan ymmärrettävissä (vain) tätä taustaa vastaan: milloin obligaatioiden efektiivinen korko on niin alhainen, että yleisesti odotetaan sen lähitulevaisuudessa nousevan, säästäjät pitävät kurssitappioiden pelosta yleensä parempana säilyttää säästövaransa rahan muodossa kuin sijoittaa niitä obligaatioihin.

Keynesin mukaan hävittelukassa on myös korkokannan käänteisfunktio: mitä alhaisempi on korko, sitä suurempi on rahan kysyntä hävittelutarkoitukseen. Tähän on kuitenkin huomautettu — ja samoin näyttää Keynes itsekin ajattelevan eräissä kohdin — ettei hävittelukassa ole varsinaisesti korkokannan funktio, vaan riippuvainen tosiasiallisen ja todennäköisenä pidetyn »normaalikoron» välisestä erotuksesta.² Normaalina pidetyssä korkotasossa saattaa ajan mittaan tapahtua siirtymisiä alemmas (tai ylemmäs) ilman, että tästä aiheutuu muutoksia hävittelukassan määrään.³

¹ Ks. JØRGEN PEDERSEN, *Pengeteori og Pengepolitik*, s. 96 ja NYBOE ANDERSEN, *m.t.*, s. 48.

² »Normaalikorko» on tietenkin tässä yhteydessä aivan toista kuin WICKSELLIN terminologiassa. Sillä tarkoitetaan tässä sitä korkotasoa, jota yleisesti pidetään korkokannan todennäköisenä tasona lähitulevaisuudessa. Vrt. edempänä s. 40.

³ PEDERSEN, *m.t.*, s. 97 ja seur.

Käsillä olevan tutkimuksen kannalta on kuitenkin tässä yhteydessä tarpeetonta sen tarkemmin syventyä Keynesin havitteluvaikuttimen selittämiseen obligaatiokoron osalta, koska se Suomen oloissa on ainakin tähän saakka ollut merkitykseltään toisarvoinen.

Olenneisinta Keynesin korkoteorialle on joka tapauksessa sen puhtaasti monetäärinen luonne ja korkokannan määräävien tekijöiden etsiminen toisaalta rahan tarjonnasta ja toisaalta sen kysynnästä. Eri asia sitten on, missä määrin reaalityaloudellisilla tekijöillä on katsottava olevan rajoittavaa vaikutusta korkotason määräytymiseen pitemmällä tähtäimellä.¹

6. Luottokorkoteoria.

Keynesin korkoteoria joutui kohta »Yleisen teorian» ilmestymisen jälkeen yhtä ankaran arvostelun kohteeksi kuin se, minkä klassillinen teoria oli hänen taholtaan saanut osakseen. OHLIN ja ROBERTSON sekä eräät muut englantilaiset kansantaloustieteilijät, samalla kun he sanoutuivat irti ortodoksisen klassillisen korkoteorian säästämis- ja investointifunktioista, esittivät Keynesiä vastaan ennen kaikkea sen, että hän korkoteoriassaan on varsinaisesti kiinnostunut yhden ainoan koron, pitkäaikaisten obligaatioiden efektiivisen korkokannan määräytymisestä. Todellisuudessa eivät Keynesin esittämät valintavaihtoehdot, obligaatiot tai käteiskassa, kuitenkaan ole ainoat eivätkä useinkaan edes erikois- asemassa tärkeytensä puolesta. Taloussubjektien on varojensa sijoituksesta päättäessään valittava lukuisten eri vaihtoehtojen välillä, ja jokaisen luotonlajin koron on asetuttava tasolle, joka juuri tasapainottaa tämäläntyyppisten velvoitteiden (*claims*) kysynnän ja tarjonnan.

Tämän mukaan korkokannan määräytymistä on tarkasteltava periaatteessa MARSHALLin kysyntä- ja tarjonta-analyysin pohjalla. Tällöin ei ole kuitenkaan puhe säästämis- ja investointikäyristä klassillisen korkoteorian mielessä, vaan yleisemmin l u o t o n tarjonnasta ja kysynnästä, vieläpä niin, että kullakin luotonlajilla on omat tarjonta- ja kysyntäkäyränsä, joiden leikkauspisteeseen tämän luotonlajin korko muodostuu. Tätä korkoteoriaa onkin sen vuoksi nimitetty l u o t t o k o r k o t e o r i a k s i (*the loanable funds theory of the rate of interest*) tai, koska se läheisesti kytkeytyy käytännön luotonantotoiminnan ajattelutapaan,

¹ Selkeä esitys tulo- ja korkotason määräytymisestä KEYNESIN teorian pohjalla sisältyy J. R. HICKSIN teokseen »A Contribution to the Theory of Trade Cycle». Chapter XI.

»terveen järjen» korkoteoriaksi (*the common sense theory of the rate of interest*).¹

Klassillisen korkoteorian ja Ohlinin ym. edustaman luottokorkoteorian ero on siis siinä, että jälkimmäisen mukaan säästäminen ja investointi ovat vain osa luoton tarjonnasta ja vastaavasti kysynnästä.

Luoton tarjonta muodostuu (1) juoksevista säästöistä, (2) kassavaroista ja rahamäärän lisäyksestä (luottoekspansioista) sekä (3) reinvestointiin vapautuvista varoista.

Luottoa kysytään (1) investoimiseen, (2) tesauromiseen ja (3) kulutuksen rahoittamiseen.²

Korkokysymyksiä käsittelevässä kirjallisuudessa on aikoinaan väiteltä ankarasti siitä, onko luottokorkoteoriaa pidettävä todella reaalisällöltään itsenäisenä vai onko se kenties vain toisin sanoin esitetty klassillinen, usklassillinen tai Keynesin korkoteoria. Lähtien *ex post*-identiteeteistä A. P. LERNER ja JØRGEN PEDERSEN ovat pyrkineet osoittamaan, että edellä mainitut kohdat (1) ja (3) aina ovat kysynnän puolella yhtä suuret kuin vastaavat kohdat tarjonnan puolella. Säästäminen ja investointi ovat näet sinänsä jälkikäteen tarkasteltuina samansuuruiset *ex definitione*, ja toisaalta reinvestointeihin tarkoitetut, mutta niihin käyttämättä jätetyt varat eivät myöskään ole voineet mennä muuhun kuin kulutukseen. Jäljelle jäisi siis vain rahan tarjonta ja kysyntä, joten Ohlinin teoria niin ollen olisi olennaisesti samansisältöinen kuin Keynesin korkoteoria.³

Tässä lyhyessä esittelyssä ei ole tarkoituksena yrittääkään tarkemmin syventyä näihin kiistakysymyksiin. Niin kuin NYBOE ANDERSEN on huomauttanut, voidaan, jos kerran lähdetään *ex post*-tarkastelun tielle, kuitenkin yhtä hyvällä syyllä väittää, että myös rahan tarjonta ja kysyntä jälkikäteen tarkasteltuina aina ovat yhtä suuret: jonkun on aina täytynyt lisätä kassavarojaan yhtä suurella määrällä kuin minkä joku toinen on kassastaan luovuttanut, sillä kassavarat ovat toki aina jonkun hallussa.⁴

¹ Ks. BERTIL OHLIN, Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment, II. *Economic Journal* 1937; *Sama*, Alternative Theories of the Rate of Interest. E. J. 1937. Vrt. myös D. H. ROBERTSON, Mr. Keynes and the Rate of Interest. *Essays in Monetary Theory*, s. 3 ja seur.

² Ks. ROBERTSON, m.t., s. 3 ja OHLIN, Alternative Theories of the Rate of Interest, s. 425.

³ Ks. PEDERSEN, m.t., s. 91 ja A. P. LERNER, Alternative Formulations of the Theory of Interest. *Economic Journal* 1938.

⁴ NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 58.

Ainakaan edellä esitetyillä perusteilla ei näin ollen ole mahdollista osoittaa Ohlinin teoriaa identtiseksi Keynesin korkoteorian kanssa. Toinen kysymys on sitten teorian suhde klassilliseen korkoteoriaan. Tässä ei ilmeisesti eroavuuden todistamiseksi riitä viittaaminen kassa-aspektiin, jota, niin kuin aikaisemmin jo on todettu, uusklassillinenkin korkoteoria korostaa. Eroavuuden, jos sellaista on, täytyy löytyä joltakin muulta suunnalta.

Ohlin on itse lausunut teoriaansa esitellessään, että hänen esittämiään luoton tarjonta- ja kysyntäkäyriä on tarkasteltava *ex ante*-käyrinä.¹ Säästäminen *ex ante*, voidaan tulkita kolmella eri tavalla. Ensinnäkin saateetaan tällä säästämisellä tarkoittaa (1) määrättyä osaa seuraavan ajanjakson (p_2) tuloista. Toiseksi (2) sillä voidaan ymmärtää määrättyä osaa seuraavan ajanjakson *odotetuista* tuloista tai (3) edellisen ajanjakson (p_0) tosiasiallisesti toteutuneista tuloista.²

Mikäli säästäminen *ex ante* määritellään kohdassa (1) esitetyllä tavalla, se on ilmeisesti riippuvainen tulojen suuruudesta ja siten viime kädessä myös sijoitustoiminnan laajuudesta. Tässä tapauksessa sitä ei niin ollen voida pitää riippumattomana muuttujana, ja tarkastelutapa lankeaa olennaisissa kohdin yhteen (uus)klassillisen korkoteorian kanssa.

Sitä vastoin kohdissa (2) ja (3) esitetty aiotun säästämisen määritelmä antaa tulokseksi säästämisen *ex ante*, joka periaatteellisesti on riippumaton investoinnista kysymyksessä olevan ajanjakson (p_1) kuluessa. Tosiasiallisesti realisoitunut säästäminen voi tietenkin olla — ja yleensä onkin — joko suurempi tai pienempi kuin mainittu suunniteltu säästäminen. Kummassakin tapauksessa tämä aikomaton, faktillinen säästäminen vaikuttaa luoton tarjontaan vasta seuraavan ajanjakson (p_2) kuluessa.³

Loogisesti katsoen ei täten ole olemassa estettä tarkastella koron määräytymistä Ohlinin ja Robertsonin tavoin. Joskin jälkeinpäin luoton tarjonta ja kysyntä yhtä hyvin kuin säästäminen ja investointikin välttämättä jonakin ajanjaksona aina ovat yhtä suuret, voidaan epäilemättä — antamalla *ex ante*-käsitteille asianmukainen sisältö — koron muodostumista selvittää luoton tarjonta- ja kysyntäanalyysin avulla. Vapaille markkinoilla on olemassa vain yksi korko, joka tasapainottaa luoton tarjonnan ja kysynnän, aivan riippumatta siitä, että tosiasiallisesti tarjonta ja kysyntä *ex post* aina ja kaikilla korkotasolla ovat yhtä suuret.

¹ OHLIN, *Alternative Theories*, s. 423 ja seur.

² Vrt. HABERLER, *m.t.*, s. 172 ja seur. sekä ROBERTSON, *m.t.*, s. 5 ja seur.

³ Ks. NYBOE ANDERSEN, *m.t.*, s. 59.

Jos korkokanta asetetaan paljon alemmaksi sitä tasoa, joka vapailla markkinoilla vallitsisi, pitää mainittu *ex post*-yhtäsuuruus epäilemättä paikkansa, mutta siitä huolimatta luoton t a r j o t t u määrä yhtä epäilemättä on pienempi kuin k y s y t t y määrä kysymyksessä olevan ajanjakson kuluessa.

7. Korkoteorian nykyinen tila.

Todettava on, että korkoteorian alalla vielä tällä hetkelläkin vallitsee edellä esitetyllä tavalla eräänlainen kaksijakaisuus. Sekä Keynesin likviditeettikorkoteoria että Ohlinin, Robertsonin ym. esittämä luottokorkoteoria ovat oikein tulkittuina osoittautuneet mielekkäiksi ja tähän asti esitetyn arvostelun kestäneiksi korkotason määräytymisen selitysperspektiiviksi. Kumpaankin tarkastelutapaa seuraten on mahdollista selittää koron asettuminen tietylle tasolle.

Niin kuin Hicks jo vuonna 1939 on osoittanut, ei tosiasiallisesti olekaan sisällöllistä ristiriitaa näiden kahden monetäärisen katsomustavan välillä. Hicks lähtee siitä, että yleisesti katsoen korkokannankin määräytymistä on tarkasteltava hinnanmuodostuskysymyksenä WALRASIN (ja CASSELIN) tavoin simultaaniryhtälöiden avulla, joita on yhtä monta kuin tuntemattomiakin ja yksi vähemmän kuin hyödykkeitä. Jos hyödykkeisiin, joiden hinnat on määrättävä, luetaan mukaan myös arvon mitta, raha, sekä otetaan tavaroiden hintojen määräämiseksi tarvittavien yhtälöiden lisäksi toisaalta luottojen ja toisaalta rahan kysyntä- ja tarjontayhtälöt, käytettävissä on jo yksi yhtälö liikaa. Riippuen siitä, mikä niistä halutaan eliminoida, rahan vai luoton kysyntä- ja tarjontayhtälö, päädytään joko luottokorkoteoriaan tai likviditeettikorkoteoriaan.¹ Molemmat katsomustavat ovat täysin vaihtoehtoiset, ja niiden keskinäinen paremmuus on ratkaistava muiden perusteiden ja tarkoituksenmukaisuusnäkökohtien nojalla.

Luottokorkoteorian etuna on ennen kaikkea pidettävä sitä, että se toisaalta on helposti tajuttava, »luonnollinen» ja »terveen järjen» näkemys mukainen sekä toisaalta sallii välittömästi koko korkorakenteen, ts. erilaisten velvoitteiden koron muodostumisen analysoinnin. Toisaalta se sellaisenaan on selitysperspektiivinä verrattain laaha ja muodollinen: jos vain väitetään koron määräytyvän luottojen kysynnän ja tarjonnan vuorovaikutuksesta, ei tällä vielä ole kovinkaan paljon selitysarvoa. Tärkeämpää on etsiä niitä tekijöitä, jotka määräävät kysynnän ja tarjonnan

¹ Ks. J. R. Hicks, *Value and Capital*, s. 155 ja 161.

käyrien muodon ja kaltevuuden. Tässä suhteessa Keynesin likviditeetti-korkoteoria ilmeisesti tunkeutuu syvemmälle esittäessään viime kädessä keskuspankin määräävän rahan tarjonnan sekä toisaalta liiketoimi- ja havitteluvaikuttimien määräävän sen kysynnän.

Käsillä olevan tutkimuksen kannalta ei kuitenkaan ole tarpeellista tässä ryhtyä sen tarkemmin arvioimaan näiden eri korkoteorioiden paremmuutta sekä niiden etu- ja varjopuolia. Korkopoliittisessa kausaali-analyysissa seuratun kysymyksen asettelun taustaksi ja selventämiseksi on sitä vastoin välttämätöntä vielä jossain määrin kosketella toisaalta nimenomaan Keynesin korkoteorian soveltamismahdollisuuksia korkotason määräytymisen selittämiseen Suomen luottojärjestelmän puitteissa sekä toisaalta säästämisen ja luoton (rahan) tarjonnan välistä yhteyttä.

8. Keynesin korkoteorian soveltamisesta Suomen oloihin.

Lähdettäessä etsimään »suomalaista korkoselitystä» on ilmeisesti ensinnä ratkaistava, kumpaan katsomustapaa, luottokorkoteoriaa vaiko Keynesin likviditeettikorkoteorian kysymyksen asettelua pidetään pohjana. Käsillä olevassa tutkimuksessa on näyttänyt monessa suhteessa tarkoituksenmukaisimmalta ottaa lähtökohdaksi Keynesin likviditeettianalyysi. Näin on laita jo siitäkin syystä, että tämän analyysin soveltaminen meidän maamme tyyppiseen luottojärjestelmään on jo sinänsä tietystä määrin mielenkiintoinen yritys. Niin kuin aikaisemmin jo on mainittu, Keynesin korkoteoria on alun perin luotu peräti toisenlaista miljöötä, lähinnä laajoja obligaatiomarkkinoita silmällä pitäen. Samalla kun tutkimus saattaa osaltaan luoda jossain määrin valaistusta kysymykseen Keynesin korkoteorian yleispätevyydestä ja soveltuvuudesta erilaatuisiin olosuhteisiin, samalla tulee sen edistyessä olemaan mahdollista myös — tosin varsin rajoitetuin tavoittein — tutkia tämän teorian selitysarvoa ja riittävyttä korkotason määräytymisen selittämiseen lyhyemmällä ja pitemmällä tähtäimellä Suomen oloissa.

Toisena pääperusteena likviditeettianalyysin valitsemiseen korkoselityksen perustaksi on ollut tämän katsomustavan tilastollinen käsitelyhelppous. Se näyttää monessa suhteessa tarjoavan numerollisesti helpommin esitettävissä olevan pohjan eräiden korkoselityksen kannalta olennaisten kvantiteettien arvon määräämiseen kuin luottokorkoteoria, niin helposti tajuttava ja itsestään tarjoutuva kuin tämä *common sense*-näkemys muuten onkin. Niin kuin toisessa yhteydessä aikaisemmin on verrattain seikkaperäisesti esitetty, luotonantoon meidän oloissamme eri

ajanjaksoina käytettävissä olevien *fundien* tai rahavirtojen voimakkuuden tilastollinen toteaminen tuottaa ainakin nykyisen luottotilastomme puitteissa miltei voittamattomia vaikeuksia.¹ Edellä sanotusta huolimatta on kuitenkin todettava, että varsinaisen maksuvalmiusarvostuksen (likviditeettipreferenssin) kvantitatiivinen mittaaminen niin ikään ilmeisesti on käytännössä mahdoton tehtävä.

81. Mitä on ymmärrettävä ns. yleisellä korkotasolla?

Pyrittäessä selvittämään likviditeettikorkoteorian mahdollisuuksia ns. yleisen korkotason määräytymisen selittämiseen Suomen oloissa on ilmeisesti välttämätöntä ensin määritellä, mitä tällä tasolla on tarkoitettava. Pikainenkin silmäys luottomarkkinoille osoittaa, ettei tosiasiallisesti voida enempää meillä kuin muuallakaan yksikäsitteisesti puhua yhdestä korkotasosta. Käytännössä luottomarkkinat jakaantuvat enemmän tai vähemmän lukuisiin alaosastoihin, joiden korot myös suuremmassa tai pienemmässä määrin eroavat toisistaan. Näiden osastojen välisten suhteiden selvittäminen kuuluu korkorakenteen analysoimiseen ja lankeaa varsinaisesti käsillä olevan tutkimuksen aihepiiriin ulkopuolelle.

Joskin täten tarkkaan katsoen on meidänkin oloissamme epäasiallista puhua yhdestä yleisestä korkotasosta, näin voidaan kuitenkin menetellä, sikäli kuin tyydytään yleisellä korkotasolla ymmärtämään tiettyjen käytännössä merkityksellisimpien luotonlajien keskimääräistä korkoa. Tällöin tulevat meillä ilman muuta tärkeimpinä kysymykseen liike- ja säästöpankkien sekä osuuskassojen soveltamat lainakorot.

Vaikka näiden luottolaitosryhmien otto- ja antolainauskorkojen keskinäiset suhteet epäilemättä saattavat ainakin jossain määrin vaihdella, on kuitenkin ilmeistä, että yleisesti katsoen niiden välillä vallitsee varsin kiinteä kytkentä. Ne pyrkivät toisin sanoen liikkumaan niin hyvin ylöskuin alaspäinkin yhdenmukaisesti ja samojen voimien vaikutuksesta. Tämä empiirisesti helposti todettavissa oleva asiointi saa luonnollisesti selityksensä lähinnä siitä, että kaikki edellä mainitut rahalaitosryhmät, joiden antamat luotot yhteensä muodostavat valtaosan maan koko luotto-

¹ Ks. REINO ROSSI, »Näkyvästä» ja »näkymättömästä» säästämisestä. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I/1947. Vrt. myös SVEN BRISMAN, Kapitalbildning och sparande. Studier i svenskt näringsliv tillägnade Jacob Wallenberg sekä KLAUS WARIS, Kuluttajain tulot, kulutus ja säästäminen suhdannekehityksen valossa Suomessa vuosina 1926—1938, s. 192.

volyymista, ottolainauksen puolella kilpailevat keskenään pääasiallisesti samoilla markkinoilla.

Näin ollen voidaan ns. yleisen korkotason liikkeitä ja niihin vaikuttavia voimia selviteltäessä riittävin perustein tyytyä ensi kädessä analysoimaan liikepankkien korkojen muutoksia ja katsoa niiden kyllin tarkoin kuvastavan yleisen korkotason muodostumista. Edempänä tulee korkopolitiikan analysoinnin yhteydessä myös lyhyesti tarkasteltavaksi kysymys, missä määrin korkorakenteen sisäpuolella vaikuttavien tekijöiden voidaan olettaa olevan merkityksellisiä yleisen korkotason korkeuden kannalta.

82. Likviditeettikorkoteorian soveltamisesta liikepankkien korkojen muodostumiseen.

Ottaen huomioon Keynesin korkoteorian alkuperäiset institutionaaliset puitteet voidaan kysyä, missä määrin tämä teoria on mielekkäästi sovellettavissa Suomen luottojärjestelmään, jossa obligaatiokorko on aivan toisarvoinen tekijä ja pankkilaitosten korkokanta merkitykseltään ylivoimaisesti ratkaisevin. Peruskysymyksenä on tällöin, mitä on näissä olosuhteissa pidettävä toisaalta rahan toisaalta sijoituksen välisenä rajana. Niin kuin jo on mainittu, Keynes on tässä suhteessa varsin niukasanainen ja väljäselitteinen.

On ilmeistä, että meidän oloissamme on vastausta edellä esitettyyn kysymykseen haettava niiden tekijöiden taholta, jotka välittömästi määräävät pankkien halukkuuden soveltamiensa korkoehtojen muuttamiseen. Tällöin voidaan yleisesti katsoen todeta, että puhtaasti monetäärisistä tekijöistä ns. rahamarkkinain tila epäilemättä voimakkaimmin vaikuttaa pankkien korkopolitiikkaan, niiden anto- ja ottolainauskorkojen muodostumiseen. Rahamarkkinain tilan kiristytessä pankit ovat ylipäänsä taipuvaisia nostamaan korkokantaa, sen keventyessä taas päinvastoin alentamaan korkojaan. Rahamarkkinain tila, niin monivivahteinen käsite kuin se onkin, on yksinkertaisimmin ja likimääräisesti tarkimmin nähtävissä pankkijärjestelmän likvidisyyden asteesta, ts. pankkien tosiasiallisen kassan suuruudesta verrattuna siihen kassaan, minkä ne kulloinkin katsovat tarvitsevansa. Milloin pankkien kassavarat ovat runsaat, ne ovat normaalitapauksessa halukkaat laajentamaan luotonantoaan ja etsimään näille ylimääräisille kassoilleen tuottavia sijoitusmahdollisuuksia. Tämä on omansa helpottamaan luotonannon ehtoja ja alentamaan korkokantaa. Päinvastoin taas kassavarojen supistuminen normaalia pienemmiksi ja pankkien velkaantuminen keskuspankille tekee ne taipuvaisiksi kiristämään luotonantoaan ja nostamaan korkokantaansa pyrki-

myksenään kassatilanteensa vahvistaminen.¹ Sikäli kuin korkojen muutokset käytännössä tapahtuvat lähinnä keskuspankin aloitteesta, voidaan joka tapauksessa todeta edellä mainitun rahamarkkinain tilan säännön mukaan olevan — ja ennen kaikkea olleen — eräs tärkeimmistä keskuspankin korkopoliittisiin ratkaisuihin vaikuttaneista tekijöistä.

Olisi kuitenkin ilmeisesti todellisuuden liian pitkälle menevää yksinkertaistamista kuvitella pelkästään pankkien kassan suuruuden määräävän niiden soveltamien korkojen tason, vaikkapa tässä yleiskatsauksessa tyydyttäisiinkin olettamaan, ettei keskuspankki enempää kuin muutkaan ulkopuoliset elimet pyri y l i t t ö m ä s t i ohjaamaan pankkien koron muodostumista, vaan että se saa tapahtua niiden oman piirin sisäpuolella. Näinkin ollen on ilmeistä, ettei pelkkä kassan vahvistuminen tai heikkeneminen sinänsä vielä riitä automaattisesti aiheuttamaan vastaavia korkoreaktioita. Realistisen korkoanalyysin on tietenkin pankkikoron määräytymisen ollessa kysymyksessä otettava huomioon, että kysymyksessä on tällöin — päinvastoin kuin obligaatiokoron määräytymisen kohdalla — a i n a tietystä määrin harkinnan alainen, »poliittinen» asia. Ennen kaikkea tämä harkinta kohdistuu normaalin kassan suuruuteen, ts. pankkien omaan maksuvalmiusarvostukseen, johon taas moninaiset seikat voivat vaikuttaa. Sen vaihtelut saattavat joko kumota, heikentää tai vahvistaa tosiasiallisen kassan muutosten vaikutuksia korkokannan — ja muiden luotonannon ehtojen — määräytymiseen.

Joka tapauksessa on selvää, että tarkastelun pohjaksi on tässä otettava nimenomaan pankkien kassa ja siihen vaikuttavat tekijät. Tämän kassan muodostavat (a) pankkien käteiskassa ja (b) niiden avista-saavat keskuspankista (pano- ja ottotilisaatatavat Suomen Pankissa). Milloin pankeilla on rediskonttaus- tai muuta velkaa keskuspankille, tämä on vähennettävä bruttokassasta, jolloin saadaan pankkien likviditeettiä osoittavaksi eksponentiksi paremmin soveltuva »nettokassa».

Varsinaisten kassavarojensa lisäksi pankeilla saattaa luonnollisesti olla ja normaalisti onkin aina tiettyjä kassareservejä, lähinnä ulkomaisia valuuttasaatavia ja helposti markkinoitavia tai lainoitettavia arvopapereita. Valuuttasaatavien merkitys pankkijärjestelmän likviditeettiase-man arvostelemisen kannalta on olennainen, ja ylipäänsä on tarkoituk-senmukaista ottaa ne (netto) huomioon. Mitä taas erilaatuisiin arvo-paperiomistuksiin tulee, on huomattava, ettei niiden määrää — niin tärkeä kuin se kassareservinä saattaa ollakin y k s i t y i s e n pankin kan-

¹ Vrt. JØRGEN PEDERSEN, m.t., s. 77, BERTIL OHLIN, Kapitalmarknad och räntepolitik, s. 76 ja LARS-ERIK THUNHOLM, Svenskt kreditväsen, s. 179.

nalta — voida lukea k o k o pankkijärjestelmän likviditeetin lisäksi. Mikäli nimittäin oletetaan yleisön kassanpitopyrkimyksen ja »yhteiskunnan kassan» (=setelistö + yksityisten pano- ja ottotilisaatavat Suomen Pankissa) olevan ennallaan, pankit eivät kokonaisuutena katsoen ilmeisesti pysty ko. arvopapereita markkinoimalla lisäämään kassavarojaan. Jos ne taas pyrkivät myymään tai lainoittamaan arvopapereitaan (rediskonttauskelpoisia vekseleitä, obligaatioita tms.) Suomen Pankissa, niiden bruttokassan lisäystä vastaa yhtä suuri velan lisäys keskuspankille, joten nettokassa edellä määritellyssä mielessä ei muutu. Vaikkei voidakaan sanoa pelkästään pankkien k a n s a n t a l o u d e l l i s e l l a likviditeetillä olevan merkitystä korkotason muodostumisen kannalta. — niiden yksityistaloudellinen likvidisyys on maksuvalmiusarvostukseen vaikuttavana tekijänä epäilemättä tässä suhteessa myös otettava huomioon — on joka tapauksessa tärkeätä pitää nämä molemmat likviditeettikäsitteet erillään toisistaan.

Edellä esitetystä selviää jo, että pankkien kassaa voidaan tavallaan pitää eräänlaisena jäännösuureena, residuaalina, jonka suuruuden toisaalta määräävät (a) yhteiskunnan kassan suuruus ja (b) »yleisön» (= kaikki pankkijärjestelmän ulkopuolella olevat taloussubjektit) kassanpitopyrkimyksen voimakkuus. Jos oletamme yleisön kassanpitopyrkimyksen olevan muuttumattoman, ts. että yleisön käteiskassojen suuruus on vakio, yhteiskunnan kassan suureneminen (pieneneminen) loogisella välttämättömyydellä vahvistaa (heikentää) pankkien kassa-asemaa. Vastaavasti taas yhteiskunnan kassan ollessa muuttumattoman yleisön maksuvalmiusarvostuksen voima ja pankkien kassan suuruus ovat toisiinsa kääntäen verrannolliset: mitä suuremman osan yhteiskunnan kokonaiskassasta yleisö haluaa pitää käteiskassanaan, sitä pienemmäksi supistuu pankkien osuus ja likviditeetti.

Nyt voidaan kysyä, eikö pankeilla sitten ole mahdollisuuksia itse omaehtoisesti määrätä kassansa suuruudesta. Vastaus on myöntävä. Pankit voivat epäilemättä mm. luottopolitiikallaan vaikuttaa ja säädellä oman kansantaloudellisenkin likviditeettinsä suuruutta. On kuitenkin huomattava, että tämä vaikutus silloin aina tapahtuu joko yleisön kassanpitopyrkimyksen ja/tai yhteiskunnan kassan muutosten välityksellä. Tällöin ei myöskään enää ole kysymys varsinaisista koron muodostusta välittömästi määräävistä voimista, vaan pankkijärjestelmän reaktioista, joiden tarkoituksena on pankkien likviditeetin palauttaminen halutun suuruisiksi nimenomaan vaikuttamalla yleisön kassanpitopyrkimykseen. Silloin on jo siirrytty koron muodostuksen selittämisestä korkopolitiikan ja koron vaikutusten puo-

lelle. Ilmeistä on myöskin, että keskuspankki, joka viime kädessä määrää yhteiskunnan kassan suuruuden, voi sekä periaatteessa että käytännössä, jos se niin haluaa, tehdä tyhjäksi pankkijärjestelmän pyrkimyksen tietyn likviditeetin ylläpitämiseen ja täten ratkaisevasti vaikuttaa myös niiden korkopolitiikkaan.

Tämän pankkien likviditeettiä ja kassaa käsittelevän katsauksen pohjalla voidaan jo vastata asetettuun peruskysymykseen. Keynesin likviditeetikorkoteoriaa Suomen oloihin sovellettaessa näyttää tarkoituksenmukaiselta pitää rahana pelkästään ns. yhteiskunnan kassan muodostavia virallisia maksuvälineitä, ts. seteleitä (Suomen Pankin tilailmoituksissa: »Liikkeessä oleva setelistö») ja pankkijärjestelmän vaadittaessa maksettavia saatavia Suomen Pankista (»Yksityisten pano- ja ottotilisaatavat»)¹. Korkotason määräytymiseen vaikuttavat tekijät ovat tällöin ennen kaikkea yleisön maksuvalmiusarvostus, yhteiskunnan kassan suuruus sekä pankkien oman maksuvalmiusarvostuksen voimakkuus. Tällaisissa olosuhteissa voidaan likviditeetikorkoteorian sisältö lyhyesti esittää toisaalta yleisön ja toisaalta pankkijärjestelmän maksuvalmiusarvostuksen, so. kassanpitopyrkimyksen yhteistuloksena.²

9. Säästämisen, pankkien likviditeetin ja korkotason välisistä yhteyksistä.

Aikaisemmin yleisesti vallinneen — ja vielä nykyäänkin varsin tavalisena esiintyvän — käsitystavan mukaan yrittäjien taholta tuleva luoton kysyntä merkitsee samalla r a h a n nettokysyntää ja on siten välittömästi merkityksellinen pankkien likviditeetin ja korkotason määräytymisen kannalta. Asiaa lähemmin tarkastellen ei kuitenkaan ilmeisesti ole näin laita. Yrittäjät, ja luoton tarvitsijat ylimalkaan, eivät tietenkään normaalitapauksessa pyydä luottoja pitääkseen täten käyttöönsä saamansa rahat hallussaan, vaan käyttääkseen ne tiettyjen menojojensa, tarvikkehankintojen, työvoiman palkkauksen yms. suorittamiseen. Sikäli kuin näin tapahtuu, rahat hakeutuvat enemmän tai vähemmän välittömästi takaisin pankkeihin: tarvikkeiden hankkijat sijoittavat saamansa

¹ Obligaatioiden koron muodostumista analysoitaessa on toisaalta ilmeisesti tarkoituksenmukaisempaa lukea »rahaan» mukaan myös yleisön shekkitilisaatavat liikepankeissa sekä yleisön siirtotilisaatavat. Näin menetelläänkin säännön mukaan anglosaksilaisessa kirjallisuudessa, Ks. esim. ALBERT G. HART, Money, Debt, and Economic Activity, s. 208.

² Vrt. J. M. KEYNES, The »Ex-ante» Theory of the Rate of Interest. Economic Journal 1937, s. 666.

myyntitulot pankki(=shekki)tileilleen, ja työväestön palkkarahat joutuvat takaisin rahalaitoksiin viimeistään sen jälkeen, kun ne on käytetty ostoksiin.

Edellä esitetystä seuraa, ettei yrittäjän taholta tuleva luoton kysyntä sinänsä n e t t o-mielessä merkitse rahan kysyntää eikä vähennä pankkien kassoja ja likviditeettiä. Viimeistään tietyn ajallisen viivästyksen jälkeen voidaan odottaa heidän saamiensa rahojen uudelleen hakeutuvan pankkeihin ja jälleen vahvistavan näiden luotonantokapasiteettia. Eräitä seikkoja on tällöin kuitenkin otettava huomioon. Ensinnäkin voidaan lyhyellä tähtäimellä todeta, miten antolainauksen voimakas lisääntyminen jo yksistään rahojen takaisin pankkeihin virtaamisen yhteydessä esiintyvän viivästyksen johdosta ainakin hetkellisesti saattaa johtaa luottomarkkinain kiristymiseen. Pitemmällä tähtäimellä taas voidaan pitää todennäköisenä, että luottovolyymien ja työllisyysasteen kasvaessa myös liikevaihdon suoranainen käteiskassan tarve suurenee. Jos — ja kun — näin käy, yleisön kokonaiskassojen suuruus ilmeisesti lisääntyy ja — kokonaisrahamäärän pysyessä ennallaan — pankkien kassat supistuvat. Näin ollen rahan kysyntää n e t t o ei tällaisessa tilanteessa suinkaan tapahdu ainoastaan yrittäjien, vaan kaikkien niiden taholta, jotka pitävät suurempia kassoja kuin aikaisemmin. Sama tarkastelu pätee yhtä hyvin lähdetessä vajaatyöllisyystilanteesta, jolloin yleisön kassojen lisääntyminen johtuu työllisyystason noususta, kuin täystyöllisyydestä, jolloin lisääntynyt rahan kysyntä keynesiläisittäin aiheutuu sekä tulo- että hintatason kohoamisesta.¹

Pitemmällä tähtäimellä luottoekspansio täten epäilemättä johtaa pankkien likviditeetin kiristymiseen ja sitä tietä pyrkimykseen nostaa korkokantaa. Näin käy edellä esitetyn mukaisesti ensinnäkin siitä syystä, että pankit ekspansion edistyessä menettävät kassaansa yleisölle. Toiseksi jo yksistään pankkien taseiden kasvaminen on omansa absoluuttisesti lisäämään niiden tarvitseman kassan suuruutta. Jollei yhteiskunnan kokonaiskassa lisääntynyt, pankkien nettolikviditeetti heikkenee kummankin edellä mainitun tekijän vaikutuksesta.

Samalla tavoin kuin rahan nettokysynnän kohdalla on todettava, ettei toisaalta myöskään säästäväisyyden lisääntyminen sinänsä suoranaisesti ja välittömästi vahvista pankkien maksuvalmiutta ja suhteellisen lyhyellä tähtäimellä ole omansa alentamaan korkokantaa. Kuluttajain säästämisen kasvaminen merkitsee näet ilmeisesti ensi vaiheessa yrittäjien kannalta menekin supistumista. Niin kauan kuin yrittäjät

¹ Ks. KEYNES, m.t., s. 208—209.

ylläpitävät tuotantoaan entisen laajuisena, kuluttajain lisääntyntä talletustoimintaa vastaa samalla tavoin lisääntynyt rahan kysyntä yrittäjien taholta: heidän on kasvavien varastojensa rahoittamiseksi ja tuotantotoimintansa käynnissä pitämiseksi pakko joko turvautua vanhoihin säästöihinsä tai lisääntyneeseen luoton ottoon. Säästämisasteen kohoaminen johtaa täten pankkien likviditeetin vahvistumiseen periaatteessa vasta sitten, kun yrittäjät ensin ovat supistaneet tuotantoaan, tulotaso on laskenut ja vastaavasti liikevaihdon tarvitsema käteiskassa supistunut.¹

Keynesin maksuvalmuisanalyysin mukaisesti on täten pankkien likviditeettiä ja niiden soveltaman korkokannan määrääviä tekijöitä selviteltäessä kiinnitettävä suoraan huomio toisaalta yleisön likviditeetti-preferenssiin sekä toisaalta rahan määrään, yhteiskunnan kassaan. Säästämisellä ja luottojen (investointi)kysynnällä on vaikutusta korkotason muodostumiseen ainoastaan sikäli kuin ne aiheuttavat edellä mainittujen välittömästi merkityksellisten suureiden muutoksia.

Tässä on syytä enää vain lyhyesti viitata siihen, ettei tietenkään sinänsä ole periaatteellista estettä tarkastella pankkien luotonannon ehtojen kehitystä luottokorkoteorian mukaisen »virta»-analyysin avulla. Asiallisesti katsoen samaan lopputulokseen päädytään ilmeisesti myös, milloin tarkastelun kohteeksi otetaan pankeista »ulos» ja niihin takaisin »sisään» virtaavien rahavirtojen voimakkuudet ja niiden vaihtelut. Aikaisemmin esitetyistä syistä pääpaino on käsillä olevassa tutkimuksessa kuitenkin pantu likviditeettianalyysin soveltamiselle. Siitä huolimatta on jo tässä yhteydessä todettava, että ainakin erinäisissä tilanteissa, esim. voimakkaan luottoekspansion tapahtuessa, virta-analyysi antaa dynaamisesti oikeamman ja elävämmän kuvan tapahtumien kulusta kuin peruskatsomukseltaan staattinen kassa-analyysi. Jälkimmäisen avulla voidaan vain saada näkyviin pankkien likviditeetin muutokset ajankohdasta toiseen, kun se taas useinkin jättää vastaamatta kysymykseen, miten ja mistä syistä nämä muutokset ovat tapahtuneet. Tyydyttävien tulosten saavuttamiseksi onkin tosiasiallisesti tarpeen kiinnittää huomiota kumpaankin tarkastelutapaan.²

¹ Vrt. KJELD PHILIP, Hvad bestemmer renteniveauer? Haandbog i Kredit- og Hypotekforeningsforhold, s. 423.

² Vrt. ERIK LUNDBERG, Kommentar till B. Kragh's artikel om sparande, köpkraftsöverskott och likviditet. Ekonomisk Tidskrift 1/1945, s. 47—48.

III. Korkopolitiikan teoriasta ja päämääristä.

1. Korkopolitiikan kehittyminen ja suhde korkoteoriaan.

Kysymys oikean koron määräämisperusteista on hyvin vanhaa perua. On tietenkin rohkeata ja liioiteltua puhua varsinaisesta korkopolitiikasta vanhalla ajalla, mutta jos korkopolitiikan käsite otetaan edellä esitetyssä laajassa merkityksessä ts. kysymyksenä »oikeasta» korosta, tällaiseen sanontaan on tiettyjä perusteita. Joskin korkoteoria varsinaisessa merkityksessään syntyi hyvin myöhäisellä ajalla, on näet koron ottaminen historiallisena ilmiönä verrattomasti iäkkäämpi. Muinaisessa Babylo- niassa tunnettiin jo rahan lainaaminen korkoa vastaan, ja vanhalla ajalla tämä käytäntö oli levinnyt useimpiin silloisiin kulttuuriyhteiskuntiin. Yhtä kauan kuin korkoa on otettu, yhtä kauan on myös kiistelty sen oikeutuksesta ja — myöhemmin — jonkin korkokannan oikeellisuudesta.

Vaikka koron ottaminen rahaa lainattaessa täten juontaakin juurensa vuosituhsien takaa, on samalla myös todettava, että suhtautuminen tähän ilmiöön miltei koko ajan on ollut vieroksuva. Tunnetuimman ja samalla myöhempien aikojen kehitykseen eniten vaikuttaneen ilmauk- sensa tämä suhtautumistapa on saanut ARISTOTELEEN. kuuluisassa lau- sumassa, *pecunia pecuniam parere non potest*, raha ei voi poikia. Kaikenlai- nen koron ottaminen käsitettiin siten koronkiskomiseksi, mitä se silloi- sissa oloissa — valtaosan lainoista ollessa enemmän tai vähemmän pa- kon sanelemia kulutusluottoja — nähtävästi suureksi osaksi olikin.¹

Kristillinen kirkko omaksui myös koron ottamiseen nähden vihamie- lisen asenteen, ja rahan lainaaminen korkoa vastaan oli siten periaatteel- lisesti kiellettyä kautta koko vanhan ja keskiajan. Jo myöhemmällä keski- ajalla kaupankäynnin vilkastuessa ja tuottavien sijoitusmahdollisuuksien lisääntyessä rahapääoman lainaaminen kävi kuitenkin yhä yleisem-

¹ Ks. AUGUST ONCKEN, *Geschichte der Nationalökonomie* I, s. 134. Vrt. myös BRUNO LÖSCH, *Äldre svensk räntelagstiftning under inflytande av kristlig rättsupp- fattning*. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*. Ny Serie IV, s. 3, jonka mukaan kris- tillisen kirkon koronottamiskielto tosiasiallisesti perustui raamatun sanan virheelliseen tulkintaan.

mäksi, ja samalla suhtautuminen koron ottamiseen olosuhteiden muuttuessa myös vähitellen vaihtui.

Uskonpuhdistuksen yhteydessä poistettiin useimpien muiden katolisen kirkon kieltojen ohella myös korkoa koskeva, ja rahan lainaaminen korkoa vastaan tuli täten periaatteessa sallituksi. Tämä ei suinkaan merkinnyt sitä, että vasta näihin aikoihin olisi ruvettu julkisesti perimään korkoa lainasaatavista. Kaikista periaatteellisista kielloista huolimatta koron ottaminen oli näet ollut tavallista jo vanhalta ajalta lähtien, olipa korkokanta nykyajan silmillä katsoen ollut yleensä erittäin korkeakin, 10—30 %.¹ Keskiajalla taas itse katolinen kirkkokin erilaisia skolastisesti kouluttujen aivojen keksimiä verukkeita ja kiertoteitä käyttäen otti hyvin omintunnon korkoa saamisistaan!

Koron ottajan vapauttaminen »paavillisesta pannasta» kuudennentoista vuosisadan alkupuolelta lähtien ei kuitenkaan merkinnyt vielä sitä, että korkokanta olisi saanut vapaasti määräytyä. Sen korkeutta rajoitettiin kaikkialla maksimikorkomääräyksin ja koronkiskomissäännöksin, jotka sittemmin olivat voimassa aina 1800-luvun keskivaiheille saakka. Meillä Suomessa pitkien kiinnityslainojen enimmäiskorko oli lailla määrätty 6 prosentiksi, mikä säännös kumottiin vasta vuonna 1920.

Mikäli siis voidaan ylipäänsä missään mielessä puhua korkopolitiikasta ennen yhdeksännentoista vuosisadan alkua, tämä politiikka kohdistui aluksi vain kysymykseen koron oikeutuksesta ja sen jälkeen maksimikoron korkeudesta. Korko oli, sitten kun sen periminen sallittiin, eräänlainen *justum pretium*, poliittisesti ylhäältäpäin dekreeteillä määrätty hinta — siis suunnilleen niin kuin monesti taas meidän päivinämmekin!

Sitä mukaa kuin lainavarojen tuottavat sijoitusmahdollisuudet kaupan ja teollisuuden kehittyessä lisääntyivät, kysymys koron oikeutuksesta ja maksimikoron korkeudesta astui vähitellen taka-alalle. Nyt ryhdyttiin etsimään selvitystä itse koron syntymisen ongelmaan, siihen kysymykseen, miksi ihmiset kautta aikojen kaikista kielloista huolimatta aina olivat lainavaroista vaatineet ja maksaneet korkoa. Täten kehittyivät 1800-luvun alussa ensimmäiset suuret »klassilliset» korkoteoriat, jotka, kuten edellä on esitetty, johtivat koron olemuksen selittämiseen toisaalta pääoman tuottavuuden ja toisaalta säästäjä-lainanantajan psykologisen odotusuhrauksen käsitteistä.

¹ Ks. J. BALOCH, Geschichte des Zinsfusses im Altertum ja THEO SOMMERLAD, Zinsfuss im Mittelalter. Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI. Vrt. myös RISTO RYTI, Piirteitä vanhan ajan pankkitoiminnasta. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandtlin kuusikymmenvuotispäivänä, s. 170.

On kuitenkin todettava, ettei korkoteoria voinut antaa korko politiikalle minkäänlaista johtoa tai ohjetta, ennen kuin teoria oli saanut tunnetun kysyntä- ja tarjontafunktiolla operoivan muotonsa. Tällöinkin syntyneellä tasapainokoron käsitteellä oli yksinkertaisesti vain se merkitys, että lainapääoman kysyntä ja tarjonta tällä korkotasolla muodostuivat yhtä suuriksi, ts. kysynnän ja tarjonnan tasapaino määräsi korkokannan korkeuden. Muuta mahdollisuutta ei ollutkaan, sillä korkohan muodostui täten periaatteessa aivan samoin kuin muutkin hinnat, jotka aina pyrkivät kysynnän ja tarjonnan määräämään tasapainoasentoonsa.

Rinnan korkoteorian kanssa kehittyi 1800-luvulla kuitenkin myös raha- ja luottoteoria ja johti ennen pitkää oivallukseen, että pankit saattoivat tyydyttää luoton kysyntää välittämiensä säästövarojen ohella myös omaehtoisesti luomillaan luottomaksuvälineillä. Tästä oli johdonmukaisena seurauksena huomion kiintyminen pankkikoron ja mainitun tasapainokoron väliseen suhteeseen.

Niin kuin aikaisemmin jo on viitattu, WICKSELL tällöin ensimmäisenä systemaattisesti kehitteli ajatuksen tasapainokorosta eroavan markkinakoron inflatorisista tai deflatorisista vaikutuksista. Ajatus ei sinänsä ollut uusi oivallus, vaan käytännön pankkimiehet ja rahapoliitikot olivat jo kauan olleet selvillä korkokannan nostamisen tai alentamisen hintatasoa laskevasta tai vastaavasti kohottavasta vaikutuksesta määrättyissä tilanteissa. Uutta oli vain tasapainokoron käsite muussakin kuin edellä mainitussa puhtaasti teknillisessä mielessä.

2. Wicksellin tasapainokorko korkopolitiikan teoreettisena ohjeena.

Ryhdyttäessä tarkemmin analysoimaan tasapainokoron käsitettä herää ensinnäkin kysymys siitä, mitä tällaisella tasapainokorolla tarkkaan katsoen on ymmärrettävä. Onhan selvää, että jos korkopolitiikan teoreettisesti perustelluksi yleisohjeeksi asetetaan lainanantokoron vastaavaisuus tasapainokoron kanssa, jälkimmäisen on oltava yksikäsitteisesti ja selvästi määriteltävissä. Näin ei kuitenkaan asiaa lähemmin tarkastellen osoittaudu olevan laita.

WICKSELL on itse teoksissaan ja kirjoituksissaan käyttänyt tasapainokorosta useampiakin määritelmiä, joista seuraavat kolme ovat tärkeimmät. Tämän mukaan **t a s a p a i n o k o r k o** on yhtä suuri kuin:

- (1) luonnollinen eli reaalikorko: reaali-pääoman rajatuottavuus,

- (2) normaali korko: korkokanta, joka tasapainottaa lainapääoman kysynnän ja tarjonnan,
- (3) neutraali korko: korkokanta, joka on neutraali hintatason liikkeisiin nähden (ylläpitää hintatason vakavuuden.)¹

Wicksell siis edellyttää asiaa missään sen tarkemmin pohtimatta, että tasapainon vallitessa lainakorko = reaalikorko = normaali korko = neutraali korko. Hänen jälkeensä kysymystä ovat käsitelleet useat — etupäässä skandinaaviset — tutkijat, jotka taas ovat päätyneet toisistaan jossain määrin eroaviin lopputuloksiin korkokäsitteiden keskinäisestä vastaavuudesta.² Puuttumatta tähän käsillä olevan tutkimuksen kannalta sinänsä toisarvoiseen kiistakysymykseen esitetään seuraavassa vain lyhyesti eräitä huomautuksia mainittujen käsitteiden soveltuvuudesta nimenomaan korkopolitiikan ohjeeksi.

Tarkasteltakoon ensiksi reaalikorkoa eli luonnollista korkoa, mitkä molemmat nimitykset Wicksellin teoksissa esiintyvät samaa asiaa tarkoittavina. Mikäli reaalikoron korkeutta pidetään määrävänä tasapainokoron korkeudelle, ts. lainakorko = reaalikorko = tasapainokorko, tätä vastaan voidaan huomauttaa, ettei reaalkorko ole mikään lainakorosta riippumaton muuttuja. Reaalkorkoahan ei yleensä voida eräitä harvinaisia erikoistapauksia lukuun ottamatta ajatella ja mitata puhtaasti teknillisesti annettuna suureena. Ylipäänsä reaali-pääomaa ja sen puhdasta tuottoa, ts. reaalkorkoa, voidaan mitata vain yhteisellä mittayksiköllä lausuttuna, raha-arvona, koska reaali-pääoma ja sen avulla tuotetut hyödykkeet yleensä ovat aineellisessa muodossaan yhteismitattomia suureita. Raha-arvojen vertaaminen taas edellyttää jo hinnanmuodostuksen huomioon ottamista. Tulos on niin ollen riippuvainen myös lainakoron tasosta, koska reaali-pääoman hinnanmuodostukseen vaikuttaa lainakorkoon tiettyssä funktiosuhteessa oleva yrittäjäin kysyntä.³ Reaalikorolla ja lainakorolla on täten kylläkin taipumus hakeutua samansuuruisiksi, mutta niin päin, että reaalkorko

¹ Ks. HANS BREMS, Wicksells tre Definitioner af Ligevaegtsrenten. Nationaløkonomisk Tidsskrift 3/1941, s. 200.

² Vrt. BREMS, m.a., GUNNAR MYRDAL, Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse. Beiträge zur Geldtheorie herausgegeben von FRIEDRICH A. HAYEK; BENT HANSEN, Nogle Betragtninger over Ligevaegtsrentebegrebet. Nationaløkonomisk Tidsskrift 5—6/1945; ERIK LINDAHL, Studies in the Theory of Money and Capital, s. 245 ja seur.

³ Ks. LINDAHL, m.t., s. 248. Vrt. myös KEYNES, General Theory, s. 184.

pikemminkin mukautuu lainakorkoon eikä päinvastoin. Näiden korkojen yhtäsuuruus ei siten oikeuta nimittämään lainakorkoa tasapainokoroksi, jos tällä tarkoitetaan jotakin yksikäsitteisesti määriteltyä ja määrättyä korkotasoa.

Vastaavasti voidaan esittää perusteltuja epäilyksiä siitä, että normaali korko aina olisi yhtä suuri kuin neutraali korko = tasapainokorko, siinä mielessä, että säästövarojen kysynnän ja tarjonnan yhtäsuuruus aina takaisi hintatason muuttumattomuuden. Näin ei suinkaan ole laita. Niin kuin jo DAVIDSON on huomauttanut, edistyvässä taloudessa se korkokanta, joka pitää hintatason vakaana, on alempi kuin lainapääoman kysynnän ja tarjonnan tasapainokorko.¹ Toisaalta voidaan hyvin ajatella ja teoreettisesti osoittaa, että korkokanta, joka aiheuttaa hintatason nousemisen, siitä huolimatta ainakin lyhyellä tähtämellä täyttää Wicksellin normaalille korolle asettaman vaatimuksen: säästövarojen kysyntä ja tarjonta ovat tällä korkotasolla tasapainossa; hintatason kohotessa myös tulojen jakaantumisessa tapahtunut muutos säästämisalttiudeltaan suurempien ryhmien — yrittäjien — hyväksi aiheuttaa kokonaissäästöjen kasvamisen lisääntyntä investoimiskysyntää vastaavasti.² Mainittakoon tässä yhteydessä vielä, että Wicksell itse vanhoilla päivillään ensimmäisen maailmansodan inflaatioilmiöiden selitystä etsiessään oli taipuvainen luopumaan aikaisemmasta käsityskannastaan, jonka mukaan inflaatioprosessin aikana aina oli kysymys lainakoron ja normaalin koron eroavuudesta.³

Edellä esitetyn perusteella täytyykin päätyä toteamukseen, etteivät Wicksellin esittämät tasapainokoron määritelmät: $\text{lainakorko} = \text{luonnollinen korko}$ ja/tai $\text{lainakorko} = \text{normaali korko}$ tarkkaan katsoen kelpaa korkopolitiikan ohjeiksi, mikäli päämääränä on »kansantaloudellisen tasapainon», ts. muun muassa hintatason vakavuuden ylläpitäminen. Edellinen määritelmä kaipaa täydennykseen (vähintään) työllisyysaspektin huomioon ottamista tullakseen edes jotenkin yksikäsitteiseksi. Jälkimmäinen taas ei ainakaan kaikissa olosuhteissa realististen ja dynaamisten edellytysten vallitessa takaa hintatason muuttumattomuutta, samalla kun lukemattomat

¹ Ks. DAVID DAVIDSON, Något om begreppet penningens värde. Ekonomisk Tidskrift 1906, s. 460 ja seur. ja Sama, Om stabiliseringen av penningens värde. Ekonomisk Tidskrift 1909, s. 1 ja seur.

² Ks. LINDAHL, m.t., s. 175—176 ja 251.

³ Vrt. WICKSELL, Valutaspörsmålet i de skandinaviska länderna. Ekonomisk Tidskrift 1925, s. 205 ja seur.

työllisyystasot täystyöllisyydestä alaspäin pystyvät täyttämään määritelmän asettaman tasapainovaatimuksen.¹

Wicksellin tasapainokoron määritelmistä on siis enää jäljellä viimeinen: *lainakorko = neutraali korko*, siis korkokanta, joka ylläpitää hintatason vakavuuden tai, niin kuin LINDAHL on myöhemmin asian esittänyt, joka on neutraali hintatason liikkeisiin nähden. Määritelmä on tavallaan korkopolitiikan ja Wicksellin ajatusrakennelman käytännöllisten sovellutusten kannalta merkittävin. Tasapainokorkoonhan Wicksellin mukaan liittyi nimenomaan ajatus vakaasta hintatasosta. Mutta samalla se toisaalta on reaalisisällöltään ilmeisesti — wickselliläisessä mielessä — mitään sanomaton. Sehän ei varsinaisesti esitä muuta kuin pelkän tautologian: *tasapainokorko = tasapainokorko*. Mikäli Wicksellin oivalluksella on yleispätevää teoreettista tai käytännöllistä selitysarvoa, täytyy luonnollisesti voida osoittaa, että toiset tasapainokorkokäsitteet, tai ainakin jompikumpi niistä, = neutraali korko. Jos ja kun ei näin ole laita, ei määritelmän viimeinen jäsen myöskään yksinään tuo positiivista lisää tasapainokorkokeskusteluun.

Käytännön korkopolitiikan kannalta on myös huomattava, ettei enempää luonnollista kuin normaaliakaan korkokantaa todellisuuden maailmassa voida todeta ainakaan välittömästi, niin että lainakorko voitaisiin asettaa niiden mukaan. Tämä on, niin kuin CASSEL on huomauttanut, mahdollista ainoastaan välillistä tietä. Cassel päätyykin siihen, että oikea tai normaali korko tai todellinen pääomankorko on yksinkertaisesti korkokanta, jonka vallitessa rahan arvo pysyy muuttumattomana.² Mikäli hintataso osoittaa nousemisen merkkejä, korkokantaa on myös nostettava ja päinvastoin.

Joskaan Wicksellin tasapainokorkokäsite ja -teoria ei kestä kriittistä tarkastelua eikä realististen edellytysten vallitessa monimielisyydessään voi nykyisen katsomustavan mukaan tarjota käytännön korkopolitiikalle paljonkaan johtoa, sen merkitystä ei kuitenkaan ole syytä väheksyä. Teoriaan »luonnollisesta» korosta — luonnollinen tosin ehdottomasti lainausmerkeissä — sisältyy edellytyksiltään oikein rajoitettuna paljon sellaista, mikä jatkuvasti ainakin suurin piirtein pitää paikkansa.

¹ Ks. D. H. ROBERTSON, *Essays in Monetary Theory*, s. 84 sekä GEORGE N. HALM, *Monetary Theory*, s. 330 ja seur.

² Ks. CASSEL, *Teoretisk socialekonomi*, s. 468 ja *Sama*, *Sammanhanget mellan diskonto och prisnivå*. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Oktober 1927, s. 62.

Kaikista kriittisistä vastaväitteistä huolimatta klassillisen korkoteorian, so. lähinnä Wicksellin, tasapainokorkokäsitteellä on ollut korkopoliitiikan teoreettisena ohjeena melkoinen merkitys. Tavallisimmin esitetystä ja käytäntöön parhaiten soveltuvassa muodossaan tämä ohje kuuluu seuraavasti: pankkikoron on oltava todellisen säästämisen ja toisaalta investoinnin kysyntä- ja tarjontafunktioiden määräämällä normaalitasolla, jos halutaan välttää hintatason niin hyvin inflatoriset kuin deflatorisetkin vaihtelut. Tästä tasapainokoron käsitteestä lähtien päädyttiin sitten myöhemmin ensimmäisen maailmansodan jälkeen rahapolitiikan päämäärien asettamisen tultua entistä ajankohtaisemmiksi vaatimukseen, että rahan tuli olla »neutraalia»; sillä ei saanut olla häiritsevää vaikutusta reaalitaloudellisten tapahtumien luonnolliseen kulkuun.¹

3. Tasapainokoron käsite uudenaikaisen (monetäärisen) korkoteorian valossa.

Edellä esitetyllä tavalla klassillisen korkoteorian mukaan oli siis olemassa poliittisista tekijöistä riippumaton, puhtaasti reaalitaloudellisesti määräytyvä tasapainokorko, joka samalla oli tietenkin teorian suositama korkopoliitiikan ohje.

Miten on tasapainokoron käynyt uudessa monetäärisessä korkoteoriassa? Voidaanko sellainen vielä tämän teorian pmissseistä lähtien ja sen pohjalta määritellä, ja jos voidaan, niin mikä merkitys tasapainokorkokäsitteellä on korkopoliitiikan kannalta katsoen?

Näihin kysymyksiin voidaan suoralta kädeltä lyhyesti vastata, ettei enempää OHLININ kuin KEYNESINKÄÄN mukaan ole olemassa mitään y k s i käsitteistä tasapainokorkoa muussa kuin puhtaasti teknillisessä mielessä: korkokanta, joka tasapainottaa luoton (rahan) kysynnän ja tarjonnan. Kumpikaan heistä ei yritäkään väittää, että tällainen tasapainokorko takaisi hintatason muuttumattomuuden, rahajärjestelmän neutraliteetin tms.² Ja vielä vähemmän on kysymys mistään talouspolitiikasta riippumattomasta »luonnollisesta» korosta.

Keynesin osalta tämä on oikeastaan ilman muuta selvää. Niin kuin aikaisemmin jo on mainittu, Keynesin teoria eroaa klassillisesta ennen kaikkea siinä, että se olettaa työllisyyden ja niin ollen myös reaalitulon

¹ Ks. esim. J. G. KOOPMANS, Zum Problem des »neutralen» Geldes. Beiträge zur Geldtheorie, s. 228 ja seur.

² Ks. NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 73.

voivan vaihdella, ts. lähtee vajaatyöllisyyden edellytyksestä. Täten säästäminen ja investointi-tulon muutosten välityksellä aina muodostuvat yhtä suuriksi. Kysymys on korkokannan osalta lähinnä seuraavasta: jos koron muuttumisen johdosta säästäminen ja investointi *ex ante* jonkin jakson alussa ovat eri suuret, kokonaisreaalitulon muuttuminen saa ne muodostumaan yhtä suuriksi *ex post*. Asetettiinpa korkokanta mille korkeudelle tahansa jonkin jakson alussa, syntyy jakson kuluessa reaalityulon muuttumisen välityksellä säästämisen ja investoinnin tasapaino, niin että ne seuraavaa jaksoa ajatellen *ex ante* myös voivat olla tasapainossa.¹ Keynesin mukaan saattaa talousjärjestelmä täten olla tasapainossa monilla eri työllisyys- ja korkotasolla. Näin ollen ei myöskään voida yksikäsitteisesti puhua yhdestä tasapainokorosta siinä mielessä, että säästäminen ja investointi ainoastaan tällä tasolla tasapainottaisivat toisensa. Jokaisella työllisyystasolla on oma tasapainokorkonsa — vastaavasti jokaista korkotasoa vastaa oma työllisyystasonsa — siinä mielessä, että säästäminen = investointi ja talousjärjestelmä siten on tasapainossa wickselliläisessä mielessä.² Vajaan työllisyyden aikana keskuspankillla on täten mahdollisuus rahamäärää lisäämällä laskea korkokanta mieleiselleen tasolle haluamansa työllisyysasteen saavuttamiseksi.

Joskin keskuspankin tai ylipäänsä rahapolitiikasta päättävien elimien toimintavapaus korkokantaa määrätessään täten on varsin suuri, voidaan kuitenkin — vapaan talousjärjestelmän vallitessa — tälle normaali-korkojen asteikolle kuitenkin määritellä tietyt rajat. Ylärajan osalta on poliittisesti kaiketi mahdotonta pitää korkokantaa niin korkeana, että työttömyys muodostuu sietämättömän suureksi.

Alarajan suhteen on taasen huomattava, että tietyn alhaisen korkotason voi odottaa Keynesin järjestelmässä — kenties — johtavan täys-työllisyyteen. Jos nyt korkokanta lasketaan tämän tason alapuolelle, ei tasapainoa edellä kuvatulla tavalla synnykään, koska reaalityulo ei enää voi kasvaa. Tällöin joudutaan, jos korkokanta jatkuvasti pidetään alhaalla ja pankkijärjestelmän luotonantokyky joustavana, kumulatiiviseen hintojen nousemisprosessiin aivan Wicksellin esittämään tapaan. Jos taas rahan antoa rajoitetaan, samalla kun alhaisesta korosta halutaan pitää kiinni, voi seurauksena olla pakko siirtyä luotonannon suoranaiseen säännöstelyyn ja luopua siltä osalta vapaan talousjärjestelmän premisseistä.

¹ Ks. BENT HANSEN, m.a., s. 231.

² Ks. KEYNES, General Theory, s. 242.

Voidaanko sitten tätä Keynesin »optimaalista» korkokantaa edes täystyöllisyyden aikana pitää yksikäsitteisesti määriteltynä, ts. onko täystyöllisyyden vallitessa olemassa vain yksi ainoa korkotaso, joka pitää vapaan talousjärjestelmän tasapainossa? Näin ei uudenaikaisen talouspoliittisen ideologian valossa ilmeisesti ole laita. Mikäli kuviteltaisiin yhteiskuntaa, missä ei harjoitettaisi minkäänlaista talouspolitiikkaa tai missä kaikkien muiden viranomaisten paitsi keskuspankin politiikka olisi annettu ja muuttumaton, silloin voitaisiin (kenties) pitää tätä täystyöllisyyden tasapainokorkoa yksikäsitteisesti annettuna. Realistisista edellytyksistä lähtien asianlaita on kuitenkin aivan toinen.

Varsinkin sen jälkeen kun finanssipolitiikassa on luovuttu budjetin tasapainoperiaatteesta ja siirrytty uuteen »suhdanneperiaatteeeseen», jonka mukaan valtion tulo- ja menoarviota ei pyritäkään tasapainottamaan kunakin varainhoitovuotena, tasapainokorko on yllä esitetyssäkin rajoitetussa merkityksessä tullut käytännössä täysin epämääräiseksi käsitteeksi. On näet hyvin ajateltavissa, että korkokanta voidaan ilman inflatorisia vaikutuksia pitää täystyöllisyyden aikanaikin useammalla eri tasolla, myös alempana kuin jokin »optimaalinen» korkotaso, kunhan finanssipoliittisin ym. toimenpitein huolehditaan siitä, ettei luoton (rahan) kysyntä pääse kasvamaan niin suureksi, että hintataso tuotantotehtävistä käytävän kilpailun johdosta ryhtyy kohoamaan. Korkopolitiikkahan ei vapaassakaan talousjärjestelmässä ole ainoa keino sijoitustoiminnan säännöstelemiseksi halutun suuruiseksi, vaan samaan tulokseen voidaan päästä mm. veropoliittisin toimenpitein tarvitsematta silti vielä turvautua suoranaiseen luotonannon säännöstelyyn tms. vapaalle talousjärjestelmälle vieraisiin säännöstelytoimenpiteisiin.¹

Niin kuin edellä esitetystä lienee käynyt ilmi, voidaan täystyöllisyys-tasapaino vapaassakin talousjärjestelmässä hyvin ajatella säilytettäväksi useammallakin eri korkotasolla. On selvää, että mitä yksityiskohtaisempaan ja suoranaiseen talouselämän säännöstelyyn siirrytään, sitä suuremmaksi käy rahapolitiikkaa hoitavien elimien toimintavapaus korkokannan määräämisessä. Edellä mainitut finanssipoliittiset toimenpiteet ovat vielä sovitettavissa vapaaseen markkinatalouteen siinä mielessä kuin se nykyään käsitetään. Hinnanmuodostus yhteiskunnassa tapahtuu tällöin vielä vapaasti, tavarain hinnat, työpalkat, korot, valuuttakurssit ym. määräytyvät kysynnän ja tarjonnan periaatteen mukaisesti eikä suoranaista jakelu-, investointi- tai muuta

¹ Ks. MYRDAL, Höga skatter och låga räntor. Studier tillägnade ELI F. HECKSCHER; JØRGEN GELTING, Finansprocessen i det økonomiske kredsløb, s. 89 ja seur.

säännöstelyä ole; raha- ja finanssipolitiikka ovat vain ohjaavina, olosuhteita luovina tekijöinä mukana.

Ottaen huomioon, että suoranaisiin pakkotoimenpiteisiin, eri hintojen välittömään määräämiseen ja sitomiseen valtiovallan toimesta yms. säännöstelyyn voidaan edellä kuvatusta järjestelmästä siirtyä askel askeleelta vähitellen, ei oikeastaan ole olemassa jyrkkää laatueroa mainitunlaisen vapaan markkinatalouden ja valtiojohtoisen säännöstelytalouden välillä. Kysymys on vain aste-erosta, ja mitä suurempi on valtion suoranaisten poliittisten määräysvallan piiri talouselämässä, sitä »poliittisemmiksi» muodostuvat myös hinnat — korko niihin luettuna.

Talouspolitiikan alan laajeneminen, sen päämäärien differentioituminen sekä talouspoliittisten toimenpiteiden moninaiset kombinoimismahdollisuudet tekevät täten Keynesin tasapainokoron (=optimaalisen koron) yksikäsitteisen määrittämisen yleisesti katsoen mahdottomaksi tehtäväksi. Niin kuin OHLIN on puolestaan eri yhteyksissä korostanut, poliittisista tekijöistä riippumattoman, yksikäsitteisen tasapainokoron täytyy nykyajan yhteiskunnassa olla pelkkä fiktio, koska ei voida ajatella yhteiskuntaa ilman jonkinlaista (talous)politiikkaa.¹

Keyneskään ei tosin — kuten edellä jo mainittiin — väitä, että olisi olemassa poliittisista tekijöistä riippumaton tasapainokorko. Mielenkiintoisinta on tässä yhteydessä todeta, että Keynesin optimaalinen täystyöllisyyskorko, jonka hän tarkemmin määrittelee »korkokannaksi, joka vallitsee tasapainotilassa, kun tuotanto ja työllisyys ovat niin suuret, että kokonaistyöllisyyden joustavuus on yhtä kuin nolla»,² vastaa sisälöltään Wicksellin normaalikorkoa täystyöllisyyden vallitessa. Tosi-asiallisesti voidaankin sanoa Wicksellin teorian pitävän — edellä esitetyn kriittiläisissä huomautuksissa — suurin piirtein paikkansa yhä edelleenkin lähdeittäessä täystyöllisyytilanteesta tai — mikä eräiden teoreetikkojen käsityksen mukaan on sama asia — oletettaessa, että palkkataso on joustava myös alaspäin, niin että täystyöllisyys aina voidaan saavuttaa.³ Jos taas Keynesin ja monien hänen seuraajiensa tavoin kiistetään joustavien palkkojen aina pystyvän palauttamaan täystyöllisyyden tasapainon, on syytä vielä korostaa, että myös kaikki tämän Keynesin optimaalisen

¹ Ks. OHLIN, Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment, s. 223 ja Sama, Kapitalmarknad och räntepolitik, s. 91 ja seur.

² KEYNES, General Theory, s. 243.

³ Ks. J. R. HICKS, A Contribution to the Theory of the Trade Cycle, s. 140. Vrt. myös GOTTFRIED HABERLER, The General Theory. The New Economics, s. 167—168 ja LLOYD A. METZLER, Wealth, Saving, and the Rate of Interest. Journal of Political Economy 2/1951, s. 94 ja seur.

korkokannan yläpuolella olevat korkotasot ovat normaaleja wickselliläisessä mielessä, koska näilläkin korkotasolla säästäminen = investointi ja talousjärjestelmä on tasapainossa. Jos järjestelmän muut parametrit, lähinnä erilaatuiset »poliittiset» tekijät edellytetään annetuiksi ja muuttumattomiksi, on täten myös olemassa yhtä monta optimaalistakin korkotasoa kuin poliittisten tekijäin kombinoimismahdollisuutta. Sekä Keynes että Ohlin ovat molemmat skeptillisiä siinä suhteessa, ettei heidän mielestään ole ollenkaan varmaa, onko olemassa mitään täystyöllisyyteen yhdistettävissä olevaa »optimaalista» tasapainokorkoa, jos järjestelmä muuten on niin liberalistinen, ettei ohjaavaa finanssi- ja säännöstelypolitiikkaa missään muodossa harjoiteta. Voihan hyvin ajatella, että esim. määrätty alhainen korkotasoa kylläkin johtaa täystyöllisyyteen ja ylläpitää sen, mutta aiheuttaa samalla hintojen nousua, kun taas alhaisin, tiettyyn konstanttiin hintatasoon yhdistettävissä oleva korkokanta taas ei ole kyllin alhainen täystyöllisyyden kannalta.

Lisäksi on vielä varsin helposti osoitettavissa, ettei loppujen lopuksi säästämisen ja investoinnin tasapaino *ex ante* suinkaan vielä takaa reaali- ja rahataloudellisen tasapainon syntymistä ja säilymistä, samalla kun toisaalta tällainen tasapainotila on teoreettisesti varsin hyvin mahdollinen myös tapauksissa, jolloin investointi *ex ante* on pienempi tai suurempi kuin säästäminen. Yhtä tärkeä kuin mainittu yhtäsuuruus on nimittäin se, että toisaalta tuottajain ja toisaalta kuluttajain kokonaisodotukset mitä tulon muodostukseen tulee, ovat keskenään yhdenmukaiset. Jos esim. yrittäjain suunniteltu pääoma- ja kulutushyödykkeiden tuotanto (=tulon luominen) on suurempi tai pienempi kuin kuluttajain *ex ante* odottama tulo, tasapainoa ei synny, vaikka investointi olisikin *ex ante* yhtä suuri kuin säästäminen.¹

Niin kuin BENT HANSEN on myös osoittanut, säästämis- tai investointihalun muutoksiin vastaaminen korkokantaa muuttamalla, jotta *ex ante* tasapaino saataisiin säilytetyksi, väistämättömästi aiheuttaa tulon jakaantumisessa muutoksia, jotka jälleen horjuttavat säästämisen ja investoinnin tasapainoa *ex ante*. Näin ollen ei ole teoreettisesti katsoen mahdollista määrittää yhtä korkotasoa, joka varmasti takaisi tasapainon sekä lyhyellä että pitkällä tähtäimellä.²

¹ Kokonaisodotusten merkitykseen viittasi ensinnä OHLIN (Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments I, s. 66). Ensimmäinen systemaattinen analyysi tästä kysymyksestä on taas: I. GRÜNBAUM, Inkongruente forventninger og begrebet monetaer ligevaegt. Nationaløkonomisk Tidsskrift 3/1945. Vrt. myös RALPH TURVEY and HANS BREMS, The Factor and Goods Markets. *Economica*, February 1951.

² Ks. BENT HANSEN, m.k., s. 245—246.

Niin epämääräinen kuin täystyöllisyystason tasapainokorko edellä esitetyn perusteella onkin, ei voitane kuitenkaan kieltää, etteikö — liberalististen edellytysten vallitessa — sittenkin ainakin ajatuksellisesti olisi konstruoitavissa tietty korkokanta, jota siinä mielessä voidaan pitää »normaalina» tai »luonnollisena», että *suret* poikkeamiset tästä tasosta asettavat yhä kasvavia vaatimuksia valtion muulle ohjaavalle ja säännöstelevälle talouspolitiikalle, jos mieli säilyttää talouselämän ulkonainen tasapaino. Täystyöllisyyden vallitessa ja edellyttäen, että niin hyvin hinta- kuin työllisyystaso halutaan pitää väkaana, tämä taso määräytyy lähinnä luoton kysynnän ja tarjonnan mukaan. Muiden talouspoliittisten tekijöiden ollessa annetun suuruiset ja suuntaiset »normaali» korkotaso voitaneen lähinnä määritellä sen vaatimuksen mukaisesti, että luoton kysynnän ja tarjonnan on *ex ante* oltava tällä tasolla tasapainossa.¹ Jos tosiasiallinen korkokanta yritetään pitää huomattavasti normaalitasoa alempana, on ensinnäkin luovuttava valtion finanssipolitiikan neutraliteetista, voidaanpa lisäksi joutua tilanteeseen, jossa tasapainon säilyttäminen pelkästään ohjaavin toimenpitein ei enää ole mahdollista, vaan on pakko turvautua suoranaiseen säännöstelyyn.² Säännöstelytaloudessakin paine saattaa kasvaa niin suureksi, että korkotason ylläpitäminen säännöstelyjärjestelmään syntyvät vuodot ja muut epäkohdat huomioon ottaen ajan mittaan osoittautuu, jollei suorastaan mahdottomaksi, niin ainakin epätarkoitukselliseksi.³

Korostettakoon kuitenkin lopuksi vielä kerran, ettei nykyisen käsitystavan mukaan tarkkaan katsoen ole olemassa yhtä, yksikäsitteistä tasapainokorkoa. Mitä moninaisimmilla »poliittisilla» tekijöillä on nykyajan yhteiskunnassa aina vaikutuksensa korkotason muodostumiseen, ja tästä talouspoliittisesta miljööstä riippuen tasapainokorkokin muodostuu — ja voidaan ajatella — erilaiseksi samassa yhteiskunnassa ja miltei samalla hetkelläkin.

4. Käytännön korkopolitiikan päämääristä ja keinoista.

4.1. Kultakantajärjestelmän korkopolitiikka.

Edellä on jo mainittu, miten klassillisen korkoteorian mukainen käsitys jonkin yksikäsitteisen »luonnollisen» tasapainokoron, »normaalin»

¹ Vrt. OHLIN, Kapitalmarknad och räntepolitik, s. 100—103. Vrt. myös ARTHUR H. LEIGH, An Equilibrium Rate of Interest. American Economic Review 2/1951.

² »Ohjaavista» ja »säännöstelevistä» toimenpiteistä ks. KJELD PHILIP, Rentepolitik og Finanspolitik. Nationaløkonomisk Tidsskrift 3/1944.

³ Vrt. DAG HAMMARSKJÖLD, Reflexioner kring ett ränteproblem. Ekonomisk Tidsskrift 4/1946.

koron tai »neutraalin» koron olemassaolosta samalla sisälsi tietyn ohjeen käytännön korkopolitiikan hoitamiseksi. Hintatason vakaana pitämiseksi ja tasapainon säilyttämiseksi lainakorko oli pidettävä — silloisen käsityksen mukaan identtisten — tasapainokorkojen määräämällä tasolla.

Tosiasiallisesti käytännön korkopolitiikka tuli kuitenkin jo syntyvaiheistaan alkaen olemaan ennen kaikkea kultakannan korkopolitiikka, jolla oli omat, mainitun teoreettisen ohjeen kanssa vain osittain yhteen lankeavat sääntönsä ja vaatimuksensa.

Kultakantajärjestelmän aikana oli siihen liittyneiden maiden ensisijaisena tehtävänä huolehtia valuuttansa kansainvälisen arvon vakaavuudesta, ts. siitä, että valuutan arvo kultapisteiden asettamissa ahtaissa rajoissa vaihdellen aina pysyi sille rahalaissa vahvistetun kulta-arvon mukaisena. Toisaalta keskuspankki oli velvollinen myymään ja ostamaan kultaa rajoituksetta, joten pankin tuli myös huolehtia kyvystään lunastaa sitoumuksensa kaikissa tilanteissa.

Milloin valuuttakurssit syystä tai toisesta nousivat ylemmän kultapisteen yläpuolelle, kultaa alkoi virrata maasta ja keskuspankin liikkeessä olevien setelien katesuhde heikkeni. Tämän estämiseksi kehittyi Englannissa 1800-luvun alkupuoliskolla vähitellen käytäntö, jonka mukaan valuuttakurssien kohotessa ja kullan virratessa pois tähän kultavarantojen vähenemiseen oli vastattava ja se ehkäistävä nostamalla diskonttokorkoa. Vastaavasti taas valuuttakurssien aleneminen ja kullan tulo maahan aiheuttivat diskonton laskemisen.

Diskonttopolitiikka syntyi enemmänkin käytännön pankkimiesten vaiston ja kokemusten varaan kuin teoreettisiin perusteluihin nojautuen.¹ Päämääränä oli joka tapauksessa rahamarkkinain kiristäminen, seteliston pienentäminen ja siten — kvantiteettiteorian mukaisesti — hintatason alentaminen. Hintatason laskiessa taas maan kilpailukyky kansainvälisillä markkinoilla suurenisi, vienti lisääntyisi ja tuonti vähenisi, ts. kauppatase vahvistuisi ja valuuttakurssit alenisivat jälleen. Kun keskuspankin kultavaranto täten kasvaisi, voitaisiin diskonttoa ennen pitkää taas alentaa. Ja päinvastoin.

Hintatason laskemisen ja kauppataseen aktivoitumisen välityksellä tapahtuvan korjaantumisen lisäksi diskonton korottamisella oli myös muita valuuttatilannetta välittömästi parantavia vaikutuksia. Nostamalla diskonttokorko ja sen avulla maan yleinen korkotaso muiden maiden korkokantaa korkeammaksi toivottiin täten voitavan houkutelulla

¹ Ks. R. G. HAWTREY, *A Century of Bank Rate*, s. 1 ja seur.

lyhytaikaista kansainvälistä pääomaa maahan, samalla kun ulkomaille sijoitetut kotimaiset lyhytaikaiset pääomat palaisivat suuremman korkovoiton houkuttelemina takaisin kotiin. Johtamalla täten eri tavoin pääomien virtaaminen asianomaiseen diskonttokorkoa korottaneeseen maahan saatiin korkokannan nostamisella valuuttatilanne teorian mukaan nopeasti paranemaan ja kullan vienti lakkaamaan, jo ennen kuin hintatason aleneminen ehti tuntua kauppataseessa.

Edellä esitetyt diskonttopolitiikan teoreettiset perustelut syntyivät rinnan tämän politiikan käytännöllisen kehityksen kanssa ennen kaikkea 1800-luvun Englannissa, sen jälkeen kun siellä koronkiskurilain kumoamisen kautta vuonna 1832 siihenastinen 5 prosentin yläraja poistettiin ja joustava korkopolitiikka nykyaikaisessa mielessä täten ylipäänsä kävi mahdolliseksi.¹ Englannin olosuhteet ja sikäläiset kokemukset ovatkin määräävästi vaikuttaneet diskonttopolitiikan teorian muodostumiseen, samalla kun muualla maailmassa ja etenkin pienten valtioiden osalta edellä esitetyt perustelut pitivät paikkansa vain osittain ja melkoisin varauksin.

Diskonton korottamisen vaikutus kullan liikkeisiin ja valuuttakursseihin perustuu mainitun pääomanliikkeisiin kohdistuvan vaikutuksen lisäksi viime kädessä kvantiteettiteoreettiseen ajattelutapaan rahamäärän ja hintatason vaihtelujen suhteesta. Luotonannon ehtoja kiristämällä, esim. korottamalla korkokantaa, haluttiin antaa lisätehoa sille rahamäärän supistumiselle, minkä kullan virtaaminen maasta *Currency*-periaatteelle rakentuvan PEELin pankkilain mukaan muutenkin automaattisesti aiheutti. Myöhemmin on diskonttopolitiikan vaikutusta lähinnä rahanarvoteoriassa kvantiteettiteorian sijaan astuneen tulo-teorian pohjalla perusteltu hiukan toisin. HAWTREY, joka suhdanneselityksessään yleensäkin asettaa tukkukauppiat strategiseen asemaan, korostaa täten erityisesti diskonton nousun vaikutusta kauppiaiden reaktioiden välityksellä yhteiskunnan tulonmuodostukseen. Nostamalla varastoimiskustannuksia diskonton korotus aiheuttaa tukkukauppiaiden ulkomaisten ja kotimaisten ostojen vähenemistä ja johtaa siten välillisesti yhteiskunnan kokonaistulojen pienenemiseen sekä tuonnin supistumiseen.² Tämänkin mukaan siis valuuttatilanteen paraneminen on odo-

¹ Diskonttopolitiikan teoreettisia perusteluja kehittänyt ensimmäisenä GEORGE J. GOSCHEN, *Theory of Foreign Exchanges*. Ks. R. G. HAWTREY, *The Art of Central Banking*, s. 141.

² Ks. esim. R. G. HAWTREY, *The Gold Standard in Theory and Practice*, s. 38 ja seur. sekä *Sama*, *Currency and Credit*, s. 112.

tettavissa jo ennen kuin kontraktioprosessin hintoja alentava vaikutus on alkanut tuntua kauppataseessa. KEYNES puolestaan erotukseksi Hawtreyn käsityksestä piti teoksessaan »A Treatise on Money» korkokannan muutosten tärkeimpänä vaikutustienä kiinteiden investointien vaihteluja. Koron nouseminen oli omansa lisäämään säästämistä suhteessa investointien laajuuteen ja siten hintoja alentamalla sekä yrittäjien tuloja supistamalla laskemaan työllisyys- ja tulotasoa. Hänen ajatuksenjuoksunsa kulki tässä kohden siis lähinnä WICKSELLIN viitoittamia teitä.¹

Edellä esitetyn nojalla voidaan näin ollen todeta, että diskonttopolitiikan suunnan määrääjänä kultakannan vallitessa on lähinnä maan ulkomaisten maksusuhteiden kehitys. Koska se normaalisti kuvastuu keskuspankin kultakassan — myöhemmin kultaydinkannan aikana valuuttavarannon — suuruudesta, tämän muutoksilla tuli olemaan ratkaiseva ja suoranainen vaikutus keskuspankin harjoittamaan diskonttopolitiikkaan: valuuttavarannon (kultavarannon) supistuessa korkokantaa oli korotettava ja päinvastoin.

Miten nämä kultakantajärjestelmän korkopolitiikalle asettamat vaatimukset soveltuivat yhteen sen klassillisen korkoteorian mukaisen ohjeen kanssa, että pankkikoron oli oltava luonnollisen tasapainokoron tasalla kansantalouden tasapainon säilyttämiseksi ja hintatason pitämiseksi vakaana?

Osittain vastaavaisuus ja päämäärien yhdenmukaisuus oli ilmeinen. Sikäli kuin ulkomaisten maksusuhteiden kiristyminen ja kullan menetys saattoivat aiheutua siitä, että asianomaisessa maassa ekspansio — avokätisen luottopolitiikan johdosta — oli kehittynyt niin voimakkaaksi, että sillä oli vaihtotasetta heikentävä vaikutus, sikäli »sisäisen» ja »ulkoi- sen» diskonttopolitiikan² päämäärät olivat samat. Sisäisen korkopolitiikan päätehtävänähän oli korkoteorian antaman ohjeen mukaan pitämällä pankkikorko »luonnollisen» tasapainokoron tasalla huolehtia siitä, ettei luoton kysyntä ylittänyt todellisen säästämisen määrää ja siten aiheuttanut inflatorista hintatason nousua. Tämähän oli taas eräs valuuttavaikeuksien ja kullan viennin mahdollisia aiheuttajia.

Sisäinen inflaatiokehitys ei kuitenkaan ollut läheskään ainoa vaihtotaseen heikkenemisen syy. Tosiasiallisesti on todettava, että kansainvälinen kultakantajärjestelmä edellytti kaikilta siihen liittyneiltä mailta

¹ Ks. J. M. KEYNES, A Treatise on Money, Vol. I, s. 191 ja 200—209.

² Nimitykset CASSELLIN: »Inrikes- och utrikesdiskontopolitik». Ks. Teoretisk Socialekonomi, s. 496.

varsin yhdenmukaista ja tasaista taloudellista kehitystä. Oli hyvin ajateltavissa, ja kokemukset vahvistivat sen, että jokin maa saattoi joutua valuuttavaikeuksiin jo yksistään sen vuoksi, että tuonti ekspansio-ajan aikana kasvoi vientiä nopeammin, vaikkei mistään edes suhteellisesta inflaatiosta muihin maihin verrattuna tarvinnut olla puhetta. Vastaavanlainen kehitys oli odotettavissa, jos muualla maailmassa deflaatioprosessi oli päässyt käyntiin: jollei tarkasteltavana oleva valtio myös kontraktiivisin toimenpitein, mm. korkokantaa korottamalla, pyrkinyt seuraamaan deflaatiokehityksen mukana, se joutui auttamattomasti maksutasevaikeuksiin. Vastaavasti oli tietenkin laita yleismaailmallisen ekspansio-prosessin aikana; sekin tempasi kultakannan »pelinsääntöjä» noudattavan maan mukaansa, vaikka asianomaisen valtion talouspolitiikan johtajat mieluummin olisivatkin pysyttäneet maansa siitä erossa. Ilmeistä on myöskin, että kullan kansainvälisen arvon vaihdellessa eri maiden hintatasojen oli pakko automaattisesti liikkua päinvastaiseen suuntaan.

Vaikka tiedetäänkin, että satunnaisiksi katsottavista maksutasevaikeuksista kultakannan vallitessa pyrittiin selviytymään kulta- ja valuuttavarannon sekä kansainvälisen luotonoton avulla korkopolitiikkaan turvautumatta, on kuitenkin jo edellä esitetynkin perusteella todettava, että kultakantamaan ulkoinen korkopolitiikka saattoi useassa tapauksessa joutua ristiriitaan sisäisen korkopolitiikan päämäärien kanssa. Joskin kotimaisen hintatason vakaana pitäminen kultakannan aikana oli yksi järjestelmän korkopolitiikalle asettamista vaatimuksista, se oli kuitenkin vain yksi niistä, ja vieläpä sellainen, joka sai väistyä muiden, järjestelmälle olennaisempien vaatimusten tieltä. Sillä, kuten sanottu, kultakannan aikana oli tärkeintä huolehtia järjestelmän muodollisesta pysyvyydestä, ts. valuuttakurssien vakavuudesta ja lunastusvelvollisuuden täyttämisestä. Jos jälkimmäisen ja tärkeimmän päämäärän saavuttaminen sitä vaati, kotimaisen hintatason stabiliteetista oli pakko tinkiä.

4a. Järjestelmän pirstoutumiseen johtaneista tekijöistä.

Puuttumatta tässä yhteydessä niihin monitahoisiin ja vaikeasti selviteltäviin syihin, jotka 1930-luvun taitteessa johtivat kansainvälisen kultakantajärjestelmän pirstoutumiseen, esitettäköön seuraavassa vain eräitä korkopolitiikan kannalta merkityksellisiä kehityksenkulkuja.¹

¹ Valaisevan kuvan eräistä perustekijöistä ja syy-yhteyksistä saa esim. SIR HENRY STRAKOSCHIN kirjoituksesta »The Money Tangle of the Postwar Period.» The Lessons of Monetary Experience. Edited by A. D. GAYER.

Ensinnäkin on todettava, että ensimmäinen maailmansota merkitsi tietystä mielessä kansallisen talouspolitiikan aatteiden kypsymisvaihetta. Eri maiden talouspolitiikat tottuivat sodan aikana hoitamaan rahapolitiikkaa autonomisesti, kultakannan määräysten heitä sitomatta. Tämä seikka yhdessä sotavuosien eri maissa aiheuttamien järkytysten kanssa synnytti yleisen pyrkimyksen ja halun rahaolojen ja taloudellisen kehityksen entistä suurempaan stabiliteettiin.

Jo sodan alkuaikana käytiin Ruotsissa WICKSELLIN, CASSELIN, DAVIDSONIN ym. sikäläisten huomattujen kansantaloustieteilijäin aloitteesta vilkasta periaatekeskustelua maan rahapolitiikan hoitamisesta siten, että ulkomailta tulevien inflaatiiosyysäysten vaikutus Ruotsin kotimaiseen hintatasoon voitaisiin saada estetyksi. Useita merkittäviä ehdotuksia tehtiin, osaksi myös toteutettiin, ja vaikei itse pääasiassa onnistuttukaan, keskustelu sinänsä herätti melkoista huomiota maan rajojen ulkopuolellakin ja oli ensimmäisiä ilmauksia uudenlaisen suhtautumistavan esiinmurtautumisesta.¹

Uudistusystävällisten ja kultakannan jäykkyyttä arvostelevien kansantalousmiesten taholta — heidän etunenässään tämän vuosisadan kansantaloustieteen »suuri vallankumouksellinen», lordi KEYNES — korostettiin sitten sodan jälkeen erityisesti vakaan hintatason ja autonomisemman talouspolitiikan ajatuksia kultakantajärjestelmän sidonnaisuuden vastakohtana. Näiden reformistien mielestä vakaa kotimainen hintataso oli päämääränä asetettava etusijalle kultakantajärjestelmän vakaiden valuuttakurssien vaatimuksen asemesta. Jollei kultakanta sallinut molempien päämäärien samanaikaista toteutumista, oli luovuttava kullasta ja pyrittävä saavuttamaan ja ylläpitämään hintatason vakavuus »hoidetun paperirahatalouden» (managed currency) puitteissa.²

Tästä käsitysten muuttumisesta ja sodanaikaisesta »hyvän ja pahan tiedon puun hedelmän maistamisesta» johtui, että milloin kultakannan asettamat vaatimukset sodan jälkeen joutuivat ristiriitaan näiden kotimaisen hintatason vakavuuteen tähtäävien pyrkimysten kanssa, jälkimmäiset useissa tapauksissa voittivat. Kultakantajärjestelmän »pelinsääntöjä» ei enää noudatettu yhtä alistuvasti kuin vielä ennen maailmansotaa. Tämä tuli 1920-luvulla näkyviin ennen kaikkea kulta- ja valuuttavarantojen eräissä maissa paisuessa. Yhä yleisemmäksi muodostui tällöin maahan virtaavan kullan ja ulkomaisen valuutan »steriloi-

¹ Ks. ANDERS ÖSTLIND, *Svensk samhällsekonomi 1914—1922*, s. 28 ja seur. sekä passim.

² Ks. J. M. KEYNES, *A Tract on Monetary Reform*, s. 152—164.

minen», ilman että sen annettiin vaikuttaa luottovolyymia laajentavasti ja korkokantaa alentavasti.¹

Tällainen ulkoisten vaikutusten neutraloiminen oli sinänsä varsin helppo tehtävä, kun kysymyksessä oli kulta- ja valuuttavarannon paisuminen. Päinvastaisessa tapauksessa ei sitä vastoin ilmeisesti ollut yleensä mahdollista olla ryhtymättä jonkinlaisiin deflatorisiin toimenpiteisiin, mikäli valuutan vapaasta vaihtomahdollisuudesta ja kurssien vakavuudesta, ts. kultakannasta, haluttiin pitää kiinni. Korkopolitiikan osalta tämä tiesi sitä, että korkokantaa oli maksutaseen heikentyessä yleensä nostettava, kun taas maksutaseen vahvistuminen ja valuuttavarantojen paisuminen ei mainitun steriloispolitiikan vuoksi ylipäänsä aiheuttanut »pelinsääntöjen» mukaista korkokannan alenemista ja ekspansiivista luotonantoa.

Yhdessä sodan perinnöksi jättämien maailmantaloudellisen tasapainon vaikeiden häiriöiden kanssa steriloispolitiikka oli omiaan kultavarantojen epätasaista jakaantumista edistämällä kaivamaan pohjaa kultakantajärjestelmän menestykselliseltä toiminnalta. Pidättyväinen tuonti- ja toisaalta kullan sterilointipolitiikka aiheuttivat sen, että järjestelmälle täten muiden, kultaa menettävien valtioiden osalta kokonaisuutena katsoen tuli olemaan ominaista tietty *deflationary bias*.²

Voidaankin sanoa, että kultakannan varjopuolet, jotka ennen maailmansotaa osaksi suotuisan maailmantaloudellisen kehityksen osaksi yleisen liberalistisen »luonnonlakiajattelun» vuoksi olivat jääneet varjoon yleisessä tietoisuudessa, sodan jälkeen tulivat edellä esitetyistä syistä sitä voimakkaammin näkyviin. Arvostelu kohdistui tällöin myös itse siihen rektiomekanismiin, jolla häiriintynyt tasapaino saadaan diskonttopolitiikan teorian mukaan palautetuksi.

Niin kuin edellä on esitetty, diskonton korotuksen oletettiin korjaavan maksutaseen tasapainottomuuden ensi sijassa kansainvälisen lyhytaikaisen pääoman liikkeisiin vaikuttamalla. Lukuun ottamatta sitä, että tämä ajattelutapa tosiasiallisesti soveltui vain varsin harvoihin suuriin kansainvälisiin rahakeskuksiin, tällaisten tasoittavien pääomaliikkeiden vaikutusta häiritsi suuresti 1920-luvun tasapainottomina

¹ Ks. LEAGUE OF NATIONS, International Currency Experience, s. 66 ja seur.

² Ks. LEAGUE OF NATIONS, m.t., s. 81. Toisaalta on kuitenkin pyritty kiistämään, että nimenomaan Yhdysvallat 1920-luvulla olisi harjoittanut kullan sterilointipolitiikkaa. Näin tekee mm. WILLIAM ADAMS BROWN, JR. suuressa tutkimuksessaan »The International Gold Standard Reinterpreted», 1914—1934. Ks. MIKKO TAMMISEN esitelyä teoksesta Kansantaloudellisen Aikakauskirjan numerossa III/1950. Vrt. myös SUVIRANTA, Suomi ja maailman talouspula, s. 62.

loppuvuosina hermostuneen kansainvälisen *hot moneyn* laskemattomat liikkeet. Yleisen luottamuksen puutteen vuoksi pääomanliikkeisiin muutenkin vaikuttivat enemmän muut seikat ja arvioinnit kuin pelkästään korkoerojen esiintyminen. Diskonttopolitiikkaa vastaan esitettiin edelleen, että rahakeskusten diskonton korotukset, joiden tarkoituksena oli houkutellessa lyhytaikaisia pääomia maahan, helposti saivat kilpailun luonteen. Tällöin diskontto»ruuvia» helposti jouduttiin kiristämään enemmän kuin muuten olisi ollut tarpeellista ja tarkoituksenmukaista.¹

Vielä enemmän kohdistui diskonttopolitiikkaa vastaan esitetty arvostelu niihin pitemmän tähtäimen reaktioihin, joita tällä politiikalla teorian mukaan piti oleman. Kuten aikaisemmin on esitetty, johtaa diskonton korottaminen tämän ajattelutavan mukaan maksuvälineiden määrän supistumiseen, tämä taas ennen pitkää palkkatason alenemisen välityksellä hintatason laskemiseen ja valuuttatilanteen tasapainon palautumiseen. Vastaavasti diskonton alentamisen vaikutus kulki samoja reaktioiteitä mutta päinvastaiseen suuntaan. Merkille pantavaa on myös, että diskonttopolitiikan teorian mukaan työllisyyden ei tarvinnut mukautumisprosessissa järkkäytyä muuten kuin kenties aivan tilapäisesti.

Todellisuudessa ensimmäisen maailmansodan jälkeen — ja osaksi jo sitä ennenkin — saadut korkopoliittiset kokemukset eri maista osoittivat, ettei mukautumisprosessi tapahtunut lainkaan niin kivuttomasti kuin teoriassa edellytettiin. Tämä johtui ennen kaikkea siitä, että palkkataso osoittautui työläisten järjestövoiman kasvamisen jälkeen joustamattomaksi kysynnän vähenemisen suhteen. Diskonton korottamisesta oli täten seurauksena nimenomaan vaikeita taloudellisen aktiviteetin häiriöitä, ennen kuin palkkataso mukautui alaspäin, mikäli se ylipäänsä lainkaan mukautui. Samalla alkoi käydä yhä todennäköisemmäksi, ettei maailmansotaa edeltäneen »eurooppalaisen idyllin» nykyajan silmillä katsottuna taloudellisestikin hyvin rauhallinen kehitys sinänsä ollut kultakannan ansiota; kultakanta päinvastoin sai olemassaolostaan ja säilymisestään pikemminkin kiittää rauhallista poliittista ja taloudellista kehitystä.²

Mainitut tekijät ja ajattelutavan muutokset eivät tietenkään sinänsä vielä riitä täysin selittämään kultakannan ja sen mukana siihen liittyneen korkopoliittikan luhistumista 1920- ja 1930-lukujen taitteessa. Merkityksellisintä on kuitenkin tässä yhteydessä todeta, että kultakanta oli sekä sisäisesti että ulkonaisesti kypsä tuhoutumaan: maailmansodan

¹ Ks. CASSEL, m.t., s. 496.

² Vrt. JØRGEN PEDERSEN, *Monetary Policy and Economic Stability*, s. 179.

jälkeiset olosuhteet ja perustavanlaatuiset tasapainohäiriöt olisivat jo sinänsä asettaneet kultakannan säilymisen kovalle koetukselle; kun tähän tuli vielä lisäksi orastavien uusien talouspoliittisten ideologioiden kultakantaa vastaan kohdistama arvostelu ja mielialan muokkaaminen, sen romahdus oli väistämätön.

43. »Neutraalista» rahasta »halpaan» rahan.

Niin kuin edellä jo on viitattu, kultakantajärjestelmän »pelinsääntöjä» ja niiden edellyttämää automaattisluonteista korkopolitiikkaa vastaan kohdistunut arvostelu johti korkopolitiikan osalta lähinnä tavoitteiden vähittäiseen muuttumiseen siten, että kotimaisen hintatason vakavuuden säilyttäminen astui ensisijaiseksi päämääräksi kultakantajärjestelmän edellyttämän valuutan ulkomaisesta arvosta huolehtimisen sijaan. Rahapolitiikan yleisenä tavoitteena väikkyi tällöin useiden talusteoreetikkojen ja -poliitikkojen mielessä joko kotimaisen hintatason vakavuuden säilyttäminen tai rahajärjestelmän »neutraliteetin» saavuttaminen ja ylläpitäminen. Jälkimmäinen tavoite merkitsi sitä, että rahapolitiikkaa oli hoidettava päämääränä kaikkien rahapuolelta tulevien häiriöiden välttäminen; rahan oli oltava neutraalia siinä mielessä, ettei se saanut vaikuttaa enempää yleisen hintatason määräytymiseen ja vaihteluihin kuin talouselämän aktiviteettiin ylipäänsä.

Kuten JOHAN G. KOOPMANS on esittänyt¹, »neutraalin» rahan asettaminen rahapolitiikan päämääräksi kätkeytyy implisiittisesti WICKSELLIN ajatuksiin pankkikoron sekä toisaalta »luonnollisen» koron ts. tasapainokoron samantasoisuudesta edellytyksenä kansantalouden reaalisensaapainon säilyttämiselle. Jos em. korkojen välille syntyi eroavuutta, tämä oli välittömästi osoituksena siitä, ettei rahataloutta ollut hoidettu neutraliteettiperiaatteen mukaisesti. »Neutraalin» rahapolitiikan ja vakaan hintatason säilyttämiseen tähtäävän rahapolitiikan kesken ei sitä vastoin ollut todettavissa samanlaista yhtäläisyyttä ja päämäärien edes faktillista yhteen lankeamista. Yllä esitettyssä merkityksessä »neutraali» rahapolitiikka ei välttämättä edellytä hintatason vakavuuden säilyttämistä, yhtä vähän kuin toisaalta hintatason vakavuus sinänsä on aina osoituksena taloudellisen tasapainon kannalta neutraalin rahapolitiikan harjoittamisesta.

¹ Ks. J. G. KOOPMANS, Zum Problem des neutralen Geldes, s. 224 ja seur. Vrt. myös ERIK LINDAHL, Penningpolitikens mål, jossa rahapolitiikan päämääräksi asetettiin hintatason vaihtelevuus kääntäen verrannollisesti tuottavuuden kehitykseen.

Tässä yhteydessä voidaan ja täytyykin päätehtävän kannalta toisarvoisena sivuuttaa kysymys vakaa hintatason ja »neutraalin» rahan päämäärien keskinäisestä suhteesta. Tärkeintä on vain todeta, että tämänsuuntaisia ajatuksia rahapolitiikan tavoitteista esitettiin ensimmäisen maailmansodan jälkeen ja että niillä tietyssä määrin oli vaikutusta käytännöllisen rahapolitiikankin muotoutumiseen ja irtautumiseen kultakantajärjestelmästä.¹

Varsinaisen aktiivisen rahapolitiikan teoreettinen ja käytännöllinen syntyminen 1920-luvulla, joka aikaisemmin esitetyllä tavalla on selitettävissä kansallistaloudellisten virtausten voimistumisesta ja kasvaneesta epäluottamuksesta 1800-luvun liberalismia kohtaan, soveltui kuitenkin varsin huonosti yhteen kultakantajärjestelmän kanssa, joka kuitenkin useimmissa maissa sodan jälkeen taasen omaksuttiin rahajärjestelmän pohjaksi. Osaksi siitä, ettei kultakantajärjestelmän »pelinsääntöjä» enää noudatettu sillä tavoin, kuin järjestelmän kitkaton toiminta olisi edellyttänyt, osaksi sodan aiheuttamien tasapainohäiriöiden maailmantaloudellisesta kantavuudesta johtui, että kultakantajärjestelmä ei kestänyt sellaista koetusta, minkä kansainvälisen luottopulan puhkeaminen vuosikymmenien taitteessa sille asetti. Lukuisten maiden oli pakko luopua kultakannasta ja siirtyä enemmän tai vähemmän »hoitettuun» valuuttaan.

1920-luvun loppuvuosien tapahtumasarjat ja etenkin Yhdysvaltain kokemukset osoittivat myös, ettei pelkän rahapolitiikan avulla, asetettiinpa sen tavoitteeksi sitten vakaa hintataso tai neutraali raha, voitu hallita talouselämän kehitystä ja estää suhdannevaihteluita. Sen sijaan että ensimmäistä maailmansotaa seuranneina vuosina arvostelu oli edellä hahmotellulla tavalla kohdistunut lähinnä kultakantajärjestelmän kirkkopoliittisia vaatimuksia vastaan ja vaadittu suurempaa itsenäisyyttä yksityisten maiden rahapolitiikalle perimmäisenä päämääränä tietenkin talouselämän tasaisen kehityksen turvaaminen ja ulkoa tulevien häiriötekijöiden eliminoiminen, arvostelun kärki suunnattiin nyt pulan puhjettua suoraan itse kirkkopoliitiikan soveltuvuuteen talouselämän aktiviteetin säätelijäksi. Toisaalta talous- sekä rahapolitiikan välittömäksi tavoitteeksi asetettiin täystyöllisyyden saavuttaminen ja ylläpitäminen.

¹ »Neutraalin» rahan ensimmäisiä esitaistelijoita oli IRVING FISHER, jolla samalla tuli myös olemaan melkoinen vaikutus Yhdysvaltain rahapolitiikan muotoutumiselle maailmansodan jälkeen. Ks. FISHER, *The Purchasing Power of Money*, s. 337 ja seur. sekä Sama, *100 % Money*. Vrt. myös FRIEDRICH A. HAYEK, *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, s. 81 ja seur. sekä Sama, *Preise und Produktion*, s. 102 ja seur.

Korkopolitiikan osalta tämä merkitsi sitä, että korkokantaa oli säädeltävä tavalla, joka suoranaisesti ja välittömästi parhaiten edistäisi täystyöllisyystavoitteen saavuttamista.¹ Täten syntyi 1930-luvun lama-kauden puristuksessa uusi korkopoliittinen ajattelutapa, jota yleisesti on nimitetty »halvan rahan» politiikaksi.

Pulan puhjettua 1930-luvun alussa pyrittiin lamaannusta torjumaan ja parantamaan voimakkaan koronalennuspolitiikan avulla. Niinpä New Yorkin Federal Reserve Bankin virallinen diskonttokorko laskettiin yhden vuoden kuluessa 6:sta aina 2 %:iin, mikä sinänsä oli Yhdysvaltainkin oloissa tavattoman alhainen taso. Tämä aktiivinen politiikka, joka aluksi sinänsä varsin hyvin soveltui ainakin Yhdysvaltain osalta sekä kultakantajärjestelmän että vakaa hintatason asettamiin korkopoliittisiin vaatimuksiin, ei vielä sellaisenaan merkinnyt korkopoliittisen ajattelutavan muutosta. Lamakauden kestäessä alettiin kuitenkin kehittää uutta talouspoliittista oppirakennelmaa, jonka erääksi olennaiseksi osaksi tuli myös p y s y v ä s t i alhaisen korkokannan ajatus.

Ratkaiseva merkitys oli tässä suhteessa KEYNESin »General Theoryn» ilmestymisellä ja siinä esitetyillä vallankumouksellisilla ajatuksilla. Samalla kun Keynes aikaisemmin selostetulla tavalla uudessa korkoteoriassaan tähdensi tasapainokoron moniselitteistä ja konventionaalista luonnetta sekä korkokannan riippuvuutta viime kädessä keskuspankin rahapolitiikasta, hän toisaalta useissa yhteyksissä korosti, että tietty alhainen ja vakaa korkotaso oli täystyöllisyyspoliittisista syistä asetettava korkopolitiikan yleiseksi päämääräksi.²

Keynesin argumentointi »halvan rahan» puolesta oli lyhyesti esitetynä seuraavanlainen. Täystyöllisyyden säilyttäminen riippuu ratkaisevasti kokonaiskysynnän suuruudesta. Yhteiskunnan tulotason kohotessa säästämisellä on myös taipumus kasvaa, vieläpä suhteellisesti nopeammassa tahdissa. Jollei sijoitustoiminta ole riittävä kompensoimaan säästäväisyyden kasvun efektiivistä kokonaiskysyntää heikentävää vaikutusta, työllisyystaso laskee. Tästä seuraa, että kansantaloudellisen tasapainon säilyttämiseksi täystyöllisyystasolla on kiinnitettävä erityistä huomiota riittävän investointilajuuden takaamiseen. Sijoitustoiminnan

¹ Tästänsuuntaisia ajatuksia oli kyllä jo 1920-luvulla useissa eri yhteyksissä esittänyt mm. CASSEL. Hän vaati korkopolitiikan tavoitteiden asettamista »sisäisten» olosuhteiden mukaisesti niin, ettei »ulkoisen» diskonttopolitiikka saanut vaikuttaa häiritsevästi kotimaisen hinta- ja työllisyystasapainon säilymiseen. Ks. esim. GUSTAV CASSEL, Sammanhanget mellan diskonto och prisnivå. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Oktober 1927.

² Ks. esim. KEYNES, General Theory, s. 217—221.

suuruus taas riippuu olennaisesti pääoman rajatehokkuuden ja korkokannan välisestä suhteesta. Koska Keynesin mukaan »kypsan talouden» asteen saavuttaneessa nykyajan yhteiskunnassa talouspolitiikan päävaikeutena tulee jatkuvasti olemaan riittävän suurten investointien aikaansaaminen, korkokannan olisi näin ollen oltava niin alhaisella tasolla, ettei se ainakaan muodostaisi sijoitustoiminnan laajentumista jarruttavaa tekijää.

Rakentaessaan uutta taloudellista tasapainoteoriaansa 1930-luvun lamakauden keskellä Keynes ei täten kiinnittänyt juuri lainkaan huomiota siihen mahdollisuuteen, että sijoitustoiminta saattaisi jolloinkin kasvaa myös niin suureksi, että kansantaloudellisen tasapainon häiriintyminen olisi siltä taholta uhkaamassa. Näinkin ollen on kuitenkin »General Theory»stä vaikeata saada sellaista käsitystä, että Keynes olisi kaikissa olosuhteissa suositellut »halvan rahan» politiikkaa. Keynesin maininnat optimaalisesta korkokannasta, jolla hän, kuten muistettaneen, tarkoitti täystyöllisyyden takaavaa korkokantaa olosuhteissa, joissa järjestelmän muut parametrit ovat annetut, soveltuvat sinänsä hyvin yhteen joustavankin korkopolitiikan periaatteiden kanssa. Keynes korostaakin toisaalta, ettei korkokanta ilman inflatorisia seurauksia voi olla alempi kuin se, joka annetuissa olosuhteissa on sopusoinnussa täystyöllisyyden kanssa.¹

Joskin Keynesin esittäminen »halvan rahan» politiikan varauksettomana kannattajana täten varmaan onkin harhaan johtavaa, ei kuitenkaan ole epäilystä siitä, että häntä olisi pidettävä tämän uuden talous»filosofian» henkisenä oppi-isänä. Keynesin seuraajien ja »opetuslasten» käsissä halvan rahan politiikka sitten sai uusia argumentteja tuekseen; samalla kun siitä muodostui kiinteä ja olennainen osa täystyöllisyysteoreetikkojen ja -poliitikkojen oppirakennelmaan.²

Ne kokemukset, joita mm. Yhdysvalloissa saatiin 1930-luvun alussa suoritetun voimakkaan koronalennuspolitiikan käytännöllisistä vaikutuksista, osoittivat, etteivät raha- ja korkopoliittiset toimenpiteet yksinään olleet kyllin tehokkaita keinoja lamaantuneen talouselämän stimu-

¹ Ks. KEYNES, *General Theory*, s. 202, 296 ja seur. Vrt. myös ERLING PETERSEN, *Keynes-laeren og dens betydning for den aktuelle økonomiske politik*, s. 38. Toisen maailmansodan alussa julkaisemassaan kirjasessa »How to Pay for the War» KEYNES myös hyvin realistisesti pohti keinoja ja selvitteli mahdollisuuksia riittävän suuren säästämisen aikaansaamiseksi sotamenojen rahoittamiseksi ilman inflaatiota.

² Innokkaita »halvan rahan» puolesta puhujia olivat Yhdysvalloissa mm. GEORGE F. WARREN ja FRANK A. PEARSON, jotka lukuisissa kirjoituksissaan ja lentokirjasissa puolustivat ROOSEVELTIN »aivotrustin» *new deal*-politiikkaa.

loimiseksi ja kansantaloudellisen tasapainon saavuttamiseksi. Huomio kääntyi tällöin finanssipolitiikkaan tärkeimpänä välineenä näihin päämääriin pyrittäessä. Edellä jo mainitulla tavalla luovuttiin finanssipolitiikan teoriassa budjetin vuotuisen tasapainon periaatteesta ja se korvattiin uudella kansantaloudellisen tasapainon periaatteella. Tämän mukaisesti valtion meno- ja tulotaloutta oli hoidettava siten, että budjetin tasapainotuksen astetta vaihtelemalla pyrittiin kokonaiskysynnän tasapainottamiseen olosuhteiden vaatimusten mukaisesti joko ekspansiivisen menopolitiikan tai kontraktiivisen tulopolitiikan avulla. Sen sijaan että keskuspankin harjoittama raha- ja korkopolitiikka aikaisemmin oli ollut tärkein talouselämän aktiviteetin säätelemisväline, finanssipolitiikkaa suositeltiin nyt tähän tehtävään.¹ Vastaavasti tämä tiesi korkopolitiikan välinearvon heikkenemistä. Korkopolitiikka jäykistettiin passiiviseen liikkumattomuuteen, ja korkokannan korkeutta määrättäessä oli lähinnä pidettävä silmällä sitä, ettei korko missään olosuhteissa muodostuisi täystyöllisyyspolitiikan esteeksi. Sen vuoksi korkokanta olikin vakautettava tietylle alhaiselle tasolle ja kansantaloudellinen tasapaino ylläpidettävä finanssipoliittisin keinoin.

Tähän kehitykseen oli johtamassa useitakin eri syitä. Ensinnäkin näiden täystyöllisyysteoreetikkojen — ja osaksi muidenkin — taholta arvosteltiin varsin ankarasti korkopolitiikan soveltuvuutta talouselämän aktiviteetin säätelemiseen. Tässä arvostelussa korostettiin sitä seikkaa, että kokemuksen mukaan liikkuvan koron politiikka oli sangen heikosti kyennyt suoriutumaan niistä tehtävistä, jotka sille korkopolitiikan teorian mukaan kuuluivat. Noususuhdanteen aikana »boomin» ollessa hyvää vauhtia kehitymässä eivät tuntuvatkaan korkokannan korotukset olleet pystyneet taittamaan suhdanteelta kärkeä, koska tulevaisuuteen kohdistuvat odotukset — jotka juuri olennaisesti määräävät pääoman rajatehokkuuden — olivat tässä vaiheessa yleensä hyvin optimistiset. Korkeasuhdanteen kestättömyyden osoittauduttua ilmeiseksi ja likviditeettikriisin puhjettua korkokannan nostaminen oli vain omansa pahentamaan sekasortoa. Kerta toisensa jälkeen oli saatu havaita, että pankkijärjestelmän reaktioherkkyys ja kyky pitää pankkikorko luonnollisen tasapainokoron tasalla oli hyvin puutteellinen. Jollei korkopolitiikka voinut ennalta estää noususuhdanteen kehittymistä — ja sitä se ei näiden arvostelijoiden mielestä pystynyt tekemään — oli parempi, ettei sitä lainkaan käytetty suhdannevaihtelujen tasoittamiseen.

¹ Ks. PENTTI PAJUNEN, Finanssipolitiikka ja täystyöllisyys. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III/1946.

Tähän liittyi vielä toinenkin näkökohta. Korkokannan vaihtelujen vaikutus sijoitustoiminnan laajuuteen on ilmeisesti suuressa määrin riippuvainen asianomaisen tuotannonalan pääomavaltaisuuden asteesta. Tässä suhteessa on sekä eri teollisuudenhaarojen että varsinkin teollisuuden kokonaisuutena käsitettynä ja toisaalta esim. rakennustuotannon välillä suuria eroavuuksia. Pyrittäessä korkokannan nostamisen avulla rajoittamaan nimenomaan teollisuuden investointien laajuutta oli näin ollen hakeuduttava tulosten saavuttamiseksi sellaisiin korkeuksiin, että rakennustuotanto kokonaan pysähtyi tällä korkotasolla.

Niin kuin edellä jo on mainittukin, eritoten palkkojen joustavuuden väheneminen alaspäin oli niinkään omansa heikentämään korkopolitiikan tehoa horjahtaneen tasapainon uudelleen saavuttamiseksi täys-työllisyystasolla.

Korkopolitiikan tehokkuutta ja vaikutusmahdollisuuksia arvioitaessa esitettiin samanlaisia skeptillisiä käsityksiä myös koron muutosten merkityksestä säästämislaajuuden kannalta. Lukuun ottamatta sitä, että keynesiläisen työllisyysteorian ajatukset tekivät säästämisen 1930-luvun vajaatyöllisyysvuosina ylipäänsäkin epäpopulääriksi, viitattiin myös erinäisiin näkökohtiin, jotka olivat omiaan heikentämään koron merkitystä tässä yhteydessä. Nimenomaan korostettiin, että säästäminen nykyajan olosuhteissa tapahtuu huomattavalta, jollei suurimmalta osaltaan yritysten puitteissa sekä valtion harjoittaman pakkosäästämisen muodossa. Kummankin säästämisjärjestelmän voidaan taas olettaa olevan varsin »tunteetonta», ts. epäjoustavaa, korkokannan muutosten suhteen. Tältäkin kannalta ei sen vuoksi näyttänyt tarkoituksenmukaiselta harjoittaa perinteellistä korkopolitiikkaa.

Johdonmukaisena seurauksena tämänluonteisista havainnoista oli liikkuvasta korkopolitiikasta luopuminen. Jollei kerran korkokannan kohtuullisissa rajoissa tapahtuvalla vaihtelulla ollut juuri mitään merkitystä teollisuuden sijoitustoiminnan säännöstelijänä, niin miksi sitten harjoittaa tällaista korkopolitiikkaa, joka oli omansa aiheuttamaan lisäksi vaikeuksia asunnonrakennustuotannon kehittymiselle? Parempi on tällöin pitää korkokanta vakaana ja alhaisena sekä hoitaa kansantaloudellisen tasapainon ylläpitäminen muiden tehokkaampien ja tarkoituksenmukaisempien finanssipoliittisten keinojen avulla.¹

Yhdessä aikaisemmin esitetyn keynesiläisiin »kypsan talouden» ongel-

¹ Vrt. KJELD PHILIP, *Rentepolitik og Finanspolitik*; ALVIN H. HANSEN, *Fiscal Policy and Business Cycles*, s. 70—73 ja *Sama*, *Economic Policy and Full Employment*, s. 145—151.

miin liittyvän sijoitustoiminnan riittävydestä huolehtimisen kanssa nämä ajatukset muodostivat perustan halvan rahan politiikalle ja traditionaalisen korkopolitiikan korvaamiselle uudella aktiivisella finanssipolitiikalla. Suhdanperiaatteelle rakentuva finanssipolitiikka puolestaan edellyttäessään sijoitustoiminnan laajuudesta ja kokonaiskysynnän tasapainosta huolehtimista alipainotetun budjetin, so. kasvavan valtionvelan avulla toi mukanaan vielä uuden argumentin »halvan rahan» tueksi. Valtionvelan paisuminen näet teki jo sinänsä suotavaksi korkokannan alhaisena pitämisen, jottei velkojen hoidon aiheuttama rasitus kävisi ylen suureksi. Tämä näkökohta muodostui sittemmin varsinkin toisen maailmansodan aikana ja sen jälkeen erääksi »halvan rahan» päämotiveista useissa maissa.¹

Tähän alhaisen korkokannan puolesta esitettyjen perustelujen ryhmään voidaan vielä lisätä velkaantuneiden maanviljelijäin, asunnonrakennustuotannon samoin kuin ylipäänsä elinkeinoelämän intressit »halvan rahan» jatkuvuudesta. Niinkään on todettava, että poliittinen vastenmielisyys koroillaaneläjiä kohtaan on samoin ollut omansa tukemaan pyrkimyksiä korkotulojen supistamiseen, ts. alhaisen korkokannan säilyttämiseen.

Niin kuin tässä ja edellisessä luvussa karkein vedoin on pyritty hahmottelemaan, korosta on täten viimeisten puolentoista vuosikymmenen aikana muodostunut tietystä määrin »poliittinen hinta», jonka korkeus määräytyy viime kädessä poliittisten voimien resultanttina. Tämä käsitysten ja katsomusten muuttuminen »luonnollisen tasapainokoron» käsitteestä poliittisesti määrättyyn korkokantaan on tapahtunut osaksi Keynesin korkoteorian ja näkemyksen vaikutuksesta, osaksi taas siitä syystä, että valtion talouspolitiikan ala on useista syistä viimeisten vuosikymmenien aikana jatkuvasti pyrkinyt laajenemaan ja etsimään uusia keinoja taloudellisen toiminnan säätelemiseksi.²

44. Halvan rahan politiikan arvostelua ja nykyhetken käsityksiä korkopolitiikasta.

Halvan rahan politiikan alkamisesta kulunut parinkymmenen vuoden pituinen ajanjakso erilaisine vaiheineen ei ole kuitenkaan voinut olla vaikuttamatta myös käsityksiin tämän politiikan tarkoituksenmukaisuus-

¹ Vrt. ERIK LINDAHL, Teorien för den offentliga skuldsättningen. Studier i ekonomi och historia tillägnade Eli F. Heckscher, s. 111.

² Vrt. CARSTEN WELINDER, m.a., s. 38, *Sama*, Ekonomisk teori och politik, s. 307 ja MYRDAL, Höga skatter och låga räntor.

desta. Yhtä hyvin kuin »halvan rahan» kannattajien taholta on arvo-
teltu klassillisen diskontto- ja korkopolitiikan tehokkuutta, samoin voi-
daan kritikoida korkokannan kiinni »naulaamista» ottamatta riittävässä
määrin huomioon niitä olosuhteita, joissa tällaista alhaisen korkokannan
politiikkaa harjoitetaan.

Erityisesti sodan aikaisen ja jälkeisen inflaatiopaineen ja liika-
investoinnin esiintyminen on uudelleen herättänyt kysymyksen aktiivi-
sen korkopolitiikan merkityksestä ja tehokkuudesta kansantaloudellisen
tasapainon säilyttämiseksi. Samalla myös käsitykset finanssipolitiikan
soveltuvuudesta tähän tehtävään ovat vuosien kuluessa vähitellen muut-
tuneet ja hioutuneet.

Halvan rahan politiikkaa vastaan voidaan ensinnäkin esittää, ettei
ole kylliksi perusteltua syytä ylläpitää jatkuvasti alhaista korkokantaa
sellaisissakin olosuhteissa, joissa ei suinkaan ole ongelmana riittävän
suuren kokonaiskysynnän aikaansaaminen, vaan päinvastoin liiallisen
kulutuksen ja investoinnin hillitseminen ja yhteiskunnan säästöasteen
kohottaminen. »Halvan rahan» keinoitekoinen ylläpitäminen olosuhteissa,
joissa ei ole siihen olemassa mitään »luonnollisia» edellytyksiä, johtaa vain
pakkoon turvautua suoranaiseen investoinnin säännöstelyyn ja luoton-
annon rajoittamiseen tai aiheuttaa ajan mittaan kestämatöntä inflaatio-
painetta, jos korkokantaa pidetään alhaalla ekspanstiivisen rahapolitiikan
ja avomarkkinaoperaatioiden avulla.

Pysyvästi alhaisen korkokannan varjopuoleksi voidaan myös kat-
soa, että se muun muassa on edelleen omiaan heikentämään varsin-
kin piensäästäjien taloudellista asemaa vähentämällä heidän säästöjensä
korkotuloja. Inflaatioaikoina, jolloin säästäjien menetykset muutenkin
muodostuvat suuriksi, tämä vielä lisää heidän taloudellista räsytystänsä
ja siten olennaisessa määrin pienentää myös yksityisten kansalaisten
säästämisalttiutta. Samalla korkotason alhaisuus niinkään aiheuttaa
vaikeuksia vakuutusyhtiöiden toiminnalle ja joka tapauksessa pyrkii
nostamaan vakuutusmaksuja suhteessa vakuutus pääomaan.

Yleisenä halvan rahan politiikkaan kohdistuvana huomautuksena on
esitettävissä, että alhainen korko on omansa helposti johtamaan valtion
liian kevytmieliseen ja ekspanstiiviseen menopolitiikkaan ja sillä tavoin
paisuttamaan valtiontaloutta sekä heikentämään taloudellisten peri-
aatteiden noudattamista julkisten yhdyskuntien taloudenpidossa.

Edelleen on huomiota kiinnitetty siihen, että matala korkotaso osak-
keiden ja muiden arvopaperien kapitalointikerrointa suurentamalla joh-
taa näiden kurssien kohoamiseen. Siten tällainen politiikka, joka on täysin
paikallaan pyrittäessä optimismiin lisäämiseen lamakautena, helposti vie

toisenlaisissa olosuhteissa ylenmääräiseen spekulatioon ja kestäättö-
mään inflatoriseen nousuun. Esimerkkinä on viitattu mm. Yhdysvaltain
suurta pörssiromahdusta edeltäneeseen halvan rahan kauteen 1927—
1928.¹

Keskuspankin aseman maan rahataloudellisen kehityksen vaalijana
ja valvojana voidaan myös katsoa melkoisessa määrin heikentyvän, jos
sen on pakko luopua kokonaan aktiivisen korkopolitiikan tarjoamista
mahdollisuuksista. Tässä suhteessa myös keskuspankin huolenpito valuut-
tan kotimaisen ja ulkomaisen arvon vakavuudesta saattaa joutua jyr-
kästi ristiriitaan valtiiovallan pyrkimysten kanssa alhaisen korkotason
säilyttämiseen tiettyjen fiskaalisten tms. tarkoituksien toteuttamiseksi.
Tällaisessa tapauksessa on kuitenkin luonnollisesti vaikeata esittää yleis-
päteviä arvostelmia. Varsinkin ns. padotun inflaation aikana saattaa
hyvinkin esiintyä tilanteita, joissa korkokannan korottaminen päin-
vastoin mm. vuokratason vaikuttamalla olisi omansa kiihdyttämään
inflaatiokemitystä. Tosiasiallisesti kysymys halvan rahan politiikan
tarkoituksenmukaisuudesta sodan aikaisissa ja jälkeisissä olosuhteissa
kytkeytyy läheisesti laajempaan kysymykseen padotun tai avoimen
inflaation paremmuudesta pitemmällä tähtäimellä. Kokemus on viime
vuosinakin useissa maissa osoittanut, että »halvasta rahasta» luopuminen
tuottaa suuria vaikeuksia, jollei samalla päästetä aikaisemmin synty-
nyttä inflaatiopainetta ainakin osaksi purkautumaan.²

Ottaen huomioon, että hinnanmuodostus on koronkin kohdalla edellä
esitetyllä tavalla ratkaisevassa määrin politisoitunut, ei tietenkään voida

¹ Ks. FREDERICK GEORGE CONOLLY, Reflections on the Cheap-Money Policy, particularly in England. Supplement to Svenska Handelsbankens INDEX, October 1939, s. 13.

² Analysoituaan »halvan rahan» politiikkaan liittyviä hyviä ja huonoja seura-
muksia italialainen professori GINO BORGATTA päätyy seuraavaan lopputoteamukseen:
»Se (halvan rahan politiikka) on tehnyt hallitusvallalle mahdolliseksi ratkaista loista-
vasti valtionalouden ongelmat lyhyellä tähtäimellä. Mutta toisaalta se on
lisännyt sodan jälkeisen jälleenrakennuskauden vaikeuksia ja suurentanut kulutuksen
osuutta kansantuotoksesta aikana, jolloin on tosiasiallisesti ollut välttämätöntä pyrkiä
mahdollisimman suuriin investointeihin. Se on heikentänyt halukkuutta uuden, reaa-
lisen säästämisen harjoittamiseen, voimistanut pyrkimyksiä rahan kätkemiseen ja vii-
vyttänyt reaalityulon nousua. Se on aiheuttanut ainakin näennäisesti tulon jakaantumi-
sessa muutoksia, jotka tulevat aikaansaamaan uutta rauhattomuutta ja häiriöitä, sitten
kun uuden rahan luominen päättyy ja ulkomaisten lahjojen ja edullisten lainojen saanti
ehtyy.» GINO BORGATTA, Interest Rate Policy and Reconstruction Requirements.
Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review 7/1948, s. 415. Vrt. myös E. M.
BERNSTEIN, Latent Inflation, Problems and Policies. IMF Staff Papers, Vol. I, No. 1.

sanoa, miten suuri paino on annettava halvan rahan politiikkaa vastaan esitetyille huomautuksille. Asianomaisen arvostelijan (talous)poliittisista mielipiteistä viime kädessä riippuu, asettaako hän »halpaan rahaan» liittyvät edut tärkeämmiksi kuin tällaisen politiikan todennäköisesti aiheuttamat haitat.

Joka tapauksessa on todettava, että halvan rahan politiikan alkuaikoinaan kannattajiensa piirissä herättämä innostus on viime vuosina melkoisesti laimentunut. Tähän on osaltaan ollut syynä myös se, että finanssipolitiikan käyttäminen traditionaalisen keskuspankkipolitiikan korvaajana kansantalouden tasapainon säilyttämiseksi ei kysymystä tarkemmin tutkittaessa ole osoittautunut lainkaan niin yksinkertaiseksi ja tehokkaaksi keinoksi kuin vielä 1930-luvun loppupuolella kuviteltiin. Ennen kuin voidaan toivoa finanssipoliittisilla toimenpiteillä pystyttävän ohjaamaan kehitystä tehokkaasti ja halutussa määrin, on luonnollisesti oltava selvillä näiden toimenpiteiden kansantaloudellisista vaikutuksista. Tässä suhteessa finanssipoliittinen tutkimus ei toistaiseksi ole edistynyt juuri alkua ja kysymyksen asettelua pitemmälle.¹ Senkin jälkeen, kun tämä puoli ongelma on periaatteessa selvitetty, finanssipolitiikan välinearvoa on joka tapauksessa vielä omansa heikentämään toisaalta liikuteltavan koneiston raskaus sekä toisaalta erilaatuiset institutionaaliset tekijät, jotka vaativat tarkkaa huomiota osakseen käytäntöön otettavia toimenpiteitä valittaessa, sillä muuten voidaan saada aikaan enemmän vahinkoa kuin hyötyä.²

Kaikista edellä esitetyistä seikoista on ollut seurauksena, ettei keskustelu aktiivisen diskonttopolitiikan käyttämisestä, tarpeellisuudesta ja tehokkuudesta suinkaan ole päättynyt teoreetikkojenkaan piirissä. Kysymys on päinvastoin viime vuosina ollut varsin vilkkaan pohdinnan kohteena. Keskustelun yleisvaikutelmaksi jää, etteivät epäilykset korkokannan muutosten tehokkuudesta ole sanottavastikaan heikentyneet 1930-luvun käsityksistä, sikäli kuin pidetään silmällä vain näiden muutosten puhtaasti kustannuslaskelmallista merkitystä yrittäjien ja pääoman sijoittajien kannalta. Johtopäätökset muodostuvat kuitenkin

¹ Ks. HEIKKI VALVANNE, Valtiontalouden vaikutuksesta kysyntään, tulonkehitykseen ja likviditeettiin. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III/1950; Sama, Budjetin rakenne ja tasapainotus. Kansantaloudellinen Aikakauskirja II/1951 sekä WILLIAM H. WHITE, Measuring the Inflationary Significance of a Government Budget. IMF Staff Papers. Vol. I, No. 3. Vrt. myös MATTI LEPPÖ, Finanssipolitiikkamme tänään ja huomenna. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I/1951.

² Ks. esim. KLAUS WARIS, Työllisyyden ja inflaation ongelmat finanssipolitiikassa. Rainer von Fieandt'in juhlaulkaisu.

jossain määrin toisenlaisiksi, jos otetaan huomioon myös erilaaiset psykologiset tekijät, ts. se seikka, etteivät yrittäjät — enempää kuin muutkaan ihmiset — taloudellisia ratkaisujaan tehdessään aina toimi tai pysty toimimaan pelkän rationaalisen laskelmoinnin pohjalla.

Seikkaperäisimmin on koron muutosten vaikuttavuutta viime vuosina analysoinut F. A. LUTZ.¹ Hän toteaa aluksi, ettei ole aihetta otaksua korkokannan vaihtelujen suurestikaan vaikuttavan varastojen suuruuteen, niin kuin HAWTREY nimenomaan on väittänyt. Näin on laita ennen kaikkea siitä syystä, etteivät tukkukauppiat ilmeisestikään pysty täysin rationaalisella tavalla laskelmoimaan maksimivoiton antavaa myynnin laajuutta, samalla kun eritoten hintatason muutosten odotukset paljon ratkaisevammalla tavalla kuin konsanaan liikeluoton koron vaihtelut vaikuttavat kauppiaiden varastopolitiikkaan. Ei ole luultavaa, että tukkukauppiat pelkästään koron muutosten johdosta olisivat halukkaita pitämään normaalia laajempaa tai suppeampaa varastoa. Toisaalta ei ole kiellettävissä, etteikö virallisen diskonton vaihteluilla saata psykologista tietä olla vaikutusta juuri yrittäjien odotuksiin ja siten myös heidän varastointipolitiikkaansa.²

Kiinteiden tuotantohyödykkeiden hankkimisessa on otettava huomioon, että nykyaikaisessa teollisuustaloudessa koneiden uusimistarve ja niin ollen niiden kuoletuspoistojen määrä on niin suuri, että sen rinnalla korko sinänsä on toisarvoinen tekijä. Yhdysvalloissa lasketaan koneet normaalitapauksissa poistettavan 3—5 vuodessa teknillisen kehityksen nopeudesta johtuen. Tällaisissa olosuhteissa on selvää, että odotusten merkitys näin lyhyiden investointien kohdalla on ylivoimaisesti ratkaisevin tekijä.³ Mitä pitempiaikaisesta investoinnista on kysymys, sitä suuremmaksi ilmeisesti muodostuu myös korkokannan vaikutus. Tässä suhteessa voidaan epäilemättä olettaa korkotason merkityksen meidän oloissamme keskimäärin katsoen epäilemättä olevan suuremman kuin Amerikassa, koska kuoletusajat meillä ovat huomattavasti pitemmät kuin siellä. Joka tapauksessa viime vuosina suoritettut teollisuuden kokonaiskustannuslaskelmat ovat osoittaneet korkokustannusten osuuden olevan muiden kustannustekijäin rinnalla Suomessakin varsin vähäi-

¹ Ks. FRIEDRICH A. LUTZ, The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy. American Economic Review, December 1945.

² Vrt. H. D. HENDERSON, The Significance of the Rate of Interest. Oxford Economic Papers No. 1.

³ Ks. M. MOONITZ, The Risk of Obsolescence and the Importance of the Rate of Interest. Journal of Political Economy 4/1943, s. 349—355. Vrt. myös LAWRENCE R. KLEIN, The Keynesian Revolution, s. 65.

nen eli keskimäärin noin 4 %:n vaiheilla kokonaiskustannuksista, mutta kuitenkin suunnilleen samaa suuruusluokkaa kuin poistot.¹

Edelleen on luultavaa, että yrittäjät laskelmissaan tavallisesti pitävät pohjana tiettyä »normaalikorkotasoa», jonka he otaksuvat pitämällä tähtäimellä keskimäärin vallitsevan. Tällä pohjalla tehtyihin laskelmiin eivät koron tilapäisiksi katsottavat heilahtelut siten pääse vaikuttamaan. Erityisesti Suomen oloissa, joissa teollisuudenkin rahoitus pääasiallisesti tapahtuu tavallisen liikkuvakorkoisen pankkiluoton avulla, tällaisella pitkällä tähtäimellä suoritettavalla laskelmoinnilla luulisi olevan ratkaiseva merkitys lyhyen tähtäimen heilahtelujen rinnalla.

Suurempi vaikutus kuin edellä esitetyissä tapauksissa koron muutoksilla todennäköisesti on kysymyksen ollessa sellaisista pitkäaikaisista investoinneista, joiden kohdalla eivät yrittäjän toimintaa hallitsevat odotukset ole määräävässä asemassa. Tällaisia sijoitustoiminnan aloja ovat toisaalta erilaiset julkisten yhdyskuntien suorittamat investoinnit ja toisaalta nimenomaan asunnonrakennustuotanto, jonka osalta korkokustannustekijänä on hyvinkin merkittävä.

Nämä pääasiallisesti Lutzin analyysin tuloksena syntyneet johtopäätökset² käyvät hyvin yksin niiden tietojen kanssa, joita on saatu paristakin aikaisemmasta empiirisestä kyselytutkimuksesta, joiden tarkoituksena on ollut selvittää yrittäjien reagointia korkotason muutoksiin.³ Haastatellut yrittäjät tällöin ylipäänsä kielsivät, että korkotasolla ja sen muutoksilla olisi olennaista merkitystä heidän sijoituspäätöstensä kannalta.

Kokonaisuutena katsoen suhtautuminen liikkuvaan ja aktiiviseen diskonttopolitiikkaan on täten edelleen varsin skeptillinen. Näin on kuitenkin laita myös finanssipolitiikan kohdalla. Keskuspankkiteoriassa ja käytännössä onkin viime aikoina erityisesti kiinnitetty huomiota perinteellisen rahapolitiikan elvyttämiseen nimenomaan liikepankkien kassareservimääräysten vaihtelemisen ja selektiivisen luotonsäännöstelyn

¹ Ks. Teollisuuden kokonaistulostase v. 1949. Taloudellisen Tutkimuskeskuksen moniste, päivätty 20. 3. 1951.

² Vrt. myös R. F. HARROD, *Towards a Dynamic Economics*, s. 117 ja seur. sekä 129 ja seur.

³ Ks. J. E. MEADE and P. W. S. ANDREWS, *Summary of Replies to Questions on Effects of Interest Rates*. Oxford Studies in the Price Mechanism s. 27 ja seur.; P. W. S. ANDREWS, *A Further Inquiry into the Effects of Rates of Interest*, m.t., s. 51 ja seur.; J. FRANKLIN EBERSOLE, *The Influence of Interest Rates upon Entrepreneurial Decisions in Business, a Case Study*. Harvard Business Review 1938, Vol. VII, s. 35.

muodossa. Näiden avulla toivotaan paremmin kuin puhtaasti diskonttopoliittisin keinoin voitavan säädellä investointien laajuutta ja taloudellisen tasapainon ylläpitämistä.¹

Toisaalta ei kuitenkaan ole teoreetikkojenkaan piiristä puuttunut ääniä, jotka ovat vaatineet korkopoliitikalle suurempaa liikkuma-alaa, samalla kun on väitetty, että koron muutosten vaikutus todennäköisesti sittenkin on melkoisesti suurempi kuin edellä esitetyt ajatuksenjohtelut näyttäisivät osoittavan. Juuri sen vuoksi, että yrittäjien päätökset ovat loppujen lopuksi niin suuressa määrin riippuvaisia odotuksista, heidän ratkaisuihinsa sisältyy tosiasiallisesti sellaisia tekijöitä, jotka eivät edes tule selvästi tiedostetuiksi, mutta jotka siitä huolimatta ohjaavat ratkaisuja tiettyyn suuntaan. Sen vuoksi ei ole myöskään annettava liian suurta merkitystä yrittäjien jälkikäteen esittämille selityksille omista motivaatioistaan. Vaikka voitaisiinkin osoittaa, että rationaalisesti katsoen korkotasön muutosten vaikutus on korkopoliitikan alkuajoista lähtien kustannuslaskelmallisessa mielessä ollut selvästi supistumaan päin, tämän asean käyttämisellä on kuitenkin juuri näistä psykologisista syistä johtuen suurempi merkitys, kuin oikeastaan olisi perusteltavissa. Jos ja kun näin on, ja kun toisaalta korkokannan muuttaminen periaatteessa epäilemättä vaikuttaa sekä kulutukseen että investointeihin, korkopoliitikan merkitystä kansantaloudellisen tasapainon ylläpitäjänä ei ole aihetta esitettyjen skeptillisten näkökohtienkaan valossa aliarvioida ja siten luopua kokonaan sen käyttämisestä.²

¹ Vrt. R. S. SAYERS, *Central Banking in the Light of Recent British and American Experience*. *The Quarterly Journal of Economics* 2/1949, s. 206—209.

² Vrt. JAMES EDWARD MEADE, *Planning and the Price Mechanism*, s. 26 ja seur. sekä D. H. ROBERTSON, artikkeli »Three Banks Review»issa, March 1949 (ks. R. S. SAYERS, *The Rate of Interest as a Weapon of Economic Policy*, s. 7.) —

Varsin huomattava periaatteellinen merkitys on myös annettava PAUL H. DOUGLASIN johdolla toimineen Yhdysvaltain kongressin asettaman asiantuntijavaliokunnan vuonna 1950 antamalle mietinnölle. Sen mukaan rahapolitiikan ensisijaisena päämääränä on oltava rahamarkkinain tilan ja korkojen kehityksen sääteleminen siten, että tuetaan työllisyyden, tuotannon ja rahanarvon vakauttamiseen tähtääviä talouspoliittisia pyrkimyksiä. Sen vuoksi valtion mahdolliset vaatimukset halvan rahan politiikan noudattamisesta valtionvelan korkorasituksen minimoimiseksi eivät saa olla määräävinä, vaan niiden on väistytävä yleistaloudellisten näkökohtien tieltä, jos risti-riidan vaara on olemassa. Ks. *EKONOMISK REVY* Nr. 1/1950, s. 76 ja EDWARD S. SHAW, *Money, Income, and Monetary Policy*, s. 641—643.

La critique est facile mais l'art est difficile.

**B. Suomen Pankin korkopolitiikka
vuosina 1914—1938.**

IV. Paperirahatalous vuosina 1914—1925.

1. Rahanrunsauden aika 1914—1917.

11. Suomen Pankin korkopolitiikasta ennen ensimmäistä maailmansotaa.

Maailmansotaa edeltäneinä vuosikymmeninä aina Suomen kultakantaan siirtymisestä lähtien — sitä ennen korkopolitiikka oli 6 %:n maksimimääräyksen kahleissa — Suomen Pankin harjoittama korkopolitiikka oli ollut varsin tyyppillistä kultakantaisen maan rahapolitiikkaa. Niin kuin edellä teoreettisessa katsauksessa on todettu, kultakannan ensisijaisena tavoitteena ja sen *raison d'être*inä oli eri valuuttojen keskinäisen arvosuhteen vakavuuden säilyttäminen kansainvälisen kaupan ja työnjaon edistämiseksi. Kunkin järjestelmään kuuluvan maan rahaviranomaisten tärkeimpänä tehtävänä oli näin ollen huolehtia valuuttansa arvon pysymisestä kultapisteiden asettamissa rajoissa sille vahvistetussa kultapariteetissa.

Tämä päämäärä oli Suomessa onnistuttu koko kultakantajärjestelmän voimassaoloajan saavuttamaan, niin että markan ulkomainen arvo aina oli pysynyt vakaana. Sitä mukaa kuin maailma oli teollisen kehityksen edistyessä kaupallisesti tullut läheisempään kosketukseen ulkomaiden kanssa, Suomen kansantalous oli kuitenkin joutunut myös riippuvaiseksi muualla maailmassa tapahtuneista suhdannevaihteluista. Tästä taas oli johdonmukaisena seurauksena, että maan talous- ja lähinnä sen rahapolitiikasta vastuussa olevien elinten oli ollut pyrittävä säätelämään talouselämän aktiviteettia tavoitteenaan ennen kaikkea keskuspankin kyky suoriutua aina ja kaikissa olosuhteissa kultakantajärjestelmän sille asettamista vaatimuksista.

Tärkeimpänä aseena tässä talouselämän ohjaamistehtävässään viranomaisilla oli niin meillä kuin muuallakin maailmassa rahapolitiikka ja nimenomaan keskuspankin harjoittama diskonttopolitiikka. Diskonttokorkoa nostamalla ja laskemalla Suomen Pankkikin oli tottunut vaikuttamaan yritteliäisyyttä elvyttävästi tai hillitsevästi aina sen mukaan, mitä maan ulkomaisten maksusuhteiden ja pankin oman aseman kehi-

tys näyttivät vaativan. Vientisuhdanteiden parantuessa ulkomaisten valuuttain kertyminen metsäteollisuudelle, silloisissa oloissa lähinnä sahateollisuudelle, oli omiaan keventämään sekä Suomen Pankin asemaa että yleensä rahamarkkinain tilaa. Ostaessaan valuutat vientiliikkeiltä Suomen Pankki lisäsi valuuttavarantojaan, samalla kun toisaalta yhteiskunnan maksuvälinemäärän kasvaminen vaikutti liikepankkien ja muiden rahalaitosten kassoja ja likviditeettiä suurentavasti. Näin ollen korkokantaa saatettiin laskea. Toisaalta valuuttavarannon supistuminen, johtuipa se sitten kotimaisen taloustoiminnan vilkastumisen aiheuttamasta tuonnin lisääntymisestä tai viennin supistumisesta tai mahdollisesti molemmista tekijöistä, maksuvälineiden määrää vähentämällä kiristi rahamarkkinoita ja johti siten diskonttokoron ja sen välityksellä muidenkin korkojen nousuun. Korkokannan kohoamisen ja vastaavasti sen laskun saattoivat luonnollisesti aiheuttaa muutkin kuin valuuttavarannon ja maksuvälinemäärän muutokset. Yritteliäisyyden vilkastuminen ja tavaravaihdon laajeneminen maassa saattoi siten liiketoimivaikuttimesta johtunutta kassanpitotarvetta suurentamalla kiristää pankkien likviditeettiä, lisätä keskuspankin kotimaista lainantantoa ja heikentää setelien katesuhdetta siinäkin tapauksessa, että ulkomainen kauppa- ja maksutase olisivat pysyneet tasapainossa. Tavallissimmin likviditeettireaktiot kuitenkin jo tuolloin tapahtuivat maksutaseen ja valuuttavarannon välityksellä. Samalla myös ulkomaisten lainojen saannilla oli halki vuosikymmenien ollut merkittävä vaikutus Suomen rahamarkkinain tilaan ja korkokannan tasoon.

Kultakantajärjestelmän vallitessa — ja sama pitää tietenkin paikkansa kaikkiin muihinkin kiinteäkurssisiin valuuttajärjestelmiin nähden — keskuspankin korkopolitiikka oli täten hyvinkin mekaanista ja selväpiirteistä. Tietyt merkit aiheuttivat kultakannan oikeaoppisten »pelinsääntöjen» mukaan automaattisesti tietyn diskonttoreaktion. Siitä pitkö korkoa nostaa vai laskea vaiko pysyttää ennallaan, ei ylipäänsä ollut epä-tietoisuutta. Korkeintaan saattoi herätä kysymys kulloinkin tarpeellisen muutoksen voimakkuudesta. Niistä merkeistä, jotka Suomessa lähinnä antoivat aiheen diskonttokoron muutoksiin, on TUDEER Suomen Pankin historiassaan tältä ajalta esittänyt seuraavaa: »Koron muutoksia tehdessään Pankki ensi sijassa perusteli toimenpiteitään oman asemansa kehityksellä: lainanannon paisuminen, setelistön lisääntyminen, seteli-reservin supistuminen ja ulkomaisten saatavain väheneminen esitettiin diskonttokoron korotuksen syynä, kun taas päinvastaiseen suuntaan käyvä kehitys esitettiin aiheeksi diskonttokoron alentamiseen. Sen lisäksi viitattiin myös lainansaantimahdollisuuksiin ulkomailta, liikepankkien

tilaan, ulkomaankaupan kehitykseen, ulkomaisten setelipankkien esi-
merkkiin jne., mutta ilmeisesti koronmuutokset yleensä kuitenkin teh-
tiin lähinnä Pankin omaa asemaa ja varsinkin sen setelireservin runsautta
tai niukkuutta silmällä pitäen.¹

Maailmansotaa edeltäneiden vuosikymmenien korkopolitiikalle ja
talouselämän silloiselle verkkaiselle verenkäynnille oli myös kuvaavaa,
ettei meillä diskonttokorkoon kajottu kovinkaan usein, samalla kun ne
rajat, joissa korko tällöin vaihteli, olivat suurten rahakeskusten olosuhteis-
siin verrattuina hyvinkin ahtaat. Vuosina 1867—1914, so. maailman-
sodan syttymiseen saakka, Suomen Pankin diskonttokorkoa muutettiin
kaikkiaan 35 kertaa alimman korkotason ollessa tänä ajanjaksona 4 %
ja ylimmän 6 ½ %. Vastaavan ajan kuluessa Ruotsin virallinen diskontto
muuttui 104 kertaa vaihdellen 3 ½—7 % rajoissa ja Englannin Pankin
peräti 319 kertaa vaihtelualueen ollessa 2—9 %.² Koron hidastu-
minen ja vähäinen vaihteluaajuus meillä saattavat olla osoituksena myös siitä,
että yleismaailmallisiin mittasuhteisiin nähden hyvinkin vähäiset korko-
kannan muutokset Suomessa pystyivät aikaansaamaan toivotun tuloksen
ja tällöin ennen kaikkea psykologista tietä.

Varsinaisesta rahanarvopolitiikasta, mikäli sillä ymmärretään tie-
toista pyrkimystä johonkin asetettuun rahapolitiiseen päämäärään,
esim. vakaan hintatason säilyttämiseen, ei näinä vuosikymmeninä oikeas-
taan voida puhua. Kotimaiseen hintatasoon ja sen kehitykseen ei voitu
huomiota kiinnittää siitä yksinkertaisesta syystä, ettei ollut olemassa
minkäänlaisia hintaindeksijä, joilla yleisen hintatason muutoksia olisi
voitu tarkkailla. Markan ulkomainen arvo taas pysyi »itsestään» vakaana,
kunhan vain pidettiin huoli siitä, että korkokantaa nostettiin ja lasket-
tiin aina sen mukaan, mitä Suomen Pankin asema näytti vaativan.
Tästä rahapolitiikan automaattisuudesta ja vaadittujen reaktioiden me-
kaanisuudesta suuressa määrin johtui myös, ettei rahateoreettisiin kysy-
myksiin meillä asianomaisissa ylimmissä elimissäkään kiinnitetty juuri
minkäänlaista huomiota eikä niitä ylipäänsä edes tunnettukaan.³

Eräs merkittävä poikkeus puhtaasti »kultakantaisesta» rahapoliti-
kasta kuitenkin esiintyi. Yhdessä uusmerkantilismin ja kansallisten

¹ A. E. TUDEER, Suomen Pankki 1912—1936, s. 7. Vrt. myös EML SCHYBERGSON, Suomen Pankki 1811—1911, p a s s i m ja ROLF THESLEFF, Den finska penningemark-
naden 1879—1903, p a s s i m.

² Vrt. BR. SUVIRANTA, Eräistä rahan korkoon vaikuttavista tekijöistä. Kansan-
taloudellinen Aikakauskirja II/1931, s. 5.

³ Vrt. TUDEER, m.t., s. 9 ja PAAVO KORPISAARI, Keskuspankin luotonantopoli-
tiikka. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I/1939, s. 51.

aatteiden esiin murtautumisen kanssa 1880-luvun puolivälin tienoilla vallinnut taloudellinen lamakausi oli omiaan kaikkialla Euroopassa herättämään vaatimuksia oman maan talouselämän tukemisesta. Meillä Suomessa nämä vaatimukset johtivat mm. siihen, että Suomen Pankki katsoi aiheelliseksi erityisessä määrin tukea maan teollisuutta ja kauppaa voimakkaan luottoekspansion avulla ja pyrkimällä samalla painamaan yksityispankkien soveltamaa korkokantaa alaspäin. Tämä politiikka, joka historiallisesti liittyi myös Ruotsin vallan aikaisen Riksbens Ständers Bankin traditioihin, johti kuitenkin jo vuosikymmenen vaihteessa taka-iskuun, luottovolyymin supistuksiin ja paluamiseen kultakannan asettamien vaatimusten linjalle.¹

Lähdettäessä seuraavassa tarkastelemaan meillä harjoitetun korkopolitiikan muotoutumista ensimmäisestä maailmansodasta eteenpäin on aiheellista pitää mielessä näiden aikaisempien vuosikymmenien korkopolitiikan mekaaninen automaattisuus, koska se suuressä määrin vaikutti myöhempienkin aikojen kannanottoihin. Rahanärvopolitiikan osalta tämä merkitsi ennen kaikkea sitä, että totunnaisen käsityksen mukaan keskuspankki edellä kuvatun kaltaista korkopolitiikkaa harjoittaessaan ilman muuta samalla täytti tehtävänsä »maan raha-asiajn pitämiseksi vakavalla ja turvallisella kannalla», niin kuin Suomen Pankin päätehtävä pankin ohjesäännössä oli määritelty.

1a. Maailmansodan syttyminen.

Sodan puhkeaminen heinäkuun lopussa 1914 aiheutti kaikkialla Euroopassa suurta hermostuneisuutta ja paniikin luonteista ryntäystä pankkeihin yleisön halutessa nostaa talletuksiaan ja vaihtaa seteleitään kultaan. Lisääntynyt käteisvarojen tarve, joka tässä ensi vaiheessa oli yleisen epävarmuuden ja epäluottamuksen sanelema, johti täten setelistöön voimakkaaseen kasvamiseen ja keskuspankkien käteaseman heikkenemiseen.

Eri maiden keskuspankit vastasivat tähän kehitykseen traditionaalisella tavallaan, diskonttokorkoa nostamalla. Koska setelikatteen suonenisku näytti muodostuvan poikkeuksellisen ankaraksi, erityisen lujat vastatoimenpiteet tuntuivat myös tarpeen vaatimilta. Niinpä virallinen diskontto heinä-elokuun vaihteessa kohosi Tukholmassa ja Oslolla 4 ½ %:sta 6 ½ %:iin, Kööpenhaminassa 5 %:sta 7 %:iin, Pariisissa 3 %:sta 6 %:iin ja Lontoossa 3 %:sta peräti 10 %:iin.

¹ Ks. J. V. TALLQVIST; En blick på Finlands Banks utlåningspolitik sedan år 1868, s. 28 ja seur.

Vaikka Suomessa ei varsinaista paniikkia esiintynytäkään, talletusten nostaminen saavutti täälläkin melkoisen laajuuden. Suomen Pankin kohdalta talletusten irtisanominen merkitsi sitä, että pankki joutui huomattavassa määrin suoranaisilla lainoilla ja rediskonttauksilla tukemaan liike- ja säästöpankkeja näiden likviditeetin vahvistamiseksi.

Suomen Pankin lainanannon nopean kasvamisen johdosta ja »koska puhjennut yleiseurooppalainen sota, johon Wenäjän valtio on sekaantunut, ulottaa vaikutuksensa suoranaisesti meidänkin maahamme tuoden mukanaan seisauksen kaikissa liike-elämän haaroissa ja tuntuvasti lisäten rahan kysyntää»,¹ pankkivaltuusmiehet Suomen Pankin johtokunnan esityksestä päättivät elokuun 3 päivänä 1914 nostaa kaikkia pankin soveltamia korkomääriä 2 %. Alin diskonttokorko kohosi täten 7 %:iin eli korkeammaksi kuin milloinkaan aikaisemmin Suomen Pankin historiassa. Liikepankit nostivat samanaikaisesti luotonantokorkonsa 8—9 %:iin talletuskorkojen jäädessä entiselleen.

Korkokannan korottamista, joka, niin kuin edellä olevasta ilmenee, tuolloin oli yleiseurooppalainen ilmiö, on kysymyksessä olleessa tilanteessa pidettävä lähinnä perinnäisten ja psykologisten seikkain sanelemana toimenpiteenä. Edellä jo todettiin, että keskuspankit olivat tottuneet reagoimaan määrättyihin oireisiin ennen kaikkea diskonttokorkoan muuttamalla riippumatta siitä, oliko korkopolitiikalla kulloisessakin tilanteessa rationaalisesti arvostellen vaikuttavuutta vai ei.

Näin oli laita tässäkin tapauksessa. Todellisen paniikin luonteisen paon kassavaroihin ollessa kysymyksessä, ei ole kovinkaan uskottavaa, että sitä voitaisiin mainittavasti hillitä nostamalla diskonttokorkoa pari prosenttia. Vielä vähemmän todennäköistä tämä on luonnollisesti silloin, kun korkokannan nousu rajoittuu vain antolainausta koskeväksi, samalla kun kassavarojen lisääntynyt kysyntä tulee ensi sijassa tavallisia kulutussäästöjä tekevän tallettajakunnan taholta. Ja tällainen tilanne oli ainakin meidän maassamme noina suursodan hermostuneina alkuviikkoina. Tällöin ei ollut kysymys mistään antolainauskoron nostamisen avulla hillittävästä luottoekspansioista, vaan tosiasiallisesti esim. liikepankkien luotonanto oli jatkuvasti vähentynyt jo edellisestä toukokuusta lähtien.

Joskaan keskuspankin suorittamalta diskontton korotukselta ei olisi syytä kieltää kaikkea merkitystä rauhattomuuden tyynnyttäjänä tällaisessa tilanteessa — diskontton korotuksen saattaa suurelle yleisölle olla osoituksena siitä, että pankki todella aikoo pitää ohjaket käsisään — niin ehdottomasti tärkeämpänä tekijänä paniikin asettumisen kannalta.

¹ Eduskunnan pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1914, s. 92.

on pidettävä sitä, että yleisö todella saa ja voi rahalaitoksista vapaasti nostaa haluamansa määrät käteistä. Näin tapahtuikin Suomessa, vaikka pankkien olikin pakko vilkkaimpana aikana vedota irtisanomisehtoihin, joista ei muuten ollut rauhallisissa oloissa tarkasti pidetty kiinni.

Näin ollen voidaan ilmeisesti hyvällä syyllä yhtyä Korpisaareen hänen epäillensä väitettä, että juuri korkokannan nostamisen ansioksi olisi luettava Suomen Pankin luotonannon väheneminen vielä elokuun kuluessa.¹ On tietenkin vaikeata sanoa, missä määrin eri tekijät vaikuttivat hermostuneisuuden asettumiseen, mutta yhtä vähän kuin on syytä olettaa sen johtuneen diskonton korotuksesta yhtä selvää on toisaalta, että mielialojen rauhoittuminen ratkaisevasti asetti sulun rahan virtaamiselle pankeista yleisölle.

Joka tapauksessa ilmeni pian, että sodan syttymistä välittömästi seurannut ryntäys pankkeihin ja rahamarkkinain kiristymisen oli jäävä vain suhteellisen merkityksettömäksi ja nopeasti ohimeneväksi ilmiöksi. Päinvastoin rahamarkkinain tila keveni huomattavasti jo loppusyksystä 1914, ja seuraavien vuosien olosuhteille antoi kokonaisuutena katsoen leimansa Suomen oloissa siihen saakka ennen näkemätön rahanrunsaus, joka myös toi mukanaan rahapolitiikan johtajien ratkaistavaksi aavistamattoman visaisia ongelmia. Periaatteellisesti tärkeimpiä näistä oli kysymys kultakannasta luopumisesta ja rahapolitiikan suunnan selvittämisestä.

13. Luopuminen kultakannasta.

Joskaan kehityksen kulku ei vielä syksyllä 1914 näyttänyt kulta-varannon säilymisen kannalta erityisen hälyttävältä — Suomessa ei pahimman likviditeettiryntäyksen aikanaakaan esiintynyt sanottavassa määrin setelien vaihtamista kultaan — Suomen Pankin johtokunta katsoi kuitenkin 5. 11. 1914 aiheelliseksi tehdä pankkivaltuusmiehille esityksen setelien kullalla lunastamisen lakkauttamisesta.

Pankkivaltuusmiesten enemmistö päätti suostua johtokunnan pyyntöön ja pyysi senaattia ryhtymään toimenpiteisiin asetuksen antamiseksi. Asian käsittely pitkittyi siinä määrin, että johtokunta katsoi tarpeelliseksi omalla vastuullaan käytännössä lopettaa setelien kullalla lunastamisen joulukuussa 1914. Virallinen päätös asiasta annettiin vasta huhtikuun 11 päivänä 1915 keisarin käskykirjeellä.

Asiallisesti katsoen Suomi oli siten jo vuoden 1914 lopulta lähtien irtautunut kultakannasta. Tämän toimenpiteen tarkoituksenmukaisuus-

¹ Ks. PAAVO KORPISAARI, Suomen markka 1914—1925, s. 10.

desta ja välttämättömyydestä ei sinänsä voitane olla eri mieltä. Efektiiivisen kultakannan ylläpitäminen olisi ilman epäilyksiä muodostunut Suomen Pankille ylivoimaiseksi tehtäväksi, niin kuin seuraavien aikojen kehitys selvästi osoitti. Teoreettisesti kultavarannon hupeneminen olisi saattanut aiheutua kolmesta eri syystä: (1) valuuttojen puutteen aiheuttamasta tarpeesta maksaa tuonti kullassa, (2) kullan kysynnästä ulkomaisiin maksusuorituksiin valuuttakurssien noustessa yli ylemmän kultapisteen, (3) kullan kysynnästä kotimaisiin tarpeisiin (tesaurointiin) rahan kotimaisen arvon alentuessa suhteessa kultaan. Kuten edempänä nähdään, Suomen Pankin kultavarannon hupeneminen tyhjiin olisi kaikista mainituista syistä ilmeisesti ennen pitkää ollut väistämättä edessä. Ja silloinhan kultakannasta joka tapauksessa olisi ollut luovutettava. Ajoissa suoritettuna kullasta irtautumisella onnistuttiin pelastamaan pankin kultakassa tulevia tarpeita varten, mikä jo sinänsä merkitsi jotakin.

Kultakannasta luopuminen oli kuitenkin rahapoliittisesti myös periaatteessa hyvin merkityksellinen toimenpide, joka aiheuttaa — tai jonka ainakin pitäisi aiheuttaa — rahapolitiikan päämäärien uudelleen arvioimisen. Mikään ei tietenkään estä kultakannasta luopumisen jälkeenkin parhaan mukaan pyrkimästä kultakantaan sisältyvien päämäärien toteuttamiseen, so. lähinnä valuutan ulkomaisen arvon vakaana pysyttämiseen. Joka tapauksessa on huomattava, että kultakannalle ominaista rahapolitiikan automaattisuutta ei tällöin enää ole olemassa, vaan päämäärät on asetettava tietoisien valintaprosessin kautta.

14. Rahapolitiikan päämääristä.

Mikä sitten oli Suomen virallisen rahapolitiikan päämääränä kultakannasta luopumisen jälkeen? Haettaessa vastausta tähän kysymykseen rahapolitiikan silloisten johtajien lausunnoista ja toimenpiteistä ei vastaukseksi suoralta kädeltä voi antaa muuta kuin sen, ettei mitään selvästi asetettua päämäärää ylipäänsä ollut. Sellaista ei ainakaan esitetty. Tämän ei tarvitse merkitä, eikä se varmaan merkitsekään, sitä, etteikö jonkinlaisia päämääriä siitä huolimatta väikkynyt rahapolitiikasta vastuussa olleiden mielissä, vaikkei niitä selvästi ja nimenomaan lausuttu julki. Todennäköiseltä tuntuu, että eräänä tällaisena yleispäämääränä edelleen oli markan sekä kotimaisen että ulkomaisen arvon pitäminen mahdollisimman vakaana. Tämä käy epäsuorasti ilmi eräistä senaikaaisista lausunnoista, joissa esitettiin huolestuminen valuuttakurssien voimakkaan nousun johdosta.¹ Tässä suhteessa mielipiteiden esittäminen

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1914—1920, s. 15—16.

jää kuitenkin pakostakin suuressa määrin arvailujen varaan, sillä keskuspankin rahapolitiittisten toimenpiteiden ja niiden perustelujen tarkastelu ei anna edes likimainkaan selvää kuvaa siitä, oliko niiden takana kansantaloudellisesti merkityksellisiä tavoitteita.

Kuvaavinta seuraavien vuosien olosuhteille rahapolitiikan suunnan ja keinojen valinnan kannalta oli kuitenkin se ristiriitaisuus, mikä vallitsi kultakantaisen rahapolitiikan perustavanlaatuisten suhteiden ja toisaalta eräiden perinnäisesti käytännön politiikan välittöminä suunnannäyttäjinä toimineiden indikaattorien kehityksen välillä.

Kysymys on tällöin lähinnä seuraavasta. Suomen Pankki oli korkopolitiikkaansa harjoittaessaan tottunut pitämään silmällä oman asemansa kehitystä ja sen mukaan nostamaan ja laskemaan korkokantaansa aina miten tilanne näytti vaativan. Samalla oli totuttu siihen, että ne syvemmät tarkoituserät, jotka muodostivat kultakannan ytimen, näin menetellen myös tulivat toteutetuiksi — mikäli ei keskuspankin yksityistaloudellinen huolenpito omasta asemastaan kokonaan sumentanut mielistä näitä korkeampia yleistaloudellisia päämääriä.

Ensimmäisen maailmansodan aika osoitti kuitenkin, ettei näiden kultakantaiselle korkopolitiikalle asetettujen muodollisten vaatimusten täyttäminen riittänyt kultakannan sisäisten päämäärien saavuttamiseen — sen jälkeen kun kultakannasta oli luovuttu. Niinpä Suomen osalta kehitykselle oli sotavuosina leimaa-antavana toisaalta markan sekä kotimaisen että ulkomaisen arvon jyrkkä aleneminen, samalla kun toisaalta rahamarkkinain tila ja Suomen Pankin muodollinen likviditeetti koko ajan säilyivät hyvinä ja jopa huomattavasti paranivatkin. Näin saattoi käydä ennen kaikkea sen vuoksi, etteivät tehokkaan kultakantajärjestelmän vallitessa autoomaattisesti vaikuttavat korrektiivit silloisissa poikkeuksellisissa oloissa lainkaan päässeet toimimaan. Normaalioloissa kotimaisen hintatason kohoaminen säännön mukaan johtaa viennin vaikeutumiseen, samalla kun tuonti pyrkii lisääntymään ja rahamarkkinat kiristymään. Rahamarkkinain vahva likviditeetti ja toisaalta nouseva hintakehitys sekä valuuttakurssien ylöspäin suuntautuva pyrkimys eivät täten tavallisen suhdannejakson aikana säännön mukaan milloinkaan esiintyneet yhdessä. Päinvastoin juuri rahamarkkinain kiristyminen ja valuuttakurssien kohoaminen ylempään kultapisteeseen tavallisesti antoivat keskuspankille merkin ryhtyä noudattamaan tiukasti rajoitettava luottopolitiikkaa, nostamaan korkokantaa ja siten hillitsemään taloudellista aktiviteettia.

Sotavuosien erikoisista olosuhteista johtuen ei tällaista yhdenmukaisuutta maailmansodan aikana ollut olemassa. Signaali, jonka piti

osoittaa vaaraa ja siten aiheuttaa asianmukaisia torjumistoimenpiteitä, ei toiminutkaan. Niinpä Suomen Pankki perinnäisille tavoilleen uskollisena tarkasteli lähinnä vain oman asemansa kehitystä ja toimi sen perusteella niin kuin oli ennenkin tottunut toimimaan, siitä huolimatta että se teoreettisesti katsoen täten tuli menetelleeksi jotensakin tarkalleen päinvastoin, kuin mitä sen asema, »maan raha-asian vakauttajana ja rahan arvon vaalijana» olisi edellyttänyt.

15. Taloudellinen kehitys ja korkopolitiikka vuosina 1914—1917.

Läntisten kauppayhteyskien vaikeutuminen ja osittainen katkeaminen aiheutti jo alkusyksystä 1914 liike-elämän lamaan tusta ja työllisyyden heikkenemistä useilla aloilla. Vaikkei liikepankkien luotonoton puolella voitu havaita nostettujen talletusten virtaamista takaisin talletustileille, kassavaroja virtasi pankkeihin toista tietä, lainojen takaisin maksamisen muodossa.

Liikepankkien ja yleisön likviditeetin paraneminen merkitsi myös Suomen Pankin kohdalla aseman vahvistumista puhtaasti muodollisesti katsoen. Näin ollen Suomen Pankin johtokunta viitaten pankin aseman lujittumiseen ehdotti jo syyskuun alussa diskonttokorkoa alennettavaksi yhdellä prosentilla. Eduskunnan pankkivaltuusmiehet hyväksyivät esityksen, ja syyskuun 5 päivänä Suomen Pankin soveltama alin diskonttokorko laskettiin 6 %:iin. Kun talouselämän lamaannustilaa siitä aiheutuneine luotonannon supistumisineen jatkui edelleen pitkin syksyä, johtokunta katsoi aiheelliseksi tammikuun alussa 1915 ehdottaa uutta koronalennusta. Tammikuun 10 päivästä lukien alin diskonttokorko oli siten 5 ½ %. Kuvaavana esimerkkinä Suomen Pankin silloisen johtokunnan korkopoliittisesta ajattelutavasta lainattakoon seuraava katkelma johtokunnan pankkivaltuusmiehille lähettämästä kirjeestä 9. 1. 1915: »Olot ovat päinvastoin asteittain kehittyneet suotuisaan suuntaan siten ymmärrettyinä, että Pankin asema on lujittunut ja vaurastunut. Tähän nähden ja v a i k k a k i n (harvennus tämän kirjoittajan) liike-elämä maassa on lamassa, yritteliäisyys seisauksissa ja liikevaihto ulkomaiden kanssa arveluttavasti vaikeutettu . . . rohkenee Johtokunta kuitenkin . . . ehdottaa, että Suomen Pankin korkomäärät nyt alennettaisiin puoli prosenttia».

Suoritetuilla korkokannan alentamisilla oli epäilemättä varsin luja perusta siinä likviditeetin lisääntymisessä, mikä rahalaitosten kohdalla oli syksyn mittaan tapahtunut. Sikäli kuin Suomen Pankki oli tottunut korkopolitiikkaansa harjoittaessaan ensisijaisesti kiinnittämään huomiota oman asemansa ja liikepankkien tilan kehitykseen — ja niinhän

se, kuten edellä on todettu, ylipäänsä oli tehnyt — korkokannan laskeminen syksyllä 1914 oli muodollisesti hyvin perusteltu. Reaalitaloudellisestikin tuotanto- ja liike-elämän lamatila oli omiaan kehoittamaan koron alentamiseen näinä suursodan ensimmäisinä kuukausina.

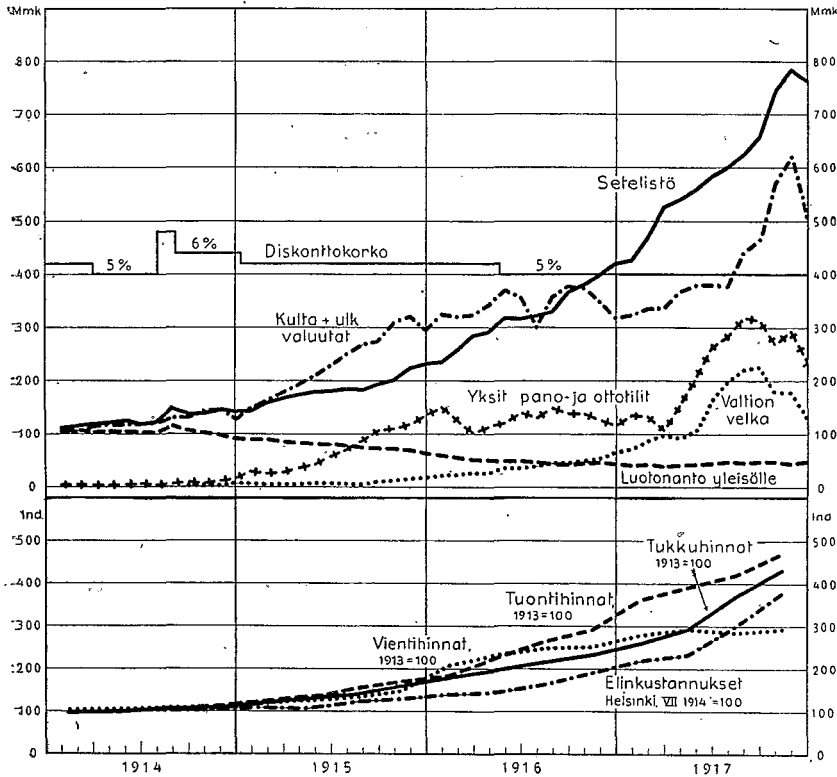
Eri asia on sitten, missä määrin korkokannan laskemisesta saattoi katsoa tuossa tilanteessa olleen suoranaista hyötyä reaalitaloudelliselta ja työllisyysnäkökannalta katsoen. Siinä määrin kuin tuotantotoiminnan seisahdustila aiheutui teollisuuden tarvitsemien ulkomaisten raaka-aineiden puutteesta, tämä ei ilmeisesti ollut korko-operaatioin autettavissa. Epäilemättä korkokustannusten alentaminen kuitenkin helpotti teollisuuden siirtymävaihetta sotatalouteen, ja erityisesti lienee korkokannan laskulla ollut merkitystä sahateollisuudelle sen joutuessa koko talvikauden 1914—1915 tuottamaan pääasiallisesti varastoon.

Jo toisen koronalennuksen tapahtuessa tammikuun alussa 1915 tuotantotaloudelliset näköalat olivat kuitenkin melkoisesti muuttuneet ja vuoden 1915 keväällä työllisyystilanne parani ratkaisevasti. Suomen tuotantoelämän mobilisoiminen Venäjän sotatarviketuotannon palvelukseen merkitsi metalli-, tekstiili- sekä nahka- ja jalkine-teollisuudessa voimakasta nousukautta. Samalla myös paperi- ja selluloosateollisuus sai paperipulan Venäjällä kiristyessä tuotteilleen erinomaisen menekin etenkin vuoden 1916 alusta lähtien. Puuteollisuuden kohdalla menekki-vaikkeudet olivat suuremmat, mutta sahateollisuuskin saattoi sentään sotavuosina muuttamalla tuotantosuuntaansa laatikkojen yms. puuteosten valmistamiseen harjoittaa melkoista vientiä. Rahamarkkinain keveys myös helpotti sahateollisuuden luoton saantia ja siten varastoon tuottamista, mitä suuressa mitassa tapahtuikin.¹ Edelleen suoritettiin melkoisessa määrin ns. kassamyynntejä, jolloin maksu saatiin käteisenä, vaikka tavara sovittiin laivattavaksi vasta sodan päätyttyä.

Lukuun ottamatta Venäjältä käsin tullutta sotatarvikkeiden kysynnän lisäystä näinä vuosina taloudellista toimintaa kiihdyttivät suuri rahanrunsaus ja tasaisesti kohoava hintataso. Samanaikaisesti myös markan ulkomainen arvo huononi valuuttakurssien noustessa kuukausi kuukaudelta yhä korkeammalle. Näissä oloissa toimeliaisuus saavutti osaksi ilmeisen epäterveitäkin muotoja, niin kuin esim. vuonna 1916, jolloin pörssikeinottelu osakkeilla sai meillä ennen näkemättömät mittasuhteet (ks. kuviota 5, s. 106).

¹ Ks. G. L. ZETTERMAN, *Det ekonomiska läget. Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Tredje årgången (1915)*, s. 98 ja seur. Ks. myös J. KARHU, *Sota-ajan taloudellinen elämä Suomessa*, s. 78 ja 312.

Kuvio 1. Suomen Pankin tila ja hintojen kehitys vuosina 1914—1917.



Millaista korkopolitiikkaa keskuspankin olisi ollut tällaisissa olosuhteissa harjoitettava, mikäli sen päämääränä oli — niin kuin on otaksuttava — markan arvon sekä maan rahalaitoksen pitäminen »vakavalla ja turvallisella kannalla»?

Selvemmin kuin vielä vuoden 1915 alussa, jolloin Suomen Pankki viimeksi oli aktiivisesti puuttunut korkokehitykseen maassamme, tilanteen erikoislaatuisuus ilmeni saman vuoden syksystä lähtien. Toisaalta vallitsi rahamarkkinoilla erinomainen keveys, pankkien kassat paisuivat ja Suomen Pankin kotimainen lainananto supistui jatkuvasti. Toisaalta hintataso kohosi, setelistö lisääntyi ja valuuttakurssit nousivat.

Nyt olisi saattanut kuvitella, että asiallisen päämäärän ollessa rahanarvon vakaana pitäminen ja hintatason stabiiliteetin säilyttäminen, Suomen Pankin johdon ratkaisu olisi ollut itsestään selvä. Korkokantaa olisi nostettava, jotta markan ulkomaisen ja kotimaisen arvon aleneminen

olisi sen avulla, mikäli suinkin mahdollista, saatu estetyksi. Tämähän oli sekä kultakantaisen korkopolitiikan että WICKSELLIN tasapaino-analyysin mukaan asianmukainen toimenpide inflaatiokehityksen pysäyttämiseksi ja tasapainon saavuttamiseksi luottomarkkinoilla.

Näin ei kuitenkaan tapahtunut. Suomen Pankin silloinen johtokunta samoin kuin pankkivaltuusmiesten enemmistökin kiinnittivät korkopolitiikan suuntaa selvitellessään huomiota vain mitalin toiseen puoleen, ts. rahamarkkinain keveyteen ja Suomen Pankin muodollisen aseman helpottumiseen. Rahan arvon huonontuminen ja setelistön paisuminen eivät pitkään aikaan herättäneet asianomaisilla tahoilla sen enempää huomiota kuin huolestumistakaan.¹

Jos Suomen Pankki näihin aikoihin jälkimaailmallekin säilyneiden todistuskappaleiden mukaan oli jostakin huolestunut, on tärkeimpänä huolestumisen aiheena tällöin esitettävä huolenpito pankin lähinnä yksityistaloudellisesta vakavaraisuudesta ja kyvystä huolehtia sitoumuksistaan. Valuuttasuhteiden kehityksen alalla huolestuminen puettiin juuri tämänkaltaisia tunnelmia heijastaviin muotoihin, kun sitä vastoin se syvälinen ristiriita, mikä vallitsi toisaalta markan ulkomaisen arvon kehityksen ja toisaalta Suomen Pankin ohjesäännössä määritellyn yvelollisuuden välillä, ei ilmeisesti herättänyt ainakaan niin suurta huolestumista pankin johdon taholla, että siitä olisi kannattanut julkisuudessa mitään esittää.

Myös korkopolitiikan kohdalla tämä käsitystapa kävi selvästi ilmi. Sen lisäksi, mitä edellä jo on mainittu rahamarkkinain keveyden ja liikepankkien likviditeetin paranemisen Suomen Pankin johdon taholla aiheuttamista reaktioista, osoittautui pankin lainanannon väheneminen myöhemmin painavimmaksi argumentiksi diskonttokoron korkeutta ja korkopolitiikkaa suunniteltaessa. Kirjeessään pankkivaltuusmiehille 13. 5. 1916 Suomen Pankin johtokunta ehdottaessaan diskonttokorkoa alennettavaksi lausui mm. seuraavaa: »Pitkin tätä vuotta on Johtokunnalla ollut se tunne, että Suomen Pankin diskonttaus- ja lainausliikkeessä nykyään käytetyt korot ovat liian korkeat. Vaikkakin otetaan huomioon, että sota-aika on lamauttanut liike-elämää ja vähentänyt rahan kysyntää, niin on kumminkin aleneminen, joka on havaittavissa.

¹ Esim. TOR V. WRIGHT esitelmässään »Peningevärde och prisstegring» Ekonomiska Samfundetin kokouksessa 7. 12. 1917 saattoi vielä lausua: »Mikään ei osoita räikeämmin kansantaloustieteen valitettavan alhaista tasoa maassamme kuin se seikka, ettei ammattimiesten taholta, sikäli kuin minä tiedän, ole lainkaan esitetty lausuntoja hintojen noususta ja sen yhteydestä rahan arvon laskuun». Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Femte årgången (1917), s. 132.

Pankin kotimaisessa lainanannossa, siksi merkittävä, ettei sitä voida otaksua yksistään sodan seurauksista johtuvaksi . . . Silminnähävästi on suuri osa sitä yleisöä, joka ennen on tilapäistä luoton tarvetta varten käyttänyt Suomen Pankkia, näissä tarpeissaan kääntynyt yksityispankkien puoleen, niillä kun nykyään on kauttaaltaan alempi korko kuin Suomen Pankilla . . . Alennukseen luulee Johtokunta olevan syytä ryhtyä sitä suuremmalla syyllä, kun muuten se vaara on tarjolla että Pankin paremmat asiakkaat hakeutuvat toisiin pankkeihin, joissa helpommat korot ovat tarjolla.»¹

Johtokunnan esityksensä tueksi esittämät perustelut olivat kyllä paikkansa pitävät. Suomen Pankin luotonanto pankeille ja talouselämälle oli elokuusta 1914 lähtien jatkuvasti supistunut. Liikepankit olivat myös rahanrunsauden vallitessa ja pyrkiessään sijoittamaan paisuvia kassojaan jo vuoden 1915 puolella alentaneet korkojaan 1/4 jopa 1/2—3/4 prosentin verran Suomen Pankin alinta diskonttokorkoa alemmaksi.

Joskin Suomen Pankilla täten yksityistaloudellisesti epäilemättä oli vankkoja syitä pyrkiä kilpailukykyä parantamiseen silloisissa oloissa mm. korkokantaansa alentamalla, toimenpiteen perustelu keskuspankin johdon taholta esitettynä oli joka tapauksessa groteski. Täytyyhän pitää peräti muodottomana, että keskuspankki keskellä inflaatiota, paisuvaa setelistöä ja päivä päivältä kiihkeämmäksi käyvää sota- ja keinottelusuhdannetta on huolissaan siitä, miten saisi setelinsä kaupaksi ja miten pystyisi luotonannossaan kilpailemaan liikepankkien kanssa.

Suomen Pankin johtokunnan viaksi on jo edellä esitetyn perusteella katsottava vähintään se, ettei johtokunta nähävästi ollut selvillä niistä pääperiaatteista, joiden mukaan keskuspankin rahapolitiikkaa silloisen keskuspankkiteorian mukaisesti olisi ollut harjoitettava. Toinen ja asiallisesti luonnollisesti tärkeämpi kysymys on kuitenkin, missä määrin toisenlaiseen politiikkaan olisi ollut reaalisia edellytyksiä, missä määrin sillä olisi silloisissa oloissa ollut menestymisen mahdollisuuksia ja missä määrin voidaan Suomen Pankin harjoittamaa politiikkaa pitää vastuullisena pankin ohjesäännön sisältämien velvoitusten asettamien yleispäämäärien kannalta vahingolliseksi katsottavasta kehityksestä. Tämän puolen arvioiminen ei vielä edellä esitettyjen tietojen valossa ole mahdollista, vaan perustellumman arvostelun esittämiseksi on pakko lähemmin tarkastella silloista taloudellista kehitystä nimenomaan korkopoliittisesta aspektista käsin.

¹ Eduskunnan pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1916. Liitteet.

16. Setelistön lisääntyminen ja valuuttakurssien nousu.

Niin kuin oheisesta asetelmasta näkyy, Suomen Pankin aktiivaliikkeen kehityksessä merkityksellisimpänä tekijänä vuosina 1914—1917 oli ulkomaisten valuuttojen lisääntyminen. Vastaavien puolen koko lisäyksestä, 935 miljoonasta markasta, ulkomaisten valuuttojen kasvun osuus oli 868 miljoonaa eli peräti 92 %. Tämän rinnalla Suomen valtiolle annettu luotto, 127 miljoonaa markkaa, oli määrällisesti vähämerkityksinen, samalla kun kotimaisen lainanannon nettovaikutus näinä vuosina oli 60 miljoonan markan verran aktiivapuolta supistava.

Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina 1914—1917, milj. mk.

	1914	1915	1916	1917
1. Luotonanto valtiolle	+ 6	+ 12	+ 48	+ 61
2. Kulta- ja valuuttavaranto	+50	+235	+161	+422
3. Luotonanto				
a. liikkeille	-14	- 27	- 22	+ 3
b. pankeille	—	—	—	—
Yhteensä	+42	+220	+187	+486
5. Pano- ja ottotilisaatavat				
a. pankkien	+10	+122	- 21	+122
b. valtion	- 7	± 0	± 0	+ 1
6. Setelistö	+31	+ 90	+190	+343
Yhteensä	+34	+212	+169	+466
7. Suomen Pankin omat varat	+ 1	- 15	+ 8	- 91
8. Yhteiskunnan kassa	+41	+212	+169	+465
9. Yhteiskunnan kassa per 31. 12	156	368	537	1002
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	135	256	456	832
11. » netto + 10 ÷ redisk.)	135	256	456	832

Vastaavasti tämä aktiivojen lisääntyminen luonnollisesti vaikutti myös passiivapuolta paisuttavasti eli taulukon mukaan kaikkiaan 881 miljoonan markan verran.¹ Setelistön osalle tästä tuli kaikkiaan 654 miljoonaa markkaa, ja pano- ja ottotilisaatavat kasvoivat 227 miljoonaa markkaa.

Muodollisesti katsoen Suomi oli täten sodanaikaisen maksuvälineiden

¹ Vastaavien ja vastattavien lisäyksen on tietenkin oltava oikeastaan samansuuruinen. Tässä on kuitenkin otettu vastattavista mukaan yleiskatsauksellisuuden vuoksi vain tärkeimmät erät, ts. pano- ja ottotilisaatavat ja liikkeessä oleva setelistö.

määrän paisumisen aiheuttaneiden syiden osalta samassa asemassa kuin sen pohjoismaiset veljesmaat: Norja, Ruotsi ja Tanska, joissa kaikissa likviditeetin lisääntyminen viime kädessä johtui valuuttavarannon kasvamisesta. Asiaallisesti katsoen tilanteen eroavuudet olivat kuitenkin olennaiset. Samalla kun mm. sekä Ruotsissa että Tanskassa valuuttavarannon paisuminen toisaalta valtaosaltaan aiheutui vapaan kauppavaihdon vienninemmyydestä ja sinänsä oli omiaan nostamaan asianomaisten maiden valuutan ulkomaista arvoa suhteessa muihin valuuttoihin, tilanne Suomen osalta oli peräti erilainen.¹

Suomen Pankin valuuttavarannon lisääntyminen johtui ylivoimaiselta pääosaltaan venäläisten ruplien virtaamisesta maahamme. Puuttumatta tässä yhteydessä yksityiskohtaisesti tämän »ruplatulvan» eri vaiheisiin, joita on jo aikaisemmin seikkaperäisesti muualla selostettu,² mainittakoon tässä vain sen tärkeimmät syyt. Tällaisia ruplien Suomeen tulvimista aiheuttaneita syitä olivat mm. (1) Venäjän valtion sotatarvikehankinnat Suomesta, (2) täällä suoritettut varustelutyöt, (3) Venäjälle tapahtuneen viennin lisääntyminen mm. muiden kauppayhteyksien katkeamisen vuoksi, (4) venäläisen huvila-asutuksen kasvaminen Karjalan Kannaksella, (5) ruplan arvon alentuessa yltynyt pääomapako Venäjältä ja (6) suoranainen valuuttahavittelu.³

Syynä siihen, että mm. pääoman pako Venäjältä samoin kuin suoranainen valuuttakeinottelukin näinä vuosina toivat ruplia Suomen Pankkiin, sekä toisaalta siihen, ettei pankki päässyt eroon sille kertyneestä ruplavaluutasta, oli ennen kaikkea Suomen Pankin ruplalle noteeraama kurssi, joka suuresti poikkesi vapaasta markkinakurssista. Lisäksi on huomattava, että eräät valtion laitokset olivat lain mukaan velvolliset ottamaan vastaan ruplia viralliseen kurssiin. Tätä oikeutta käyttivät sodan aikana mm. monet teollisuusyritykset hyväkseen rautatierahteja maksaessaan.

Venäjän sodassa kärsimien tappioiden vuoksi sekä maassa tapahtuneen inflaation johdosta ruplan kurssi ulkomailla alkoi kohta sodan puhkeamisen jälkeen alentua pariarvostaan. Yrittäessään seurata ruplan noteerauksia ulkomailla ja pyrkiessään alentamaan vastaavasti ruplan kurssia Suomen Pankki kohtasi erittäin jyrkkää vastustusta venäläisten viranomaisten taholta. Jollei Suomen Pankki suostuisi nostamaan ruplan

¹ Vrt. ANDERS ÖSTLIND, m.t., s. 37, C. TH. USSING, Nationalbanken 1914—1924, s. 146 ja POUL NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 151 ja seur.

² Ks. esim. KORPISAARI, m.t., s. 34, TUDEER, m.t., s. 38 ja seur.

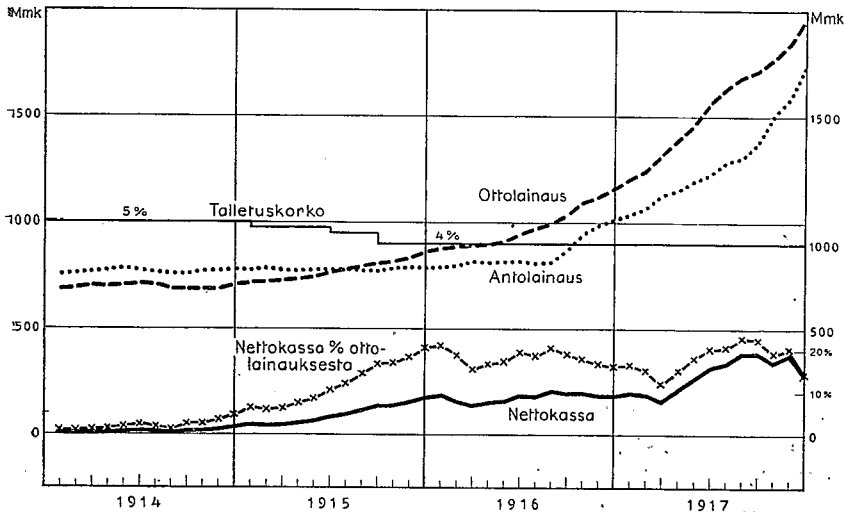
³ Ks. KORPISAARI, m.t., s. 34 ja seur., TUDEER, m.t., s. 38.

kurssia ja pysyttämään sitä vakaana, uhattiin mm. pankin ja Suomen oman rahajärjestelmän itsenäisyyttä.¹ Näin ollen pankin johto katsoi parhaaksi taipua harjoitetun painostuksen vuoksi. Ruplalle noteerattu kurssi tuli siten Suomessa olemaan huomattavasti korkeampi kuin muissa maissa.

Tällä seikalla oli kohtalokkaat seuraukset Suomen markan arvon kannalta. Suomen markan ulkomainen arvo aleni siten yhdessä ruplan kanssa ulkomaiden noteerauksissa, koska marka oli kytketty ruplaan kiinni. Niin kuin kuviosta 3. näkyy, markan arvon aleneminen oli jotakuinkin ruplan arvon laskua vastaava, niin kauan kuin ruplan noteeraus Suomessa pysytettiin muuttumattomana. Sen jälkeen kun Suomen Pankki kesästä 1915 lähtien saattoi ryhtyä ruplan noteerausta alentamaan, markan ulkomaisen arvon heikkeneminen jossain määrin hidastui. Koska ruplan kurssi Helsingissä kuitenkin koko käsiteltävänä olevan ajan oli esim. Tukholman noteerausta korkeampi, tapahtui markan arvon alenemistä edelleen tästäkin syystä joskin hitaammassa tahdissa.

Jos lähdetään siitä, että Suomen Pankin oli ensinnäkin pakko vaihtaa ruplia, niin paljon kuin niitä sille vaihdettavaksi esitettiin, ja että sen oli toiseksi poliittisista syistä noteerattava ruplalle käypää kurssia korkeampi arvo, ei setelistön lisääntyminen enempää kuin markan ulkomaisen arvon alenemiseenkaan ilmeisesti ollut pankin toimenpitein estettävissä. Korkopolitiikan käyttäminen tässä tilanteessa kehityksen pysähdyttämiseksi olisi selvästi ollut toivoton yritys. Korkokannan korottamisella on menestymisen mahdollisuuksia ensi sijassa siinä tapauksessa, että toisaalta setelistön kasvu aiheutuu luotonannon laajenemisesta, ts. liikepankkien luottoekspansioista. Toisaalta taas valuuttakurssien kohoamisen, ts. kotimaan valuutan arvon alenemisen ehkäisemistä korkokannan nostamisen avulla voidaan jonkinmoisin menestyksen toivein ajatella, milloin kurssien nousu lähinnä johtuu vaihtotaseen passiivisuudesta, jonka taas on puolestaan aiheuttanut kotimaassa luottoekspansioon liittynyt voimakas noususuhdanne ja siitä johtunut ulkomaisten maksusuhteiden tasapainon häiriytyminen. Kumpaistakaan näistä edellytyksistä ei ollut olemassa puheena olevina vuosina. Sekä setelistön paisuminen että markan ulkomaisen arvon aleneminen olivat ilmeisesti valtaosaltaan joka tapauksessa k o r k o p o l i t i i k a n vaikutuspiirin ulkopuolella.

¹ Vrt. TUDEER, m.t., s. 38 ja KORPISAARI, m.t., s. 14.

Kuvio 2. Liikepankkien likviditeetti ja lainausliike vuosina 1914—1917.¹

17. Kotimaan inflaatiokehitys.

Joskin korkokannan korottaminen täten olisi ollut tehoton ehkäisemään setelistön paisumista ja markan ulkomaisen arvon laskua, tämä ei sinänsä vielä merkitse sitä, etteikö aktiivisempi korkopolitiikka olisi saattanut auttaa kotimaisen inflaatiokehityksen hillitsemistä ja estää hintatason nousua. Ainoastaan milloin hintatason kohoamisen voidaan osoittaa olleen ehdottomana ja välittömänä seurauksena setelistön paisumisesta ja/tai valuuttakurssien noususta, korkopolitiikan merkitystä voisi sanoa »olemattomaksi». Tässä tapauksessa olisi niin ollen jotensakin yhdentekevää, millaista korkopolitiikkaa harjoitetaan.

Nythän ei tilanne inflaatiotapauksissa suinkaan ole aina näin yksikäsitteisesti määrätty. Setelistön kasvaminen merkitsee tosin aina mahdollisen inflaation vaaraa, mutta tämän vaaran realisoituminen on viime kädessä riippuvainen erityisistä olosuhteista. Niin kauan kuin lisääntyvä setelistö lähinnä ruokkii vain yleisön syytä tai toisesta kasvannutta passiivisen kassan pitotarvetta, ts. tesauroimispyrkimyksiä, ei setelistön kasvun voi sanoa sinänsä esiintyvän aktiivisesti inflaatioteki-

¹ Liikepankkien talletuskorkoa esittävät murtoviivat on tässä ja seuraavissa kuvioissa piirretty suurpankkien 6 kuukauden talletuksista maksamien ylimpien korkojen mukaan.

jänä. Siinäkin tapauksessa, että uusien setelien liikkeeseen laskeminen — niin kuin säännön mukaan on asian laita — merkitsee ensisijaista kysynnän lisääntymistä, tämän välitön inflatorinen vaikutus saattaa olosuhteista riippuen jäädä hyvin vähäiseksi tai peräti olemattomaksi. Näin on laita suuressa määrin ainakin siinä tapauksessa, että setelilainavaroain rahoitettujen (valtion) hankintojen ja työtehtävien vastapainona yksityisten säästämisen suuruus ja vähäinen luotonkysyntä johtavat huomattavien *idle fundien* syntymiseen, ts. niin hyvin yksityisten kuin pankkien kassojen paisumiseen ja jälkimmäisten osalta sijoitusvaikeuksiin. Tällöin ei myöskään valtion primäärisen menojen enemmyyden tuloa luova vaikutus tulokertoimen (*income multiplier*) pienuuden vuoksi ilmeisesti ole merkitykseltään huomattava.

Ensi vaiheen inflaatiiosysäyksiä täytyy Suomessa pitää lähinnä huoltotilanteen vaikeutumisen aiheuttamaa kysynnän ja tarjonnan tasapainon järkkymistä, jota eräät kauppiat ja keinottelijat pyrkivät käyttämään hyväkseen, sekä toiseksi tuontitavaroiden hintojen kallistumista. Syksyllä 1914 supistunutta ja supistuvaa tavaravirtaa vastasi kuitenkin toisaalta myös vajaatyöllisyyden johdosta kayentunut tulovirta, joten kysynnän ja tarjonnan tasapaino ei vielä loppuvuoden aikana päässyt suuresti horjahtamaan. Samalla on huomattava, ettei hintojen nousukaan vielä vuoden 1914 kuluessa ollut voimakasta. Tukkuhintaindeksi oli vuoden viimeisellä neljänneksellä 108 ja elinkustannusindeksi 103 pistettä (I—VI/1914 = 100), joten hintojen kohoaminen alkoi varsinaisesti vasta seuraavan vuoden puolella.¹

Inflaation perussyitä etsittäessä on esitetty lähinnä kaksi pääselitystä. KORPISAARI katsoo, että vuosien 1915—1917 inflaatiokehitys ratkaisevassa määrin oli riippuvainen ulkomailta käsin vaikuttaneista inflaatiotekijöistä, ts. lähinnä tuontihintojen noususta, valuuttakurssien kohoamisesta ja tästä aiheutuneesta yleisen hintatason kipuamisesta ylöspäin.² TUDEER taas on sitä mieltä, että Korpisaari on liikaa korostanut ulkomaisten tekijäin vaikutusta. Kotimaisilla syillä, ts. ennen kaikkea setelistön kasvulla, oli »hyvin tärkeä ja primäärinen vaikutus Suomen markan arvon alenemiseen maailmansodan aikana.»³ Kotimaisten hintaindeksien nousu oli sotavuosina paljon voimakkaampi kuin valuuttakurssien kohoaminen, mikä hänen mukaansa viittaa siihen, ettei reaktiotie voinut kulkea valuuttakurssien kautta hintatason koha-

¹ Vrt. v. WRIGHT, m.k., s. 145.

² Ks. KORPISAARI, m.t., s. 29 ja seur.

³ Ks. TUDEER, m.t., s. 71 ja seur.

miseen, vaan suoraan sätelistön kasvusta kotimaan hintoihin. Toisaalta hänen on kuitenkin todettava, että tuontitavarain ja myös vientitavarain hintaindeksit näinä vuosina olivat tukkuhintaindeksiä korkeammalla.

Tässä yhteydessä ei ole aihetta enempää kuin mahdollisuksiakaan ensimmäisen maailmansodan aikaisen inflaatiokehityksen tarkempaan analysointiin. Näyttää kuitenkin ilmeiseltä, että edellä esitetyt Korpi- saaren ja Tudeerin käsitykset eivät ole toisilleen vastakkaisia eivätkä keskenään ristiriitaisia. »Oikea» selitys on nähtävästi löydettävissä kum- mankin esittämien näkökohtien yhdistelmästä.

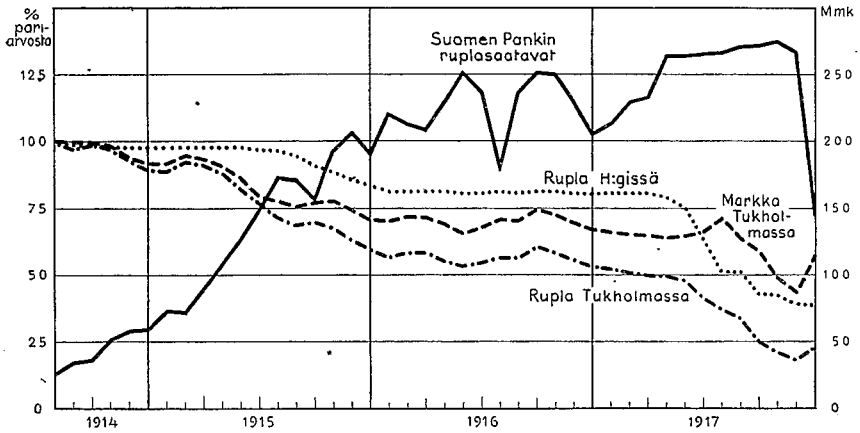
Varsinaiset inflatoriset voimat alkoivat vaikuttaa keväältävestä 1915. Ruflan kurssin ulkomailla alentuessa valuuttakurssit Suomessa lähtivät kohoamaan. Samalla tuontitavarain hintataso valuuttakurssien nousun, ulkomaisen inflaatiokehityksen, rahtikustannusten kallistumisen yms. tekijäin vaikutuksesta nousi.¹ Näistä syistä aiheutunutta painetta

¹ MERCATORIN numerossa 49/1915 (10. 12. 1915) on julkaistuna mielenkiintoinen selvitys »erään maamme suurimman teollisuudenhaaran» raaka-ainekustannusten kehityksestä vuosina 1914—1915. Asianomaisen teollisuudenalan 16 tärkeimmän raaka- aineen hintojen indeksikehitys näkyy seuraavasta asetelmästä:

	VII	I	VII	XII
	1914	1915	1915	1915
Hyödykkeen alkuperä				
1. suomalainen	10	10	10	11
2. »	10	10	10	13
3. »	10	10	11	11
4. »	10	11	12	13
5. »	10	15	20	23
6. »	10	16	22	27
7. venäläinen	10	12	12	14
8. »	10	13	22	28
9. ulkomainen tai venäläinen	10	17	33	40
10. ulkomainen	10	19	29	39
11. »	10	14	20	20
12. »	10	25	30	29
13. »	10	15	28	38
14. »	10	23	35	42
15. »	10	16	22	27
16. »	10	22	29	32
Summa	160	248	345	407

Taulukkoon liitettyssä tekstissä todetaan, että yleisenä piirteenä voidaan lausua, että milloin suomalaiset hyödykkeet ovat kallistuneet, tämä on pääasiallisesti johtunut

Kuvio 3. Suomen Pankin ruplasaavat ja markan ulkomainen arvo vuosina 1914—1917.



hintatasoa vastaan ei nyt ollut hillitsemässä yleisen tulotason heikentyminen niin kuin vielä edellisenä syksynä. Venäjän valtion varustustöiden sekä sotatarvikehankintojen alkamisen johdosta työttömyys päinvastoin ennen pitkää hävisi kokonaan ja muuttui nopeasti eräillä aloilla jopa tuntuvaaksi työvoimapulaksikin. Rahatulojen tason kohoaminen teki sinänsä mahdolliseksi osaksi tavarantuotteesta osaksi tuonti- (ja vientihintojen) noususta aiheutuneen kotimaan hintatason nousemisen. Toisaalta taas ennen kaikkea näkymättömän (varustelutyöt, sotaväki, huvila-asutus) vienninennyymyden johdosta kasvanut valuutta (=rupla-)varanto puhtaasti teknillisessä mielessä, ts. likviditeettiä lisäämällä, hankki kohonneen hintatason tarvitseman setelistön lisäyksen. Inflaation syntymiselle ja kehittymiselle välttämättömät ainekset olivat täten koossa.

Sikäli kuin kotimaan taloudellista kehitystä voidaan katsoa inflaation aiheuttajaksi, voimakkaimpana ja välittömältä merkitykseltään tärkeimpänä on tällöinkin pidettävä sitä kehitystä, joka varsinaisesti sai alkunsa ja oli Venäjältä käsin vaikuttaneiden tekijöiden määräämä. Vuo-

siitä, että ne samalla vientiartikkeleina tai osaksi ulkomaisista perusraaka-aineista valmistettuina ovat seuranneet hintojen kehitystä ulkomaan markkinoilla. Venäläiset tavarat ovat kallistuneet pääasiallisesti kuljetusvaikeuksien johdosta. Ulkomaisten hyödykkeiden hinnat ovat nousseet valuuttakurssien kohoamisen, suunnattomien rahti- ja kuormauskustannusten sekä alkuperäisen myyntihinnan korotuksen johdosta.»

den 1915 kevättalvella Suomen teollisuudessa alkanut korkeasuhdanne oli täten selvää sotakonjuktuuria, joka lähinnä aiheutui Venäjän valtion sotatarvikehankinnoista ja osaksi myös sen täällä suorittamista varustelu- ym. valmiustöistä. Tyypillisimpien sotasuhdanteen tukemien teollisuudenhaarojen, metalli-, nahka- ja tekstiiliteollisuuden tuotteiden hintojen kohoaminen oli olennaisesti tästä asiantilasta riippuvainen. Venäjälle hankintoja suorittavien teollisuudenhaarojen piirissä vallitsi, luonnollista kylläkin, miltei täydellinen piittaamattomuus sodan aikaisen tuotannon kustannuksista, mikä tietenkin johtui siitä, että nämä toimitukset oli suoritettava »maksoi mitä maksoi.» Kun hintataso Venäjällä oli jatkuvasti voimakkaassa nousussa inflaation ja setelitulvan siellä paisuessa¹, tällä seikalla oli Suomessakin hintojen nousua voimistava vaikutus. Koska ruplan kurssi vielä edellä esitetyistä syistä pidettiin Suomessa yliarvioituna, ei valuuttapolitiikkakaan voinut estää eikä lievittää Venäjältä tulleita inflaatiosysäyksiä vaikuttamasta oman maamme hintakehitykseen.

Teollisuuden asema muodostui täten sotasuhdanteiden vaikutuksesta erittäin hyväksi useimmilla aloilla, mikä luonnollisesti oli omiaan vähentämään vastustusta myös palkkojen korotuksiin. Päinvastoin lisääntynyt työvoiman kysyntä, jota vuosina 1915—1917 suoritettavat laajat »vallityöt» vielä tehostivat, aiheutti työnantajien taholla monin paikoin suoranaista kilpailua työvoimasta ja nosti työpalkkojen tasoa nimenomaan maatalouden alalla.

Tämän mukaisesti valuuttakurssien ja ulkomaankaupan hintojen kohoaminen, niin tärkeä merkitys kuin niillä primäärisinä inflaatiosysäyksinä olikin, eivät yksinään riitä inflaation syntymistä selittämään. Kokonaistulotason nousu — tai tarkemmin sanoen tulotason kasvaminen hyödykemäärään verrattuna — on ilmeisesti välttämätön lisätekijä, jotta hintojen nousutendenssi voisi realisoitua.² Yhtä välttämätöntä on tietenkin toisaalta myös maksuvälinemäärän (suhteellinen) lisääntyminen.

Nyt on periaatteessa luonnollisesti olemassa ero niiden tapausten välillä, jolloin (1) tulotason (suhteellinen) nousu edellä esitettyyn tapaan toimii vain inflaation jonkinlaisena katalysaattorina, mahdollistavana tekijänä, ja (2) milloin inflaation voidaan katsoa saaneen alkunsa tulo- ja hyödykevirran välille syntyneestä epäsuhteesta. Käytännössä näiden eri tapausten tarkka toisistaan erottaminen saattaa

¹ Ks. KORPISAARI, m.t., s. 32.

² Vrt. ÖSTLIND, m.t., s. 124—125.

kuitenkin olla hyvin vaikea ja suorastaan mahdotonkin tehtävä. Näin on ilmeisesti laita myös ensimmäisen maailmansodan aikaisen inflaatiomme kohdalla.

Joskin inflaation lähtökohdilla on edellä esitetyn mukaan pidettävä tavarapuolelta ja ulkomaankaupan välityksellä vaikuttaneita tekijöitä, on huomattava, että myöhemmin myös muutkin syyt aktiivisesti edistivät inflaatiokehitystä. Ensinnäkin Venäjän valtion taholta esiintynyt työvoiman ja hyödykkeiden kysyntä kohotti aikaisemmin esitetyllä tavalla tulotasoa maassamme, samalla kun toisaalta täten syntynyt tavaroiden ja palvelusten vienti Venäjälle ei johtanut vastaavansuuruiseen tuontiin. Hyödykevirta ei toisin sanoen kasvanut rinnan tulovirran kanssa. Ulkomaankauppatilaston luvut, joiden mukaan Suomen kauppataase Venäjän kanssa olisi kysymyksessä olevina vuosina ollut passiivinen, ovat suuren näkymättömän viennin» vuoksi aivan harhaan johtavat.

Tässä suhteessa Suomi oli samassa asemassa kuin sen skandinaaviset veljesmaat, jotka maailmansodan aikana itse puolueettomina pysyen kävivät vilkasta ulkomaankauppaa sotaan osallistuneiden maiden (varsinkin keskusvaltojen) kanssa ja jotka kauppataaseensa tasapainottomuuden vuoksi joutuivat keräämään suuria — ja myöhemmin myös suurelta osalta arvottomiksi osoittautuneita — valuutta- ym. ulkomaisia saatavia. Ruplan ylikurssin vaikutuksen vuoksi tällä seikalla kuitenkin inflaation kokonaiskehitystä ajatellen meillä ilmeisesti oli suhteellisesti vähäisempi merkitys kuin esim. Ruotsissa ja Tanskassa.

Inflaation vaikuttavia voimia etsittäessä ei Suomessa ilmeisesti kuitenkaan voida tyytyä vain edellä mainittuihin tekijöihin, jotka ratkaisevassa määrin olivat ulkomaisista seikoista riippuvaisia. Venäjän valtion taholta lähtöisin olleen ostokyvyn lisäyksen vaikutus ei rajoittunut vain välittömästi kysyntä- ja tarjontatasapainoon liittyviin seikkoihin. Ruplavarannon kasvamisen johdosta lisääntyneellä maksuvälineiden määrällä ei toisin sanoen myöskään ilmeisesti ollut vain inflaation mahdollistavaa merkitystä. Hakeutumatta kvantiteettiteoreettisiin selityserusteisiin voidaan likviditeetin lisäyksellä epäilemättä katsoa olleen tietyssä määrin inflaatiota itsenäisestikin edistänyttä vaikutusta tällä ajanjaksolla.

Näin oli laita siinä määrin, kuin vientiylijäämän synnyttämä Suomen Pankin ruplavarannon karttumisen maksuvälineiden määrää ja pankkien likviditeettiä lisäämällä ja korkokantaa alentamalla oli omiaan kiihottamaan yritteliäisyyttä ja keinottelua sekä kilpailua niukoista tuotanto-

varoista.¹ Ei näet ole epäilystä siitä, etteikö nimenomaan vuoden 1916 alusta kuumeiseksi muodostuneen pörssikeinottelun ja kiihkeän yritteliäisyyden syntymiseen oleinaisesti vaikuttanut myös kotimaan luotto-olojen helppous ja pankkien vahva likviditeetti. Rahan määrän kasvaessa ja hakeutuessa pankkeihin eri tileille pankit joutuivat etsimällä etsimään sijoitusmahdollisuuksia ja »kun ne suorastaan tyrkyttivät asiakkailleen luottoa, syntyi nopeasti vilkasta yritteliäisyyttä ja keinottelua kaikilla aloilla.»²

1a. Suomen Pankin rahapolitiikan yleisarvostelu.

Niin avutonta kuin Suomen Pankin johtokunnan toimenpiteiden motiivointi ensimmäisen maailmansodan aikoina teoreettisista lähtökohdista tarkastellen eräissä suhteissa olikin, kokonaisarvostelu tästä toiminnasta muodostuu kuitenkin edellä esitetyn valossa melkoisessa määrin lievemmäksi. Tämä ei johdu siitä, että johtokunta »terveen talonpoikaisjärjen» johdattamana olisi päätyneet talouspoliittisesti oikeisiin ratkaisuihin vaikkakin teoreettisesti vääristä lähtökohdista. Tilanne vain oli kokonaisuudessaan sellainen, että sen hallitseminen pankin hallussa ollein keinoin ei ylipäänsä kaiketi olisi ollut mahdollista.

Ratkaisevan tärkeä merkitys tässä suhteessa oli Suomen markan sidonnaisuudella ruplan kurssiin. Jos lähtökohtana, niin kuin edellä on tehty, on pidettävä ruplan kurssin kuulumista annettuihin, Suomen Pankin toimivallan ulkopuolella oleviin tekijöihin, tämä jo sinänsä oli omiaan voimakkaasti ennakolta määräämään kehityksen kulkua.

Suomen Pankin — ja ylipäänsä Suomen viranomaisten — käsien sidonnaisuus ruplan kurssi-asiassa voidaan tietenkin asettaa kyseenalaiseksi. Näiden puhtaasti poliittiseen historiaan kuuluvien seikkain selvittely ei kuitenkaan taloudellisen ja talouspoliittisen tutkimuksen kannalta ole mielenkiintoinen eikä ilmeisestikään kuulu kriittisesti hedelmällisiin kysymyksen asetteluihin. Jonkin harjoitetun politiikan arvosteleminen on tutkimusmielessä antoisaa vain silloin, kun todella on kysymys tietystä valinnan vapaudesta asianomaisen politiikan harjoittajan kohdalla. Näin ei selvästikään ollut laita tässä tapauksessa. Suomen Pankin johtokunta toimi — tai ainakin tunsu toi-

¹ On makuasia, luonnehditaanko ruplatulva ja setelistön kasvaminen (Venäjän) valtiontalouden tasapainon puutteesta vai Suomen vientilyijäämästä johtuneeksi. Siltä osalta kuin inflaatio aiheutui ruplan pakkokurssista, edellinen tulkinta kenties on tarkoituksenmukaisin, muuten ehkä jälkimmäinen.

² KORPISAARI, m.t., s. 41.

mivansa — vuosina 1914—1917 ruplan kurssia määrätessään ilmeisen poliittisen pakonalaisuuden tilassa ja olisi toiminut toisin, jos siihen olisi ollut poliittisia mahdollisuuksia. Keskusteltavaksi jäisi näin ollen vain kysymys siitä, miten olisi käynyt, jos ruplan kurssi ei olisi ollut poliittisesti sidottu. Tällaiseen puhtaaseen spekulatioon ei taas ole tässä yhteydessä tietenkään aihetta.

Suomen Pankkia voidaan täten oikeuden mukaan korkeintaan pitää vastuunalaisena siitä politiikasta, jolla edellä esitetyissä olosuhteissa kehitystä pyrittiin ohjaamaan, jos tällaista tietoista pyrkimystä ylipäänsä oli havaittavissa. Tältä kannalta yleisarvostelua esitettäessä on taasen tärkeä merkitys sillä seikalla, miten syvälinen ja ratkaiseva vaikutus ruplan kurssin sidonnaisuudella on katsottava olleen noiden vuosien tosiasialliseen kehitykseen.

Näyttää siltä, ettei Suomen Pankilla enempää kuin muillakaan maamme viranomaisilla silloisissa oloissa ollut sanottavia mahdollisuuksia vaikuttaa valuuttakurssien korkeuteen ja siitä välittömästi aiheutuneeseen inflatoriseen kehitykseen. Ruplavaluutan virtaamisesta Suomen Pankkiin primäärisesti alkunsa saanutta setelistön lisääntymistä tuskin olisi myös sinänsä voitu ainakaan kokonaan ehkäistä. Sitä vastoin jonkinlaisen setelistöä sitovan politiikan harjoittaminen ei todennäköisesti olisi ollut aivan mahdollisuuksien ulkopuolella, jos tämän seikan tärkeyteen olisi silloin osattu kiinnittää riittävää huomiota.

Kaiketi tarkoituksenmukaisin tapa Venäjän valtion tarvitseman markkavaluutan hankkimiseen olisi ollut turvautuminen lainanottoon Suomen vapailta rahamarkkinoilta. Tällöin ei setelistön paisumista olisi tästä syystä päässyt tapahtumaan, vaan lisäys olisi rajoittunut pelkästään siihen, mitä teollisuus ja kauppa olisivat ansaitsemistaan ruplamääristä myyneet Suomen Pankille. Venäjän valtion mahdollisuudet vapaaehtoisilla lainoilla suoranaisesti hankkia itselleen Suomesta markkavaluuttaa olivat kuitenkin mielialasyistä jokseenkin olemattomat. Liki pitäen yhtä vaikeata olisi tällainen menettely kaiketi ollut Suomen valtiotakin välittäjänä käyttäen. Tähän viittaa sekin, että Suomen valtio oli puheena olevina vuosina itsekin pakotettu melkoisessa määrin turvautumaan luotonottoon keskuspankista, »kun maan silloisella hallituksella, vaikkakin rahaa oli runsaasti liikkeellä, ei ollut tilaisuutta suoranaiseen lainanottoon yleisöltä, jonka mieliala ei ollut silloiselle hallitussuunnalle lainkaan suopea».¹

¹ LEO HARMAJA, Maailmansodan vaikutus Suomen taloudelliseen kehitykseen, s. 239. Vrt. myös KORPISAARI, m. t., s. 24.

Vuosina 1916 ja 1917 järjestetyillä ns. valuuttalainoilla¹ voitiin joka tapauksessa jossain määrin ohjata Venäjän valtion markkojen tarvetta suoraan rahamarkkinoilta tyydytettäväksi. Ajatuksen tällaisten obligaatiolainojen ottamisesta esitti jo vuoden 1915 elokuussa pidetyssä neuvottelussa pankinjohtaja EMIL SCHYBERGSON.² Hänen motiivinaan oli juuri, että täten voitaisiin jarruttaa rahanarvon säilyttämisen kannalta vaarallista setelistön paisumista. Lähinnä Suomen Pankista riippumattomista syistä laina-ajatuksen toteutuminen lykkääntyi kuitenkin pitkälle vuoteen 1916. Lisäksi on huomattava, että näistä Venäjän valtiolle annetuista lainoista Suomen Pankki loppujen lopuksi merkitsi runsaat kolme neljäsosaa eli kaikkiaan 305 miljoonaa markkaa. Liikepankkien osuuden pienuuden vuoksi suunnitelma toteutettuna vain hyvin vähäisessä määrin saattoi vaikuttaa setelistöä supistavasti ja vastasi niitä ajatuksia, jotka Schybergson oli edellä mainitussa tilaisuudessa esittänyt.

Suomen Pankin taholta ei tämän kysymyksen yhteydessä kiinnitettykään erityisesti huomiota siihen, että setelistön kasvua oli näillä järjestelyillä pyrittävä ehkäisemään. Keskeisimpänä seikkana pankin johdon ajatuksissa oli tällöinkin lähinnä pankin yksityistaloudellisen kannattavuus- ja solvenssiaseman vahvistaminen. Koska ruplan kurssia ei poliittisista syistä saanut alentaa ja koska ruplan markkinanoteeraukset ulkomailla jatkuvasti olivat laskusuunnassa, johtokunnan taholla pelättiin — eikä suinkaan syyttä — suurten ruplavarantojen vielä tuottavan pankille sen asemaa järkyttäviä kurssitappioita. Valuuttalainajärjestelyin tätä tappion vaaraa joka tapauksessa voitiin pienentää, kun pankki lainaehdojen mukaan oli oikeutettu vaatimaan suoritusta vaihtoehtoisesti joko ruplissa tai markkoissa. Samalla pankki sai valuuttalainojen avulla vapaammat kädet ruplan kurssin määräämiseen, kun Venäjän valtio lainatietä saattoi saada tarvitsemansa määrän Suomen markkoja.

Vaikka kenties voitaisiinkin lähteä siitä, että Suomen Pankki, jos se olisi kiinnittänyt suurempaa huomiota setelistön paisumisen inflatorisesti vaarallisiin vaikutuksiin, olisi saattanut järjestää Venäjän valtion markkavaluutan hankinnan tavalla, joka ei olisi lisännyt setelistöä, ei tästä vielä seuraa, etteikö rahan määrä siitä huolimatta olisi voinut huomattavastikin kasvaa. Todennäköisesti näin olisi tapahtunutkin. Suomalaiset teollisuuslaitokset, joilla oli suuria hankintoja suoritettavanaan Venäjän armeijan laskuun, jättivät näet vuosina

¹ Ks. TUDEER, m.t., s. 51 ja seur.

² Ks. TUDEER, m.t., s. 42.

1915—1917 suuren osan ansaitsemistaan ruplamääristä tileilleen Venäjän pankkeihin tai hankkivat niillä Venäjältä erilaista reaaliomaisuutta.¹ Tämä oli niille vällinneissa oloissa helppoa, koska setelistön kasvun johdosta erinomainen likviditeetti ja pankkien suuri luotonantokyky pitivät kaikki rahahuolet loitolla. Jos sitä vastoin kotimaan rahamarkkinoilla, olisi ollut kireyttä, teollisuusyritykset todennäköisesti olisi-
vat suuremmissa määrin vetäneet kotiin ruplasaattaviaan. Lopputulos olisi, siten setelistön määrän ja pankkijärjestelmän likvidisyyden kan-
nalta muodostunut jotakuinkin samanlaiseksi kuin todellisuudessa ta-
pahtuikin.

Eräänä keinona tarkoituksenmukaisen tiukkuuden aikaansaami-
seksi rahaoloissa olisi epäilemättä ollut verotuksen avulla aikaansaatu
budjetin ylipainotus ja täten kertyvien määrrien sijoittaminen tilille
Suomen Pankkiin. Ei ole edellä esitetyn valossa kuitenkaan luultavaa,
että tämäkään olisi riittänyt estämään inflatorista hintojen nousua.
Ulkomailta käsin tulleiden inflaatiotähtäyksien torjuminen olisi päin-
vastoin ilmeisesti edellyttänyt harjoitettua paljon tiukempaa hinnan-
säännöstelyä, hinnantasaustenmenettelyä yms. Tosiasiallisesti vain erälle
tärkeille hyödykkeille oli vahvistettu maksimihinnat, joita niitäkin
varsin yleisesti ylitettiin. Lisäksi on huomattava, että verotusolojen
alkeellisuus tuolloin teki tarkoituksenmukaisen finanssipolitiikan har-
joittamisen hyvin vaikeaksi.²

Mahdollisuuksia ruplatulvan aiheuttaman setelistön kasvun haital-
listen vaikutusten eliminoimiseen ei siis kylläkään voida katsoa koko-
naan puuttuneen. Se että näitä mahdollisuuksia ei käytetty hyväksi, ei
kuitenkaan ole ilman muuta asianomaisten elimien viaksi luettava.
Jälkeenpäin on yleensä aina helppoa osoittaa keinoja, joita olisi — teo-
reettisesti ja kenties poliittisestikin — ollut käytettävissä. Tältä poh-
jalta lähtien arvosteluja esitettäessä on ilmeisesti syytä olla verrattain
pidättyväinen. »Jos Thermopylain solan puolustajilla olisi ollut käy-
tössään konekivääri, persialaissodan lopputulos olisi todennäköisesti myös
ollut toinen.» Vaikkei tämänlaatuisesta ajattelusta olisikaan tässä kysy-
mys, on muistettava, että monet nykyään luonnollisilta tuntuvat rat-
kaisut, olkoonpa että ne jo ensimmäisen maailmansodankin aikoina oli-
sivat olleet teoreettisesti oivallettuja ja tunnettuja, kuitenkin olivat
vielä melkoisesti ajastaan edellä. Arvostelun on sen vuoksi tehdäkseen

¹ Vrt. esim. Korpisaari, m. t., s. 82.

² Ks. K. W. Hoppu, Setelirahoitus. Katsaus ensimmäisten itsenäisyysvuosien
finanssipolitiikkaan, s. 11.

oikeutta menneitten aikojen toimenpiteille ja niiden suorittajille ilmeisesti otettava huomioon sen ajan yleiset käsitykset ja käytettävä niiden mittapuuta.

Näin menetellen ei kokonaisarviointi puheena olevan ajan rahapolitiikasta muodostu aivan negatiiviseksi. Käsitykset tilanteen vaatimuksista olivat kansantaloudellisen ajattelun kannalta pitemmällekin ehtineissä maissa sodan aikana monissa kohdin sangen epämääräiset, samalla kun teoreetikkojen ja käytännön talouspoliitikkojen käsityskantojen välillä esiintyi jyrkkiäkin eroavuuksia.¹ Näin ollen ei ole oikeastaan ihmeteltävää, että meillä asianomaisten piirien reaktiot myös olivat — näin jälkeinpäin tarkastellen — eräissä suhteissa hyvinkin passiiviset ja epätarkoituksenmukaiset.

Tänä ajanjaksona harjoitetun korkopolitiikan realismisuus ja menestymismahdollisuudet olivat tietenkin läheisesti riippuvaiset mm. noudatetusta yleisestä rahapolitiikasta. Rahan runsauden aikana olivat »järjellisissä» rajoissa liikkuvan korkopolitiikan vaikutusmahdollisuudet ilmeisesti sangen pienet. Jos finanssi- ja rahapolitiikkaa olisi hoidettu — tai voitu hoitaa — tarkoituksenmukaisella tavalla, myös korkopolitiikan merkitys kireämmän likviditeettiaseman aikana olisi ollut toista luokkaa.

Vallinneissa olosuhteissa on sitä vastoin pakko suhtautua korkopolitiikan tehokkuuteen varsin skeptillisesti. Jos hintatason nousu ja yrittäjien voitontoiveet keskuspankin politiikan ulottumattomissa olevista syistä muodostuivat edellisen osalta niinkin voimakkaaksi ja jälkimmäisen kohdalta edullisiksi kuin noina vuosina oli laita, ei tällaista kehitystä korkopoliittisin toimenpitein hevin voida kuvitella hallittavan. Onhan selvää, että tällöin korkokannan korottamisen olisi ollut oltava käytännössä tuntevan vaikutuksen aikaansaamiseksi niin jyrkkä, ettei sellaisen korkotason omaksumiseen tosiasiallisesti ollut mahdollisuuksia. Edelleen on vaikeata nähdä, miten Suomen Pankki olisi pystynyt toteuttamaan mahdolliset pyrkimyksensä tiukempaan luottopolitiikkaan, jos liikepankkien yleinen likviditeettiasema jo aiheutti niille suoranaisia varojen sijoitusvaikeuksia tosiasiallisesti noudatetun »halvan rahan» aikanakin. Sikäli kuin tässä kohden — niin kuin edellä valuuttapolitiikankin osalta — on lähdettävä arvostelussa siltä pohjalta, ettei Suomen Pankki ylivoimaisista syistä mahtanut mitään ruplatulvalle ja ruplan kurssille, ei harjoitetun korkopolitiikan suhteen ole sijaa suuremmille moitteille, jos toisaalta ollaan pakotettuja sisällyttämään myös valinnut rahan runsaus näiden annettujen tekijäin ryhmään.

¹ Vrt. ÖSTLIND, m.t., s. 68 ja seur. ja NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 150.

Vaikkei meillä sotavuosina esiintynyt juuri nimeksikään julkista keskustelua rahapolitiikan päämääristä ja keinoista, Suomen Pankin johtokunnan tosiasiallinen menettely oli loppujen lopuksi varsin hyvin sopusoinnussa muiden pohjoismaiden keskuspankkien noudattaman politiikan kanssa. Ruotsissa, jossa kansantaloudellinen periaatekeskustelu oli sekä vilkasta että aikaansa nähden hyvin korkeatasoista, vallitsi syvä juopa toisaalta varsinaisten teoreettisen kansantaloustieteen edustajien ja toisaalta käytännön pankkimiesten käsityskantojen välillä. nimenomaan mitä tuli keskuspankin mahdollisuuksiin vaikuttaa inflaatiokehitystä hillitsevästi ja erityisesti korkopolitiikan merkitykseen silloisissa poikkeuksellisissa oloissa.

Teoreetikkojen taholta vaadittiin useaan otteeseen ja eri ajankohdina diskonttopolitiikan käyttämistä keinona kruunun arvon alenemisen estämiseksi ja setelistön kasvun hillitsemiseksi.¹ Näihin lähinnä WICKSELLIN tasapainokorkoajatteluun perustuviin vaatimuksiin »praktikkojen» vastauksena taasen oli, että korkopolitiikka silloisten olosuhteiden vallitessa oli menettänyt käytännöllisesti katsoen kaiken merkityksensä. He myönsivät, että tavallisissa oloissa »diskonttoruuvi oli oikein käytettynä miltei pettämätön keino setelistön säännöstelemiseksi».² Sodan aikana diskontolla ei sitä vastoin ollut vaikutusta valtion lainanottoon ja tuskin sanottavaa vaikutusta myöskään sotasuhdannevoittojen odotuksissa toimivien teollisuus- ja liikeyritysten luoton käyttöön. Tosin oli epäilemättä olemassa sellaisiakin aloja ja yrityksiä, jotka eivät päässeet osallisiksi suhdannevoitoista ja joiden kohdalla korkokannan nousu niin ollen saattoi merkitä enemmän. Näitä taloudellisen toiminnan haaroja ei kuitenkaan ollut syytä lähteä vielä »rankaisemaan» jyrkällä korkopolitiikalla, varsinkin kun »sellaisen diskonttopolitiikan haitat ja vaarat ovat ilmeiset, ja sen tavoitellut edut, setelistön supistaminen ja hintatason alentaminen, epävarmat».³

Mutatis mutandis ovat esitetyt Ruotsin pankkimiesten käsitykset sinänsä sovellettavissa ja suuressa määrin pätevät meillä Suomessakin sodan aikana vallinneissa olosuhteissa, niin kuin edellä on nähty. Valtaosaltaan inflaation tärkeimmät voimatekijät ja ruokkijat olivat ilmeisesti ainakin korkopolitiikan vaikutuspiirin ulkopuolella. Jos taas korkotasoa nostamalla olisi pyritty tukahduttamaan vuonna 1916 huippunsa saavut-

¹ Ks. ÖSTLIND, m.t., s. 68 ja seur.

² Betänkande rörande åtgärder för penningvärdets reglering, s. 19.

³ Penningvärdebetänkandet, s. 21. Vrt. myös VICTOR MOLL, Växelkurs och bankränta. Ekonomisk Tidskrift 1915; Sama, Riksbanken och dyrtiden. Ekonomisk Tidskrift 1917; C. TH. USSING, m.t., s. 131.

tanut spekulatiivinen yritteliäisyys ja pörssikeinottelu ja siten tältä osin leikkaamaan inflaatiokehitykseltä siivet, erinomaisen voimakkaat toimenpiteet olisivat selvästikin olleet tarpeen. Kuten Tanskan keskuspankin sodan aikainen pääjohtaja on vastaavanlaisesta tilanteesta lausunut: »vaikkapa edellyttäisiinkin, että pankit olisivat halunneet seurata (keskuspankin diskonton mahdollista korotusta) ja nostaa antolainauskorkojaan yhdessä keskuspankin kanssa, korkeampi diskonto ei vähimmässäkään määrin olisi pystynyt pidättämään havittelijoita lainaamasta rahaa spekulatioihinsa. Sillä mitäpä merkitsi korkokannan kohoaminen yhden, kahden tai kolmen prosentin verran v u o d e s s a verrattuna niihin havitteluvoittoihin, joita pörssipeli lupasi k u u k a u d e s s a, v i i k o s s a, niin vieläpä p ä i v ä s s ä k i n.»¹

Tällaisissa oloissa ei myöskin ole lainkaan uskottavaa, että korkokannan kohtuullinen korottaminen olisi pystynyt lisäämään talletusaltiutta. Niin paradoksaaliselta kuin saattaa kuulostaakin, voidaan myös sanoa, että alhainen korkokanta meidän olosuhteissamme saattoi päinvastoin tietysti määrin suorastaan vaikuttaa rahamarkkinain likviditeettiä supistavasti ja sitä tietä anti-inflatorisestikin. Näin saattoi olla laita sikäli, kuin talletuskorkojen alhaisuus ja pankkien haluttomuus ottaa vastaan uusia talletuksia vahvistivat yleisön halukkuutta pitää p a s s i i v i s i a käteiskassoja. Toisaalta on kuitenkin todennäköistä, että matala korkotaso osaltaan myös lisäsi yleisön valmiutta spekulatiivisiin liiketoimiin. Kumpi vaikutus oli voimakkaampi, ei ole selville saata- vissa; joka tapauksessa on kuitenkin syytä muistaa, ettei yleisön »infla- tiotietoisuus» vielä maailmansodan vuosina ollut erityisen kehittynyt, vaan päinvastoin yleisesti odotettiin hintatason sodan päätyttyä jälleen laskevan.

Kuten sanottu, skeptillisiltä käsityksiltä ei suinkaan puuttunut pohjaa ja oikeutusta. Siitä huolimatta ei ole syytä liian suurella määrin rinnastaa Suomen Pankin ja muiden skandinaavisten keskuspankkien korkopoliittisia pyrkimyksiä näinä vuosina, yhtä vähän kuin voidaan tosiasiallisesti harjoitettua korkopoliittikkaa pitää — enempää meillä kuin muissakaan pohjoismaissa — kiistattomasti tarkoituksenmukai- simpana. Ensinnäkin on muistettava, että »halvan rahan» perustelut Suomessa melkoisessa määrin erosivat esimerkiksi Ruotsissa esitetyistä

¹ USSING, m. t., s. 132. — Suomessa tapahtuneen pörssikurssien nousun voimak- kuudesta mainittakoon, että huomattavimpien metsä-, metalli- ja tekstiiliteollisuus- yritysten osakkeiden kurssit kohosivat syksystä 1915 syksyyn 1916 mennessä keski- määrin 400—500 %. Ks. KAUPPALEHTI 11. 10. 1916.

motiiveista alhaisen korkotason säilyttämiseen. Sen sijaan, että siellä diskonttopoliittinen passiivisuus johtui lähinnä aktiivisempaa politiikkaa kohtaan tunnetusta epäluottamuksesta ja pyrkimyksestä olla heikentämättä eräiden teollisuudenhaarojen ja ennen kaikkea asunnonrakennustoiminnan edellytyksiä, meillä »halpaa rahaa» niin hyvin Suomen Pankin kuin yleensä liike-elämänkin taholta pidettiin luonnostaan lankeavana ja vallinneen rahanrunsauden nojalla jo kyllin perusteltuna ilmiönä.¹ Tämähän tulee selvästi näkyviin myös jo aikaisemmin siteeratusta Suomen Pankin lausunnosta ennen diskontton alentamista toukokuussa 1916. Näiltä vuosilta hakeekin turhaan merkkejä siitä, että harjoitetun korkopolitiikan oikeellisuus meillä julkisuudessa olisi koskaan edes vakavasti asetettu kysymyksen alaiseksi.

Toiseksi on huomattava, että aktiivisempaan korkopolitiikkaan liittyneet haitat Suomessa todennäköisesti olisivat jääneet varsin vähäisiksi. Asuntojen tuotanto oli työvoima- ja materiaalipulan sekä myöhemmin tapahtuvan hintatason alenemisen odotuksen johdosta käytännöllisesti katsoen pysähtynyt jo sodan ensimmäisen vuoden aikana. Teollisuuden alalla taas valtaosa kaikista teollisuudenhaaroista ja laitoksista välittömästi tai välillisesti hyötyi sotasuhdanteesta ja hintojen noususta, mikä — osittain harhaan johtavastikin — tuli näkyviin mm. ennen kokemattoman suurten osinkojen ja osakkaille eri tavoin maksettujen hyvitysten muodossa.² Ainoa ala, jonka kohdalla korkokustannuksilla olisi saattanut olla sanottavaa merkitystä näinä vuosina, oli sahateollisuus. Tämähän aikaisemmin mainituista syistä kautta koko sodan ajan suuressa määrin tuotti varastoon. Senkin osalta on huomattava, että valuuttakurssien ja markkinahintojen kohoaminen ilmeisesti täysin korvasivat varastoimisen aiheuttamat kustannukset, samalla kun »kassamyynnit» ja toisaalta siirtyminen laatikkolautojen tuotantoon ja vientiin melkoisessa määrin ylläpitivät juoksevia tuloja ja työllisyyttä. Joka tapauksessa on kuitenkin todettava, että sahateollisuuden työntekijämäärä laivausvaikeuksien johdosta voimakkaasti supistui. Korkokannan korottamisella olisi siten tuskin ollut tilannetta enää olennaisesti heikentävää vaikutusta.³

Toisaalta on kyllä ilmeistä, ettei diskontton korotuksella olisi ollut sanottavaa vaikutusta pörssikeinotteluun ja kiihkeään yritteliäisyyteen

¹ Ks. esim. MERCATOR 26. 5. 1916.

² Ks. esim. KAUPPALEHTI 15. 6. 1916 ja GÖRAN STJERNSCHANTZ, Porin Puuvilla 1898—1948, s. 132—134.

³ Vrt. ALEXANDER FREY, Det ekonomiska läget. Ekonomiska Samfundets Tidsskrift 1916, s. 4.

ylipäänsä. Yhtä vähän voidaan kuvitella, että se olisi pystynyt pysäyttämään inflaation kulun. Siitä huolimatta saatetaan hyvällä syyllä kysyä, eikö Suomen Pankin sittenkin olisi ollut käytettävä tätä silloisissa oloissa kenties ainoata asettaan inflaation vastustamiseksi. Senkin uhalla, ettei keskuspankin suorittama diskonton korotus olisi poikkeuksellisen hyvän likviditeetin vallitessa — niin kuin on luultavaa — edes pystynyt saamaan liikepankkeja mukaansa, tällaisen diskonttopolitiikan »moraalinen» vaikutus olisi kuitenkin ollut kiistaton. Se olisi joka tapauksessa ollut osoituksena siitä, että keskuspankin taholla tilanteen kehitystä tarkasteltiin huolestunein mielin ja, vaikka kädet olivatkin sidotut, haluttiin edes jollain tavoin torjua rahan arvon vakuuutta uhkaavia vaaroja. Se, ettei tähän tapaan menetelty, johtuikin ilmeisesti viime kädessä siitä, ettei tällaisia vaaroja tosiasiallisesti oikein nähtykään.

2. Rahamarkkinain kiristyminen ja inflaatio vuosina 1918—1920.

21. Rahamarkkinain kiristyminen vuonna 1918.

Venäjän vallakumoukselliset tapahtumat johtivat jo vuoden 1917 kuluessa edellisinä vuosina vallinneen vilkkaan kaupankäynnin hiljenemiseen ja sotasuhdanteen katkeamiseen Suomessa. Ulkomaankaupan kokonaisuaihto samoin kuin tuontikin markkoissa mitattuna kylläkin vielä kohosi edellisen vuoden arvoja korkeammalle, mutta vienti sitä vastoin jäi jo arvoltaan ja vielä enemmän volyymiltaan vuoden 1916 tasoa alhaisemmaksi. Tuonnin volyymikin, joka vuonna 1916 oli ollut 82 pistettä (1913 = 100), supistui markkamääräisen arvon kasvusta huolimatta 48 pisteeseen ja näkyvä vienti vastaavasti 59:stä aina 34 pisteeseen. Tämä seikka ei tietenkään voinut olla vaikuttamatta myös tuotantolämänn aktiviteettiin, jossa oli havaittavissa vuoden 1917 lopulla selviä hiljenemisen merkkejä.

Tätä mainittujen syiden aiheuttamaa lamauttavaa vaikutusta tehosti sitten seuraavan vuoden alussa puhjennut ja kevääseen saakka kestänyt sisällissota. Sen johdosta kaikki tuotantotoiminta lamaan-tui enemmän tai vähemmän kuukausimääräksi. Teollisuustuotannon volyymi oli siten vuonna 1918 vain vajaat 40 % vuoden 1913 määrästä. Osaksi epäedullisten sääsuhteiden, osaksi taas maassa kevät-töiden aikana vallinneen sotatilan ja rauhattomuuden johdosta vuoden satotuloskin muodostui heikoksi. Tällä seikalla oli yhdessä Venäjältä tapahtuneen viljan ym. hyödykkeiden tuonnin katkeamisen kanssa maan

elintarvikehuoltoon ja ylipäänsä tavaratilanteeseen kohtalokas vaikutus, kun kauppayhteyksiä länteenkään ei vielä saatu solmituksi.

Tuotantotoiminnan osittainen lamautuminen ei kuitenkaan näkynyt rahamarkkinoilla tilanteen kevenemisenä. Päinvastoin vuoden 1918 kuluessa pankkien likviditeettiasema olennaisesti kiristyi. Ensi näkemältä saattaa herättää ihmetystä, miksi rahamarkkinat kiristyivät juuri vuoden 1918 kuluessa, jolloin hyödykkeiden puutteen vuoksi puhtaasti liiketoimivaikuttimen aiheuttaman kassantarpeen olisi luullut melkoisesti supistuvan. Näin kaiketi jossain määrin tapahtuikin, mutta toisaalta erityiset olosuhteet olivat omiaan voimakkaasti suurentamaan käteiskassojen pitotarvetta.

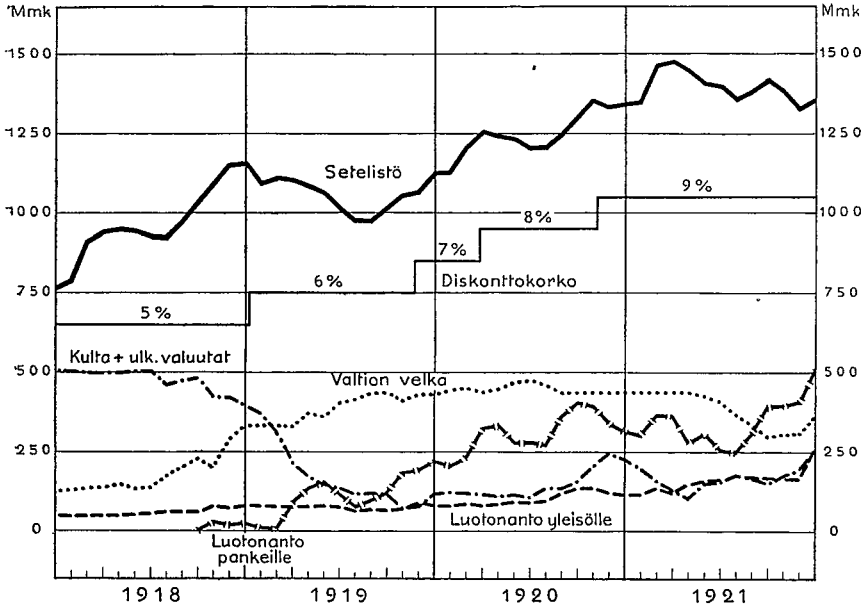
Eusinnäkin tavarapulan paheneminen ja nimenomaan elintarvikkeiden nopeasti kärjistynyt puute vaikuttivat hintatasoa korottavasti. Maataloustuotteiden hinnat kohosivatkin sekä laillisessa kaupassa että »mustassa pörssissä» jyrkästi, samalla kun elinkustannusindeksi nousi vuoden kuluessa yli kaksinkertaiseksi ja tukkuhintaindeksikin runsaat 50 %. On selvää, että tämä seikka jo yksinäänkin kompensoi vähentyneen tavarankäytön aiheuttamaa supistavaa vaikutusta liiketoimikassoissa. Lisäksi tuli sotatilan aikana juurtunut tarve tavallista suurempien käteiskassojen pitämiseen odottamattomien tapausten varalta, mitä vielä oli omiaan tehostamaan tänä aikana tapahtunut ilmeinen muutos kansantulon jakaantumisessa¹ kassanpitotottumuksiltaan vanhoillisempien maataloustuottajain ja yleensä maalaisväestön hyväksi. Kun näihin näkökohtiin vielä lisätään hintojen jatkuvan kohoamisen aiheuttama pyrkimys spekulatiivisten käteiskassojen suurentamiseen, tapahtunut rahamarkkinain kiristyminen alkaakin käydä ymmärrettäväksi.

2a. Rahapolitiikan päämäärien etsintää.

Niin kuin aikaisemmin on todettu, varsinaisesta määrätietoisesta rahapolitiikasta ei maailmansodan alkuvuosina voitu Suomessa juuri puhua. Tosiasiallisesti vasta vuonna 1917 kysymys markan ulkomaisen ja kotimaisen arvon jatkuvan alenemisen estämisestä tuli päiväjärjestykseen maamme raha-asiaain hoidosta ja tilasta vastuussa olevien viranomaisten piirissä. Polttopisteeseen joutui tällöin lähinnä kysymys liial-

¹ Tämä asiain tila, joka lehdistössä useaan otteeseen todettiin, tulee välillisesti näkyviin mm. maaseutu- ja kaupunkisäästöpankkien talletusten kehityksestä. Maaseudulla toimivien säästöpankkien osuus säästöpankkien koko talletuskannasta oli maailmansotaa edeltäneinä vuosina noin 45 %, mutta kohosi sodan loppuvuosina elintarvikepuulan kiristytessä nopeasti aina 60 %:iin. Myöhemmin 1920- ja 1930-luvuilla se jälleen aleni miltei entiselleen kohotakseen taas vuosina 1930—1947.

Kuvio 4. Suomen Pankin tila vuosina 1918—1921.



lisen setelistön supistamisesta. Kuten jo on esitetty, pankinjohtaja SCHYBERGSON oli kylläkin jo vuonna 1915 kiinnittänyt huomiota setelistön kasvun estämiseen nimenomaan rahanarvopoliittisista syistä. Tapa, jolla ns. valuuttalainojen rahoitus sittemmin järjestettiin, ei kuitenkaan tyydyttänyt tätä tarvetta.

Vuonna 1917 sitä vastoin pankkivaltuusmiesten piirissä oli jo herännyt aktiivinen harrastus rahanarvon turvaamista ja setelistön supistamista kohtaan. Tästä on osoituksena mm. pankkivaltuusmiesten silloisen puheenjohtajan, tohtori EDVARD GYLLINGIN valtuusmiesten kokouksessa 25. 5. 1917 tekemä ehdotus valtion obligaatiolainan ottamisesta vapailta markkinoilta ja saatujen markkamäärien luovuttamisesta Suomen Pankille Venäjän valtion obligatioita vastaan. Täten aikaansaatavan setelistön vähentämisen piti tapahtua juuri »hintatason vakaannuttamiseksi ja luottamuksen säilyttämiseksi setelirahaan» varsinkin ja nimenomaan, »kun tavallista monenkertaisesti isomman setelimäärän liikkeessä olo vaikuttaa turmiollisesti maan rahalaitokseen, jota paitsi paperirahan lisätty liikkeelle laskeminen saattaa viedä suuriin tappioihin, jos luottamus tähän rahaan häviää.»¹

¹ Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1917, 25. 5. 1917.

Tämän ehdotuksen mukainen hallituksen esitys annettiin eduskunnalle vuoden 1917 aikana kahteenkin otteeseen. Kapinan puhkeamisen ja tilanteen muuttumisen johdosta ajatuksen toteuttamisesta ei kuitenkaan sitten tullut mitään.

Toisena osoituksena asianomaisilla tahoilla kasvaneesta mielenkiinnosta rahanarvopoliittisia kysymyksiä kohtaan on mm. Suomen Pankin pääjohtajan CLAS VON COLLANIN ja pankinjohtaja TH. WEGELIUKSEN käynti syksyllä 1917 Tukholmassa kuulostelemassa sikkäläisten asiantuntijain mielipiteitä Suomen markan kurssin alenemisen syistä.¹ Ilmeisesti tämän käyntiajatuksen inspiroimana tohtori GYLLING kokouksessa 16. 10. 1917 ehdotti pankkivaltuusmiehille, että pääjohtaja v. Collan valtuutettaisiin Tukholmassa käydessään kääntymään eräiden kansantalous- ja pankkimiesten puoleen pyytämään lausuntoa siitä:

»Missä määrin on setelimäärän lisäys todellisen cirkulatsioonin tarpeiden vaatima ja missä määrin on setelinrunsauden katsottava vaikuttaneen hintatasoon, sekä mikä vaikutus on sillä ollut valuuttakursseihin;

olisiko ja millä keinoilla setelien määrän kasvua mahdollinen estää;

olisiko tarkoituksenmukaista ja mahdollista suunnitella sellaisia toimenpiteitä, joiden kautta setelimäärä huomattavasti vähennettäisiin, mikä olisi tällaisen toimenpiteen taloudellinen vaikutus ja millä keinoilla olisi se aikaan saatavissa;

mitä muita ehdotuksia ja toimenpiteitä Suomen rahalaitoksen vastaisen järjestelyn kannalta olisi pidettävä suotavana.»

Johtokunnan epäävän lausunnon johdosta asia raukesi; kuitenkin v. Collan matkalta palattuaan esitti pankkivaltuusmiehille Sveriges Riksbankin entisen pääjohtajan, vapaaherra LANGENSKIÖLDIN lausunnon mahdollisuuksista markan arvon kohottamiseksi. Langenskiöld piti rahan arvon kohottamisen perusedellytyksenä setelistön supistamista, joskaan hänen mielestään ei deflatoristen haittojen vuoksi ollut enää viisasta pyrkiä vanhaan kultapariteettiin eikä ylen voimakkaaseen setelistön pienentämiseen.²

Yleisenä käsityksenä oli vielä vuoden 1917 lopulla niin hyvin »asiantuntijoiden» kuin »suuren yleisön» keskuudessa, että markan arvo olisi

¹ Ks. TUDEER, m.t., s. 84.

² Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1917.

palautettavissa ennalleen, ts. sodan edelliseen kultapariteettiinsa.¹ Skeptillisempiäkin ja edellä selostetun vapaaherra Langenskiöldin mieliteen kanssa yhteen lankeavia käsityksiä kuitenkin esitettiin jo vuoden 1917 puolella.²

Kapinan puhkeaminen ja sisällissota aiheuttivat sitten melkoisia muutoksia kokonaistilanteeseen, samalla kun määrätietoisesta rahanarvopoliitikasta ei sodan aikana luonnollisesti saattanut olla puhetta.

Syksyllä 1918 rahamarkkinoiden tuntuva ja ilmeinen kiristyminen yhdessä hintatason voimakkaan kohoamisen kanssa teki rahapolitiikan päämäärien ja keinojen selvittämisen uudelleen ajankohtaiseksi. »Kaupalehdessä» nimimerkki »J-i» (Eino Jauri) käsitteli kolmen kirjoituksen puitteissa »raha-arvon säännöstelyä» pitäen lähtökohtanaan Ruotsissa asetetun rahanarvokomitean aikaisemmin mainittua mietintöä. Kirjoituksissa todettiin, että »hintojen nousun pääsyyt, tavaranniukkuus ja setelien liika-anto» meillä ovat tunnetut »ainakin kaikille taloustieteellisesti kouluutetuille.» Parannuksen aikaansaamiseksi olisi setelistöä ollut pyrittävä supistamaan kaikin keinoin.³

Viralliselta taholta ei näihin aikoihin rahapolitiikan päämäärästä sen enemmän kuin keinojen käyttämisestäkään esitetty lausuntoja.

Joka tapauksessa on todettava keskuspankin pysyneen koko vuoden 1918 ajan ulkonaisesti täysin passiivisena. Hintatason jatkuva kohoaminen ja rinnan sen kanssa tapahtunut rahamarkkinain kiristyminen eivät aiheuttaneet toimenpiteitä keskuspankin taholta. Näin siitä huolimatta että, niin kuin edellä siteeratussa kirjoituksessa mainittiin, syksyllä 1918 kysyttiin pääomaa »tavattomasti myös tuotannollisessa suhteessa hyödyttömiin jopa turmiollisiin tarkoituksiin» ja elettiin »keinottelun kulusta aikaa».

Näissä oloissa olisi odottanut, että Suomen Pankki olisi katsonut asiakseen puuttua tähän laajasti paisuneeseen ja ainakin huomattavalta osaltaan luottovaroin rahoitettuun osakekeinotteluun ja kaikenlaiseen »jobbaukseen».

Voidaan tietenkin kysyä, missä määrin harjoitetulla osake- ym. keinottelulla oli rahanarvopoliittista merkitystä ja missä määrin keskuspankin oli syytä ylipäänsä harkita sen hillitsemistä.

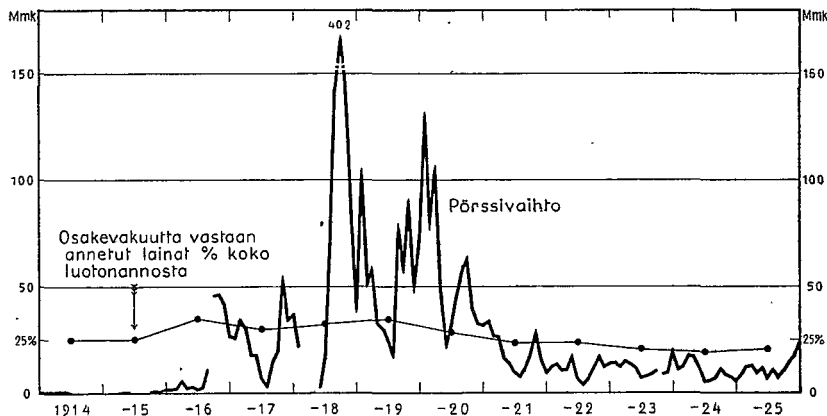
Yleisesti katsoen voitaneen sanoa, ettei osakehävittelulla sinänsä, jollei se saa perin laajoja ja epäterveitä mittasuhteita, ole paljonkaan

¹ Vrt. Korpisaari, Suomen rahan arvon aleneminen s. 32 ja Tudeer, m.t., s. 85.

² Ks. esim. Tor von Wright, Dyrtiden. Mercator 52/1917.

³ J(AUR)I, Raha-arvon säännöstelystä I—III. Kaupalehti 26, 27, 28/1918.

Kuvio 5. Pörssivaihto ja liikepankkien osakeluotot vuosina 1914—1925.



suoranaista vaikutusta yleisen hintatason muodostumiseen. Suurempi kansantaloudellinen merkitys tällaisella keinottelulla on ainostaan silloin, kun se johtaa kestättömiin reaalijoituksiin ja vararikkojen kautta aiheuttaa tuotanto- ja työllisyystasapainon järkkymistä. Toinen tie, jota myöten osakekeinottelun voisi katsoa välittömästi johtavan reaali- ja rahataloudellisesti merkittäviin seuraamuksiin, on »finanssisfääriin» kasvanut kassantarve. Sen voidaan ajatella saattavan aiheuttaa pankkien kassojen supistumista ja siten heikentävän niiden luotonantokapasiteettia, tai pankkien kassojen pysyessä suuruudeltaan muuttumattomina, osakelainauksen paisumisen kautta muuten johtavan luottovolyymien kohoamiseen kassojen sallimaan ylärajaan. Kummassakin tapauksessa seurauksena on lähinnä tuotantoelämän — tai valtion — osalle riittävän luottovolyymien supistuminen, millä seikalla taas voi tietyissä olosuhteissa olla yleis- ja rahataloudellisesti haitallisia vaikutuksia.

Luottovaroilla harjoitetun osakehävittelyn raha- ja pääomamärkinnoita kiristävä vaikutus on kylläkin haluttu kiistää ja viitattu ennen kaikkea siihen, ettei tällaisissa liiketoimissa ensinnäkään yleensä käytetä käteisrahaa ja että toiseksi ostajan rahanmeno automaattisesti merkitsee myyjälle tuloa. Jos molemmat ovat pankkien tiliasiakkaita, pankkijärjestelmän likviditeetti ei tällaisessa tapauksessa heikkene eivätkä luottomarkkinat kiristy.¹ Näin ilmeisesti onkin laita kehittyneen shekki-

¹ Ks. GUSTAV CASSEL, Diskontopolitik och börsspekulation ja Sama, Tar fondbörsen kapital i anspråk? Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Oktober 1928 ja April 1929. Vrt. myös R. S. SAYERS, Modern Banking, s. 321.

liikkeen omaavissa maissa. Ensimmäisen maailmansodan aikaisessa ja jälkeisessä Suomessa päättely ei nähtävästi kuitenkaan pidä täysin paikkaansa. Osakehavittelun saadessa sellaiset mittasuhteet, kuin meillä vuosina 1916 ja 1918—1920 oli laita, niin että siihen osallistuu paljon ihmisiä varsinaisten spekulanttien piirin ulkopuolelta, suoranaisten havittelu- ja valmiuskassojen pito varmasti myös yleistyy. On niinkään muistettava, että shekkiliike pääsi Suomessa varsinaisesti vauhtiin vasta 1920-luvun alusta lukien. Välikäsitkin tällaisella »tavallisten» ihmisten piirissä vallinneella keinottelukuumeella epäilemättä on tietystä määrin hintatasoa kohottavaa ja siten myös liiketoimikassan paisumisen välityksellä luottomarkkinoita kiristävää vaikutusta suurten ja helposti ansaittujien voittojen houkutellessa lisäämään kulutusta ja tavarain niukkuuden vallitessa tarjoamaan ylihintoja (vrt. kuviota 5).

Puhdas osakehavittelukin oli täten todennäköisesti kysymyksessä olevina vuosina omiaan edistämään inflaatiokehitystä ja jouduttamaan rahamarkkinain kiristymistä. Eräissä toisissa suhteissa voidaan syksystä 1918 lähtien tapahtunutta luottovolyymien paisumista pitää sekä reaali-että rahataloudellisen tasapainon kannalta vieläkin vahingollisempana. Näin oli laita siltä osalta kuin luottovolyymien kasvaminen johtui uusien keinotteluyritysten perustamisesta ja hyödykkeillä harjoitetun suoranaisten »gulašsauksen» rahoittamisesta. Hyödykepulon kiristytessä ulkomaankaupan katkeamisen johdosta maassa olevat vähäiset tavaravarastot joutuivat useissa tapauksissa häikäilemättömän hintakeinottelun kohteiksi, samalla kun toisaalta yleinen hintojen nousu synnytti runsaasti spekulatiivista yritteliäisyyttä.

Kuten Korpisaarikin toteaa, olisi »talouselämä kokonaisuudessaan melkoisessa määrin hyötynyt siitä, jos tämän vuoden (1918) spekulatiivinen luotonkysyntä olisi jäänyt tyydyttämättä»,¹ ja että »oikeutettu luotonkysyntä» olisi silti hyvin voitu tyydyttää:

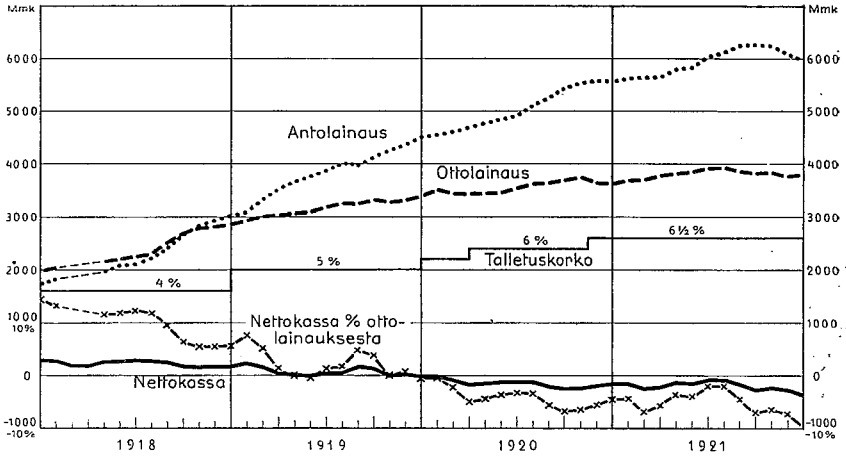
Kysymys on tällöin vain siitä, millä keinoin luotonannon rajoittamisen olisi pitänyt tapahtua. Ilmeisesti tässä tarkoituksessa tehokkaimmat toimenpiteet olisivat olleet joko setelistön tuntuva supistaminen ja sitä tietä pankkien luotonantokapasiteetin heikentäminen tai määrätietoisesti toimeenpantu luotonannon kvalitatiivinen säännöstely.

Aikaisemmin suunnitellusta maksuvälineiden määrän supistamisesta ei kuitenkaan enää vuonna 1918 tullut — monestakaan syystä — mitään.² Siitä huolimatta, että valuuttojen myynti tuonnin rahoittami-

¹ Korpisaari, Suomen markka 1914—1925, s. 98.

² Ks. esim. Korpisaari, m.t., s. 98 ja seur.

Kuvio 6. Liikepankkien likviditeetti ja lainausliike vuosina 1918—1921.



seksi oli omiaan jossain määrin supistamaan setelistöä, tämän kokonaismäärä pääasiallisesti valtion Suomen Pankista ottaman luoton lisääntymisen johdosta päinvastoin kasvoi neljäntäsataa miljoonaa markkaa. Edullinen ajankohta setelistön vähentämiseksi oli ilmeisesti jo sivuutettu.

Luotonannon suoranainen kvalitatiivinen säännöstely, jota ajatusta eräiden muiden maiden esimerkkiin viittaamalla mm. edellä mainituissa »Kauppalehden» artikkeleissa kosketeltiin, ei myöskään — kaiketi outoutensa ja eritoten liike-elämän piirissä vallinneen vieroksuvan suhtautumisen vuoksi — vielä tällöin joutunut edes vakavasti pohdittavaksi.

Rahamarkkinain vähitellen tapahtunut kiristyminen toi sitä vastoin ennen pitkää esiin kysymyksen korkokannan korottamisesta. Jo vuoden 1917 joulukuulla oli Ruotsissa syksyn kuluessa tapahtunut korkopoliitiikan aktivoituminen — Riksbanken oli syyskuussa 1917 setelistöni voimakkaasti kasvaessa ja setelinantovaran supistuessa nostanut diskonttonsa 5 %:sta 6 %:iin — herättänyt täällä huomiota, ja tällöin oli ennusteltu kysymyksen ennen pitkää meilläkin käyvän ajankohtaiseksi. Samassa yhteydessä viitattiin Ruotsissa sodan aikana diskonttokysymyksessä vallinneeseen »praktikkojen» ja »teoreetikkojen» mielipiteiden ristiriitaisuuteen ja todettiin nyt tapahtuneiden diskontton korotusten tarkoituksena olleen »osaksi vahvistaa setelinantovaraa, osaksi rajoittaa setelinkiertoa ottaen huomioon vallitsevan kalliin ajan. Pankkivaltuusmiehet ovat siis täten käytännössä osoittaneet hyväksyvänsä sen usei-

den kansantalousmiesten ja erityisesti professori G. Casselin esittämän väitteen, että setelitulva nostaa tavaroiden hintatasoa . . . ja että diskonttoruuvi on suositeltava keino sitä vastaan.»¹

Nähtävästi lähinnä rahamarkkinoilla jatkuvasti vallinneen suhteellisen keveyden ja toisaalta poikkeuksellisten olojen sekä teollisuuden toiminnan osittaisen lamatilan johdosta Suomen Pankin johtokunta ei kuitenkaan koko vuonna 1918 katsonut aiheelliseksi muuttaa diskonttoa. Merkille pantavaa onkin, että aloite ensimmäiseen koronmuutokseen lähti liikepankkien taholta.

Pankkien likvideettiaseman kiristyminen oli jo alkusyksystä herättänyt ajatuksen korkokannan nostamisesta. Vaikka kysymys sitten oli syksyn kuluessa aika ajoin esillä Pankkiyhdistyksen piirissä,² ei tilanetta kuitenkaan nimenomaan suurempien pankkien taholla vielä pidetty niin vakavana, että olisi ollut syytä ryhtyä koron korotukseen. Joulukuuhun mennessä kuitenkin lähinnä uusien pikkupankkien taholta tullut paine — nämä olivat erityisen halukkaita nostamaan korkoa kilpaillessaan talletusvaroista muiden rahalaitosten, ennen kaikkea säästöpankkien kanssa — yhdessä kassojen heikkenemisen ja luotonannon voimakkaan kasvamisen kanssa sai ratkaisun kallistumaan koron nostamisen puolelle.

Pankkiyhdistyksen jäsenten keskuudessa suoritettu tiedustelu osoitti valtaosan kannattavan talletuskoron nostamista 4 %:sta suoraan 5 %:iin eräiden suurpankkien ollessa $\frac{1}{2}$ %:n korotuksen kannalla. Lopputulokseksi tuli, että talletuskorko päätettiin vuoden vaihteesta nostaa 5 %:iin ja shekkitilin korko 2 %:iin, samalla kun myös luotonantokorkoja vastaavasti korotettiin.

Varsinaiseen päätökseen johtanut motivointi ei käy ilmi kirjallisista lähteistä. Lehdistössä esitettiin sen perusteluiksi lähinnä kesästä lähtien käynnissä ollut vilkas perustamistoiminta sekä odotettavissa olevien suurten veronmaksujen aiheuttama luoton kysynnän kasvaminen. Näiden lisäksi myös hintojen voimakas nousu ja toisaalta varsinkin maa-seudulla muka harjoitettu tesaurointi mainittiin rahamarkkinoita kiristäneinä syinä. «Nähtäväksi jää, pystyykö nyt suoritettu korotus houkuttelemaan rahoja piiloista vai tarvitaanko uusia korotuksia.»³ Voitaneen olettaa näiden näkökohtien väikkyneen myös päätöksen tekijäin mielissä.

Liikepankkien aloite johti sitten virallisen diskontton korottamiseen

¹ MERCATOR 51/1917, 21. 12. 1917.

² Ks. Pankkiyhdistyksen hallituksen pöytäkirjaa 28. 10. 1918.

³ MERCATOR 39/1918, 27. 12. 1918.

tammikuun 8 päivästä lähtien 6 %:iin. Samoin seurasivat muidenkin rahalaitosten korot liikepankkien korkojen nousua.

Sikäli kuin korkokannan korottamisella pyrittiin palauttamaan rahamarkkinain tasapaino, keino ei johtanut tarkoitettuun tulokseen. Liikepankkien anto- ja ottolainauksen välille vuoden 1918 lopulla syntynyt juopa leveni jatkuvasti. Samalla niiden likviditeetti myös vuoden 1919 alkupuolella edelleen heikkeni.

Tämä johtui kuitenkin pääasiallisesti Suomen Pankin valuuttavarannon suuren supistumisen aiheuttamasta yhteiskunnan kassan pienemisestä, samalla kun yleisön kassanpitopyrkimys ei aluksi osoittanut vastaavaa vähenemistä. Vuoden 1919 toisella neljänneksellä sitä vastoin tässä suhteessa tapahtui jo tasaantumista, varsinkin kun toisaalta syyskesästä valtion luotonoton lisääntyminen Suomen Pankista välillisesti vahvisti huomattavasti pankkien kassoja.

Joka tapauksessa on todettava, ettei yleisön kassantarve vuoden 1919 alkupuolella, niin kuin edellisenä vuonna, osoittanut kasvamisen merkkejä. Tämä taas lähinnä johtui siitä, että hintataso, ennen kaikkea elinkustannusindeksin mukaan, huoltotilanteen helpottumisen ja suhteellisen halpojen ulkomaisten tuotteiden saannin ansiosta oli laskusuunnassa ja yleisesti odotettiin — niin meillä kuin muuallakin — sen edelleen laskevan. Luottamus niin hyvin Suomen reaali- kuin rahataloudellisen aseman vahvistumiseen oli vuoden 1919 alkupuolella varsin yleinen. Tätä luottamusta oli erityisesti vielä omiaan vahvistamaan se seikka, että valuuttakurssien nousu oli pysähtynyt. Maalla oli runsaat puutavaravarastot valmiina vientiä varten, joten tuonnin rahoittamista vähäisiä valuuttavarantoja syömällä ei pidetty niin vaarallisena. Vaadittiinpa liike-elämän taholta jo tällöin täysin vakavasti tuonnin säännöstelyn lopettamista.

23. Suomen Pankin rahapoliittinen ohjelma.

Vuoden vaihteessa 1918/1919 virkaansa astunut Suomen Pankin uusi pääjohtaja, senaattori OTTO STENROTH asettui kuitenkin jyrkästi vapaakaupan vastustajien puolelle. Helmikuun alussa pidetyssä Kauppa- ja Teollisuuskomission neuvoston kokouksessa hän lausui »kysymyksen olevan nyt siitä, sallivatko maan edut jo nyt vapaakauppaa. Ja erehdys olisi, jos se nyt julistettaisiin. Tärkein kysymys on se, miten voidaan saada rahayksikön arvo kohoamaan mahdollisimman lähelle entistä arvoaan. Sitä vaatii jokaisen yksityisen kansalaisen etu. Sääs-

täminen kaikessa on senvuoksi asetettava mitä yleisimmäksi periaatteeksi.»¹

Eräässä myöhemmin julkaisemassaan kirjoituksessa² pääjohtaja Stenroth esittää edellisen täydennykseksi silloisesta kannastaan mm: »Jo helmikuussa 1919 pidetyssä kokouksessa . . . lausuin käsitykseni, että löytyy kaksi tietä, joita voitaisiin käyttää pyrkiessämme palauttamaan järkevää tasapainoa. Joko käyttämällä . . . säännöstelyjärjestelmää supistaa maamme tuonti välttämättömiin elintarpeisiin ja teollisuuden raaka-aineisiin, kunnes vienti saataisiin elvytetyksi jossain määrin tuontia vastaavaksi, taikka ankaralla luoton kiristämisellä ja korkeilla koroilla vähitellen saada poistetuksi se keinotekoinen ostokyky, jonka inflaatio oli yleisölle antanut. Näistä puolsin edellistä vähemmän vaarallisena sekä talouselämän että yhteiskunnan kannalta.»

Kuukautta myöhemmin (5. 3. 1919) Suomen Pankkiyhdistyksen kokouksessa pitämässään esitelmässä Stenroth sitten yksityiskohtaisesti teki selkoa käsityksistään, »miten voidaan Suomen markan arvo saada nousemaan», mikä oli hänen esitelmänsä nimenä. Lehdissä julkaistujen referaattien³ mukaan esitelmän pääkohdat sisälsivät seuraavaa: »Mitä tulee kysymykseen mahdollisuuksista valuutan arvon nostamiseen, on ensinnäkin huomautettava, että on olemassa vain yksi tie markan arvon lisäämiseen: liikkeessä olevan setelistön vähentäminen.

Tehokas keino tässä suhteessa on korkokannan korottaminen, joka vaikuttaa estävästi sekä luottojen myöntämiseen että uusien yritysten alulle panemiseen. Suomen Pankin taholta suoritettu korkokannan korottaminen ei kuitenkaan nyt tulisi todennäköisesti suuria vaikuttamaan, kun otamme huomioon, miten vähäinen Suomen Pankin kotimainen luotonanto nykyhetkellä on, sekä ettei yksityispankeilla tätä nykyä ole velkaa Suomen Pankille enempää rediskonttojen kuin lainojenkaan muodossa.»

Viitattuaan edellisinä vuosina tapahtuneeseen liikepankkien kassojen ja luotonantomahdollisuuksien paisumiseen pääjohtaja Stenroth jatkoi:

»Yksityispankeilla on näin ollen mahdollisuus vaikuttaa setelimäärään ja valuutan arvoon luotonannollaan huomattavasti suuremmissa määrin kuin Suomen Pankki. Siinä määrin kuin yksityispankit nimittäin käyttävät resurssiaan valtion luoton tarpeen tyydyttämiseen, ne estävät setelimäärän kasvamista, kun taas, jos Suomen Pankki tyydyttää valtion rahantarvetta, tästä aiheutuu vastaavan suuruinen setelistön lisäys.

¹ KAUPPALEHTI 8. 2. 1919.

² OTTO STENROTH, Taloudellinen asema. Helsingin Sanomat 2. 8. 1921.

³ HUFVUDSTADSBLADET ja KAUPPALEHTI 9. 3. 1919.

Jos yksityispankkien luottopolitiikan ja pääoman säännöstelyn avulla voitaisiin saada esim. 200 milj. mk seteleitä pois liikkeestä ja jos Suomen Pankki onnistuisi myymään 200 mmk valtio-obligatsioneja ja jos lisääntynyt tarjonta saisi tavaranhinnat laskemaan, silloin luulen, että meillä olisi hyvät toiveet valuuttamme palauttamisesta entiseen tai ainakin entistä lähentelevään arvoonsa, silloin olisi varmaankin yleisen devalvatsionin uhka vakavine ja nöyryyttävine seurauksineen lopullisesti poistettu.

Jollei meidän sitävastoin lähitulevaisuudessa onnistu poistaa liika-seteleitä liikkeestä, silloin tuloksena otaksuttavasti on, että meidän on lopuksi pakko tunnustaa, ettei meidän kansallisomaisuutemme vastaa niitä suuria arvoja, joihin se nyt kirjataan, ja tämä tosiasia tulisi devalvatsionin kautta saamaan virallisen vahvistusleiman.»

Edellä esitettyjen lausuntojen mukaan Suomen Pankin johdon käsitys niin hyvin rahapolitiikan päämääristä kuin keinoistakin oli tuolloin hyvinkin selvä:

(1) markan koti- ja ulkomainen arvo oli pyrittävä kohottamaan joko entiselleen tai ainakin lähelle entistä arvoaan,

(2) tämän tuli tapahtua pyrkimällä supistamaan setelistöä (a) myymällä markkinoille Suomen Pankin hallussa olevia valtion obligaatioita, (b) pyrkimällä tiukan luottopolitiikan ja yksityispankkien valtiolle myöntämän luoton avulla ainakin estämään setelistön lisääntyminen,

(3) markan ulkomaista arvoa oli tuettava ankaralla tuonnin säännöstelyllä, kunnes vienti saataisiin elpymään.¹

2.4. Korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuudesta.

Merkille pantavaa on, että pääjohtaja Stenroth ei silloisessa tilanteessa katsonut aiheelliseksi turvautua diskonttopolitiikkaan edellä mainittuihin päämääriin pyrittäessä. Esitettyjen lausuntojen mukaan hänen kannanottoaan ei niinkään määrännyt epäluottamus korkokannan nostamisen vaikutuksiin silloisissa olosuhteissa kuin se käsitys, ettei Suomen Pankilla sillä hetkellä olisi ollut mahdollisuuksia saada korkotason nousua yleiseksi ja vaikuttavaksi. Tämän — sinänsä heikosti perustellun — käsityksen kanssa tietyssä ristiriidassa on toisaalta se hänen lausuntonsa, jossa viitataan tuonnin säännöstelyn paremmuuteen verrattuna jyrkkään korkopolitiikkaan keinona markan arvon tukemiseksi.

¹ Vrt. myös OTTO STENROTH, Eräitä piirteitä Suomen Pankin toiminnasta vuosina 1919—1922. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja 1928, s. 123 ja seur.

Tuskin erehdytäänkään otaksuttaessa Suomen Pankin johtokunnan puheenjohtajan kevättalvella 1919 todella pitäneen jyrkkää diskonttopolitiikkaa epätarkoituksenmukaisena keinona silloisten vaikeuksien voittamiseksi ja pyrittäessä asetettuihin päämääriin. Joka tapauksessa on ilmeistä, että pankin johtokunta piti vuoden vaihteessa suoritettua diskonton korotusta sinänsä aivan liian heikkona toimenpiteenä, samalla kun kaiken todennäköisyyden mukaan ei haluttu silloisessa tilanteessa ryhtyä radikaaliseen korkokannan korottamiseen tavoiteltujen deflatoristen vaikutusten saavuttamiseksi.

Tämä kanta olikin hyvin perusteltavissa. Deflaation aikaansaaminen korkopolitiikan avulla olisi edellyttänyt, niin kuin aikaisemmin teoreettisessa osassa on todettu, niin voimakasta kontraktiivista vaikutusta, että yhteiskunnan nimellistulojen taso ja kustannustaso, ts. myös palkkataso, sen johdosta saadaan alenemaan. Jollei tässä tulotason painamisessa onnistuta, ei tarkoitettua deflaatiovaikutusta ilmeisesti myöskään saavuteta.

Nyt oli monta syytä pyrkiä silloisissa oloissa välttämään tällaista tuskallista ja miltei väistämättä vaikeisiin palkkataisteluihin johtavaa kehitystä. Maa oli vasta toipumassa verisen sisällissodan seurauksista; sen niin hyvin sisäinen kuin ulkoinenkin asema oli arka ja epävakaa. Vaikea huoltotilanne yhdessä korkeiden hintojen kanssa vaikeutti kuluttajain asemaa. Toisaalta myös teollisuus kärsi jatkuvasti raaka-aineiden puutteesta ja vajaatyöllisyydestä, kun taas metsäteollisuus joutui tuotamaan varastoon menekkimarkkinain aukeamista odoteltaessa.

Varsinaisen huollon kannalta tärkeä tuotantotoiminta olisi täten ilmeisesti kärsinyt korkokannan korottamisesta — ainakin niin suuresta korotuksesta, että se olisi vaikuttanut. Toisaalta ei ole lainkaan sanottu, että korkokannan nousu olisi kyennyt hillitsemään spekulatiivista yritteliäisyyttä ja tavaranpuutteen ruokkimaa suoranaista keinottelua. Tosiasiallisesti Suomen kansantalous oli kevättalvella 1919 varsin tyypillisessä sodan ja seteli-inflaation jälkitilassa: toisaalla esiintyi raaka-aineiden puutetta ja vajaatyöllisyyttä, toisaalla keinottelua, perustamistoimintaa, »geschäftien» tekoa ja huviteollisuuden kukoistusta.

Näissä olosuhteissa olisi epäilemättä ollut tarkoituksenmukaisempaa pyrkiä suoranaiseen kvalitatiiviseen säännöstelyyn luotonannon rajoittamiseksi ja ohjaamiseksi. Edellä mainitussa maaliskuun 5 päivänä 1919 pidetyssä pankkikokouksessa pääjohtaja Stenrothin esityksestä hyväksyttiinkin tässä mielessä seuraavat ponnet:

»1) että luotonannossa on vaarinoitava mahdollisimman suurta pidättyväisyyttä, 2) että luottoa haettaessa on tutkittava ei ainoastaan

vakuuden pätevyyttä, vaan myöskin huomiota omistettava sille seikalle, että maan käytettävissä olevat varat tulevat käytetyiksi yleisen edun kannalta mahdollisimman hyödyllisellä tavalla, etupäässä produktiivisiin ja tavarahankintaa koskeviin tarkoituksiin, 3) että lainausta osakkeita vastaan supistetaan, mikäli sellainen on toteutettavissa suurempia taloudellisia häiriöitä aikaansaamatta, 4) että lainanantoa kiinteistöspekulatiota vastaan koetetaan mahdollisimman suuresta määrin välttää, 5) että osakkeiden ja obligatioitten emission suhteen on noudatettava kaikkea mahdollista varovaisuutta ja on sellaisiin myötävaikutettava, olkoon kysymys toimivan liikkeen laajentamisesta tai uuden perustamisesta, ainoastaan jos yritys yleisen edun kannalta on pidettävä hyödyllisenä eikä sen aikaansaamista voida suuremmatta haitatta lykätä tuonemaksi.»¹

Pääjohtaja Stenrothin esitelmänsä lopussa ehdottaman »pääoman kontrollineuvoston» asettamisesta vapaaehtoista tietä valvomaan luotonannon säännöstelyä ei kuitenkaan tullut mitään. Koko julkilausuman merkitys jäikin suurimmaksi osaksi symboliseksi, ilman että vaadittavaa tiukkuutta luoton ohjaamisessa onnistuttiin saavuttamaan, niin kuin mm. osakevakuutta vastaan annettujen luottojen suhteellisen merkityksen kasvamisesta ja osake-emissioiden suuresta runsaudesta näkyvä (kuvio 5). Sinänsä lausunto kuitenkin on merkittävänä osoituksena siitä, että meilläkin, lähinnä Ruotsin esikuvan mukaisesti,² Suomen Pankin taholla tuolloin ymmärrettiin pelkän korkolinjan epätarkoituksenmukaisuus silloisissa erikoislaatuissa olosuhteissa tavoitellun tuloksen saavuttamiseksi. Valitettavasti vain tämänkin ajatuksen toteuttaminen — otollisena ajankohtana — jäi puolitiehen, niin kuin monen muunkin sinänsä oikeista lähtökohdista ja tilanteen arvioinnista peräisin olleen talouspoliittisen toimenpiteen kohdalla tuolloin oli laita.

25. Valuuttapolitiikan epäonnistuminen.

Ne toiveet, joita Suomen Pankin johdon taholla oli kiinnitetty suunnitellun raha- ja valuuttapolitiikan onnistumiseen, pettivätkin täysin, ja seuraava kehitys paljasti myös pian asetettujen tavoitteidenkin olleen

¹ KAUPPALEHTI 9. 3. 1919.

² Ruotsissa oli, niin kuin edellä on viitattukin, jo vuoden 1917 syyskuussa asetettu »finansnämnd», joka mm. kiertokirjeessään 12. 4. 1918 korosti samojen seikkojen huomioon ottamisen tärkeyttä luotonannossa kuin yllä olevassa lausunnossa (ks. AFFÄRSVÄRLDEN 1918, s. 1616 ja seur.) Myöhemmin (lokakuussa 1918) asetettiin Ruotsissa myös Riksbankenin aloitteesta »kapitalkontrollnämnd» valvomaan mm. osakeyhtiöiden perustamista ja pääomien korotuksia. Ks. ÖSTLIND, m.t., s. 65.

utopistisia. Valtion obligaatioiden sijoittamisesta markkinoille ja setelistön supistamisesta niiden myynnillä ei tullut mitään.¹ Liikepankkien apu valtion lyhytaikaisen luotontarpeen tyydyttämisessä supistui myös ole-mattomaksi. Kesäkuun lopussa 1919 pankeilla oli kylläkin hallussaan valtion vekseleitä 110 miljoonan markan arvosta, mutta samanaikaisesti niiden velka Suomen Pankille oli kasvanut yhtä paljon; vuoden loppuun mennessä tilanne tässä suhteessa vielä radikaalisti huononi.

Ratkaisevana tekijänä tilanteen kehityksen kannalta oli kuitenkin valuuttapolitiikan epäonnistuminen. Valuuttakurssit, jotka tällöin määräytyivät vapaasti Tukholman valuuttamarkkinoilla markan kurssin mukaisesti, pysyivät vuoden 1919 alusta aina kesäkuuhun saakka jotensakin vakaina. Sen jälkeen tilanne huononi jyrkkää vauhtia, ja vuoden lopussa kurssit olivat keskimäärin kolminkertaiset vuoden alun arvoihin verrattuina (kuvio 7).

Selvää on, että tällaisella nousulla täytyi olla vakauttamispolitiikan kannalta kohtalokkaita seurauksia, varsinkin kun ulkomainen hintakehitys kansainvälisen noususuhdanteen vaikutuksesta oli kohoava. Hintataso kääntyikin uudelleen nousevaksi, ja vuoden 1919 viimeisellä neljänneksellä tukkuhinnat olivat noin 30 % korkeammalla kuin vuotta aikaisemmin; elinkustannusindeksin kohdalla kohoaminen oli vaatimattomampaa, mikä johtui lähinnä elintarvikkeiden puutteen vähenemisen kompensoivasta vaikutuksesta.

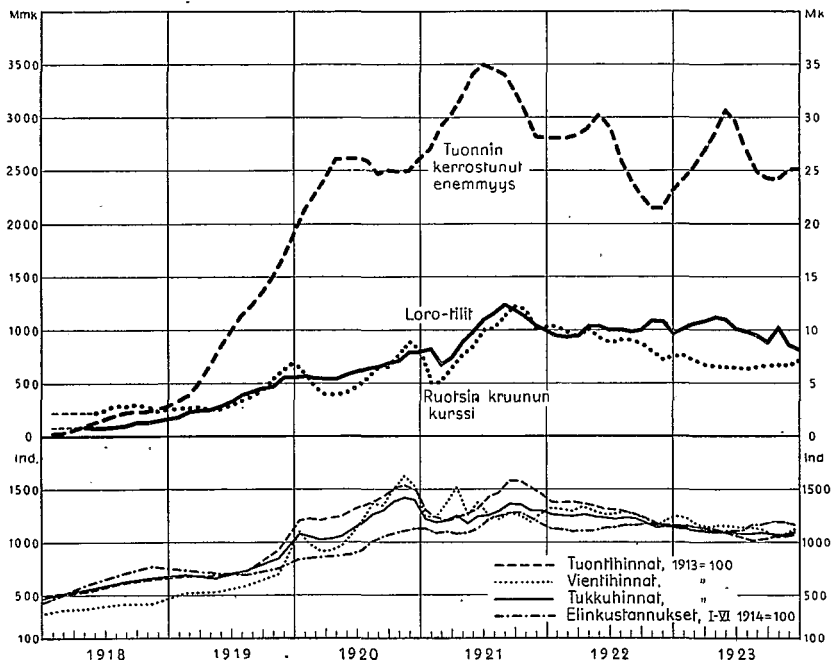
Syitä raha- ja valuuttapolitiikan epäonnistumiseen voidaan löytää useitakin, mutta perimmäisenä aiheena valuuttakurssien kohoamiseen oli viennin ja tuonnin epäsuhteesta johtunut vaihtotaseen heikkous ja se tapa, millä tuonnin enemmyys suureksi osaksi rahoitettiin.

Kauppataseen vajoaus muodostui vuonna 1919 kaikkiaan 1 630 miljoonan markan suuruiseksi. Lähinnä palvelustaseen näkymättömän viennin (rahdit, rahalähetykset yms.) ansiosta vaihtotaseen vajoaus saattoi olla 150—200 miljoonaa pienempi.² Tästä määrästä voitiin Suomen Pankin valuuttavarantoa supistamalla peittää vajaat 400 miljoonaa markkaa, samalla kun liikepankkien velat ulkomaisille kirjeenvaihtajille kasvoivat myös noin 400 miljoonaa markkaa. Loput 700—800 miljoonaa jäivät osaksi yksityisten tuontiliikkeiden lyhytaikaiseksi velaksi ulkomaisille liikkeille, osa suoritettiin ostamalla vientiliikkeiltä näiden seuraavan vuoden laivauksista saamia etumaksuvaluuttoja ja osa taas rahoi-

¹ Ks. OTTO STENROTH, Eräitä piirteitä . . . , s. 119.

² Vrt. K. W. HOPPU, Suomen maksubilanssi. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja 1/1920, s. 13 ja seur.

Kuvio 7. Ulkomaankaupan ja rahanarvon kehitys vuosina 1918—1923.



tettiin myymällä Suomen markkoja lähinnä Tukholman valuuttamarkkinoilla.¹

Erityisen kohtalokkaaksi markkan ulkomaisen arvon kannalta muodostui ilmeisesti juuri markkojen myynti ulkomaille. Tämä tapahtui siten, että tuontiliikkeet, jotka olivat saaneet tuontilisenssejä, mutta joille Suomen Pankki ei ollut voinut myydä valuuttaa, kääntyivät lähinnä yksityisten pankkiirien puoleen; nämä sitten markkoja myymällä hankkivat valuuttoja, etupäässä Tukholmasta. Täällä markkoilla oli melkoisesti kysyntää, koska varsin yleisesti otaksuttiin Suomen markkan arvon myöhemmin kohoavan. Samasta syystä niin hyvin keinottelijat kuin monet ulkomaiset vientiliikkeet olivat myös halukkaita markkan kurssin nousun toivossa pitämään markkatalletuksia Suomen pankeissa.

Joka tapauksessa Tukholmassa esiintynyt Suomen valuutan runsas tarjonta, joka jo keväällä 1919 saattoi nousta useihin kymmeneen mil-

¹ Ks. Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kertomusta vuodelta 1919, s. 2. Vrt. myös KORPISAARI, m.t., s. 129 ja seur.

joonin päivässä,¹ oli omiaan sillä hetkellä alentamaan markan kurssia. Tämä kuvastuu mm. siitä yhdensuuntaisuudesta, mikä vallitsi toisaalta liikepankkien ulkomaisten velkojen kasvun ja toisaalta valuuttakurssien nousun välillä. Valtaosa liikepankkien ulkomaaisista veloista oli juuri ulkomaalaisten markkatalletuksia, joiden kokonaismäärä vuoden 1919 lopussa oli 447 miljoonaa markkaa. Pankkiiriliikkeiden hoidossa olleista ulkomaaisista markkatalletuksista ei ole tietoja, mutta lienevät nekin olleet melkoiset ottaen huomioon, että juuri nämä liikkeet innokkaimmin esiintyivät Tukholman markkinoilla.

Mielenkiintoinen kysymys Suomen Pankin harjoittaman politiikan arvostelun kannalta on, missä määrin tapahtunut kehitys on vietävä asioiden huonon hoidon tiliin, missä määrin sen taas täytyy katsoa olleen ylivoimaisten olosuhteiden aiheuttamaa.

Puuttumatta sen yksityiskohtaisemmin tähän seikkaan, jonka selvittäminen lähinnä kuuluu Suomen Pankin valuuttapolitiikan tutkijoille, voidaan joka tapauksessa pitää kiistattomana, että niin hyvin ulkomaankaupan ja valuutan kuin hintojenkin säännöstely oli nykyajan silmin katsottuna erittäin puutteellista ja leväperäistä. Tiukempaa tuontipolitiikkaa harjoittamalla olisi epäilemättä voitu kauppataseen vajeasta tuntuvasti supistaa. Mielipiteiden ristiriidat olivat kuitenkin tässä kysymyksessä suuret. Toisaalta vaadittiin laajaa ja vapaata tuontia hyödykepuolan poistamiseksi ja niukkuushintojen alentamiseksi. Toisaalta varoitettiin siitä, että laajaksi paisuva tuonti juuri on omiaan valuuttakursseja korottamalla nostamaan hintatasoa.²

Vaikka jälkimmäistä kantaa edustaneet, heidän eturivissään myös Suomen Pankin johtokunta, ilmeisesti olivat oikeassa varoituksissaan, niin kuin tosiasiallinen kehitys selvästi osoitti, ei silti ole sanottu, että tiukemmalla politiikallakaan olisi epäedullista kehitystä voitu estää. Tuonnin enemmyys oli niin suuri, että kauppataseen tasapainottamiseksi vuoden 1919 tuonti olisi ollut supistettava kolmannekseen tosiasiallisesta määrästään, joka taas oli vajeat 4/5 vuoden 1913 volyyymista. Puhtaasti ylellisyysluonteiseksi katsottava tuonti, josta silloin kiivaasti kiisteltiin, ei edes sen vastustajien arvioiden mukaan noussut 200 miljoonaa markkaa suuremmaksi.³ Ottaen huomioon tilanteen tavattoman kireyden vuoden 1919 alkupuolella, ei voitane pitää mahdollisena niin

¹ Ks. OTTO STENROTH, Tuontipolitiikkamme ja valuuttamme. Helsingin Sanomat 25. 4. 1912.

² MERCATORISSA ja KAUPPALEHDESSÄ käytiin pitkin vuotta 1919 polemiikkia tästä asiasta Suomen Pankkia vastaan ja vaadittiin tuonnin vapauttamista.

³ Ks. HOPPU, Suomen maksubilanssi, s. 15.

suurta tuonnin supistamista, ettei siitä olisi aiheutunut kestämatöntä painetta markan arvoa vastaan. Markan ulkomaisen ja kotimaisen arvon heikkeneminen vuonna 1919 on ilmeisesti perimmältään vietävä yli-voimaisten olosuhteiden, nuorta valtiota kohtaan tunnetun epäluottamuksen, hyödykkeiden puutteen, pitkäaikaisten luottojen saannin mahdolltomuuden, vientimarkkinain valtaamisvaikeuksien, passiivisen vaihtotaseen yms. tiliin. Asianmukaisella tiukkuudella ja säännöstelyä tehostamalla tätä epäedullista vaikutusta olisi voitu lieventää, mutta tuskin kokonaan poistaa.¹

Vaikka pääjohtaja Stenrothin ohjelma rakentuikin liian hyväuskoiseen perustilanteen ja mahdollisuuksien rajoissa olevien päämäärien arviointiin, ei sitä sinänsä ole ihmeteltävä. Hänen voidaan joka tapauksessa katsoa silloisissa oloissa edustaneen varovaisinta ja tilanteen vaatimukset realistisimmin tajuavaa ajattelutapaa. Samaa voidaan sanoa myös hänen Suomen Pankin politiikalle hahmottelemastaan ohjelmasta. Sen peruspäämäärä — markan arvon kohottaminen vanhaan pariteettiinsa — oli kyllä mahdollisuuksien yli menevä, mutta keinot, joita piti käytettävän, olivat sinänsä oikeat ja tarkoituksenmukaiset pyrittäessä ainakin estämään markan arvon laskua. Suomen Pankin viaksi ei juuri voida katsoa sitä, että tässäkin pyrkimyksessä onnistuttiin huonommin, kuin silloisissa vaikeissakin oloissa olisi ollut mahdollista. Pankin johtokunnan taholla oivallettiin varsin hyvin tuonnin- ja valuutansäännöstelyn heikkoudesta aiheutuneet vaarat ja pyrittiin niitä torjumaan säännöstelyä tehostamalla.² Lähinnä mielipiteiden ristiriitaisuuden ja säännöstelytottomuuden syyksi on luettava, että menestys muodostui heikoksi.

Syksyllä 1919 tilanne oli jo voimakkaasti kärjistynyt. Suomen Pankin valuuttavaranto oli supistunut miltei olemattomiin, samalla kun luotonanto oli suuresti kasvanut. Sen johdosta, että valtiolle annettu luotto saatiin 27. 7. 1918 tehdyn ohjesäännön muutoksen nojalla lukea mukaan setelistön katteeseen, katesuhde ei kuitenkaan vastaavasti heikentynyt.

Toisaalta rahamarkkinat kiristyivät monestakin syystä voimakkaasti. Suomen Pankin valuuttojen myynnin setelistöä supistava kokonaisvaikutus nousi vuoden 1919 aikana kaikkiaan lähes 400 miljoonaan markkaan eli miltei kolmannekseen vuoden 1918 lopun setelistön määrästä. Vaikka edellisenä vuonna esiintynyt poikkeuksellisen voimakas pyrkimys valmiuskassojen pitämiseen olikin jo heikkenemässä, eivät

¹ Vrt. TUDEER, m.t., s. 122 ja KORPISAARI, m.t., s. 131.

² Vrt. TUDEER, m.t., s. 138 ja seur. Ks. myös OTTO STENROTH, Tuontipolitiikkamme ja valuuttamme,

täten liikevaihtoon vapautuvat kassat pystyneet kompensoimaan näin suurta kontraktiota, varsinkin kun liiketoimikassojen tarve oli kasvamassa. Tämä taas johtui paitsi lisääntyneestä tavaravaihdosta myös siitä, että hinnat kesästä lähtien jälleen alkoivat nousta, samalla kun myös palkkataso yritti seurata perässä.

**Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina
1918—1921 milj. mk.**

	1918	1919	1920	1921
1. Luotonanto valtiolle	+227	+183	+ 74	—130
2. Kulta- ja valuuttavaranto	— 80	—390	+ 40	— 21
3. Luotonanto				
a. liikkeille	+ 33	± 0	+ 36	+102
b. pankeille	—	+112	+ 27	+257
Yhteensä	+180	— 95	+177	+208
5. Pano- ja ottotilisaatavat				
a. pankkien	—129	+ 8	— 64	+ 5
b. valtion	+ 50	— 54	+ 20	+102
6. Setelistö	+392	— 32	+217	+ 15
Yhteensä	+313¹	— 78	+173	+122
7. Suomen Pankin omat varat	± 0	+118	+ 49	+ 54
8. Yhteiskunnan kassa	+262	— 24	+153	+ 20
9. Yhteiskunnan kassa per 31. 12.	1265	1241	1394	1414
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1149	1176	1326	1451
11. » netto (=10. ÷ redisk.)	1149	1144	1181	1263

Liikepankkien luotonanto taas kaikista ponsilauselmista huolimatta paisui suuresti ennen kaikkea lisääntyneen tavaravaihdon ja tuonnin mutta myös vilkkaan emissio toiminnan yms. rahoittamiseksi. Merkittävänä lisätekijänä teollisuus- ja liiketoiminnan luotontarpeen kasvamisessa oli toisaalta sotavuosina harjoitettu epätarkoituksenmukainen osingonjako- ja poistopolitiikka sekä inflaatio, joka oli syönyt rahoitustarpeita yksiyhteiskunnallisesti riittävästikin tehtyjä poistoja — varausten tekemiseen kasvaneiden varastojen muodossa ei suurimmalla osalla yrityksistä ollut raaka-ainetilanteen heikkouden vuoksi sotavuosina mahdollisuuksia. Toisaalta taas sotasuhdanteiden tuomat inflaatiovoimat hävisivät vallankumouksen pyörteissä suurelta osalta »Venäjän lakeuksille» erilaisina menetettyinä raha- ja reaalisaitavina.²

¹ Kapinallisten liikkeelle laskemia seteleitä oli 116 milj. mk.

² Yksityisten teollisuus- ja kauppayritysten osalta nämä pääasiassa sotavuosina syntyneet saatavat arvioitiin noin 600—700 miljoonaksi paperimarkaksi. Ks. MÆRCATOR 22/1919 ja KORPIŖAARI, m. t., s. 81—82.

Kaikista mainituista syistä johtuen pankit menettivät luottoekspansian aikana kassavarojaan yleisölle. Liikepankkien eri muodoissa tapahtunut luotonotto Suomen Pankista lisääntyi vuoden aikana lähes 200 miljoonaa markkaa¹ ja niiden käteisvarojen nettosumma supistui 183 miljoonaa markkaa. Likviditeettiasemaa oli vielä omansa labilisoimaan epävarmojen ulkomaisten markkatalletusten kasvaminen.

Kaiken kaikkiaan yhteiskunnan kassa supistui vuoden 1919 kuluessa 24 miljoonaa markkaa ja liikkeessä oleva setelistö runsaat 30 miljoonaa, mitä voidaan pitää varsin hyvänä osoituksena tesauroimis- ja valmiuskassojen suuruudesta vuoden 1918 aikana.

26. Aktiivisen korkopolitiikan synty ja kehitys.

Tilanteen kääntynyt tällaiseksi ja rahataloudellisen kehityksen kulkiessa aina vain huonompaan suuntaan oli ilmeistä, että jotakin oli tehtävä. Toiveet valuutan ja ulkomaankaupan säännöstelyn tiukentamisesta, niin että todella olisi saatu pitävä sulku maksutaseen heikentymisestä aiheutuneelle markan arvon huononemiselle, olivat osoittautuneet ennenaikaisiksi ja heikosti perustelluiksi. Luotonannon alalla oli samoin jo nähty, ettei pankkien vapaachtoisesti suorittamasta luotonannon rajoittamisesta tullut juuri mitään. Kun nämä säännöstelytoiveet olivat pettäneet, oli jäljellä pääjohtaja Stenrothin kevättalvella mainitsemista vaihtoehdoista toinen, korkopolitiikan käyttäminen tietyn deflatorisen vaikutuksen saavuttamiseksi.

Kirjelmässään pankkivaltuusmiehille johtokunta 17. 11. 1919 esitti Suomen Pankin alimman diskonttokoron nostamista yhdellä prosentilla 7 %:iin ja muita korkoja vastaavasti korotettaviksi.

Esityksensä perusteluissa johtokunta viittasi ensinnä liikepankkien Suomen Pankista eri muodoissa saaman luoton paisumiseen ja lausui käsityksensä, että »korkokannan koroituksesta olisi epäilemättä seurauksena suurempi pidättyväisyys pyydetessä ja myönnettäessä luottoja etenkin semmoisissa tapauksissa, jolloin asiakkaat suunnittelevat semmoista tuontia, jota ei voida pitää tarpeellisena ja välttämättömänä. Siten edistettäisiin sitä kulutuksen rajoittamista, joka tuotannon lisäämisen ohessa on tärkeimpiä ehtoja taloudellisten olojemme saattamiseksi säännölliselle kannalle. Huomioon on myöskin otettava, että vielä aivan viime aikoinakin uusia osakeyhtiöitä on suunniteltu perustettaviksi ja

¹ Asetelmassa s. 119 esitetystä valtiolle annetun luoton kasvusta (183 mmk) oli 85 miljoonaa pankkien rediskonttaamia valtion vekseleitä ja »ehdollisesti myytyjä valtion obligaatioita.»

vanhoja laajennettavaksi semmoisissakin tapauksissa, joissa ei lainkaan ole ollut kysymys tuotannon, vaan ainoastaan tuonnin lisäämisestä. Tässäkin suhteessa korkokannan koroituksella olisi sangen terveellinen vaikutus.»

Viitaten siihen, että »läheisessä tulevaisuudessa» maksettavat suuret verot ilmeisesti vielä lisäävät rahan kysyntää, »on pankin korkomäärien korotus Johtokunnan mielestä aivan välttämätön. Voitane keskustella ainoastaan siitä, kuinka pitkälle on mentävä. Tässä suhteessa on Johtokunta tullut siihen käsitykseen, että $\frac{1}{2}$ %:n korotuksella ei saavutettaisi niitä tarkoituseriä, joihin pyritään. Varmaa on, että jos tällä kertaa tahdottaisiin rajoittaa $\frac{1}{2}$ %:iin, niin uusi, saman suuruinen korotus tulisi tehtäväksi jo ehkä muutamien viikkokausien kuluttua. Puolinaisilla toimenpiteillä ei myöskään ole sitä pidättävää merkitystä luoton pyytäjiin eikä sitä kehoittavaa merkitystä säästäjiin nähden, mikä nykyoloissa näyttää niin tuiki tarpeelliselta.»

Pankkivaltuusmiehet hyväksyivät johtokunnan ehdotuksen, joten Suomen Pankin korkoja korotettiin 1 %:lla marraskuun 18 p:stä 1919 lähtien. Muut rahalaitokset korottivat vuoden vaihteesta ottolainauskorkojaan $\frac{1}{2}$ % ja antolainauskorkoja keskimäärin $\frac{3}{4}$ —1 % verran.

Koron nostamisesta ei kuitenkaan ollut apua, vaan johtokunnan epäilykset puolinaisen toimenpiteen riittämättömyydestä osoittautuivat ennen pitkää oikeiksi kokonaisen prosentinkin korotuksen suhteen.

Aluksi tosin näytti siltä, kuin kehityksessä todella olisi tapahtunut käänne. Valuuttakurssien nousu kääntyi vuoden vaihteessa laskuksi, kun vientiliikkeet saivat runsaasti etumaksuvaluuttoja, samalla kun tehostetun tuonnin- ja valuutansäännöstelyn avulla entistä paremmin pystyttiin valvomaan kauppatasetta ja estämään markkojen myyntiä ulkomaille.¹ Toukokuusta lähtien niin hyvin liikepankkien ulkomaisten markkatalletusten kuin valuuttakurssien kehityssuunta kuitenkin jälleen muuttui, kun myös tuonnin rahoittaminen laivauskauden alettua vaati valuuttaa ja kun »valuutta-asetuksen määräyksiä oli yhä suuremmassa määrässä opittu kiertämään.»²

Lainanantonsa lisääntymiseen, setelistön kasvamiseen ja setelinantovarain supistumiseen viitaten Suomen Pankin johtokunta sen vuoksi 20. 3. 1920 kirjelmässään pankkivaltuusmiehille totesi, että »asema on kuten numerot osoittavat, varsinkin viime aikoina kärjistynyt. On jouduttu niin pitkälle, että 7 % diskonttoa ei enää voida pitää riittävänä

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1914—1920, s. 60.

² KORPISAARI, m.t., s. 141.

ehkäisemään luoton kysynnän huolestuttavan nopeata kasvamista. Korkokannan korottaminen on Johtokunnan mielestä nyt aivan välttämätön, ja on Johtokunta harkitessaan tätä kysymystä tullut siihen johtopäätökseen, että korotuksen pitäisi tapahtua kokonaisella prosentilla. Siitä varmaan muun muassa sitä paitsi seuraisi että yksityispankkien talletuskorke nousisi 6 prosenttiin, siis määrään, jonka jo pitäisi houkutellessa esiin niitä setelivaroja, joita eri henkilöiden lausuntojen mukaan etenkin maaseudulla on tesauroidu ja joiden kertyminen pankkeihin olisi omiaan parantamaan asemaa.»

Tämäkin korotus, joka pantiin toimeen maaliskuun 23 päivänä 1920 ja joka huhtikuun alusta johti muidenkin rahalaitosten soveltamien korkojen vastaavaan nousuun, sai julkisessa sanassa ylipäänsä hyvän vastaanoton, mihin osaltaan vaikutti sekin, että korot tänä ajankohtana olivat kaikkialla sekä Euroopassa että Amerikassa nousussa »boomin» pysähdyttämiseksi.¹ Toisenlaisiakin mielipiteitä kuitenkin jo alkoi esiintyä, ja pian nähtiinkin, että epäilijät olivat oikeassa.² Korotuksesta ei ollut suurta eikä pitkällistä apua. Suomen Pankin luotonannon kasvu kylläkin taas muutamaksi viikoksi pysähtyi — todennäköisesti ainakin yhtä suurena määrin johtokunnan ja pankkien pidättyvän asenteen kuin korkokannan nousun ansiosta. Ennen pitkää kuitenkin vilkastuva taloudellinen toiminta ja hintatason kohoaminen lisäsivät maksuvälineiden tarvetta siinä määrin, että liikepankkien oli jälleen pakko suurentaa luotonottoaan Suomen Pankista.

Kotimainen hinta- ja palkkataso samoin kuin ulkomaiset valuuttakurssit kohosivat kevästä lähtien jatkuvasti. Valuuttakurssien nousu aiheutui osaksi samasta syystä kuin edellisenäkin vuonna, ts. markkojen myynnistä ulkomaille. Toisaalta taas markan ulkomaista arvoa heikensi suhdannekäänteen vuoksi ulkomaille alenevaksi kääntynyt hintakehitys, samalla kun Suomessa hintataso — jälleen osaksi juuri kurssien nousun johdosta — päinvastoin oli kohoamassa. Tässä oli kysymys tyyppillisestä samanaikaisesti kahteen suuntaan vaikuttavasta molemminpuolisesta syy- ja vaikutussuhteesta (kuviot 4 ja 7).

27. Luotonannon suoranainen säännöstely ja korkopolitiikka.

Suomen Pankin asema kävi syksyllä luotonannon paisumisen vuoksi erinomaisen kireäksi, jopa suorastaan kriittilliseksi setelinantovaran painuessa lokakuussa jo alle 3 %:n. Tilanteen kärjistyminen huolestutti

¹ Ks. KAUPPALEHTI ja HELSINGIN SANOMAT 24. 3. 1920.

² Ks. esim. LEON, E(KSTRA)ND, Diskontoförhöjningen. Mercator 14/1920, 9. 4. 1920,

pankkivaltuusmiehiä siinä määrin, että he ryhtyivät oma-aloitteisesti ohjaamaan Suomen Pankin luotonantopolitiikkaa. Suoritettuaan loka-kuun alkupäivinä ohjesääntönsä mukaisen pankin lainausliikkeen tarkastuksen pankkivaltuusmiehet lähettivät 7. 10. 1920 johtokunnalle tarkastuksessa ilmenneiden seikkojen johdosta kirjelmän.

Tässä huomautettiin aluksi pankkivaltuusmiesten edellisen diskonttorokorotuksen yhteydessä lausumasta toivomuksesta, että pyrittäisiin rediskonttaamaan vain puhtaita liikevekseleitä. »Tämän lausunnon tarkoituksena oli, että Suomen Pankki... osaltaan johdattaisi luotonantotapoja, joita sota-ajan rahanrunsaus oli arveluttavassa määrässä höllentänyt, terveempään suuntaan... Näin ollen ovat Pankkivaltuusmiehet valittaen merkinneet, että Johtokunta edelleen on siinä määrin rediskontannut finanssivekseleitä. Edelleen ovat Pankkivaltuusmiehet kiinnittäneet huomionsa siihen, että rediskontattujen vekselien joukossa on huomattava määrä tuontiliikkeiden asettamia liikevekseleitä tai niiden tunnustamia finanssivekseleitäkin...

Kaikkein arveluttavin tarkastuksen varrella ilmennyt seikka on kuitenkin se, että yksityispankkien suuri rahankesyntä on viime viikkoina varsin nopeasti kuluttanut Suomen Pankin käyttämätöntä setelinanto-oikeutta, joka syyskuun 30 päivänä enää teki vain 55.6 milj. markkaa ja että siis on uhkaamassa se asiointi, että Suomen Pankki ellei se rahamme arvon arvaamattomaksi vahingoksi tahdo yrittää setelinanto-oikeutensa laajentamista, tulee pakoitetuksi lopettamaan mitä tarpeellisimmankin luotonannon, siten ehkäisten maamme taloudellisen aseman parantamiseksi välttämätöntä tuotantotoimintaa. Tämä uhkaava vaara tekee Pankkivaltuusmiesten mielestä välttämättömäksi siten muuttaa Suomen Pankin tähänastisia rediskonttauseriaatteita, että paitsi diskonttaavan pankin asemaan kiinnitetään huomiota sekä siihen, millaisista liiketoimista tarjotut vekselit johtuvat, että myöskin siihen, minkälaisuista rahantarvetta pankin liike muutenkin tyydyttää, samoin kuin niihin mahdollisuuksiin, joita diskonttaavalla pankilla on luotonantoon supistamalla ja lyhennyksiä asiakkailtaan vaatimalla omin neuvoin hankkia liikkeeseensä tarpeelliset varat.»

Marraskuun alussa 1920 Suomen Pankin johtokunta, joka oli ryhtynyt säännöstelemään luotonantoa pankkivaltuusmiesten kirjelmän mukaisesti, katsoi tilanteen kärjistyneen niin uhkaavaksi, että se piti aiheellisenä ehdottaa myös diskonton vielä nostettavaksi prosentilla eli 9 %:iin ja ilmoitti samalla valmistelewansa lakiehdotusta setelinanto-oikeuden laajentamiseksi.

Pankkivaltuusmiesten kokouksessa 9. 11. 1920 pääjohtaja Stenroth johtokunnan esitystä perustellessaan ilmoitti pitävänsä diskonttokoron korottamista välttämättömänä, »vaikka ratkaisevaa apua yhden prosentin korotuksesta nykyisissä oloissa ei voi odottaa ja vaikka sillä on arveluttavatkin puolensa. Ei nimittäin ole syytä luulla, että korotus jäisi kokonaan merkitystä vaille. Liikemiehille ja yleisölle ei rahaaseman vakavuus ole vielä täysin selvinnyt ja senvuoksi on syytä toivoa, että uusi korkomäärien korotus saattaa ainakin osan luoton käyttäjistä muuttamaan liiketoimiaan ja kulutustaan aseman vaatimusten mukaisesti. Myöskin siten tulee ehdotettu korotus-rahamarkkinain tilaa helpottamaan, että pankit sen vuoksi tulevat epäilemättä korottamaan korkeimman talletuskorkonsa ehkä 7 %:iin. Edelleen on korkomäärien korotus tarpeellinen sen vuoksi, että ne ulkomaalaiset, joilla on Suomen rahan määräisiä saatavia yksityispankeissa, saadaan pidätetyksi ottamasta talletuksiaan pois.»

Pääjohtaja Stenroth ilmoitti myös johtokunnan olevan pankkivaltuusmiesten kanssa yhtä mieltä siitä, että myöskin muilla keinoin oli koetettava supistaa luoton käyttöä vähemmän tärkeisiin tarkoituksiin ja että johtokunta jo oli vekseleitä rediskontatessaan kiinnittänyt huomiota niiden laatuun ja asianomaisen pankin luotonantoon yleensä. Hän katsoi kuitenkin »olevan oikeutettua siinä yksityispankkien väitteessä, että Suomen Pankki ei tee velvollisuuttaan, jollei se vallitsevana pula-aikana auta liike-elämää. Johtokunnalla onkin se käsitys, että varokeinoihin on ryhdyttävä, jottei tuotanto, semminkin vientiä varten työskentelevä, joutuisi seisahtuksiin ja tästä syystä Johtokunta on ryhtynyt suunnittelemaan setelinanto-oikeuden väliaikaista laajentamista.»

Kun pankkivaltuusmiehet olivat asettuneet kannattamaan johtokunnan ehdotusta, tuli päätökseksi, että Suomen Pankin korkeintaan kolmen kuukauden liikevekseleihin soveltama alin diskonttokorko kohosi marraskuun 10 päivästä 1920 lukien 9 %:iin. Pitempiaikaisista liikevekseleistä velotettiin 9 ½ % ja muista vekseleistä 10 %. Hypoteekkilainojen korko vaihteli 9 ½—10—11 %:iin riippuen niiden vakuuden laadusta.

Päätöskirjelmässään pankkivaltuusmiehet vielä tehostivat edellä esitettyjä näkökohtia luotonannon suoranaisten säännöstelyn välttämättömyydestä ja sen toimeenpanossa huomioon otettavista seikoista.

Suomen Pankin virallisen diskontton korottaminen johti jälleen myös liikepankkien korkojen nousuun. Ottolainauskorkojen osalta useimpien liikepankkien kesken vallinnut sopimus yhdenmukaisten määrien soveltamisesta lakkasi olemasta voimassa marraskuun 1 päivästä 1920. Saman kuun keskivaiheilla suuremmat pankit korottivat ottolainauskorkonsa

6 ½ %:iin ja shekkitileilläkin 5 %:iin, kun korot huhtikuun alusta 1920 olivat olleet vastaavasti 6 ja 4 %. Pienemmät pankit sekä säästöpankit ja osuuskassat sovelsivat yleisimmin 7 % talletuskorkoa, mutta paikoitellen mentiin jopa 8 ½ %:iin saakka. Vastaavasti antolainauskorot vaihtelivat 9 %:sta 12 %:iin.

Korkokannan korottamisen ja luotonannon säännöstelyn yhteisvaikutuksesta sekä yleismaailmallisen suhdannekäänteen johdosta tilanne sitten vuoden vaihteesta 1920/1921 muuttui olennaisessa määrin, niin ettei joulukuun 17 p:nä 1920 voimaan astuneella lailla presidentille annettua oikeutta Suomen Pankin kattamattoman setelinanto-oikeuden väliaikaiseen lisäämiseen 100 miljoonalla markalla tarvinnut käyttää. Inflaatiokauden voidaan myös katsoa tällöin varsinaisesti päättyneen ja sitä seurasi viisi vuotta kestänyt stabilisointivaihe ennen kultakan- taan palaamista (kuvio 7, s. 116).

2s. Harjoitetun politiikan arviointia.

Asiantuntevissa piireissä alkoi jo vuonna 1919 levitä se käsitys, ettei markan ulkomainen arvo ollut enää palautettavissa entiselleen. Tätä käsitystä edusti muiden muassa syksyllä 1919 täällä käynyt kuuluisa ruotsalainen kansantaloustieteilijä, professori ELI F. HECKSCHER, joka esitelmässään kehoitti luopumaan aikeista rahan arvon kohottamiseen ja »tunnustamaan, että entinen markka nyt on 12 penniä.»¹

Tästä lähtien voidaankin harjoitetun rahapolitiikan yleispäämääränä pitää markan arvon jatkuvan alenemisen estämistä,² vaikkei entisen päämäärän ainakaan julkisesta hylkäämisestä pitkään aikaan yleisen mielipiteen vuoksi voinut olla puhetta. Niin kuin pääjohtaja STENROTH myöhemmin on lausunut, »Suomen Pankin johtokunnassa otettiin valuuttakysymyksen lähtökohdaksi se käsitys, että pankin sekä juriidinen että moraalinen velvollisuus oli pyrkiä parantamaan rahamme alentunutta arvoa sillä edellytyksellä, että tämä voisi tapahtua ilman sellaisia uhrauksia, jotka kävisivät maalle ylivoimaisiksi tahi sen kehitykselle vaarallisiksi. Tältä näkökannalta lähtien pankin johto yleensä joutui puoltamaan toimenpiteitä, joiden arvosteltiin voivan edistää valuuttamme arvon kohottamista tahi ainakin vaikuttavan ehkäisevästi sen jatkuvaan huononemiseen, sekä päinvastoin vastustamaan sellaisia toimenpiteitä, joiden arveltiin vaikuttavan heikentävästi valuuttamme arvoon.»³

¹ Ks. KAUPPALEHTI 1. 11. 1919.

² Vrt. STENROTH, Eräitä piirteitä . . . , s. 145.

³ STENROTH, m.k., s. 123.

Mikä oli korkopolitiikan asema ja merkitys tässä ohjelmassa, mitkä olivat sen tavoitteet, miten se niistä suoriutui ja mitä mahdollisuuksia sillä voidaan ylipäänsä katsoa olleen näiden tavoitteiden saavuttamiseen? Edellä on jo pääpiirtein seurattu korkopolitiikan muotoutumista tarkasteltavina olleiden vuosien aikana. Nyt on tehtävänä vielä tutkia harjoitetun politiikan tarkoituksenmukaisuutta ja menestyksellisyyttä eri näkökannoilta katsottuna.

Ensinnä lieenee kuitenkin aiheellista lyhyesti selvittää käsillä olevan kaltaisen korkopolitiikan monografian kysymyksen asettelun mielekkyyttä ja rajoituksia. On selvää, että tietyn talouspoliittisen subjektin, kuten esim. Suomen Pankin, harjoittama politiikka sellaisenaan muodostaa kokonaisuuden, jonka eri osat ovat kiinteässä riippuvuus- ja vaikutussuhteessa toisiinsa, aivan niin kuin Suomen Pankin politiikka kokonaisuutena katsoen on osa harjoitetun yleisen talouspolitiikan yhdistelmästä. Pyrittäessä arvioimaan Suomen Pankin jonakin ajanjaksona noudattaman rahapolitiikan tarkoituksenmukaisuutta on tietenkin, paitsi päämäärien asettelun realistisuuden arvostelua, pyrittävä selvittämään Suomen Pankin toiminnan tarkoituksenmukaisuus asetettuihin päämääriin nähden ja toisaalta tiettyjen ulkopuolisesti annettujen olosuhteiden vallitessa. Näihin olosuhteisiin on silloin ilmeisesti luettava kuuluvaksi myös mm. talouspolitiikka, sikäli kuin se ei ole ollut ainakaan suoranaisesti Suomen Pankin määrättävissä. Niin kuin toisessa yhteydessä jo aikaisemmin on todettu, olisi selvästikin sekä kohtuutonta että tieteellisen tarkastelun rajat luvattoman paljon ylittävää spekulointia yrittää kuvitella, mitä olisi tapahtunut jos ne ja ne olosuhteet olisivat olleet toisenlaiset ja jos selvitettävänä oleva politiikka vastaavasti olisi muotoutunut toisin.

Samalla tavoin on suhtauduttava— tai ainakin on mielekkäästi mahdollista suhtautua — myös pyrittäessä kuvaamaan ja arvioimaan esim. Suomen Pankin korkopolitiikan merkitystä, tarkoituksenmukaisuutta ja menestystä tietynä ajanjaksona. Tällöinkin on pakko, sen jälkeen kun päämäärän ja tietyn keinojen yhdistelmän tarkoituksenmukaisuuden alustava arviointi on suoritettu, seurata ja arvioida korkopolitiikan muotoutumista ja menestystä pitäen muuta harjoitettua politiikkaa lähinnä annettuihin olosuhteisiin kuuluvana. Tämä merkitsee ennen kaikkea sitä, ettei tarkastelun tarvitse yksityiskohtaisesti seurata Suomen Pankin politiikan muiden haarojen menestystä ja tarkoituksenmukaisuutta eikä myöskään arvioida, mitä seurauksia korkopolitiikan kannalta olisi ollut, jos esim. tietyt valuuttapoliittiset toimenpiteet olisivat johtaneet tosiasiallisesta poikkeavaan tulokseen ja jos

valuuttapolitiikan päämäärät olisi asetettu toisin kuin todellisuudessa tehtiin.

On selvää, ettei näin kapealla pohjalla olevan arvioinnin puitteissa ole toisaalta mahdollista esittää kylliksi argumentoitua arvostelua Suomen Pankin koko politiikan tarkoituksenmukaisuudesta. Johtopäätösten tekemisen rajoitukset ovat tällaisen kuvauksen puitteissa ilmeiset.

231. Korkopolitiikka ja valuuttakurssit. Nimenomaan markan ulkomaisen arvon, so. valuuttakurssien, muodostuminen oli käsiteltävänä olevana ajanjaksona eräs Suomen Pankin johtokunnan mieltä eniten askarruttaneita kysymyksiä. Johtokunnan päämääränä oli aluksi markan ulkomaisen arvon kohottaminen vanhaan kultapariteettiinsa ja sittemmin — viimeistään jo syksystä 1919 lähtien — sen ulkomaisen arvon nostaminen kotimaisen arvon tasalle. Silloisen yleisen käsityksen mukaan markka oli nimittäin vuosina 1919—1920 ulkomailla yleensä aliarvioitu,¹ mikä käsitys kylläkin myöhempien laskelmien mukaan on osoittautunut erheelliseksi.² On otettava huomioon, että silloisissa oloissa kaikkia arviointeja markan arvon yli- tai aliarvostuksesta vaikeutti erittäin suuressa määrin virallisten hintaindeksien puute. Virallinen koko maata koskeva elinkustannusindeksi saatiin aikaan vasta vuonna 1920 ja tukkuhintaindeksi vuonna 1924. Käytännössä Suomen Pankin politiikka tosiasiallisesti tuli olemaan vain viivytystaistelun käymistä markan arvon jatkuvan laskun hidastamiseksi.

Valuuttakurssien kehitys käsiteltävänä olevana ajanjaksona osoitti kuitenkin, ettei korkokannan korottamisestakaan, sen jälkeen kun siihen turvauduttiin, ollut paljon apua, vaan markan ulkomainen arvo aleni edelleen korkojen noususta huolimatta. Varmaa on siis joka tapauksessa, ettei diskonttopolitiikka pystynyt — yhdessä muidenkaan toimenpiteiden kanssa — kokonaan estämään valuuttakurssien nousua. Sitä vastoin on tietenkin epävarmaa, olisiko markan ulkomaisen arvon kehitys kenties ollut vieläkin murheellisempi, jollei diskonttoasetta olisi lainkaan käytetty.

Diskonttopolitiikan teorian mukaan diskontton korottaminen on kuitenkin tehokas toimenpide nimenomaan maksutasevaikeuksien auttamiseksi ja valuutan ulkomaisen arvon alenemisen estämiseksi. Mistä sitten johtui, ettei keino johtanut odotettuihin tuloksiin Suomessa vuosina 1919—1920?

¹ Ks. STENROTH, Eräitä piirteitä ..., s. 146.

² Ks. TUDEER, m.t., s. 151.

Selvyyden saamiseksi tähän kysymykseen on syytä vielä palauttaa mieleen se reaktiomekanismi, mikä klassillisen diskonttopoliittisen ajattelun mukaan oli omiaan palauttamaan ennalleen maksutaseen horjahtaneen tasapainon. Peruslinjana tässä ajatuksen johtelussa oli, että diskontton korottaminen liian kiihkeäksi muodostuneen noususuhdanteen aikana lähinnä heikentäessään yrittäjien voitonodotuksia ja supistaessaan kannattavaksi arvioitujen sijoituskohteiden lukumäärää johti liike-elämän aktiviteetin hiljenemiseen. Tämä taas aiheutti tuonnin supistumista, maksutaseen paranemista ja valuutan ulkomaisen arvon nousua.

Näihin korkokannan nostamisen maksutasetta ja valuutan arvoa parantaviin vaikutuksiin kuului vielä sen vaikutus ulkomaisen lyhytaikaisen pääoman liikkeisiin: yleistaso korkeampi korko jo siten välittömästi lievitti maksutasevaikeuksista aiheutunutta painetta valuutan ulkomaista arvoa vastaan.

Ydinkysymyksenä oli siis koron nousun vaikutus tuonnin supistumiseen. Juuri tässä suhteessa Suomen tilanne kysymyksessä olevina vuosina erosi varsin jyrkästi siitä normaalista suhdannemiljööstä, jonka puitteisiin yllä esitetty reaktiomekanismi oli sijoitettu.

Aikaisemmin todetuista syistä Suomen huoltotilanne oli sodan jälkeen hyvin vaikea. Hyödykkeiden puute oli kaikilla aloilla huutava. Sen lisäksi että suuri osa tuonnista nimenomaan vuonna 1919 oli sananmukaisesti ja välittömästi elintärkeätä, tuontihalukkuus oli muidenkin hyödykkeiden kohdalla suuri. Samalla kysynnän hintajoustavuus oli voimakkaasti vähentynyt; monien hyödykkeiden osalta ei ollut kysymys siitä, mihin hintaan niitä pystyttiin hankkimaan, vaan yksinkertaisesti, paljonko niitä saatiin. Kaikki meni kaupaksi.

Tällaisissa olosuhteissa oli selvää, ettei korkokannan korottamisen suoranaisesti tuontihintaa nostavalla vaikutuksella — vaikka valtaosa tuonnista ilmeisesti rahoitettiinkin luottovaroilla — saattanut olla tehoa tuontiliikkeiden ostosuunnitelmiin. Voidessaan olla varmoja siitä, että tulisivat saamaan kustannuksiaan vastaavan hinnan maahan tuomistaan tavaroista, tuonnin harjoittajat eivät ilmeisesti antaneet laskelmissaan sijaa korkokannan nousulle.¹

Täten jouduttiinkin eräänlaiseen kerrannaisesti vahvistuvaan inflaatiopiraaliin. Kun suorastaan välttämättömänä pidettävä tuontikin vuonna 1919 runsaasti ylitti maan valuuttavaranon ja ulkomaisten valuuttalainojen avulla rahoitettavaksi mahdollisen tuonnin arvon,

¹ Vrt. KORPISAARI, m.t., s. 145.

tästä aiheutui vastustamatonta painetta markkan ulkomaista arvoa vastaan, so. valuuttakurssit kohosivat. Kurssien nousu taas nostaessaan tuonti- ja vientihintoja ja ylipäänsä kotimaan hintatasoa johti palkkatason väistämättömään kohoamiseen. Täten hintatason jatkuva nouseminen kävi mahdolliseksi, samalla kun yhteiskunnan aluksi poikkeuksellisen hyvä likviditeetti ja valtiontalouden tasapainottomuudesta aiheutunut maksuvälineiden määrän kasvaminen osaltaan helpottivat tätä hintojennousuprosessia.¹

Kotimaan hintatason kohoaminen vahvisti tietenkin tuontihalukkuutta vielä senkin jälkeen, kun pahin puute jo oli torjuttu. Todettuaan hintojen nousun ansiosta saavansa inflaatiovoittoja maahan tuottamallaan tavaraerillä tuonnin harjoittajat pyrkivät mahdollisuuksien mukaan lisäämään tuontiaan. Tämä oli heidän etujensa mukaista senkin vuoksi, että maailmanmarkkinahinnat olivat nousussa aina vuoden 1920 keskivaiheille saakka, mikä kaikkialla kiihdytti sodanjälkeistä *re-stocking boomia*² ja osaksi myös johtui tästä.

Sen jälkeen kun parempi huoltotilanteen tasapaino vuonna 1920 jo oli saavutettu, myös korkopolitiikan teoreettiset onnistumismahdollisuudet valuutan ulkomaisen arvon tukijana muodostuivat suuremmiksi. Kun tästä huolimatta tehtävässä epäonnistuttiin, eikö tämä suurelta osaltaan ole vietävä juuri Suomen Pankin johtokunnankin pelkäämien puolinaisten toimenpiteiden tiliin? Korkokantaa olisi tämän ajattelutavan mukaan maaliskuun 1920 korotuksen osoittauduttua tehottomaksi kohta alkukesästä ollut uudelleen korotettava valuuttakurssien lähdettyä markkojen myynnin johdosta jälleen nousemaan. Sen jälkeen kun kurssien kohoaminen oli saanut kotimaan hintatason uudelleen liikkeelle, korkokannan nousun tuontia ehkäisevä vaikutusteho oli jo olennaisessa määrin heikentynyt.³

¹ Vrt. MONTGOMERYN esitystä Saksan sodan jälkeisen inflaation syistä: »Och betalningarna till utlandet skedde ibland på det viset att man försålde riksmark till utlandet, en metod som innebar en våldsam press på den tyska valutan . . . Inflationen matades sålunda från två håll. Dels genom det ständiga tillskapandet av ny köpkraft och dels genom den fortsatta stegringen av de utländska växelkurserna». ARTHUR MONTGOMERY, *Svensk ekonomisk historia 1913—1939*, s. 101—102.

² Ks. ARTHUR MONTGOMERY, *Fredskrisen i Sverige 1919—1921 och dess internationella bakgrund*, s. 12 ja seur.

³ Vrt. seuraavaa AXEL NIELSENIN lausuntoa vastaavanlaisesta tilanteesta Tanskassa: »hvad havde da vaeret naturligere end om Nationalbanken, da Sterling og Dollars i Januar 1919 gik over den gamle Guldparitet, havde forhøjet og atter forhøjet sin Diskonto, indtil de fremmede Valutakurser reagerede?» AXEL NIELSEN, *Bankpolitik II*, s. 526.

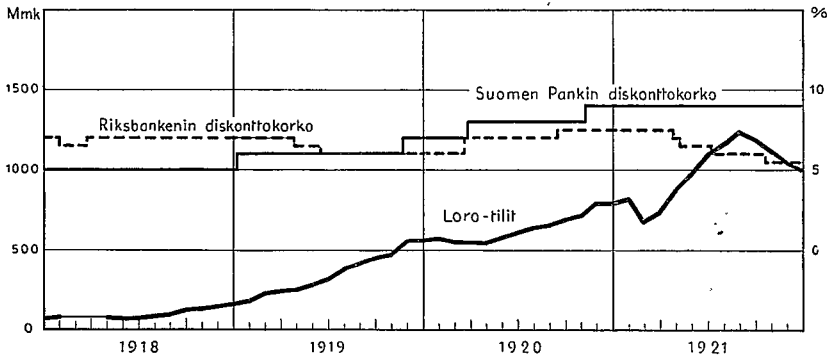
»Diskonttotaktillisesti» edellä esitetty huomautus on kieltämättä paikallaan. On kuitenkin aihetta epäillä, olisiko tällaisella menettelyllä voitu loppujen lopuksi suuresti auttaa maksutaseen tasapainottumista ja markan ulkomaisen arvon vakavuuden säilymistä. On nimittäin otettava huomioon, että tehostetun ulkomaankaupan säännöstelyn ansiosta tuonnin volyyymi jo tosiasiallisestikin saatiin vuonna 1920 puristetuksi edellisen vuoden 78 pisteestä (1913=100) aina 53 pisteeseen. Vaikka tuotanto-toiminta olikin niin vilkasta, että aloittain esiintyi työvoiman puutetta, tuonnin supistuminen noin 20 %, mikä olisi ollut tarpeen kauppaja- ja maksutaseen tasapainottamiseksi, olisi todennäköisesti jo johtanut vakavien vajaatyöllisyysoireiden esiintymiseen. Toisin sanoen tuonnin supistuksen aikaansaaminen »diskonttotietä» olisi edellyttänyt työllisyysasteen heikentämistä, jota pyrittiin välttämään; sen sijaan suoranaisten tuonnin-säännöstelyn avulla supistuksia voitiin — ja kenties olisi voitu enemmänkin — tehdä juuri sellaisten tavaroiden kohdalla, joiden osalta ne yleisiä huoltonäkökohtia silmällä pitäen olivat helpoimmin toteutettavissa. Toisaalta taas ei ollut takeita siitä, että diskontton korotus olisi ensimmäisenä ja voimakkaimmin kohdistunut juuri tähän osaan tuontia. Päinvastoin on syytä olettaa, että silloisen tyypillisen voittoinflaation aikana yrittäjätulojen paisuminen ja tulonsiirto varakkaampien yhteiskuntaluokkien hyväksi oli omansa vahvistamaan nimenomaan tällaisten tuontipolitiikan riitakapuloina olleiden nautintoaineiden ja ylellisyystavaroiden kysyntää ja tekemään sen epäjoustavaksi sangen väljissä hintarajoissa.

Toisena pääperusteena diskontton korotukseen maksutaseen heikentyessä on esitetty korkokannan kohoamisen vaikutus lyhytaikaisen ulkomaisen pääoman liikkeisiin. Tosiasiallisesti liikepankkien ulkomaisten talletusten kasvaminen näinä ja vielä seuraavinakin vuosina osoittaa tällaista pääoman hakeutumista Suomeen varsin laajassa mitassa tapahtuneen.

On kuitenkin syytä epäillä, että liikepankkien lora-tilien kasvu olisi — ainakaan ensi sijassa — johtunut korkokannan kohoamisesta Suomessa. Valtaosa markkatalletuksista oli skandinaavisten ja nimenomaan ruotsalaisten liikemiesten tileillä.¹ Niin kuin kuviosta 8 näkyy, talletusten lisääntyminen alkoi jo vuoden 1918 puolella ennen ensimmäistä diskontton korotusta ja jatkui sen jälkeen voimakkaana vuoden 1919 loppulle. Koko tämän ajan oli esim. Riksbankenin diskonttokorko joko Suomen Pankin diskontton yläpuolella tai samalla tasolla sen kanssa. Marraskuussa 1919 meillä suoritettu diskontton korotus ja sitä seurannut

¹ Ks. STENROTH, Eräitä piirteitä . . . , s. 127 ja 145.

Kuvio 8. Liikepankkien loro-tilit sekä Suomen Pankin ja Riksbankenin diskonttokorko vuosina 1918—1921.



yleisen korkokannan nousu eivät myöskään johtaneet markkatalletusten kasvamiseen. Päinvastoin ne hiukan laskivat marraskuusta 1919 aina toukokuuhun 1920, huolimatta maaliskuussa suoritetusta uudesta korkokannan nostamisesta. Sama kehitys on todettavissa myös vuoden 1920 marraskuussa suoritetun korotuksen jälkeen.

Ilmeistä onkin, että pääasiallisesti muut syyt kuin korkokannan korottaminen olivat vaikuttamassa ulkomaisten liikemiesten halukkuuteen hankkia Suomen markkoja ja pitää niitä tileillään Suomen pankeissa. Tärkeimpänä vaikuttimena oli kurssivoittojen havittelu. Yleensä uskottiin Suomen markan arvon vielä kohoavan, minkä vuoksi oli edullista hankkia markkavarantoja vaihdettavaksi myöhemmin kurssien noustua muihin valuuttoihin. Tämä oli jo silloin varsin yleinen käsitys loro-tilien kasvuun johtaneista pääsyyistä eikä suinkaan vieras Suomen Pankin johtokunnallekaan, vaikka diskontton korotusta marraskuussa 1920 perusteltiinkin mm. viittaamalla näihin loro-tiliin. Luottamus markan arvon nousemiseen perustui ilmeisesti huomattavalta osaltaan käsitykseen, että Suomen rahapolitiikan päämääränä nimenomaan oli pyrkiminen ainakin lähemmäksi vanhaa kultapariteettia. Sen vuoksi on tietenkin mahdollista, että harjoitettu aktiivinen korkopolitiikka tätä käsitystä tukemalla välillisesti ainakin jossain määrin lisäsi markkatalletusten hankkimishalua.

Toinen — tämän esityksen puitteisiin varsinaisesti kuulumaton — kysymys on, missä määrin tämänluonteinen ulkomaisen lyhytaikaisen pääoman saanti todella tuki Suomen markan ulkomaisen arvon vakauttamiseen tähtääviä ponnisteluja. Epäämätöntä on tietenkin, että erityisesti

vuonna 1919 tällä tavoin rahoitettu tuonti oli maan yleistä huoltotilannetta vahvistamalla eduksi Suomen reaalitaloudellisen aseman lujittamiselle ja — vientiteollisuuden tilaa parantamalla — välillisesti myöskin valuuttatilanteelle. Toisaalta on kuitenkin myös ilmeistä, että nimenomaan varsinaisille valuuttakeinottelijoille oli — niin kauan kuin he uskoivat markan arvon kohoamiseen — edullista pyrkiä hankkimaan markkoja mahdollisimman alhaiseen hintaan. Tämä kysynnän joustamattomuus ajoittain esiintyneen voimakkaan tarjonnan kanssa oli omansa painamaan markan senhetkistä kurssia alaspäin.¹

282. Korkopolitiikka ja inflaatio. Eräissä toisissakin suhteissa ensimmäisen maailmansodan jälkeinen inflaatiokehitys maassamme valaisee mielenkiintoisella tavalla perinnäisen korkopoliittisen ajattelun ja perinnäisen korkopolitiikan pätevyyttä ja tarkoituksenmukaisuutta tietyissä olosuhteissa.

Wickselliläisen ajattelutavan mukaan liian alhainen pankkikorko johti toisaalta säästäväisyyden heikkenemiseen ja kulutushyödykkeiden kysynnän kasvamiseen. Toisaalta yrittäjien voitonodotusten paraneminen lisäsi heidän sijoitushalukkuuttaan. Seurauksena oli tuotantovälineiden kysynnän vahvistuminen, työpalkkojen ja raaka-aineiden hintojen nousu, edelleen kulutushyödykkeiden kysynnän lisääntyminen ja niiden hintojen kohoaminen jne.

On ilmeistä, ettei ainakaan vuoden 1917 lopulla ja vuonna 1918 maassamme tapahtunut hintojen kohoaminen primäärisesti aiheutunut palkkojen kohoamisesta eikä a b s o l u t t i s e s t i kasvaneesta kysynnästä. Kysynnän ja tarjonnan tasapaino horjahti kyllä pahastikin jo vuoden 1917 loppupuoliskolla ja samalla hintataso alkoi jyrkästi nousta. Niin kuin hinta- ja toisaalta palkkaindeksien välisestä marginaalista näkyä, tähän ei kuitenkaan ensisijaisesti voinut olla syynä palkkojen kohoaminen. Hintojen nouseminen oli aluksi selvästi niukkuushinnanousua yrittäjien päästessä puutteellisen tai olemattoman hinnansäännös-

¹ Vrt. KORPISAARI: »Sekä markkamyyntit että lyhytaikaiset ulkomaan rahan määräiset tuonti- ja vientituotot tukivat aluksi markan ulkomaista arvoa. Ilman niitä ei vv. 1919—1920 kauppabalanssin suurta vajuusta olisi voitu peittää . . .» (Suomen markka 1914—1925, s. 256).

Tähän on sanottava yllä tekstissä esitetyn lisäksi, että j o l l e i markkojen myyntimahdollisuutta olisi ollut, ei myöskään kauppataseen vajuus yksinkertaisesti olisi pääsyt muodostumaan niin suureksi kuin todellisuudessa tapahtui. Ei voida lähteä siitä, että vajuus oli »annetun» suuruinen — siitä huolimatta että, niin kuin edellä on esitetty, välttämätönkin tuontitarve ilmeisesti ylitti valuuttaresurssit.

telun aikana joltisenkin vapaasti korottamaan hupenevien tavaravarastojensa hintoja (kuvio 9, s. 136).

Se, että huoltotilanteen vuoden 1919 aikana tapahtuneesta helpottumisesta johtunut hintatason laskeminen jo saman vuoden lopulla uudelleen kääntyi jyrkäksi nousuksi, on ensi sijassa vietävä valuuttakurssien kohoamisen tiliin. Valuuttakurssien nousu ja siitä johtunut tuontihintojen kallistuminen oli selvästi yleisen hintatason kohoamisen tärkein v ä l i t ö n aiheuttaja (kuvio 7, s. 116).

Tämä ei tietenkään vielä ole vuosien 1919—1920 inflaatiokehitykselle riittävä selitys, yhtä vähän kuin kysymys Wicksellin inflaatio selityksen oikeellisuudesta on tällä ratkaistu. Voidaanhan hyvin ajatella, että valuuttakurssien kohoaminen viime kädessä saattoi aiheutua juuri kotimaisen kysyntä- ja tarjontatasapainon järkkymisestä liian alhaisen korkotason johdosta. Jos korkokanta olisi ollut korkeampi, hyödykkeiden kysyntä olisi siinä määrin supistunut, ettei vaihtotaseen vajausta eikä niin ollen myöskään markan ulkomaisen arvon laskua olisi esiintynyt. Aivan samalla tavoin voidaan myös vuoden 1917 lopulla vallinnut tilanne tulkita wickselliläisittäin ja asettaa korkopolitiikalle sen mukaiset tavoitteet ja vaatimukset: korkokantaa olisi ollut korotettava niin voimakkaasti, että talouselämän aktiviteetti, työllisyys ja tulonmuodostus olisivat supistuneet rinnan hyödykevirran kanssa. Tällöin ei niukkuushinnannousuakaan olisi päässyt tapahtumaan.

Teoreettisesti edellä olevan kaltainen ajatuksenjuoksu ja politiikka ovat tietenkin täysin mahdolliset. Käytännössä tällaisen menettelyn onnistumisen mahdollisuudet ja tarkoituksenmukaisuus olisi sitä vastoin ollut erittäin kyseenalainen. Se olisi merkinnyt työllisyyden radikaalia supistumista ja niin voimakasta depressiota, että silloinen suomalainen katkeruuden ja vihan läpituokema yhteiskunta tuskin olisi sellaista kestänyt. Toiseksi ei jo pelkästään huoltotilanteen vaikeuden vuoksi ilmeisesti olisi ollut reaalisia mahdollisuuksia odottaa tilanteen paranemista, kunnes pelkästään sodan aikana kerääntyneiden puutavaravarastojen myynnistä saadut valuuttamäärät olisivat tehneet tuonnin lisäämisen ja huoltotilanteen parantamisen vaihtotaseen tasapainoa järkyttämättä mahdolliseksi. Kolmanneksi olisi sodan ja valtiontalouden tasapainottomuuden synnyttämän hyvän likviditeetin johdosta — jonka supistaminen ei ollut onnistunut — ollut puhtaasti teknillisestikin vaikeata saada rahalaitoksia kyllin ajoissa noudattamaan keskuspankin jyrkästi kontraktiivista korko- ja luottopolitiikkaa.

Kaikista edellä esitetyistä syistä olisi rahataloudellisen tasapainon teoreettisesti ylläpitävä korkopolitiikka ilmeisesti ollut olevissa oloissa

täysin epärealistinen ja reaalitaloudellisesti kestämaton. Missä määrin sitten voidaan harjoitettua korko- ja luottopoliittikkaa todella pitää »inflaatioosyyllisenä», ts. missä määrin sen voidaan todella katsoa edistäneen inflaatioketitystä?

Liikepankkien luotonanto kasvoi vuosina 1918—1920 kaikkiaan 3.8 miljardia markkaa. Samanaikaisesti tuonnin arvo oli 6.6. miljardia. Nämä kokonaismäärät jakaantuivat eri vuosien osalle seuraavasti:

	Luotonannon lisäys mmk	Tuonti mmk
1918	1 279	505
1919	1 489	2 510
1920	1 054	3 627

On vaikeata ja tietojen puuttuessa suorastaan mahdotontakin sanoa, kuinka suuresti tuonnin rahoittaminen paisutti luottovolyymia. Vertaamalla edellä esitettyjä lukusarjoja toisiinsa sekä ottamalla huomioon, mitä edellä on sanottu liike- ja teollisuusyritysten liikepääoman tarpeesta näinä vuosina, voitaneen kuitenkin väittää, että kenties suurin osa vuosien 1919—1920 luottovolyymien kasvusta aiheutui tuonnin rahoittamisesta.¹ Samoin oli laita myös valtion luotonoton kohdalla vuonna 1919.

Tältä osin luottovolyymien kasvaminen ei — ainakaan suoranaisesti — ollut tuloja luovaa eikä siis sinänsä lisännyt kysynnän ja tarjonnan tasapainon puutetta. Päinvastoin tuonnin enemmitys on sellaisenaan vaikutukseltaan anti-inflatorinen ja eräs inflaatioketityksen taittamiseen tavallisimmin käytetyistä keinoista. Samalla tavoin on luottovolyymien paisumista liike- ja tuotantotoiminnan liikepääoman kasvaneen tarpeen tyydyttämiseksi, sikäli kuin se aiheutui tuotantoprosessissa olevan hyödykemäärän lisääntymisestä, pidettävä inflaatiomielessä ylipäänsä neutraalina.

Vaikka luottovolyymien kasvaminen täten valtaosaltaan yleisesti katsoen oli laadultaan vaaratonta inflaation kannalta, ei se kuitenkaan ollut sitä juuri silloisissa olosuhteissa. Mahdollistamalla valuuttavarat ylittävän tuonnin pankkien luotonannon lisääntyminen oli osaltaan painamassa markan ulkomaista arvoa alaspäin aikaisemmin kuvatulla tavalla. Luottoekspansion merkitys olisi ollut inflaatiokannalta peräti toinen, jos tuonnin enemmitys olisi voitu rahoittaa varsinaisilla — pitkäaikaisilla — ulkomaisilla lainoilla.

¹ Vrt. KÖRPIŒAARI, m. t., s. 103 ja seur.

Lisäksi on huomattava, että liikeluotostakin se osa, joka ei välittömästi tai välillisesti lisännyt hyödykkeiden tarjontaa kotimaan markkinoilla, mutta toisaalta kuitenkin oli tuloa luovaa, kuten esim. metsäteollisuuden varastojen rahoittaminen, oli kansantaloudellisen tasapainon ja siis myös inflaatiokehityksen kannalta tasapainottomuutta edistävää. Tosiasiallisesti täytyy tämänluonteista luotonantoa pitää inflatoriselta vaikutukseltaan vaarallisempanakin kuin puhtaasti spekulatiomielessä tapahtuvan omaisuuskeinottelun rahoittamista, johon myös melkoinen osa näiden vuosien luotonannon lisäyksestä käytettiin.

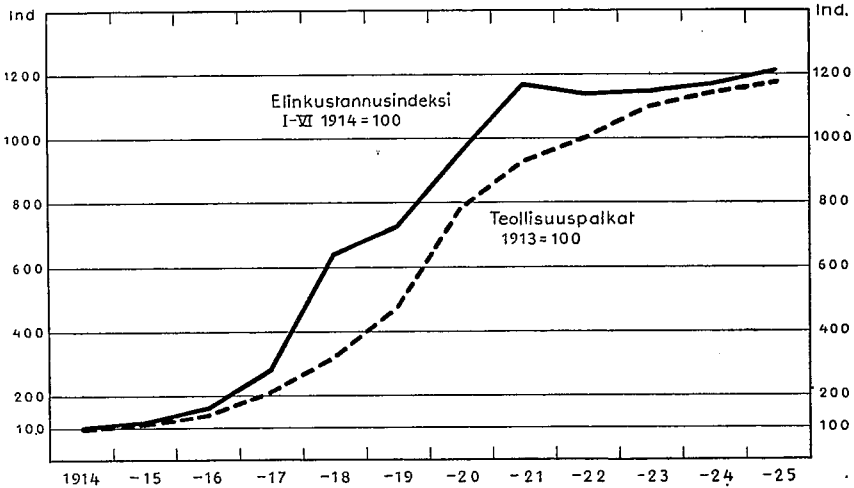
Vaikka myös »vapaudenhumalan» ja inflaation kiihdyttämällä yritteliäisyydellä — ja sen rahoittamisella — oli merkitystä ylityöllisyyden luojana eräillä aloilla vuoden 1919 loppupuolelta seuraavan vuoden lopulle, tätä seikkaa tuskin voidaan pitää ensisijaisena inflaatiotekijänä. Epäilemättä työnantajain kilpailu niukoista tuotantovaroista oli osaltaan omiaan nostamaan näiden hintoja. Tärkeimmän tuotannon tekijän — työvoiman — kohdalla kilpailu ei kuitenkaan johtanut inflaation muuttumiseen palkkainflaatioksi, vaan se säilytti koko ajan tyypillisen voittoinflaation luonteensa. Tässä suhteessa sodan jälkeinen hintojen nousu Suomessa selvästi erosi kehityksestä esim. Ruotsissa ja Tanskassa, joissa kummassakin maassa aktiivinen palkkatason kohoaminen oli tärkeimpiä inflaatiota edistäneitä voimia.¹ Meillä palkkojen kohoaminen laahautui koko ajan hintojen jäljessä. Palkkatason, ts. nimellistulojen, nousu oli siten vain inflaation mahdollistavia tekijöitä, ei sen aktiivisia aiheuttajia.

Edellä olevan tarkastelun lopputulokseksi muodostuu, että luottoekspansio ilmeisesti oli osaltaan tärkeä rengas kysymyksessä olevien vuosien tosiasiallisesti tapahtuneessa inflaatiokehityksessä; jollei luottovolyymin laajenemista olisi päästetty syntymään, markan arvon alenemista ei *ceteris paribus* myös olisi ainakaan koetussa mitassa — ja koetulla tavalla — tapahtunut. Inflaation reaktiomekanismi ei ollut tosin sellainen kuin Wicksell oli mallikaaviossaan kuvannut. Silti voidaan oikeutetusti väittää inflaation eräässä mielessä »johtuneen» pankkikoron ja »tasapainokoron» välisestä eroavuudesta. Jos korkokanta olisi ollut tarpeeksi korkea estämään luottoekspansion ja maksutasevajauksen syntymisen, inflatorisen hintojen nousun kehittyminen olisi — tämän ajattelutavan mukaan — myös estynyt.

Edellä on jo esitetty ne pääsyyt, minkä vuoksi wickselliläinen tasapainokorkopolitiikka ilmeisestikään ei olisi menestynyt silloisessa tilan-

¹ Ks. esim. ÖSTLIND, m.t., s. 451 ja seur, sekä NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 177.

Kuvio 9. Elinkustannusindeksi ja teollisuuspalkat vuosina 1914—1925.



teessa. Tässä on vain syytä vielä kiinnittää huomiota erääseen teoreettisesti mielenkiintoiseen seikkaan. Ilmeistä nimittäin on, että vaihtotaseen tasapainoa ei olisi ollut mahdollista saavuttaa muuten kuin vajaan työllisyyden vallitessa, ts. vain työttömyys ja tulotason lasku olisivat kyenneet riittävästi supistamaan tuontia. Tosiasiallisesti tuonnin rajoittaminen käytettävissä olleiden valuuttavarojen puitteisiin olisi ilmeisesti jo sinänsä johtanut työttömyyteen. Tästä seuraa, että silloisissa oloissa ns. rahataloudellinen tasapainokorko ja toisaalta täystyöllisyyden turvaava korko eivät langenneet yhteen, vaan edellinen oli jälkimmäistä paljon korkeampi.

Täten voidaan myös todeta, että tuolloin oli joka tapauksessa tosiasiallinen lainakorko < »neutraali korko». Voidaanko sitten sanoa jotakin tämän lainakoron suhteista säästämisen ja investoinnin tasapainottavaan korkokantaan ja siihen korkoon (»normaalikorkoon»), jonka vallitessa luottomarkkinoilla vallitsee tasapaino, ts. luoton kysyntä = luoton tarjonta?

Voidaanko, ja jos voidaan, niin missä mielessä, inflaatiokehityksen aiheuttajana pitää sitä, että investointi näinä vuosina olisi ollut suurempi kuin säästäminen, ja olisiko vain korkeampi korkokanta saattanut ylläpitää näiden yhtäsuuruuden? Jos lähemme siitä edellä oikeana pidetystä käsityksestä, että inflaation välitön perussyys oli maksutasevajauksen syntyminen, kysymyksen saattaa vielä asettaa hieman toisinkin: voidaanko maksutaseen vajausta ilman muuta pitää todisteena siitä, ettei

näinä vuosina säästämisen ja investoinnin välillä vallinnut tasapainoa (*ex ante*)?

Puhtaasti käsitteellisesti ja määritelmänomaisesti vaihtotaseen vajeus (tai ylijäämä) on aina välttämättä yhtä suuri kuin kotimaisen investoinnin ja säästämisen (tai päinvastoin) välinen erotus. Jos esim. kotimaassa bruttoinvestoinnin arvo ylittää bruttosäästämisen arvon (*ex post*), investoinnin täytyy erotuksen osalta olla tavalla tai toisella ulkomailta saadun luoton avulla rahoitettu ja = vaihtotaseen vajeus.¹ Tällä tavoin voidaan kyllä katsoa vaihtotaseen vajauksen suuruuden aina kuvastavan kotimaisen investoinnin ja säästämisen välistä tasapainottomuutta.

Voidaan myös sanoa, että kotimaisen säästämisen riittämättömyys investointiin verrattuna määrää vaihtotaseen vajauksen; ts. että vaihtotaseen vajeus s a a t t a a johtua mainitussa merkityksessä liian suuresta sijoitustoiminnasta. Mutta olisi harhaan johtavaa ajatella, että syysuhteen aina on oltava juuri tämänsuuntainen. Se voi yhtä hyvin olla päinvastainen. Sen sijaan että investoinnin suuremmuus aiheuttaisi vaihtotaseen vajauksen, tämän vajauksen voidaan ajatella johtavan kotimaisen investoinnin muodostumiseen kotimaista säästämistä suuremmaksi. Mitä on kussakin tapauksessa pidettävä syynä mitä vaikutuksena, riippuu siitä, mitkä toimenpiteet on milloinkin katsottava primäärisesti »suunnitelluiksi», mitkä ilmiöt taas ovat odottamattomia tasoitus-eriä identiteettiyhdyksessä.

Vaihtotaseen vajeus, so. lähinnä tuonnin enemmyys, osoittaa sinänsä vain, että hyödykkeiden realisoitunut kokonaiskysyntä kotimaassa — kulutukseen ja investointiin — on asianomaisena ajanjaksona ollut suurempi kuin kotimaan tuotannon tulos (= bruttokansantuotos) tänä ajanjaksona. Siitä, mihin hyödykkeet on käytetty, ts. niiden käytön jakaantumisesta kulutukseen ja suunniteltuun investointiin, ei pelkästään tämän vajauksen perusteella tiedetä mitään. Reaalitaloudellisesti on hyvin ajateltavissa, ettei suunniteltua investointia olisi lainkaan esiintynyt, vaan että koko bruttokansantuotos + tuonnin enemmyys olisi pyritty käyttämään kulutustarpeiden tyydyttämiseen. Tällaisessakin tapauksessa vaihtotaseen vajeus luonnollisesti väistämättä johtaa realisoituneen investoinnin muodostumiseen *ex post* kotimaista säästämistä suuremmaksi, esim. varastojen odottamattoman lisäyksen muodossa.

Tuonnin kulutushyödykevoittoisuuden ja yleisen huoltotilanteen kireyden ym. seikat huomioon ottaen näin oli todennäköisesti laita

¹ Ks. esim. ERIK LUNDBERG, Inflationanalys och ekonomisk teori. Ekonomisk Tidskrift 3/1948, s. 150.

Suomessa vuosina 1919—1920. Silloinen inflaatio ei ollut perusluonteeltaan tyypillinen investointi-inflaatio, vaan se aiheutui lähinnä pyrkimyksistä voimakkaasti heikentyneen huoltotilanteen nopeaan korjaamiseen.

Voidaan kyllä sanoa, että säästäminen on tällaisessakin tapauksessa ollut eräässä mielessä »liian pieni», ts. kulutusalttius »liian suuri». Nimitetään sikäli, että kulutuksen supistuminen olisi ollut omiaan supistamaan myös tuontia, ja vaihtotaseen vajuus olisi täten pienentynyt. Tällöin on kuitenkin kysymyksessä lähinnä kulutuksen absoluuttisesti liian suuri määrä, eikä se, että kulutus olisi »liian suuri», ts. säästäminen »liian pieni», esim. investointiin verrattuna tietyllä tulosolla.¹ Täystyöllisyyttä vastaava tulo- ja kulutustaso ei käsillä olevana ajanjaksona ollut yhdistettävissä vaihtotaseen tasapainoon eikä myöskään vakaaseen rahanarvoon. Kulutuksen supistuminen vaihtotaseen tasapainoa vastaavalla tavalla olisi edellyttänyt myös kokonaistulotason alenemista.

Täten on todettava, että »liian pientä» säästämistä, ts. »liian suurta» kulutusta, voidaan kyllä edellä kuvatussa mielessä pitää tapahtuneen inflaatiokehityksen mahdollisena perimmäisenä syynä. Sitä vastoin ei voida sanoa, että säästäminen olisi primäärisesti ollut liian pieni investointiin verrattuna, yhtä vähän kuin voidaan väittää, että tosiasiallinen korkokanta olisi ollut investoinnin ja säästämisen tasapainokorkoa alempana ja että kumulatiivinen hintojen nousu tästä syystä olisi alkanut ja jatkunut.

Samaa on sanottava myös tosiasiallisen lainakoron ja ns. normaalin koron välisestä suhteesta. Edellä on jo nähty, että todella tapahtuneessa kehityksen kuluksa luottoekspansiolle oli tärkeä osuutensa ja että korkeampi korkokanta vaikeuttamalla tuonnin rahoittamista olisi saattanut estää vaihtotaseen vajuuden ja siten inflatorisen hintojen nousun syntymisen. Tapahtumien tosiasiallisen kehityksen kannalta voidaan siis — jos niin halutaan — »selittää» inflaation synty wickselliläisittäin pankkikoron ja »normaalin» koron välisestä erosta johtuneeksi.

Nyt on kuitenkin huomattava, että luottoekspansiota ei voida pitää kausaalisesti välttämättömänä tekijänä inflaation syntyemiselle silloisissa likviditeettiolosuhteissa. Jos tuontiliikkeiden omat rahoitusmahdollisuudet olisivat olleet suuremmat kuin mitä ne tosiasiallisesti — mm. Venäjän vallankumouksen aiheuttamien tappioiden

¹ Vrt. s. 47 olevaa esitystä kokonaisodotusten merkityksestä kansantaloudellisen tasapainon kannalta.

vuoksi — olivat, luottoekspansiota ei olisi tarvinnut syntyä, ja siitä huolimatta vaihtotaseen vajaus kaikkine seurauksineen olisi päässyt kehittymään. Periaatteellisesti tuonnin rahoittaminen olisi — saman kokonaislikviditeetin puitteissa — aivan yhtä hyvin kuin luottoekspansioon avulla saattanut tapahtua esim. tililtäottojen muodossa. Sen sijaan, että pankkien taseet tosiasiallisesti voimakkaasti suurenivat, ne tällaisessa tapauksessa päinvastoin olisivat supistuneet.

Pohjimmaltaan silloista inflaatiota ei täten voida katsoa monetääristä seikoista aiheutuneeksi. Sotavuosien luoma hyvä likviditeetti muodosti luonnollisesti pohjan inflatoriselle hintojen nousulle. Samalla tavoin valtiontalouden menojen enemmyys vuosina 1918—1920 epäilemättä horjutti kysynnän ja tarjonnan tasapainoa sekä ennen kaikkea entisestään vielä laajensi yhteiskunnan kassaa. Joustava maksuvälineiden tarjonta oli kuitenkin vain inflaation mahdollistava tekijä, katalysaattori, kun varsinainen liikkeelle paneva ja ajava voima oli löydettävissä huoltotilanteen heikkoudesta ja ulkomaankaupan tasapainottomuudesta.¹ Vaikka korkopolitiikkaa tällaisessa tapauksessa täytyy pitää huonona aseena ja tasapainokorkoajattelua kehityksen huonona selityspäätteena, ei tietenkään mikään estä turvautumasta kumpaiseenkin, jos niin halutaan.

Miten korkeaksi korko olisi pitänyt — silloisen suoranaisen säännöstelypolitiikan heikkous huomioon ottaen — asettaa, ei ole tässä arvioitavissa. Diskontton nostaminen jo vuoden vaihteessa 1918/1919 nopeassa tahdissa esim. 10 %:iin olisi kenties saattanut olla tehokas. Myöhemmin, inflaation päästyä vauhtiin »tasapainokorko» oli ilmeisesti jo paljon korkeampi. Niin kuin aikaisemmin on esitetty, pääjohtaja STENROTH tietoisesti pyrki aluksi välttämään jyrkkää diskonttopolitiikkaa, nimenomaan peläten sen reaalityöllisyyttä seurauksia silloisissa olosuhteissa. Sitten harjoitetun diskonttopolitiikan »myöhästyminen» onkin katsottava pääasiallisesti tästä johtuneeksi.

Suomen Pankin johtokunta erehtyi kuitenkin luullessaan, että suoranaisen säännöstelyn avulla markan kotimainen ja ulkomainen arvo olisi ollut menestyksellisesti puolustettavissa ilman työllisyysasteen heikentämistä. Näin ei ilmeisestikään ollut laita, joskin suoranainen luoton-, valuutan-, tuonnin-, hintojen- ym. säännöstely t e h o k k a s t i toteutettuna olisi ollut korkopolitiikkaa ainakin tarkoituksenmukaisempi ja rationaalisempi keino tämän »välttämättömän» reaalityöllisyyden

¹ Vrt. W. A. LAVONIUS, "Utvecklingen av finska markens värde sedan frihetskriget. Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Sjunde årg., s. 263 ja seur.

supistuksen toimeenpanemiseksi. Voidaan kuitenkin syystä kysyä, olisiko rahapolitiikan johtajilla ollut loppujen lopuksi haluakaan noudattaa noin jyrkkää rahanarvopolitiikkaa, jos he olisivat selvästi nähneet sen reaalityönsä hinnan. Suomen Pankin johtokunnan silloisen puheenjohtajan — tosin myöhemmin — antaman lausunnon mukaan pankki katsoi tehtäväkseen pyrkiä markan arvon parantamiseen, »sillä edellytyksellä, että tämä voisi tapahtua ilman sellaisia uhrauksia, jotka kävisivät maalle ylivoimaisiksi tai sen kehitykselle vaarallisiksi.» Jos reaali- ja rahataloudelliset edut, niin kuin näyttää, näinä vuosina olivat sovittamattomassa ristiriidassa keskenään, oli kaiketi joka tapauksessa onnellisinta, että edelliset voittivat.

3. Rahan arvon vakauttaminen vuosina 1921—1925.

31. Yleistaloudellinen kehitys vuonna 1921.

Kansainvälinen laskusuhdanne, joka sodan jälkeisen kiihkeän varastojen täyttämssuhdanteen jälkeen oli puhjennut Yhdysvalloissa ja Englannissa jo kesällä 1920, ulotti seuraavan talven aikana vaikutuksensa Suomeenkin. Maailmanmarkkinahintojen voimakas lasku — Yhdysvalloissa Bureau of Laborin tukkuhintaindeksi aleni kevästä 1920 kevääseen 1921 mennessä lähes 40 % — sai hintojen nousun Suomessakin pysähtymään ja kääntymään niin hyvin tukkuhintojen kuin elinkustannusten osalta vuoden vaihteesta 1920/1921 laskevaan suuntaan.

Samalla yleinen suhdanteiden huononeminen, metsäteollisuutta kohdannut ankara menekkipula ja loppuvuodesta 1920 toteutettu luoton säännöstely yhdessä korkokannan korkeuden kanssa katkaisivat siivet liialta yritteliäisyydeltä ja keinottelulta. Työllisyystilanne heikkeni, vararikot lisääntyivät ja laman oireet olivat ilmeiset.

Lamakausi jäi kuitenkin tosiasiallisesti Suomessa hyvinkin lyhytaikaiseksi verrattuna tilanteeseen muualla maailmassa. Vientihintojen aleneminen syksystä 1920 samoin kuin kansainvälinen taloudellinen lama ja pessimistiset tulevaisuuden odotukset saivat metsäteollisuuden tuotteiden ostot ulkomaille talvella 1920—1921 miltei pysähtymään. Lisäksi kotimassa myyjien taholla esiintyi myös ainakin aluksi myyntihaluttomuutta aleneviin valuuttakursseihin ja hintoihin.¹ Toisaalta

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1922, s. 1. Vrt. myös OTTO STENROTHIN ja PAAVO KORPI-SAAREN väittelyä tästä kysymyksestä. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja 1928, s. 138 ja seur. sekä sivut 265, 274—277.

suunnitelmat tuonnin säännöstelyn kumoamiseksi, markan tietty yliarviointi talvella 1920—1921 ja lopuksi tuonnin säännöstelyn lopettaminen jo huhtikuun alusta 1921 tekivät tuonnin varsin kannattavaksi yritykseksi ja olivat omiaan lisäämään tuontihalukkuutta.¹

Edellä kuvatusta asiain tilasta oli seurauksena voimakas tuonnin enemmyys — lähes 900 miljoonaa markkaa — vuoden 1921 alkupuoliskolla. Riittävien valuuttavarojen puuttuessa ja uusien valuuttojen saannin tyrehtyttyä tuonti oli jälleen suurelta osaltaan rahoitettava myymällä markkoja ulkomaille. Maaliskuusta syyskuuhun 1921 liikepankkien velka ulkomaisille kirjeenvaihtajille kasvoi täten noin 500 miljoonaa markkaa. Tästä aiheutui taas kestämatöntä painetta markan ulkomaista arvoa kohtaan, varsinkin kun spekulatiivinen markkojen ostohalu oli suuresti heikentynyt, sitä mukaa kuin luottamus markan arvon kohoamiseen vanhaan pariteettiinsa oli edeltäneen inflaatiokauden aikana kadonnut (kuvio 7, s. 116).²

Edellä esitettyjen tekijäin yhteisvaikutuksesta johtui, että valuuttakurssit helmi- ja syyskuun välisenä aikana kohosivat yli kaksinkertaisiksi. Näin voimakkaalla kurssien nousulla oli luonnollisesti jo korotettava vaikutus kotimaan hintojen kehitykseen laskevienkin maailmanmarkkinahintojen aikana. Elinkustannusindeksi kohosikin vuoden kuluessa vielä kaikkiaan 11 %, mutta tukkuhintojen taso oli vuoden lopussa kuitenkin jo 6 % alempi kuin edellisessä vuodenvaihteessa.

Merkitykseltään ratkaisevinta yleistaloudellisen kehityksen kannalta oli, että vienti kävi kurssien nousun johdosta kannattavaksi alentuneisiin maailmanmarkkinahintoihin. Hintojen laskun loppupuolella vuotta 1921 tasaantuessa ja osittain pysähtyessä metsäteollisuuden vientimyynnit pääsivät täten jälleen vauhtiin. Samalla työllisyystilanteen heikkeneminen pysähtyi, ja työllisyys saatiin vakautetuksi käytännöllisesti katsoen täystyöllisyyden tasolle, ilman että toisaalta inflaatiokauden ylitöylysoireita enää oli havaittavissa. Niin kuin TUDEER on esittänyt, »voidaan siten sanoa, että Suomi vuonna 1921 pakosta ja itsetiedottomasti noudatti samanlaista suhdannepolitiikkaa, jonka niin moni maa sittemmin 1930-luvun suuren pulan aikana määrätietoisesti otti käyttöönsä.»³

32. Raha- ja valuuttapolitiikka vuonna 1921.

Yhtä hyvin voidaan kuitenkin myös kysyä, mistä johtui, että vuoden

¹ Ks. Korpisaari, m.k., s. 266.

² Ks. Stenroth, Eräitä piirteitä . . . , s. 138.

³ Tudeer, m.t., s. 146.

1921 aikana markan ulkomaisen arvon annettiin laskea siinä määrin kuin tapahtui. Eikö Suomen Pankin ja muiden talouspoliittisten elimien vallassa ollut harjoittamallaan tiukalla valuutta-, luotto- ja korkopolitiikalla sekä suoranaisella tuonnin säännöstelyllä estää kauppataseen vajauksen ja siitä markan ulkomaista arvoa vastaan kohdistuneen paineen syntyminen? Vaikka tämä teoreettisesti — ja käytännössäkin — epäilemättä olisi ollut mahdollista, näin ei kuitenkaan monestakaan syyistä käynyt.

Ensinnäkin voidaan Suomen Pankin silloista johtoa arvostella — ja on arvosteltukin — siitä, että se vuoden 1920 lopulla ryhtyi käytettävissään olleella valuuttavarannolla yrittämään markan ulkomaisen arvon kohottamista. Tässä onnistuttiin joksikin aikaa sikäli, että esim. dollarin kurssi laski vuoden 1920 marraskuun lopun 50 markasta seuraavan helmikuun alkuun mennessä vajaaseen 30 markkaan punnan kurssin alentuessa vastaavasti 180 markasta aina 110 markkaan saakka. Tästä oli kuitenkin loppujen lopuksi enemmän haittaa kuin iloa. Pankki kulutti toimenpiteen yhteydessä vähäisiä valuuttavarojaan, joita myöhemmin kesällä olisi kipeästi tarvittu markan arvon tukemiseksi ja valuuttakurssien nousun hillitsemiseksi. Toiseksi näin voimakas kurssien lasku heikensi suuresti viennin kannattavuutta vientihintojen muutenkin alentuessa. Samalla kun se täten jarrutti vientimyyntejä, kurssien alenemisella oli luonnollisesti toisaalta tuontihalukkuutta lisäävä vaikutus.

Ottaen huomioon, että laskusuhdanne oli ulkomailla selvästi vallitsevana jo syksystä 1920 lähtien, samalla kun metsäteollisuuden vientisuhdanteet myös olivat voimakkaasti heikkenemässä,¹ herättää markan kurssin nostamiseen vuoden vaihteessa tähännyntä valuuttapolitiikka ihmetystä. Vaikkei haluaisikaan yhtyä Korpisaareen siinä, että tämä politiikka olisi ollut markan ulkomaisen arvon sittemmin tapahtuneen alenemisen pääasiallinen aiheuttaja, täytynee sitä joka tapauksessa pitää silloisessa tilanteessa ennenaikaisena ja epätarkoituksenmukaisena toimenpiteenä markan lopullisten vakauttamispyrkimysten kannalta.²

Valuuttapolitiikassa tehtyjen virheidenkin merkitys olisi ollut suhteellisen vähäinen, jos luotto- ja ulkomaankauppapolitiikan avulla olisi pystytty pitämään huolta kauppataseen tasapainosta ja estetty markkojen myynti ulkomailla. Valuutansäännöstely oli kuitenkin teholtaan yhtä heikkoa kuin aikaisemminkin, varsinkin kun suoranaisten säännöstely oli lopetettu jo syksyllä 1920. Toisaalta myös elinkeinoelämän taholta

¹ Ks. esim. MERCATOR 42/1920, 22. 10. 1920.

² Ks. Korpisaari, m.t., s. 187 ja seur. Vrt. myös Stenroth, s. 137 ja seur.

säännöstelyjärjestelmää vastaan kohdistunut paine ja säännöstelymääräysten »sabotoiminen» johtivat siihen, että ulkomaankaupankin suoranaisestä säännöstelystä luovuttiin juuri kriitillisimpään aikaan huhtikuun alusta 1921. Luotonsäännöstelyn tehoa taasen heikensi ensinnäkin se seikka, että tuontiliikkeet — ja yritykset ylipäänsä — olivat vuosien 1919—1920 edullisten tuontisuhdanteiden aikana melkoisessa määrin onnistuneet lisäämään käyttöpääomiaan ja tulleet vähemmän riippuvaisiksi pankkiluotosta. Toisaalta ei luotonannon säännöstelykään loppujen lopuksi eräistä lausunnoista päätellen tällöin ilmeisesti ollut niinkään ankaraa.¹

Eräänä mahdollisuutena olisi tietenkin ollut myös turvautuminen korkokannan korottamiseen. Sen avulla olisi periaatteessa voitu rajoittaa tuontia samalla tavoin kuin suoranaishella luoton säännöstelylläkin. Ilmeistä on kuitenkin, että luotonsäännöstelyn tehokkuutta vastaan silloisessa tilanteessa esitetyt epäilykset kohdistuvat samalla tavoin ja vielä suuremmalla painolla korkokannan korottamiseen. Tällöin on myös otettava huomioon, että valuuttakurssien ja maailmanmarkkinahintojen laskun johdosta talvella 1920—1921 kotimaisen ja ulkomaisen hintatason suhde oli muodostunut tuonnin kannalta varsin edulliseksi, mikä oli yhdessä tuonnin säännöstelyn odotettavissa olleen lakkauttamisen kanssa omansa suuresti lisäämään tuontihalukkuutta.² Sen jälkeen kun valuuttakurssit kevättalvella 1921 jälleen olivat lähteneet nousemaan, tämä seikka puolestaan oli omansa kiirehtimään tuontioistojen tekemistä. Näin ollen on ilmeistä, että todella vaikuttavan korkokannan nousun olisi täytynyt olla hyvin jyrkkä, jos yksistään sen avulla olisi pitänyt rajoittaa tuontia.

Voidaan myös esittää syitä, jotka suorastaan puhuivat korkokannan korottamista vastaan silloisessa tilanteessa. Ensinnäkin saattaa kysyä, mitä mieltä olisi ollut korottaa diskonttoa — ja korkokantaa ylipäänsä — vieläkin korkeammaksi, kun kerran suoranaishen luotonsäännöstely

¹ Pankkivaltuusmiesten kirjelmäluonnoksesta pankin johtokunnalle: »Pankkivaltuusmiehet . . . ovat saaneet Johtokunnalta esityksen niistä toimenpiteistä, joilla Johtokunta jo vuoden ajan on yrittänyt vaikuttaa yksityispankkeihin, jotta nämä supistaisivat luotonantoaan kulutustavarain tuontia varten, arvopapereita vastaan ja yleensä kansantaloudellisesti vähemmän välttämättömiin tarkoituksiin. Kun nämä toimenpiteet kuitenkin . . . eivät näy johtaneen sanottaviin tuloksiin, katsovat Pankkivaltuusmiehet . . . välttämättömäksi, että Johtokunta suuremmassa määrin kuin rediskonttausten seuraaminen tekee mahdolliseksi ottaa perehtyäkseen niiden yksityispankkien luotonantoon, jotka käyttävät Suomen Pankin varoja . . . » Pankkivaltuusmiesten pöytäkirja 7. 10. 1921.

² Ks. KORPISAARI, Väittelyä, s. 266.

oli toteutettu ja kun korkokanta toisaalta jo oli saavuttanut Suomenkin oloissa hyvin korkean tason. Olihan Suomen Pankki luotonannon suoranaiseen säännöstelyyn ryhtymällä jo vuonna 1920 tosiasiallisesti asettunut sille kannalle, ettei korkokannan enempi korottaminen silloisissa oloissa ollut tehokas eikä tarkoituksenmukainen toimenpide asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi. Välttämätön luotonannon rajoittaminen oli tämän mukaan sen vuoksi hoidettava suoranaisin annostelutoimenpitein.

Erityisesti silloisessa tilanteessa korkopolitiikan tiukentamisen tarkoituksenmukaisuus näytti myös sangen kyseenalaiselta. Inflaatiotilanne oli selvästi katkennut, samalla kun ilmeni deflaatiokriisin, laman ja työllisyyden heikkenemisen oireita. Korkokustannusten nousu olisi merkinnyt vientiteollisuuden, samoin kuin muunkin yritteliäisyyden kannattavuuden kiristämistä ja olisi saattanut johtaa pulan kärjistymiseen.

Toisaalta taas voidaan esittää, että korkokannan korottamisen tai luotonannon suoranaisten rajoittamisen avulla aikaansaatu metsäteollisuuden likviditeetin kiristäminen olisi pakottanut tämän teollisuuden epäedullisista hintasuhteista huolimatta vientimyynteihin jo kevättalvella 1921, joten kohtalokkaaksi muodostunutta vuoden ensi puoliskon kauppataseen tasapainottomuutta ei olisi koetussa mitassa päässyt syntymään. Kysymys on vain tällöinkin siitä, eikö tämän tuloksen saavuttamiseksi luotonannon suoranaisten rajoittaminen olisi ollut sekä tarpeeksi tehokas että paremmin »kohteistettavissa» olevana myös yleisesti katsoen korkokannan nostamista tarkoituksenmukaisempi toimenpide.

Vaikka virallisista asiakirjoista ei käykään ilmi, että korkokannan korottamista olisi johtavissa elimissä pohdittu silloisen pulmatilanteen selvittämiseksi, kysymys oli ainakin epävirallisesti esillä. Tämä näkyy mm. eräästä pankkivaltuusmiesten silloisen puheenjohtajan W. A. LAVONIUKSEN pääjohtaja STENROTHille 22. 4. 1921 lähettämästä yksityiskirjeestä, jossa hän esitti mm. seuraavaa: »Rahamme huolestuttavan nopeasti jatkuva arvonalasku ulkomaisissa pörseissä ei saane tapahtua ilman vakavia vastatoimenpiteitä. Sellaisina on nähdäkseni ensinnäkin luotonannon rajoittaminen viejille niin, että he tulevat pakoitetuksi rahaa saadakseen myymään tuotteitaan saatavissa oleviin hintoihin. Toisena . . . toimenpiteenä . . . olisi tuonnin rajoittaminen, mutta kun säännöstelyjärjestelmä nyttemmin on hävitetty, on tämän toimenpiteen toteuttaminen vaikea.

Missään tapauksessa eivät nämä suoranaiset toimenpiteet . . . liene riittävät tasapainoa aikaansaamaan. Lisäksi täytyy, kuten parin viime

kuun aikana useasti olen huomauttanut, turvautua välilliseen, mutta silti talouselämässä luonnollisimpana pidettyyn keinoon, koron korottamiseen. Sitä puoltavatkin nykyisin mielestäni mitä vakavimmat syyt . . .

Tietenkin aiheuttaa korkojen korottaminen työttömyyttä . . . vähentäen tuotantoa, mutta ilman sitä ei liene mahdollista saada kansamme kulutusta supistumaan tuotannon määräämiin rajoihin . . . Onhan nykyään vallitseva epäsuhde kulutuksen ja tuotannon välillä perussyy rahamme arvon huononemiseen . . .»¹

Kirjeen viimeisen siteeratun kappaleen alku samoin kuin edellisenkin kappale viittaavat siihen, että Suomen Pankin johtokunnan taholla suhtauduttiin korkokannan korottamisajatuksen torjuvasti lähinnä ja nimenomaan tämän toimenpiteen epäedullisen työllisyysvaikutuksen takia. Kaikesta päättäen pääjohtaja Stenroth ei myöskään uskonut korkokannan korotuksen avulla voitavan lisätä vientimyyntejä ja siten parantaa valuuttatilannetta. Hänen käsityksensä ja tietojensa mukaan puunjalosteiden menekkipula johtui ennen kaikkea ostajien ostohaluttomuudesta eikä ollut myyjien myyntihalua lisäämällä olennaisesti korjattavissa.²

Kenties tärkeimpänä syynä valuuttakurssien nousun sallimiseen onkin pidettävä jatkuvasti esiintynyttä pyrkimystä korkean työllisyysasteen säilyttämiseen. Samoin kuin edellisinä vuosina ei tuolloinkaan rahapolitiikasta vastuunalaisten henkilöiden taholla yleensä oltu eri mieltä siitä, etteikö jälleen reaalitaloudelliset päämäärät olut asetettava ahtaasti rahanarvopoliittisia tavoitteita tärkeämmiksi. Niinpä silloinen valtiovarainministeri RISTO RYTI budjettipuheessaan 23. 9. 1921 lausui mm.: »Tärkein teollisuus . . . on pidettävä käynnissä senkin uhalla, että setelistöä tilapäisesti sen takia pitäisi lisätä.»³ Keväällä 1922 pankkivaltuusmiesten piirissä valuuttapoliittista ohjelmaa suunniteltaessa taas mm. Lavonius ja Stenroth tähdensivät tuotantotoiminnan häiriintymättömän

¹ Kirje Suomen Pankin arkistossa.

² Ks. STENROTH, Eräitä piirteitä . . ., s. 137—138 ja s. 277. Vrt. kuitenkin myös Korpisaari, Väittelyä, s. 265 ja seur.

³ Ks. Valtiopäivät 1921, Pöytäkirjat s. 481. Arvostellessaan vuoden 1921 lopulla paria valuuttakysymyksestä julkaistua kirjasta maisteri KAARLO J. KALLIALA taasen kaipasi keskustelua siitä: »missä määrin on syytä tahallisilla vastatoimenpiteillä tehdä tyhjäksi verojen perimisen ja setelistön siitä johtuvan vähenemisen deflatsioonivaikutusta; pitääkö sen johdosta, että kurssisuhteet koroittavat hintoja, setelistöä lisätä, vai olisiko ehkä mahdollista päinvastaisella menestyksellä jarruttaa markan kotimaisen ostokyvyn jatkuvaa alenemista; onko kotimaisen tuotannon häiriintymätöntä ylläpitämistä katsottava niin tärkeäksi, että tämän seikan vuoksi inflationsia olisi, ellei muu auta, jossain määrin lisättävä, j.n.e.». Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja 1921, s. 323.

jatkumisen ensiarvoista tärkeyttä etsittäessä valuuttapolitiikan päämäärää.¹

Näin ollen on ilmeistä, ettei johtavissa piireissä olisi tuolloinkaan ollut halua johtaa maan tuotantoelämää osittaiseenkaan seisahdus-tilaan siinäkään tapauksessa, että tämä olisi ollut ainoa keino markan ulkomaisen arvon vakavuuden säilyttämiseksi. Päinvastoin kuin vielä vuonna 1919 olisi kahta vuotta myöhemmin kuitenkin jo ollut mahdollisuuksia saavuttaa kummatkin tavoitteet samanaikaisesti. Tämä olisi edellyttänyt vain vuoden 1920 lopun kurssipolitiikasta luopumista, valuuttavarannon säästämistä seuraavan kevään tarpeisiin, vientiteollisuuden luoton rajoittamista ja tuonnin tiukempaa valvontaa vuoden 1921 ensi puoliskolla. Kannattavuusmielessä valuuttakurssien kohoaminen olempaisesti yli vuoden 1920 marraskuun tason — ts. dollarin yli mk 45: — ja punnan yli mk 180: — ei näet tosiasiallisesti ollut välttämätöntä. Seuraavina vuosina nämä kurssit kustannustason noususta huolimatta varsinkin hyvin pystyivät ylläpitämään vientiä. Joka tapauksessa on ilmeistä, että syyskesällä ja syksyllä 1921 noteeratut valuuttakurssit olivat tarpeettoman korkeat viennin kannattavuuden turvaamiseksi.²

3a. Valuuttapolitiikan päämäärän selkiytyminen.

Vuoden 1922 voidaan sanoa merkinneen valuuttapolitiikan lopullisen hahmottelun alkamista ja eräiden yleisperiaatteiden »kiinninulaamista». Varsinaisten asiantuntijoiden piirissä kehittyi jo vuoden 1919 kuluessa ja seuraavina vuosina se mielipide, ettei marka voimakkaan arvon laskunsa vuoksi enää ollut nostettavissa vanhaan kultapariteettiinsa. Samalle kannalle asettuivat valuuttakysymystä ensimmäisinä julkisuudessa seikkaperäisemmin käsitelleet ARTHUR AF FORSELLES, JULIUS GRENMAN ja K. KIVIALHO.³

Tämä käsitys oli myös pankkivaltuusmiesten suuren enemmistön ja Suomen Pankin johtokunnan hyväksymä heidän ryhtyessään kevät-

¹ Ks. esim. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1922, kokous 3. 5. 1922, ja W. A. LAVONIUKSEN »PM valuuttapolitiikasta» (päivätty 22. 3. 1922). Vuoden 1922 pöytäkirjain liitteet no. 30.

² Ks. SUOMEN PANKKI 1924—1925, sahatavaran, selluloosan ja paperin hintojen kehitystä vv. 1922—25 osoittavat taulukot. Vrt. myös STENROTH, Eräitä piirteitä . . . , s. 138.

³ Ks. ARTHUR AF FORSELLES, Om vår valutas framtid, JULIUS GRENMAN, Valuta-problemet ja K. KIVIALHO, Markkamme tulevaisuus. O. K. KILPI ei kirjassaan »Hinta- ja valuuttavallankumoukset» ottanut kantaa tässä kysymyksessä.

talvella 1922 todenteolla suunnittelemaan valuuttapolitiikan muotoamista pyrkimyksenään markan arvon lopullinen vakauttaminen. Suuremmitta keskusteluitta hyväksyttiin yleisperiaatteenksi vakauttamisen suorittaminen niin, »että sen aiheuttamat häiriöt jäisivät mahdollisimman pieniksi». Voimakkaan deflaatiopolitiikan mahdollisuus oli täten jo suljettu pois. Valuuttapolitiikan päämäärä oli asetettava siten, että tuotantotoiminta ja työllisyys voitiin pitää korkealla tasolla ilman suuria palkkataisteluita ja vakavia työriitaisuuksia.

Edellä mainitun päämäärän asettaminen merkitsi, kuten sanottu, niin hyvin inflaatio- kuin deflaatiopolitiikankin välttämistä ja markan arvon vakauttamista suunnilleen sille indeksitasolle, mille oli päädytty ja mikä näytti perusvaatimukset huomioon ottaen olevan — alaspäin — saavutettavissa. Markan ulkomaisen arvon tarkkaa vakauttamispistettä ei vielä vuosina 1922—1923 osattu enempää määrittää kuin saavutakaan. Tietyn hapuilu- ja kokeilukauden jälkeen päädyttiin sitten vuonna 1924 dollarikurssiin mk 39:70 muiden valuuttojen kurssien vaihdellessa niiden suhteessa tähän kultavaluuttaan. Valuuttakurssien vakauttamistaso valittiin tarkoituksellisesti hiukan liian korkeaksi, jotta vaihtotaseen hallitseminen siten kävisi helpommin päinsä. Tälle pohjalle rakentui sitten myös vuoden 1925 rahanuudistus, jolloin Suomen markka jälleen lailla sidottiin kultaan.¹

34. Luotto- ja korkopolitiikan päämäärät ja muotoutuminen vuosina 1922—1925.

Vielä suuremmassa määrin kuin kohta sodan jälkeen olivat seuraavina vuosina valuuttapoliittiset seikat määräävinä Suomen Pankin korkopolitiikan muotoutumiselle. Vuosien 1922—1925 korkopolitiikka — niin kuin koko rahapolitiikka ylipäänsäkin — tähtäsi viime kädessä valuuttasuhteiden vakaannuttamiseen ja sai leimansa tähän päämäärään pyrkimisestä.

Korkopolitiikassa tämä merkitsi edellisinä vuosina harjoitetun »kalliin rahan» politiikan jatkamista. Siitä huolimatta, että jo vuoden 1920 lopulla oli siirrytty luotonannon suoranaiseen säännöstelyyn, korkotason yleiseen alentamiseen ei rahaviranomaistenkaan taholla nähty seuraavina vuosina olevan mahdollisuuksia. Tähän oli lähinnä ja ensinnäkin syynä huolenpito vaihtotaseen tasapainosta sekä niin hyvin keskuspankin kuin liikepankkien valuuttavarannosta ja ulkomaisista maksusuhteista.

¹ Ks. KAARLO J. KALLIALA, PM Devalvatsionin toimeenpanosta Suomessa. Pankki-
valtuusmiesten pöytäkirjat 1923, liitteet. Vuosien 1922—1925 valuuttapolitiikasta ja
vuoden 1925 rahanuudistuksesta vrt. myös TUDEER, m.t., s. 192—259.

**Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina
1922—1925, milj. mk.**

	1922	1923	1924	1925
1. Luotonanto valtiolle	—330	— 20	— 47	—102
2. Kultra- ja valuuttavaranto	+590	—114	— 67	+597
3. Luotonanto				
a. liikkeille	+219	—216	+130	+152
b. pankeille	—228	+276	—286	—132
Yhteensä	+251	— 74	—270	+515
5. Pano- ja ottotilisaatavat				
a. pankkien	+ 53	— 36	— 29	+ 6
b. valtion	+111	+ 55	—137	+348
6. Setelistö	+ 65	— 69	—102	+ 59
Yhteensä	+229	— 50	—268	+413
7. Suomen Pankin omat varat	— 30	+ 13	+ 65	+371
8. Yhteiskunnan kassa	+118	—105	—131	+ 65
9. Yhteiskunnan kassa per 31. 12	1 531	1 427	1 296	1 361
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1 471	1 513	1 337	1 351
11. » netto (= 10 ÷ redisk.)	1 215	1 225	946	1 256

Suoranainen tuonnin säännöstely lopetettiin huhtikuun alusta vuonna 1921. Kun valuuttakaupan varsinaisesta säännöstelemisestä oli luovuttu jo aikaisemmin, jäi ulkomaankaupan tasapainosta huolehtiminen — tullipolitiikan ohella — miltei yksinomaan luottopolitiikan tehtäväksi. Tuontitarpeiden ja -halun jatkuvasti ollessa suuret pidettiin tiukkaa raha-, luotto- ja korkopolitiikkaa välttämättömänä jo yksistään kauppa- ja vaihtotaseen tarpeellisen tasapainon säilyttämiseksi.

Toiseksi näytti korkopolitiikkaa muotoiltaessa olevan tarpeen kiinnittää erityistä huomiota aikaisemmin mainittuihin liikepankeissa olleisiin ulkomaisiin talletuksiin. Nämä muodostivat suuruutensa ja epävarmuutensa vuoksi pankkien likviditeettiä ja keskuspankin valuuttavarantoa jatkuvasti uhkaavan häiriötekijän. Korkokannan korkeuden avulla toivottiin voitavan estää niiden voimakas supistuminen, kunnes ne ulkomaisten lainojen avulla olisi saatu tavalla tai toisella vakauteiksi.

Näiden ulkomaisten suhteiden lisäksi oli kuitenkin myös puhtaasti kotimaisiakin syitä, jotka niinkään näyttivät tekevän välttämättömäksi edelleenkin noudattaa suurta tiukkuutta raha- ja luottopolitiikassa. Ennen kaikkea olivat juuri sivuutetun inflaatiokauden voimakkuus ja kokemukset vielä tuoreessa muistissa eivätkä näyttäneet tarjoavan psy-

kologisia edellytyksiä korkokannan alentamiseen, vaikka sen korkeus niin hyvin liike-elämän kuin tietyssä määrin keskuspankinkin taholla herätti huolestumista.

Osaksi taas valtion harjoittama kontraktiivinen budjettipolitiikka ja keskuspankkiluoton takaisin maksaminen kokonaisuudessaan vuosina 1921—1925 olivat omiaan kiristämään rahamarkkinoita, kun Suomen Pankki ei myöskään lisännyt läheskään vastaavassa määrin suoranaista luotonantoaan liike-elämälle. Näistä ja valuuttasyistä johtuen rahamarkkinain likviditeettiasema keveni vain hitaasti, mikä taas teki korkean korkokannan säilyttämisen liikepankkien ja muiden rahalaitosten mielestä »luonnolliseksi». Lisäksi tuli vielä sodanjälkeisinä vuosina alkanut ja yhä vain kiristynyt kilpailu talletusvaroista eri luottolaitosten kesken, mikä sekin oli omansa pönkittämään korkeata korkotasoa.

341. Diskontton alentaminen syksyllä 1922. Yleisen korkokannan alentaminen likviditeettiaseman syksyllä 1922 aktiivisen vaihtotaseen ansiosta parantuessa ei ollutkaan helposti toteutettavissa. Suomen Pankin johtokunnalle lähettämässään kirjelmässä olivat Suomen Tukkukauppiaiden Liitto, Keskuskauppakamari ja Suomen Tuontiteollisuusliitto syyskuussa 1922 korostaneet korkean korkokannan rasittavuutta teollisuudelle ja liike-elämälle silloisissa oloissa. Suomen Pankin olisi sen vuoksi syytä harkita diskonttonsa alentamista 9 %:sta 8 %:iin. Keskuskauppakamari viitaten rahalaitosten väliseen kilpailuun talletusvaroista esitti myös Johtokunnan harkittavaksi, »eikö pankilla olisi aihetta koettaa aikaansaada yleisen korkokannan alentamista tarkoittavaa yhteistointia yksityispankkien, säästöpankkien ja osuuskunnallisten säästökassojen kanssa.»

Näiden esitysten johdosta, jotka antoivat useille pankkimiehille ja liike-elämän edustajille aiheen julkiseen kannan määrittelyyn lehtien palstoilla,¹ Suomen Pankin johtokunta lokakuun 13 päivänä 1922 piti erinäisten kaupallisten keskusjärjestöjen, liikepankkien, säästöpankkien ja osuuskassojen edustajien kanssa yhteisen neuvottelukokouksen korkokannan alentamiskysymyksestä. Kokouksessa pääjohtaja Stenroth totesi rahamarkkinain tilan ennen kaikkea runsaan valuuttojen saannin johdosta syksyn kuluessa huomattavasti keventyneen. Korkokannan alentamisesta voitiin näissä oloissa ainakin keskustella. Kokouksessa pidettiinkin yleisesti suotavana, että pankkien lainanotto- ja lainanantokorkoja voitaisiin laskea. Liikepankkien edustajat eivät kuitenkaan —

¹ Ks. esim. SÄÄSTÖPANKKI 7—8/1922, 5. 10. 1922.

mm. suuriin ulkomaisiin talletuksiin katsoen — pitäneet pankkien likvideettiaseman paranemista niin merkittävänä, että jo olisi voitu mennä yleiseen korkojen alentamiseen. Sen sijaan esitettiin toivomus, että Suomen Pankki ryhtyisi alentamaan diskonttokorkoiaan, »josta katsottiin seurauksena tulevan olemaan, että yksityispankitkin jossain määrin alentaisivat lainanantokorkojaan.»¹

Johtokunta katsoikin voitavansa ehdottaa diskonttokoron alentamista, vaikka »mitään varmuutta ei suinkaan vielä ole olemassa siitä, etteikö talven aikana säännöllisesti lisääntyvät rahatarpeet voisi uudelleen vaikuttaa raha-aseman kiristymiseen. Mutta Johtokunta on samalla tullut siihen varmaan käsitykseen, että korkokannan alentaminen on joka tapauksessa aikaansaataavissa ainoastaan Suomen Pankin aloitteen kautta. Tästä syystä ja kun pankin erittäin vahva asema hyvin näyttää sallivan korkomäärien alentamista sekä huomioonottaen myöskin, että on pidettävä tarpeellisena suoda erittäin vientiteollisuudelle kaiken mahdollisen helpotuksen ajankohtana, jolloin valuutan parantumisen kautta sen tähän asti saavuttamat tulokset melkoisesti supistuvat ja lähentelevät sitä rajaa, jolloin tuotanto voi tulla kannattamattomaksi, ei Johtokunta ole epäröinyt Pankkivaltuusmiehille ehdottaa pankin korkomäärien alentamista.»² Diskontton alentamisen piti olla myös kokonaisen prosentin suuruinen, »semminikin koska koronalennuksella muussa tapauksessa tuskin voitaisiin toivoa saavutettavan sitä painostusta muihin luottolaitoksiin, jota tilanne kuitenkin näyttää vaativan.»

Pankkivaltuusmiehet yhtyivät johtokunnan esitykseen, ja Suomen Pankin virallinen diskontto alennettiin lokakuun 17 päivästä 1922 lähtien 9 %:sta 8 %:iin alennuksen ollessa eräiden muiden Suomen Pankin soveltamien korkojen osalta 1½ %.

Yleisen korkotason alentamisesta ei kuitenkaan tullut mitään. Liikepankit tosin vuoden 1922 lopulla jossain määrin laskivat eräitä antolainauskorkojaan, mutta varsinaisesta tason alenemisesta ei voida puhua eikä myöskään ottolainauskorkoihin koskettu.³ Näin siitä huolimatta, että pankkien kassa-asema oli vuoden kuluessa hyvinkin voimakkaasti vahvistunut.

Toisaalta on otettava huomioon, että liikepankkien lähes 1 000 miljoonan markan suuruiset ulkomaiset velat, ts. ulkomaiset markkatalletukset,

¹ Suomen Pankin johtokunnan kirjelmä Pankkivaltuusmiehille 16. 10. 1922. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1922, liitteet.

² Vrt myös SÄÄSTÖPANKKI 9/1922.

³ Ks. SUOMEN PANKKI 1922, s. 10 ja 51.

eivät olleet lainkaan vähentyneet ja olivat suuruudeltaan noin 25 % kaikista kotimaisista talletuksista ja että niiden kotimaisistakin talletuksista toistasataa miljoonaa markkaa, eli suuruusluokaltaan esim. kolmannes vuoden 1922 kokonaislisäyksestä, oli valtion liikepankkeihin tallettamia, pysyvyydeltään varsin epävarmoja varoja (vrt. kuvio 7; s. 116).

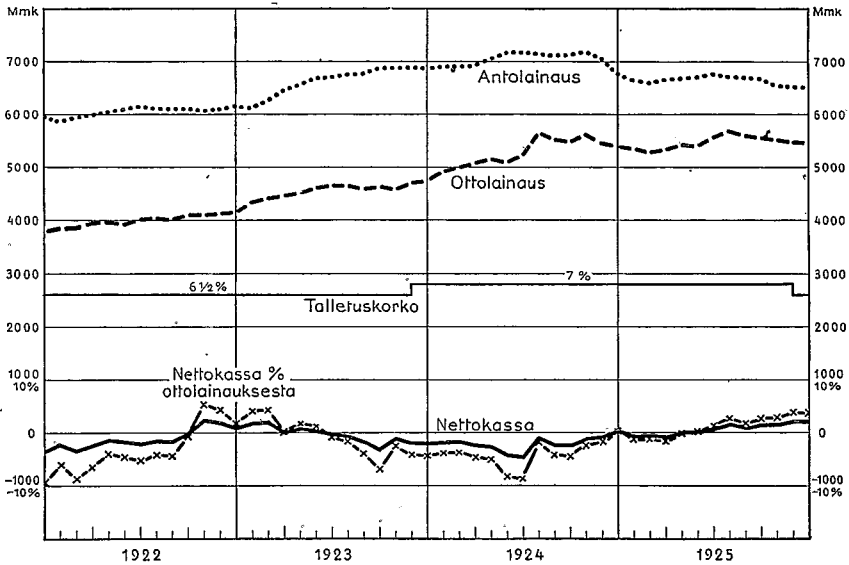
Näin ollen pankeilla oli kyllä kieltämättä puhtaasti likviditeettinsä näkökulmastakin aihetta suhtautua varovasti korkokannan alentamispyrkimyksiin. Pankkien aseman melkoisesta paranemisesta huolimatta lähitulevaisuuden likviditeettitilanteen arvosteluun sisältyi niiden kannalta jatkuvasti eräitä huolestumista herättäviä piirteitä. Tuskin kuitenkaan erehdytään otaksuttaessa, että pankkien haluttomuus vähintään yhtä suuressa määrin johtui edellä mainitusta rahalaitosten kesken talletusvaroista käydystä kilpailusta. Lisäksi vaikutti myös se, ettei rahalaitoksilla ollut vaikeuksia riittävän luotonkysynnän löytämisessä valinneellakin korkotasolla.

342. Diskonton korottaminen syksyllä 1923. Pyrkimykset korkotason yleiseen alentamiseen vuoden 1922 lopulla eivät täten johtaneet tarkoitettuihin tuloksiin. Tapahtunut virallisen diskonton aleneminenkin jäi suhteellisen lyhytaikaiseksi, ja niin hyvin valuutta- kuin rahamarkkinain tila kiristyi jälleen huomattavasti vuoden 1923 kuluessa. Tämä johtui osaksi huonon sadon aiheuttamasta elintarvikkeiden tuonnin kasvamisesta sekä toisaalta vientimarkkinain heikkenemisestä.¹ Tämä oli jo sinänsä omiaan huonontamaan valuuttatilannetta ja rasittamaan rahamarkkinoita. Oma vaikutuksensa tilanteen kiristymiseen oli kuitenkin ilmeisesti myös harjoitetulla raha- ja valuuttapolitiikalla.

Vuoden 1922 syyskuukausina tapahtunut Suomen Pankin valuuttavarannon tuntuva paisuminen ja liikepankkien likviditeettiaseman vastaava paraneminen johti talvella ja keväällä 1923 melkoisen luottoekspansion syntymiseen. Liikepankkien luotonanto kasvoi vuoden 1923 ensi puoliskolla noin 550 miljoonaa markkaa lisäyksen oltua edellisen vuoden vastaavana ajanjaksona vain 150 miljoonaa. Vaikkei ekspansio luotonoton kasvamisen johdosta vielä tuolloin ehtinytkään vaikuttaa pankkien likviditeettiä kiristävästi, sillä oli kuitenkin välillisesti ja välittömästi vaihtotasetta heikentävä vaikutus. Tuonnin arvo kohosi tammi—kesäkuussa runsaat 400 miljoonaa markkaa suuremmaksi kuin vuoden 1922 ensi puoliskolla, samalla kun vienti edempänä esitettävistä syistä päinvastoin supistui.

¹ Ks. esim. SUOMEN PANKKI 1923, s. 4. ja seur.

Kuvio 10. Liikepankkien likviditeetti ja lainausliike vuosina 1922—1925.



Ilmeistä onkin, että valuuttatilanne ei kestänyt sitä räsitusta, minkä alaiseksi se joutui mm. parantuneiden luotonsaantimahdollisuuksien »aiheuttaman» tuonnin kasvamisen johdosta. Tältä kannalta voidaan Suomen Pankin diskontton alentamispolitiikkaakin arvostella, vaikka toisaalta onkin selvää, ettei keskuspankin diskontton alentaminen sinänsä luottoekspansiota synnyttänyt. Tärkein merkitys tässä suhteessa oli epäilemättä Suomen Pankin valuutan ostojen aiheuttamalla liikepankkien luotonantokapasiteetin kasvamisella. On ymmärrettävää, että keskuspankki tuolloin halusi kerätä itselleen valuuttavarannon, joka tekisi sille mahdolliseksi ryhtyä harjoittamaan valuuttakurssien vakauttamispolitiikkaa. Tosiasiallisesti se kuitenkin jo valuutan ostoillaan välillisesti herätti esiin vastavoimia — luottoekspansion ja tuonnin kasvamisen — jotka sinänsä vaikeuttivat pankin valuuttapoliittisten tarkoitusten saavuttamista.¹ Lisäksi tuli vielä se seikka, että nämä tavoitteet todennäköisesti muutenkin oli silloiseen kokonaistilanteeseen nähden asetettu liian vaativiksi (kuvio 11; s. 156).

Dollarin kurssi, joka vuoden vaihteessa 1922/1923 oli ollut noin

¹ Ks. HENRIK SCHYBERGSON, Stabiliseringen av den finländska valutans utlandsvärde, dess förutsättningar och förverkligande. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie VI, s. 42, 53, 56,

40 markkaa, laski — Suomen Pankin aluksi harjoittamasta jarrutuksesta huolimatta — maaliskuuhun mennessä 36 markkaan. Pankki tuki sitten syyskuuhun asti tätä kurssia, mikä nopeasti kulutti valuuttavarantoa. Silloisissa oloissa ja silloiseen valuuttavarantoon katsoen kaiken todennäköisyyden mukaan liian rohkeasti alhaiseksi valittu kurssien vakaannuttamistaso heikensi viennin kannattavuutta, varsinkin kun puunjalostustuotteiden maailmanmarkkinahinnat muutenkin olivat laskussa ja tärkeimmän vientivaluutan, punnan, kurssi lisäksi aleni dollariin verrattuna.¹ Samalla tuonti sai kurssien laskusta lisäylykettä. Erittäin merkittävä seuraus oli myös se, että ulkomaiset markkatalletukset alkoivat vähentyä, kun kävi selväksi, ettei markan arvo todennäköisesti voisi säilyttää silloista tasoaan saati sitten kohota siitä.²

Suomen Pankin valuuttavaranto aleni maaliskuun lopulta lähtien voimakkaasti, noin 800 miljoonasta markasta vajaan 350 miljoonaa markkaan elokuun lopussa 1923. Valuuttavarannon supistuminen oli osaksi siinä mielessä »luonnollista», että edellisen syksyn ja talven aikana oli saatu tavallista enemmän etumaksuvaluuttoja, joten uusista myynneistä ja laivauksista odotettiin tuonnin maksamiseen ja varannon lisäämiseen asiantuntijoiden piirissä valuuttoja vasta myöhäiskesästä ja alkusyksystä.³ Osaksi taas Suomen Pankin valuuttojen väheneminen aiheutui ulkomaisten markkatalletusten nostamisesta. Nämä talletukset, jotka markan arvon alkuvuodesta noustessa olivat vielä kasvaneet runsaasti 100 miljoonaa markkaa, supistuivat dollarin kurssin laskun pysähtyttyä syyskuuhun mennessä noin 150 miljoonaa markkaa.

Valuuttavarannon epätavallisen pitkään jatkunut supistuminen oli puolestaan kotimaassakin omiaan levittämään käsitystä silloisen kurssitason kestättömyydestä. Tätä käsitystä tuettiin lisäksi voimakkaasti viennin harjoittajien taholta, samalla kun tiedot huonosta vuodentulosta sitä myös osaltaan vahvistivat. Tämä taas synnytti kurssien nousuun perustuvaa spekulatiota ja lisäsi vieläkin valuuttojen kysyntää.

Huomatessaan tilanteen käyvän kestäättömäksi Suomen Pankin johtokunta nosti ensin dollarin kurssin mk:aan 37:60. Koska kehityksen hallitsemiseen katsottiin tarvittavan vielä lisätoimenpiteitä, johtokunta esitti syyskuun 12 päivänä pankkivaltuusmiehille diskonton korottamista 8 %:sta 9 %:iin. Näin tapahtuikin.

¹ Vrt. E. v. F(RENCKEL), Prof. Cassel om stabiliseringspolitiken. Finansbladet 10/1924.

² Ks. Korpisaari, m.t., s. 200 ja seur. Vrt. myös Suomen Pankki 1923, s. 13 ja seur.

³ LÄVONTIUS pankkivaltuusmiesten kokouksessa 19. 9. 1923.

Esityksensä perusteluissa johtokunta lausui lyhyesti, että »Ulko-
maan kurssien kohoamista odottavien liikkeiden taholta on viime aikoina
kasvamistaan kasvavassa määrässä ostettu Suomen Pankilta valuuttoja,
ilmeisesti vastaisen varalta. Tätä varten tarpeelliset varat ovat ostajat
useimmiten voineet hankkia ainoastaan käyttämällä vastaavaa luottoa,
mistä on ollut seurauksena luotonantajain rediskonttauksien lisäänty-
minen. Pyrkinessään puolustamaan Pankin valuuttareserviä on Johto-
kunta, paitsi muuta, katsonut välttämättömäksi suunnitella diskontto-
koron tuntuvaa korotusta . . .»¹

Diskontton nostamisen perustelut olivat täten puhtaasti valuutta-
poliittiset. Valuuttakurssien ja diskonttokoron nousu, luonnolliset
kausisyyt sekä osaksi myös ulkomaisten lainavaluuttojen saanti saivatkin
kehityksen kääntymään, mutta missä määrin vaikutus on luettava kun-
kin mainitun tekijän ansioksi, ei ole arvioitavissa. Joka tapauksessa lora-
tilien väheneminen lakkasi ja kääntyi lieväksi nousuksikin lokakuussa
1923. Samalla myös Pankin valuuttavaranto tuntuvasti vahvistui nous-
ten lokakuun aikana 300 miljoonasta markasta aina 600 miljoonaan.
Näin ollen diskontto, jonka korotus oli ollut ajateltukin vain väliaikais-
toimenpiteeksi, katsottiin voitavan lokakuun 28 päivästä 1923 laskea
takaisin 8 %:iin. Rahalaitosten soveltamiin korkoihin ei näillä virallisen
diskontton muutoksilla ollut suurempaa vaikutusta.²

Tilanteen keveneminen osoittautui kuitenkin lyhytaikaiseksi väli-
vaiheeksi. Englannin punnan heikkeneminen dollariin verrattuna ja
punnan kurssin aleneminen meillä, huonon sadon johdosta lisääntynyt
tuontitarve ja vientipiirien entisestäänkin voimistunut painostus ja
mielialan muokkauspropaganda herättivät uudelleen eloon epäluotta-
muksen Suomen Pankin mahdollisuuksiin ylläpitää dollarin silloista kurs-
sia. Seurauksena oli jälleen dollarin kysynnän lisääntyminen sekä ulko-
maisten lora-tilien ja valuuttavarannon supistuminen. Tämä pakotti
marraskuussa pariin otteeseen markan verran korottamaan dollarin kurs-
sia. Kun epäluottamus ei näyttänyt asettuvan ja kun liikepankitkin
asettuivat viennin harjoittajain vaatimuksia tukemaan, katsottiin vih-
doin välttämättömäksi nostaa dollarin kurssi marraskuun viimeisenä
päivänä mk:aan 40:50 eli jokseenkin samaan mistä edellisenä vuoden-
vaihteena oli lähdetty.

Samanaikaisesti Suomen Pankin johtokunta katsoi valuuttapolitiikan
jälleen vaativan diskonttopoliittista tukea. Virallista diskonttoa nostet-

¹ Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1923, liite 96.

² Ks. SUOMEN PANKKI 1923, s. 41.

tiin täten jälleen, tällä kertaa peräti kaksi prosenttia eli 10 %:iin. Vaikka välitön korotuksen aihe nytkin oli selvästi valuuttapoliittinen, johtokunnan korotusesityksen perusteluissa puhuttiin enemmän »tarpeellisen tasapainon saavuttamisesta maan käytettävissä olevien rahapääomien ja jatkuvan investoinnin välillä» ja viitattiin pankkien aseman kiristymiseen sekä niiden anto- ja ottolainauksen välisen jännityksen lisääntymiseen.

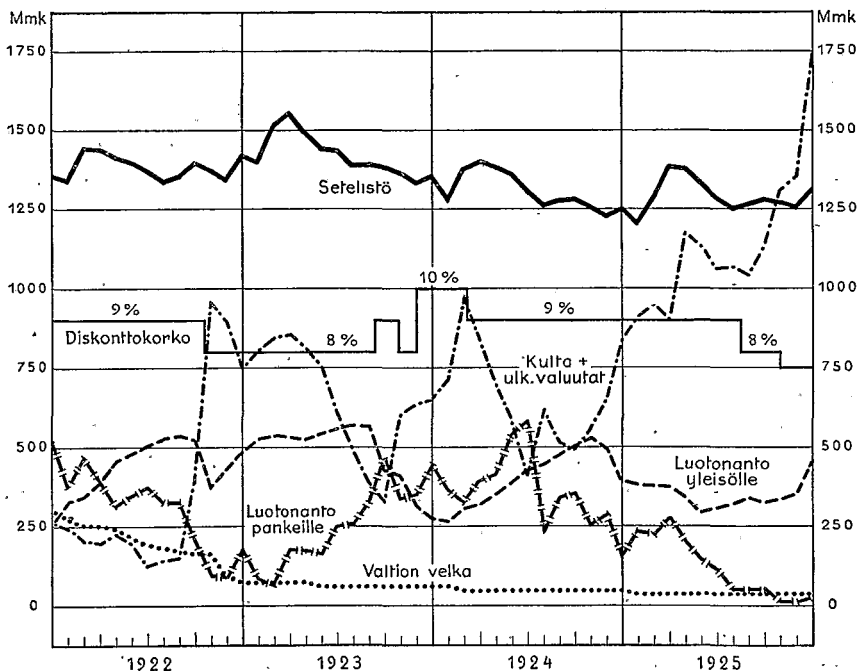
Liikepankkien likviditeettiasema olikin vuoden aikana selvästi ja voimakkaasti heikentynyt. Rediskonttaukset kasvoivat vuoden vaihteen 157 miljoonasta lokakuun alkuun mennessä 491 miljoonaan markkaan saavuttaen huippunsa samanaikaisesti, kun valuuttavaranto oli pienimmillään. Valtaosaltaan pankkien likviditeetin heikkeneminen olikin tällöin valuuttavarannon kontraktiivisen vaikutuksen aiheuttama; ts. valuuttavarannon pienenemisen setelistöä supistava vaikutus jouduttiin korvaamaan laskemalla vastaava määrä setelistöä uudelleen liikkeeseen pankkien rediskonttausluottoja lisäämällä. Varsinaista luottovaroilla harjoitettua havittelumaista valuuttojen hankintaa esiintyi kuitenkin varsin vähän siitä päätellen, että liikepankkien luotonannon lisäys oli vuoden loppupuolella, syyskuuta lukuun ottamatta, hyvin pientä. Syyskuun 113 miljoonan markan suuruudesta lisäyksestäkin suuri osa aiheutui puutavaran myynnissä Englannin satamalakon johdosta tapahtuneesta pysähdyksestä.¹ Talletuksia sitä vastoin käytettiin valuutan ostoihin ilmeisesti huomattavassa määrin.

Valuuttavarannon mm. saatujen ulkomaisten luottojen ansiosta myöhemmin syksyllä jälleen vahvistuttua rahamarkkinain tila jossain määrin keveni. Helpottuminen ei kuitenkaan muodostunut läheskään valuuttavarannon lisäystä vastaavaksi. Osa saatujen valuuttojen vasta-arvosta käytettiin mm. Enso-Gutzeitin Suomen Pankilta saaman luoton maksamiseen, minkä johdosta pankin suoranainen luotonanto liike-elämälle vuoden kuluessa väheni alun kolmattasataa miljoonaa markkaa, samalla kun valuuttaoperaatioista johtunut supistava vaikutus oli runsaat 100 miljoonaa markkaa. Toisaalta on huomattava, että valtio sijoitti mm. valuuttalainoista saamiaan varoja liikepankkien ottolainauksille siinä määrin, että 319 miljoonaa markkaa eli yli puolet pankkien koko ottolainauksen lisäyksestä oli näitä valtion uusia talletuksia.² Ilman niitä, eli jos valtio olisi pitänyt kassavaransa kokonaisuudessaan pano- ja ottotilillä Suomen Pankissa, liikepankkien likviditeetti olisi ollut vielä huonompi. Kuitenkin on todettava, niin kuin aikaisemmin on mainittukin,

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1923, s. 41.

² SUOMEN PANKKI 1923, s. 40.

Kuvio 11. Suomen Pankin tila vuosina 1922—1925.



että nämä talletukset epävarmuutensa vuoksi vain varsin vähäisessä määrin lisäsivät pankkien likviditeetin tunnetta. Lisäksi tuli se seikka, että ulkomaiset talletukset lokakuun nousun jälkeen taas marraskuun alusta kääntyivät jyrkkään laskuun.

Näin ollen liikepankitkin pitivät välttämättömänä nostaa korkokantaansa. Ottolainauskorot olivat tämän jälkeen talletustileillä 7—8 ½ %, shekkibileillä 5 ½—6 ½ % ja luotonantokorot 10—13 %. Vastaavasti säästöpankkien ja osuuskassojen talletuskorot olivat vuoden 1924 alusta tavallisimmin 7 ½—8 % nousten kuitenkin paikoitellen aina 9 %:iin saakka.

Rahamarkkinoilla edellisenä vuonna tapahtunut keveneminen oli täten — melkoisessa määrin myös epäonnistuneen raha- ja valuuttapolitiikan johdosta — vuoden 1923 kuluessa jälleen kääntynyt kiristyvään suuntaan ja johtanut korkotason kohoamiseen entistäkin korkeammalle. Valtion ottamat ulkomaiset lainat, vasta-arvoltaan noin 525 miljoonaa markkaa, jotka oli alkuaan Suomen Pankin piirissä suunniteltu käytettäväksi lähinnä lyhytaikaisten ulkomaisten velkojen, ts. mainittujen yksityispankkien ulkomaisten talletusten, vakauttamiseen, olikin

jouduttu pääosaltaan kuluttamaan taistelussa lopulta kestäättömän alhaiseksi osoittautuneen dollarikurssin tukemiseksi.¹ Kysymyksessä olevien loro-tilien supistumisen »rahoittaminen» muodostui täten seuraavina vuosina raskaammaksi ja oli omiaan pitkittämään rahamarkkinain kireyttä.

343. Vuodet 1924—1925. Marraskuun lopun diskonttonkorotuksen jälkeen Suomen Pankin asema keveni varsin nopeasti huomattavassa määrin.

Tilanteen paranemisen vuoksi Suomen Pankin taholla pohdittiin diskontton alentamista jo tammi-helmikuun vaihteessa 1924. Eräiden liikepankkien kanssa käydyt keskustelut osoittivat kuitenkin, etteivät pankit missään tapauksessa vielä katsoneet voivansa seurata Suomen Pankin diskontton alentamista, jos tämä siihen ryhtyisi.² Alentamiskysymys sai näin ollen sillä kertaa raueta. Kuukauden kuluttua pankin johtokunta katsoi olevan syytä uudelleen palata asiaan samoilla perusteilla kuin edelliselläkin kerralla. Diskontto alennettiin maaliskuun 6 päivästä 1924 prosenttiin verran eli 9 %:iin. Luottolaitosten korkoihin alennus ei kuitenkaan vaikuttanut mitään.

Tämän jälkeen ei enemmistä alennuksista sinä vuonna ollut toivoa. Valuuttavaranto supistui kevään kuluessa sekä tuonnin rahoittamiseksi että ulkomaisten markkatalletusten vähenemisen johdosta jyrkästi painuen lopulta heinäkuun puolivälissä krediitivi mukaan luettuna alle 300 miljoonan markan ja ilman krediitiviä peräti vajaaseen 50 miljoonaan. Samanaikaisesti rediskonttaukset kasvoivat ja käyttämätön setelinanto-oikeus pienei voimakkaasti.

Kehitys olisi ilmeisesti johtanut uuteen diskonttonkorotukseen, jollei tiedossa olisi ollut eräitä ulkomaisia lainoja, joiden avulla uskottiin tilanne voitavan hallita.³

Osaksi näiden lainojen ansiosta — niillä saatiin valuuttoja kaikkiaan noin 650—700 miljoonan markan arvosta — osaksi taas luonnollisista kausisyistä valuuttatilanne vuoden 1924 loppupuolella jälleen vahvistui ollen vuoden päätteessä parempikin kuin vuoden alussa. Liikepankkien ulkomaiset markkatalletukset olivat vuoden kuluessa alentuneet 380 miljoonaa markkaa, ja jäljellä olevasta noin 450 miljoonan markan määrästä voitiin valtaosaa jo pitää pysyvänä aineksena. Suomen Pankin

¹ Vrt. TUDEER, m.t., s. 210.

² Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1924, 5. 2. 1924.

³ Ks. SUOMEN PANKKI 1924, s. 10.

taholla ei kuitenkaan katsottu mahdolliseksi hellittää tiukkaa diskonttopolitiikkaa. Tällöin viitattiin lähinnä siihen, että (1) lora-tilit vielä saattoiva supistua 150 miljoonan markan verran, (2) valtio aikoi lunastaa ulkomaisia obligaatioitaan tavanmukaisten kuoletusten lisäksi, (3) yksityisillä oli vielä häilyviä ulkomaisia velkoja noin 200 miljoonaa, jotka pian oli maksettava ja (4) valtion talletukset liikepankeissa olivat vielä 400 miljoonaa markkaa.¹

Samalla kun markan ulkomainen arvo oli koko vuoden onnistuttu pitämään käytännöllisesti katsoen muuttumattomana, myös ulkomaisissa maksu- ja velkasuhteissa oli päästy vakaammalle pohjalle.

Vuonna 1925 tämä vakaantuminen jatkui edelleen. Pääosaltaan vientivaluuttojen runsaan kertymisen mutta osaksi myös valtion ottaman ulkomaisen lainan ansiosta Suomen Pankin valuuttavaranto vahvistui vuoden aikana huomattavasti, samalla kun toisaalta liikepankkien ulkomaiset markkatalletukset ja valtion talletukset supistuivat. Vaikka tämä vakauttamisprosessi merkitsikin rahamarkkinain kireyden jatkumista luotontarvitsijain näkökulmasta, tilanne pankkien likviditeetin kannalta oli selvästi parantunut.

Valuuttatilanteen keveneminen ja rahamarkkinain vähitellen tapahtunut stabilisoituminen antoivat tietenkin pontta vaatimuksille korkokannan alentamisesta. Diskontton korotus marraskuun lopussa 1923 ja sitä seurannut yleinen korkotason nousu olivat jo herättäneet voimakkaita vastalauseita liike-elämän taholta. Suomen Liikemiesyhdistys ja Suomen Tukkukauppiain Liitto lähettivät kumpikin Suomen Pankille kirjelmän. Niissä tuotiin esiin syvä huolestuminen tapahtuneen korkojen nousun takia, jota pidettiin tarpeettomana, ja toivottiin korkotason pikaista alentamista.²

Keväällä 1924 korkojen alentamisvaatimukset saivat uutta tukea hyvinkin arvovaltaiselta taholta. Professori CASSEL piti toukokuun 17 päivänä 1924 Helsingissä esitelmän Suomen valuuttapolitiikasta. Siinä hän käsitteli mm. diskonttopolitiikkaa ja korkokantaa Suomessa. Maamme silloista korkotasoa hän lehtiselostusten mukaan piti tavattoman korkeana ja epätaloudellisena. Koron säilyttäminen niin korkeana kuin se tosiasiallisesti oli, ei Casselin mielestä voinut ajan mittaan jatkua. Pönnistukset oli erityisesti kohdistettava valtiontalouden taholta tulevan kontraktiivisen paineen keventämiseen. Valtion suuret tulonenemmyydet ja likvidit shekkitalisatavat Suomen Pankissa ja liikepankeissa pitivät

¹ Pääjohtaja RYTIIN lehdistölle antama lausunto. Ks. FINANSBLADET 36/1924.

² Ks. FINANSBLADET 1/1924; Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1924, liite 16.

rahamarkkinoita tarpeettoman kireinä.¹ Parasta olisi Casselin mukaan ollut, niin kuin Suomen Pankin johtokunta ja pankkivaltuusmiehet olivat esittäneet, käyttää valtion »liiat» kassavarat, eli noin 500 miljoonaa markkaa, kotimaisen valtionvelan maksamiseen lunastamalla Suomen Pankilta valtion obligaatioita. Täten olisi helpotettu sekä keskuspankin että liikepankkien asemaa ja kevennetty luottomarkkinoita.²

Tämä esitys ei kuitenkaan johtanut tarkoitettuun tulokseen. Toteutettuna se olisi merkinnyt ensi vaiheessa liikepankeissa olevien valtion talletusten vaihtumista lisääntyneisiin rediskonttauksiin, mikä ei vielä olisi parantanut pankkien likviditeettiä. Sikäli kuin Suomen Pankki olisi laajentanut suoranaista luotonantoaan, rediskonttaukset olisivat supistuneet ja rahamarkkinat tällä tavoin päässeet kevenemään. Tosiasiallisesti helmikuun alussa 1924 virkaansa astunut Suomen Pankin johtokunnan uusi puheenjohtaja RISTO RYTI jo keväällä 1924 kehitteli pankin suoranaisen luotonannon laajentamista erityisesti vientiliikkeiden kohdalla nimenomaan myös siinä tarkoituksessa, että pankin korkopoliittinen vaikutusvalta olisi lisääntynyt.³ Saman asian tärkeyttä oli jo vuotta aikaisemmin tähdentänyt pankin tilasto-osaston silloinen päällikkö, maisteri KAARLO J. KALLIALA.⁴

Suomen Pankin diskonton alentamisesta ei edellä esitetyistä syistä kuitenkaan tullut enää mitään vuoden 1924 puolella. Seuraavanakin vuonna diskonton alentamista saatiin odottaa syyspuolelle, vaikka keventynyt tilanne jo toukokuun loppupuolelta lähtien herätti lehdistössä vilkasta keskustelua ja entistä voimakkaampia vaatimuksia koron laskemisesta.

Suomen Pankin johtokunta oli kuitenkin tällä kertaa hyvin varovainen. Toukokuun lopulla 1925 antamassaan haastattelulausunnossa puheenjohtaja RYTI epäili, että valuutta- ja rahamarkkinain keveneminen saattoi olla väliaikaista ja valtion huhtikuussa ottamasta ulkomaisesta lainasta johtuvaa. Puutavaran myynnit olivat myös pysähdyksissä, samalla kun oli tiedossa, että mm. saatujen etumaksuluottojen maksaminen samoin kuin valtion ulkomaisten velkojen korkomaksujen suorittaminen lähitulevaisuudessa vaativat huomattavasti valuuttaa. Sen vuoksi oli korkokannan alentamisessa edettävä varovaisesti.⁵

¹ Ks. FINANSBLADET 21/1924 ja MERCATOR 49/1924.

² Ks. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1924, kirjelmä 45.

³ Ks. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1924, liite 20.

⁴ Ks. KAARLO J. KALLIALA, PM Devalvatsionin toimeenpanosta Suomessa. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1923.

⁵ Ks. HELSINGIN SANOMAT 26. 5. 1925.

Heinäkuun alussa 1925 pidetyssä Suomen Pankin ja liikepankkien johtajien neuvottelussa päätettiin samoin yksimielisesti lykätä korkokannan alentamiskysymys elokuuhun. Tilanteen todettiin kyllä parantuneen, mutta toisaalta ei ollut pakottavaa kiirettä korkokannan alentamiseen, kun luoton kysyntä oli vilkasta silloisellakin korkotasolla. Oli myös tärkeätä, ettei minkäänlaisella hätäkoimisella enää vaarannettaisi mahdollisuuksia aivan lähitulevaisuudessa siirtyä kultakantaan.¹

Lopulta Suomen Pankin johtokunta katsoi mahdolliseksi kahteen otteeseen alentaa virallista diskonttoa, ensin elokuun puolivälissä 8 %:iin ja sitten lokakuun lopussa edelleen 7 ½ %:iin.

Suomen Pankin diskonton laskeminen ei kuitenkaan vielä merkinnyt sitä, että yleinen korkokanta olisi välittömästi seurannut mukana. Rahalaitosten soveltamien korkojen lasku jäi diskonton alenemista paljon vähäisemmäksi ja oli monien vaikeuksien takana. Näihin vaikeuksiin oli vain osaksi syynä pankkien huoli likviditeetistään. Pääasiallisena esteenä oli tällöin rahalaitosten välinen ankara talletuskorkokilpailu.

Edellä on jo viitattu siihen, että korkojen alentamispyrkimys syksyllä 1922 kilpistyi, paitsi liikepankkien epävarmaan likviditeettiasemaan, myös eri rahalaitosten haluttomuuteen lähteä yksinään alentamaan talletuskorkoaan, jollei ollut varmuutta siitä, että muut seuraisivat perässä. Jo saman vuoden alkupuolella oli säästöpankkien piirissä herätetty kysymys yhteistoiminnan aikaansaamisesta rahalaitosten kesken korkokannan alentamiseksi.² Tällöin suositeltiin kuitenkin lähinnä vain paikallista yhteistoimintaa nimenomaan säästöpankkien ja osuuskauppojen säästökassojen välillä. Yleiseen koron alenemiseen ei tätä tietä kuitenkaan päästy. Yhtä vähän tuloksia tuotti lokakuussa 1922 Suomen Pankin toimesta pidetty eri rahalaitosryhmien edustajien yhteinen neuvottelu samasta kysymyksestä.

Talletuskorkokilpailu tuli uudelleen esille vuoden 1925 diskonttokeskustelun yhteydessä. Koska ponnekkaimmat vaatimukset korkokannan alentamisesta oli esitetty liike-elämän järjestöjen taholta, lähinnä liikepankkien oli tällöin pakko pyrkiä näyttämään tietä koron laskemisessa.

Yksimielisyyden saavuttaminen liikepankkien omassakaan piirissä ei näyttänyt olevan helppoa, vaan eroavuutta esiintyi ennen kaikkea suurten ja toisaalta uusien ja pienten liikepankkien katsantokantojen välillä. Lokakuun alusta käytyjen alustavien neuvottelujen jälkeen

¹ Ks. FINANSBLADET 26/1925.

² Nimim. »I» (= Ikonen, T.), Koron alentumisesta. Säästöpankki 2/1922.

kysymys talletuskoron alentamisesta otettiin käsiteltäväksi ylimääräisessä pankkikokouksessa 30. 10. 1925. Tällöin päätettiin alentaa talletuskorkoa liikepankeissa siten, että ylin korko 6 kuukauden talletuksista kahdessa suurimmassa pankissa olisi joulukuun 1 päivästä lukien $6\frac{1}{2}\%$, parissa keskikokoisessa pankissa $6\frac{3}{4}\%$ ja muissa 7% .

Päätös ei kuitenkaan tyydyttänyt eräitä nuoria ja pieniä pankkeja, jotka eivät halunneet siihen yhtyä. Jatkoneuvottelujen tulokseksi muodostuikin että 17. 11. 1925 pidetyssä kokouksessa päätettiin nämä pankit oikeuttaa maksamaan $7\frac{1}{4}\%$:n korkoa kuuden kuukauden talletuksille.¹ Liikepankkien korkoluokkia tuli täten olemaan neljä.

Talletuskoron alentaminen merkitsi suurpankkien kohdalla $\frac{1}{2}\%$:n laskua. Eräiden pienempien pankkien maksimikorot kuuden kuukauden talletuksista, jotka olivat olleet jopa $8-8\frac{1}{2}\%$, alenivat täten enemmänkin. Shekkitilikorko tuli olemaan 5 ja $5\frac{1}{2}-6\frac{1}{4}\%$. Luotonantokorot taas olivat tämän jälkeen suuremmissa pankeissa $8\frac{1}{2}-11\%$ ja pienemmissä $9-13\%$.

Liikepankkien korkosopimukseen sisältyi klausuulin luonteinen maininta: »Edellytetään, että säästöpankit eivät yleisemmin maksa talletuksista korkeampaa korkoa kuin kolmannen ryhmän pankit», ts. ei yli 7% . Tämä edellytti talletuskorkojen alentamista myös näiden osalta. Varsinaista yhteistoimintaa liikepankkien ja muiden rahalaitosten välillä ei kuitenkaan tällöin syntynyt, vaikka vaatimuksia sen aikaansaamiseksi oli esitetty. Muun muassa tohtori PAAVO KORPISAARI oli syyskesällä 1925 Kauppa- ja teollisuuspäivillä pitämässään esitelmässä vaatinut että olisi »saatava aikaan sopimus liikepankkien, säästöpankkien ja suurten ja pienten pankkien välillä» ja että »kaikkea mahdollista painostusta on käytettävä, jotta saataisiin aikaan talletuskoron pikainen alentaminen.»²

Säästöpankkiliiton valtuuskunnan kokouksessa marraskuun alussa 1925 hyväksyttiin ponsi, jossa kehoitettiin säästöpankkeja tutkimaan mahdollisuuksia talletuskorkonsa alentamiseen. Joulukuussa samana vuonna säästöpankkien, osuuskassojen ja osuuskauppojen säästökassojen keskusjärjestöt Suomen Pankin ehdotuksesta yhteisestä sopimuksesta lähettivät jäsenilleen kiertokirjeen, jossa näitä kehoitettiin paikkakunnittain alentamaan korkein ottolainauskorkonsa vuoden 1926 alusta $7\frac{1}{2}\%$:iin. Vetoamus jäi kuitenkin pääosaltaan vaikutuksetta, ja monet rahalaitoksista maksoivat edelleen korkoa $8, 8\frac{1}{2}$ jopa 9% .³

¹ Ks. Suomen Pankkiyhdistyksen hallituksen pöytäkirjat 1925.

² Ks. SÄÄSTÖPANKKI 10/1925 ja FINANSBLADET 33/1925.

³ Ks. KAARLO J. KALLIALA, Korkosopimukset Suomessa. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandt'n kuusikymmenvuotispäivänä, s. 60.

35. Vuosina 1921—1925 harjoitetun diskonttopolitiikan tarkoituksenmukaisuus.

351. Luotonannon säännöstely ja diskonttopolitiikka. Varsinaisesti vuoden 1920 lopulla Suomen Pankki ryhtyi luotonannon suoranaiseen säännöstelyyn diskonttopolitiikkansa tukemiseksi, kun korkokannan korottaminen yksinään oli osoittautunut — ainakin asetettujen työllisyyspoliittisten tavoitteiden määräämissä rajoissa — tehottomaksi.

Luotonannon säännöstelyä harjoitettiin aluksi yksistään seulomalla rediskonttattaviksi esitettyjä vekseleitä entistä tarkemmin ja kiinnittäen huomiota myös niiden laatuun. Vuoden 1921 alkupuolella tätä rediskonttauksen säännöstelyä edelleen tehostettiin. Kokouksessaan maaliskuun 1 päivänä 1921 pankkivaltuusmiehet päättivät kehoittaa »Johtokuntaa soveltamaan niiden pankkien rediskonttaamiin vekseleihin, jotka liikkeensä laajuuteen ja laatuun nähden käyttävät Suomen Pankin luottoa yli sen, minkä Johtokunta katsoo olevan oikeassa suhteessa pankille annettavaan kokonaisluottoon, korkokantaa, joka on 1 prosenttia korkeampi kuin Pankkivaltuusmiesten viimeksi vahvistamat korkomäärät.¹

Saman vuoden syksyllä pankkivaltuusmiesten oli valuuttatilanteen kärjistyttyä ja valuuttakurssien voimakkaasti noustua jälleen puututtava säännöstelykysymyksiin, jotta luotonanto kulutushyödykkeiden tuonnin rahoittamiseksi, arvopaperivakuutta vastaan yms. vähemmän tarpeellisiin tarkoituksiin saataisiin supistumaan. Tällöin johtokuntaa kehoitettiin tarkemmin kuin yksistään rediskonttausten seuraaminen teki mahdolliseksi, perehtymään liikepankkien luotonantoon voidakseen valvoa, että nekin kaikessa luotonannossaan noudattivat pidättyväisyyttä ja annettuja ohjeita.

Suomen Pankki ryhtyikin mm. suorittamaan tarkastuksia eräissä liikepankeissa, samalla kun pienempien pankkien täytyi jättää yksityiskohtaiset luettelot kaikista osakeluotoistaan, joista sitten osa määrättiin perittäviksi. Uutta luottoa ei saanut antaa muuta kuin aivan määrättyihin tarkoituksiin. Tästä ajasta Korpisaari on lausunut: »Näissä oloissa rajoittui talletuspankkien luotonantanti Suomen Pankista siihen, mitä ne oman ja suurempien asiakkaittensa maksukykyisyyden ylläpitämiseksi ehdottomasti tarvitsivat.»²

Rahamarkkinain tilan vuonna 1922 keventyessä luotonannon suoranaisten säännöstely ja tarkkailu kävi kuitenkin jo yksistään rediskonttausliikkeen supistumisen johdosta merkitykseltään vähäiseksi.

¹ Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1921, s. 27.

² Korpisaari, m.t., s. 162.

Lisäksi myös uusi luotonanto ja luoton kysyntä osakekeinotteluun yms. varsinaisesti spekulatiivisiin tarkoituksiin oli ilmeisesti inflaatiosuhdanteen katkettua lakannut, mikä näkyy siitäkin, että osakevakuutta vastaan annetut lainat vähenivät näinä vuosina sekä absoluuttisesti että prosenttisesti miltei sodan edelliselle tasolle. Näin ollen luotonannon säännöstelyä jouduttiin pääasiallisesti suorittamaan sinänsä »luvallisten» luottoanomusten puitteissa.

Ottaen huomioon tämän seikan, silloisen laajalle levinneen vastenmielisyyden kaikkea säännöstelyä kohtaan ja sen vastahakoisuuden, millä pankkipiireissä luotonannon säännöstelyyn mentiin, samoin kuin yleisen liberalistisen suuntauksen ei ole hämmästyttävää, että luotonannostelun katsottiin pikemminkin täydentävän aktiivista korkopolitiikkaa kuin korkopolitiikan luotonannostelua.

Tämä ei kylläkään merkinnyt sitä, etteikö noina vuosina olisi tarvittu luotonannon suoranaista säännöstelyä. Luoton kysyntä oli koko ajan yleisesti ottaen niin vilkasta, ettei se ollut silloisillakaan koroilla yksistään rajoitettavissa. Lisäksi oli epäilemättä tarpeen harjoittaa luoton pyyntöjen kvalitatiivista valintaa. Mutta edellä mainituista ja aikaisemmin esitetyistä syistä korkotason korkeudella katsottiin olevan oma tärkeä merkityksensä, joka ei ollut säännöstelyllä korvattavissa. Lukuisista silloisen rahapolitiikan johtavien miesten mm. pankkivaltuusmiesten piirissä esittämistä lausunnoista heijastuu se käsitys, että korkopolitiikka oli pääase, jota oli käytettävä asetettujen rahapoliittisten tavoitteiden saavuttamiseksi. Korkopoliittiset ratkaisut tehtiin myös perustein, joista ei tosiasiallisesti laisinkaan kuvastu mahdollisuus valita joko korkopolitiikan tai luotonannon suoranaisten säännöstelyn ehtojen muuttamisen välillä. Ortodoksisen korkopolitiikan kannatus näyttää Suomen Pankin piirissä myös pikemminkin lisääntyneen, sen jälkeen kun pääjohtaja Stenroth, joka sodan aikaisten pohjoismaisten keskuspankkimiesten tavoin oli ollut skeptillisempi korkopolitiikan vaikuttavuuden suhteen, tammikuussa 1923 erosi ja rahapolitiikan johto siksi vuodeksi siirtyi entistä enemmän pankkivaltuusmiesten ja ennen kaikkea heidän puheenjohtajansa, toimitusjohtaja W. A. LAVONTUKSEN käsiin.

Arvioitaessa silloisen korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuutta on tarpeellista pitää mielessä edellä esitetyt näkökohdat. Muuten joudutaan arvostelussa helposti lähtemään väärältä pohjalta, niin kuin mm. Korpisaari ilmeisesti tekee.¹ Vuosien 1921—1925 luottopolitiikkaa ei varmastiakaan sen harjoittajien taholla k ä s i t e t t y suoranaiseksi sään-

¹ Ks. Korpisaari, m.t., s. 263—281.

nöstelyksi, jota tuettiin korkopoliittisin toimenpitein. Se oli k o r k o -politiikkaa, jota — lähinnä työllisyyspoliittisista syistä — tavallaan lievennettiin harjoittamalla myös luotonannon kvalitatiivista säännöstelyä. Ilman sitä korkopoliittikka olisi ilmeisesti ollut tosiasiallista vieläkin tiukempaa. Joka tapauksessa harjoitettua korkopoliittikkaa on arvosteltava nimenomaan itsenäisenä politiikkana eikä vain säännöstelypolitiikan sivuilmiönä. Eri asia on sitten, että jälkikäteen ja nimenomaan nykyajan näkökulmasta katsoen voitaisiin tiukan säännöstelypolitiikan ja lievän korkopoliittikan yhdistelmää kenties pitää tarkoituksenmukaisempana silloisessa tilanteessa.

352. Vaihtotaseen valvonta ja tuonnin rajoittaminen. Edellä esitetyllä tavalla vaihtotaseen tasapainosta huolehtiminen ja sen turvaaminen oli eräs käsiteltävänä olevan ajanjakson kuluessa harjoitetun »kalliin rahan» politiikan tärkeimmistä perusteista. Korkokannan piti olla korkea, jotta nimenomaan tuonti olisi saatu pysymään käytettävissä olleiden valuuttavarojen puitteissa, varsinkin kun suoranaisesta tuonnin säännöstelystä oli luovuttu jo keväällä 1921. Miten tosiasiallisesti oli laita tässä suhteessa ja missä määrin korkean koron politiikkaa voitiin pitää silloisissa oloissa tehokkaana ja tarkoituksenmukaisena keinona vaihtotaseen tasapainottamisen näkökulmasta tarkasteltuna?

Korkean pankkidiskonton tuontia rajoittava vaikutus voi periaatteellisesti ilmetä usealla eri tavalla. Ensinnäkin korkokannan korkeus saattaa luoton varassa tuontia harjoitettaessa tuontitavaroiden hintoja nostamalla vaikuttaa tuontitullin tavoin ja siten supistaa ulkomaisten tuotteiden menekkiä. Ottaen huomioon, että korkokustannusten osuus tuontitavarain hinnanmuodostuksessa kuitenkin on kokonaisuudessaan vain muutaman prosentin suuruinen, ei korkotason nousu 50 prosentilla, esimerkiksi 8 %:sta 12 %:iin, vaikuta tavaran myyntihintaan enempää kuin 1—2 %. On epätodennäköistä, että tämän suuruinen hintojen nousu sinänsä voisi sanottavasti supistaa tuontitavaroiden kysyntää. Siltä osalta kuin kysyntä kenties suuntautuu kotimaassa valmistettuihin hyödykkeisiin ja näiden menekki kasvaa, tästä voi toisaalta myös aiheutua tuonnin kasvua, jonka suuruus riippuu ulkomaisten raaka-aineiden ja puolivalmisteiden merkityksestä kotimaisessa teollisuustuotannossa. Nettovaikutus jää tämänkin vuoksi vähäiseksi. Ulkomaisten raaka-aineiden sekä koneiden ja kuljetusneuvojen tuontiin ei näinkään suuri koron nousu todennäköisesti vaikuta välittömästi. Vuosina 1922—1925 näiden ryhmien osuus Suomen koko tuonnista oli noin 45 %. Ilmeistä on, että korkokannan nousun tuontia rajoittava vaikutus on — tuontitavaroiden kysyn-

nän joustavuudesta riippuen — tätä tietä joko aivan vähäinen tai peräti olematon. Joka tapauksessa korkokannan »tullivaikutus» on sittenkin kvantitatiivisesti merkittävämpi kuin sen vaikutus kotimaisten tuotteiden kustannushintaan. Korkotason korkeudella ei täten voida sanoa olleen myöskään tuontia lisäävää vaikutusta, niin kuin Korpisaari väittää.¹

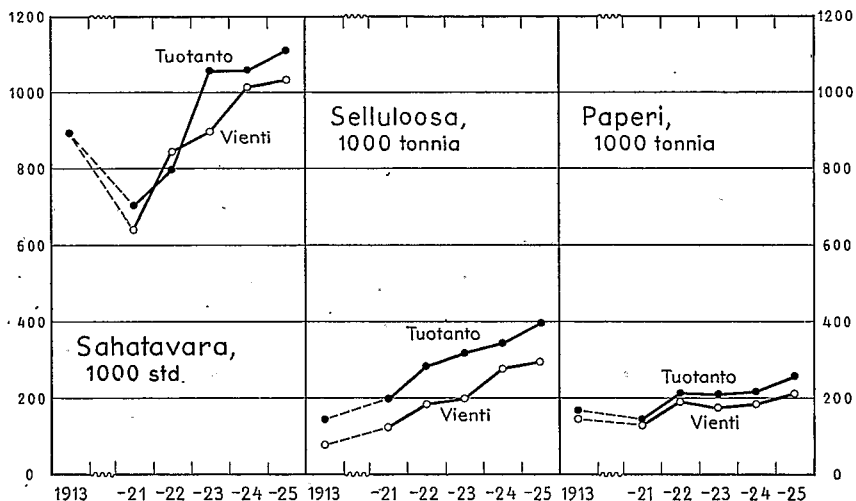
Toiseksi tiukka luottopoliittikka ja luotonannon ehtojen kiristäminen saattavat johtaa tuontikaupan varastojen supistamiseen. Pitemmällä tähtäimellä tällä seikalla tuskin on vaikutusta tuonnin suuruuteen. Itse supistumisvaiheen aikana voidaan sitä vastoin luonnollisesti puhua tietystä tuonnin ja siten myös valuutan kulutuksen vähenemisestä. Näin saattoi meilläkin jossain määrin olla asian laita luoton saannin vuoden 1921 lopulla voimakkaasti kiristytessä. Sen jälkeen kun varastotilanne oli saatu vuosina 1919—1920 ja vuoden 1921 ensi puoliskolla paranemaan ainakin lähemmäksi normaalitasoa, tapahtui kokonaisuutena katsoen tuskin kuitenkaan voimakkaampaa varastojen supistumista. Korkokannan korkeus ja ennen kaikkea luottomarkkinain kireys saattoivat sitä vastoin kylläkin vaikuttaa varastojen kasvua ehkäisevästi, pitää ne jatkuvasti sodan edellistä normaalitasoa alhaisempina ja siten »säästää» valuuttoja. Tilastojen puutteellisuuden vuoksi tästä seikasta ei voida varmoja tietoja esittää.²

Joka tapauksessa tuonnin volyymilukujen alhaisuus vastaa viini- ja viinilukuihin verrattuna (kuvio 15) näinä vuosina osoittaa, että tuonnin säännöstely luotto- ja tullipoliittisin toimenpitein ilmeisestikään ei ollut vaille merkitystä. Siihen nähden, että tuontitullin osuus tuonnin arvosta kasvoi osaksi tullinkorotusten osaksi määrätullien kohdalla markan ulkomaisen arvon nousun johdosta 14.4 %:sta aina 22.3 %:iin vuosina 1921—1923, täytyy tullipoliittikan vaikutusta pitää tässä varsin huomattavana. Toisaalta näiden lukujen tarkastelu osoittaa myöskin, että rahamarkkinain tilan keveneminen sekä — ennen kaikkea —valuuttakurssien aleneminen ja niiden uudelleen nousemisen odotus vuonna 1923 saivat tuonnin korkotason korkeudesta huolimatta heti voimakkaasti kasvamaan. Tässäkin kohden on kuitenkin vaikeata arvioida, miten suuressa määrin tuonnin paisuminen on välittömästi vietävä edellä mainittujen ilmiöiden tiliin, ja missä määrin taas talouselämän aktiviteetin vilkastuminen lisäsi tuontia. Ilmeisesti viimeksi mainitulla seikalla oli huomattava merkitys, samalla kun tämä toimeliaisuuden lisääntyminen vuoden 1923 alku-

¹ Ks. KORPISAARI, m.t., s. 269.

² Vrt. KORPISAARI, m.t., s. 267.

Kuvio 12. Metsäteollisuuden tuotanto ja vienti vuosina 1921—1925.



puolella epäilemättä ainakin osaksi johtui edellisen syystalven suurten valuutanostojen aiheuttamasta rahamarkkinain kevenemisestä ja rahoitusmahdollisuuksien lisääntymisestä.¹

Ilmeistä onkin, että vaihtotaseen säännöstelemisen kannaltakin korkopolitiikan kolmas ja samalla tärkein merkitys on sen vaikutuksessa yleiseen taloudelliseen aktiviteettiin. Jos tiukalla luotto- ja korkopolitiikalla saadaan investointitoiminta ja taloudellinen toimeliaisuus ylipäänsä supistumaan tai estetään niiden laajeneminen, voidaan tätä tietä parhaiten supistaa myös valuutan käyttöä ja valvoa vaihtotasetta.

Ei ole epäilystä siitä, etteikö löysempi ja ekspansiivisempi luottopolitiikka olisi käsiteltävänä olevana ajanjaksona johtanut yritteliäisyyden lisääntymiseen ja myöskin valuuttavarantoa vastaan kohdistuneen paineen kasvamiseen. Tästä on osoituksena ensinnäkin näinä vuosina vallinnut ilmeinen luoton tarjonnan ja kysynnän välinen epätasapaino sellaisena kuin pankinjohtajat ja luotontarvitsijat sen tunsivat. Toiseksi investointi- ja rahoitusmahdollisuuksien laajeneminen olisi

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1923, s. 7. Vrt. myös MERCATOR, 16—19/1924, joissa voimakkaasti arvosteltiin Suomen Pankin valuuttapolitiikkaa v. 1922 ja väitettiin sitä seuraavan vuoden vaikeuksien syyksi. Samalla kannalla oli myös CASSEL; ks. »Stabiliseringsproblemet». Vrt. kuitenkin myös E. v. F(RENCKELL), Valutareflexioner. Finansblad 19/1924.

varmaankin välittömästi johtanut tuonnin kasvamiseen ottaen huomioon sen kehitysvaiheen, jossa Suomen kansantalous näinä itsenäisyyden alkuvuosina oli, ja ne rajoitetut mahdollisuudet, mitkä esim. kotimaisella metalliteollisuudella oli erilaisten koneiden kysynnän tyydyttämiseen. Ainakin toisessa vaiheessa tulotason nousu olisi myös aiheuttanut ulkomaisten kulutushyödykkeiden tuonnin laajenemista.

Näin ollen voidaan harjoitettua tiukkaa luottopolitiikkaa pitää valuutan vakauttamispyrkimysten kannalta ja vaihtotaseen näkökulmasta silloisissa oloissa kiistattoman tarpeellisena. Eri asia on siten, oliko tarpeen ja tarkoituksenmukaista noudattaa silloista »kalliin rahan» politiikkaa ja olisiko kenties ollut parempi turvautua alhaisemman koron ja tiukan suoranaisen luotonsäännöstelyn yhdistelmään. Viitattakoon tässä vain sen lisäksi, mitä edellä on esitetty korko- ja säännöstelypolitiikan suhteesta, siihen, että erilaisten kombinaatiomahdollisuuksien paremmuuden arvostelu edellyttää näiden yhdistelmien vertailua kaikkien asetettujen päämäärien kannalta. Harjoitetun korkopolitiikan merkityksestä tuonnin säännöstelyssä on samanaikaisen suoranaisten luotonsäännöstelyn vuoksi vaikea esittää varmaa arvostelua. Kaiken todennäköisyyden mukaan alhaisempi korkokanta olisi joka tapauksessa luotonpyyntöjen määrää lisäämällä vaikeuttanut luotonannon kvalitatiivista ohjausta.

Voidaan myöskin sanoa, että raha- ja luottopolitiikan kireys edisti toisellakin tavoin kauppa- ja vaihtotaseen tasapainon ylläpitämistä vähentämällä niin hyvin viennin kuin tuonnin harjoittajain mahdollisuuksia kurssispekulaatioon. Tästäkin ovat vuoden 1923 tapahtumat epäsuorana todistuksena.

Toisaalta ei mikään viittaa siihen, että korkokannan korkeus olisi vientiteollisuuden kustannustasoa nostamalla vaikuttanut ainakaan merkittävässä määrin supistavasti vientiin ja vientivaluuttojen kertymiseen. Metsäteollisuuden ja sen viennin varsin voimakas kehitys näinä vuosina ei anna tukea tälle otaksumalle.¹ Vientiämme vuosina 1923—1924 kohdanneet tietyt hinta- ja menekkivaikeudet johtuivat ilmeisesti muista syistä eivätkä olisi olleet koron alentamisella poistettavissa.²

353. Liikepankkien ulkomaiset markkatalletukset. Eräänä korkean koron politiikan jatkumisen merkittävänä perusteena oli pyrkimys

¹ Vrt. Korpisaari, m. t., s. 269.

² Ks. esim. Suomen Pankki 1923 ja 1924. Vrt. myös Mercatorin vientimarkkinakatsauksia näinä vuosina.

sen avulla pitää liikepankkien lora-tilleille talletetut varat paikoillaan, siksi kunnes valuuttasuhteiden kehitys olisi tehnyt näiden sodan jälkeen syntyneiden häilyvien velkojen vakaannuttamisen mahdolliseksi.

Korkokannan merkitys tässä suhteessa oli Suomen oloissa ensimmäisen maailmansodan jälkeen kuitenkin todennäköisesti varsin vähäinen. Ulkomaisten markkatalletusten voimakas kasvu vuosina 1919—1921 johtui pääasiallisesti toisaalta kauppataaseen tasapainottomuudesta ja toisaalta ulkomaisten liikemiesten spekulatiivisesta pyrkimyksestä kurssivoittojen hankkimiseen markan ulkomaisen arvon vaihdellessa. Seuraavinkin vuosina havitteluvaikutin oli ilmeisesti merkitykseltään ratkaiseva, samalla kun diskonton muutoksilla oli lähinnä psykologinen ja ajallisesti varsin lyhytaikainen vaikutus.

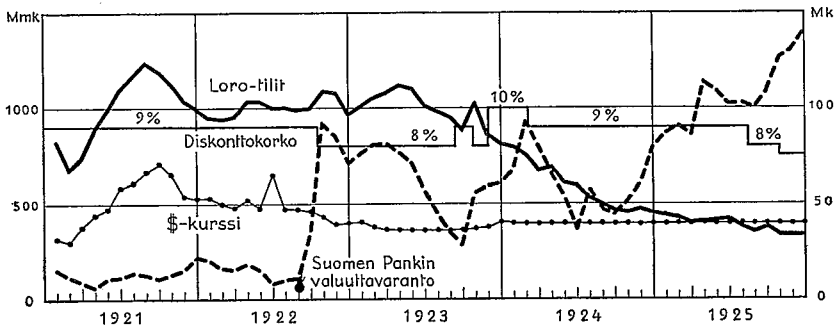
Huomiota ansaitsee ensinnäkin, miten lora-tilien saldon ja toisaalta valuuttakurssien korkeutta osoittavat käyrät, jotka vuoden 1922 alkupuolelle saakka olivat kulkeneet hyvin yhdenmukaisesti, sen jälkeen erkanevat toisistaan. Vaikka valuuttakurssien pääsuunta siitä lähtien vuosina 1922—1923 oli loivasti aleneva (ks. kuviota 13), ulkomaiset markkatalletukset lisääntyivät — tosin melkoisin heilahteluin — aina vuoden 1923 keskipaikkeille saakka. Tämä johtui ilmeisesti siitä, että markan arvon odotettiin niin hyvin kotimaassa kuin ulkomaillakin näinä aikoina edelleen vahvistuvan, niin kuin tosiasiallisesti tapahtuikin. Markkaspekulaatio oli tämän kehityksen aikana kannattavaa, mikä oli omansa houkuttelemaan uusia havittelijoita peliin mukaan. Sen sijaan että vuosina 1919—1921 talletuskäyrä oli pääasiallisesti kulkenut kurssikäyrän edellä, ts. markkojen myynnit ulkomaille olivat olleet primäärisenä kehitystekijänä, tilanne muuttui päinvastaiseksi vuoden 1922 alusta. Valuuttakäyrän liikkeet määräsivät sen jälkeen voittopuolisesti talletussaldon kehityksen.¹

Sen jälkeen kun vuoden 1923 keskivaiheilla oli käynyt selväksi, ettei markan ulkomainen arvo enää voisi silloisesta tasosta ainakaan vahvistua, lora-tilit alkoivat jyrkästi supistua. Lokakuussa tapahtui vielä verrattain voimakas heilahdus ylöspäin, kun valtion ottamien ulkomaisten lainojen johdosta luottamus markkaan ja spekulatiohalu lyhyeksi ajaksi vahvistuivat.² Pian kuitenkin havaittiin silloinenkin kurssitaso kestäättömäksi, minkä jälkeen markkatalletuksia ryhdyttiin »toden teolla» muuttamaan valuutoiksi. Vuosina 1924—1925 lora-tilit supistuivat sitten jatkuvasti, kunnes saavuttivat 300—400 miljoonan markan »normaalitason».

¹ Vrt. ELI F. HECKSCHER, Nyordningen av Finlands penningväsen, s. 56—57.

² Ks. SUOMEN PANKKI 1923, s. 43.

Kuvio 13. Liikepankkien ulkomaisten markkatalletusten kehitys vuosina 1921—1925.



Joskin täten on selvää, ettei harjoitettu korkopoliitiikka missään tapauksessa ollut merkitykseltään ratkaiseva ulkomaisten markkatalletusten pysyttämisen kannalta, ei toisaalta tietenkään voida sanoa, etteikö sillä saattanut olla jotakin vaikutusta tässä suhteessa. Teoreettisesti se oli joka tapauksessa oikein ajateltua politiikkaa ja sai osakseen mm. CASSELIN ja HECKSCHERIN samoin kuin eräiden ruotsalaisten pankkimiesten siunauksen.¹

354. Työllisyys ja talouselämän aktiviteetti. Harjoitetun korkopoliitiikan tarkoituksenmukaisuutta arvioitaessa on erityinen merkitys annettava sen reaalitaloudellisille vaikutuksille. Rahapolitiikan päämääränähän ei käsiteltävänä olevana ajanjaksona myöskään ollut yksinomaan rahanarvon lopullinen vakauttaminen. Tärkeänä lisäehtona oli, että vakauttamisen tuli tapahtua »aiheuttamalla mahdollisimman vähän häiriötä tuotantotoiminnalle». Tämä merkitsi ennen kaikkea sitä, että tuotantovoimien työllisyysastetta ei saanut olennaisesti eikä ainakaan pitemmäksi aikaa laskea. Samoin kuin itse päämäärän suhteen on työllisyys- ja tuotantopoliittista näkökohtaa ilmeisesti pidettävä tärkeänä kriteeriona myös käytettävien keinojen valintaa arvosteltaessa.

Pikainenkin silmäys tuotantotilastoihin riittää osoittamaan, ettei harjoitettu luotto- ja korkopoliitiikka missään tapauksessa tänä ajanjaksona aiheuttanut vakavia tuotannollisia häiriöitä. Kokonaisuutena

¹ Ks. toimitusjohtaja LAVONIUKSEN »PM angående samtal om Finlands valuta-problem med svenska experter i Stockholm den 24—27 maj 1922». Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1922, liite 48 a.

katsoen vuosille 1921—1925 oli päinvastoin ominaista tuotantotoiminnan melkoisen ripeä laajeneminen. Teollisuustuotannon bruttoarvo kohosi 55 %, mikä kuitenkin saattaa antaa volyymin kasvusta ainakin jossain määrin, liian edullisen kuvan.¹ Samanaikaisesti teollisuustyöväestön lukumäärä kasvoi parikymmentätuhatta henkeä, niin että se vuonna 1925 oli runsaat 30 000 henkeä suurempi kuin ennen sotaa. Teknillisestä kehityksestä taas on osoituksena teollisuuden käyttövoiman jokseenkin tasainen kasvu 310:sta aina 425 tuhanteen hevosvoimaan vuosina 1921—1925. Metsäteollisuuden tuotannon samoin kuin viennin volyymin jatkuva nousu pitivät myös metsätyötilanteen hyvänä, kautta koko ajanjakson.²

Joskaan teollisuuden kapasiteetin ja tuotannon laajeneminen ei tapahtunut aivan tasaisesti edistyen, ei toisaalta minään vuotena myöskään esiintynyt voimakasta takaiskua. Viimeiset vuodet 1924 ja 1925 olivat kyllä selvästi edistymisvauhdiltaan heikommät kuin vuodet 1922 ja 1923, voidaanpa vuotta 1924 pitää jokseenkin paikallaan polkevana tässä suhteessa.

Tähän ilmiöön voidaan löytää useitakin syitä. Ensiksi on kuitenkin todettava, ettei selitystä ilmeisestikään välittömästi saada yleisestä kansainvälisestä suhdannekehityksestä, joka vuosina 1924—1925 oli selvästi parempi kuin vuosina 1922—1923, jolloin vuoden 1920 lopulla puhjennut lama vielä tuntui voimakkaana sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa.³ Viennin ja nimenomaan metsäteollisuuden viennin kehitys, joka pääasiallisesti välittää kansainvälisten suhdanteiden vaikutuksen meidän maahamme, oli myös volyymimääräisesti nouseva vuosina 1924—1925.

Ilmeisesti syyt onkin haettava pääasiallisesti kotimaisista tekijöistä. Tällöin on ensinnäkin huomattava, että vuosina 1920—1921 pantiin alulle eritoten paperiteollisuudessa huomattavia uudistus- ja laajennustöitä, joiden hedelmät kypsyivät vasta seuraavina vuosina. Metsäteollisuuden kapasiteetin laajeneminen oli tällöin niin suuri, ettei uutta ekspansiota tarvittu eikä kapasiteettipainetta esiintynyt. Lisäksi investointihalua vaimensi myös vuosien 1923—1924 ja osittain vielä vuoden 1925 epäedullinen hintakehitys metsäteollisuuden vientituotteiden kohdalla.

Edellä manitut seikat eivät kuitenkaan riitä selittämään, miksei tuotannon bruttoarvo vuonna 1924 käytännöllisesti katsoen lainkaan kas-

¹ Ks. BR. SUVIRANTA, *Taloudellinen asema*, s. 33—34.

² Ks. KORPISAARI, *m.t.*, s. 174.

³ Ks. MONTGOMERY, *Svensk ekonomisk historia 1913—1939*, s. 105—107.

vanut, samalla kun teollisuuden työntekijäin lukumäärä suorastaan aleni edellisestä vuodesta. Vaikuttavana lisätekijänä on otettava huomioon mm. vuoden 1923 huono satotulos ja metsänmyyntitulojen supistuminen vuonna 1924. Nämä heikensivät maaseutuväestön ostokykyä ja olivat siten omiaan supistamaan kotimarkkinateollisuuden menekkiä.¹ Merkittävä kontraktiivinen vaikutus oli myös valtion vuodesta 1922 jatku-neella ylipainotetun budjetin politiikalla, joka osaltaan supisti yleisön käytettävänä olevaa tuloa. Ei edes valtion kassasäästöjen sijoittaminen liikepankkeihin pystynyt olennaisesti lisäämään näiden likviditeettiä ja siten luotonannon ehtoja lieventämällä johtanut budjettipolitiikan aiheuttamaa tulokontraktiota korvaavaan sijoitustoimintaan. Vuosina 1922—1923 toisaalta valuuttasuhteiden kehitys kevensi rahamarkkinain tilaa, minkä vuoksi luotonsaanti- ja investointimahdollisuudet olivat paremmat kuin vuonna 1924, jolloin liikepankkien luottovolyyymi suorastaan supistui lähinnä loro-tilien voimakkaan vähenemisen johdosta.

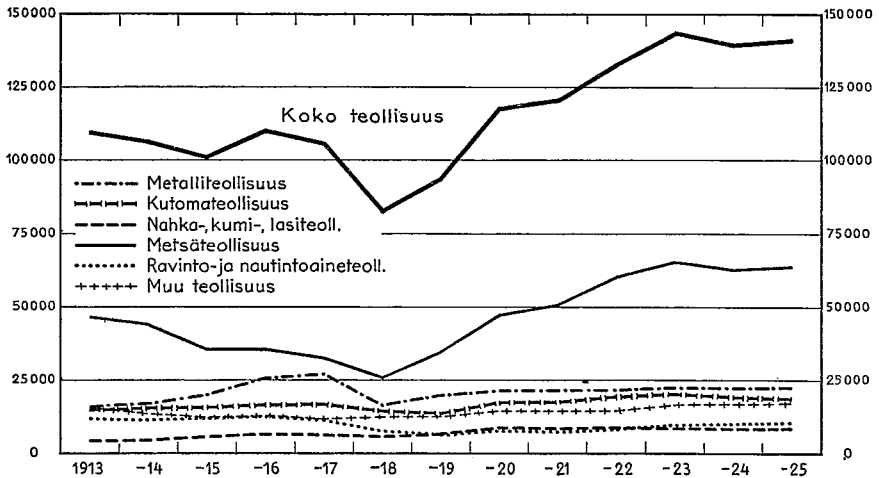
Mikä oli korkotason merkitys tässä kehityksen kulussa? Juuri esite-tystä käy ilmi, että ensinnäkään korkotason korkeus ei koko ajanjaksona aiheuttanut varsinaista työllisyystilannetta horjuttanutta supistu-mista talouselämässämme, ja toiseksi, että aktiviteetin hiljeneminen vuonna 1924 on todennäköisesti suurimmalta osaltaan selitettävä muista tekijöistä kuin harjoitetusta korkopolitiikasta johtuneeksi ilmiöksi.

Olisi kuitenkin varmaan väärin ajatella, ettei korkotason korkeu-della ollut vaikutusta talouselämän aktiviteettiin ja investointitoimin-taan. Jos korkokanta olisi ollut alhaisempi, olisi ensinnäkin luotonannon suoranaista säännöstelyä vastaan kohdistunut paine epäilemättä ollut tosiasiallista paljonkin ankarampi. Toiseksi on todennäköistä, että koron merkitys yrittäjäin investointi- ja yrityshalun kannalta oli ajan-jakson loppuvuosina suurempi kuin sen alkupuolella. Näin oli laita jo senkin vuoksi, että luotonantokorot absoluuttisestikin vielä nousivat vuoden vaihteesta 1923/1924. Kenties vielä merkittävämpää oli kuiten-kin se, että yrittäjäin laskentaperusteissa vähitellen tapahtui palautu-mista realistisemmalle pohjalle.

Kysymys on tällöin siitä jokaisen inflaation aikana ja sen jälkeen suuremmassa tai pienemmässä määrin esiintyvistä ilmiöistä, että yrit-täjät hinnoittelussaan ja liiketoiminnan nettotuottoa laskiessaan eivät syystä tai toisesta täysin noudata jälleenhankintahintaperiaatetta,

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1924, s. 12 ja BR. SUIVIRANTA, m.t., s. 16.

Kuvio 14. Teollisuuden työntekijämäärä vuosina 1913—1925.



Näin tapahtui sotakonjunktuurin aikana meillä hyvin huomattavassa määrin, mikä johti silloin liian suurten osinkojen jakoon. Samanlaista harhalaskentaa esiintyi kuitenkin vielä vuosikausia inflaatioajan jälkeenkin. Kustannuslaskelmien pohjana olevat omaisuusarvot mukautuivat vain hitaasti tosiasiallisesti tapahtuneeseen rahanarvon muutokseen. Tästä oli seurauksena, että toiminta oli niin hyvin teollisuudessa kuin maataloudessa vuosikausia näennäisesti kannattavampaa, kuin se realistisesti laskien tosiasiallisesti oli.¹

Aikaisemmin todetulla tavalla korkopolitiikan merkitys varsinaisena inflaatiokautena oli tästä syystä — ja yleensä hintojen nousun johdosta — hyvin vähäinen, jollei peräti olematon. Mutta samalla tavoin edellä kuvattu asiointila oli omansa heikentämään korkotason korkeuden vaikutusta vielä useita vuosia inflaation päättymisen jälkeenkin. Mitä pitemmälle aika kului, sitä suuremmaksi todennäköisesti kuitenkin muodostui myös korkotason merkitys tuotanto- ja liiketoiminnan säännöstelijänä.

Joka tapauksessa korkea korkokanta saattoi olla osaltaan vaikuttamassa siihen, että varsinainen uusi yritteliäisyys näinä vuosina jäi sängen heikoksi. Työpaikkojen lukumäärä, joka sotasuhdanteen ja sodanjälkeisen inflaatiokauden aikana oli huomattavasti kasvanut, pysyi seuraavina vuosina käytännöllisesti katsoen muuttumattomana. Kokonai-

¹ Ks. SUVIRANTA, Taloudellinen asema, s. 21.

suutena jäi myös ns. kotimarkkinateollisuuden ekspansio varsin vähäiseksi, mikä kyllä johtui myös jo sodan aikana tapahtuneesta kapasiteetin kasvusta. Vientiteollisuuden, ts. metsäteollisuuden laajeneminen oli voimakkaampaa, mutta sekin tapahtui valtaosaltaan vanhojen yritysten puitteissa.¹ Toisaalta on ilmeistä, että niin hyvin kotimarkkina- kuin vientiteollisuudessa tapahtunut koneistusasteen ja tuotantotehon nousu osaltaan oli omansa jarruttamaan tuotantoyksikköjen luvun lisääntymistä.

Tässäkin kohden on mahdotonta tarkkaan sanoa, miten suuri oli korkokannan ja mikä muiden tekijäin vaikutus kehityksen suuntautumiseen. Ilmeisesti suoranaiselle luoton ohjaukselle, jolla juuri pyrittiin etupäässä vanhojen vientiyritysten luoton tarpeen tyydyttämiseen, on annettava suuri merkitys. Enemmän kuin koron korkeus oli uutta yritteliäisyyttä tietenkin omiaan estämään luoton saannin suoranainen mahdottomuus. Ottaen huomioon, että uudet, perustettavat yhtiöt eivät inflaation päätyttyä enää voineet missään tapauksessa perustaa laskelmiaan liian alhaisiin omaisuusarvoihin, harjoitetulla »kalliin rahan» politiikallakin oli epäilemättä myös uutta investointia rajoittava vaikutus, varsinkin kun reaalkorko samanaikaisesti tapahtuneen lievän deflaation johdosta saattoi muodostua nimellistäkin ankarammaksi.

Korkokannan merkitys investointitoiminnan ja yritteliäisyyden rajoittamisen kannalta riippuu viime kädessä kysynnän voimakkuudesta ja kysynnän hintajoustavuudesta, ts. yrittäjäin mahdollisuuksista siirtää kohonneet korko- ym. kustannukset hintoihin tuottoisuuden siitä kärsimättä. Milloin kysyntä tietyissä hintarajoissa on täysin epäjoustavaa, tai milloin kysyntäkäyrä tältä osalta on tarjontakäyrän oikealla puolella, korkokannan kohoamisella ei, ottaen huomioon korkokustannusten keskimäärin varsin vähäisen osuuden kokonaiskustannuksista, rationaalisesti laskien todennäköisesti ole sanottavaa merkitystä yritysten kannattavuuteen. Tämä merkitys lisääntyy sitten sitä mukaa, mitä joustavammasta kysyntätilanteesta kulloinkin on kysymys. Kysynnän hintajoustavuus on täten läheisesti yhteydessä siihen, mitä on nimitetty yrityksen sisäiseksi tuottavuuskoroksi tai wickselliläisittäin reaalkoroksi.

On vaikeata lausua mitään täsmällistä uusien yritysten sisäisen tuottavuuskoron keskimääräisestä suuruudesta käsiteltävänä olevana ajanjaksona. Lukuja ei tästä ole saatavissa. Yleistilanteen valossa voidaan kuitenkin tehdä joitakin yleisiä päätelmiä. Niinpä eräät seikat

¹ Ks. SUVIRANTA, m.t., s. 77.

viittaavat siihen, että odotetun keskimääräisen tuottavuuskoron olisi täytynyt olla varsin korkea, ts. tosiasiallista lainakorkoa tuottoisempien sijoituskohteiden lukumäärä oli suuri. Kysyntää oli lukuisten hyödykkeiden kohdalla omansa vahvistamaan sotavuosina syntynyt kulutushyödykevajaus, joka ei suinkaan ollut ehtinyt poistua ensimmäisinä sodanjälkeisinä vuosina; on muistettava, että tuonnin volyyymi vasta vuonna 1923 saavutti vuoden 1913 tason. Tämä seikka yhdessä maan itsenäistymisen aiheuttaman yrittäjäoptimismin kasvun ja ulkomaankaupan rakenteessa tuonnin puolella lähinnä Venäjän osuuden supistumisen johdosta tapahtuneiden muutosten kanssa oli omiaan kiihoittamaan kotimaista, nimenomaan kotimarkkinoita palvelevaa yritteliäisyyttä.

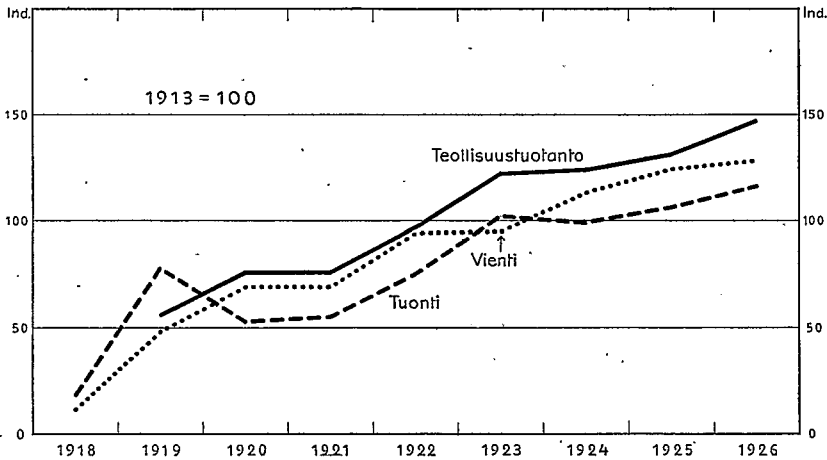
Toisaalta taas osaksi tullisuoja koskevat kysymykset samoin kuin Saksan taholta tullut ankara ja ajoittain polkumyynniksi muodostunut kilpailu olivat näinä vuosina varsin vaikeina ongelmina.¹ Metsäteollisuuden puolella vuosien 1922—1924 epäedullinen hintakehitys oli uutta yritteliäisyyttä hillitsevänä tekijänä. Joskin luoton kysyntä, niin kuin aikaisemmin on mainittu, epäilemättä oli kokonaisuutena katsoen suurempi kuin pankkien mahdollisuudet tyydyttää sitä vallinneella korkotasolla, korkokannan korkeus yhdessä mainittujen tekijäin kanssa varmaankin osaltaan supisti kannattavaksi arvioitujen sijoitusten piiriä.

Rakennustoiminnan kehitys on toisaalta omiaan mielenkiintoisella tavalla valaisemaan edellä esitettyä kysynnän vahvistumisen ja joustavuustilanteen merkitystä. Sotavuosina syvään lamatilaan joutunut rakennustoiminta pääsi ensimmäisinä sodan jälkeisinä vuosina vain hitaasti elpymään. Syynä oli osaksi vuokrasäännöstely ja tietyt materiaali- vaikeudet, mutta ennen kaikkea epävarmuus rahanarvon kohtalosta. Pelättiin rakennettavien asuintalojen tulevan kannattamattomiksi, jos markan arvo myöhemmin kohoaisi ja yleinen kustannustaso laskisi. Kun näin ei käynytäkään ja kun vuokrasäännöstely vuonna 1922 kumottiin, rakennustuotanto alkoi heti ripeämmin elpyä. Vuoden 1923 loppupuolelta seuraavan vuoden loppuun tuotannon nousu jälleen hidastui lähinnä rahoitusvaikeuksien vuoksi. Vuodesta 1925 alkoi kuitenkin uusi voimakas nousu, joka sitten jatkui aina vuoteen 1928 saakka. Vuonna 1925 asuntojen tuotanto jo ylitti melkoisesti sotaa edeltäneiden vuosien tason.

Miten on ymmärrettävissä, että asunnontuotanto saattoi laajentua

¹ Ks. V. M. J. VILJANEN, Piirteitä itsenäisen Suomen tullipolitiikasta. Suomen Teollisuusliitto 1921—1931, s. 27 ja seur.

Kuvio 15. Teollisuustuotannon ja ulkomaankaupan kehitys vuosina 1918—1926.



näinkin nopeasti, vaikka uusien talojen vuokratason täytyi jo yksistään korkomenojen suuruuden vuoksi muodostua varsin korkeaksi? Puuttumatta tässä sen tarkemmin tähän kysymykseen, viitattakoon vain sota-vuosina ja sen jälkeen patoutuneeseen tyydyttämättömään asuntojen kysyntään ja toisaalta kaupunkiväestön tulojen kasvamiseen näinä vuosina.¹ Asuntojen kysynnän voidaan sanoa olleen niin voimakas, ettei tasapainotilaa muista syistä rajoitetun tarjonnan ja toisaalta kysynnän välillä päässyt syntymään kohonneita tuotantokustannuksia vastaavalla-kaan vuokratasolla. Vasta vähitellen vanhojen talojen vuokratason jatkuva nousu ja toisaalta uusien asuntojen lisääntynyt tarjonta vuosikymmenen loppupuolella saivat aikaan tasapainottumisen. Täten voidaan väittää, ettei korkokannan korkeus ja sen nostamat asumiskustannukset rajoittaneet asunnontuotantoa, jonka — seuraaviin vuosiin verrattuna — suhteellisen hidas elpyminen johtui muista syistä, lähinnä rahoitusvaikeuksista.²

355. Harjoitetun korkopolitiikan yleisarvostelu. Edellä esitetyn tarkastelun tuloksena on todettava, että käsiteltävänä olevana ajanjaksona harjoitettu »kalliin rahan» politiikka ilmeisesti ainakin huomattavassa

¹ Ks. MIKKO TAMMINEN, Suomen kaupunkien asuntotuotannon vaihtelut ja niiden syyt itsenäisyyden aikana, §§ 21—27.

² Vrt. TAMMINEN, m.t., s. 130. Valtion halpakorkoiset asuntolainat, joita kaikkiaan jaettiin vuosina 1920—1925 hiukan yli 100 milj. markkaa, eivät kumoa em. päätelmiä.

määrin oli omiaan auttamaan silloiselle rahapolitiikalle asetettujen tavoitteiden saavuttamista, ts. ennen kaikkea markan ulkomaisen arvon vakauttamista ja maksutaseen tasapainottamista. Koska korkopoliittikkaa harjoitettiin yhdessä luotonannon suoranaisen säännöstelyn kanssa, on vaikeata arvioida korkopolitiikan itsenäistä merkitystä tässä suhteessa. Sitä ei kuitenkaan ole syytä väheksyä. Edellä esitetyn lisäksi on vielä otettava huomioon, että korkean koron merkitys yritteliäisyyden ja sijoitustoiminnan hillitsijänä on sen psykologisten vaikutusten vuoksi arvioitava paljon suuremmaksi, kuin mihin puhtaasti rationaalinen kustannuslaskelmointi näyttäisi antavan aihetta. Rahapolitiikan päämäärien kannalta harjoitettua korkopolitiikkaa voidaan täten pitää tarkoituksenmukaisena.

Toisaalta on ilmeistä, ettei sovellettu korkotaso ollut ristiriidassa tuotantotoiminnan ja työllisyyden korkean tason säilyttämiseen tähtäävien vaatimusten kanssa.

Korkean koron politiikkaa vastaan voidaan kylläkin huomauttaa, ettei täten harjoitettu sijoitus- ja yleensä liiketoiminnan säännöstely puhdasta tuottoisuus- ja kannattavuuslinjaa kulkiessaan saata täyttää ns. kansantaloudellisesti hyödyllisimpien sijoitusten tukemisen edellytystä. »Halvan rahan» politiikan eräänä pääperusteenahan onkin esitetty, että luottoanomusten punnitseminen tapahtuu rationaalisimmin suoranaisen kvalitatiivisen kontrollin avulla suorittamatta korkokannan avulla ennakkokarsintaa, jolloin kansantaloudellisesti ja sosiaalisesti kenties hyödyllisimmät sijoituskohteet saattavat karsiutua pois.

Kysymyksessä olevana ajanjaksona on kuitenkin vaikeata tälläkään pohjalta esittää painavia huomautuksia harjoitettua politiikkaa vastaan. Ei esim. rakennustoiminta, joka kiistämättä on tuotantotoiminnan aloista korkoherkimpää, ainakaan kvantitatiivisesti jäänyt korkopolitiikan takia toivottua vähäisemmäksi. Toisaalta lienee mahdotonta löytää yleisesti hyväksyttävissä olevaa perustetta sen seikan arvioimiseksi, oliko uuden yritteliäisyyden vähäisyys — sikäli kuin se ylipäänsä riippui korkopolitiikasta — tänä ajanjaksona katsottava kansantaloudellisesti hyödylliseksi vai haitalliseksi ilmiöksi. Luotonannostelun yleisohjeena oli joka tapauksessa nimenomaan vanhojen vientiteollisuusyritysten tukeminen.¹

Korkean korkokannan lisäperusteluksi voidaan edellä mainitun ohella esittää myös pyrkimys säästäjään inflaation johdosta kärsimien tap-

¹ Vrt. Korpisaari, m.t., s. 181.

pioiden edes osittaiseen korvaamiseen. Tätäkään näkökohtaa ei tässä yhteydessä voida kokonaan sivuuttaa, varsinkin kun markan arvon ennalleen palauttamisesta luopuminen laajoille piireille oli suuri pettymys ja aiheutti moraalista närkästystä ja voimakkaita vastalauseita.

Harjoitetun korkopolitiikan yleisarviointi muodostuu täten edellä esitetyin perustein myönteiseksi. Pääasiallisesti voitaneen yhtyä W. A. LAVONIUKSEN sanomalehdistön opintopäivillä syyskuussa 1924 esittämään arvosteluun korkean korkokannan vaikutuksista. Hän huomautti, että koska tuotanto ja vienti koko ajan ovat olleet täydessä käynnissä, deflaatiolla, sikäli kuin sellaisesta ylipäänsä voitiin meillä puhua, ja tiukalla luottopolitiikalla ei voida sanoa olleen kansantaloudellisesti haitallisia vaikutuksia, vaikka tällainen rahapolitiikka yksityistaloudellisesti ja yksityistapauksissa onkin saattanut olla raskasta.¹

4. Korkotason muutosten syistä ja selittämisestä.

4.1. Sotavuosien »halpa raha».

Maailmansodan vuosina korkotasoa maassamme painui alemmaksi kuin milloinkaan aikaisemmin Suomen rahalaitoksen historiassa. Tätä »halvan rahan» kautta ei kuitenkaan kestänyt kauan. Kohta sodan päätyttyä korot lähtivät kiipeämään ylöspäin saavuttaen ennen pitkää tason, joka taas korkeudessaan oli Suomessa ennen näkemätön. Herää kysymys, mistä näin jyrkät vaihtelut noin lyhyen ajanjakson kuluessa syvimmältään johtuivat ja miten ne ovat korkoteorian valossa selitettävissä. Selvää näet on, ettei selityksiperusteeksi riitä vain viittaaminen harjoitettuun korkopolitiikkaan, joka kyllä epäilemättä välittömimmin vaikutti korkotason liikkeisiin. Korkopolitiikka oli tuolloin kuitenkin ilmeisesti sopusoinnussa »markkinain vapaiden voimien» kanssa korkotason korkeutta määrätessään. Kysymys onkin lopulta siitä, mitkä nämä »vapaat voimat» olivat ja miten niiden vaikutus ilmeni.

Lähdettäessä likviditeettikorkoteorian pohjalta analysoimaan kehityksen kulkuun vaikuttaneita tekijöitä on ensinnäkin ilmeistä, että korkotason alenemisen maailmansodan vuosina aiheutti suoranaisesti silloin vallinnut rahan runsaus, mikä taas aikaisemmin selostetulla tavalla ensi sijassa johtui »ruplatulvasta». Yhteiskunnan kassan voimakkaasti paisyessä myös pankkien likviditeetti parani, ja ne huomasivat ennen pitkää omien kassojensa suurenevan ja sijoitusvaikeuksien kasvavan. Oli selvää,

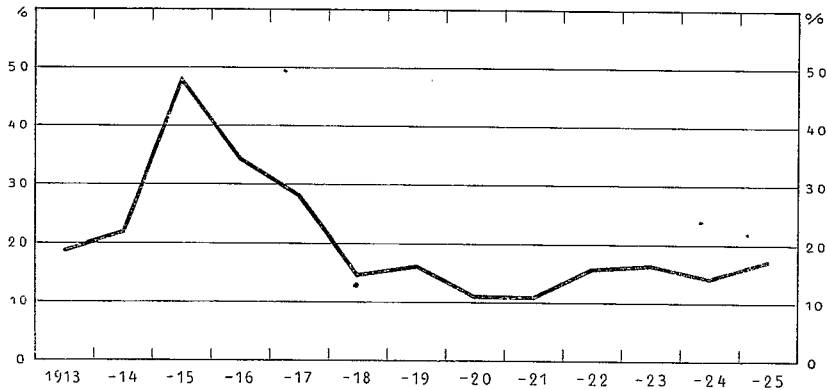
¹ Ks. FINANSBLADET 37/1924.

että pankit tällöin olivat halukkaat alentamaan soveltamiaankorkomääriä ja muutenkin helpottamaan luotonannon ehtoja.

Rahan määrän lisääntyminen ei kuitenkaan yksinään vielä pysty riittävästi »selittämään» korkotason alenemisen syitä. Likviditeetti-korkoteorian mukaanhan koron korkeus on sekä rahan määrän että maksuvalmiusarvostuksen funktio. Näin ollen on ilmeistä, että myös maksuvalmiusarvostuksen kehitykseen on kiinnitettävä huomiota koron liikkeiden selitystä etsittäessä. Koska pankkien kassavarojen suuruus on yhtä kuin yhteiskunnan julkisten maksuvälineiden kokonaismäärän ja ylisuurellisessa hallussa olevan setelistön erotus, pankkien kassojen kasvaminen voi aiheutua viime kädessä: (1) yleisön kassantarpeen vähenemisestä yhteiskunnan kassan pysyessä muuttumattomana, (2) yleisön kassantarpeen vähenemisestä suhteellisesti nopeammin kuin yhteiskunnan kassa, (3) yhteiskunnan kassan suurenemisesta yleisön kassantarpeen ollessa muuttumattoman tai (4) yhteiskunnan kassan suurenemisesta suhteellisesti enemmän kuin yleisön kassantarve lisääntyy tai (5) yhteiskunnan kassan suurenemisesta samalla kun yleisön kassantarve pienenee.

Tarkasteltaessa vuosien 1914—1917 rahamarkkinain kehitystä kokonaisuutena havaitaan neljännen vaihtoehdon olleen kysymyksessä. Samalla kun yhteiskunnan kassa kysymyksessä olevina vuosina kasvoi lähes 8-kertaiseksi, yleisön käteiskassojen kokonaismäärä lisääntyi vain vajaat 7-kertaiseksi. Kehityksen lähempi seuraaminen osoittaa kuitenkin yhteiskunnan kassan kasvaneen yleisön kassantarpeen lisääntymistä nopeammin vain sodan alkuaikoina. Yleisön käteiskassan osuus yhteiskunnan kokonaiskassasta oli sotaa edeltäneinä vuosina suhdanteiden hiljenemisen johdosta jo ollut supistumassa ja väheni vuonna 1915 hyvin jyrkästi. Syynä oli tällöin ilmeisesti maksuvälineiden määrän äkillinen ja voimakas kasvaminen Venäjän valtion suorittamien markkojen ostojen ja sotilasmenojen seurauksena. Markkinoilla liikkuneen hyödykemäärän supistumisen sekä vuoden 1915 alkupuolella vielä vallinneen talouselämän osittaisen seisahdustilan johdosta »liikkeen» kassantarve ei toisaalta »imenyt» tätä setelistön lisäystä, vaan se hakeutui suurimmalta osaltaan rahalaitoksiin, lähinnä teollisuus- ja kauppaliikkeiden tileille. Vuodesta 1916 lähtien suunta kuitenkin jo muuttui. Sotasuhdanteen kiihdyttämä toimeliaisuus sekä hintojen ja palkkojen kohoaminen imivät seuraavina vuosina liiketoimikassoihin enemmän setelistöä kuin mitä yhteiskunnan kassa lisääntyi. Vaikka pankkien kassavarat absoluuttisesti vielä jatkuvasti kasvoivatkin, niiden osuus yhteiskunnan

Kuvio 16. Pankkien kassan osuus yhteiskunnan kassasta vuosina 1913—1925.



kassasta oli vuodesta 1916 lähtien jo selvästi supistumassa (ks. kuviota 16).

Rahamarkkinain kiristyminen, joka vasta sodan jälkeisinä vuosina tuli selvästi ja voimakkaasti ilmi, alkoiikin täten tosiasiallisesti jo paljon aikaisemmin. Vaikka rahalaitosten likviditeetti sotavuosina oli huomattavasti parempi kuin sekä edeltäneinä että seuraavina vuosina, rahamarkkinain tila ei ollut mitenkään staattisesti eikä kestävästi keventynyt. Kysymyksessä oli vain yhteiskunnan kassan ja toisaalta liiketoimikassan kehityksen välinen viivästysilmiö, jonka vaikutuksesta suhteellista keveyttä saattoi jatkua, niin kauan kuin maksuvälineiden määrä huomattavasti lisääntyi vuodesta toiseen. Puhtaasti monetäärisesti tarkastellen »halpa raha» oli kyllä likviditeettitilanteen mukainen, mutta silti tilanne kestävyydeltään oli olennaisesti heikompi kuin myöhemmin 1930-luvulla »halvan rahan» aikana (ks. edempänä s. 276).

Nyt voidaan kysyä, mistä tilanteen kestäämättömyys viime kädessä johtui. Uusklassillisen korkoteorian mukaanhan rahamäärän lisääntyminen saattaa alentaa korkokantaa vain hetkellisesti, ilman että pysyvää tasapainotilaa voidaan saavuttaa. Sotavuosien kehitys näyttää hyvin soveltuvan tämän väitteen paikkansapitävyyden osoittajaksi. Likviditeettikorkoteorian kielelle käännettynä uusklassikkojen ajatuksen juoksu merkitsi sitä, ettei yleisö sotasuhdanteen aikana ilmeisestikään »halunnut» pysyvästi pitää niin suurta käteiskassaa koko varallisuuteensa verrattuna kuin yhteiskunnan kassan lisääntyminen olisi edellyttänyt. Seurauksena oli jatkuva pyrkimys tämän suhteen pienentämiseen, mikä tapahtui lähinnä hintojen kohoamisen välityksellä. Kvanti-

teettiteoreettisesti voitaisiin kysymyksessä olevien vuosien inflaatiokehitys selittää juuri tällaisesta *cash balance approachista* käsin.¹

Tosiasiallinen kehitys ei todennäköisesti kuitenkaan ollut aivan tällainen, tai sen ei ainakaan tarvinnut olla sellainen. Ensisijaiset inflaatio-syäkset tulivat pääasiallisesti ulkoapäin, kohonneiden tuonti- ja vientihintojen muodossa, jotka sitten johtivat kotimaisen kustannus- ja hintatason nousuun. Poikkeuksellisen hyvän likviditeettitilanteen pääasiallinen merkitys saattoi näin ollen olla yksinkertaisesti vain se, että maksuvälineiden määrän lisääntyminen mahdollisti inflaatioprosessin etenemisen olematta silti sen aktiivinen aiheuttaja. Kaiken todennäköisyyden mukaan ei noina vuosina olisi ollut olemassa sellaista klassillisen korkoteorian mukaista »todellisen säästämisen» ja investoinnin yhtäsuuruuden takaavaa tasapainokorkoa, joka samalla olisi myös ylläpitänyt rahan arvon vakavuuden ja täystyöllisyyden. Siitä huolimatta on todettava, että silloinen alhainen korkotaso olisi joka tapauksessa saattanut osoittautua kestävämmäksi, vaikkei inflaation ulkopuolisia vaikutustekijöitä olisikaan esiintynyt. Korkotason silloinen monetäärisin keinoin aikaansaatu tasapainotila oli labiili ja saattoi säilyä vain niin kauan kuin rahalaitosten likviditeettiä uutta rahaa luomalla pidettiin yllä.

4a. Korkojen kohoaminen ja korkotaso vuosina 1918—1925.

Yhteiskunnan kassan lisääntymisen hidastuminen samanaikaisesti kuin toisaalta inflaatiokehitys sodan jälkeisinä vuosina kiihtyi, johti edellä mainituista syistä väistämättömästi likviditeettitilanteen voimakkaaseen kiristymiseen. Tällöin on vielä huomattava, että valtiontalouden tasapainottomuuden yhteiskunnan kassaa suurentanut vaikutus ei pystynyt kompensoimaan toisaalta valuuttatilanteen heikkenemisen aiheuttamaa kontraktiota ja toisaalta tyydyttämään kohonneen liikevaihdon kassantarvetta. Näin ollen pankit joutuivat rediskonttaustietä »hankkimaan» huomattavan osan yhteiskunnan kokonaiskassasta, joten niiden maksuvalmius heikkeni vielä voimakkaammin kuin pelkästään yleisön kassan osuutta yhteiskunnan kokonaiskassasta osoittavat luvut ilmaisevat (Kuvio 6).

Inflaatiokauden päätyttyä taas valtion vuodesta 1921 lähtien harjoittama ylipainotetun budjetin politiikka ja toisaalta ulkomaisista maksusuhteista aiheutunut kontraktiivinen paine jatkuvasti pitivät yhteiskunnan kassan ja yleisön kassantarpeen välistä jännitystä yllä, joten

¹ Vrt. CARL FÖHL, *Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf*, s. 26.

pankkien likviditeetti ei päässyt vahvistumaan. Niin kuin asetelmasta s. 148 ilmenee, se osa virallisten maksuvälineiden kokonaismäärästä, mikä ei ollut laskettu liikkeeseen pankkien Suomen Pankista ottaman luoton välityksellä (ns. yhteiskunnan nettokassa), pysyi vuosina 1921—1925 jokseenkin muuttumattomana, lukuun ottamatta vuotta 1924, jolloin ulkomaisten lora-tilien väheneminen sitä vielä voimakkaasti supisti. Kun toisaalta liikevaihto näinä vuosina huomattavasti kasvoi eikä sanottavaa deflaatiota esiintynyt, oli selvää, ettei pankkien tila päässyt kevenemään, vaan kireys loi jatkuvasti leimansa rahamarkkinoihin.

Joskin 1920-luvun alkupuolen likviditeetti- ja korkokehitys täten on ensi kädessä selitettävissä samanlaisista — vaikka toiseen suuntaan vaikuttaneista — monetäätisistä tekijöistä johtuneeksi kuin maailmansodan vuosien »halpa raha», analyysin keskeyttäminen tähän pisteeseen ei ilmeisestikään antaisi tyydyttäviä tuloksia. Vastausta kaipaavia kysymyksiä on vielä useitakin. Olisiko rahamarkkinain tila ollut kevennettävissä ja korkotaso alennettavissa, jos tosiasiallisesti harjoitetun kontraktiivisen rahapolitiikan asemesta olisi noudatettu avokätisempää luotto- ja rahapolitiikkaa? Mitä seurauksia tällaisesta politiikasta olisi ollut ja millaisin menestyksen toivein sitä olisi voitu harjoittaa?

Aikaisemmin korkopolitiikan kuvauksen yhteydessä on jo todettu, ettei ekspansiivisempi rahapolitiikka näinä vuosina ilmeisestikään olisi johtanut tilanteen kestävään kevenemiseen. Selvänä osoituksena tästä olivat talven 1922—1923 tapahtumat ja kehityksen kulku vuonna 1923. Nimenomaan ulkomaiset maksusuhteet olivat tuolloin niin räsitetut, ettei minkäänlaista »kansainvälistä marginaalia» ekspansiivisen rahapolitiikan harjoittamiseen ollut olemassa. Suuren tuontihalukkuuden johdosta oli odotettavissa, että rahan määrän lisääminen jokseenkin välittömästi johtaisi vaihtotaseen heikkenemiseen ja sitä tietä jälleen yhteiskunnan kassan supistumiseen. Rahamarkkinain likviditeetti ei siten ollut kotimaisin toimenpitein parannettavissa, muuten kuin yhdistämällä likviditeettiä lisääviin toimenpiteisiin ainakin suoranaisten ulkomaankaupan säännöstely ja todennäköisesti myös investoinnin rajoittaminen. Korkoteorian valossa tämä merkitsi sitä, että wickselliläinen tasapainokorkotaso tai keynesiläinen »optimaalinen» korkotaso ilmeisesti oli korkeampi kuin sotaa edeltäneinä vuosina oli ollut laita. Mistä tämä johtui?

Sytä voidaan esittää useampiakin, mutta tärkeimmät niistä olivat ilmeisesti seuraavat. Ensinnäkin on otettava huomioon, että liikepääoman tarve sodan jälkeen voimakkaasti suureni toisaalta hintojen kohoamisen ja toisaalta tyhjentyneiden varastojen ennalleen palauttamisen

johdosta. Niin kuin aikaisemmin on esitetty, teollisuus- ja kauppa-
liikkeet eivät sotasuhtanteen aikana monestakaan syystä harjoittaneet
oikeata poistopolitiikkaa, vaan suurten osinkojen muodossa tosiasialli-
sesti jakoivat liikepääomaansakin. Lisäksi vallankumouksen johdosta
menetettiin sodan aikana Venäjälle sijoitetut ruplamääräiset varannot,
mikä myös oli omiaan kiristämään asianomaisten yritysten asemaa
jälleenrakennuskauden aikana. Yleisesti katsoen voidaan sanoa, että
jos nämä varannot olisivat sodan jälkeen vielä olleet olemassa ja käytet-
tävässä, valuuttatilanne ei olisi päässyt tapahtuneella tavalla heikkene-
mään eikä kiristämään kotimaan luottomarkkinoita. Vallinneissa oloissa
sitä vastoin valuuttatilanteen huononeminen ja inflaatio heikensivät
pankkien luottokapasiteettia siinä määrin, etteivät ne pystyneet luoton-
annon ehtojaan ja kassa-asemaansa, voimakkaasti kiristämättä tyydyt-
tämään kasvanutta liikeluoton tarvetta.

Samalla tavoin myös investointihalukkuus kiinteisiinkin sijoituksiin
oli sodan jälkeisinä vuosina erityisen suuri. Tehdaslaitosten konekannan
uusimista ei sodan aikana voitu läheskään riittävässä määrin suorittaa,
minkä lisäksi maan itsenäistymisen synnyttämä optimismi ja yritteliäi-
syys oli omansa lisäämään sodan jälkeisten uusinvestointien määrää.
Lisäksi tuli vielä se, että myös valtion investoinnit itsenäisyyden saavut-
tamisen johdosta mm. puolustuslaitokseen huomattavasti kasvoivat.

Mainituista syistä, joita voitaisiin eritellä vieläkin enemmän,¹ luot-
ton kysyntä sodan jälkeen oli vuosikausia erityisen voimakasta ja sil-
loisiinkin korkomääriin *ex ante* ilmeisesti ylitti sen tarjonnan. Likvidi-
teettikorkoteorian kielellä voidaan sanoa lähinnä liiketoimivaikuttimen
saneleman rahan kysynnän olleen mainituista syistä yhteiskunnan kas-
saan verrattuna huomattavasti suurempi kuin ennen sotaa. Yhteis-
kunnan kassa ei taas päässyt kasvamaan sen johdosta, että vaihto-
taseeseen kohdistunut paine päinvastoin oli omansa tätä kassaa supista-
maan ja teki mahdottomaksi ekspansiivisen rahapolitiikan harjoit-
tamisen likviditeettiä parantavassa tarkoituksessa. Toisaalta ei myös-
kään ollut mahdollista saada ulkomaisia (pitkäaikaisia) luottoja siinä
määrin, että niiden avulla rahalaitoksen likviditeettiä olisi pystytty
olennaisesti keventämään.

Voidaanko siis sanoa perimmäisenä syynä korkotason korkeuteen
kysymyksessä olevana ajanjaksona olleen säästämisen riittämättömyy-
den investointitarpeisiin verrattuna? Säästäväisyyden lisääntymisen

¹ Ks. esim. F. BURJAM, Orsakerna till räntenivåns nuvarande höjd. *Mercator*
30, 31/1929.

voidaan periaatteessa katsoa parantavan rahamarkkinain likviditeettiä ja alentavan korkokantaa joko (1) vaikuttamalla yleisön maksuvalmiusarvostukseen, ts. käteiskassojen suuruuteen tai (2) vaikuttamalla yhteiskunnan kassan määrään. Aikaisemmin on teoreettisessa osastossa todettu, että ensin mainittu vaikutustie yksinään edellyttää säännön mukaan työllisyysasteen heikkenemistä ja tulotason laskua, koska liiketoimikassa, joka on näiden funktio, vain siten saadaan alenemaan ja pankkien likviditeetti paranemaan. Toisaalta on todennäköistä, että »avoimen», ts. ulkomaiden kanssa kauppa- ja maksusuhteissa olevan kansantalouden ollessa kysymyksessä säästöasteen kohoaminen yleensä vahvistaa myös vaihtotasetta ja valuuttavarantoa sekä siten on omansa suurentamaan yhteiskunnan kassaa. Kulutushyödykkeiden kysynnän väheneminen näet ilmeisesti osaltaan kohdistuu myös ulkomaisiin hyödykkeisiin, supistaa siten tuontia ja vahvistaa kauppataasetta.

Ilmeistä on, ettei ensimmäisinä sodan jälkeisinä vuosina pelkästään säästäväisyyden lisääntyminen olisi pystynyt keventämään rahamarkkinain tilaa johtamatta reaalitaloudellisesti aivan kestävämpään tilanteeseen (ks. s. 133 ja seur.). Myöhemmin, sen jälkeen kun huoltotilanne jo oli lähempänä normaalia, tällainen vaikutus olisi sitä vastoin ilmeisesti saattanut olla ei vain periaatteessa vaan myös käytännössä mahdollisuuksien rajoissa. Sikäli kuin analyysissa lähdetään pysyvästi vallinneen täystyöllisyyden edellytyksestä on kuitenkin varsin epävarmaa, olisiko korkeampi säästöaste silloisissa oloissa voinut olennaisesti helpottaa tilannetta rahamarkkinoilla. Siinä määrin kuin kulutushyödykkeiden tuonnin supistuminen olisi vahvistanut vaihtotasetta ja parantanut rahalaitosten likviditeettiä, olisi toisaalta luottomarkkinain tilan keveneminen todennäköisesti johtanut suurempaan luotonottoon tuotantohyödykkeiden tuonnin rahoittamiseksi. Valuuttavaranto ei täten olisi päässyt pysyvästi vahvistumaan.

Siinäkin tapauksessa, että vaihtotase ja valuuttavaranto todella olisi saatu paranemaan, ei tästä aiheutunutta rahamarkkinain kevenemistä suoranaisesti voida johtaa säästäväisyyden lisääntymisestä. On nimittäin huomattava, että rahalaitosten likviditeetin vahvistuminen — joka tässä yhteydessä on koron määräytymisen kannalta olennaisin tekijä — on tällaisessa tapauksessa riippuvainen keskuspankin harjoittamasta politiikasta. Likviditeetin suureneminen on mahdollista vain, mikäli keskuspankki ostaa viennin ylijäämän hankkimat valuutat ja siten lisää yhteiskunnan kassaa. Jollei se näin tee tai jos pankki muuta tietä steriloi viennin enemmyyden aiheuttaman likviditeetin lisäyksen, korko-

tason määrävissä ehdoissa ei tapahdu kevenemistä.¹ Samalla tavoin myös ulkomaisen luotonoton likviditeetti- ja korkovaikutus on olennaisesti riippuvainen tällaisen luoton ehdoista ja käyttötavasta. Ainoastaan siinä tapauksessa, että luotonotto välittömästi tai välillisesti johtaa yhteiskunnan kassan suurenemiseen, sillä on rahamarkkinoita keventävä ja korkotasoa alentava vaikutus.² Ulkomaisilla maksusuhteilla on täten Suomen kaltaisessa maassa koron määräytymisen kannalta olennainen ja itsenäinen merkitys, joka ei suinkaan aina ole — joskin se saattaa olla — johdettavissa säästäväisyyden muutoksista. Yhtä tärkeä kuin säästöasteen vaihtelut on koron muodostuksen kannalta se tapa, millä säästöt sijoitetaan. Jollei esim. viennin ylijäämää synny tai jos viejät jättävät säästämänsä osan vientituloistaan ulkomaille myymättä näitä »säästövaluuttojaan» keskuspankille, rahamarkkinain likviditeetti ei säästöasteen kohoamisesta huolimatta lisääny (ks. edempänä s. 276).

Lopuksi on aiheellista tässä yhteydessä vielä tarkastella erästä niin hyvin ensimmäisen kuin toisenkin maailmansodan jälkeen tapahtuneen korkotason kohoamisen selitykseksi usein esitettyä syytä. Varsin tavallista on nimittäin, että inflaatiokauden jälkeen esiintyvän luottomarkkinain kireyden katsotaan johtuvan tai vähintään kuvastuvan »reaaliarvoltaan» alentuneesta talletuskannasta. Ajatuksenjuoksu on tällöin ilmeisesti sellainen, että talletuspääoman reaaliarvon supistumisen katsotaan »kaventaneen luottojärjestelmän perustusta», minkä vuoksi luottomarkkinain kiristyminen ja korkotason nousu ovat luonnollisia ja tästä seikasta johdettavissa olevia ilmiöitä. Toisaalta tällaiseen näyttää sisältyvän ajatus, että jos talletuskanta olisi lisääntynyt rinta rinnan rahan arvon alenemisen, ts. hintatason kohoamisen kanssa, mitään rahamarkkinain kiristymistä ei ilmenisi.

Periaatteellisesti tällainen katsomustapa on kuitenkin ilmeisesti kestävä. Jos tarkastellaan pankkien luotonantokapasiteettia »virta-analyysin» avulla, ts. kiinnittämällä huomiota pankkeihin »sisään» ja niistä »ulos» kulkeviin rahavirtoihin, on selvää, että vanhalla talletuskannalla on merkitystä vain sikäli, kuin sen reaaliarvon muutosten voidaan katsoa vaikuttavan pankkeihin »sisään» virtaaviin määriin ja siten niiden luotonantomahdollisuuksiin. Tällöin on kyllä ilmeistä, että voimakkaan inflaation aikana luottojen pakollisista kuoletuksista (takaisinmaksuista) kertyvien erien muodostama rahavirta — uusien luottojen

¹ Vrt. NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 80.

² Ks. S. C. TSIANG, Balance of Payments and Domestic Flow of Income and Expenditures, IMF Staff Papers, Vol. I, No. 2, s. 272—277.

muodossa takaisin talouselämään ohjattuna — on reaaliselta rahoituskyvyltään heikentynyt ja inflaation jatkuessa edelleen heikkenee. Sikäli kuin yritykset inflaation aikana hinnoittelussaan pystyvät täysin noudattamaan jälleenhankintahintaperiaatetta, pankkeihin suuntautuvan kuoletus- ja takaisinmaksuvirran reaaliarvon supistumisella ei kuitenkaan ilmeisesti pitäisi olla rahamarkkinoita kiristävää vaikutusta. Sitä mukaa kuin takaisin maksettujen luottojen reaaliarvo on alentunut, ovat nimittäin jälleenhankintahintaperiaatetta noudattaneiden yritysten omarahoitusmahdollisuudet kasvaneet. Vanhan »talletuspääoman» reaaliarvon muutoksilla ei näin ollen saata teoreettisesti ja loogisesti katsoen sinänsä olla vaikutusta rahamarkkinain tilaan.

On myös varsin helposti nähtävissä, ettei toiselta puolen talletuskannan reaaliarvon ennallaan pysyminen mitenkään takaa luottomarkkinain tilan muuttumattomuutta. Tarvitsee vain ajatella tilannetta, jolloin useamman vuoden ajan koko bruttosäästäminen on suunnattu rahoittamaan, ei reaali-pääoman uusimista ja lisäämistä, vaan esim. sotatarvikkeiden tuotantoa. Vaikka täten muodollinen tasapaino rahataloudellisesti voitaisiinkin säilyttää ja mm. talletuskannan reaaliarvo pitää entisellään, on selvää, että muutaman vuoden kuluttua reaali-pääoman patoutunut uusimistarvekin jo yksistään aiheuttaa luottomarkkinoilla voimakasta kiristymistä.

Periaatteellisesti ei talletuskannan reaaliarvon muutoksista täten ole mahdollista johtaa luottomarkkinain kiristymistä. Empiirisesti nämä molemmat ilmiöt kylläkin näyttävät kulkevan käsi kädessä. Tämä johtuu siitä, että lähinnä sotien yhteydessä esiintyvien inflaatioiden aikana yritykset eivät tavallisesti syystä tai toisesta pysty pitämään omaa liikepääomaansa reaalisesti muuttumattomana, ts. jälleenhankintahintaperiaatetta ei joko noudateta tai ei ainakaan voida supistuvista varastoista ja kiinteän reaali-pääoman kuoletuksista vapautuvaa pääomaa sijoittaa siten, että se rahoituskyvyltään säilyisi entisellään. Jos tämä olisi mahdollista, toisin sanoen, jos yritykset inflaation edistyessä pystyisivät pitämään liikepääomansa reaaliselta rahoituskyvyltään ennallaan sijoittamalla supistuneista varastoista vapautuneet varansa esim. ulkomaisiin valuuttasaataviin, ei mitään luottomarkkinain kiristymistä tarvitsisi ilmetä, siitä huolimatta että talletuskannan reaaliarvo tällaisessakin tapauksessa tietenkin supistuisi inflaation edistyessä. Luotto-olojen kiristymisen ja talletuskannan reaaliarvon supistumisen välillä vallitsee kyllä todellisuudessa useistakin syistä varsin hyvä ajallinen kongruenssi. Siitä huolimatta suhde kuitenkin on loogisesti katsoen vain *post hoc* eikä *propter hoc*.

Joka tapauksessa on täten oikeampaa ja asiallisempaa selitysyrityksissä kiinnittää huomiota toisaalta luoton kysynnän voimakkuuteen ja toisaalta suoraan pankkien luotonantokyvyn määrääviin tekijöihin, ts. niiden kassan suuruuteen ja/tai »sisään» ja »ulos» virtaaviin rahamääriin. Vanhan talletuskannan reaaliarvo ei tässä suhteessa ilmeisesti ole ainkaan kausaalisesti merkityksellinen.

V. Kultakannalla vuosina 1926—1931.

1. Noususuhdanteesta vuoden 1928 kriisiin.

11. Kultakantaan siirtyminen ja diskonttopolitiikka.

Suomen palaaminen uudelleen kultakantajärjestelmään vuoden vaihteessa 1925/1926 oli sekä reaali- että rahataloudellisesti monessa suhteessa tärkeä tapahtuma. Yrittäjäkunnan ja varsinaisen »suuren yleisön» piirissä askel käsitettiin ennen kaikkea siirtymiseksi edellisten vuosien epämääräiseltä ja hyllyvältä pohjalta normaaleihin, terveisiin ja järjestyneihin oloihin rahataloudenkin alalla. Sitomalla itsensä jälleen kultaan Suomen markka oli tämän käsitystavan mukaan palannut »täysi-arvoisten» valuuttojen kunnianarvoisaan seuraan. Mitkään arvon heilahtelut ja niihin liittyvä havittelu eivät enää tulleet kysymykseen, vaan talouselämän laskentapohja oli oleva vakaa ja terve.

Rahapolitiikan hoidon kannalta kultakantaan siirtyminen vapaasta paperirahataloudesta merkitsi »oikeaoppisen» ajattelun mukaan kysymyksen asettelu huomattavaa yksinkertaistumista. Kultakantaisen rahapolitiikan ainoana peruspäämääränään oli valuutan ulkomaisen arvon pitäminen vakaana ainoastaan kultapisteiden välissä tapahtuvin kurssivaihteluin. Käytännön rahapolitiikan oli tämän mukaan ennen kaikkea kiinnitettävä huomiota valuuttavarannon säilyttämiseen riittävän suurena, jotta tämä perustehtävä voitiin hoitaa joustavasti ja mahdollisimman vähäisin häiriöin. Jo ennen maailmansotaa oli täten siirrytty — tai ainakin vaadittu siirtymistä — täysin mekaanisesta kultakantajärjestelmästä »hoidetumpaan» kultakantaan. Tälle oli ominaista talouselämän varjeleminen ennakolta ehkäisevän politiikan avulla vaikeilta kriiseiltä, sikäli kuin tämä oli mahdollista peruspäämäärän asettamisessa rajoissa. Rahapolitiikan oli täten samalla oltava joustavaa ja tasoittavaa suhdannepolitiikkaa. Sodan jälkeen kultakantaan siirryttäessä tämä käsitys kultakantaan liittyvän rahapolitiikan tehtävistä oli jo järjestelmän kannattajien keskuudessa saavuttanut yleisen hyväksy-

misen.¹ Samalla kuitenkin kultakantajärjestelmää vastaan kohdistunut kritiikki oli myös saanut kasvavaa jalansijaa, ja vaatimukset rahapolitiikan suuremman kansallisen autonomisuuden saavuttamisesta samoin kuin hintatason vakavuuden asettamisesta valuuttakurssien vakavuuden sijaan rahapolitiikan peruspäämääräksi olivat syntyneet ja voimistuneet.

Vaikka hyppäys paperirahataloudesta kultakantaan periaatteessa olikin suuri, ei tämän askeleen ottaminen Suomessa tosiasiallisesti merkinnyt rahapolitiikan päämäärän peräti olennaista muuttumista siitä, mitä se oli ollut jo paperirahakannan viimeisinä vuosina. Suomen Pankin päämääränähän oli jo siitä lähtien, kun yleensä voitiin puhua sen tietoisesta politiikasta, vuoden 1919 alusta, ollut ennen kaikkea markan ulkomaisen arvon vakauttaminen. Se seikka, että tähän ahtaammassa mielessä puhtaasti rahapoliittiseen tavoitteeseen pyrkimiseen oli liitetty tietty reaalityöläinen korkean työllisyysasteen säilyttämisen vaatimus, määräsi — osaksi yhdessä ylivoimaisten ulkomaisten vaikeuksien ja harjoitetun politiikan heikkouden kanssa — lopullisen vakauttamisen tapahtuvaksi voimakkaan devalvaation tietä. Sen jälkeen kun »oikea» vakauttamistaso oli vihdoinkin löydetty, Suomen Pankin perustavoitteena oli vuosina 1924—1925 tämän kurssitason säilyttäminen vakaana pitämällä ainoan kultavaluutan, dollarin, kurssi kiinteänä ja antamalla muiden valuuttojen arvon määräytyä niiden dollarikurssin pohjalla.

Korkopolitiikan kohdalla voidaan kultakannan »pelinsääntöjen» sanoa tosiasiallisesti vaikuttaneen koko sodan jälkeisen ajan, siinä määrin olennainen merkitys valuuttapoliittisilla seikoilla oli tämän ajanjakson korkopolitiikan muovautumiselle. Tällöinkin on kuitenkin huomattava, että nimenomaan edellä mainitun työllisyyspoliittisen vaatimuksen asettaminen rahapolitiikan tavoitteiden rinnalle oli omiaan estämään korkopolitiikan muodostumista niin ankaraksi, kuin nämä valuuttapoliittiset pelinsäännöt täysin noudatettuina olisivat vaatineet. Samaan suuntaan vaikutti myös Suomen Pankin johtokunnan piirissä vallinnut epäily korkopolitiikan tehokkuudesta ja tarkoituksenmukaisuudesta vuosien 1919—1921 olosuhteissa.

Joka tapauksessa kultakantaan siirtyminen ilmeisesti poisti kaiken tulkinnallisuuden myös korkopolitiikan päämäärien kohdalta. Diskonttopolitiikan ylimpänä ohjeena ja sen ainoana perustavoitteena oli oleva valuuttasuhteiden vakavuudesta huolehtiminen siten, että samalla mahdollisimman suuressa määrin vaimennettaisiin ja tasoitettaisiin suh-

¹ Vrt. A. C. PIGOU, *Industrial Fluctuations*, s. 251 ja seur.

dannevaihtelujen vaikutuksia. Tämä edellytti ennen kaikkea noususuhdanteen hillitsemistä niin, ettei se olisi päässyt johtamaan valuuttapulaan, yleiseen kriisiin ja lamaan. Muita päämääriä ei diskonttopoliitiikalla tyypillisen ja puhtaan kultakanta-ajattelun mukaan voinut olla, ja mikäli niitä esiintyi, ne eivät saaneet ainakaan joutua ristiriitaan perusvaatimusten kanssa.

12. Pyrkimykset korkokannan alentamiseen vuosina 1926—1927.

121. Suomen Pankin toimeenpiteet vuonna 1926. Tosiasiallisesti Suomen Pankin johtokunnan ensisijaisena pyrkimyksenä ja huolenpidon kohteena vuosina 1926—1927 tuli kuitenkin olemaan silloin vallinneen korkotason alentaminen. Edellä on nähty, että kysymys oli ollut esillä pariin otteeseen jo edellisten vuosien aikana, ilman että sitä olisi saatu tyydyttävästi ratkaistuksi. Vuoden 1926 aikana korkojen alentamiskeskustelu sai uutta tuulta purjeisiinsa, varsinkin sen jälkeen kun maatalousväestö ja maalaisliitto olivat ottaneet asian ajaakseen.

Keskustelun aloitti professori HANNES GEBHARD osuustoimintapäivillä 2. 4. 1926 pitämässään esitelmässä, jossa hän voimakkaasti arvosteli ennen kaikkea liikepankkien mutta jossain määrin myös säästöpankkien ja osuuskauppojen säästökassojen harjoittamaa korkopolitiikkaa.¹ Myönnettyään aluksi korkotason nousemisen perussyynä olleen pääomien puutteen Gebhard jatkaa, »että meikäläinen korkea korkokanta ei enää johdu yksin pääomien vähyydestä, vaan osaksi myös siitä, että meidän nykyisessä pankkiliikkeessämme on vahingollisia puutteita, jotka johtuvat osaksi liian suuresta ansaitsemishalusta, osaksi siitä, että meillä näitä pankkeja on liian monta ja niillä liian monta sivukonttoria».² Tästä on ollut seurauksena anto- ja ottolainauskorkojen välisen marginaalin paisuminen suhteettoman suureksi verrattuna sekä sodan edelliseen aikaan että muiden pohjoismaiden olosuhteisiin. Ennen kuin ottolainauskoron alentamisesta kannattaa keskustella, liikepankkien olisi syytä alentaa puhujan mielestä kohtuuttomia antolainauskorkojaan.

Gebhard sai esittämiinsä moitteisiin pian vastauksen Kansallis-Osake-Pankin silloiselta pääjohtajalta, senaattori PAASIKIVELTÄ³ ja Suomen Pankkiyhdistykseltä.⁴ Näissä vastineissa korostettiin toisaalta luonnolisten pääoman kysyntä- ja tarjontasuhteitten merkitystä korkotason

¹ Ks. HANNES GEBHARD, Maataloutemme nykyistä kannattavammaksi, s. 8 ja seur.

² GEBHARD, m.t., s. 11.

³ Ks. UUSI SUOMI 16. 4. 1926.

⁴ Ks. HELSINGIN SANOMAT 21. 4. 1926. Vrt. myös HUFVUDSTADSBLADET 22. 4. 1926.

muodostajina. Toisaalta taas kiistettiin väitteet liikepankkien liian suuresta korkoerosta ja viitattiin liikkeen laajenemisen, inflaation johdosta suhteellisesti supistuneen talletuskannan ja kohonneiden kulujen, kasvaneen verorasituksen yms. seikkain merkitykseen välttämättömän korkoeron suuruutta arvosteltaessa. Yleisen korkotason alentamista ei voitu ajatella puuttumatta myös talletuskorkoihin. Tässä suhteessa taas juuri säästöpankkien, osuuskassojen ja säästökassojen jarrutus oli korkotason alenemisen pahimpana esteenä, niin kuin näkyi siitäkin, ettei liikepankkien syksyllä 1925 suorittama ottolainauskorkojen laskeminen keskuspankin kehoituksesta huolimatta saanut mainittuja rahalaitoksia mukaansa.

Myös Suomen Pankin käsityksen mukaan päähuomio oli tässä vaiheessa kiinnitettävä näiden pienempien rahalaitosten korkojen alentamiseen. Näin ollen se lähetti näiden keskusjärjestöille toukokuun lopulla 1926 kirjelmän, jossa lausuttiin mm.:

»Sen johdosta, että useiden säästöpankkien, osuuskassojen ja osuuskauppojen säästökassojen maksama talletuskorko edelleenkin on, usein tuntuvastikin, yläpuolella niiden korkeimpien korkomäärien, joita yksityispankit ovat kuluvan vuoden alusta sovelluttaneet, ja että mainitut talletuslaitokset epäterveellä keskinäisellä kilpailulla ja epäluuloisella suhtautumisella toisiinsa ovat monin paikoin maata saaneet aikaan sellaisen asiain tilan, joka on omiansa viivyttämään terveiden periaatteiden mukaisen korkopoliitiikan toteuttamista, otamme vapauden ehdottaa säästöpankkien, osuuskassojen ja osuuskauppojen neuvottelukokouksen järjestämistä, jossa neuvottelussa voitaisiin sopia ja päättää yhteisistä toimenpiteistä viitatus epäkohdan poistamiseksi.»

Tällainen neuvottelu pidettiinkin sitten kesäkuun alussa 1926. Kokouksessa päätettiin lähettää kaikille asianomaisille rahalaitoksille kiertokirjeet paikkakunnallisten neuvottelukokousten järjestämisestä korkotason alentamiseksi. Tavoitteena oli oleva lyhytaikaisten lainojen koron alentaminen $9\frac{1}{2}$ —10 %:iin, pitkäaikaisten tätäkin alemmaksi. Korkoeroa oli myös pyrittävä mahdollisuuksien mukaan supistamaan ja korkein ottolainauskorko saatava painetuksi $7\frac{1}{2}$ %:iin, mikä jo vuoden 1925 lopussa oli asetettu päämääräksi.¹

Vieläkään ei näitä asetettuja ja sovittuja tavoitteita kuitenkaan saavutettu. Osaksi tähän oli syynä se seikka, ettei välttämättömiä paikkakunnallisia neuvotteluja ehditty järjestää kyllin aikaisin, jotta korkojen alentaminen olisi voitu suorittaa puolen vuoden vaihteessa. Teknisistä

¹ Ks. SÄÄSTÖPANKKI 6/1926.

syistä rahalaitokset olivat taas haluttomia panemaan toimeen korkokannan muutoksia keskellä vuotta. Ilmeisesti kuitenkin myös kilpailunäkökohdat ja keskinäisen luottamuksen puute edelleen vaikeuttivat ratkaisuun pääsemistä laajalla rintamalla, siitä huolimatta, että kaikkien ryhmien johtavilla tahoilla kaivattiin parannusta tilanteeseen ja oltiin periaatteessa halukkaita vaikuttamaan korkojen laskuun.¹

Niin kuin pankinjohtaja, maisteri KAARLO J. KALLIALA lausui, »se naula, mihin korkokanta on jäänyt riippumaan, on rahalaitosten risti-riitainen käsitys siitä, miten alempiin korkoihin olisi mentävä.»² Säästöpankkien ja muiden pienempien rahalaitosten piirissä korostettiin näiden »säästäjäin omien laitosten» oikeutta ja jopa velvollisuuttakin tarjota piensäästäjille paremmat korkoedut kuin liikepankit. Näiden taholla odotettiin taas lähinnä säästöpankkien yleisimmän talletuskoron pitämistä pienempien liikepankkien soveltamien korkojen kanssa samalla tasolla. Toisaalta sekä säästöpankkien että liikepankkien puolelta kiistettiin osuuskassojen (Gebhardin) taholta esitetyt väitteet liian suurten korkoerojen olemassaolosta. Keskimääräinen korkomarginaali säästöpankeissa oli 2—2½ % ja liikepankeissa 4—5 %.³ Sodan edelliset korkoerot olivat kylläkin olleet vain noin puolet edellä mainituista, mutta muuttuneissa olosuhteissa ei niillä enää tultu toimeen.⁴ Ainoana mahdollisuutena tuntuvammin alentaa antolainauskorkoja oli täten talletuskoron samanaikainen laskeminen.

Vaikkei asetettuun 7½ %:n ylimpään talletuskorkoon vuoden 1926 aikana päästykään, aloitetulla yhteistoiminnalla oli joka tapauksessa korkokantaa jossain määrin alentavaa vaikutusta. Niinpä mm. kaikki huomattavimmat säästöpankit hyvittivät kesällä 1926 suoritettun tiedustelun mukaan 7—7½ % talletuskorkoa, samalla kun yleisin lainakorko oli 10 %. Noin puolet säästöpankeista oli kuitenkin edelleen 8 %:n talletuskoron kannalla.⁵ Liikepankkien talletuskoroksihan oli syksyllä 1925 käydyissä neuvotteluissa sovittu 6½—7¼ %.

Joka tapauksessa antolainauskorkojen hidas aleneminen herätti

¹ Ks. KAARLO KAIRA, Korkokysymys säästöpankeissa. Säästöpankki 6/1926.

² KAARLO J. KALLIALA, Nykyinen korkokanta. Säästöpankki 5/1926.

³ Ks. J. W. MINNI, Vaikea päämäärä. Säästöpankki 6/1926. Ks. myös Suomen Pankkiyhdistyksen hallinnon kertomusta varsinaiselle pankkikokoukselle 1926, s. 15.

⁴ Tohtori KIVIALHON suorittamien laskelmien mukaan liikepankkien korkoero oli vuoden 1913 arvosta, 1,7 %:sta kasvanut 3,5 %:iin vuosina 1926—1928. K. KIVIALHO, Maamme yksityispankkien toiminta viime vuosina. Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1930, s. 164. Vrt. PAAVO KORPISAARI, Luottolaitosten korkopolitiikasta, s. 32.

⁵ Ks. J. W. MINNI, Kysymys säästökorosta. Säästöpankki 9/1926.

maaseudulla kasvavaa kiihtymystä. Vaadittiin palaamista korkokannan säännöstelemiseen ja maksimikorkomääräysten voimaan saattamista lainsäädäntötietä.¹ Maalaisliiton puoluekokouksessa kesällä 1926 asetuttiin myös koron säännöstelyn kannalle, ja KYÖSTI KALLIO ehdotti antolainauskoron sallitaksi ylimmäisrajaksi 2½ % yli kulloisenkin virallisen diskonttokoron.² Tämän jälkeen keskustelu koron säännöstelykysymyksestä muodostui hyvin vilkkaaksi syksyllä 1926. Säännöstelyn vastustajien taholta viitattiin jälleen koron luonteeseen pääomankäytön hintana, joka määräytyi viime kädessä kysynnän ja tarjonnan lain mukaan. Sitä ei käynyt mielin määrin »peukaloiminen» alemmaksi tätä »luonnollista» tasoa, jollei haluttu joutua luotonannon suoranaiseen säännöstelyyn. CASSEL, jolta oli pyydetty kirjoitusta asiassa, lausui nyt myös, ettei Suomen korkotasoa voitu pitää markkinataloudellisesti liian korkeana, koska kaikki tarjolla olevat pääomat »menivät hyvin kaupaksi» tähänkin hintaan.³

Tähän vastattiin säännöstelyn kannattajien taholta, ettei yhteiskuntapolitiikan kannalta voida pitää oikeana, jos luottovaroja saavat vain ne, jotka pystyvät maksamaan korkeimman koron. Sen tarkoituksen, johon rahoja käytetään, tulisi olla määräävä. »Korkean koron vallitessa mm. maatalous ei pysty hankkimaan itselleen välttämättömiäkään lainapääomia».⁴ Mielenkiintoista on todeta, että pääjohtaja RYTI tässä vaiheessa asettui varsin ymmärtäväiselle kannalle Kallion tekemään säännöstelyehdotukseen nähden, joka hänen lausumansa mukaan oli hyvinkin harkinnan arvoinen, jollei korkokantaa muuten saada alenemaan.⁵ Lausunto on Pankin johtokunnan myöhemmän kannanoton valossa ilmeisesti käsitettävä ainakin huomattavalta osaltaan pelotuskeinoksi koron alentamisyökkimysten tukemiseksi.

Vaikka Suomen Pankin johtokunta vuonna 1926 täten kohdisti huomionsa ennen kaikkea pienempien rahalaitosten korkopolitiikkaan, tämä ei kuitenkaan merkinnyt sitä, etteikö sen mielestä myös liikepankkien kohdalla olisi ollut toivomisen varaa. Joulukuussa 1926 pääjohtaja Ryti

¹ ILKKA kirjoitti mm. 14. 8. 1926, että katsoen rahalaitosten keskinäisen kilpailun koron alenemiselle asettamiin esteisiin »olisi syytä valita vanha koeteltu keino . . . jota merkitsi rahan koron lailla määrääminen, aivan kuin ennen maailmansotaakin».

² Vrt. F. BURJAM, Staten, krediten och den rådande penningknappheten. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny Serie IX, s. 65.

³ GUSTAV CASSEL, Voidaanko korko määrätä lainsäädäntöteitse? Uusi Suomi 9. 9. 1926.

⁴ ILKKA 24. 9. ja 6. 10. 1926.

⁵ Ks. HELSINGIN SANOMAT 8. 10. 1926.

parissakin tilaisuudessa moitti liikepankkeja siitä, että niiden oli mm. organisaationsa raskauden ja epätaloudellisuuden vuoksi pakko pitää kovin suurta korkomarginaalia. Liikepankkien antolainauskorkojen täten noustessa varsin korkeiksi, pienemmällä korkoerolla toimivat säästöpankit ja osuuskassat saattoivat korkeammista talletuskoroistaan huolimatta kuitenkin lainanannossaan pitää alempia korkoja kuin liikepankit.¹

122. Vuoden 1927 diskonttopolitiikka. Sen jälkeen kun säästöpankit ja kassat vihdoin vuoden vaihteessa 1926/1927 varsin yleisesti alensivat talletuskorkojaan $\frac{1}{2}$ %, Suomen Pankin huomio kiintyikin jälleen liikepankkien korkoihin. Pyrkimyksenä oli niiden anto- ja ottolainauskorkojen alentaminen, jotta täten olisi samalla luotu edellytykset myös muiden luottolaitosten korkokannan laskemiselle edelleen.

Keinoina liikepankkien taivuttamiseksi seuraamaan keskuspankin tahtoa käytettiin tällöin diskonttopolitiikkaa, Suomen Pankin suoranaisten luotonannon lisäämistä ja suoranaista painostusta rediskonttauskiellon uhalla.

Vuoden 1926 kuluessa Suomen Pankin johtokunta ei ollut nähnyt rahamarkkinain tilan ilmeisestä vakautumisesta huolimatta mahdollisuuksia diskonttonsa alentamiseen. Liikepankkien asema ei ollut kevennyt ennen kuin vasta vuoden lopussa, luotonannon ja -oton välinen jännitys oli pysynyt suurimman osan vuotta suurempana kuin se oli ollut joulukuussa 1925. Rediskonttaukset eivät myöskään olleet supistuneet eikä setelinantovara vahvistunut. Kun lisäksi ensin kevättalvella vaikeat jääsuhteet ja syksyllä Englannin sitkeä hiililakko haittasivat vientiä, tämä oli myös omiaan kehoittamaan varovaisuuteen diskontton alentamisessa.² Lopuksi Suomen Pankin johtokunta katsoi myös syksyllä 1926 New Yorkin ja Lontoon rahamarkkinoilla vallinneen kiristyvän suunnan heikentävän meilläkin keskuspankin mahdollisuuksia virallisen diskonttonsa alentamiseen.³ Huolimatta eräiltä tahoilta pitkin vuotta esitetyistä odotuksista, »ennustuksista» ja kehoituksista Suomen Pankin diskontto pysyi täten koko vuoden 1926 ennallaan⁴ (Kuvio 17).

¹ RYTTIN lausunto BURJAMIN Ekonomiska Samfundetin kokouksessa pitämän esitelmän jälkeen 18. 12. 1926. Ks. SÄÄSTÖPANKKI 12/1926, ja Rytin esitelmä Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä 29. 12. 1926.

² Ks. SUOMEN PANKKI 1926, s. 10. Vrt. myös FINANSBLADET 46/1926.

³ Ks. FINANSBLADET 40/1926.

⁴ Ks.esim. FINANSBLADET 17, 23, 34, 37/1926.

Toisaalta voidaan myös sanoa, ettei keskuspankin taholla virallisen diskontton alentamista ilmeisesti pidetty edes yleisen korkotason painamispyrkimysten kannalta tarpeellisena. Niin kuin edellä olemme nähneet, päätehtäväksi katsottiin tällöin säästöpankkien talletuskoron alentaminen, josta liikepankkienkin korkotason laskun yleisesti katsottiin riippuvan. Suomen Pankin virallisen diskontton ja liikepankkien soveltaman alimman diskonttokoron väliin oli myös jo edellisinä vuosina muodostunut 1—1½ %:n marginaali. Pankkien antolainauskoron alentaminen oli täten periaatteessa hyvin mahdollista viralliseen diskonttoon kajoamattakin joko supistamalla niiden korkomarginaalia tai alentamalla ottolainauskorkoa.

Liikepankkien korkoeron merkittävään supistamiseen ei kuitenkaan lyhyellä tähtäimellä ilmeisesti ollut sanottavia mahdollisuuksia. Arvostelijat olivat epäilemättä oikeassa viedessään korkomarginaalin paisymsen suurelta osaltaan pankkien lukumäärän lisääntymisen ja kiristyneen kilpailun aiheuttamaan organisatorisen raskauden, ts. haarakonttoriverkoston laajenemisen tiliin.¹ Tämä oli kuitenkin seikka, joka ei ollut missään tapauksessa aivan nopeasti korjattavissa. Jäljelle jäi näin ollen vain talletuskorkojen painaminen alemmaksi. Senkin jälkeen, kun säästöpankit ja kassat vuoden vaihteessa olivat alentaneet talletuskorkojaan, liikepankit olivat haluttomia ilman erityistä syytä alentamaan omia ottolainauskorkojaan, varsinkin kun noin 60 % säästöpankeista yhä maksoi 8 % talletuskorkoa.² Säästöpankkien korkojen suuremmasta laskusta ei taas ollut toiveita, jolleivät liikepankit alentaishi omia korkojaan samanaikaisesti.

Näissä oloissa Suomen Pankin oli täten ryhdyttävä toimenpiteisiin näiden »erityisten syiden» aikaansaamiseksi. Tämä ei tuottanutkaan vaikeuksia sikäli, että pankki muutenkin katsoi tilanteen kypsäksi diskonttonsa alentamiseen.

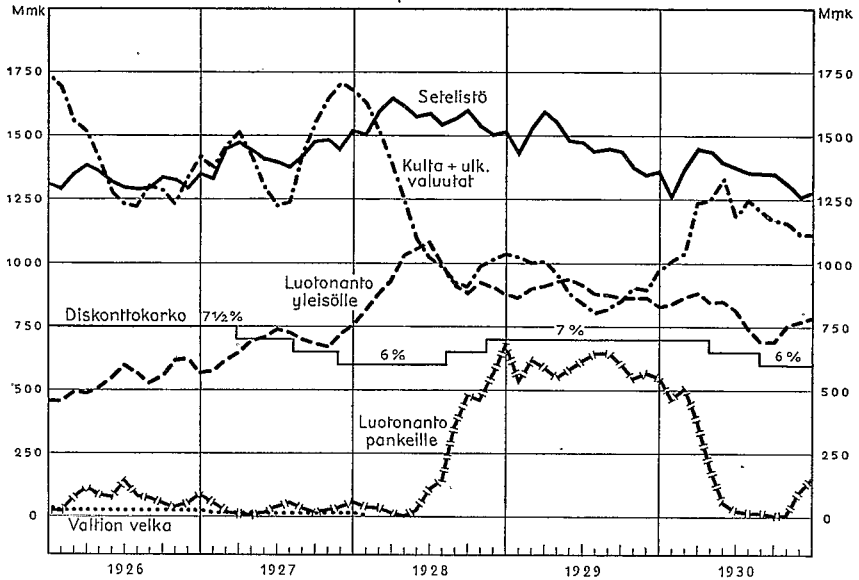
Ensimmäinen diskonttonlasku 7½:sta 7 %:iin tapahtui maaliskuun 22 päivänä 1927. Esityksen perusteluissa viitattiin toisaalta Suomen Pankin aseman kevenemiseen, ts. lähinnä setelinantovaran suurenemiseen ja rediskonttausten vähenemiseen, ja toisaalta liikepankkien luotonannon ja -oton välisen jännityksen supistumiseen sekä niiden ulkomaisten maksusuhteiden paranemiseen.³

¹ Vrt. CARL ERIK KNOELLINGER, Jämförande studier rörande kreditväsendets organisation, s. 308.

² Ks. J. W. MINNI, Säästöpankkien säästökorko tammikuulla 1927. Säästöpankki 2/1927.

³ Ks. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1927, liitteet 16 ja 18.

Kuvio 17. Suomen Pankin tila vuosina 1926—1930.



Vilkkaiden vientimarkkinain aiheuttama Suomen Pankin ja liikepankkien valuuttavarannon kasvaminen ja setelinantoreservin suureneminen aiheutti uuden diskonton alennuksen elokuun 10 p:stä 1927, tällä kertaa 6 1/2 %:iin. Merkittävänä perusteluna mainittiin vielä, että alennus, »paitsi muista syistä, nykyään olisi tärkeä helpottamaan parasta-aikaa käynnissä olevia neuvotteluja ensi vuoden lyhytaikaisista dollari-luotoista...»¹

Vielä kolmaskin diskonton alentaminen pantiin toimeen tänä vuonna. Marraskuun 24 päivänä Johtokunta ehdotti Pankkivaltuusmiehille virallisen diskonttokoron laskemista 6 %:iin. Esityksen perusteluissa viitattiin lyhyesti Suomen Pankin ja liikepankkien aseman yleiseen vakavuuteen, joka johtokunnan mielestä »sallii koronalennuksen, rajotettuna puoleen prosenttiin.»

Virallinen diskonttokorko aleni täten vuoden 1927 aikana kaikkiaan 1 1/2 %. Saadakseen lisätukea korkopolitiikalleen ja liikepankkien pakottamiseksi seuraamaan diskonton laskua Suomen Pankin johtokunta turvautui myös suoranaiseen painostukseen lähettämällä toukokuussa 1927

¹ Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1927, liite 33.

pankeille kiertokirjeen, jossa niitä rediskonttauskiellon uhalla vaadittiin alentamaan ylin talletuskorkonsa korkeintaan virallisen diskonton tasolle, ts. silloin 7 %:iin. Samanlaiseen toimenpiteeseen oli ryhdytty jo syksyllä 1925 diskonton alentamisen yhteydessä.

Toisena apukeinona käytettiin Suomen Pankin suoranaisen luotonannon lisäämistä, johon oli ryhdytty jo vuonna 1924 nimenomaisena päämääränä myös korkokannan alentaminen.¹

Kaikesta huolimatta rahalaitosten korkokanta laski vain niukasti ja vitkastellen. Liikepankit alensivat talletuskorkojaan heinäkuun alusta 1927 lähtien $\frac{1}{4}$ %, niin että 6. kuukauden irtisanomisajalla olevien talletusten koroksi tuli $6\frac{1}{4}$ — $6\frac{3}{4}$ %. Vuoden vaihteesta 1927/1928 astui voimaan uusi $\frac{1}{4}$ %:n alennus 6— $6\frac{1}{2}$ %:iin. Luotonantokorkojen aleneminen oli hiukan suurempi eli $8\frac{1}{2}$ —11 %:sta $7\frac{1}{2}$ — $10\frac{1}{4}$ %:iin suurpankeissa; pienemmissä pankeissa keskekorko ja huippukorot olivat pari prosenttia korkeammat.

Säästöpankkien ja kassojen tavallisimmat ottolainauskorot olivat vuoden 1927 lopussa 7— $7\frac{1}{2}$ %, mutta yhä esiintyi 8 %:n korkojakin varsin huomattavassa määrin.² Antolainauskorot taasen vaihtelivat 8—10 %:n välillä ollen säästöpankeissa loppupuolella vuotta tavallisimmin 9 %. Säästöpankkien korot alenivat täten vuoden kuluessa $\frac{1}{2}$ %. Samalla oli havaittavissa selvä ero kaupunki- ja maaseutusäästöpankkien välillä. Jälkimmäisten hyvittämät talletuskorot olivat keskimäärin korkeammat kuin kaupunkisäästöpankkien ottolainauskorot.³ Siihen

¹ Vrt. seuraavaa lausetta Suomen Pankin vuosikirjassa vuodelta 1925, s. 38: »Tämä (luotonannon) nousu johtui Suomen Pankin tietoisesta pyrkimyksestä lisätä suoranaista luotonantoon siten painaakseen yksityispankkien korkotasoa.»

² Säästöpankkien tarkastajan suorittaman tutkimuksen mukaan lokakuun lopussa 1927 säästöpankkien talletustileillä oli varoja seuraavasti:

7	%	1 622	milj. mk
$7\frac{1}{2}$	»	870	»
8	»	239	»

Ks. SÄÄSTÖPANKKI 12/1927.

³ Vuoden vaihteessa 1927/1928 hyvittivät säästöpankit korkoa seuraavasti:

Korko	Kaupunkipankeista	Maaseutupankeista
7 %	44	169
$7\frac{1}{4}$ »	2	5
$7\frac{1}{2}$ »	11	156
$7\frac{3}{4}$ »	2	1
8 »	—	63

Ks. M. R. PALOJARVI, Katsaus kuluneeseen vuoteen. Säästöpankki 3/28.

nähden, että painostus alhaisempaa korkotasoa kohti juuri maaseudulla oli voimakkain, tämä asiointi saattaa ensi näkemältä herättää ihmetystä. Ottolainauskorkojen korkeus maaseutusäästöpankeissa saa kuitenkin selityksensä siitä, että talletuskilpailu nimenomaan maalla oli kehittynyt kaikkein ankarimmaksi, sen jälkeen kun liikepankit sodan jälkeisinä vuosina olivat voimakkaasti kehittäneet haarakonttoriverkkoaan ja toisaalta osuuskassat olivat »maalaisten omina rahalaitoksina» muodostuneet säästöpankeille yhä vaarallisemmiksi kilpailijoiksi.¹ Maaseutusäästöpankkien keskimääräisesti korkeampi talletuskorkotaso ei myöskään sinänsä merkinnyt sitä, että niiden keskimääräisten antolainauskorkojen olisi täytynyt olla kaupunkisäästöpankkien soveltamia korkoja korkeammat. On hyvin luultavaa, että maaseutusäästöpankkien keskimäärin pienemmät hoitokustannukset tekivät mahdolliseksi kapeammalla korkoerolla toimimisen. Säästöpankkitilastossa ilmoitettujen antolainauskorkojen tarkasteleminen näyttää viittaavan siihen, että näin todella oli myös laita.

123. Korkotason alentamista ehkäisseet tekijät. Joka tapauksessa on todettava, että Suomen Pankin ponnistukset yleisen markkinakorkotason alentamiseksi menestyivät varsin huonosti. Toivotun ja tavoittelun suuruista koron alennusta ei saatu aikaan, vaikka laskeva suunta olikin vallalla. Mistä sitten johtui, että korkotaso osoittautui jäykkäliikkeiseksi ja suurikitkaiseksi matkallaan alaspäin, kun sen nousu oli muutamaa vuotta aikaisemmin käynyt hyvinkin nopeasti ja mutkattomasti? Syitä ja selityspenusteita voidaan löytää useampiakin.

Yleisesti todettu ilmiö on kaikkialla, että keskuspankin on helpompi saada diskonttopoliittiset pyrkimyksensä »lävitse» nousevan kuin laskevan korkokehityksen aikana. Nouseva diskonttokorko on perinnäisen korkopolitiikan aikana yleensä aina esiintynyt rahamarkkinain kiristyessä, jolloin pankkien riippuvuus keskuspankin tuesta on omansa lisääntymään. Tällaisessa tilanteessa rediskonttauskoron korkeus ilmeisesti jo pelkästään kannattavuussyistä pyrkii määräämään liikepankkien antolainauskoron muodostumisen. Muiden rahalaitosten, jotka eivät liikepankkien tavoin ole välittömässä riippuvaisuussuhteessa keskuspankista, ei tietysti sinänsä ole pakko tällöinkään seurata keskuspankin viitteitä. Ylipäänsä kuitenkin jo liikepankkien ottolainauskoron nostaminen, joka kiristyvän rahatilanteen aikana tavallisesti tapahtuu rinnan luotonanto-

¹ Vrt. KNOELLINGER, m.t., s. 393 ja seur. sekä PALOJÄRVI, m.k. Säästöpankki 3/1921.

korkojen kohoamisen kanssa, pakottaa kilpailevat rahalaitokset seuraamaan mukana. Tätä pakkoa tehostaa vielä se seikka, että näiden pienempien rahalaitosten keskuskassat, ts. meillä Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki ja Osuuskassojen Keskus Oy, saattavat liikepankkien tavoin joutua keskuspankin tuen varaan.

Toisin on laita koron alentamisen ollessa kysymyksessä. Tällöin pankeilla ei useinkaan ole liiketaloudellisesti pakottavaa aihetta noudattaa keskuspankin antamia korkopoliittisia viitteitä. Saattavatpa ne olla varsinkin hälyttömiäkin tähän, varsinkin milloin keskuspankki diskonton alentamisessaan on pyrkinyt menemään pitemmälle kuin liikepankkien oma likviditeetin ja tilanteen arviointi näyttää sallivan. Tällaisessa tapauksessa keskuspankkiin onkin pyrittävä muiden toimenpiteiden, ts. lähinnä avomarkkinaoperaatioiden sekä suoranaisen painostuksen avulla antamaan pentta vaatimuksilleen.

Suomen Pankki pyrki näinä vuosina suoranaisen luotonantonsa lisäämisellä tukemaan diskonttopolitiikkaansa ja painostamaan liikepankkeja alentamaan antolainauskorkojaan. Oli kuitenkin jo ennakolta selvää, ettei tällaisen luotonannon lisäyksen välitön vaikutus missään tapauksessa saattanut muodostua määrällisesti ratkaisevaksi. Kaikkiaan Suomen Pankin suoranainen luotonanto kasvoi vuosina 1925—1927 vajaat 400 miljoonaa markkaa ja oli viimeksi mainitun vuoden lopussa 755 miljoonaa. Liikepankkien kohdalla vastaavat luvut olivat 1 400 ja 8 117 miljoonaa markkaa. Näin ollen oli ilmeistä, että yksityispankit saattoivat kilpailumielessä suhtautua Suomen Pankin luotonannon paisumiseen varsin rauhallisesti, vaikka keskuspankki ottikin niiltä epäilemättä eräitä parhaita luottoasiakkaita, jotka puolestaan siten saivat nauttia erioikeuksia halvempien luottojen muodossa. Toisaalta taas keskuspankki-luoton lisääntyminen tiesi pankeille tervetullutta kassanvahvistusta, joka osaltaan mahdollisti niiden voimakkaan luottoekspansion kaikkine siitä aiheutuvine seuraamuksineen.

Toinen käytetyistä diskonttopolitiikan apukeinoista, suoranainen painostus, ei myöskään osoittautunut perin tehokkaaksi. Liikepankit tosin, niin kuin edellä on mainittu, alensivat talletuskorkojaan, muttei läheskään virallisen diskonton laskua vastaavasti. Seurauksena olikin, että Suomen Pankin alimman diskonttokoron ja suurpankkien korkeimman talletuskoron välinen marginaali, joka vielä vuoden 1927 alussa oli 1 %, vuoden aikana hävisi kokonaan. Koska liikepankkien välinen korkoporrastus edelleen oli voimassa, tämä tiesi sitä, että pienempien pankkien talletuskorot vuoden lopulla ylittivät $1\frac{1}{2}$ — $3\frac{1}{4}$ %:lla Suomen Pankin virallisen diskonton. Tällöin on kylläkin otettava huomioon, ettei Suo-

men Pankin taholta enää syksyllä 1927 pidetty tiukasti kiinni keväisestä vaatimuksesta talletuskoron alentamisesta ainakin virallisen diskonton tasolle. Perääntymiseen oli syynä lähinnä se, ettei säästöpankkeja eikä kassoja saatu alentamaan korkojaan vastaavasti, minkä vuoksi mainittu vaatimus olisi ollut liikepankeille kohtuuttoman rasittava.¹ Liikepankkien taholla suhtauduttiinkin Suomen Pankin vaatimuksiin varsin torjuvasti ja niitä pidettiin epäasiallisina. Korostettiin, että liikepankkien oli pakko korkopolitiikassaan ottaa huomioon mm. muiden rahalaitosten korkokilpailu, minkä vuoksi oli väärin vaatia niiltä koron alennusta, jollei keskuspankki toisaalta voinut pakottaa säästöpankkeja ja kassoja seuraamaan mukana. Ärtymys meni niinkin pitkälle, että liikepankkien piirissä esitettiin ajatuksia rediskonttausluoton järjestämisestä ulkomailta, jottei Suomen Pankin apuun olisi jouduttu lainkaan turvautumaan.²

Ilmeistä onkin, että rahalaitosten välinen kilpailu talletuksista oli eräs tärkeimmistä talletuskorkojen alentamista vaikeuttaneista tekijöistä. Puuttumatta tässä sen syvemmästi tähän korkorakenteen selvittämisen alaan kuuluvaan kysymykseen, voidaan joka tapauksessa todeta kysymyksessä olevan kilpailun merkityksen sodan jälkeisinä vuosina monestakin syystä entisestään kasvaneen. Liikepankkien lukumäärä oli sotasuhdanteen ja inflaation havittelutunnelmien aikana lisääntynyt lähes kaksinkertaiseksi eli 12:sta vuonna 1913 aina 22:een vuosina 1919—1920; sen jälkeen pankkien lukumäärä kylläkin laski ja oli vuonna 1926 enää 17. Näin ollen jo liikepankkien keskinäinen kilpailu seuranneina rahankireyden vuosina muodostui ankaraksi. Ennen kaikkea kuitenkin taistelu maaseudun talletuksista kävi eri rahalaitosryhmien välillä erityisen kiivaaksi.

Liikepankit olivat jo vuosikausia saaneet todeta suhteellisen merkityksensä talletusvarojen kerääjinä supistuvan nimenomaan säästöpankkien hyväksi. Paikallisten taloudellisten intressien valvominen ja tietty vähäväkisen kansanosan etujen puolustaminen liikepankkien edustamaa »rahavaltaa» vastaan olivat olleet säästöpankkilaitoksen emotionaalisen tukilinjana niiden kilpaillessa talletuksista liikepankkien kanssa.³ Huomatessaan jäävänsä tässä kilpailussa tappiolle liikepankit ryhtyivät voimakkaasti kehittämään haarakonttoriverkostoaan, varsinkin sen jälkeen

¹ Ks. pankinjohtaja A. NYSTÉNIN lausuntoa Pankkiyhdistyksen hallituksen kokouksessa 14. 9. 1927.

² PAASIKIVI Pankkiyhdistyksen hallituksen kokouksessa 14. 9. 1927.

³ Vrt. KNOELLINGER, m.t., s. 334—335 ja A(RTHUR) N(BOVIUS), Bankinlåningen och konkurrensen, Mercator 9/1926.

kun suomalaisen kansanosan »oma» pankki, vuonna 1890 perustettu Kansallis-Osake-Pankki, oli lähtenyt tälle linjalle. Seurauksena olikin, että pankkien haarakonttorien luku kohosi 173:sta vuonna 1913 aina 627:ään vuonna 1929, jolloin konttorien lukumäärä oli suurimmillaan. On selvää, että tämä oli omiaan voimakkaasti kiristämään liike- ja säästöpankkien välistä kilpailua.

Edellä esitetyn lisäksi on vielä otettava huomioon, että »maalaisväestön oman rahalaitoksen» epiteetin omaksuneen osuuskassalaitoksen taholta tuleva kilpailu itsenäisen Suomen alkuvuosista lähtien rupesi käymään säästöpankeille entistä vaarallisemmaksi. Näissä oloissa, yhteiskunnallisten, paikallisten, suomalaiskansallisten, osuustoiminnallisten ja maahenkisten yms. »aatteiden» ja pyrkimysten vaatiessa huomiota osakseen myös rahalaitosten piirissä, kilpailu ottolainauksen puolella luonnollisesti muodostui aivan erityisen kiivaaksi.¹

Liikepankkien korkojen kehitys oli täten olennaisessa määrin riippuvainen pienempien rahalaitosten korkopolitiikasta, johon Suomen Pankilla taasen oli varsin vähän suoranaista vaikutusvaltaa. Varsinkin säästöpankkien taholta korostettiin lisäksi oikeutta »säästäjain omina rahalaitoksina» saada hyvittää korkeampia talletuskorkoja kuin liikepankit, mikä vielä oli omiaan vaikeuttamaan korkokilpailun laukaisemiseen tähtääviä pyrkimyksiä. Samaan suuntaan vaikutti osaksi myös se, että etenkin säästöpankkijärjestön piirissä tuolloin oli vaikeata saada edes omien keskuselinten päätöksiä ja suosituksia yleisesti hyväksytyiksi.

124. Oliko korkotaso »liian korkea»? Täten on ilmeistä, että rahalaitosten keskinäinen kilpailu merkittäväällä tavalla vaikeutti Suomen Pankin pyrkimyksiä korkotason alentamiseen. Teoreettisesta tasapainokorkoajattelusta lähtien voidaan kuitenkin kysyä, missä määrin rahalaitosten kilpailulla todella saattoi olla merkitystä ns. yleisen korkotason muodostumisen kannalta. Jos korkokanta määräytyy rahan tai luoton kysynnän ja tarjonnan perusteella, niin eikö tosiasiallisen koron poikkeaminen tasapainokorkotasolta ilman muuta vapauttanut voimia, jotka ennen pitkää saattoivat markkinakoron »oikealle» tasolle? Joskin vielä saattoi olla mahdollista, että tosiasiallinen pankkikorko voitiin — suoranaiseen luotonsäännöstelyyn turvautumalla — pitää tasapainokorkoa alempana, se ei missään tapauksessa kauankaan voinut olla tätä

¹ Ks. A. E. TUDEER, Kilpailu talletusvaroista. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandtin kuusikymmenvuotispäivänä, s. 219—220.

korkeampi. Tämän ajattelutavan mukaan yleinen korkokanta ei siten Suomessakaan ko. vuosina voinut olla liian korkea siitä yksinkertaisesta syystä, että se siinä tapauksessa olisi itsestään korjaantunut alaspäin.

Vaikka korkokilpailun ei voidakaan katsoa pystyvän ajan mittaan ylläpitämään olennaisesti korkeampaa korkotasoa kuin mitä rahan (luoton) kysyntä- ja tarjontasuhteet edellyttävät, ei kilpailun merkitys realistisissa olosuhteissa kuitenkaan ole täysin kiellettävissä. Ensinnäkin se saattaa nostaa rahalaitosten omaa maksuvalmiusarvostusta, koska ne voivat katsoa itselleen edullisemmaksi pitää suurempia kassoja kuin soveltamiaan korkoja alentamalla vaarantaa kilpailukykyään talletusmarkkinoilla. Toiseksi on todennäköistä, että tasapainokorkotaso ei todellisuudessa ole t a s o siinäkään tapauksessa, että kaikkien rahalaitosten soveltamat korot olisivat aina keskenään samankorkuiset. Kunkin tasapainokorkotason ympärillä on tietty »toleranssiraja», jonka sisäpuolella korot voivat liikkua, ilman että vielä voidaan puhua tason muutoksesta, aivan niin kuin kultakannan vallitessa valuuttakurssit saattavat vaihdella kultapisteiden asettamissa rajoissa. Jos teoreettinen tasapainokorko esimerkiksi on 6 %, ovat ainakin 5½ %:n sekä 6½ %:n korot luultavasti täysin mahdollisia tasapainotilaa vielä järkyttämättä; pikemminkin on aikaisemmin esitettyjen empiiristen tutkimusten valossa otaksuttavissa esitettyä suurempienkin vaihtelujen olevan mahdollisia. Rahalaitosten välinen kilpailu saattaa täten pitää niiden soveltamat korot jatkuvasti toleranssialueen ylärajalla. Lopuksi on vielä huomattava, että pankkikorko ei käytännössä koskaan ole ainoa luotonannon ehto, vaan siihen liittyy aina tiettyjä pankkipoliittisia tekijöitä. Tilanteesta riippuen rahalaitokset saattavat täten reagoida joko ensi sijassa soveltamiaan korkoja muuttamalla tai tarkistamalla luotonantonsa muita ehtoja. Kehitys, joka toisessa tapauksessa johtaisi korkojen alentamiseen, saattaa täten toisessa tilanteessa vain tiettyssä määrin helpottaa pankkien aina harjoittamaa kvalitatiivista luoton säännöstelyä.

Ratkaisevana tekijänä haettaessa vastausta kysymykseen, voidaanko rahalaitosten välisen korkokilpailun katsoa käsiteltävänä olevana ajanjaksona johtaneen liian korkeaan yleiseen korkotasoon, on tietenkin joka tapauksessa pidettävä sitä, mikä on käsiteltävä »liian korkeaksi» ja mikä »oikeaksi» tai »normaaliksi» korkotasoksi. Liittyen siihen, mitä aikaisemmin on tästä kysymyksestä todettu, (ks. s. 48) täytynee tasapainoehto tässä tapauksessa formuloida käytännön vaatimusten kannalta mielekkäästi jotenkin seuraavaan tapaan: »Oikea» eli »normaali» korkotaso on se taso, joka täystyöllisyyden ja suhteellisen vakaan hintatason vallitessa ilman luotonannon suoranaisia säännöstelytoimenpiteitä pystyy toisaalta

pitämään luoton kysynnän rahalaitosten luotonantokapasiteetin puitteissa ja jonka vallitessa ei toisaalta esiinny pyrkimystä käyttämättömän luottokapasiteetin paisumiseen. Tietystä teoreettisesta epämääräisyydestään huolimatta määritelmä sisältäne ns. tasapainokorkoajattelun käytäntöön soveltamisen kannalta olennaiset tunnusmerkit.

Tämän määritelmän valossa vastaus peruskysymykseen muodostuu empimättä kieltäväksi. Reaalitaloudellisen kehityksen, työllisyystilanteen, hintakehityksen ja rahalaitosten likviditeetin tarkastelu ei näiltä vuosilta saata osoittaa merkkejä siitä, että maassa vallinnut korkotaso olisi yleisesti katsoen tasapainoehtojuen mukaan ollut ainakaan liian korkea. Se saattoi olla ja epäilemättä olikin sitä joidenkin yksityisten elinkeinonharjoittajain ja -haarojen kannalta, muttei suinkaan kokonaisuutena katsoen. Rahalaitoksilla ei ollut vaikeuksia saada menekkiä luotoilleen, vaan tilanne oli pikemminkin päinvastainen luoton kysynnän voimakkuuden asettaessa pankkien luotonantokyvyn kovalle koetukselle.

Tässä mielessä ja tältä kannalta katsottuna rahalaitosten kilpailun aiheuttamaa jarrutusta ei voida siten pitää liberalistisista tasapainoedellytyksistä lähtien »vääränä». Yhtä vähän tämän kilpailun voidaan myöskään silloisissa olosuhteissa katsoa pitäneen yllä liian korkeata korkotasoa. Eri asia on, että ilman tosiasiallisesti vallinnutta kiihkeää talletuskilpailua rahalaitosten korot todennäköisesti olisivat herkemmin seuranneet keskuspankin antamia viitteitä. Voidaan kuitenkin kysyä, eikö korkotaso ainakin tällöin olisi päinvastoin muodostunut tasapainokorkoajattelun pohjalta arvosteltuna liian alhaiseksi?¹

Joka tapauksessa on ilmeistä, että mainittu asiain tila oli omiaan voimakkaasti heikentämään rahalaitosten halukkuutta korkokantansa alentamiseen. Täten ei voida väittää niiden pelkästään keskinäisen epäluuloisuutensa ja kilpailukäteutensa vuoksi jarruttaneen korkotason laskua ja sabotoineen keskuspankin pyrkimyksiä. Luottojen kysynnän ja tarjonnan alalla vallinnut ilmeinen *sellers' market* muodosti sinänsä luonnollisen pohjan tälle haluttomuudelle. Todellisuudessa rahalaitokset tunsivatkin olevansa varsin ikävissä välikädessä toisaalta maalaisväestön taholta esitettyjen ja keskuspankin politiikallaan tukemien koronalennusvaatimusten ja toisaalta puhtaasti luottomarkkinain tilan suosittelman menettelytavan ristiaallokossa. Korkokannan korkeus ja sen yksityis-

¹ Vrt. SUVIRANTA, Taloudellinen asema, s. 142: »Toiselta puolen näyttää kuitenkin ilmeiseltä, että niin varmaa kuin onkin, että talletuslaitosten välinen kilpailu esti markkinakoron alenemista, viimeisenä ja todellisena syynä korkokannan korkealla pysymiseen oli sittenkin kansantaloudessa yleisesti vallitseva niukkuuden laiki.»

taloudellinen rasittavuus myönnettiin yleisesti ja — suureksi osaksi mahdollisia lainsäädännöllisiä seurauksia peläten — selitettiin oltavan halukkaita korkojen alentamiseen. Toisaalta kuitenkin — osaksi kaiketi talletuskilpailua vastaan kohdistetun arvostelun kärjen taittamiseksi — yhtä halukkaasti viitattiin luoton kysynnän vilkkauteen ja sen määräämään »luonnolliseen» korkotasoon. Tämä kävi selvästi ilmi, paitsi aikaisemmin esitetyistä lausunnoista, mm. Suomen Pankin ja liikepankkien syksyllä 1927 käymästä julkisesta mielipiteiden vaihdosta.

Vuoden 1927 valtiopäivillä oli maalaisliittolaisten taholta tehty eduskuntaehdotus korkokannan säännöstelemisestä sitomalla ylin sallittu antolainauskorko edellä mainitulla tavalla Suomen Pankin viralliseen diskonttokorkoon $2\frac{1}{2}$ %:n marginaalilla. Esityksen johdosta Eduskunnan pankkivaliokunta pyysi sitten lausunnon Suomen Pankilta sekä eri rahalaitosryhmien keskuselimiltä. Niin hyvin Suomen Pankin johtokunnan kuin kaikkien muidenkin asiantuntijain antamissa lausunnoissa asetettiin epäävälle kannalle itse ehdotukseen nähden. Ennen kaikkea ei pidetty tarkoituksenmukaisena luotonantokoron kiinteää sitomista keskuspankin diskonttoon, jonka määrääminen »riippuu paitsi rahamarkkinain yleisestä tilasta muistakin seikoista, erikoisesti valuuttapoliittisista näkökohdista.» Ehdotettua marginaalia pidettiin myös luottojen tarpeellisen differentioimisen kannalta liian kapeana, samalla kun lausuttiin periaatteellisia epäilyksiä korkokannan säännöstelemisestä lainsäädäntötoimenpitein.¹

Mielenkiintoisimpia olivat kuitenkin Suomen Pankin lausunnossa esitetyt ajatukset korkoasemasta ja liikepankkien korkopolitiikkaan kohdistetut moitteet. Diskonttopolitiikkaansa Pankin johtokunta perusteli tässä yhteydessä viittaamalla siihen, että (1) liikepankkien luotonannon ja -oton välinen jännitys oli huomattavasti helpottunut ja vuosina 1926—1927 oli suunnilleen sama kuin vuonna 1913, (2) rediskonttaukset olivat suhteellisesti ainoastaan viidesosa vuoden 1913 rediskonttauksista, (3) lyhytaikaista ulkomaista pääomaa on ollut saatavissa maahan »runsain määrin» alentunutta virallista diskonttoa vielä »huomattavasti alemmilla koroilla».

Huolimatta siitä, että rahamarkkinain tila täten oli voimakkaasti keventynyt ja olosuhteita voitiin verrata ennen sotaa vallinneeseen tilanteeseen, »on yksityisten rahalaitosten korko, osittain varmaankin psykologisista syistä, sangen hitaasti laskenut poikkeusoloissa saavutetulta

¹ Ks. Eduskunnan pankkivaliokunnan mietintö no. 8, päivätty 13. 12. 1927. VALTIOPÄIVÄT 1928, Asiakirjat IV—V.

tasolta ja pääasiallisesti edelleen pysytellyt sen välittömässä läheisyydessä.» Tässä yhteydessä oli syytä kiinnittää huomiota myös liikepankkien korkomarginaaliin, joka oli Johtokunnan mielestä sodan edellisestä suhteettomasti paisunut.

Liikepankkien taholta Suomen Pankkiyhdistyksen hallitus julkaisi vastineen,¹ jossa se kohta kohdalta arvosteli Suomen Pankin rahamarkkinain tilasta esittämiä käsityksiä ja torjui yksityispankkien korkopolitiikkaan kohdistettuja syytöksiä. Vastineessa korostettiin ensinnäkin, etteivät luotonannon ja -oton välistä jännitystä osoittavat luvut voi antaa luotettavaa kuvaa rahamarkkinoiden todellisesta tilasta, »sillä jo se seikka, etteivät pankit moneen vuoteen, eivätkä vielääkään ole kyenneet täysin tyydyttämään esiintyvää luotontarvetta, muuttaa luonnollisesti huomattavassa määrässä tulosta. Kuta enemmän nim. pankkien, rahanniukkuuden lisääntyessä, on pakko vähentää lainanantoansa, sitä pienempää prosenttilukua kysymyksessä oleva jännitys osoittaa, ja pitäisi sen siis, jos Suomen Pankin johtokunnan käsitys olisi oikea, merkitä raha-aseman helpottumista.»

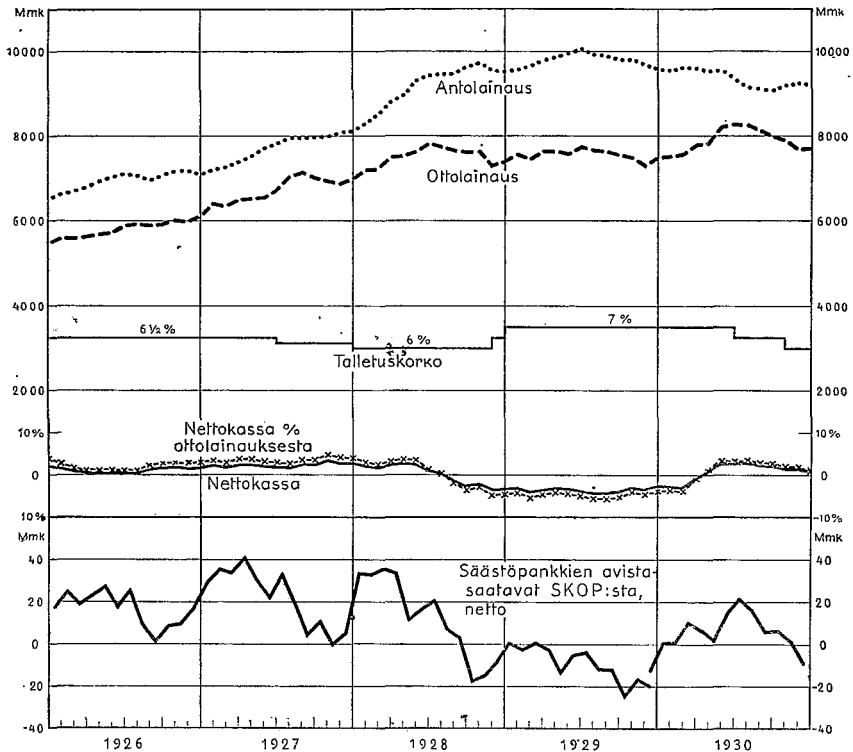
Rediskonttausten vähäisyys ei myöskään sinänsä ollut merkki siitä, että korkoja pitäisi alentaa. »Ennen kaikkea täytynee rediskonttausta pitää hätäkeinona, reservinä, jota yksityispankkien on käytettävä ainoastaan poikkeustapauksissa.»

Sitä seikkaa, että ulkomailta on saatavissa lyhytaikaista pääomaa Suomen Pankin diskonttoa alhaisempiinkin korkoihin, ei myös vastineen mukaan voitu pitää virallisen diskonton oikean korkeuden todisteena, »sillä lainanantomaan korkomarkkinathan, yhdessä vahingonvaaran, riskin, kanssa ovat sellaisissa tapauksissa määräävinä.» — Tähän voisi lisätä, että jos Suomen ja muiden maiden välisen korkotason eroavuus oli omansa suuressa määrin houkuttelemaan maahamme ulkomaista pääomaa, tämä seikka kyllä saattoi johtaa kotimaan rahamarkkinain sellaiseen kevenemiseen, että korkokannan lasku kävi väistämättömäksi.

Edellä esitettyjen vastaväitteiden periaatteellista pätevyyttä ei käy kiistäminen. Joskin liikepankkien likviditeetti oli huomattavasti parantunut edellisistä vuosista, ei sitä vielä voitu pitää mitenkään suurena, itse ne eivät ainakaan arvioineet sitä liian suureksi. On myös ilmeisesti liberalistisen tasapainokorkopolitiikan edellytyksistä lähtien harhaan johtavaa ajatella, että kahtena eri ajankohtana, tässä tapauksessa vuosina 1913 ja 1927, vallinneen likviditeetin yhtäsuuruus edellyttäisi

¹ Ks. Uusi Suomi 27. 11. 1927.

Kuvio 18. Liikepankkien likviditeetti ja lainausliike vuosina 1926—1930.



myös »tasapainokoron» yhtäsuuruutta. Näinhän ei suinkaan ole laita. Koron muutosten tarkoituksenaahan voidaan pankkien kannalta tavallaan sanoa olevan juuri niiden likviditeetin pysyttäminen ennallaan koron muutosten avulla: jos luoton (rahan) kysyntä lisääntyy ja uhkaa heikentää pankkien kassatilannetta, tämä on estettävä nimenomaan korkoa korottamalla, ja päinvastoin.

Tosiasiallisesti voidaankin sanoa, että liikepankkien näkökulmasta katsottuna rahamarkkinain vuosina 1924—1927 tapahtunut keveneminen tiesi niille lähinnä vain mahdollisuutta helpottaa edellisten vuosien suoranaista luoton annostelua ja antaa korkokannan entistä suuremmassa määrin yksinään rajoittaa luoton kysyntää. Tämän vaihtoehtoisena mahdollisuutena pankit näkivät korkokantansa alentamisen. Lukuun ottamatta edellä esitettyä poliittista ja »moraalista» painostusta näillä ei kuitenkaan ollut likviditeettisyitä jälkimmäisen vaihtoehdon valitsemiseen. Päinvastoin rahalaitosten keskinäinen kilpailu oli sinänsä

omiaan pankkeja siitä vierottamaan, samalla kun ne tietenkin mielellään vetosivat mainitun kilpailun lisäksi myös käsiteltävänä olleisiin »luonnollisiin» syihin korkopolitiikkaansa puolustaessaan.

125. Suomen Pankin korkopolitiikan perusteista ja tavoitteista.

Mistä sitten johtui, että Suomen Pankin taholta niin innokkaasti pyrittiin virallisen diskonton ja yleisen korkotason alentamiseen? Edellä esitetyistä lausumista selviää, että pohjimmaisena motivaationa oli ilmeisesti pyrkimys »normaalitilaan» tälläkin alalla. Rahan arvo oli saatu vakautetuksi ja maa oli jälleen turvallisesti kultakannalla. Samalla oli kaikki edellisinä vuosina rahamarkkinoita häirinneet poikkeukselliset epävarmuustekijät saatu poistetuksi. Rahamarkkinain tila ja pankkien asema olivat selvästi vahvistuneet. Ulkomaisen pääoman saanti oli helpottunut. Valtiontalous oli tasapainoinen ja vakaa. Ainoa kauneusvirhe tässä rahataloudellisesti niin suuresti parantuneessa kokonaiskuvassa oli inflaatiovuosilta peräisin oleva korkotason »epänormaali» korkeus.

Näissä oloissa oli helposti ymmärrettävää, että keskuspankin puolella jo yksistään tästäkin syystä tunnettiin halua tämän asiain tilan korjaamiseen. Voidaan myös todeta rahalaitosten tahollakin esitetyn käsityksiä, että vallitseva korkokanta oli tarpeettoman ja perusteettoman korkea, kun niitä erityisiä valuuttapoliittisia syitä, joilla korkokannan nostamista aikoinaan oli perusteltu, ei enää esiintynyt.¹

Tätä mielialaa tuki tietenkin voimakkaasti nimenomaan maataloudenharjoittajain taholla ilmennyt tyytymättömyys korkokannan korkeutta kohtaan. Maatalouteen oli tuotantotekniikan kehittyessä sijoitettu sodan jälkeen suuria lainapääomia.² Maataloustuotteiden, nimenomaan karjataloustuotteiden, hintojen aleneminen vuosina 1926—1927 taas heikensi tuotannon kannattavuutta. Nämä seikat yhdessä muodostivat korkokantaan kohdistuneen tyytymättömyyden pohjan, varsinkin kun pitkäaikaisen maatalousluoton korkokanta oli ennen maailmansotaa ollut enintään 6 %, mikä teki sodan jälkeiset 10 %:a ylittävät korot erityisen kohtuuttoman tuntuisiksi.

Eräänä Suomen Pankin diskontonalennuspolitiikan tärkeänä lisäperusteena on vielä mainittava pyrkimys sen avulla vaikuttaa ulko-

¹ Vrt. KAARLO J. KALLIALA, Nykyinen korkokanta, Säästöpankki 5/1926.

² Vuoden 1927 lopussa oli maatalouden — pääasiallisesti inflaatiokauden jälkeen syntynyt — velka eri rahalaitoksille n. 2 500—2 800 milj. mk. Ks. LUMIALA, Asutustoiminta Suomessa ja V. HYVÖNEN, Maatalousluotto. Maa ja Metsä III.

maisten pitkä- ja lyhytaikaisten luottojen korkoehtoihin, jotka ainakin osaksi riippuivat myös lainanottajamaan sisäisen korkotason korkeudesta.¹

Näiden kotimaisten tekijöiden ja syiden lisäksi voidaan löytää tiettyä kansainvälistäkin yhdenmukaisuutta korkotason alentamisyrittämissä nimenomaan Suomen tavoin suurimittaisesta inflaatiosta kärsineissä maissa. Niinpä Saksassa ja Unkarissa korkokannan korkeuden aiheuttamat probleemit ja sen alentamisessa esiintyneet vaikeudet olivat hämmästyttävän samanlaiset kuin meidän maassamme. Saksassa valittiin pankkilaitoksen inflaatiovuosina tapahtunutta paisumista, suuria korkoeroja ja korkeita antolainauskorkoja. Katsoipa Reichsbankin silloinen pääjohtaja, tohtori SCHACHT, vuonna 1926 aiheelliseksi lähettää Saksan pankkiyhdistykselle kirjelmän, jossa hän moitti pankkeja siitä, etteivät ne omien lainauskorkojensa osalta seuranneet Reichsbankin diskonton alenemista.²

Unkarissa saatiin inflaation jälkeinen vekselikorko vuoden 1925 aikana alenemaan 20 %:sta aina 9—10 %:iin saakka. Keskuspankin huolen aiheena oli kuitenkin edelleen, miten saada markkinakoron laskua kiihdytetyksi ja korkotaso pian »normalisoiduksi».³ Toisaalta on otettava huomioon, että Unkarin talouselämä tuolloin osoitti selviä lamaan-tumisen merkkejä, maataloustuotteiden markkinointivaikeuksia jne.⁴

¹ Ks. esim. Pankkivaliokunnan mietintö no. 2. VALTIOPÄIVÄT 1928, Asiakirjat IV—V.

² Ks. GEBHARD, m.t., s. 31. Vrt. myös MERCATOR 25/1926.

³ Unkarin kansallispankin kertomuksessa vuodelta 1925 lausuttiin mm.: »A reduction in open market rates of interest amounting to 50 per cent of the rates in force a year ago must certainly be described as a gratifying result. But at the same time, if we look at the absolute level of interest rates, we shall be compelled to admit that there is justification for the complaints which come from agriculture, industry and commerce. The high rates still prevailing do undoubtedly involve a serious burden on producers, and one of the most important problems for the economic life of Hungary is to devise the means whereby it may be possible to achieve that further reduction in the general level of interest rates which is absolutely essential. It is true that there are serious obstacles in the way. Some of them arise from the exaggerated demands of savings depositors, who have been encouraged by inflation to expect high rates. Others are the result of an unduly expanded credit organisation, whose expenses are out of all proportion to the relatively insignificant capital brought into use. All these things must be so adjusted that the proper proportions are restored. We cannot afford to wait until the slow processes of capital accumulation have achieved the desired result. It is necessary that there should be a reasonable increase in share capital, and also some amalgamation of existing institutions. Fusion is one of the most effective means of promoting a sounder and healthier development of credit conditions.» NATIONAL BANK OF HUNGARY, Reports submitted to the Second Ordinary Annual Meeting of the General Assembly.

⁴ M.k.

Saksassa vallitsi samoin aina vuoden 1926 lopulle saakka selvä depressio.¹

Valitettiinpa Ruotsissakin, ettei Riksbankenin keväällä 1927 suorittama diskonton alentaminen 4 %:iin ollut liikepankkien ja säästöpankkien kilpailun vuoksi päässyt vaikuttamaan markkinakorkoihin. Selostaessaan Ruotsissa käytyä keskustelua ja verratessaan sikäläisiä olosuhteita Suomessa vallitseviin »Mercator» kuitenkin kirjoitti mm.: »Eroavuuksista on mainittava, että Ruotsissa on alettu valittaa elinkeinoelämän hiljenemistä, kun taas toimeliaisuus meillä on useimmilla aloilla hyvin kiihkeätä. Ruotsissa on runsaasti vapaita pääomia, meillä kaikki käytettävissä olevat pääomat löytävät kannattavia sijoituskohteita.»²

13. Suhdannekehitys vuosina 1926—1928.

Pyrittäessä arvioimaan Suomen Pankin harjoittaman korkopoliitiikan tarkoituksenmukaisuutta käsiteltävänä olevana aikana, on tietenkin erityistä huomiota meilläkin kiinnitettävä yleiseen realitaloudelliseen tilanteeseen ja suhdannekehitykseen.

Tällöin on kohta todettava, että suhdannepoliittisesti keskuspankin toimenpiteet korkokannan alentamiseksi näyttävät olevan varsin vaikeasti perusteltavissa. Niin kuin Suomen Pankin vuosikirjoissakin vuosilta 1926—1927 lausutaan, maassamme vallitsi näinä vuosina »talouselämän alalla harvinaisen vilkas yritteliäisyys»³ ja »teollisuus työskenteli suurella voimalla, rakennustoiminta oli erinomaisen vilkas ja kauppavaihto ulkomaiden kanssa laajempi kuin minään aikaisempana vuonna.»⁴

Tähän yleiseen tilanteen arvosteluun ei tässä yhteydessä ole aihetta paljoakaan lisätä oheisista kuvioista ilmenevien lukujen sanalliseksi selitykseksi. Käsiteltävänä olevat vuodet kantoivat Suomessa ilmeisen ja kiihtyvän noususuhdanteen leimaa. Tämä pitää paikkansa nimenomaan vuodesta 1927, jolloin diskonton alennukset suoritettiin. Vaikka erityisesti sahateollisuuden suhdanneasema oli erinomainen, on kyllä myönnettävä selluloosa- ja paperiteollisuuden hintojen kehityksen olleen epäedullinen, samalla kun monet kotimarkkinateollisuuden alat kärsivät varsin ankarasta ulkomaisesta hintakilpailusta.⁵ Merkittävämpää tuo-

¹ Ks. Vierteljahrshette zur Konjunkturforschung 1926. Heft 3, s. 8.

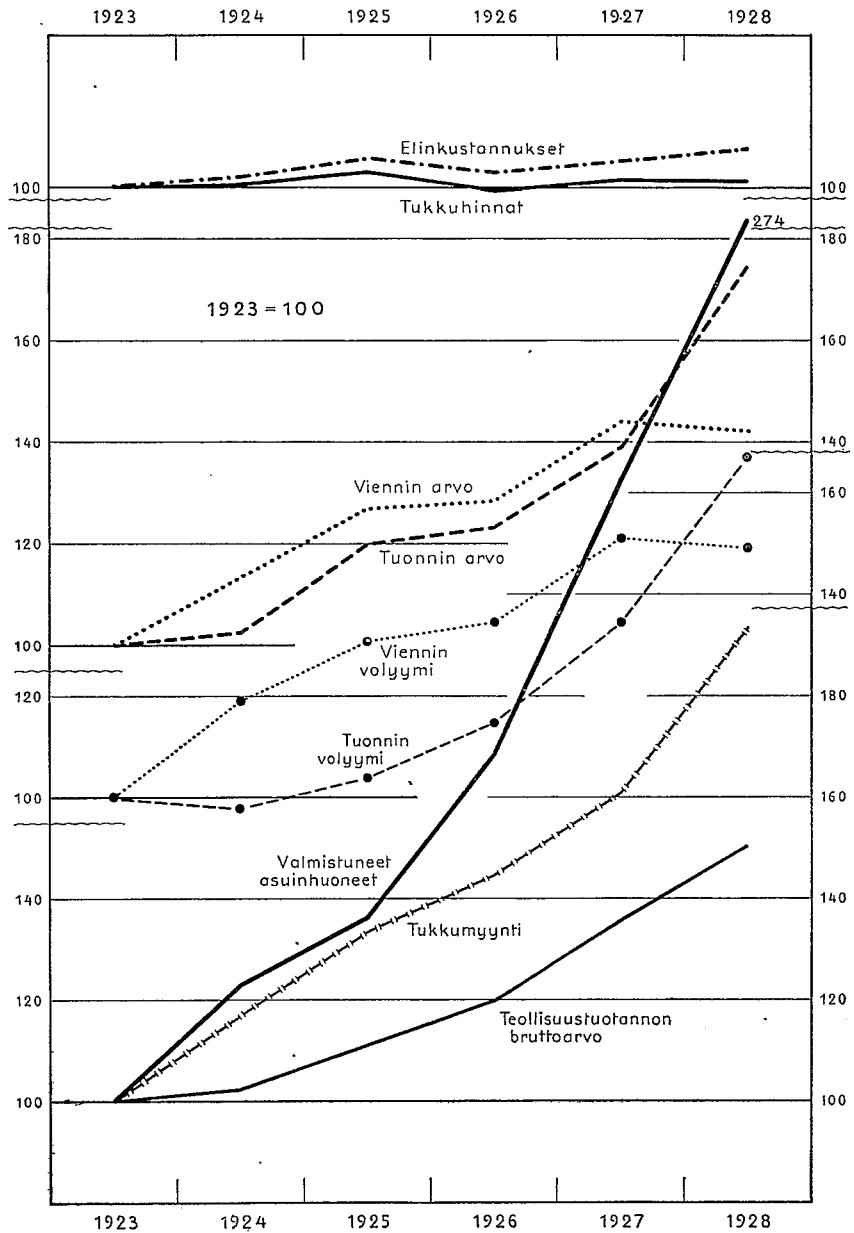
² MERCATOR no. 19/1927, 13. 5. 1927.

³ SUOMEN PANKKI 1926, s. 1.

⁴ SUOMEN PANKKI 1927, s. 1.

⁵ Ks. SUVIRANTA, Taloudellinen asema, s. 69—70.

Kuvio 19. Vuosien 1923—1928 suhdannekehitystä valaisevia tietoja.



tantopoliittista vaikutusta näillä seikoilla ei kuitenkaan ollut, vaikka ne toisaalta luonnollisesti olivatkin omiaan myös teollisuuspiirien taholla kiinnittämään huomiota korkokannan korkeuteen ja sen merkitykseen kustannustekijänä.

Ennen kaikkea Suomen suhdannekehitykselle näinä vuosina kuitenkin antoi erikoissävyä ja -luonteen rakennustoiminnan vilkkaus. Sotavuosina syntynyt asuntovajaus ja tyydyttämättömän kysynnän patoutuminen muodostivat sille luonnollisen pohjan. Tonttien hintojen jatkuva, voimakas nousu ja rakennuskustannusten samoin tapahtunut kallistuminen antoivat vauhtia spekulatiivisellekin yritteliäisyydelle tällä alalla.¹

Reaalitaloudellinen kehitys oli täten selvästi sen luontoinen, ettei korkokannan alentaminen ollut tarpeen ainakaan yritteliäisyyden kiihoittamiseksi. Pikemminkin olisi suhdanteiden tasoittamispolitiikan kannalta keskuspankilta odottanut hillitseviä toimenpiteitä. Mistä sitten johtui, että Suomen Pankin johtokunta kuitenkin katsoi oikeaksi laskea diskonttoaan? Edellä on jo todettu eräitä tärkeitä keskuspankin korkopolitiikkaa näinä vuosina määränneitä perusteita. Jotta voitaisiin paremmin ymmärtää silloisen diskonttopolitiikan muotoutumista tässä on kuitenkin syytä kiinnittää vielä erityistä huomiota rahataloudellisiin ilmiöihin, koska niiden kehityksestä ilmeisesti on löydettävissä lisävalaistusta asiaan. Niin kuin diskonton muutosten motivaatioista näkyy, Suomen Pankin johtokunta oli tottunut lukemaan suhdannekehitystä ja perustelevaan diskonttopoliittisia toimenpiteitään ennen kaikkea rahamarkkinain tilaa osoittavien lukujen valossa.

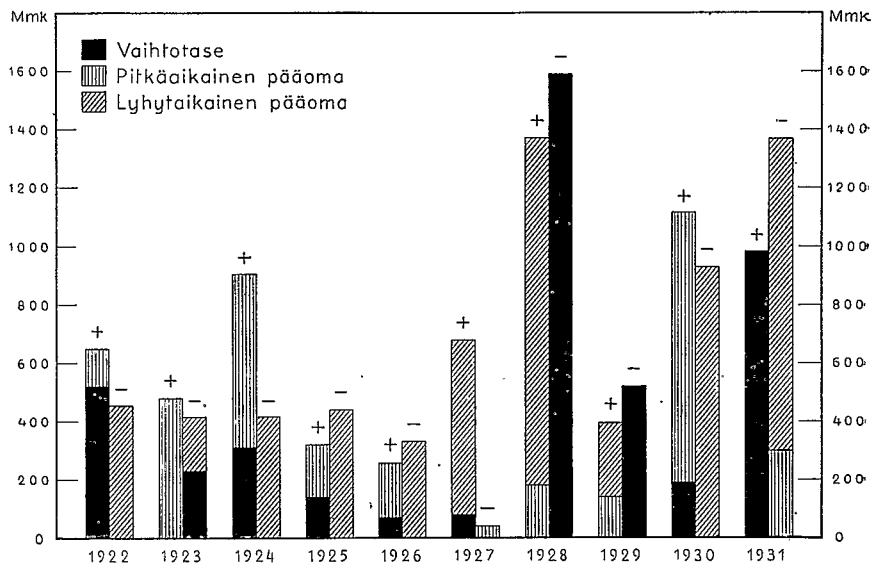
Sivulla 204 olevasta kuviosta 18 ilmenee, että pankkien likviditeetti vuonna 1927 kautta linjan oli parempi kuin edellisinä vuosina. Pankkien kassat olivat vahvistuneet, rediskonttauokset supistuneet, samalla kun niiden ulkomainen maksusuhde oli edeltäneisiin vuosiin verrattuna myös huomattavasti parantunut.

Vastaavasti Suomen Pankin oma asema oli vahvistunut sikäli, että valuuttavarannon yleistaso muodostui korkeammaksi kuin edellisinä vuosina ja käyttämätön setelinanto-oikeus samoin kehittyi suotuisasti aina vuoden lopulle saakka (kuvio 17, s. 194).

Rahamarkkinain tilan perusteella arvioituna suhdannekehityksessä ei täten näyttänyt olevan sellaisia piirteitä, jotka olisivat osoittaneet sen käyneen epäterveeksi ja rahataloudellista tasapainoa uhkaavaksi. Päinvastoin kehitys näytti hyvinkin lupaavalta ja oli omiaan synnyttää-

¹ Ks. esim. G. MODEEN, Rakennustoiminta kaupungeissa vuosina 1921—1928, s. 28.

Kuvio 20. Maksutaseen kehitys vuosina 1922—1931.



mään luottavaista mielialaa rahapolitiikan johdon taholla. Siitä huolimatta rahamarkkinatilanteessakin oli tiettyjä heikkousmomenteja, jotka oikein nähtyinä ja tulkittuina olisivat saattaneet kehoittaa suurempaan varovaisuuteen luottopolitiikan alalla.

Ne tekijät, jotka lähinnä muodostivat pohjan rahamarkkinain paranemalle likviditeetille, olivat toisaalta Suomen Pankin valuuttavarannon lisääntyminen ja toisaalta keskuspankin suoranaisen luotonannon kasvaminen. Mitä valuuttavarannon kasvuun ja Suomen ulkomaisten maksusuhteiden kehitykseen tulee, on huomattava, että vaihtotaseen ylijäämä vuonna 1927 oli 80 miljoonaa markkaa ja että toisaalta ulkomaisten pitkäaikaisten lainojen nettokuoletusta tapahtui 40 miljoonan markan arvosta. Valtaosa Suomen Pankin valuuttavarannon 266 miljoonan markan lisäyksestä johtui täten lyhytaikaisen ulkomaisen luotonoton kasvamisesta. Toisaalta Suomen Pankin suoranainen luotonantoliike-elämälle kasvoi vuoden aikana 120 miljoonaa markkaa. Tämä tiesi kuitenkin vain pienemmältä osaltaan todellista likviditeetin lisäystä ja valtaosaltaan yksistään kompensoi Suomen Pankin omien varojen kasvun kontraktiivista vaikutusta.

On huomattava, että kotimaan rahamarkkinain keveys olisi käynyt vielä suuremmaksi — ja muodostanut pohjan vielä voimakkaammalle

luottoekspansiolle — jolleivät liikepankit olisi sijoittaneet melkoista osaa kassareserveistään ulkomaille, niin että niiden ulkomaiset brutto-saatavat olivat keskimäärin runsaasti toista sataa miljoonaa markkaa suuremmat kuin vuonna 1926. Tästä ne saivat osakseen moitteita varsinkin maalaisliittolaiselta taholta, ja pankkeja syytettiin siitä, että ne menettelyllään muka pyrkivät kiristämään kotimaan rahamarkkinoita ja ylläpitämään korkeata korkokantaa.¹ Kehitys osoitti kuitenkin, että tähän liikepankkien luottopoliittiseen varovaisuuteen oli aihetta.

Edellä esitetty rahamarkkinain tilan analysointi osoittaa vuoden 1927 aikana ilmenneen kevenemisen tapahtuneen loppujen lopuksi varsin heikolla pohjalla. Tilanne olisi likviditeetin kestävyuden kannalta ollut tyystin erilainen, jos sen paraneminen olisi pääasiallisesti johtunut vaihtotaseen aktiivisuudesta, ts. lähinnä säästäväisyyden lisääntymisestä, niin kuin myöhemmin 1930-luvulla oli laita. Erityisesti on myös huomattava, että rahamarkkinain tilassa ei olisi ollut havaittavissa olennaista paranemista — päinvastoin kiristymistä — jollei Suomen Pankki olisi niin huomattavasti laajentanut suoranaista luotonantoaan liike-elämälle ja täten ylläpitänyt sekä jossain määrin vielä vahvistanutkin pankkien kassa-asemaa. Liiketoiminnan ja luottovolyymien paisuminen ei näin ollen päässyt kiristämään rahamarkkinoita. Tätä rahamarkkinain keveinä pysymistä auttoi myös mm. Asuntohypoteekkipankin syksyllä 1927 ottama 2 miljoonan punnan laina, samoin kuin vielä seuraavana vuonna valtion valuuttalainastaan saamat ja liikepankkeihin väliaikaisesti tallettamat 200 miljoonaa markkaa. Merkille pantavaa on joka tapauksessa, että vuoden 1927 aikana tapahtuneesta yhteiskunnan kassan kasvamisesta valtaosa joutui seteleinä liikkeeseen, kun taas pankkien pano- ja ottotilisaatavat vain hiukan lisääntyivät. Tämä osoittaa ekspansion jo saavuttaneen vaiheen, jossa »vuoto» pankkien kassoista yleisön kassoihin liikevaihdon vilkastumisen vuoksi voimakkaasti rupeaa kasvamaan. Mainituista syistä se ei päässyt suoranaisesti aiheuttamaan rahamarkkinoilla käännettä. Käänne tapahtui kuitenkin seuraavana vuonna sellaisella tavalla ja voimalla, jonka täytyy katsoa ainakin huomattavalta osaltaan olleen seurausta edellisten vuosien ekspansiosta ja siten myös harjoitetusta luottopoliitikasta, sikäli kuin se oli tätä ekspansiota ruokkinut.

¹ Ks. pankinjohtaja KYÖSTI KALLION eriävää mielipidettä em. pankkivaliokunnalle annetun lausunnon yhteydessä. Vrt. myös F. BURJAM, *Modern centralbankspolitik*. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, Ny serie XV, s. 13.

14. Vuoden 1928 rahamarkkinakriisi.

Rahamarkkinain kiristymisen välittömänä aiheuttajana vuonna 1928 oli ulkomaankaupan muodostuminen aivan tavattomassa määrin tuontivoittoiseksi. Tuonnin enemmitys kasvoi — kolmea kesäkuukautta lukuun ottamatta — kuukausi kuukaudelta, ja vuoden lopussa kauppataseen passiivisuus oli kohonnut 1 768 miljoonaan markkaan. Vaihdotaseen menojen enemmitys oli 1 590 miljoonaa.

On selvää, että tämän suuruisen vajauksen täytyi aiheuttaa yleiseen likviditeettiasemaan suuria muutoksia. Vaihdotaseen vajauksen peittäminen saattoi käydä vain vähäiseksi osaksi, 180 miljoonan markan arvosta, päinsä uusien pitkäaikaisten ulkomaisten lainojen turvin. Valtaosa oli rahoitettava valuuttavarannon supistumisen ja lyhytaikaisten luottojen lisääntymisen avulla. (kuvio 20, s. 210).

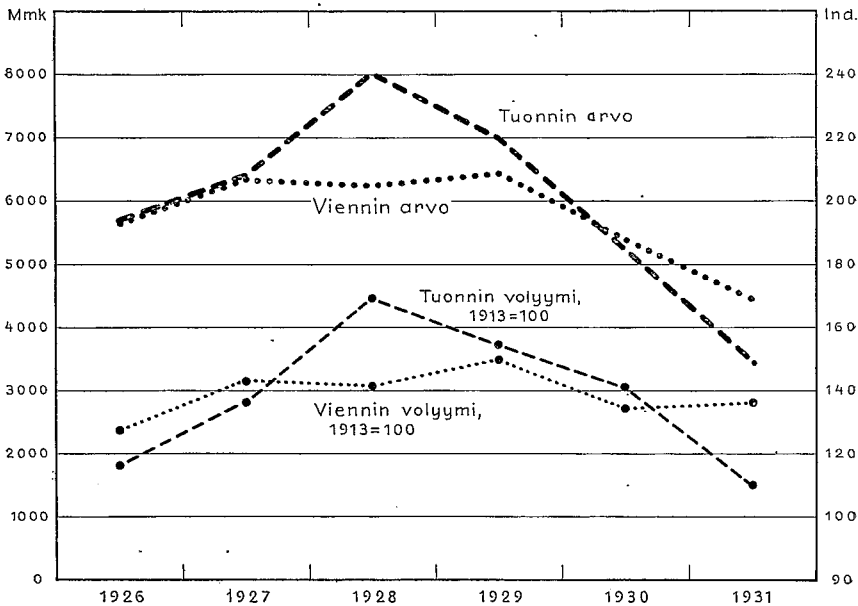
Seurauksena olikin, että Suomen Pankin valuuttavaranto vuoden kuluessa väheni kaikkiaan 526 miljoonaa markkaa. Kun »liikkeen» kassantarpeessa ei ollut tapahtunut supistumista, yleisön valuutan ostojen yhteiskunnan kassaa pienentävä vaikutus kompensoitui pankkien velkaantumisen kautta Suomen Pankille. Niiden rediskonttaukset kasvoivatkin jotakuinkin valuuttavarannon vähennyistä vastaavasti eli 621 miljoonaa markkaa. Samalla liikepankkien ulkomainen nettovelka lisääntyi 280 miljoonaa markkaa. Luottomarkkinoilla tätä likviditeetin heikkenemistä vastasi luotonannon ja -oton välisen jännityksen kasvaminen noin 1 000 miljoonaa markkaa eli likimain kaksinkertaiseksi.

Rahamarkkinatilanne olisi kiristynyt vieläkin enemmän, jollei Suomen Pankin suoranainen luotonanto olisi kasvanut valtion pankilta lunastamien obligaatioiden arvoa vastaavasti.

Tilanteen kiristyminen sai Suomen Pankin syyspuolella 1928 kahteen otteeseen nostamaan diskonttoa, ensin elokuun 7 päivästä lähtien 6 ½ %:iin ja sitten marraskuun 15 päivästä 7 %:iin. Seurauksena oli, että myös muiden rahalaitosten korot kohosivat. Liikepankkien välistä korkosopimusta ei. marraskuussa enää uusittu, ja suurpankit nosivat talletuskorkonsa kahdessa vaiheessa 7 %:iin, samalla kun myös useat säästöpankit korottivat lainauskorkojaan keskimäärin 1 % ja nouseva suunta oli kaikkialla vallalla. Edellisten vuosien ponnistukset koron alentamiseksi kärsivät täten pahan takaiskun.

Ilmeisesti kehityksen kulkuun vaikuttaneet syvemmät syyt ovat löydettävissä vaihtotaseen vajauksen aiheuttaneiden tekijöiden joukosta. Näitä taas on nähtävissä sekä viennin että tuonnin puolella. Tärkein vientiä vähentänyt seikka oli sahatavaramarkkinoiden heikkeneminen,

Kuvio 21. Vuosien 1926—1931 ulkomaankaupan arvo ja volyymi.



niin että sahatun puutavaran vienti supistui noin 10 % edellisen vuoden ennätysmäärästä. Ottaen huomioon, että viennin kokonaisarvo kuitenkin väheni edellisestä vuodesta vain 79 miljoonaa, kun taas tuonnin lisääntyminen oli vastaavasti 1 626 miljoonaa markkaa, on ylivoimaisesti merkittävimmät kauppataaseen vajaukseen johtaneet tekijät selvästikin etsittävä tuonnin paisumisesta.

Tällöin voidaan ensinnäkin viitata eräisiin poikkeuksellisiin ja ennakolta arvaamattomiin seikkoihin. Näistä mainittakoon ennen kaikkea vuoden 1928 huonon sadon aiheuttama elintarvikkeiden ylimääräinen tuontitarve, jonka on laskettu lisänneen tuontia 400—450 miljoonan markan arvosta.¹ Ravinto- ja nautintoaineiden tuontia olivat edelleen omiaan lisäämään vuoden alusta voimaan astuneet tullinhuojennukset, joita odoteltaessa osa vuoden 1927 lopun tuonnista oli pyritty lykkäämään yli vuoden vaihteen.

Vaikka eräitä muitakin, vähemmän tärkeitä syitä on osoitettavissa, on kuitenkin ilmeistä, että ehdottomasti ratkaisevin merkitys on annettava noususuhdanteen aiheuttamalle sijoitustoiminnan, tulojen ja tuonti-

¹ Ks. SUVIRANTA, m.t., s. 155.

alittiuden kasvamiselle. Edellisten vuosien aikana yhä kiihkeämmäksi kehittynyt rakennussuhdanne johti ennen pitkää tällä alalla ylityöllisyyteen ja palkkojen nousuun, samalla kun rakennustuotannon laajeneminen voimakkaan kerroinefektinsä vuoksi ulotti tulovaikutustaan laajoille aloille, ja myös sahatteollisuus työkenteli erityisen suotuisan menekkitilanteen merkeissä. Seurauksena oli sekä tuntipalkkojen että kokonaisansioiden melkoinen nousu, ja kansantulon jakaantumisessa tapahtui tiettyä siirtymistä palkkatulojen hyväksi.¹ Vuonna 1927, jolloin kuluttajain tulon lisäys tapahtui, tämä ei kuitenkaan ilmeisesti lähinnä »odottamattomuutensa» vuoksi vielä ehtinyt vaikuttaa kulutusta lisäävästi. Päinvastoin kulutuksen osuus kokonaistuloista jonkin verran aleni; odottamaton tulojen nousu johti suureen »aikomattomaan» säästämiseen.² Seuraavana vuonna kulutusalttius oli jo ehtinyt kasvaa ja vei mm. kulutushyödykkeiden tuonnin voimakkaaseen kasvuun. Kulutushyödykkeiden tuonnin arvo kohosi edellisestä vuodesta kaikkiaan 954 miljoonaa markkaa eli noin 32 %. Toisaalta myös tuotantohyödykkeiden tuonti osoitti jatkuvasti vilkkaan yritteliäisyyden ansiosta nousua 673 miljoonaa markkaa eli noin 20 % vuodesta 1927. Keskimääräisen tuontialttiuden kohoamista osoittaa se, että tuonti vuonna 1928 oli peräti 36.5 % nettokansantuotoksesta oltuaan edellisenä vuonna 31.3 % ja vuonna 1926 vastaavasti 30.8 %.

Kuten sanottu, tuonnin voimakas kasvaminen sekä siitä johtunut vaihtotaseen ja rahamarkkinain heikkeneminen on täten voittopuolisesti vietävä liian voimakkaaksi kehittyneen ekspansion tiliin. Takaisku olisi ilmeisesti tullut joka tapauksessa, vaikkei mainittuja poikkeukselliseksi katsottavia tekijöitäkään olisi ollut sen voimakkuutta lisäämässä.³ Voidaanpa varsin perustellusti väittää, että jo vuoden 1927 kauppataase olisi saattanut muodostua huomattavassa määrin passiiviseksi, jollei silloin puolestaan olisi ollut vaikuttamassa eräitä satunnaisia suotuisia tekijöitä: sahatavaran ennätyksellistä ja poikkeuksellisen

¹ Ks. KLAUS WARIS, Kuluttajain tulot, kulutus ja säästäminen suhdannekehityksen valossa Suomessa vuosina 1926—1938, taulukot II ja IV.

² Vrt. WARIS, m.t., s. 209.

³ Ei voida myöskään sanoa, että kysymyksessä olisi tällä kertaa ollut »tavallinen suomalainen pula», jonka olisivat aiheuttaneet maailmanmarkkinoiden kiristynyt rahatilanne ja puutavarain menekkivaikeudet. Kansainvälisen rahamarkkina-tilanteen kiristyminen tuntui meillä varsinaisesti vasta vuoden 1929 puolella. Vrt. SUVIRANTA, m.t., s. 192. ja Sama, Suomi ja maailman talouspula, s. 98. Vrt. myös W. A. LAVONIUS, Hyvät ja huonot ajat. Suomen talouselämän konjunktuurivaihtelujen luonteesta. Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1928.

suurta vientiä, erinomaista vuodontuloa ja tullinhuojennuksia, jotka siirsivät osan tuonnista seuraavaan vuoteen.¹

15. Suomen Pankin luotto- ja korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuudesta.

Edellä esitetyn valossa Suomen Pankin käsiteltävänä olleina vuosina harjoittamaa luotto- ja korkopolitiikkaa täytyy pitää »kultakantaisen suhdannepolitiikan» kannalta vähemmän tarkoituksenmukaisena. On tietysti vaikeata sanoa, missä määrin keskuspankin toimenpiteet todella olivat omiaan kiihoittamaan yritteliäisyyttä ja antamaan lisävauhtia kiihtyvälle ekspansioprosessille, joka vääjäämättömästi oli johtava kriisiin. Missään tapauksessa Suomen Pankin toiminnan ei hevin voida katsoa olleen suhdannenousua hillitsevää. Joskin pankin taholta kiinnitettiin huomiota tiettyihin rakennusyritteliäisyyden alalla esiintyneisiin epäterveisiin ilmiöihin ja liikepankkien rakennusluottojen paisumiseen — enimmäkseen kuitenkin vasta vuonna 1928² — täytyy toisaalta edellisinä vuosina harjoitettua luotto- ja korkopolitiikkaa pitää päinvastoin perusuonteeltaan ainakin jossain määrin ekspansiivisena.

Edellä on nähty, ettei Suomen Pankin ajama ja tukema koronalennuspolitiikka johtanut tarkoitettuihin tuloksiin. Varsinaisesti kustannusmielessä ei tapahtuneella suhteellisen vähäisellä markkinakorkojen alenemisella voidakaan olettaa olleen suurta vaikutusta investointikysynnän laajuuteen. Joutuivathan lukuisat yrittäjät yksityisillä lainamarkkinoilla maksamaan rahalaitosten soveltamia korkomääriä paljonkin korkeampia korkoja. Lisäksi luoton kysyntä, niin kuin on mainittu, koko ajan ylitti pankkien luotonantokapasiteetin.

Keskuspankin virallisen diskonton alentamisella ja alhaisemman korkokannan hyväksi harjoittamalla painostuksella ja propagandalla täytyy kuitenkin katsoa olleen melkoinen psykologinen vaikutus yrittäjäoptimismiin ja tulevaisuuden odotuksiin. Eräs — ja monien mielestä tärkein — virallisen diskonttokoron muutosten vaikutuksista on nimenomaan sen merkitys jonkinlaisena suhdannebarometrina. Tavallinen yrittäjä tuskin kustannus- ja kannattavuusmielessä kiinnittää korkokannan korkeuteen läheskään niin suurta huomiota kuin aikaisemmin otaksuttiin. Kustannustekijänähän korko on loppujen lopuksi useimmilla aloilla verrattain vähäpätöinen, niin kuin suoritettut empiiriset tutkimukset osoittavat. Tämähän käy varsin kauniisti ilmi myös

¹ Ks. SUVIRANTA, Taloudellinen asema, s. 143.

² Ks. FINANSBLADET 49/1928.

käsiteltävänä olevien vuosien asunnonrakennustuotannon paisumisesta korkokannan korkeudesta huolimatta, olkoonpa, että tällöin rakennustoiminnan alalla vallitsi aivan poikkeuksellinen *sellers' market*. Kuitenkin rakennustoiminta on eräs niistä aloista, joilla korkokustannusten merkitys epäilemättä on suurimmillaan. Keskuspankin diskontton *m u u t o k s i a* on sitä vastoin totuttu pitämään ennen kaikkea merkeinä siitä, onko kehitys suotuisa ja parempaa »purjetuulta» odotettavissa, vai onko purjeet reivattava ja varustauduttava huonoa säätä vastaanottamaan. Tässä suhteessa diskonttopolitiikan merkitystä ei — ainakaan vielä 1920-luvulla — ole syytä väheksyä, ja tässä mielessä Suomen Pankin toimintakin epäilemättä oli omiaan kysymyksessä olevina vuosina vaikuttamaan yritteliäisyyttä lisäävästi.¹

Välillisesti kenties vielä suurempi merkitys liialliseksi kehittyneen ekspansion ylläpitäjänä ja pitkittäjänä on kuitenkin annettava Suomen Pankin harjoittamalle luottopolitiikalle. Niin kuin edellä on mainittu, pankki lisäämällä vuosina 1926—1928 suoranaista luotonantoaan yksityisille (ks. kuviota 17, s. 194) vahvasti yksityispankkien likviditeettiä ja ennen kaikkea lykkäsi rahamarkkinain kiristymistä tuonnemmaksi, niin että vastavaikutus vaihtotaseen välityksellä sitten muodostui niin ankaraksi kuin sen oli pakko muodostua. Jos pankki tässä suhteessa olisi harjoittanut varovaisempaa politiikkaa ja ekspansiovauhtia olisi hillitty, on hyvin mahdollista, että varsinainen rahakriisi olisi saatu vältetyksi tai ainakin siirretyksi vuoteen 1929, jolloin yleismaailmallinen suhdannekäänte tapahtui.²

Suomen Pankin johtokunta pyrki, kuten sanottu, laajentamaan pankin suoranaista luotonantoa yksityiselle liike-elämälle muun muassa saadakseen lisää vaikutusvaltaa luottomarkkinoilla ja voidakseen suuremmalla voimalla painostaa liikepankkeja alentamaan korkojaan. Keskuspankin luotonannon näinä vuosina tapahtuneella laajentumisella oli kuitenkin toinenkin pääperuste. Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kertomuksessa vuodelta 1928 lausutaan mm.: »Tämä Pankin suoranaisten luotonannon lisääntyminen, joka siis jatkui viimekin vuonna, vaikka vähemmän kuin edellisenä, johtuu Pankin omien varojen kasvamisesta, mikä tietää pääomien lisääntymistä, joiden tulee saada sijoituksensa siitä

¹ Vrt. TUDEER, m.t., s. 267.

² Vrt. seuraavaa SUVIRANNAN lausuntoa keväällä 1931: »Från synpunkten av landets ekonomiska utveckling hade det utan tvivel varit bättre, om uppgångsperioden hade avslutats redan sommaren 1927 — då hade såväl trävaruindustrien som byggnadsverksamheten besparats många svårigheter och folkhushållningen en svår kris». BRUNO SUVIRANTA, När kulminerade högkonjunkturen? Mercator 20/1931.

**Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina
1926—1930.**

	1926	1927	1928	1929	1930
1. Valtion velka	— 12	— 12	—122	± 0	± 0
2. Valuutat	—188	+267	—526	—65	+143
3. Luotonanto					
a. liikkeet	+128	+120	+ 96	— 46	+ 61
b. pankit	+ 61	— 32	+621	—126	—401
4. Obligaatiot	+ 14	+ 22	— 50	— 19	+ 48
Yhteensä	+ 3	+365	+ 19	—256	—149
5. Pano- ja ottotilit					
a. pankit	+ 35	+ 10	— 15	— 33	— 25
b. valtio	—202	+ 68	+ 4	—225	+ 4
6. Setelistö	+ 36	+169	— 1	—153	— 81
Yhteensä	—131	+247	— 12	—411	—102
7. Omat varat	+107	+117	+144	+151	+ 56
8. Yhteiskunnan kassan muutos	+ 71	+178	—15	—185	—106
9. Yhteiskunnan kassa 31. 12.	1432	1611	1595	1409	1302
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1378	1528	1638	1522	1454
11. » » netto	1300	1496	1400	927	1282
12. Suoran luotonanto, keskim.	538	676	938	886	793

riippumatta, missä määrin yksityiset pankkilaitokset kulloinkin tarvitsevat käyttää rediskonttausta Suomen Pankissa.»

Lausunnosta näyttää kuvastuvan keskuspankin toimintaa meillä — niin kuin muuallakin — kohdittain sävyttänyt, osaksi historiallisista syistä johtunut yksityistaloudellinen ajattelutapa.¹ Onhan ilmeistä, että keskuspankin on viime kädessä harkittava ainakin kaikkia »kvantitatiivisia» toimenpiteitään yksinomaan niiden kansantaloudellisten vaikutusten kannalta. Päinvastoin kuin voittoperiaatteen pohjalla toimivissa liikepankeissa keskuspankin luottopolitiikkaan ja ratkaisuihin eivät liiketaloudelliset kannattavuusnäkökohdat saa vaikuttaa. Jos keskuspankin johdon mielestä yleinen suhdannekehitys esim. on omansa kehoittamaan luottopoliittiseen varovaisuuteen, pankin on pidätyttävä ekspansiivisista toimenpiteistä tai noudatettava suoranaisesti kontraktiivista politiikkaa senkin uhalla, että sille on kertynyt »pääomia», jotka liikemiesmäisen ajattelun mukaan olisi sijoitettava korkoa tuottavasti.

Vaikka ei otaksuttaisikaan yksityistaloudellisten näkökohtien ohjanneen Suomen Pankin luottopolitiikkaa ko. suhteessa — edellä siteera-

¹ Vrt. ARNLJOT STRØMME SVENDSEN, Sentralbank og stat. Statsøkonomisk Tidsskrift 1946 og 1947, Hefte 5—6.

tusta lausunnosta se ei käy täysin kiistattomasti selville — on syytä huomauttaa eräästä toisesta argumentista, jota periaatteessa ja erityisesti tässä tapauksessa on niinkään pidettävä virheellisenä ja riittämättömänä. Voidaan näet esittää, että Suomen Pankin olisi laajennettava suoranaista luotonantoaan sillä setelimäärällä, minkä se vuosittain omien varojensa kasvun muodossa imee markkinoilta. Jollei pankki näin menetele, se tosiasiallisesti harjoittaa kontraktiivista, likviditeettiä supistavaa politiikkaa. Suomen Pankin luottopolitiikkaa ei juuri tästä syystä kylläkään vuosina 1926—1927 voida pitää ekspansiivisena läheskään siinä määrin kuin pelkästään pankin suoranaista luotonantoa osoittavien lukujen kasvaminen saattaisi antaa aihetta olettaa.¹ Tosiasiallisesti vain vähäinen osa vuosien 1926—1927 noin 250 miljoonan markan suuruisesta suoranaisten luotonannon kasvusta oli varsinaisesti yhteiskunnan likviditeettiä lisäävää. Siitä huolimatta on harjoitettua luottopolitiikkaa kuitenkin silloisessa tilanteessa pidettävä liian »anteliaana» ja diskonttokoron alennukset huomioon ottaen yleisvaikutukseltaan joka tapauksessa ekspansiota edistäneenä. Edellä esitetyn pankkivaltuusmiesten lausunnon johdosta on näet vielä sanottava, että Suomen Pankin vallassa tietenkin oli ratkaista, millä tavoin sen omien varojen lisäys ohjattiin takaisin markkinoille. Jollei pankki olisi laajentanut suoranaista luotonantoaan, kysymyksessä olevat varat olisivat epäilemättä »saaneet sijoituksensa» rediskonttaushuottojen kasvun muodossa. Ratkaisevana tekijänä on tällaisessa tapauksessa pidettävä pankin johdon käsitystä yleisen suhdannetilanteen vaatimuksista.²

Tosiasiallisesti Suomen Pankin johtokunnan ei voidakaan sanoa olleen — ainakaan sanottavasti — edes huolissaan suhdannekehityksestä. Keskuspankin perusvirheeksi onkin luettava se, ettei pankin johto tuollain koron »normalisoimispyrkimyksissään» kiinnittänyt riittävää huomiota ekspansion vaaroihin ja ettei se tätä kehitystä rahamarkkinoilta käsin seurattessaan analysoinut kehitystendenssejä kyllin laajalti ja syvältä. Edellä esitettyjen seikkojen lisäksi oli rahatalouden alalla nähtävissä muitakin ilmiöitä, joiden olisi luultu saavan enemmän huomiota osakseen. Rakennustoimintaa harjoitettiin suurelta osalta tyypillisen inflaatiokeinottelun merkeissä, kun tonttien hintojen mukautuminen

¹ Tässä suhteessa Suomen Pankin luottopolitiikka on saanut osakseen liioiteltuakin moitetta, kun ei ole otettu huomioon, että suurin osa pankin suoranaisten luotonannon kasvusta tapahtui lisääntyneiden omien varojen turvin.

² Vrt. Yhdysvaltain Federal Reserve-järjestelmän vuosina 1924—1927 harjoittamaa avokätistä luottopolitiikkaa ja tämän politiikan suhdannemerkitystä. Ks. SUVIRANTA, Amerikan Yhdysvaltain rahapolitiikka 1914—1932, s. 59 ja seur.

muiden hintojen aikaisemmin tapahtuneeseen inflaatioon ja kohoavat rakennuskustannukset tekivät yrityksen kuin yrityksen hyvin kannattavaksi. Arvopaperipörssin vaihdon paisuminen ja kurssien erittäin voimakas kohoaminen¹ olivat samoin osoituksena epätavallisen vilkkaasta noususuhdanteesta.²

Kotimaan ja ulkomaiden hintojen kehitys näytti niin ikään osoittavan, että ekspansio Suomessa oli kiirehtinyt *out of line* muiden maiden suhdannekehitykseen verrattuna. Jos asianomaisen maan vuoden 1925 tukkuhintatasoa merkitään 100:lla, tukkuhintaindeksi oli vuonna 1927 Englannissa (Statist) 90, Yhdysvalloissa 91 ja Ruotsissa 90. Suomessa vastaava indeksiluku oli 99.³ Tällöin on kyllä otettava huomioon, että varsinkin Englannissa, mutta jossain määrin myös Ruotsissa oli kysymys kotimaan hintatason mukautumisesta valuuttojen yliarvioituihin kurssiin. Meillähän taas markan pariteettikurssi vuonna 1925 tietoisesti valittiin pikemminkin liian alhaiseksi. Samansuuntaista kehitystä on kuitenkin meillä nähtävissä myös kotimaan tukkuhintaindeksin alaryhmistä: kotimaassa valmistettujen hyödykkeiden hinnat kohosivat vuoden 1925 keskimäärästä 147 (kultamarkoin 1913 = 100) pisteestä joulukuuhun 1927 mennessä 150 pisteeseen ja vientitavaroiden hintataso vastaavasti 143:sta 148 pisteeseen. Tuontitavarain hintaindeksi sitä vastoin aleni 153 pisteestä 145 pisteeseen. Joskaan näille eroavuuksille ei ole annettava suurtakaan merkitystä kauppataaseen muodostumisen kannalta, nekin olisivat joka tapauksessa saattaneet olla huomion arvoiset »kultakantaisen» rahapolitiikan suunnannäyttäjinä.⁴

Näiden Suomen Pankin luotto- ja diskonttopolitiikkaa vastaan esitettävissä olevien perushuomautusten rinnalla on varsin vähämerkityksistä tarkastella, missä määrin motivoituna kutakin yksityistä diskonton alennusta voitiin pitää. Suhdannepoliittisesti ne olivat kaikki askeleita väärään suuntaan ja ilmeisesti sitä enemmän arvosteltavissa, mitä myöhemmässä vaiheessa ne otettiin. Yhtä vähän on tässä aiheetta lähemmin tutkia, olisiko Suomen Pankin ollut nostettava diskonttoaan vuonna 1928

¹ MERCATORIN osakeindeksi (1920 = 100) kohosi vuoden vaihteen 1925/1926 arvosta, 144 pisteestä 265 pisteeseen heinäkuussa 1927.

² FINANSBLADET, joka muuten oli ollut korkojen alentamispolitiikan innokas kannattaja, kirjoitti 4. 8. 1927: »Emellertid kunde man gott förstå statsbankens ledning om den skulle underlåta att sänka diskontot för att fritaga sig från besyrrningen att medverka till aktiehaussen, vilken visserligen förefaller att vara naturlig, men har antagit onaturliga proportioner.»

³ ULKOMAANKAUPPA, Vuositilasto 1928, s. 20.

⁴ Vrt. V. F. JOHANSSON, Räntepolitik och konjunktur. Mercator 42/1928.

jo aikaisemmin kuin vasta syyspuolella. Ratkaisevaa merkitystä diskonttopoliittisilla kiristystoimenpiteillä ei ilmeisestikään enää olisi ennätännyt olla vuoden 1928 kehitykselle, joka valtaosaltaan määräytyi edellisen vuoden tapahtumien perusteella. Jossain määrin ihmetystä herättävää on joka tapauksessa, ettei Suomen Pankki edes Riksbankenin diskonton korotuksen jälkeen toukokuussa 1928, jolloin kiristytvä kehitys meillä oli vielä paljon selvempi kuin konsanaan Ruotsissa, katsonut olevan syytä nostaa omaa diskonttoa. Selitys on kaikei löydettävissä juuri edeltäneestä koron alennuspolitiikasta, jota ei haluttu muuttaa.

Lukuun ottamatta sitä, että keskuspankin harjoittama korkopolitiikka silloisessa taloudellis-poliittisessa yleistilanteessa toisaalta oli varsin helposti ymmärrettävissä, on Suomen Pankin johdon puolustukseksi myös mainittava, etteivät toisetkaan piirit maassamme ajoissa korottaneet ääntään kehityksen vaaroista varoittaakseen. Ainoana poikkeuksena olivat liikepankit, vaikka niidenkin taholta tulleet vastaväitteet kohdistuivat lopultakin enemmän pankkien koronalennuspyrkimysten kohtaamiin vaikeuksiin kuin keskuspankin diskonttopoliittikan suuntaan sinänsä. Päivälehtien enempiä kuin taloudellisen viikkolehdistönkään puolelta ei taas varoituksen eikä arvostelun sanoja kuultu, ennen kuin kriisi oli jo puhjennut. Sen jälkeen arvostelu oli kylläkin monessa suhteessa oikeilla jäljillä viitatessaan mm. Suomen Pankin harjoittaman rahapolitiikan merkitykseen suhdannekehityksen kannalta.¹

2. Lamaa kohti vuosina 1929—1931.

21. Suomen Pankin luottopolitiikka ja yleistaloudellinen kehitys vuonna 1929.

Suomen Pankki ryhtyi syksyllä 1928 tiukasti varjelemaan vähäiseksi supistunutta setelinantoreserviään ja parantamaan maksuvalmiuttaan. Diskonton korotusten lisäksi johtokunnan taholta annettiin liikepankeille ohjeita näiden luotonannon säännöstelemisestä. Nimenomaan rakennustoiminnalle annettavia luottoja pyrittiin rediskonttauskiellon uhalla ankarasti rajoittamaan.² Johtokunnan taholta huomautettiin myös, että Suomen Pankki oli jo »hyvissä ajoin» varoittanut liikepankkeja liiallisen

¹ Ks. erityisesti F. BURJAM, Modern centralbankspolitik. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie XV, ja J. V. TALLQVIST, En blick på Finlands Banks räntepolitik. Mercator 7/1929.

² Vrt. HUGO E. PIPPING, Arvostelu Suvirannan tutkimuksesta »Taloudellinen asema», Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie 19, s. 108.

rakennusluoton myöntämisestä, mistä huolimatta varsinkin pienemmät pankit olivat syyllistyneet ylen suuriin rakennusluottolupauksiin, joita eivät sitten pystyneetkään täyttämään.¹ Joka tapauksessa Suomen Pankin politiikan jyrkkyys aiheutti suuria vaikeuksia rakennustoiminnan rahoittamiselle, jo alulle pantujen rakennustöiden pysähtymistä ja tyytymättömyyttä rakentajien piirissä.

Jälkeenpäin on herätetty kysymys siitä, missä määrin silloista rakennustuotantoa on todella pidettävä »epäterveellä» tavalla paisuneena ja siten myös — välillisesti — missä määrin oli syytä sen rahoittamisen rajoittamiseen niin radikaalilla tavalla kuin silloin tosiasiallisesti tapahtui.² Harjoitettua asunnonrakennustoimintaa ei epäilemättä voidakaan pitää liian laajana siinä mielessä, että asuntojen tuotanto olisi ylittänyt niiden kysynnän. Mistään liikatuotannosta tässä mielessä ei ollut kysymys. Ei ole myöskään liioiteltava esiintyneen suoranaisen rakennuskeinottelun epäterveyttä. Kansantaloudellisesti täytyy sitä pitää vaarallisena ja epäterveenä etupäässä vain siinä tapauksessa, jos sen voitiin todeta avustaneen rakennustuotannon liiallista paisumista. Näinhän ei edellä esitetystä mielessä ollut laita.

Perustellusti voidaan kuitenkin katsoa rakennustoiminnan eräessä toisessa suhteessa muodostuneen ko. ajankohtana liian ekspansiiviseksi. Niin kuin aikaisemmin on esitetty, hyvin huomattavalta osaltaan juuri rakennustuotannon ruokkima suhdannenousu kävi maksutaseen kannalta perin rasittavaksi.

Täten syntyneessä tilanteessa keskuspankin valittavana oli periaatteessa kaksi mahdollisuutta: joko pyrkiä ulkomaisen luotonoton avulla keventämään rahamarkkinain tilaa tai rahapoliittisin toimenpitein jyrkästi »leikkaamaan poikki» ekspansio vaihtotaseen vahvistamiseksi. Kansainväliset luottomarkkinat kehittyivät suurimman osan vuotta 1929 epäedulliseen suuntaan, pääasiallisesti sen johdosta, että amerikkalainen ja ranskalainen pääoma hakeutuivat kotimaihinsa, Yhdysvalloissa lähinnä pörssikeinottelun rahoittamiseksi.³ Korot olivat nousussa ja pitkän luoton markkinat Suomen osalta miltei lamassa.⁴ Samalla vien- nin näköalat nimenomaan sahatavaran kohdalta näyttivät synkiltä, ja

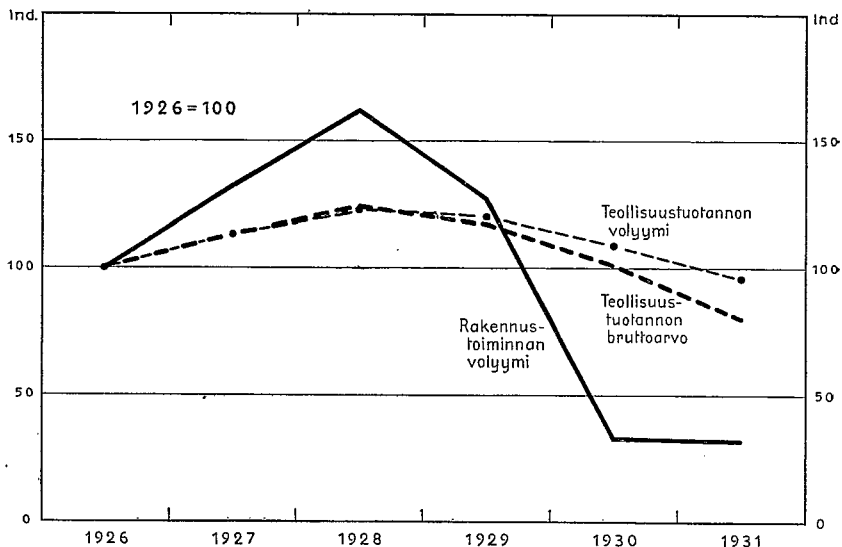
¹ Pääjohtaja RYTIN lausunnosta rakennusurakoitsijain lähetystölle syksyllä 1928. Ks. FINANSBLADET 49/1928.

² Ks. HUGO E. PIPPING, m.k., s. 106—108. Vrt. myös MIKKO TAMMINEN, m.t., s. 238—240.

³ Ks. LEAGUE OF NATIONS, International Currency Experience, s. 75 ja seur. Vrt. MONTGOMERY, m.t., s. 204

⁴ Ks. SUOMEN PANKKI 1929, s. 11.

Kuvio 22. Teollisuustuotanto ja rakennustoiminta vuosina 1926—1931.



ylipäänsä suhtauduttiin asiantuntijoiden taholla varsin pessimistisesti tulevaisuuteen, vaikkei viennin määrällinen kehitys kokonaisuutena katsoen vielä vuonna 1929 ollut mitenkään huolestuttava.

Ei ole ihmeteltävää, että Suomen Pankin johtokunta tällaisissa olosuhteissa piti välttämättömänä jyrkästi restriktiivistä luottopolitiikkaa, varsinkin kun tuonti ei kriisin puhkeamisen jälkeen aluksi juuri lainkaan osoittanut supistumisen merkkejä ja jatkui vielä koko vuoden 1929 sekä arvoltaan että volyymiltaan suurempana kuin vuonna 1927.¹ Viennin arvon ja volyymin kasvusta huolimatta vuosi 1929 päättyikin 572 miljoonan markan suuruiseen tuonnin enemmyyteen vaihtotaseen vajauksen ollessa viitisenkymmentä miljoonaa markkaa pienempi (ks. kuviota 21, s. 213).

Keskuspankin luotto- ja korkopolitiikan arvostelun painopisteen on täten ilmeisesti oltava noususuhdanteen tapahtumissa. Sen jälkeen kun kriisi oli puhjennut, Suomen Pankki noudatti silloisissa olosuhteissa täysin ymmärrettävää ja oikeaoppista kultakantamaan keskuspankin politiikkaa valuuttavarantonsa ja setelinantoreservinsä suojelemiseksi.

¹ Tästä kulutuksen joustamattomuudesta johtuneesta viivästysilmiöstä vrt. WARIS, m.t., s. 188 ja 218.

Toinen asia on, ettei ilmeisesti ollut viisasta päästää tilannetta kehitty-mään niin joustamattomaksi, kuin millaiseksi se syksyllä 1928 muodostui.

Voidaan tietenkin myös kysyä, oliko oikein ja tarkoituksenmukaista, että luottorajoitukset erityisen ankarasti kohdistettiin juuri rakennus-toimintaan. Tähän on taas vastattava, että niin suuria vaikeuksia kuin jo alulle pantujen rakennusyritysten rahoittaminen vuonna 1929 kohta-sikin, ne saatiin kuitenkin suurimmalta osaltaan tavalla tai toisella voi-tetuksi. Tosiasiallisesti kaupungeissa vuoden 1929 aikana valmistuneiden asuntojen luku kohosi vielä miltei vuoden 1927 tasolle. Samalla maa-seudun rakennustoiminta jatkui koko vuoden vilkkaana.¹ Näin ollen ei voida sanoa harjoitetun luottopolitiikan loppujen lopuksi johtaneen mi-hinkään katastrofaaliseen rakennustoiminnan katkaisemiseen. Työllisyys-tilanne pysyi myös suurimman osan vuotta 1929 varsin hyvänä. Vuoden lopulla vasta uusien rakennusyritysten lukumäärän voimakas supistu-minen, vähenevät metsänhakuut ja pessimistiset tulevaisuuden odotuk-set jo huomattavassa määrin heikensivät aktiviteettia ja työllisyyttä. Tämä on kuitenkin pääosaltaan luettava johtuneeksi kansainvälisestä suhdannekäänteestä ja alenevasta hintakehityksestä, joka Yhdysvaltain pörssiromahduksen jälkeen lokakuussa 1929 sai yhä selvemmat piirteet.

Tarkasteltaessa vuoden 1928 kotimaisen rahakriisin reaalityöllistä merkittävyttä sen epäedullisia vaikutuksia ei siten ole liioiteltava. Psy-kologinen kriisitunnelma oli kieltämättä meillä vallitsevana jo ennen kuin sitä oli selvästi havaittavissa kansainvälisillä markkinoilla. Siitä huolimatta Suomen talouselämä toimi vielä varsin intensiivisesti, eri elinkeinojen kokonaistulon indeksi vuonna 1929 oli 112 (1926 = 100), eli vain 4 pistettä pienempi kuin vuonna 1928 ja pisteen alhaisempi kuin vuonna 1927.² Verrattuna Ruotsin kehitykseen, jossa kansantulo vielä vuonna 1929 muodostui edellisen vuoden tuloa huomattavasti suurem-maksi, meidän tilanteemme oli kylläkin selvästi epäedullisempi. Edellä esitetyn tarkastelun valossa voidaan kuitenkin perustellusti väittää, että investoinnin ja kansantulon kasvu meillä juuri vuosina 1927 ja 1928 oli valuutta-asemaamme nähden tapahtunut liian nopeasti. Pitempään kestäneen nousun edellytyksenä olisi ollut vahvempi »kansainvälinen valuuttamarginaali» t.s. lähinnä joko suurempi säästäväisyys ja/tai vah-vempi valuuttavaranto ja/tai paremmat ulkomaisen luoton saannin mahdollisuudet.³

¹ Ks. SUVIRANTA, m.t., s. 153.

² Ks. WARIS, m.t., taulukko IV.

³ »Kansainvälisen valuuttamarginaalin» merkityksestä ja suuruudesta ks. BRINLEY THOMAS, Monetary Policy and Crises, s. 119 ja seur.

22. Rahatalouden kehitys ja diskonton alentaminen vuonna 1930.

Rahamarkkinain tila pysyi kireänä koko vuoden 1929. Vaihtotase muodostui 520 miljoonan markan verran passiiviseksi, mikä ei täysin kompensoitunut ulkomaisen luotonotonkaan avulla, vaan Suomen Pankin valuuttavaranto heikkeni edelleen. Lisäksi myös pankin suoranainen luotonanto oli alenemaan päin. Yhteiskunnan kassa supistuikin täten vuoden aikana 185 miljoonaa markkaa. Lähinnä vuoden loppupuolella alkaneen talouselämän vähittäisen lamaantumisen johdosta yleisön kassantarve kuitenkin myös väheni, samalla kun pankkien luotonanto alkoi supistua. Tällä tavoin rahamarkkinain kireys, joka oli saavuttanut huippunsa vuoden keskivaiheilla, loppua kohti rupesi helpottumaan, ja pankkien likviditeetti oli vuoden päättyessä hiukan parempi kuin sen alussa.

Kireys löi leimansa myös korkojen kehitykseen. Korot olivat ylipäänsä nousussa ja vuoden lopussa $\frac{1}{2}$ —1 % korkeammat kuin vuoden vaihteessa 1928/1929. Suurpankit sovelsivat vuoden 1929 päättyessä luotonannossaan yleensä $8\frac{1}{2}$ — $11\frac{1}{2}$ %:n korkoja ja muut liikepankit 10—13 %, kun taas talletuskorko oli 7—8 % ja shekkiteileilläkin $5\frac{1}{2}$ %. Säästöpankkien talletuskorot olivat yleisimmin $7\frac{1}{2}$ — $8\frac{1}{2}$ % ja antolainauskorot 9—10 %. Luotonsaannin kireyden vuoksi yksityislainauksessa vaadittiin ja maksettiin usein vielä melkoisesti korkeampia korkoja.

Sen jälkeen kun Englannin Pankki syyskuun lopulla 1929 oli lähinnä amerikkalaisen pääoman »kotiin vetämisen» vuoksi nostanut diskonttonsa $5\frac{1}{2}$ %:sta $6\frac{1}{2}$ %:iin ja mm. Ruotsi välittömästi seurannut esimerkkiä, odotettiin meilläkin uutta diskonton korotusta. Asiaa lieneekin vakavasti harkittu, mutta tilanteen ei katsottu vaativan lisäkiristystä, kun kehitys kotimaan rahamarkkinoilla muuten kulki jo kevenevään suuntaan.¹

Rahamarkkinain tilassa tapahtuikin vuoden 1930 alkupuolella selvä käänne parempaan. Sen aiheuttivat ensiksi lähinnä ulkomailta saadut suuret luotot, joiden ansiosta Suomen Pankin valuuttavaranto vuoden alusta toukokuun loppuun lisääntyi yli 350 miljoonaa markkaa. Tämä taas heijastui heti liikepankkien kassa-asemasta siten, että rediskonttaukset vastaavasti supistuivat. Tätä kehitystä oli omansa edistämään jatkuvasti hiljentynyt aktiviteetti, mikä supisti yleisön kassantarvetta ja edelleen kevensi pankkien kassatilannetta.

Näin ollen Suomen Pankin johtokunta edellä mainittuihin kehitys-ilmiöihin viitaten katsoi huhtikuun lopulla olevan syytä diskonton alentamiseen $\frac{1}{2}$ %, mikä tapahtuikin 28. 4. 1930. Toimenpidettä perusteltiin

Ks. HUFVUDSTADSBLADET 3. 9. 1929 ja ÅBO UNDERRÄTTELSE 28. 9. 1929.

myös viittaamalla korkojen alenevaan kehitykseen ulkomailla sekä suuresti parantuneisiin ulkomaisen luoton saantimahdollisuuksiin. Kotimaassa taas »tukkuhintaindeksi samoin kuin elinkustannusindeksikin osoittivat jatkuvasti alenevaa suuntaa, mikä on omansa vaikuttamaan hillitsevästi uuteen yritteliäisyyteen, mutta vaatii myös alemmilla koroilla koettamaan helpottaa käynnissä olevan elinkeinotoiminnan asemaa.»¹

Vaikka vuoden aikana saadut ulkomaiset lainat miltei kokonaisuudessaan käytettiin entisten lyhytaikaisten luottojen maksamiseen, ulkomaankaupan vientivoittoisuus ja toisaalta talouselämän laimentunut rahankysyntä pitivät pankkien likviditeetin huomattavasti parempana kuin vuonna 1929. Saatettiinpa kesällä 1930 puhua liikepankkien kohdalla jopa tietyistä sijoitusvaikeuksista ja rahanrunsaudesta.²

Suomen Pankin tahollakin pidettiin tilannetta loppukesästä kypsänä uudelle diskonton alentamiselle. Elokuun 26 päivänä pankkivaltuusmiehille lähettämässään kirjelmässä johtokunta lausui mm.: »Siihen nähden, että varsinkin liikepankeilla mutta osittain jo myös säästöpankeilla on melkoisia määriä sijoittamattomia varoja ja että hyväksyttävän luoton kysyntä vallitsevan lamakauden takia varsinkin liikepankeissa on sangen vähäistä, voidaan toivoa, että jos Suomen Pankki alentaa diskonttoa, muut rahalaitokset ennen pitkää saadaan seuramaan esimerkkiä. Tällainen yleinen korkojen lasku on Johtokunnan mielestä nykyisin erittäin toivottava varsinkin tuotantotoiminnalle, joka yhä enemmän kärsii jatkuvasta ja pahenevastakin lamakaudesta melkein kaikkialla maailmassa. . . Näissä oloissa on Johtokunta, harkitessaan tilannetta, tullut siihen käsitykseen, että on mahdollista ja toiselta puolen vaarantonta taas jonkun verran alentaa pankin sovelluttamia korkomääriä. . .» Virallinen diskonttokorko laskettiin elokuun 28 päivästä 1930 lähtien 6 %:iin. (Kuviot 18 ja 23).

Niin kuin kummankin diskonton alennuksen perusteluista ilmenee, Suomen Pankin johtokunnan taholla kiinnitettiin nyt erityistä huomiota toisaalta hintojen alenevaan kehityssuuntaan ja toisaalta reaalitaloudelliseen kehitykseen. Tässä suhteessa esitetty motiivointi oli vakuuttavampaa ja täydellisempää kuin vuoden 1927 diskonton alennusten yhteydessä. Samalla myös edellytykset korkokannan alentamiseen olivat reaalitaloudellisesti tarkastellen aivan toisenlaiset kuin edeltäneen nousu-

¹ Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1930, liitteet.

² Vrt. MERCATOR 34/1930. 22. 8. 1930.

suhdanteen aikana. Suomen Pankin diskonttopolitiikka liittyi nyt siihen kansainväliseen korkojen alentamispyrkimykseen, jonka avulla syksystä 1929 yhä huolestuttavammat mittasuhteet saavuttanut hintojen lasku ja talouselämän lamaantuminen yritettiin saada pysähtymään, Lokakuun 1929 pörssiromahduksen yhteydessä 6 %:iin nostettu New Yorkin Federal Reserve Bankin diskontto oli täten jo kesään 1930 mennessä laskettu 2½ % :iin eli alemmaksi kuin milloinkaan ennen. Samanaikaisesti Englannin virallinen diskontto oli painunut 6½ %:sta 3 %:iin, Ruotsin ja Tanskan 5½ %:sta 3½ %:iin jne.

Toinen asia on, että korkojen alentamispolitiikka, joka tosin varsin hitaasti ja vähän vaikutti pitkien lainojen korkokantaan, ainakin silloisissa oloissa osoittautui tehottomaksi stimuloimaan yritteliäisyyttä. Niin vaikeata kuin nousevan hintatason ja optimististen tulevaisuuden odotusten vallitessa olikin korkokantaa korottamalla rajoittaa sijoitustoimintaa, vielä vaikeammaksi osoittautui yritys alenevan hintatason aikana saada deflatorinen kehitys pysähtymään. Kaikki odottivat vain hintatason vakaantumista, koska kymmenien prosenttien suuruiset hintojen laskut tekivät alhaisimmankin korkokannan liian rasittavaksi. CASSELIN käsityksen mukaan perussyynä hintojen laskuun ja diskonttopolitiikan epäonnistumiseen oli se, että keskuspankit liian myöhään ja liian varovasti ryhtyivät alentamaan diskonttokorkojaan. Teoreettiselle käsitykselle uskollisena hän tehosti, että silloisessakin tilanteessa täytyi löytyä »tasapainodiskontto», joka pystyi pitämään hintatason vakaana. Pulan kulku ja myöhemmän lamakauden vaiheet osoittivat kuitenkin tämän käsityksen selvästi liian optimistiseksi.¹

Niin kauan kuin aleneva kehitys oli vallalla maailmanmarkkinoilla; ei meilläkään luonnollisesti ollut suuria toiveita yritteliäisyyden vilkastuttamisesta pelkästään korkokantaa alentamalla. Sikäli kuin tämä olisi onnistunutkin, ts. sikäli kuin esim. rakennustuotantoa elvyttämällä ja ylläpitämällä olisi voitu keventää heikkenevien vientisuhdanteiden aiheuttamaa työttömyysrasitusta, ratkaistavana olisi joka tapauksessa vielä ollut maksutaseen tasapainottamisongelma. Vuonna 1930 otetut pitkäaikaiset ulkomaiset lainat käytettiin — ja suureksi osaksi oli suoranaisesti pakko käyttää — lyhytaikaisten luottojen maksamiseen. Samalla tullinkorotusten ja tulotason alenemisen johdosta vahvistunut kauppataasekaan ei osoittanut kuin runsaan 150 miljoonan markan ylijäämää. Seuraavana vuonna puhjenneen kansainvälisen luottopulan valossa näyt-

¹ Vrt. CASSEL, Fördröjd diskonttopolitik. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Juli 1930.

tääkin ilmeiseltä, ettei meillä käsiteltävänä ajankohtana missään tapauksessa olisi ollut sanottavia mahdollisuuksia kotimaisen vastasuhdanteen ylläpitämiseen ainakaan kultakannan puitteissa ja ilman tuonnin säännöstelyä. Diskonttokoron voimakkaankin alentamisen vaikutus oli näissä oloissa pakostakin tuomittu jäämään lähinnä »moraaliseksi» ja depression painoa jo otettujen luottojen kohdalla tietyissä määrin keventäväksi.

Toinen kysymys on, missä määrin Suomen Pankki olisi silloisissa oloissa voinut harjoittaa rohkeampaa korkopolitiikkaa ja diskonttoaan voimakkaammin alentamalla tosiasiallista enemmän helpottaa velallisten asemaa. Tähän suuntaan käyviä vaatimuksia ei puuttunutkaan, samalla kun keskuspankkia jo tällöin syytettiin liian restriktiivisestä ja varovaisesta luottopolitiikasta.

Kysymyksessä on erotettavissa kaksi puolta. Suomen Pankki olisi toisaalta voinut diskonttoaan jyrkemmin alentamalla suoranaisesti yrittää saada markkinakorot seuraamaan mukana ja/tai se olisi voinut luotonantoon lisäämällä parantaa rahalaitosten likviditeettiä sekä siten luoda paremmat edellytykset yleiselle korkotason alenemiselle.

Ensin mainittu toimenpide, diskonton voimakas alentaminen yksinään ilman rahamarkkinain likviditeettiä parantavia toimenpiteitä, tuskin olisi osoittautunut tehokkaaksi yleisen korkokannan alas painajaksi. Virallinen diskontto oli jo muutenkin 1—1½ % alhaisempi kuin liikepankkien alimmat vekselikorot, ja toisaalta oli ilmeistä, että liikepankit, joiden talletuskorko vuonna 1930 seurasi diskonton alenemista, eivät olleet halukkaita voimakkaammin laskemaan korkojaan, jolleivät muut rahalaitokset menetelleet vastaavasti.¹ Vuoden aikana tapahtunut likviditeetin paraneminen taas tuntui lähinnä vain liikepankeissa, joiden ottolainaustileille ulkomaisista luotoista saatuja varoja ensisijaisesti sijoitettiin. Maaseudulla rahalaitosten kassa-aseman vahvistuminen oli hitaampaa ja vähäisempää. Osaksi tästä syystä, osaksi aikaisemmin selotetun kilpailun aiheuttaman kitkän vuoksi korkojen alentamispyrkimykset kohtasivat maaseudulla jäykempää vastustusta kuin kaupungeissa. Niinpä säästöpankkien, osuuskassojen ja osuuskauppojen säästökassojen keskuselinten kehoitukset yleiseen korkojen alentamiseen heinäkuun 1 päivästä 1930 saivat osakseen tuntuvasti vähemmän vastakaikua maaseudulla kuin kaupungeissa.² Näin ollen on todennäköistä, että virallisen

¹ Ks. Pankkiyhdistyksen hallituksen kokouspöytäkirjat 1930.

² Valtionvarainministeriön suorittaman kyselyn mukaan säästöpankit sovelsivat vuonna 1930 seuraavia talletuskorkoja:

diskonton »suuremmat alennukset olisivat (vain) saattaneet Suomen Pankin korkomäärät poikkeuksellisen etäälle rahamarkkinoilla muuten valjinneista koroista.»¹

Mitä kysymyksen toiseen puoleen tulee, on ensinnäkin todettava yhteiskunnan kassan supistumisen vuosina 1929—1930 pääasiallisesti aiheutuneen Suomen Pankin liikepankeille ja yksityisille liikkeille antaman luoton vähenemisestä, jota valuuttavarannon lievä vahvistuminen enempiä kuin valtion pano- ja ottotilisaatavan pienenemisenkään eivät pystyneet kompensoimaan (ks. asetelmaa s. 217). Laman syventyessä yleisön kassantarve supistui kuitenkin myös huomattavasti, minkä vuoksi pankkien likviditeetti loppujen lopuksi vahvistui huolimatta yhteiskunnan kassan vähenemisestä. Vaikkei voidakaan sanoa Suomen Pankin harjoittaneen varsinaista kontraktiopoliittikkaa, tiettyä kontraktiivista painetta oli kuitenkin havaittavissa. Tämä näkyy siitä, että yleisön osuus yhteiskunnan kassavaroista oli vuosina 1929—1931 hieman nousemaan päin (ks. kuviota 39, s. 279).

Näissä oloissa esim. 100 miljoonan markan suuruinen yhteiskunnan kassan vahvistus olisi epäilemättä aiheuttanut vastaavan suuruisen rahalaitosten likviditeetin lisäyksen, ilman että vuotta enempiä yleisön kassoihin kuin ulkomaillekaan olisi tarvinnut pelätä. Rahamarkkinainkeventämisellä ei hintojen silloisen kehityksen aikana kaiken todennäköisyyden mukaan olisi ollut aktiviteettia suurentavaa vaikutusta. Yhtä epävarmaa on kuitenkin, missä määrin esimerkiksi tuon suuruinen likviditeetin lisäys olisi pystynyt alentamaan yleistä korkotasoa. Kassan vahvistus olisi joka tapauksessa pitänyt saada ohjatuksi maaseudun rahalaitoksille, ja sittenkin on epätietoista, miten suuri maksuvalmiuden paraneminen olisi ollut tarpeen niiden keskinäisen kilpailun aiheuttaman kitkan voittamiseksi. Todennäköisyys puhuu pikemminkin sen puolesta, että rahalaitosten likviditeettipreferenssikäyrä tuolloin oli varsin jous-

Korko	Kaupunkipankeista		Maaseutupankeista	
	tammik.	heinäk.	tammik.	heinäk.
7 %	0.6 %	61.0 %	0.6 %	6.2 %
7½ »	73.1 »	26.0 »	26.3 »	36.8 »
8 »	21.5 »	12.9 »	59.6 »	52.4 »
8½ »	4.8 »	0.1 »	13.2 »	4.5 »
9 »	—	—	0.3 »	0.1 »

Ks. J. W. MINNI, Säästöpankkien nykyiset korkomäärät. Säästöpankki no. 9/1930.

¹ Pankkivaliokunnan mietintö no. 5. VALTIOPÄIVÄT 1931. Asiakirjat IV—V. Vrt. myös MERCATOR 36/1930: »Den sjunkande räntans problem».

tava, joten koron alentaminen ekspansiivisen rahapolitiikan avulla olisi saattanut vaatia melkoisen suurimittaisia toimenpiteitä.

Silloisessa tilanteessa oli edellä esitetyn valossa näin ollen kylläkin varsin epätodennäköistä, että »jos . . . puuttuvaa pääomaa koetetaan korvata lisätyllä paperirahan annolla, aiheuttaa täten markkinoille heitetty keinotekoinen ostokyky hintain nousua, kauppataseen huononemista ja arveluttavia vaikeuksia maan valuutan arvon hallitsemisessa.» Siitä huolimatta voidaan pääasiassa yhtyä käsitykseen, että »jos Suomen Pankki olisi tavallisuuden mukaan tahtonut pitää luottopulan varalta melkoisen määrän setelinanto-oikeuttaan käyttämättömänä, pankilla ei olisi ollut edes mahdollisuutta lisätä luotonantoon niin paljon, että se olisi hintatasoon ja rahamarkkinoihin oleellisesti vaikuttanut.»¹ Silti ei ole kiellettävissä, etteikö ekspansiivisemmän rahapolitiikan yhdistäminen voimakkaampaan diskonton alentamispolitiikkaan olisi saattanut johtaa markkinakorkojen jyrkempään laskuun. Tähän päästiin kuitenkin — ja pienemmin riskein — toistakin tietä.

23. Korkosopimuksen solmiminen.

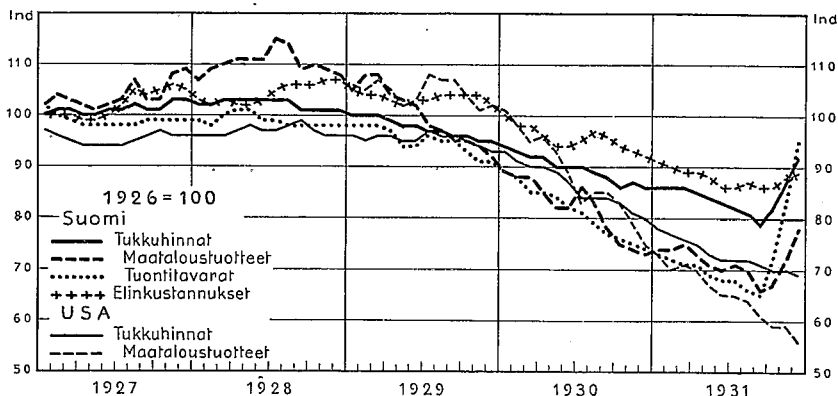
Ottaen huomioon sen tyytymättömyyden, mikä jo noususuhdanteen aikana oli kohdistunut korkokannan korkeuteen, ei ole ihmeteltävää, että pyrkimykset korkotason alentamiseen saivat lamakauden syventyessä aivan uutta voimaa ja kantavuutta. Yleinen korkokanta oli jälleen kohonnut samaan korkeuteen, miltä vuosina 1924—1925 oli lähdetty sitä alentamaan, ja toisaalta yleistaloudellinen tilanne oli silloista monin verroin raskaampi.

Maataloustuotteiden hintojen lasku oli sekä maailmanmarkkinoilla että meillä muodostunut erityisen voimakkaaksi, niin että vuonna 1930 tuotujen elintarvikkeiden hinnat olivat keskimäärin 30—40 % alhaisemmat kuin vielä vuonna 1929. Kotimaisten maataloustuotteiden tukkuhintaindeksi laski taasen 73 pisteeseen joulukuussa 1930 (1926 = 100). Työ- ja tarvikkekustannukset eivät olleet vastaavasti vähentyneet, minkä vuoksi maatalouden kannattavuus oli selvästi heikentynyt. Näissä oloissa kävi edellisinä vuosina mm. maatalouden teknillisen tason kohottamisen vuoksi voimakkaasti kasvaneen velkataakan rasitus ankaraksi. Tilanetta oli edelleen omiaan vaikeuttamaan metsätulojen radikaali supistuminen vuosina 1929—1930.² Suhdanteiden huononeminen aiheutti myös

¹ Pankkivaliokunnan mietintö no. 5. VALTIOPÄIVÄT 1931.

² Vrt. O. W. WILLANDT, Maatalouden velkaantumisesta Suomessa, BR. SUVIRANTA, Suomi ja maailman talouspuola ja KLAUS WARIS, m.t., s. 79 ja seur.

Kuvio 23. Hintojen kehitys vuosina 1927—1931.



maaseudulla melkoista työn puutetta jo talvikautena 1929/1930, ja seuraavana talvena maaseudun työttömien luku kohosi yli 30 000:n. (Kuvio 29, s. 248).

On helposti käsitettävissä, että tällaisessa tilanteessa korkea korkokanta, joka maaseudulla suurelta, jollei suurimmalta osaltaan katsottiin rahalaitosten syyksi, herätti kiihtymystä ja voimakkaita vaatimuksia sen alentamiseksi. Rahalaitosten piirissä tämä yleisen mielipiteen voima ja ulkopuolinen painostus tunnettiin tietenkin selvästi. Kieltämättä kaikilla vastuunalaisilla tahoilla pyrittiinkin mahdollisuuksien mukaan edistämään ponnistuksia korkokannan laskemiseksi. Liikepankit, jotka kesäkuun 21 päivänä 1930 olivat saaneet aikaan uuden keskinäisen korkosopimuksen syksyllä 1928 rauenneen sijaan, alensivat vuoden aikana ottolainauskorkonsa 7 %:sta 6 %:iin antolainauskorkojen laskiessa vastaavasti; uuden sopimuksen mukaan kaikki liikepankit sovelsivat samaa talletuskorkoa. Säästöpankkien samoin kuin osuuskassojenkin taholla tehtiin myös vakavia ponnistuksia korkojen alentamiseksi, ja osaksi nämä pyrkimykset johtivatkin tuloksiin, niin että säästöpankkien korkojen voidaan sanoa tammikuusta 1930 tammikuuhun 1931 alentuneen keskimäärin $3\frac{1}{4}$ —1 %:n verran.¹

Joka tapauksessa korkokannan alentaminen tapahtui siinä määrin hitaasti, että kiihtymys kasvoi ja vaatimukset suoranaiseen koronsään-

¹ Ks. J. W. MINNI, Säästöpankkien nykyiset korkomäärät. Säästöpankki 9/1930 ja 3/1931. Ks. myös Säästöpankkiliiton vastausta Taloudelliselle neuvottelukunnalle. Säästöpankki 2/1929; OSKAR NIX, Ottolainauskoroista, 5/1919; K. J. KALLIALA, Korkokysymys, 6/1930; J. LAHERMA, Päivän tunnus on; korko alas! 9/1930,

nöstelyyn siirtymisestä jatkuvasti vuoden 1930 kuluessa vain voimistuvat. Tämän painostuksen alaisina johtavat rahalaitosmiehet ennen pitkää havaitsivat, että yhteistoiminnan aikaansaaminen eri rahalaitosryhmien välille oli suorastaan välttämätöntä, jos mieli estää lainsäädännöllisen koronsäännöstelyn voimaan saattaminen.

Suoranaiset neuvottelut kaikkien rahalaitosten välisen yleisen korkosopimuksen solmimiseksi aloitettiin pääjohtaja RYTIM puheenjohtolla tammikuun 5 päivänä 1931.¹ Jatkuvan ulkopuolisen painostuksen, kansalaiskokousten ja ponsilauseلمien säestyksellä käytyjen uutterien neuvottelujen tuloksena saatiin maaliskuun 24 päivänä allekirjoitetuksi korkosopimus, joka astui voimaan seuraavan heinäkuun alusta.² Sopimuksen tärkein pykälä oli rahalaitosten jakaminen korkeimman sallitun ottolainauskoron mukaan kolmeen luokkaan siten, että ensimmäiseen ja alimpaan luokkaan tulivat kuulumaan liikepankit, Suomen Kiinteistöpankki Oy., Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki ja Osuuskassojen Keskuslainarahasto Oy., toiseen suuremmat säästöpankit, osuuskassat ja osuuskauppojen säästökassat sekä kolmanteen ne edellisessä kohdassa mainitut rahalaitokset, joiden lainanotto ei noussut 30 miljoonaan markkaan. Eri luokkien ottolainauskorkojen välinen marginaali määrättiin $\frac{1}{4}$ %:ksi. Samalla päätettiin muodostaa erityinen »Rahalaitosten yhteislautakunta», jonka tehtävänä oli ratkaista, milloin ja minkä verran korkoja muutetaan. Lisäksi sovittiin myös eräistä teknillisluonteisista määräyksistä ottolainausta koskevien säännösten yhdenmukaistamiseksi.

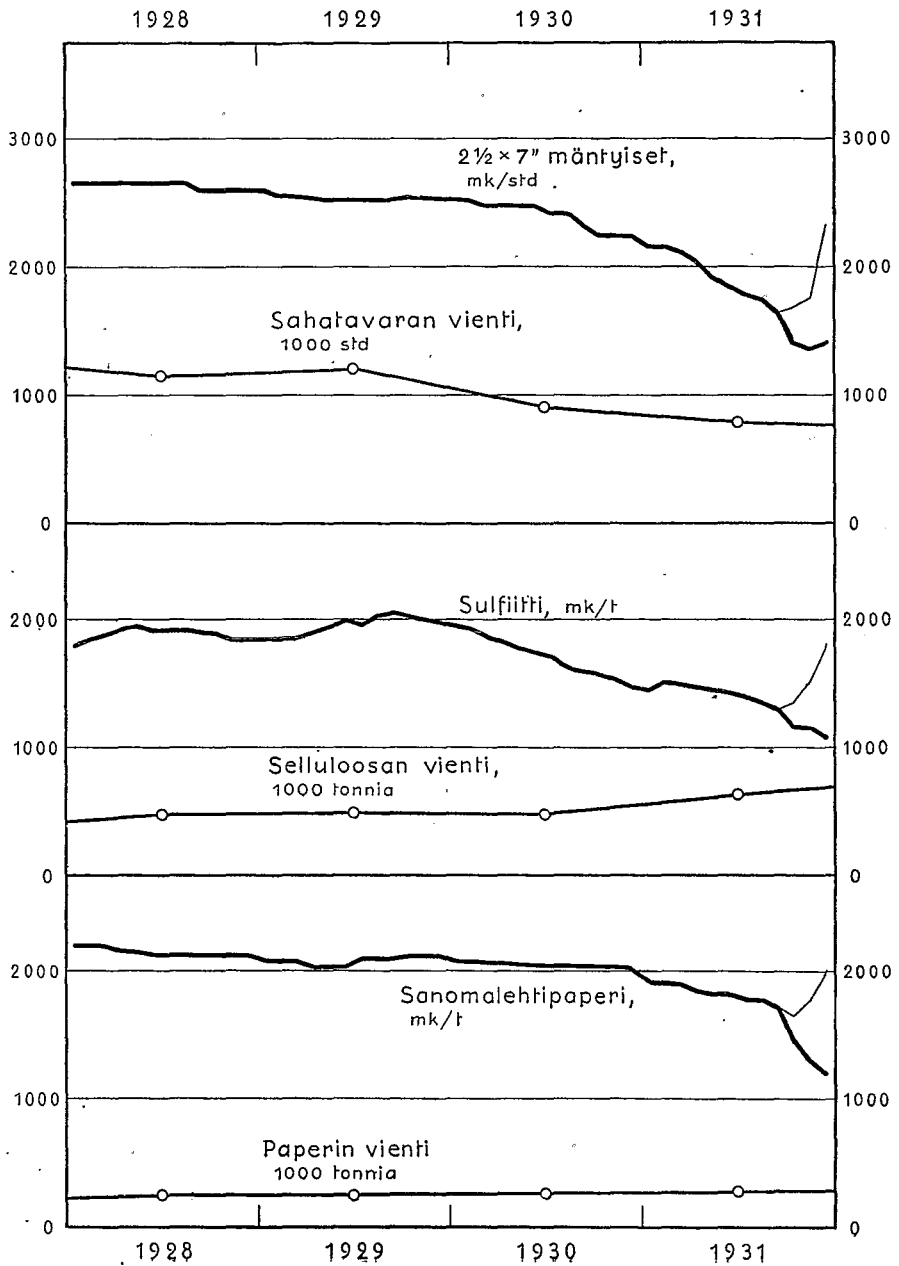
Samalla päätettiin suorittaa yleinen korkokannan alentaminen heinäkuun alusta 1931 siten, että ottolainauskorot sen jälkeen tulivat olemaan talletustileillä $5\frac{1}{2}$ —6 % ja shekkibileillä $3\frac{1}{2}$ —4 %. Useimpien säästöpankkien, osuuskassojen ja osuuskauppojen säästökassojen kohdalla tämä tiesi 1— $1\frac{1}{2}$ %:n suuruisia talletuskoron alentamista, samalla kun liikepankkien osalta aleneminen rajoittui $\frac{1}{2}$ %:iin.³ Myös antolainauskorot alenivat, joskaan ei aivan vastaavassa määrässä.

¹ Kenen aloitteesta nämä neuvottelut viime kädessä saatiin aikaan on sinänsä toisarvoinen ja mahdollisesti selvittämättömäksi jäävä kysymys. Halua ja harrastusta oli niin hyvin keskuspankin kuin asianomaisten rahalaitosryhmien taholla. Ks. esim. ALEXANDER FREY, Bankernas verksamhet under år 1930. Mercator 8/1931 ja K. J. KALLIALA, Korkosopimukset Suomessa. R. v. Fieandtin jühlajulkaisu, s. 63.

² Ks. neuvotteluista lähemmin KALLIALA, m.k. sekä neuvottelujen kokouspöytäkirjat Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen arkistossa.

³ Ks. KALLIALA, Korkosopimukset Suomessa, s. 64.

Kuvio 24. Metsäteollisuuden viennin volyymi ja vientihinnat vuosina 1928—1931.



Yleistä korkotasoa onnistuttiin täten huomattavasti laskemaan ja samalla saatiin aikaan kauan kaivattu järjestys korkomarkkinoille. Lamakauden ja maatalouspulan herättämä tyytymättömyys korkokannan korkeuteen ei kuitenkaan vielä asettunut, vaan sai päinvastoin uutta yllykettä kultakannasta eroamisen aiheuttamien korkopoliittisten toimenpiteiden jälkeen.

24. Suomen Pankin korkopoliittikka ristiaallokossa.

Niin merkittäviä ja puhtaasti kotimaisten tekijöiden valossa hyvin perusteltuja toimenpiteitä kuin korkosopimuksen solmiminen ja siihen liittynyt korkokannan alentaminen olivatkin — joita kumppaakin Suomen Pankki oli innokkaasti ajamassa — kultakantajärjestelmään kuuluvan keskuspankin kannalta tilanteen kehitys ei kaikilta kohdiltaan nytkään näyttänyt olevan täysin sopusoinnussa korkojen alentamispolitiikan kanssa. Suomen Pankin kulta- ja valuuttavaranto, joka saatujen ulkomaisten luottojen ansiosta alkukesästä 1930 oli kohonnut päälle 1 300 miljoonan markan, oli sen jälkeen yhtä mittaa pienentynyt, niin että se seuraavan vuoden kesäkuussa oli jo painunut 950 miljoonaan. Samalla valuuttavarannon supistuminen ei vastoin tavallisuutta ja vientivaluuttojen kertymisestä huolimatta vuoden 1931 heinäkuussakaan kääntynyt nousuksi, vaan aleneva suunta jatkui edelleen (kuvio 25, s. 236).

Kokonaisuutena katsoen ei valuuttatilanteen kehitys kuitenkaan ollut niin huolestuttava, kuin pelkästään valuuttavarannon kehityskäyrän seuraaminen saattaisi antaa aihetta olettaa. Tosiassiallisesti kauppatase kehittyi koko vuoden 1931 ajan ennätöksellisen voimakkaan vientivoittoisuuden merkeissä, eikä siltä taholta ilmeisesti ollut odotettavissa valuuttatilanteen järkytyksiä. Valuuttojen vähenemisen syynä olikin toisaalta suomalaisten obligaatioiden ostaminen kotimaahan ja toisaalta yhä laajemmat mittasuhteet saavuttanut lyhytaikaisten ulkomaisten luottojen maksaminen. Selvitysten puuttuessa on vaikeata sanoa, missä määrin tämä johtui velallisten halusta vapautua luotoistaan ja missä määrin taas oli kysymyksessä suoranainen luottojen irtisanominen niiden antajain puolelta. Joka tapauksessa näiden luottojen suorittamisen katsottiin sinänsä vahvistavan maan raha-asemaa, samalla kun valuuttatilanteen kehitystä ei kauppataseen vientivoittoisuuden johdosta pidetty huolestuttavana.¹

¹ Ks. SUOMEN PANKKI 1931, s. 12, Ks. myös RISTO RYTI, Maailman finanssikriisi, s. 29.

Toukokuun lopulla Itävallasta käsin alkanut finanssikriisi, joka kesäkuussa oli jo vähällä johtaa Saksan rahataloudelliseen luhistumiseen ja aiheutti siellä diskontton korottamisen peräti 15 %:iin¹, vaikutti meidän oloihimme sikäli, ettei Suomen Pankki katsonut voivansa — niin kuin vielä kevättalvella 1931 oli ajateltu — alentaa diskonttoaan yhdessä muiden rahalaitosten suorittamien koronalennusten kanssa². Suoranaista ulkomaisen pääoman pakoa aiheuttanut vaikutusta tällä vähitellen yhä laajemmalle levinneellä luottamuspulalla ei kuitenkaan vielä kesän aikana voida sanoa mainittavassa määrin olleen meidän rahamarkkinoillamme.³

Joka tapauksessa on todettava »sisäisen» ja »ulkoisen» korkopoliitiikan vaatimusten viimeistään jo kesällä 1931 käyneen eri suuntiin. Valuuttatilanteen kehitys ja ennen kaikkea lähestyvän myrskyn merkit kehoittivat jyrkentämään diskonttopoliitiikkaa. Toisaalta kotimaan suhdannekehitys selvästi puolsi koronalennuspolitiikan jatkamista. Jos Suomen Pankki tässä tilanteessa olisi nostanut virallista diskonttoaan, se olisi epäilemättä vaikuttanut epäedullisesti mahdollisuuksiin korkosopimuksen voimaansaattamiseksi ja ilmeisesti ainakin tehnyt tyhjäksi jo päätetyn korkojen alentamisen.

Olisiko diskontton korottaminen jo kesällä 1931 ollut kultakannan säilyttämisen kannalta tehokas ja tarkoituksenmukainen toimenpide? Kaiken todennäköisyyden mukaan ei näin olisi ollut laita. Sikäli kuin kysymyksessä oli vapaaehtoinen lyhytaikaisten luottojen takaisinmaksu, diskontton korkeudella ei voi olettaa olleen juuri merkitystä. Korkeintaan voisi ajatella korkeamman korkokannan yritteliäisyyttä supistaessaan periaatteessa pikemminkin lisäävän luottojen suoritushalua ja varastojen likvidointia. Ulkomaisten luotonantajien puolelta irtisanottujen lainojen osalta ei tunnu lainkaan todennäköiseltä, että koron kohtuullinen nostaminen silloisessa tilanteessa olisi pystynyt heikentämään luotonantajain puolella esiintynyttä yleistä pyrkimystä, jollei suorastaan pakkoa, oman maksuvalmiutensa vahvistamiseen. Tässäkin tapauksessa diskontton nostaminen meillä päinvastoin olisi saattanut vain ulottaa velkojien taholla syntyneen ja laajenevan epäluottamuksen Suomeakin koskevaksi, mikä olisi aiheuttanut vielä suurempaa pääomanpakoa maastamme. Ainoastaan kotimaisten obligaatioiden Suomeen ostoa korkokannan

¹ Ks. esim. SIR HENRY STRAKOSCH, Money Tangle of Postwar Period. The Lessons of Monetary Experience, Essays in Honour of Irving Fisher, s. 163 ja seur.

² Ks. SUOMEN PANKKI 1931, s. 13.

³ Ks. BANK OF FINLAND MONTHLY BULLETIN, August 1931.

nousu kenties olisi voinut jarruttaa — Lontoossa ja New Yorkissa oli Suomen valtion obligaatioiden efektiivinen korkotuotto kesällä (heinä-elokuussa) 1931 noin 7—7½ %. Ottaen huomioon, että kokonaisuutena katsoen obligaatioiden takaisinostot kuitenkin rajoittuivat suhteellisen pieniin määriin — korkeintaan saattoi olla kysymys parista sadasta miljoonasta markasta¹ — ei korkokannan nostamisen kaiken lisäksi epävarmaa edullista vaikutusta tässä suhteessa voitane pitää siihen liittyvien suurten haittojen veroisena.

Huolimatta siitä, ettei Suomen Pankin omaksuma passiivinen *wait and see*-korkopolitiikka, minkä laatuista muuten vastaavanlaisessa tilanteessa muuallakin harjoitettiin,² ollutkaan täysin sopusoinnussa kultakannan muodollisten vaatimusten kanssa, sitä täytyy kuitenkin pitää asiallisesti oikeana. Missään tapauksessa ei voida kuvitella, että aikaisemmin aloitettu tiukempi korkopolitiikka olennaisesti olisi pystynyt muuttamaan tapahtumien kehitystä sen myrskyn aikana, joka kohta syksyllä puhkesi ja johti koko kultakantajärjestelmän pirstoutumiseen.

VI. »Hoidetun valuutan» aika 1931—1938.

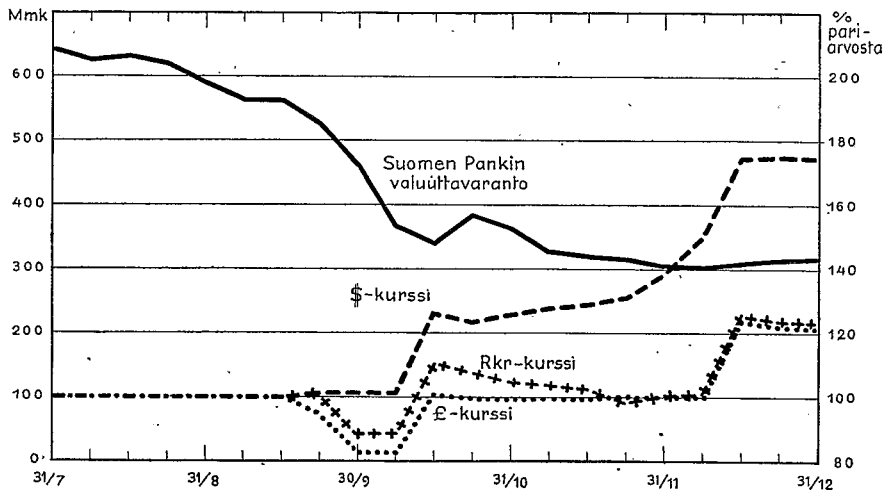
1. Luopuminen kultakannasta.

Itävallasta käsin Allgemeine Österreichische Credit-Anstaltin romahduksen jälkeen toukokuussa 1931 levinnyt luottamuspuola, jonka vaikutuksista Saksan rahataloudelliseen asemaan edellä jo on mainittu, aiheutti ennen pitkää Englannille suuria vaikeuksia. Englanti oli huomattavassa määrin toiminut kansainvälisten pääomansijoitusten välittäjänä ja lainannut mm. amerikkalaista pääomaa edelleen useille Keski-Euroopan valtioille. Näin ollen virisi sijoittajien kesken epäluuloja myös Englannin kyvyn suhteen suoriutua velvoituksistaan, kun pelättiin sen antamien luottojen jäätyvän. Hillitäkseen ulkomaisen pääoman pakoa Englanti nosti ensin diskonttonsa heinäkuun lopulla 1931 kahdessa vaiheessa 2½ %:sta 4½ %:iin. Tämä ei kuitenkaan auttanut, ja sunnuntaina syyskuun 20 päivänä 1931 julkaistiin päätös luopua seteleiden lunastamisesta, ts. kultakannasta. Samalla korotettiin diskonttokorko seuraavasta päivästä lukien 6 %:iin. Viikkoa myöhemmin Englannin esimerkiksi seurasi mm. Ruotsi, joka sillä välin oli turhaan yrittänyt saada ulko-

¹ Ks. Pankkivaltuusmiesten kertomus v:ltä 1931, s. 8.

² Vrt. NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 214.

Kuvio 25. Markan ulkomaisen arvon ja Suomen Pankin valuuttavarannon kehitys syksyllä 1931.



maista apua hupenevan valuuttavarantonsa vahvistamiseksi ja maan pysyttämiseksi kultakannalla.

Oli selvää, että nämä tapahtumat eivät voineet olla voimakkaasti vaikuttamatta myös Suomen Pankin asemaan. Valuuttavarannon väheneminen kiihtyi huomattavasti kohta Englannin kultakannasta luopumisen jälkeen. Meidän kohdallamme ei kuitenkaan ollut kysymys varsinaisesta ulkomaisen pääoman paosta, niin kuin Englannissa ja Ruotsissa oli laita.¹ Suomi ei myöskään näiden maiden tavoin ollut harjoittanut pääomanvientiä Saksaan eikä muihinkaan maihin, joten samoista syistä aiheutunutta epäluottamusta ei meitä kohtaan sinänsä ollut aihetta tuntea. Siitä huolimatta kansainvälinen epäluottamus kohdistui ilmeisesti tiettyssä määrin myös Suomeen johtaen lyhytaikaisten luottojen irtisanomisiin, samalla kun luottamuspulan leviäminen jo sellaisenaan tietysti lisäsi likviditeetin ja valuutan tarvetta velkojamaissakin. Valtaosaltaan valuutan kysynnän kiihtyminen johtui kuitenkin kurssien muutoksista, jotka olivat omiaan vahvistamaan nimenomaan punta- ja kruunumääräisten velkojen suoritus halua näiden valuuttojen alennuttua paperivaluutoiksi tulonsa jälkeen syyskuun aikana arvossaan keskimäärin

¹ Ks. MONTGOMERY, Svensk ekonomisk historia, s. 259.

13—17 %. Valuutan ostoja vilkastutti täten aivan erityisesti päivä päivältä voimistunut epäluottamus Suomen Pankin mahdollisuuksiin pysyttää markka kultakannalla, minkä vuoksi alentuneita kursseja pidettiin liikemiespiireissä väliaikaisina ja kestävämmän alhaisina.

Tässä ei ole aihetta puuttua niihin syihin, jotka saivat Suomen pysyttäytymään kultakannalla vielä senkin jälkeen, kun Ruotsi jo oli siitä luopunut.¹ Joka tapauksessa nähtiin varsin pian, etteivät ne keinot, joilla tilannetta yritettiin hallita — diskontto nostettiin lokakuun alusta 7½ %:iin, samalla kun lokakuun 5 päivänä pantiin toimeen eräitä valuuttojen myynnin rajoituksia — pystyneet ryntäystä pysähdyttämään. Kun ulkomaista apua ei ollut saatavissa ja valuuttavaranto väheni vinhaa vauhtia, Suomen Pankin johto ei nähnyt muuta keinoa kuin luopua kultakannasta. Päätös tästä tehtiin lokakuun 12 päivänä ja samalla päätettiin virallinen diskontto korottaa 9 %:iin. Valuuttakurssit, jotka tästä lähtien eivät enää olleet virallisia, vaan ainoastaan markkinakursseja, kohosivat myös: punta suunnilleen vanhan parikurssin tasalle, dollari noin 25 % ja Ruotsin kruunu noin 10 % parin yläpuolelle.

2. Suomen Pankin rahapolitiikan päämäärät.

Vajaat kuusi vuotta kestäneen kultakantaepisodin jälkeen Suomen markka oli uudelleen muuttunut paperivaluutaksi. Samalla kysymys rahapolitiikan päämääristä tuli meilläkin taas ajankohtaiseksi kultakantajärjestelmän automaattisesti sitovien ohjeiden lakattua vaikuttamasta. Valittavana oli täten monenlaisia vaihtoehtoja niin hyvin päämäärien kuin käytettävien keinojenkin suhteen. Toisaalta kultakannan »kahleista» irtautuminen oli omiaan luomaan entistä paljon väljemmät mahdollisuudet autonomisen kotimaisen suhdanepolitiikan harjoittamiseen, kun ei enää välttämättä tarvinnut ottaa huomioon kultakantajärjestelmän edellyttämää valuuttojen vapaata osto-oikeutta ainakaan kiinteisiin valuuttakursseihin. Toisaalta taas sekä valuuttojen suuresta spekulatiivisesta kysynnästä johtunut valuuttakurssien nousu että psykologiset seikat aiheuttivat niin meillä kuin monissa muissakin kultakannasta luopuneissa maissa hintojen inflatorisen nousun odotusta.² Sen lisäksi meilläkin ulkomaisiin esikuviin vedoten eräillä tahoilla vaadittiin Suomen Pankkia harjoittamaan voimakasta luotonlaajennuspoli-

¹ Ks. TUDEER, m.t., s. 296.

² Vrt. BÖRJE KRAGH, Penning- och finanspolitiken i Sverige före och efter andra världskriget. Supplement till Svenska Handelsbankens INDEX, Juni 1946, s. 4.

tiikkaa, jonka taas toisaalta pelättiin vahvistavan jo muutenkin esiintynyttä hintojen nousupyrkimystä ja inflaatiota. Voidaankin sanoa, että Suomen rahapolitiikan johtajien mielessä oli kultakannasta luopumisen jälkeen juuri tietty vastakohtaisasettelu suhdannepoliittisten vaatimusten ja toisaalta ekspansiivisen rahapolitiikan ja siihen — silloisen käsityksen mukaan — liittyneen inflaationvaaran välillä.

Seuraavien vuosien rahapolitiikka kantoi meillä monessa suhteessa eräänlaista kompromissin leimaa pyrittäessä yhdistämään näitä keskenään jossain määrin ristiriitaisia — tai ainakin siltä näyttäneitä — pyrkimyksiä rahanarvon vakavuuden turvaamiseen sekä toiselta puolen lamakauden oireiden poistamiseen rahapoliittisin keinoin.

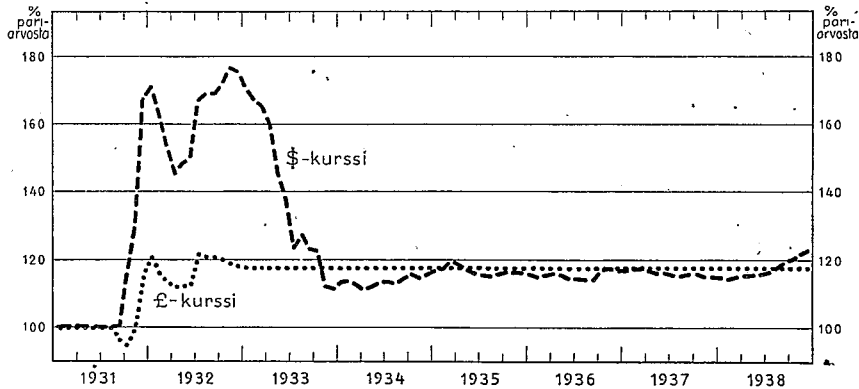
Kohta kultakannasta luopumisen yhteydessä Suomen Pankki julkaisi tiedonannon, jossa se muun muassa lausui olevan »todennäköistä, että lähimpänä aikana Suomen rahan kurssi ulkomailla ja ulkomaan rahan kurssit täällä tulevat olemaan meille epäedulliset. Suomen Pankin hallinto tulee kuitenkin tekemään kaikkensa Suomen rahan arvon säilyttämiseksi. Kun talouselämä maassamme on suurin piirtein mukautunut markan nykyiseen arvoon ja kauppataaseemme on aktiivinen, ovat myös edellytykset siihen suotuisat».¹ Tästä samoin kuin kultakannasta eroamista edeltäneinä viikkoina eri yhteyksissä annetuista lausunnoista ilmenee Suomen Pankin pitäneen silloisessa tilanteessa ensisijaisena tehtävänänsä s e k ä markan kotimaisen e t t ä sen ulkomaisen arvon vakaana pysyttämistä ja inflaatiotendenssien vastustamista. Ottaen huomioon, että ensimmäisen maailmansodan yhteydessä syntyneen inflaatiokauden päättymisestä tuskin oli kulunut vuosikymmentäkään, tämä kanta onkin helposti ymmärrettävissä. Samasta syystä on myös ilmeistä, että kultakannasta luopumisen kaikkialla herättämä levottomuus rahanarvon kohталosta oli omiaan saamaan tavallista laajemmat mittasuhteet juuri Suomen oloissa.

Rahan arvon vakavuuden säilyttämisen vaatimusta ei kuitenkaan pyritty noudattamaan aivan jäykästi. Tässä suhteessa kuljettiin myös keskitietä. Valuuttakurssit saivat määräytyä suurin piirtein markkina-tilanteen mukaisesti ja niiden noususta aiheutuneiden tuontihintojen kohoamisimpulssien annettiin heijastua myös kotimaan hintakehityksestä.² Seurauksena olikin tukkuhintaindeksin kohoaminen vuoden 1931 syyskuun 79 pisteestä seuraavaan tammikuuhun mennessä 94 pisteeseen

¹ Tiedonanto julkaistu päivälehdissä 13. 10. 1931.

² Syksyllä 1931 noudatetusta valuuttakurssipolitiikasta ks. lähemmin SUOMEN PANKKI 1931 sekä TUDEER, m.t., s. 295 ja seur.

Kuvio 26. Suomen markan ulkomainen arvo vuosina 1931—1938.



(1926 = 100), samalla kun tuontihinnat nousivat vastaavasti 65 pisteestä 95 pisteeseen. Elinkustannusindeksi reagoi paljon vähäisemmässä määrin nousten ainostaan 1013 pisteestä 1048:aan (1913 = 100).

Ristiriita ekspansiivisen »inflaatiopolitiikan» kannattajien ja mm. Suomen Pankin johdon edustaman pidättyvämmän ja varovaisemman rahapoliittisen suunnan välillä huipentui vuoden 1932 aikana. Samalla kun keskuspankin taholta jyrkästi torjuttiin esitetyt vaatimukset luottoekspansioista ja sen avulla tapahtuvasta talouselämän verenkäynnin vilkastuttamisesta, pankki toisaalta pyrki mm. diskontto- ja korkopoliitiikallaan keventämään velallisten asemaa ja elvyttämään yritteliäisyyttä.

Vuoden 1932 lopulla voidaan enemmän tai vähemmän vapaasti vaihdelleiden valuuttakurssien politiikan myös katsoa päättyneen. Siitä lähtien Suomen Pankki jo koko vuoden 1933 ajan pyrki ja onnistui pitämään punnan kurssin kiinteänä, samalla kun muiden valuuttojen kurssit saivat muuttua punnan arvon sekä asianomaisten valuuttojen kysynnän ja tarjonnan mukaisesti. Asiallisesti Suomi oli siten jo vuoden 1933 alusta koko käsiteltävänä olevan ajanjakson loppuun saakka puntaryhmän jäsen, mikä antoi valuuttapolitiikalle tiettyä ja tavoiteltua vakavuutta.

Mitä kotimaisen sisäisen rahapolitiikan päämääriin tulee, niitä ei vuosien 1931—1932 »inflaationvaaran» torjumisen jälkeen sittemmin varsinaisesti muotoiltu. Suomen Pankki piti punnan kurssin kiinteänä ja antoi kultavaluuttojen kurssien nousta sitä mukaa kuin deflaatio näissä maissa edistyi. Hintataso maassamme säilyi täten koko elpymiskauden ajan varsin vakaana ja tukkuhintojen mukaan laskettuna noin 10 %

korkeampana kuin ennen kultakannasta luopumista. Tämä tulos, markan ulkomaisen ja kotimaisen arvon vakavuuden samanaikainen saavuttaminen — mikä vaateliias ja tiettyssä määrin sisäisesti ristiriitainen tavoite Suomen Pankin politiikalle oli asetettu — johtui kuitenkin valtaosaltaan siitä onnellisesta »sattumasta», että Englannissa onnistuttiin hintatason aleneminen ehkäisemään juuri noudattamalla kultavaluuttoihin nähden joustavaa kurssipolitiikkaa.¹

Joka tapauksessa voidaan myös sisäisestä rahapolitiikasta todeta, ettei Suomen Pankki »millään tavalla pyrkinyt deflatoon, joskin se toiselta puolen on tahtonut välttää myös inflatiota ja ohjesääntönsä määräysten mukaan (on) pyrkinyt pitämään markan arvon mahdollisimman vakavana.»² Kumpi pyrkimys, punnan kurssin kiinteys vai kotimaisen hintatason vakavuuden säilyttäminen, olisi asetettu etusijalle, jos nämä olisivat olleet ristiriidassa keskenään, ei ole ratkaistavissa. Suomen Pankin taholta — niin kuin muissakin puntaryhmän maissa — kylläkin aina korostettiin pankin täyttä vapautta punnan noteerauksen muuttamiseen, jos olosuhteet sen tekisivät tarpeelliseksi. Toisaalta taas ei vuoden 1937 huomattava hintojen nousu, joka pääasiallisesti »tarttui» juuri valuuttakurssien välityksellä meidänkin hintatasoomme, aiheuttanut punnan kurssin muuttamista, mikä tapahtui vasta Englannin jouduttua sotaan syyskuun alussa 1939.

3. Vaatimukset Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta ja luottoekspansion aikaansaamisesta.

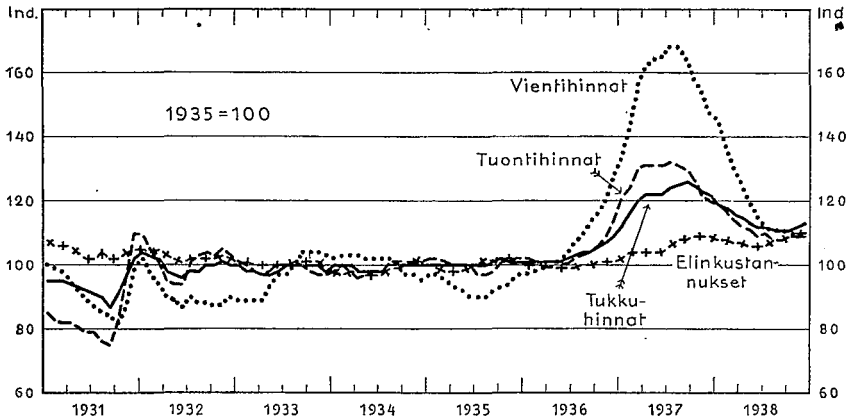
Vuosina 1930—1933 esitettiin eräiltä tahoilta voimakkaita vaatimuksia Suomen Pankin suoranaisten luotonannon laajentamisesta ennen kaikkea maaseutuväestön hädänalaisen tilan keventämiseksi ja kiristyneen likviditeettiaseman helpottamiseksi. Samalla väitettiin, että Suomen Pankki liian ankaraa luotto- ja rahapolitiikkaa harjoittamalla oli ehdoin tahdoin supistanut liikkeessä olevaa setelistöä ja täten toimenpiteillään kiristänyt rahamarkkinatilannetta.³

¹ Vrt. MIKKO TAMMINEN, Suomen valuuttapolitiikka ja markan ulkomainen arvo kultakannasta luopumisen jälkeen, s. 15.

² Suomen Pankin johtokunnan lausunnosta pankkivaltuusmiehille kansanedustaja KÄMÄRÄISEN ym. tekemän lakiehdotuksen johdosta. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjojen liitteet v:ltä 1933. Ks. myös VALTIOPÄIVÄT 1933. Asiakirjat IV—V.

³ Ks. esim. ed. KÄMÄRÄISEN ym. lakialoitetta Suomen Pankin ohjesäännön muuttamisesta. VALTIOPÄIVÄT 1932. Asiakirjat IV—V. Lakialoite no. 4.

Kuvio 27. Hintataso vuosina 1931—1938.



Pitkäaikaisen luoton saannin helpottamiseksi olisi pankin ohjesääntöä näin ollen ollut muutettava lähinnä siten, että joko setelikatteeksi olisi hyväksytty myös kiinteistöluottoa myöntävien rahalaitosten obligatioita tai Suomen Pankin omista varoista annettavan pitkäaikaisen luoton enimmäismäärä korotettu puolesta kolmeen neljännekseen näistä varoista, samalla kun Suomen Pankin setelinanto-oikeutta olisi ollut muutenkin väljennettävä laajentamalla kontingentti 1 200 miljoonasta 1 800 miljoonaan markkaan.

Näiden useissa eri yhteyksissä tehtyjen ehdotusten perusteluissa viitattiin myös Yhdysvaltain hallituksen ja Federal Reserve-järjestelmän omaksumaan ekspansiiviseen rahapolitiikkaan, jonka tarkoituksena oli juuri suurilla avomarkkinaoperaatioilla lisätä pankkijärjestelmän likviditeettiä, alentaa korkokantaa, elvyttää yritteliäisyyttä ja estää hintatason jatkuva aleneminen. Samanlaisia vaatimuksia ja mielipiteitä esitettiin vuonna 1932 monien kansantalousmiesten taholta myös mm. Ruotsissa ja Englannissa.¹ Mistään inflaationvaarasta ei meilläkään aloitteen tekijäin mielestä saattanut olla puhetta. Korkeintaan voitiin toivoa jonkinlaista »reflaatiota», pulaa edeltäneen hintatason palauttamista.²

¹ Ks. A. E. TUDEERIN laatimaa selvitystä »Maailmankriisi ja yritykset pysähdyttää hintojen lasku». Komiteanmietintö no. 9/1932. Ks. myös RICHARD E. LESTER, *Monetary Experiments*, s. 231 ja seur.

² Ks. EMIL HYNNESEN ja F. M. PITKÄNIEMEN eriväviä mielipidettä em. komitean mietinnössä.

Suomen Pankin johdon mielestä tällaiselle ekspansiolinjalle ei kuitenkaan meidän maassamme monestakaan syystä ollut lähdeittävä, yhtä vähän kuin pankin johtokunta toisaalta myönsi olevan perää väitteissä tahallisen kontraktiopoliitiikan harjoittamisesta. Vaatimuksia torjuessaan johtokunta vetosi mm. siihen, että obligaatioiden sisällyttäminen setelikatteeseen luettaviin varoihin ja/tai niiden ostaminen suuressa määrin olisi meidän oloissamme epätarkoituksenmukaista ja uskallettua jo siksi, ettei Suomessa varsinaisesti ollut järjestyneitä obligatiomarkkinoita eikä niin ollen myöskään mahdollisuuksia molemminpuolisiin avomarkkinatoimiin obligaatioiden kurssitasoa ylen määrin järkyttämättä. Samalla viitattiin myös siihen, että pitkäaikaisen luotonannon harjoittaminen ei ylipäänsäkään soveltunut keskuspankille, jonka täytyi aina pitää huolta kyvystään tarpeen vaatiessa toimia talouselämän pääasiallisimpana maksuvalmiusvarantona.¹

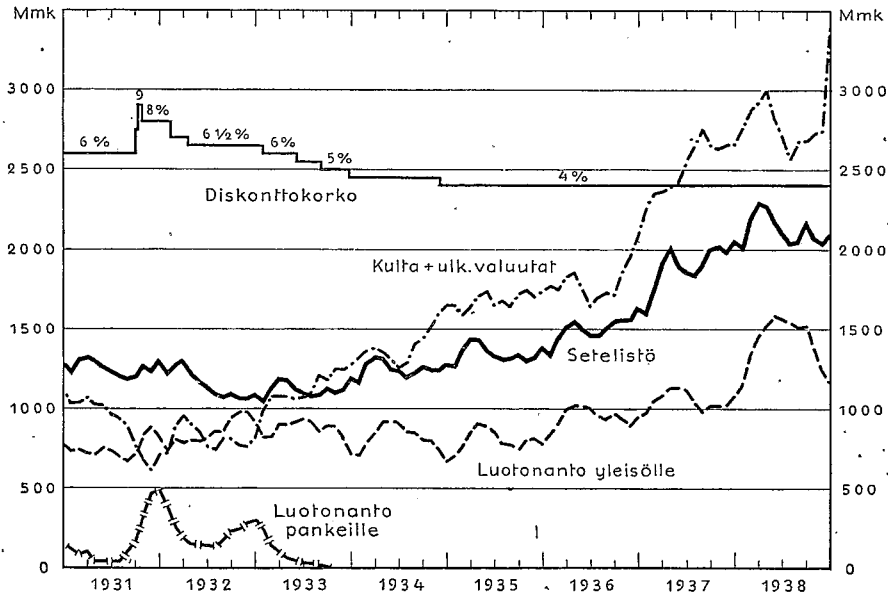
Painavampina kuin edellä esitetyjä enemmän tai vähemmän sovinnaisia vastaväitteitä² täytyy kuitenkin pitää näitä näkökohtia, jotka Suomen Pankin johtokunnan mielestä olivat omiaan tekemään mainitun kaltaisten ehdotusten toteuttamisen — ja jo niiden esittämisenkin — rahanarvopoliittisesti ja nimenomaan valuuttapoliittisesti vaarallisiksi. Niinpä pankin johdon taholta viitattiin siihen, että tällaisten suunnitelmien hautominen herätti niin hyvin kotimaassa kuin ulkomaillakin epäluottamusta Suomen markan arvoa kohtaan, lisäsi ulkomaisen pääoman pakoa maastamme ja voimisti Suomen omien kansalaistenkin pyrkimyksiä spekulatiivisiin valuutan ostoihin. Ekspansiivisen rahapolitiikan tielle lähteminen olisi meillä vällinneissa olosuhteissa pankin mielestä johtanut vain markan ulkomaisen ja kotimaisenkin arvon jatkuvaan huononemiseen sekä yleisen epäluottamuksen leviämiseen, joka ei loppujen lopuksi olisi koitunut talouselämän elpymiseen kukaan hyväksi.

Nämä näkökohdat olivat epäilemättä silloisessa tilanteessa — vuonna 1932 — tärkeitä ja huomion arvoisia. Tosiasiallisesti Suomen valuuttatilanne oli hyvinkin kireä ja sen kehityksen suunta huolestuttava huolimatta voimakkaasti vientivoittoisesta kauppataaseesta. Ulkomaisia lyhyt- ja pitkäaikaisia velkoja maksettiin takaisin ja lyhennettiin edelleen suuressa määrin sekä pakosta että oma-aloitteisesti, koska markan arvon säilyvyyteen ei uskottu. Kesä- ja heinäkuun vaihteessa maaliskuun

¹ Ks. Suomen Pankin johtokunnan lausuntoa pankkivaltuusmiehille 10. 2. 1932. Painettuna VALTIOPÄIVÄT 1932. Asiakirjat IV—V. Lakialoittemietinnön no. 4 liite.

² Vrt. OHLIN, Kapitalmarknad och räntepolitik, s. 130.

Kuvio 28. Suomen Pankin tila vuosina 1931—1938.



puolivälistä lähtien jatkuvasti supistunut valuuttavaranto yhdessä edellä selostettujen »inflaatiovaatimusten» kanssa johtikin siinä määrin vahvan epäluottamuksen syntymiseen ja voimistuneeseen valuuttojen kysyntään, että Suomen Pankki katsoi olevansa pakotettu korottamaan valuuttakurssejaan tilanteen hallitsemiseksi. Pyrkimyksenä oli tällöin samoin kuin aikaisemmin 1920-luvulla kursseja voimakkaasti korottamalla ja niitä sitten vähitellen alentamalla katkaista siivet valuuttaspekulaatiolta. Siitä huolimatta valuuttavaranto väheni edelleen aina marraskuun lopulle 1932, jolloin toisaalta punta, jonka kurssia pankki jo tuolloin pyrki pitämään vakaana tosin sitä heinäkuun korotuksen jälkeen hitaasti alentaen, voitti tilapäisen kriisinsä ja rupesi vahvistumaan dollariin nähden, ja toisaalta Suomessa SUNILAN maalaisliittolaisvoittoisen hallituksen vaihtuminen joulukuun alussa KIVIMÄEN porvarilliseen hallituskokoomukseen oli omiaan lisäämään yleisön luottamusta noudatetun rahapolitiittisen suunnan jatkumiseen. Silloin voitiinkin katsoa kulta-kannasta luopumista seurannut kriisitilanne pääasiallisesti ohitetuksi, ja vuonna 1933 kehitys kulki jo selvästi vahvistuvaan suuntaan.

Joka tapauksessa on todettava maamme ulkomaisten maksusuhteiden tuolloin kiistattomasti asettaneen hyvin ahtaat rajat ekspansiivisen raha-

politiikan harjoittamiselle, mikäli ei haluttu mennä jatkuvasti kohoavien valuuttakurssien tielle. Tätä taas pyrittiin välttämään jo senkin vuoksi, että kurssien nousu huomattavassa määrin lisäsi ulkomaisten velkojen rasitusta, minkä lisäksi oli perustellusti pelättävissä, että tällaisen linjan valitseminen pakottaisi joko tiukkaan valuutansäännöstelyyn tai sitten hyvinkin voimakkaisiin kurssien korotuksiin yltyvän valuuttaspekulaation katkaisemiseksi.¹ Niin kuin Suomen Pankin johtokunta kirjelmässään 1. 12. 1932 pankkivaltuusmiehille lausui, oli sen mielestä »ehdottomasti hoidettava rahapolitiikkaa siten, ettei se anna yllykettä sille inflaatiopelolle, joka on levinnyt eräisiin kansalaispiireihin, sillä tämä pelko, vaikka se olisi asiallista pohjaa vailla, saattaa nykyisessä levottomassa ja hermostuneessa tilassa johtaa sellaisiin tuloksiin, jotka vaikeuttavat rahan ulkomaisen arvon pysyttämistä edes nykyisellä jo alentuneella tasollaan. Siitä taas ei voi olla epäilyksiä, että Suomen markan jatkuva huononeminen olisi erinomaisen turmiollinen ennen kaikkea valtiolle ja muille, joilla on ulkomaanrahan määräisiä velkoja, mutta myös koko yhteiskunnalle, ja että siitä tuotannolle ja viennille odotettu hyöty todellisuudessa jäisi saavuttamatta».² Tästä lausunnosta käy myös ilmi se, että Suomen Pankin johtokunta ainakin jo vuoden 1932 lopulla — ilmeisesti paljon aikaisemminkin — oli tullut siihen käsitykseen, että lukuun ottamatta psykologisia tekijöitä ei reaalista inflaationvaaraa ollut olemassa, mutta että toisaalta nämä psykologiset seikat saattoivat varsin epäsuotuisalla tavalla vaikeuttaa pankin asettamien rahapoliittisten päämäärien saavuttamista.

Mitä seurauksia ekspansiivisesta ja epäortodoksisemmasta rahapolitiikasta olisi — näin jälkeenpäin arvostellen — todennäköisesti koitunut? Olisiko se ollut yhdistettävissä edellä esitettyihin Suomen Pankin pyrki- myksiin rahanarvon vakavuuden ylläpitämiseen ja olisiko ekspansiopoli- tiikalla joka tapauksessa ollut suhdannepoliittisesti suotuisia vaikutuksia? Luotettavan arvioinnin esittäminen tässä kysymyksessä on vaikeata, ja joka tapauksessa on ilmeistä, että tällöin on erityistä huomiota kiinni- tettävä myös silloin vallinneisiin yleisiin käsityksiin ja psykologiseen kokonaistilanteeseen.

Varsinaisesta inflaationvaarasta ei kylläkään realistisesti katsoen silloisissa olosuhteissa valtaviin tuotantovarojen ollessa toimettomina ja

¹ Vrt. MIRIAM EKHMOLM, Några huvuddrag i den ekonomiska återhämtningen i Finland efter 1931. Ekonomiska Samfundets Tidskrift XXXVII, s. 14.

² Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1932, liite 67.

deflaatiotendenssien ollessa vallalla kaikkialla maailmassa saattanut olla kysymys. Suomen Pankin luottovolyymin ja yhteiskunnan kassan lisääminen olisi ilmeisesti ensi kädessä vain vahvistanut rahalaitosten likviditeettiä, lisännyt niiden luottokapasiteettia ja helpottanut luotonannon ehtoja. Sikäli kuin tästä olisi ollut seurauksena investointiluottojen kysynnän kasvaminen, toimenpiteellä olisi ollut tiettyä työllisyys- ja suhdannepoliittista vaikutusta. Muussa tapauksessa sen merkitys olisi rajoittunut pelkästään maatalouden harjoittajain velkojen vakauttamiseen sekä korkoehtojen kevenemiseen, mihin, kuten edempänä nähdään, päästiin jälleen toistakin tietä.

Missä määrin puhtaasti rahapoliittiset toimenpiteet olisivat silloisissa olosuhteissa kyenneet elvyttämään yritteliäisyyttä, on epävarmaa. Yhdysvalloissa harjoitettu *cheap money policy* ei tähän pystynyt. Ruotsissa, jossa kysymystä niinkään innokkaasti pohdittu, kansantalousmiehet olivat skeptillisiä puhtaasti rahapoliittisten keinojen vaikuttavuuden suhteen. Välittömästi tuloa luovien sijoitusten rahoittaminen keskuspankkiluottoa lisäämällä olisi sitä vastoin heidän mielestään ollut tehokkaampi keino tämän tuloksen saavuttamiseksi.¹ Voidaan kuitenkin ajatella, että nimenomaan meidän oloissamme inflaation pelko olisi saattanut tehdä investointikysynnän kyllin joustavaksi korkokannan alenemisen ja luotonannon ehtojen helpottumisen suhteen, jotta todellista ekspansiovaikutusta olisi saatu aikaan.

Joka tapauksessa on todettava, että suhdannepoliittisesti tehokkaaksi osoittautunut luottoekspansio olisi meidän oloissamme kaiken todennäköisyyden mukaan myös johtanut valuuttavaikeuksien kasvamiseen. Näin jo senkin vuoksi, että tulojen lisäyksestä olisi osa suuntautunut tuontitavaroiden kysyntään, ja ennen kaikkea siksi, että psykologisista syistä spekulatiivinen valuuttojen kysyntä ilmeisesti olisi saavuttanut entistä suuremmat mittasuhteet. Tosiasiallisesti Suomi olikin mm. suurten ulkomaisten lyhytaikaisten velkojensa vuoksi olennaisesti heikommassa asemassa kuin esim. Ruotsi, jossa mahdollisuudet ekspansiivisen rahapolitiikan sekä kompensoivan finanssi- ja työllisyyspolitiikan har-

¹ Ks. esim. BERTIL OHLIN, *The Inadequacy of Price Stabilization*. INDEX, Dec. 1933, s. 263; KARIN KOCK, *Paper Currency and Monetary Policy in Sweden*. Economic Essays in Honour of Gustav Cassel, s. 355 ja LESTER, m.t., s. 264—265. Vrt. myös OHLIN, *Penningpolitik, offentliga arbeten, subventioner och tullar som medel mot arbetslöshet* ja MYRDAL, *Finanspolitikens ekonomiska verkningar*, joissa valipainotetun budjettipolitiikan pääpiirteitä ja investointien käyttämistä suhdannepolitiikan apuvälineenä ensimmäisen kerran systemaattisesti tarkasteltiin.

joittamiseen ilman suoranaisia säännöstelytoimenpiteitä olivat »kansainvälisen valuuttamarginaalin» kannalta aivan toista luokkaa.¹

Toinen kysymys on, olisiko ekspansiivisemmän raha- ja finanssipolitiikan avulla aikaansaatu *recovery* osoittautunut tosiasiallisesti tapahtunutta elpymisprosessia siinä määrin nopeammaksi ja voimakkaammaksi, että se olisi hyvin korvannut markan ulkomaisen (ja kotimaisen) arvon alenemisen ja/tai kenties välttämättömiksi käyneiden valuutan säännöstelytoimenpiteiden rasituksen. Vastauksen yrittämisen tähän kysymykseen on tietenkin pakko suurelta osaltaan perustua puhtaaseen arvailuun. Siitä huolimatta voidaan pitää joltisenkin luultavana, ettei reaalityloudellinen kehitys olisi ainakaan ollut tosiasiallista heikompi, jos tälle linjalle olisi lähdetty. Viennin kannalta suhdannetilanne olisi valuuttakurssien noustessa pikemminkin parantunut, vaikkei toisaalta voidakaan olettaa, että ulkomaan rahan määräiset vientihinnat olisivat pysyneet muuttumattomina; todellisuudessa ulkomaankaupan vaihtosuhte heikkeni voimakkaasti jo kohta kultakannasta luopumisen jälkeen tapahtuneen valuuttakurssien nousun aikana. Näinkin ollen viennin vilkastumisen taholta tulleet elpymisyssäykset olisivat todennäköisesti olleet ainakin yhtä voimakkaat kuin noudatetun politiikan aikana oli laita. Luottoekspansion aikaansaama kotimaisen kysynnän lisäys olisi toisin sanoen joka tapauksessa merkinnyt elvyttävää nettoefektiä. Valuuttakurssien kohoaminen olisi myös silloisessa työmarkkinapoliittisessa yleisilanteessa varmaan pystynyt kompensoimaan mahdolliset palkkojen nousut, joten yrittäjien voitonodotusten ei olisi tarvinnut heikentyä. Samalla kurssien kohoamisen tarjoama kotimarkkinateollisuuden »tullisuoja» olisi muodostunut tosiasiallistakin tehokkaammaksi.

Näin ollen on vaikeata yhtyä MONTGOMERYN arveluun, että Suomessa harjoitettu ja Ruotsin oloihin verrattuna hyvinkin pidättyväinen palkka- ja työttömyyspolitiikka sekä ortodoksinen rahapolitiikka olisivat vietti-teollisuutta erityisesti suosimalla nopeuttaneet elpymistä meillä.² Sikäli kuin elpyminen Suomessa pääsi kenties hiukan aikaisemmin vauhtiin kuin Ruotsissa, tämä johtui ilmeisesti valtaosaltaan toisaalta siellä vuonna 1932 puhjenneista lakkoliikkeistä, Kreuger-yhtymän luhistumisesta sekä ennen kaikkea Riksbankenin saman vuoden syksyllä harjoittamasta kruunun apresiointipolitiikasta, jolla oli selvästi deflatorinen

¹ Vrt. MONTGOMERY, Arbetslöshetspolitik och konjunkturutveckling i Sverige och Finland. Ekonomisk Tidskrift 1936, s. 28—29.

² MONTGOMERY, m.k., s. 40. Vrt. myös MONTGOMERY, Arbetslöshet och löneutveckling i Finland och Sverige. Ekonomiska Samfundets Tidskrift XXXIII, s. 75—76.

ja lamauttava vaikutus sikäläiseen hintojen kehitykseen ja yritteliäisyyteen.¹ Ei liene epäilyksiä siitä, etteivätkö päinvastoin avokätisempi raha- ja finanssipolitiikka sekä laajojen kuluttajapiirien ostokykyä paremmin ylläpitänyt palkkapolitiikka meillä olisi jouduttaneet talouselämän elpymistä.² Toinen asia on, että tosiasiallisesti noudatettu politiikka ilmeisesti silloin vallinneen yleisen käsityksen mukaan oli »luotettavampaa» ja »terveempää», samalla kun se myös tavallaan oli liberaalimpaa. Tietyllä ylpeydellä pääjohtaja Ryti saattoikin vuonna 1932 todeta, että »Suomi on myös ainoa velallismaa koko maailmassa, joka on voinut välttää tuonnin ja valuuttakaupan asettamisen valtion kontrollin alaiseksi ja samoin ainoa maa maailmassa, joka kuluvana vuonna on voinut osottaa suurempia vientinumeroita kuin edellisenä vuonna.»³ Samalla noudatettu varsin varovainen ja ortodoksinen likviditeettipolitiikka myös rakensi kansainvälisen valuuttamarginaalin kannalta hyvin vankan ja turvallisen pohjan noususuhdanteen kehitykselle, joka mm. tästä syystä muodostui erinomaisen »terveeksi» ja 1920-luvun jälkipuoliskon kehityksestä suuressa määrin eroavaksi.

Vaikka voitaisiinkin lähteä olettamuksesta, että jos luottoekspansio olisi johtanut valuuttakurssien nousuun, se siinä tapauksessa myös olisi elvyttänyt talouselämän toimeliaisuutta, ei tämä tietenkään ole vastaus asetettuun kysymykseen. Tarkkaan katsoen onkin mahdotonta löytää objektiivista arvosteluperustetta ekspansiivisemmän ja ortodoksisemmän rahapolitiikan keskinäisen paremmuuden ratkaisemiseksi silloisessa tilanteessa. Kummallakin menettelytavalla oli omat etunsa ja varjopuolensa, ja vertailua vaikeuttaa tietenkin suuressa määrin se, ettemme voi tietää, mitä todella olisi ollut seurauksena, jos olisi noudatettu tosiasiallisesta poikennutta linjaa.

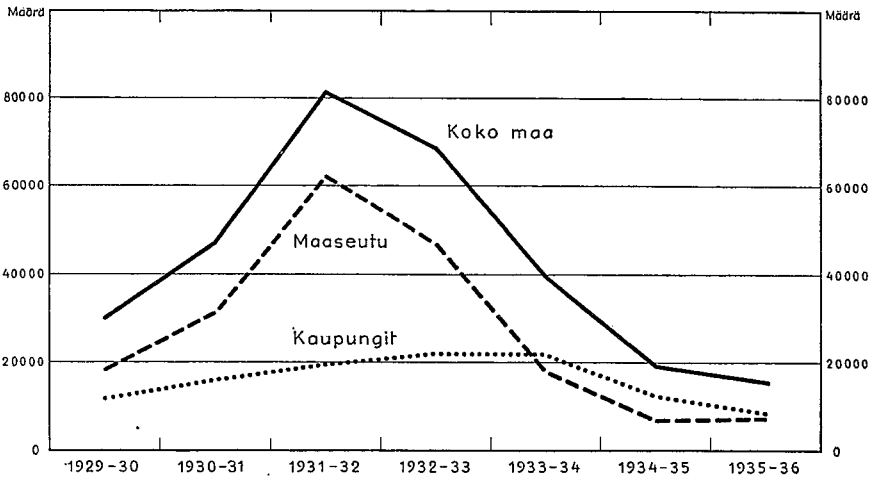
Tässäkin tapauksessa on välttämätöntä ottaa huomioon, ettei yksinomaan ns. yleinen mielipide pitänyt eri tahoilla suositteluja ekspansiivisia kokeiluja vaarallisina ja inflatorisina. Tämä käsitys oli silloin yleisesti vallitsevana myös kansainvälisissä finanssi- ja keskuspankkiipiireissä, joiden kanssa Suomen Pankin johtokunta oli kiinteässä kosketuksessa. Ruotsissakin, jossa kultakannasta luopumisen jälkeen uudet aatteet ja pyrkimykset todella autonomisen suhdannepolitiikan harjoittamiseen saivat voimakkaita puoltajia lähinnä nuoremman polven kansantaloustieteilijöiden — MYRDALIN, OHLININ, LINDAHLIN ym. — taholla, Riksbankenin

¹ Ks. LESTER, m.t., s. 253—254.

² Vrt. myös WARIS, m.t., s. 196 ja 201.

³ RYTI, Maailman finanssikriisi, s. 30.

Kuvio 29. Työttömyys vuosina 1929—1936.



johto ja ennen kaikkea sen pääjohtaja edustivat konservatiivisempaa ja varovaisempaa ajattelutapaa.¹ Näin ollen ei voida pitää epätodennäköisenä, etteikö Suomen Pankin lähtemistä ekspansiopolitiikan tielle niin hyvin ulkomailla kuin kotimaassakin olisi voitu tulkita tahallisen inflaatiopolitiikan harjoittamiseksi ja etteikö se olisi saattanut herättää epäluottamusta maattamme kohtaan, etenkin kun Suomen eurooppalaisittain katsoen varsin suurimittainen inflaatio vielä oli tuoreessa muistissa. Vaikkei tästä, niin kuin pankin johto pelkäsi, olisikaan ollut seurauksena kostotoimenpiteitä muiden maiden taholta — mikä on vähemmän luultavaa ottaen huomioon Suomen viennin raaka-aine- ja puolivalmistevoittoisuuden ja suhteellisen vähäisen merkityksen maailmankaupassa — se olisi kuitenkin voinut merkitä tiettyä *prestigen* menetystä, mikä pienelle maalle epäilemättä olisi ollut haitallista.

Edellä esitetyistä syistä Suomen Pankin käsiteltävänä olevassa kysymyksessä omaksuma asenne on hyvin ymmärrettävissä ja perusteltavissa, varsinkin katsoen niihin vaikeuksiin, joita suhteellisen suuri ulkomainen velkautuneisuus maalle silloisissa olosuhteissa aiheutti. Toinen asia on, että maassamme noina pulavuosina harjoitettua palkka- ja finanssipolitiikkaa vastaan voidaan sosiaalisista ja reaalitaloudellisista näkökohdista lähtien epäilemättä esittää varsin painaviakin huomautuksia. Lopuksi on myös vielä syytä todeta, ettei ekspansiivisempaan raha-

¹ Ks. OHLIN, *Kapitalmarknad* . . s. 129—130 ja LESTER, *m.t.*, s. 231, 279—280.

ja luottopolitiikkaan sekä »halpaan rahaan» pyrkinyt »pulaliike», jonka eturivissä esiintyivät mm. Teknillisen korkeakoulun kansantaloustieteen silloinen professori YRJÖ JAHNSSON ja Helsingin yliopiston agrari-politiikan dosentti V. F. JOHANSON, sinänsä ollut nykyaikaisen käsitystavan mukaan mitenkään utopistisella ja epäterveellä linjalla. Esiteityissä ajatuksissa oli paljonkin varteen otettavaa, olkoonpa että suositeltu kokeilu meidän oloissamme — osaksi juuri johtavien piirien ja yleisen mielipiteen ortodoksisuuden vuoksi — helposti olisi saattanut johtaa rahataloudellisesti arvaamattomiin seurauksiin.

4. Suomen Pankin korko- ja luottopolitiikka.

41. Diskontton korotukset ja korkokannan nousu.

Edellä jo mainittiin, miten Suomen Pankki kohta Ruotsin luovuttua kultakannasta ja spekulatiivisen kysynnän alettua voimakkaasti heikentää pankin valuuttavarantoa lokakuun 1 päivästä nosti diskonttonsa 6:sta 7½ %:iin. Suomen irtaantuminen kultakannasta sai tämän perinteellisen rahapoliittisen »hätämerkin» nousemaan aina 9 %:iin saakka. Samalla tavoin toimitettiin muissakin vastaavanlaiseen tilanteeseen joutuneissa maissa.

Korotusten merkitys oli ilmeinen. Ne oli tarkoitettu, ja siten ne tulkittiinkin, toisaalta osoittamaan keskuspankin päättäväisyyttä käytävissä olevin keinoin puolustaa markan kotimaista arvoa ja toisaalta — mikäli mahdollista — pysähdyttämään valuuttavarannon hupeneminen. Rahapolitiikan suunta oli inflaatiota ja valuuttaspekulaatiota vastaan.

Lukuun ottamatta diskontton korotukseen liittyviä psykologisia vaikutuksia — joiden ei kylläkään aina välttämättä tarvitse olla tarkoitettun suuntaisia — korkokannan nostamisen tehon täytyi kuitenkin rationaalisesti ajatellen silloisessa tilanteessa katsoa olleen jokseenkin vähäinen. Lyhytaikaisen pääoman liikkeisiin ei diskonttopolitiikalla meidän maassamme ole ollut sanottavaa vaikutusta rauhallisemmissakaan oloissa. Milloin taas, niin kuin oli laita syksyllä 1931, vastakkain punnittavina ovat toisaalta kenties kymmenien prosenttien suuruinen valuuttakurssien nousu ja toisaalta korkokannan kohoaminen pari, kolme prosenttia, ei voida olettaa yhdenkään ulkomaisen lyhytaikaisen pääoman sijoittajan kiinnittävän huomiota diskontton muutokseen. Ilmeistä on, etteivät riski ja voitto ole tällaisessa tilanteessa likimainkaan kyllin lähellä toisiaan tehdäkseen edes punnitsemisen tarpeelliseksi. Päinvastoin

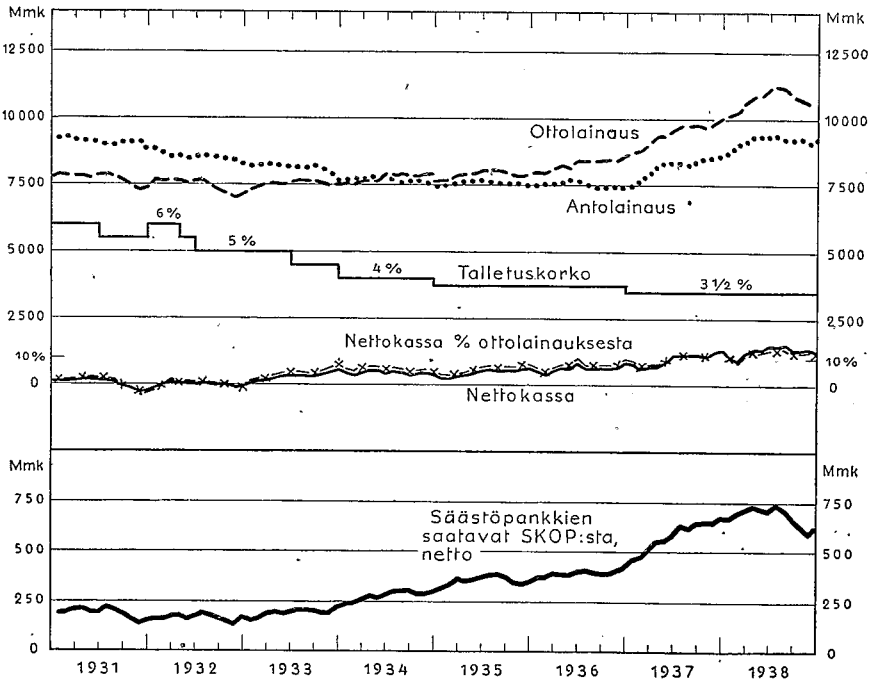
voimakkaalla diskonton korotuksella saattaa olla suorastaan paniikkia lisäävääkin vaikutusta, jos se tulkitaan keskuspankin valuutta-aseman heikkouden osoitukseksi.

Pitkän luoton saannin mahdollisuudet taasen olivat olleet minimaaliset jo kauan aikaa, joten tässä suhteessa diskonton korotuksella ilmeisesti oli, mikäli mahdollista, vielä vähemmän vaikutusta, olkoonpa että nousu heti heijastuikin kotimaisten obligaatioiden kurssitasosta, ts. obligaatioiden efektiivinen korko kohosi jokseenkin diskonton nousua vastaavasti. Sikäli kuin valuuttojen kysyntä ennen kultakannasta luopumista aiheutui dollariobligatioiden kotimaahan ostamisesta, diskonton muutos oli taas liian heikko kumoamaan näiden obligaatioiden kursien alenemisen synnyttämää sijoitushoukutusta: suomalaisten 6 %:n obligaatioiden kurssit olivat syys-lokakuussa New Yorkissa painuneet jopa 30 pisteeseen, mikä merkitsi jo lähes 20 %:n korkoa niihin sijoitetulle pääomalle. Kultakannasta luopumisen jälkeen taas valuuttakurssien nousu- tai laskuspekulaatio aivan ratkaisevasti määräsi suhtautumisen tällaisiin pääomansijoituksiin, sikäli kuin ne olivat noudatetun valuutan säännöstelyn vallitessa mahdollisia.

Yhtä heikko oli diskonton korotuksen teho ilmeisesti myös ulkomaankauppaan liittyvän valuutan käytön kannalta. Teoreettisesti sen olisi tulut lisätä viejien halukkuutta mahdollisimman nopeasti myydä valuuttansa Suomen Pankille ja ylipäänsä pyrkimystä lyhyempien maksuaikojen noudattamiseen vientikaupassa. On kuitenkin selvää, että suurten kurssien muutosten ollessa mahdollisuuksien rajoissa ja odotettavissa viennin harjoittajat todellisuudessa päinvastoin yrittivät pitää valuuttasaataviaan mahdollisimman kauan hallussaan. Verrattomasti merkityksellisempää kuin diskonton nostaminen on tämän pyrkimyksen vastustamiseksi ylipäänsä rajoittaa luotonantoa: sikäli kuin vientiliikkeet eivät saa liiketoimintaansa varten tarvittavaa luottoa kotimaasta, niiden on pakko myydä valuuttasaataviaan. Tässä suhteessa Suomen Pankki noudattikin tiukkaa luottopolitiikkaa. Vaikka pankin suoranaisten luotonanto syksyllä 1931 kasvoi runsaat 150 miljoonaa markkaa, tämä johtui valtaosaltaan vain hypoteekkilainojen muodossa rahalaitoksille annetun luoton lisääntymisestä.

Tuontikaupan kohdalla valuuttakurssien kohoaminen ja markan arvon jatkuvan heikkenemisen odotus olivat omiaan jouduttamaan tuontiliikkeiden halua tilivelkojensa maksamiseen. Kauppa muuttuikin suurimmalta osalta käteiskaupaksi, mikä tietenkin aiheutti entisestään lisääntynyttä valuutan kysyntää. Tässäkin suhteessa diskonton

Kuvio 30. Liikepankkien likviditeetti ja lainausliike vuosina 1931—1938.



korotuksen vaikutus jo aikaisemmin esitetyistä syistä ilmeisesti oli vähäinen kehityksen käännättämiseksi.

Ei liioin ole todennäköistä, että korkokannan nousulla saattoi olla suurtakaan merkitystä kotimaan sisäisen taloudellisen toimeliaisuuden muotoutumisen kannalta. Investointitoiminta oli muutenkin lamassa eikä siltä taholta ilmeisesti ollut odotettavissa rahataloudellista tasapainoa järkyttäviä vaikutuksia. Kauppiaat olivat myös jo aikaisemmin likviditeettinsä parantamispyrkimyksissään supistaneet varastojaan, niin kuin voidaan päätellä näiden vuosien tuonnin volyymin suuresta pienemisestä. Varastojen pitoa vähentävää deflatorista vaikutusta ei koron nostamisella näin ollen saattanut tässäkin muodossa olla. Tuontiliikkeiden ostopolitiikkaa taas ilmeisesti hallitsivat kurssien muutosten odotukset, jotka, kuten edellä on todettu, kvantitatiivisesti olivat vallan toista suuruusluokkaa kuin korkokannan nousu. (Kuvio 26).

Korkojen korottamista pidettiin kuitenkin tarpeellisena myös rahalaitosten aseman kehityksen kannalta. Markkaa kohtaan tunnetun epäluottamuksen levittyä suuren yleisön keskuuteen talletusten nostoa alkoi

esiintyä varsin suuressa mitassa. Liikepankkien ottolainaus supistui syys-marraskuun aikana noin 500 miljoonaa markkaa, samalla kun myös pienempien rahalaitosten kohdalla oli havaittavissa ottolainauksen vähenemistä, vaikka vähäisemmässä määrin. Juuri kultakannasta luopumisen edellä pidetyssä Rahalaitosten yhteislautakunnan kokouksessa ei korkojen korotuskysymystä kuitenkaan vielä käsitelty muuta kuin shekkitilien kohdalla. Tällöin päädyttiin kielteiseen ratkaisuun ja päätettiin koettaa saada yleisö rauhoittumaan maksamalla kaikki vaadittavat summat ilman lisärajoituksia.

Talletusten virtaamista rahalaitoksista jatkui kuitenkin vielä marraskuussakin. Pankkiyhdistyksen taholta otettiin sen vuoksi esille kysymys yleisestä talletuskoron nostamisesta, mikä sitten päätettiin panna toimeen $\frac{1}{2}$ %:n suuruisena vuoden vaihteesta lukien. Antolainauskorot nousivat vastaavasti. Vaikka lautakunnan päätös olikin yksimielinen, asiaa käsiteltäessä esitettiin epäilyksiä korotuksen tehokkuudesta ja viitattiin siitä toisaalta aiheutuvaan rasitukseen talouselämälle samoin kuin korotuksen psykologisesti epäedullisiin seurauksiin maaseudun velallisten piirissä.¹

Korkokannan nostamisen tarkoituksenmukaisuus silloisessa tilanteessa olikin kieltämättä hyvin kyseenalainen. Sikäli kuin talletuksia nostettiin varsinaisen »suuren yleisön» taholta, voisi olettaa talletuskoron nostamisella olleen kenties hiukan suurempi psykologinen vaikutus kuin yrittäjien ollessa kysymyksessä. Toisaalta kuitenkin korkotason kohominen ilmeisesti oli omiaan herättämään närkästystä niissä piireissä, joissa voimakkaimmin oli ajettu korkojen alentamispolitiikkaa viimeisten parin vuoden aikana. Samalla kun korkojen nousu täten uudelleen voimistutti pyrkimyksiä koron säännöstelyn aikaansaamiseksi, se oli myös antamassa lisävoimaa vaatimuksille luottoekspansion toimeenpanemisesta. Tästä aiheutunut levottomuus ja epäluottamus painoivat vaa'assa todennäköisesti enemmän kuin talletuskoron nousun vaikutus yleisön käteiskassojen suuruuteen ja ostohaluun. Tilanteen hallitsemisen kannalta onnellisinta olisi varmaankin ollut, jos olisi pidättäytytty yleisestä korkotason korottamisesta, samalla kun ensimmäisen inflaatio-säikähdyksen mentyä ohitse olisi voimakkaasti ryhdytty painamaan alas sekä diskonttoa että rahalaitosten soveltamia korkoja.

Rahalaitosten taholla pelättiin kuitenkin nyt, niin kuin usein aikaisemminkin, että talletuskoron »keinotekoinen» alentaminen saattaisi johtaa myös yleisön talletusvarojen entistä suurempaan lainaamiseen

¹ PAASIKIVI ja GEBHARD Rahalaitosten yhteislautakunnan kokouksessa 21. 11. 1931.

**Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina
1931—1934, milj. mk.**

	1931	1932	1933	1934
1. Valtion velka	± 0	± 0	± 0	± 0
2. Valuutat	—493	— 2	+658	+374
3. Luotonanto				
a. liikkeille	+118	+122	— 67	—297
b. pankeille	+333	—181	—301	—
4. Obligaatiot	— 12	— 58	+ 15	+ 42
Yhteensä	— 54	—119	+305	+119
5. Pano- ja ottotilit				
a. pankkien	+ 28	+ 12	+264	—146
b. valtion	— 98	+ 36	— 36	+107
6. Setelistö	+ 14	—208	+ 98	+ 94
Yhteensä	—56	—160	+326	+ 55
7. Omat varat	+ 46	+ 60	+ 2	+ 1
8. Yhteiskunnan kassan muutos	+ 42	—196	+362	— 52
9. Yhteiskunnan kassa 31. 12.	1344	1148	1511	1459
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1321	1254	1336	1548
11. » » netto (10- $\frac{1}{2}$ -redisk.)	1148	1014	1264	1548
12. Suoran luotonanto, keskim.	751	851	873	821

rahalaitosten ohitse, ts. yksityislainauksen paisumiseen. Vaikkei voidakaan kieltää, etteikö tällainen mahdollisuus todella olisi ollut olemassa silloisessakin tilanteessa, täytynee pelkoa siitä huolimatta pitää liioiteltuna ja varsin heikosti perusteltuna. Ensinnäkään ei ole luultavaa, että varsinkaan piensäästäjät, joille talletusten varmuus ja likvidisyys on vähintään yhtä tärkeä tekijä kuin korkotuotto, laajemmassa mitassa ryhtyisivät harjoittamaan yksityislainausta. Lisäksi piensäästäjien ja suurempia lainamääriä tarvitsevien luotonhakijoiden toistensa yhteyteen saattaminen on jo teknillisestikin hankalaa. Lukuun ottamatta maaseudulla aina melkoisessa määrin esiintyvää naapurilainausta, jonka korot eivät muuten suinkaan keskimäärin edusta markkinoiden huippukorkoja,¹ yksityislainausta saattaa esiintyä huomattavammin ainoastaan suurallettajien piirissä, joita taasen on meidän oloissamme varsin vähän. Näin ollen ei ole luultavaa, että yksityislainauksen paisumisen aiheuttama »yleisön» kassanpitopyrkimyksen kasvaminen saattaisi käydä niin voi-

¹ O. W. WILLANDTIN vuonna 1930 suorittaman tutkimuksen mukaan yksityisten henkilöiden maataloudelle antaman luoton korkokanta oli keskimäärin 8 %, säästöpankkien 9.5 %, liikepankkien 10.9 % ja osuuskassojen 8.8 %. Ks. WILLANDT, m.t., s. 33. — Samanaikaisesti oli liikepankkien talletuskorko 6—6½ % sekä säästöpankkien ja osuuskassojen 7—7½ %.

makkaaksi, että sillä olisi laajempaa merkitystä k o k o pankkijärjestelmän likviditeetin kannalta.

42. »Halvan rahan» politiikkaa.

Joka tapauksessa keskuspankin samoin kuin muidenkin rahalaitosten korkopolitiikan suunta muuttui kevättalvesta 1932. Suomen Pankki oli jo lokakuun lopulla 1931 alentanut diskonttonsa 8 %:iin, ja nyt pidettiin tarpeellisenä edelleen kiirehtiä diskonton laskua, niin että huhtikuun 19 päivästä alkaen päästiin jo 6 ½ %:n tasoon. Samalla myös Rahalaitosten yhteislautakunta maaliskuun 14 päivänä pitämässään kokouksessa päätti alentaa talletuskorkoja toukokuun alusta ½ % sekä kesäkuun 21 päivänä uudelleen puolenvuoden vaihteesta ½ %, niin että talletuskorot heinäkuun 1 päivästä alkaen tulivat olemaan 5—5 ½ % eli alhaisemmat kuin yli kymmeneen vuoteen. Samalla lautakunta vahvisti ylimmän koron, jota luottolaitokset luotonannossaan eivät saisi ylittää, ensin 10 ½ %:ksi ja sitten 9 ½ %:ksi.

Näin uudelleen aloitettu korkojen alennuspolitiikka ei aiheutunut siitä, että rahalaitosten likviditeetin kehitys olisi niitä siihen pakottanut. Vaikka likviditeettitilanne olikin selvästi parempi kuin edellisenä syksynä, ei koron alennuksiin todennäköisesti olisi menty, jollei olisi ollut vaikuttamassa muita tekijöitä; siinä määrin heikoksi rahalaitokset vielä arvostelivat asemansa. Nämä muut tekijät olivat ennen kaikkea voimakkaasti yltyneet poliittinen ja kansanliikemäinen painostus korkokannan alentamiseksi, lukuisten vararikkojen ja pakkohuutokauppojen maaseudulla etenkin liikepankkeja vastaan synnyttämä ärtymys ja voimakkaammin kuin milloinkaan aikaisemmin esiintyneet vaatimukset lain-säädännöllistä tietä puuttua luottomarkkinain tilaan mm. koron säännöstelyyn ryhtymällä. Osaltaan alennusten aiheena oli — varsinkin keskuspankin taholla — esiintynyt halu tätä tietä vaikuttaa keventävästi taloudellisen toiminnan ehtoihin ja taittaa kärki siltä arvostelulta, joka kohdistettiin Suomen Pankkia vastaan sen johdosta, että pankki oli asettunut jyrkästi vastustamaan luotonlaajennuspyrkimyksiä.¹

Suomalaisella halvan rahan politiikalla oli täten huomattavassa määrin pakonomainen sävy, ja on vaikeata sanoa, olisiko koron alentamiseen niinkään aikaisiin ryhdytty, jollei ulkonaisia painostustoimenpiteitä olisi

¹ MERCATOR kirjoitti mm. 19. 8. 1932: »Denna räntepolitik är icke framkallad av ökad kapitalbildning, efter som depositionerna minskas, utan har till syfte att — nach berühmten Mustern — stimulera företagsamheten.» Vrt. myös TUDEER, Komiteanmietintö N:o 9/1932, liite, s. 46.

esiintynyt. Ottaen huomioon, että suuntaus korkotason alentamiseen oli vallalla kaikkialla maailmassa, niissäkin maissa, joissa muuten pidättäytyttiin rahapoliittisista ekspansiokokeiluista, tuntuu kuitenkin todennäköiseltä, että ainakin keskuspankin taholta olisi pyritty korkokannan alenemista edistämään. Tähänhän viittaa Suomen Pankin toiminta edeltäneiden vuosien ajanakin. Rahalaitosten piirissä korkojen alentamishalu olisi varmasti ollut tosiasiallista vähäisempi.

Uutta koronalennusta ei myöskään enää vuoden 1932 puolella saatu aikaan, vaikka sellaista vielä kevätpuolella oli suunniteltu syksyllä toimeenpantavaksi. Valuuttatilanteen kärjistyminen kesän aikana sekä uudelleen yltynyt epäluottamus markan arvoa kohtaan saivat rahamarkkinatilanteen jälleen kiristymään. Valuuttavarat supistuivat, talletukset vähenivät ja rediskonttaukset kasvoivat taas loppuvuodesta, samalla kun Suomen Pankin oli valuuttojen kysyntää hillitäkseen pakko heinäkuun alusta korottaa kursseja kymmenkunta prosenttia. Näissä oloissa ei virallisen diskonton alentamiseenkaan uskallettu ryhtyä, varsinkin kun oli ilmeistä, ettei toimenpide olisi rahalaitosten taholla saanut osakseen minkäänlaista vastakaikua. Pyrkimys »halpaan rahaan» ilmenikin tällöin vain siinä, ettei korkokantaa myöskään korotettu, mikä poliittisesti ja yleismielialaltaan toisenlaisissa olosuhteissa varmasti olisi ollut seurauksena rahamarkkinain kiristymisestä.¹

Suomen Pankin noudattama valuutta- ja rahapolitiikka sai osakseen varsin ankaraa arvostelua. Pankin johtoa syytettiin toisaalta siitä, että se oli syksyllä 1931 aivan liian kauan yrittänyt pysyttää markan kulkukannalla, vaikka viimeistään Ruotsin kruunun siitä irtaannuttua olisi pitänyt olla selvää, ettei Suomella jo yksistään kilpailusyistä voinut olla mahdollisuuksia kultapariteettinsa säilyttämiseen, jos sen tärkein kilpailija puunjalosteiden viennin alalla oli devalvoinut valuuttansa. Tällä tavoin menetellessään Suomen Pankki oli kuluttanut vähäiset valuuttavaransa miltei tyhjiin epätoivoisessa taistelussa markan »kunnian» puolesta; väitettiin pä sellaistaikin, että pankin valuuttavarannon vähäisyys ja siitä johtunut valuuttapolitiikan heikkous pohjimmaltaan oli katsottava vuosien 1926—1928 virheellisestä luottopolitiikasta johtuneeksi: pankin olisi tuolloin ollut kerättävä itselleen vahvempi valuuttavaranto eikä käytettävä omia varojaan luotonantonsa lisäämiseen.² Viimeksi mainitussa väitteessä oli perää sikäli, että pidättymällä luotonantonsa laajentamisesta Suomen Pankki ilmeisesti olisi tuolloin harjoittanut tosi-

¹ Vrt. SUOMEN PANKKI 1932, s. 14.

² Ks. MERCATOR 33 ja 42/1932.

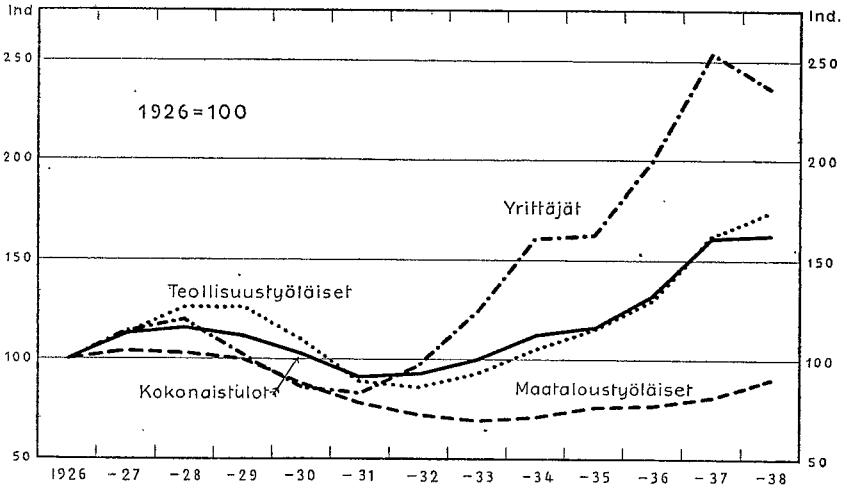
asiallista tarkoituksenmukaisempaa ja terveempää suhdannepolitiikkaa. Sitä vastoin on vaikea uskoa, että viiden vuoden takaisella politiikalla olisi kaiken tapahtuneen jälkeen enää ollut olennaista merkitystä Suomen Pankin valuuttavarannon suuruuden kannalta.

Toisaalta ja edelliseen liittyen Suomen Pankkia myös moitittiin siitä, että se diskonttopolitiikassaan vuonna 1932 jäi puolitiehen pyrkimyksissään koron alentamiseen. Tästä kysymyksestä Eduskunnan pankkivaliokunta Suomen Pankin tilaa ja hallintoa vuonna 1932 koskevassa mietinnössään lausui mm. seuraavaa: »Kun maassamme on pyritty alentamaan korkorasitusta, on herättänyt huomiota, että Suomen Pankki helmikuussa ja huhtikuussa 1932 toimeenpantujen koronalennusten jälkeen koko loppuvuoden piti suhteellisesti niin korkeaa diskonttokorkoa kuin $6\frac{1}{2}$ %. Pankin taholta on ilmoitettu, että tämä on pääasiassa johdunut siitä, että alempi korko olisi aiheuttanut pyrkimystä maksaa takaisin ulkomaisia luottoja vieläkin enemmän kuin on maksettu ja siirtää ne kotimaisille markkinoille, mikä taas olisi lisännyt ulkomaisen valuuttan kysyntää ja vähentänyt valuuttavarastoa, joka suurimman osan vuotta muutenkin oli arveluttavan vähäinen. Valiokunnan mielestä on luottojen takaisin maksamiseen ratkaisevasti vaikuttanut epäily markan arvon mahdollisesta alenemisestä inflation johdosta eikä Suomen Pankin diskonttokorolla liene ollut tässä kohdin erikoista merkitystä. Näin ollen ja kun pankilla on ollut mahdollisuuksia luotonantonsa lisäämiseen, olisi joustavampi ja erikoisesti talletuskoron alenemista läheisesti seuraava diskonttopolitiikka ollut paikallaan. Yleisen korkokannan laskeva suunta, jonka syntymiseen ja kehittymiseen Suomen Pankki muuten on tehokkaasti myötävaikuttanut, olisi nähtävästi vahvistunut, jos pankki jo viime vuoden jälkipuoliskolla olisi alentanut diskonttonsa sille tasolle, jolla se nyt on.»¹

Sikäli kuin arvostelu kohdistui Suomen Pankin ilmoittamien perusteiden pätevyYTEEN, se oli ilmeisesti oikeutettua. Valuuttojen kysynnän kannalta ei voida otaksua $\frac{1}{2}$ —1 %:n rajoissa vaihdelleella diskonttokorolla olleen merkitystä. Sen sijaan valiokunta kaiken todennäköisyyden mukaan yliarvioi virallisen diskonton alenemisen mahdollisen vaikutuksen rahalaitosten korkopolitiikkaan. Tämä käy varsin selvästi ilmi siitä vastustuksesta, jota keskuspankin pyrkimys yleisen korkotason alentamiseen vielä vuoden 1933 alkupuolellakin kohtasi rahalaitosten taholla. Mahdollista on kuitenkin, että Suomen Pankin diskonton alentaminen ja selvästi lausuttu pyrkimys yleisen korkotason laskemiseen

¹ VALTIOPÄIVÄT 1932. Asiakirjat IV—V. Pankkivaliokunnan mietintö no. 6.

Kuvio 31. Kansantulon ja tärkeimpien tulonsaajaryhmien tuloindeksit vuosina 1926—1938.



olisi pakottanut rahalaitoksetkin siihen alistumaan *good willinsä* säilyttämiseksi.

Joka tapauksessa on todettava, ettei Suomen Pankki tässäkään suhteessa liikoa kiirehtinyt, vaan noudatti varsin varovaista politiikkaa pyrkien välttämään kaikkia radikaaleja toimenpiteitä. Tämä johtui ilmeisesti siitä, ettei pankin johdon taholla vielääkään uskallettu diskonttopolitiikkaa suunnata pelkästään deflation vastustamiseen. Kotimaassa esiintynyt rauhattomuus, ekspansiovaatimukset ja epäluottamus markan arvoa kohtaan näyttivät vaativan vastapainokseen tiettyä korkopoliittista varovaisuutta, olkoonpa että purjehdittiinkin »halvan rahan» lipun alla. Niin kuin edellä jo viitattiin, voidaan kuitenkin kysyä, eikö sittenkin olisi ollut silloisessa tilanteessa viisainta nopeammin laskea korkoa ja velkaantuneelle maataloudelle sillä tavoin todella tuntuva helpotusta tuomalla lopettaa vaatimukset »inflaatiopolitiikan» harjoittamisesta. Jos tämä olisi onnistunut, siitä olisi ollut seurauksena olojen nopeampi rauhoittuminen, ja ne syyt, jotka nyt olivat esteenä koron laskemiselle, olisivat samalla suurimmalta osaltaan poistuneet.

Tosiasiallisesti korkopolitiikassa noudatettu suhteellisen pidättyvä suuntaus oli vain omiaan kiihdyttämään vaatimuksia korkotason säännöstelyyn ryhtymisestä. Eduskunnassa tehtiin maalaisliittolaiselta taholta vuoden 1932 valtiopäivillä parikin lakialoitetta korkokannan

säännöstelemiseksi.¹ Samoin pankkivaltuusmiesten piirissä herätettiin kysymys korkojen alentamismahdollisuuksista rahalaitosten korkomarginaalia säännöstelyn avulla supistamalla.² Näiden säännöstelyvaatimusten tavoitteena oli joko korkokannan maksimirajan määrääminen — 8 %:iin — tai sitten ylimmän sallitun antolainauskoron sitominen 2½—3 %:n marginaalilla viralliseen diskonttoon.

Aloitteet eivät kuitenkaan johtaneet tuloksiin. Suomen Pankin taholta korostettiin samoja näkökohtia kuin aikaisemminkin, joiden vuoksi korkokannan lakimääräiseen säännöstelyyn ryhtyminen pankin johdon mielestä olisi ollut epätarkoituksenmukainen toimenpide. Vallinnut suhteellisen korkea korkotaso ei aiheutunut rahalaitosten ja rahapääoman omistajien mielivallasta ja ahneudesta, vaan oli seuraus pääomanpuutteesta, jota lyhytaikaisten ulkomaisten pääomien maasta pois siirtyminen oli ollut omansa voimakkaasti kiristämään. Ainoa luotettava keino korkokannan alentamiseen oli sen vuoksi johtokunnan mukaan entistä paremman tasapainon aikaansaaminen pääomien kysynnän ja tarjonnan välille tarjontaa lisäämällä. Tähän ei taas voitu mennä luomalla keinotekoisesti uutta rahaa luottoekspansion avulla, vaan ainoastaan »luonnollista» tietä pyrkimällä olosuhteisiin, joissa »sekä kotimainen että ulkomainen pääoma maassa viihtyy ja tuntee olonsa turvalliseksi. Korkokannan säännöstelyyn ryhtyminen olisi myös toimenpide, joka herättäisi epäluottamusta maattamme kohtaan ulkomaisissa finanssiipiireissä, ja se koituisi siten haitaksi vakauttamispyrkimyksille».³ Korkokannan säännöstelemistä vastustaneiden taholta viitattiin myös siihen, että säännöstelyn toteuttaminen joka tapauksessa kohtaisi suuria vaikeuksia jo senkin vuoksi, että noin kolmasosa maamme kokonaisluottovolyymista oli ulkomailta saatua luottoa.⁴

Koron säännöstelyyn ei täten Suomen Pankin johtokunnan mielestä ollut mentävä. Kuitenkin johtokunta lausui käsityksensä, että rahalaitosten korkopolitiikassa kohdittain oli parantamisen varaa, samalla kun valvonnan tehostaminen epäilemättä olisi omiaan huippukorkoja alentamalla supistamaan korkomarginaalia ja siten keventämään luotonottajien korkorasitusta. Sen vuoksi Suomen Pankin taholla kannatettiin HYN-NISEN asiantuntijalautakunnan tekemää ehdotusta, »että olisi perustet-

¹ Ks. ed. PITKÄSEN ym. lakialoitteet 1 ja 2, VALTIOPÄIVÄT 1932.

² LEPPÄLÄN, VESTERISEN ja LAHDENSUON kirjelmä pankkivaltuusmiehille 29. 1. 32. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1932, liitteet.

³ Ks. Suomen Pankin johtokunnan kirjelmä pankkivaltuusmiehille 2. 4. 1932. VALTIOPÄIVÄT 1932. Asiakirjat IV—V.

⁴ TUDEER, m.k., s. 49.

tava erikoinen virallinen elin, jonka tehtävänä olisi seurata korkotilanteen kehitystä, hankkia tarpeellisia selvityksiä, valvoa sovittujen korkosopimusten noudattamista ja neuvotteluilla vaikuttaa korkojen alentamiseen. Sen puoleen tulisi velallisilla olla mahdollisuus kääntyä valituksineen, ja sen tulisi neuvoilla ja kehoituksilla koettaa vaikuttaa niihin luotonantajiin, jotka soveltavat kohtuuttomia lainaehtoja.»¹ Vuoden 1933 valtiopäivillä tehtiinkin lakialoite tällaisen korkolautakunnan perustamisesta, mutta olosuhteiden muututtua ja korkokannan alenemisen saatua lisävauhtia ehdotus raukesi.

Loppusyksystä 1932 korkojen säännöstelykiista saavutti huippunsa. SUNILAN hallitus, joka kauan aikaa oli epäröinyt säännöstelyn tielle lähtemistä, siitä huolimatta että maalaisliiton puoluekokous jo kesällä oli hyväksynyt tätä koskevan ponsilauseelman, valmistutti vihdoin lakiesityksen korkokannan säännöstelemisestä. Tasavallan presidentti kieltäytyi kuitenkin antamasta esitystä eduskunnalle, minkä johdosta hallitus erosi. Niin kuin edellä on mainittu, KIVIMÄEN uusi hallituskokoomus, jossa maalaisliittolaiset olivat vähemmistönä, oli omansa rauhoittamaan inflaatiota ja rahanarvon huononemista pelänneiden mieliä, samalla kun tilanne muutenkin rahamarkkinoilla lähinnä kauppataseen voimakkaan aktiivisuuden ansiosta rupesi kevenemään.

Suomen Pankin kohdalta aseman helpottuminen oli niin huomattava, että pankin johtokunta katsoi voivansa vuoden 1933 kuluessa neljään otteeseen alentaa diskonttoaan, $\frac{1}{2}$ % kerrallaan, niin että virallinen diskontto joulukuun lopulla 1933 oli painunut $4\frac{1}{2}$ %:iin eli alemmaksi kuin yli kahteenkymmeneen vuoteen. Varsinaisesta tehostetusta pyrkimyksestä »halpaan rahaan» ei virallisen diskonttopolitiikan kohdalla enää tänä vuonna voitu puhua; erinomaisen aktiivinen kauppa- ja vaihtotase, ulkomaisten velkasuhteiden vakaantuminen, valuuttavarojen paisuminen ja katesuhteen voimakas vahvistuminen tekivät diskonton alentamispolitiikan aivan ortodoksisestikin ajatellen täysin luonnolliseksi.

Siitä huolimatta on todettava Suomen Pankin joka tapauksessa tällöin pyrkineen kiirehtimään rahalaitosten korkojen alentamista. Pääjohtaja Ryti otti yleisen korkokannan laskemisen käsiteltäväksi Rahalaitosten yhteislautakunnan kokouksessa toukokuun lopulla 1933. Liikepankkien taholla suhtauduttiin alentamiskysymykseen kielteisesti; asia oli ollut kevään kuluessa Pankkiyhdistyksen johtokunnassa pariinkin otteeseen pohdittavana, mutta tulokseksi oli tullut, ettei aika vielä ollut pankkien mielestä kypsä alennuksen suorittamiseksi. Vastustavaa mieli-

¹ Komiteamietintö No. 9/1932, s. 9.

**Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina
1935—1938, milj. mk.**

	1935	1936	1937	1938
1. Valtion velka	±0	±0	±0	±0
2. Valuutat	+88	+356	+564	+48*
3. Luotonanto				
a. liikkeille	+73	+170	+106	+136
b. pankeille	—	—	—	—
4. Obligaatiot	+56	+27	+55	—28
Yhteensä	+217	+553	+725	+156
5. Pano- ja ottotilit				
a. pankkien	+221	+170	+401	—122
b. valtion	—1	+215	—240	+107
6. Setelistö	+103	+249	+422	+34
Yhteensä	+323	+634	+583	+19
7. Omat varat	+45	+51	+52	+305
8. Yhteiskunnan kassan muutos	+323	+419	+822	—88
9. Yhteiskunnan kassa 31. 12.	1782	2201	3024	2936
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1679	2043	2685	3153
11. » » netto	1679	2043	2685	3153
12. Suoran. luotonanto, keskim.	803	946	1047	1471

* Eräiden tilastonmuutosten tähden käytetty 23. 12. 1938 tilan arvoa.

alaa esiintyi kuitenkin pääasiallisesti vain pienempien pankkien piirissä, jotka lamavuosina olivat pahimmin joutuneet kärsimään ja joihin yleisön epäluottamus eniten oli kohdistunut. Pienet pankit pelkäsivät koronalennuksen saattavan ne entistäkin vaikeampaan asemaan talletuskilpailussa, kun niiden ja toisaalta säästöpankkien talletuskoron välinen marginaali korkokannan laskiessa tulisi suhteellisesti katsoen kasvamaan. Liikepankit halusivat sen vuoksi kytkeä kysymyksen korkojen alentamisesta yhteen korkosopimuksen muuttamisen kanssa siten, että ainakin pienemmät pankit olisi rinnastettu suurempiin säästöpankkeihin, niin että ne olisivat olleet oikeutettuja maksamaan $\frac{1}{4}$ % enemmän korkoa kuin suurpankit. Mieluimmin liikepankit olisivat luonnollisesti nähneet, että eri rahalaitosten väliset korkoerot olisi kokonaan poistettu.

Sen jälkeen kun toiset rahalaitokset olivat ilmoittaneet olevansa — eräät tosin epäröiden — valmiit hyväksymään pääjohtaja Rytin ehdotuksen yleisestä korkotason alentamisesta ja kun oli asetettu toimikunta pohtimaan korkosopimuksen tarkistamista, liikepankit lopulta yhtyivät muihin, joten heinäkuun alusta 1933 talletuskorot saatiin alenemaan $4\frac{1}{2}$ —5 %:iin.

Marraskuussa samana vuonna Suomen Pankki jälleen ehdotti uuden koronalennuksen suorittamista. Tällä kertaa liikepankit, joiden likvidi-

teetti vuoden kuluessa oli suuresti vahvistunut, suhtautuivat alunperin ehdotukseen myötämielisemmin, siitä huolimatta, että neuvottelut korkosopimuksen tarkistamisesta eivät olleet johtaneet mihinkään tulokseen. Maaseutusäästöpankkien, osuuskassojen ja säästökassojen piirissä esiintyi nyt sitä vastoin varovaisempaa mielialaa, ja näiden rahalaitosryhmien edustajat olisivat halunneet vielä lykätä ratkaisua jonkin verran eteenpäin. Lähinnä pääjohtaja Rytin sekä liikepankkien edustajain painostuksesta ja toivomuksesta päätettiin kuitenkin alentaa korkoja jo vuoden vaihteesta 1933/1934 lähtien jälleen $\frac{1}{2}$ %. Täten saavutettu 4—4 $\frac{1}{2}$ %:n talletuskorkotaso oli Suomen oloissa jo poikkeuksellisen alhainen eikä sitä ollut koettu sitten maailmansodan rahan runsauden aikojen. Luotonantokorot alenivat vastaavasti, ja ylimmäksi huippukoroksi, jota ei missään tapauksessa saanut ylittää, sovittiin 8 $\frac{1}{2}$ %.

Säästöpankkien taholla talletuskoron alentamista vastustettiin vuotta myöhemminkin, jolloin Ryti jälleen esitti $\frac{1}{2}$ %:n alennuksen suorittamista perustellen ehdotustaan, paitsi rahalaitosten likviditeetin jatkuvasti suotuisalla kehityksellä, myös sillä, että talouselämä välttämättä tarvitsi stimulanssia jo virinneen yritteliäisyyden voimistamiseksi, jonka vuoden 1934 loppupuolella tapahtunut puutavaramarkkinain heikkeneminen uhkasi katkaista. Tälläkin kertaa liikepankit, joiden kohdalla likviditeetin vahvistuminen oli ollut voimakkainta, kannattivat innokkaasti alennuksen suorittamista Rytin ehdotuksen mukaisesti. Säästöpankkien edustajien epäröivän asenteen johdosta talletuskoron aleneminen rajoittui kuitenkin sillä kertaa $\frac{1}{4}$ %:iin, samalla kun shekkitilien korkoa päätettiin alentaa $\frac{1}{2}$ %:n verran ja antolainauksen puolella huippukorkoraja samoin 8 $\frac{1}{2}$ %:sta 8 %:iin.

Tämän koronalennuspolitiikan pääte saavutettiin vuoden 1936 joulukuussa, jolloin Rahalaitosten yhteislautakunta jälleen Suomen Pankin aloitteesta päätti vuoden vaihteesta alentaa talletuskoron 3 $\frac{1}{2}$ —4 %:iin ja shekkitilien koron 1—1 $\frac{1}{2}$ %:iin. Näin oli päädytty Suomen oloissa ennen kokemattoman alhaiseen korkotasoon niin hyvin otto- kuin antolainauksessakin, jonka keskikorko vuonna 1937 aleni liikepankeissa vajaa 6 %:iin, samalla kun ensiluokkaisista kiinnityslainoista vaadittu korko oli kaikissa rahalaitoksissa yleisesti 4 $\frac{3}{4}$ %.

Viimeistä korkokannan alennusta suoritettaessa noususuhdanne oli jo selvä ja voimakas, joten suhdannesyitä ei alentamiseen enää ollut olemassa. Jatkuvasti huomattavassa määrin aktiivisen vaihtotaseen ansiosta rahamarkkinain tila oli kuitenkin yhä kevenemään päin ja liikepankeissa esiintyi jopa kausiluonteista rahanrunsauttakin. Talletuskoron alentamista perusteltiin myös sillä, että olojen rauhoituttua oli esiinty-

nyt merkkejä kansainvälisen (lyhytaikaisen) rahapääoman hakeutumisesta korkoeron houkuttelemana maahamme, mitä ei taas aikaisempien kokemusten perusteella pidetty maan ulkomaisten maksusuhteiden vakavuuden säilyttämisen kannalta erityisen suotavana.¹

Noususuhdanne saavutti huippunsa vuonna 1937, jolloin mm. tukkuhintaindeksi oli — pääasiassa ulkoapäin tulleiden korotussysäysten vaikutuksesta — kohonnut muutaman pisteen yli perusvuoden 1926 tason ja siten noin 15 % korkeammaksi kuin keskimäärin vuosina 1933—1935. Korkopolitiikkaan tällä ei kuitenkaan ollut vaikutusta. Päinvastoinhan katsottiin keskellä ilmeistä suhdannenousua olevan syytä vielä alentaakin korkokantaa vuoden vaihteesta 1936/1937, samalla kun keskuspankin diskontto pidettiin muuttumattomana sillä tasolla, jolle se vuoden 1934 lopussa oli asetettu. Suomen Pankki noudatti täten useimpien muiden maiden ja ennen kaikkea anglosaksisten suurvaltojen esimerkkiä seuraten selvää halvan rahan politiikkaa ja pyrkimystä tietyn alhaisen diskontton säilyttämiseen, vaikkei toisaalta enää haluttu tasoa enää alentaakaan, mihin puhtaasti likviditeettimielessä olisi ollut mahdollisuuksia.² — Tosiasiallisestihan virallinen diskontto pidettiin kiinteästi paikoillaan aina vuoden 1947 kesäkuuhun saakka. — Tällöin on kuitenkin huomattava, ettei rahamarkkinain tilassa myöskään näkynyt mitään kiristymiseen viittaavia oireita, vaan liikepankkien likviditeetin kehityssuunta oli noususuhdanteen aikanakin edelleen vahvistuva. Syistä, joihin edempänä palataan, noususuhdanne ei täten johtanut sellaiseen rahataloudelliseen kireyteen kuin vuosien 1926—1928 korkeasuhdanne. Ortodoksisemman ja klassilisemmän diskonttopolitiikkaan mukaan ei näin ollen tosiasiallisesti ilmennyt tarvetta korkokannan korottamiseen.

5. Suhdannekehityksestä ja »halvan rahan» politiikan merkityksestä.

Edellä on tehty selkoa noudatetun halvan rahan korkopolitiikan tavoitteista samoin kuin myös siitä arvostelusta, joka kohdistettiin keskuspankin diskonttopolitiikkaan nimenomaan suhdannepoliittisesti arkaluontoisimpana ja kriittisimpänä ajankohtana, vuonna 1932. Todettava on joka tapauksessa, että joskaan harjoitettu korkokannan alentamis-

¹ RYTI Rahalaitosten yhteislautakunnan kokouksessa 2. 12. 1936.

² Vrt. PAAVO KORPISAARI, Keskuspankin luotonantopolitiikka. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I/1939, s. 58. Vrt. myös ODAL STADIUS, Reflexioner kring högkonjunkturen. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny Serie XXXIX, s. 87.

politiikka ei ollut alkuvaiheissaan aivan niin voimakasta ja ripeätä kuin se ilmeisesti ilman sanottavia valuuttapoliittisia vaaroja tai haittoja olisi saattanut olla, yleistä korkotasoa onnistuttiin sentään alentamaan verrattain nopeassa tahdissa ja huomattavassa määrin. Korkopolitiikan tarkoituksenmukaisuuden ja tehokkuuden arvioinnin kannalta on jälleen mielenkiintoisin kysymys, mikä merkitys tällä korkokannan alenemisella voidaan katsoa suhdannepoliittisesti olleen, missä määrin se todennäköisesti saattoi vaikuttaa laman väistymiseen ja nousun alkamiseen ja missä määrin tosiasiallista nopeammalla ja jyrkemmällä korkokannan laskulla olisi saattanut olla silloisessa tilanteessa vielä suurempaa tehoa.

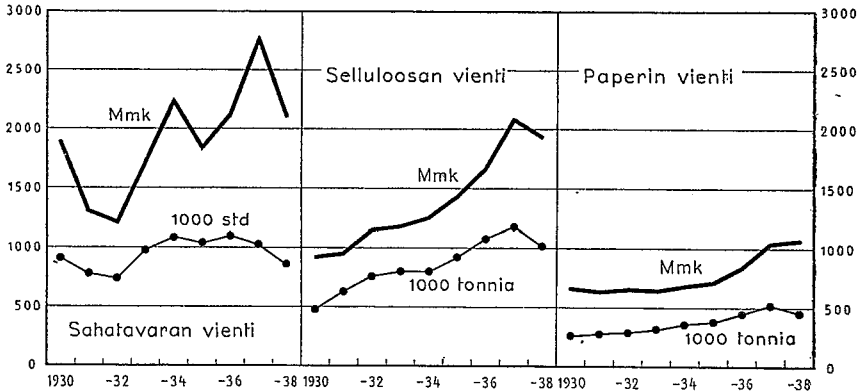
Elpymiseen johtaneiden tekijöiden ja elpymisprosessin reaktiomekanismin analysointi osoittaa tällöin varsin pian, ettei korkopolitiikkaa puhtaasti suhdannepoliittisessa mielessä voida tarkasteltavana ajankajana Suomessa pitää strategiselta merkitykseltään ainakaan ensiarvoisen tärkeänä.

Voidaan katsoa kiistattomasti selvitetyn, että elpyminen meillä alkoi metsäteollisuuden puolella ja lähinnä aiheutui ulkomaisten suhdannetekijäin vaikutuksesta.¹ Erityisen suuri merkitys on tällöin annettava nimenomaan Englannissa harjoitetulle suhdannepolitiikalle ja sille seikalle, että tämä meidän tärkein ostajamaamme devalvoinnin jälkeen varsin nopeasti lisäsi metsäteollisuuden tuotteiden hankintojaan. Suidannekäänteeseen kenties ratkaisevimmin vaikutti Englannissa harjoitettu aktiivinen rakennuspolitiikka ja erityisesti siellä valtion varoilla alulle pantu ns. *slum clearance*, joka oli omiaan huomattavasti lisäämään sahateollisuutemme tuotteiden menekkiä ja siten suoranaisesti voimistamaan tulonmuodostusta maassamme. Niin tärkeä merkitys kuin tällä sahateollisuuden toiminnan vilkastumisella olikin erityisesti maaseutuväestön ostokyvyn vahvistumisen kannalta, ei elpyminen vientiteollisuuden piirissä kuitenkaan rajoittunut vain siihen. Tosiasiallisesti sekä selluloosan että paperin vientikäyrät olivat kääntyneet nouseviksi jo huomattavasti aikaisemmin: vuonna 1930 tapahtuneen takaiskun jälkeen viennin volyyymi oli jo seuraavana vuonna selvästi laajentunut, kun taas sahatavaran vientimäärät alkoivat kasvaa vasta vuoden 1933 alusta (kuvio 32).

Tärkeimpänä suhdannetta kohottavana tekijänä on siten meillä pidettävä vientituotteittemme kysynnän vahvistumista ulkomailla. Ilmeistä

¹ Ks. EKHOLM, m.k., s. 33 ja MONTGOMERY, Arbetslöshetspolitik och konjunktur-utveckling ..., s. 36.

Kuvio 32. Metsäteollisuuden vienti vuosina 1930—1938.



on kuitenkin, että toisaalta maamme liittymisellä puntaryhmään sekä toisaalta 1930-luvun alkuvuosina esiintyneellä vientihintojen ja tuotantokustannusten suhteella oli metsäteollisuuden vientisuhdanteita ja kilpailukykyä nostavaa vaikutusta. Samalla tavoin markan devalvointi ulkomaisten tuotteiden hintoja kohottamalla tarjosi kotimarkkinateollisuudelle tiettyä »tullisuoja» ja siten paransi näidenkin teollisuudenhaarojen kilpailukykyä kotimaan markkinoilla.³

Näiden valuuttapolitiittisten tekijöiden rinnalla oli noudatetulla korko- ja luottopolitiikalla ilmeisesti vain varsin toisarvoinen välitön merkitys. Korkokustannusten aleneminen helpotti luonnollisesti jossain määrin sekä vientiteollisuuden että kotimarkkinateollisuuden kustannustilannetta. Tämä taas periaatteessa teki teollisuudelle mahdolliseksi joko maksaa korkeampia palkkoja tai lisätä voittojaan (tai supistaa tappioitaan) korkokustannusten alenemisen määrällä. Tällöin on kuitenkin otettava huomioon, että niin kauan kuin teollisuuden piirissä ilmeni tehostettua pyrkimystä parempaan likviditeettiin, ts. koti- ja ulkomaisten luottojen takaisin maksamista, voittomarginaalin leveneminen ei vanhojen yritysten kohdalla johtanut investointien suurenemiseen eikä sillä siten ollut suoranaista ekspansiovaikutusta. Päinvastoin ulkomaisten luottojen suorittaminen aivan ilmeisesti oli omiaan viivyttämään rahamarkkinain kevenemistä, mikä olisi tapahtunut vielä nopeammin, jos näiden luottojen maksamista olisi voitu — tai haluttu — hidastaa. Joka tapauksessa voitaneen pitää todennäköisenä, että korkokannan alenemisesta johtuneella yrittäjien kannattavuustilanteen kevenemisellä sil-

³ Vrt. MONTGOMERY, Arbetslöshetspolitik och konjunkturutveckling . . . , s. 37.

loisissa oloissa oli niin suuri stimuloiva vaikutus, että se pystyi enemmän kuin kompensoimaan tallettajien korkotulojen supistumisesta johtuneen kontraktiivisen kysyntäefektin; voidaan näet olettaa, että nimenomaan pientallettajien korkotuloista valtaosa säästetään eikä siis välittömästi muodostu tehokkaan kysynnän osaksi.

Uuden yritteliäisyyden voimistuttajana korkotason alenemisella epäilemättä saattoi olla merkityksensä, jonka suuruutta kuitenkin on vaikea arvioida. Niin kuin yleensä aina suhdannekäänteiden tapahtuessa useat tekijät alkoivat kutakuinkin samanaikaisesti vaikuttaa kehityksen kulkuun yhdensuuntaisesti ja toinen toistaan voimistaen. Tällöin on jotensakin mahdotonta kvantitatiivisesti mitata yhden tekijän erityisvaikutusta. Niin kuin edellä jo todettiin, voidaan joka tapauksessa kuitenkin sanoa, ettei korkokannan aleneminen ollut vuosien 1932—1933 suhdannekäänteeseen *primus motor*, sen strategisesti merkityksellinen aiheuttaja. Nousu olisi ilmeisesti tapahtunut samanaikaisesti, vaikkei korkotasoa olisi saatukaan tosiasiallisessa määrin lasketuksi. Silti ei ole väheksyttävä koronalennuspolitiikan merkitystä. Se oli varmaankin sekä puhtaasti kustannusmielessä että psykologisesti omiaan parantamaan yrittäjien voitonodotuksia ja lisäämään heidän sijoitushalukkuuttaan.

Tässäkään suhteessa koron alenemisella tuskin kuitenkaan oli ensiarvoista merkitystä. Tähän viittaa sekin, että asunnontuotanto, jonka korkojoustavuus sentään, kuten aikaisemmin jo on todettu, on keskimäärin paljon suurempi kuin yleensä teollisuusinvestointien kohdalla, varsin hitaasti lähti käyntiin korkotason alennuttua ja luottomarkkinain tilan kevennyttyä. Osaksi rakennustuotannon viivästyminen oli kyllä syynä luottolaitosten noudattama tiukka luottopolitiikka: jouduttuaan edeltäneinä vuosina vaikeuksiin asuntokiinteistöille myöntämiensä luottojen jäätyä johdosta pankit ja muut rahalaitokset olivat luotonantonsa ehtojen suhteen varsin ankaria ja valikoivia, niin että rakennusyrityksiä varten oli vaikeata saada luottoja.¹ Pääasiallisimpana tekijänä oli kuitenkin ilmeisesti se, että rakennustoiminta enemmän oli riippuvainen vuokratason ja asunnon tarvitsijain tulojen kehityksestä kuin korkokannan korkeudesta. Tämähän oli selvästi nähty jo 1920-luvun rakennusuhdanteen aikanakin, jolloin rakennustoiminta epäedullisista korkosuhteista huolimatta sai meillä ennen näkemättömät mittasuhteet. Toisaalta 1930-luvun alkupuolella palkkannauttijain ja muiden tuloista elävien tulonkehityksen suhteellisen hidas nousu oli omiaan viivästyttämään lamavuosina painuneen vuokratason kohoamista ja heikentämään

¹ Vrt. WARIS, m.t., s. 199 ja TAMMINEN, m.t., s. 242, ja seur.

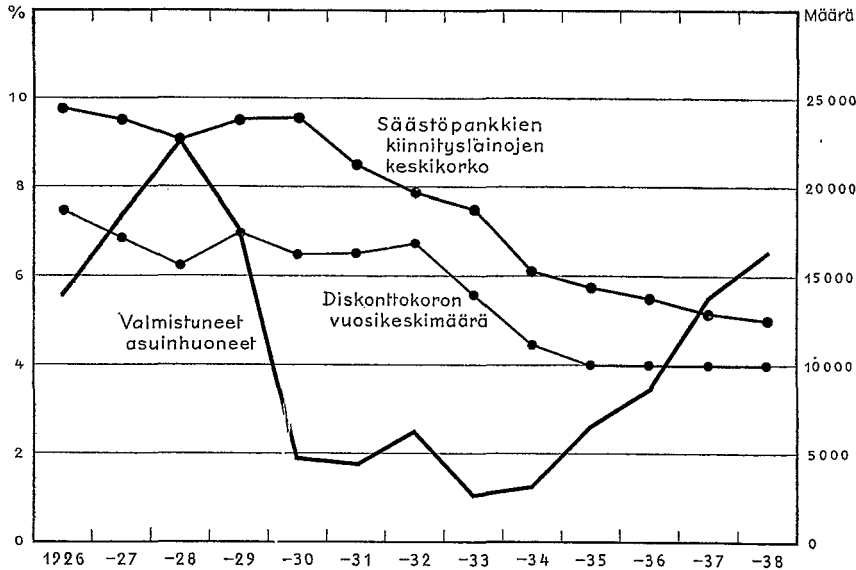
rakennusyrittäjäin voitonodotuksia. Näin olen rakennustoiminta pääsi merkittävämmässä määrin elpymään vasta vuodesta 1935 lähtien.¹ Vaikkei korkokannan aleneminen näissä olosuhteissa yksinään pystyntykään saamaan aikaan käännettä asunnonrakennustuotannossa eikä rakennustoiminta meillä myöskään muodostunut suhdannekehityksen kannalta strategisesti ensiluokan tekijäksi, korkokustannusten supistuminen epäilemättä joka tapauksessa oli osaltaan tasoittamassa tietä uudelle yritteliäisyydelle tälläkin alalla.

Huolimatta siitä, että viennin puolelta tulleet suhdannesysäykset olivat sekä Ruotsissa että meillä hyvin yhdenmukaiset, elpymisprosessin vaikuttavien voimien painopiste oli kuitenkin näissä maissa jossain määrin eri tavoin sijoittunut. Ruotsissa oli lamakauden aikainen palkka- ja työttömyyspolitiikka koko ajan tähdännyt erityisesti palkkannauttijain ostokyvyn säilyttämiseen, samalla kun sikäläisen ammattiyhdistysliikkeen voimakkuus jo muutenkin vähensi palkkojen joustavuutta alaspäin. Työttömyystöiden järjestämisessä ja rahoittamisessa Ruotsilla oli myös ollut »varaa» olla paljon anteliaampi kuin meillä oli laita. Muun muassa sikäläisen kotimarkkinateollisuuden tuotannon kehitys muodostuikin paljon edullisemmaksi kuin Suomen kotimarkkinateollisuuden vastaava kehitys (ks. kuviota 34, s. 268). Tästä oli myös seurauksena, että Ruotsissa laman loppuvuosina ja elpymisen alettua kauppatase oli passiivinen, kun taas meillä, niin kuin on todettu, koko 1930-luvulle oli ominaista keskimäärin hyvin voimakas viennin enemmyys. Ruotsin rakennustoiminta ei myöskään milloinkaan painunut suhteellisesti niin vähäiseksi kuin Suomessa 1930-luvun alkuvuosina. Toisaalta ei siitä kyllä sielläkään muodostunut niin keskeistä suhdannenousuun vaikuttavaa tekijää, kuin halvan rahan politiikan ja valtion investointiavustusten lisäämisen turvin oli suunniteltu. Vuoden 1933 osalta laajan rakennusohjelman toteuttamiseen ryhtymisen esti sitkeä rakenusalan lakko, joten työhön päästiin käsiksi vasta seuraavana vuonna, jolloin ulkomaankaupan puolelta levinnyt elpyminenkin jo oli hyvässä vauhdissa.² Joka tapauksessa Ruotsissa »halpaan rahaan» nimenomaan pyrittiin kytkemään suoranaista sijoitustoiminnan elvytyspolitiikkaa, kun taas meillä korkokannan alentaminen sai yksin vaikuttaa, niin paljon kuin pystyi.

¹ Ks. TAMMINEN, m.t., s. 131 ja 181.

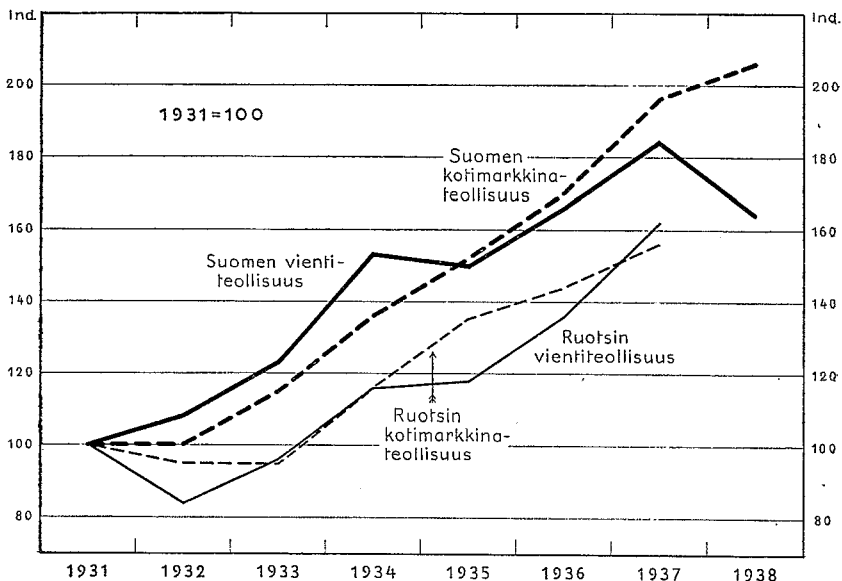
² Ks. Measures to Combat Unemployment in Sweden since 1929, Supplement to INDEX, June 1938, sekä LESTER, m.t., s. 269—270.

Kuvio 33. Kaupunkien asunnontuotanto ja säästöpankkilainojen keskiporko vuosina 1926—1938.



Noudatetun »halvan rahan» politiikan välittömien investointivaikutusten lisäksi on kuitenkin vielä toiseltakin puolen otettava huomioon koronalennusten suoranainen vaikutus ns. tehokkaan kokonaiskysynnän suuruuteen. Korkokannan alentaminen elvytti taloudellista aktiiviteettiä todennäköisesti myös siten, että yrittäjien käyttöön »säätäneet» maksamattomat korot luultavasti muodostuivat suuremmassa määrin tehokkaaksi kysynnäksi kuin jos ne edelleen olisivat joutuneet tallettajien haltuun. Nimenomaan maaseudulla voidaan koron alenemisen olettaa vahvistaneen hyödykkeiden kysyntää. Sitä mukaa kuin velkaisten maanviljelijäin korkorasitus keveni, heidän kulutusmahdollisuutensa vastaavasti lisääntyivät, ja voidaan otaksua tällaisten henkilöiden rajakulutusalttiuden olleen suurempi kuin heidän velkojensa ja korkotulojen nauttijoiden kohdalla oli laita. Toisellakin tavoin korkokannan aleneminen oli vielä omiaan luomaan elpymiselle suotuisaa maaperää maaseudun oloissa. Koron laskeva suuntaus merkitsi kapitalointikertoimen suurenemista ja maatalojen hintojen nousemista siitä laakson pohjasta, mihin ne syvimpinä lamavuosina ja pakkohuutokauppojen aikoina olivat painuneet. Tämä nousu paransi yleisesti katsoen maanviljelijäin luottokelpoisuutta ja muutenkin vahvasti maaseutuväestön taloudellista asemaa.

Kuvio 34. Vienti- ja kotimarkkinateollisuuden tuotannon volyyymi Suomessa ja Ruotsissa vuosina 1931—1938.



Kaiken kaikkiaan on harjoitettu halvan rahan politiikka todettava, joskaan ei merkitykseltään ratkaisevaksi, niin joka tapauksessa epäilemättä oikeaan suuntaan vaikuttaneeksi stimulaatiotekijäksi 1930-luvun alkuvuosien elpymisprosessissa. Kenties suurimmillaan sen vaikutus oli vuosina 1934—1935, jolloin korkokustannusten aleneminen vientiteollisuudenkin alalla muodosti hyvin tervetulleen vastapainon vuoden 1934 keskivaiheilta aina seuraavan vuoden puoliväliin saakka kestäneelle sahatavaran ja selluloosan hintojen heikkenemiselle ja jolloin toisaalta rakennustoiminnan alalla tilanne oli kypsytynyt siihen pisteeseen, että yllikkaamman asunnonrakennustuotannon edellytykset jo olivat olemassa.

Tarkasteltaessa 1930-luvun taloudellista kehitystä kokonaisuutena halvan rahan politiikan alkamisen jälkeen ja verrattaessa sitä toisaalta 1920-lukuun, jolloin maassamme vallinnut korkokanta oli keskimäärin lähes kaksinkertainen, on kuitenkin verrattain vaikeata löytää selviä viitteitä siitä, että »halpa raha» olisi sinänsä ratkaisevalla tavalla edistänyt investointitoimintaa ja tuotantoelämän ekspansiota.

Varsinaisen asunnonrakennustoiminnan alalla tuotanto ei koko 1930-luvun aikana saavuttanut sellaista laajuutta ja intensiivisyyttä kuin

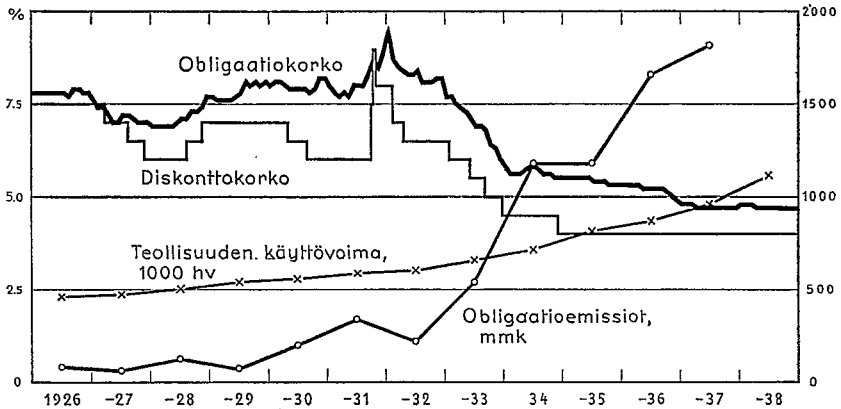
edellisen vuosikymmenen jälkipuoliskolla, sitä huolimatta että nimenomaan korkosuhteet samoin kuin rahoitustilanne ylipäänsä olivat vuosina 1934—1938 paljon kevyemmät kuin 1920-luvun rakennuskauden aikana oli ollut laita. Tästä ei tietenkään ole tehtävä sellaista johtopäätöstä, että korkotason aleneminen olisi ollut vaikutukseltaan merkityksetön tällä tärkeällä sijoitustoiminnan alalla. Olosuhteet olivat vain muuten siinä määrin erilaiset, ettei 1930-luvun alhainen korkokantakaan pystynyt synnyttämään niin vilkasta rakennusyritteliäisyyttä kuin ensimmäisen maailmansodan aikana patoutunut asuntojen tarve 1920-luvulla silloisesta korkeasta korkokannasta huolimatta sai aikaan. On hyvinkin luultavaa, ettei rakennustuotanto olisi saavuttanut edes tosiasiallista laajuuttaan, jollei muun muassa juuri korkoehtojen edullisuus olisi osaltaan ollut tuotantoa stimuloimassa. Joka tapauksessa tilanne oli meillä huomattavasti erilainen kuin Ruotsissa korkokehityksen samankaltaisuudesta huolimatta. Ruotsin asunnonrakennustuotanto oli 1930-luvun loppuvuosina lähes 3 kertaa niin vilkasta kuin vastaavasti 1920-luvun jälkipuoliskolla, kun taas meillä vuosien 1926—1928 tuotantotasoa ei edes saavutettu.¹

Toisaalta voidaan kyllä todeta teollisuuden tuotannon kehityksen ja sijoitustoiminnan muodostuneen maassamme 1930-luvulla varsin suotuisaksi ja vilkkaaksi monilla aloilla. Samalla tänä ajanjaksona nimenomaan suoritettiin useita suurisuuntaisia teollisuusinvestointeja ja voimalaitosten rakentamisia. Olisi kuitenkin ilmeisesti uskallettua ja hioiteltua väittää, että, sikäli kuin kehitys tässä suhteessa oli voimakkaampaa kuin 1920-luvulla, tämä olisi pääasiallisesti aiheutunut alhaisemman korkokannan etenkin pitkäaikaisia ja paljon pääomaa vaativia investointeja elvyttäneestä vaikutuksesta. Yhtä vähän oikeutettua on tietenkin toiselta puolen väittää, ettei korkotasolla tässä suhteessa ollut mitään vaikutusta. On epäilemättä jo varsin selvästi todettu ja osoitettu, ettei korkokannan korkeus ratkaisevasti pysty vaikuttamaan yrittäjäin investointipäätöksiin ja että näiden suunnitelmien laajuus samoin kuin teollinen kehitys ylipäänsäkin on mitä moninaisimpien erilaatuisten tekijäin yhteisvaikutuksen tulos.² Korkeus on vain yksi monista kehitykseen vaikuttavista voimista eikä ilmeisesti loppujen lopuksi edes tärkeimpiä niistä. Siitä huolimatta ei tietenkään ole kiistettävissä, etteikö korkokannan korkeus omalta osaltaan olisi ainakin jossain määrin ohjaa-

¹ Ks. ERIK DAHMÉN, Svensk industriell företagarverksamhet, s. 32.

² Monipuolista selvitystä yrittäjätoiminnan edellytyksistä ja tuotantoelämän kehitykseen vaikuttavista tekijöistä sisältää mm. DAHMÉNIN edellä viitattu teos.

Kuvio 35. Teollisuuden käyttövoima sekä obligaatioiden vuosiansit ja efektiivinen korko vuosina 1926—1938.



massa kehitystä suuntaan taikka toiseen. Tässä mielessä myös 1930-luvun halvan rahan politiikalla epäilemättä oli osuutensa tuon ajanjakson teollisen kehityksen muovautumisessa.

»Halvan rahan» suotuisiin vaikutuksiin nimenomaan meidän maamme oloissa on lopuksi luettava myös se, että korkokannan aleneminen hyvin huomattavalla, voipa sanoa ratkaisevalla tavalla edisti obligaatiomarkkinoiden kehittymistä. Aikaisemmin — niin kuin taas toisen maailmansodan jälkeenkin — obligaatioiden liikkeelle laskeminen merkitsi Suomen teollisuuden pääomantarpeen tyydyttämisessä varsin vähän, ja nimenomaan 1920-luvulla tämä merkitys oli supistunut sodan aikaisen ja jälkeisen inflaation johdosta hyvin mitättömäksi. Toisaalta korkotason aleneminen ja sen vakaantuminen 1930-luvun puolivälissä yhdessä rahamarkkinain kevenemisen kanssa oli omiaan lisäämään teollisuusyritystenkin halua muuttaa muodollisesti lyhytaikaista ja vaihtuvakorkoista pankkilainaustaan varsinaiseksi pitkäaikaiseksi obligaatioluotoksi. Näin ollen obligaatioiden emissiot saavuttivatkin meidän oloissamme ennen näkemättömät mittasuhteet, ja jollei sota olisi katkaissut kehitystä, obligaatiomarkkinat olisivat kenties ajan oloon saaneet meilläkin samanlaisen merkityksen kuin niillä jo on esimerkiksi Ruotsissa, vaikei vielä olisikaan päästy Tanskan tasalle tässä suhteessa.

Obligaatiomarkkinain vilkastumisella oli luonnollisesti teollisuuden pääoman hankintaa ja rahoitusilannetta vakauttavaa vaikutusta. Tässä mielessä kysymyksessä olevalla halvan rahan politiikan seurausilmiöllä epäilemättä oli tiettyä merkitystä myös tuotantotoiminnan laajenemisen ja reaalityloudellisen kehityksen kannalta ylipäänsä. Aivan välittömästi

ja suoranaisesti yritteliäisyyttä ja investointeja stimuloivaa vaikutusta ei todella pitkäaikaisen luoton saannin helpottumisella kylläkään voida katsoa kovinkaan suuressa määrin olleen. Meillä, niin kuin Ruotsissakin, oli sääntönä, että obligaatioluottoa ei varsinaisesti käytetty ensi vaiheessa uusien investointien rahoittamiseen. Alkavat yritykset samoin kuin vanhempienkin yritysten uusinvestoinnit rahoitettiin edelleen entiseen tapaan ensi kädessä pankkiluottojen avulla. Vasta sitten, kun yritys jo oli saavuttanut tietystä määrin vakaan aseman, se saattoi ajatella lyhytaikaisten luottojensa konvertoimista obligaatioluotoksi. Näin oli laita jo senkin vuoksi, ettei tuntemattomien yritysten obligaatioilla meidän oloissamme olisi ollut juuri minkäänlaisia sijoitusmahdollisuuksia varsinaisen yleisön keskuuteen. Obligaatiolainaus rajoittui täten miltei kokonaisuudessaan vanhojen ja jo tietyn aseman saavuttaneiden suuryritysten piiriin.¹ Siitä huolimatta voidaan pitää todennäköisenä, että pitkäaikaisen ja vakautetun lainanoton suhteellisen merkityksen lisääntyminen ainakin jossain määrin vahvisti suurten ja runsaasti pääomaa kysyvien sijoitusten suoritus halua.

6. Suomen korkotasoon 1930-luvulla vaikuttaneista tekijöistä.

Etsittäessä vastausta peruskysymykseen, miksi korkotaso meillä 1930-luvulla pysyvästi muodostui niin huomattavassa määrin alhaisemmaksi kuin edellisellä kymmenluvulla, saadaan likviditeettianalyysin pohjalla suoralta kädeltä selitykseksi vaihtotaseen vahvistuminen ja siitä aiheutunut yhteiskunnan kassan suureneminen. Aivan ilmeisesti Suomen Pankin valuuttavarannon paisuminen oli yhteiskunnan ja pankkien maksuvalmiuden lisääntymisen ylivoimaisesti merkittävin suoranaisten ja välitön aiheuttaja. Ilmeistä on myös, että likvidisyyden lisäys olisi — *ceteris paribus* — muodostunut vieläkin suuremmaksi, jollei Suomen Pankki harjoittamallaan ulkomaisten velkojen takaisin maksamista kiirehtineellä politiikalla olisi nimenomaan »steriloinut» huomattavaa osaa tästä ensisijaisesta maksuvalmiuden kasvusta. Tässä suhteessa pankin tietoinen ja tarkoituseräinen politiikka 1930-luvulla kulki aivan päinvastaiseen suuntaan kuin edellisellä vuosikymmenellä, jolloin ulkomaisten luottojen ottamista kaikin tavoin pyrittiin edistämään. (vrt. kuvioita 20 ja 36 sekä taulukkoa 3).

¹ Vrt. GUNNAR MYRDAL, Sveriges väg genom penningkrisen, s. 53 ja DAHMÉN, m.t., s. 330 ja seur.

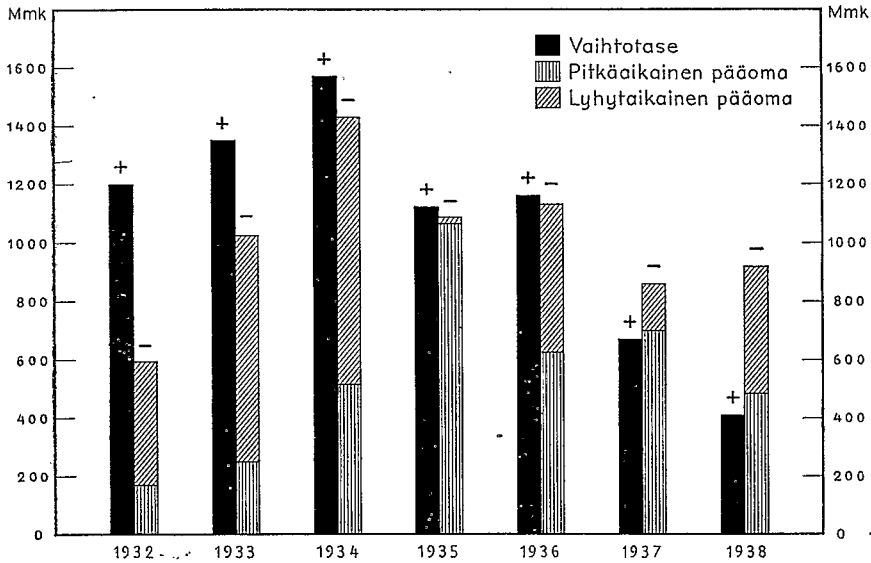
Vaihtotaseen ja keskuspankin valuuttavarannon vahvistuminen on korkotason alenemisen selittäjänä kuitenkin ilmeisesti jälleen käsitettävä vain ensimmäiseksi approksimaatioksi. Selitysyrityksissä on tietenkin pyrittävä tunkeutumaan pitemmälle, niihin tekijöihin, jotka puolestaan viime kädessä vaikuttavat vaihtotaseen ja valuuttavarannon kehitykseen.

Tässä suhteessa mahdollisuuksia on paljon ja monenlaisia. Klassilisen korkoteorian esittämä ja yksipuolisesti tehostama säästöasteen kasvaminen korkokannan alenemisen selittäjänä on avoimen järjestelmän vallitessa kylläkin yksi, mutta myös vain yksi mahdollisista selityserusteista. Säästäväisyyden lisääntyminen saattaa nimenomaan tuontitavaroiden kysyntää heikentämällä vahvistaa vaihtotasetta ja keskuspankin valuuttavarantoa sekä siten johtaa yhteiskunnan likviditeetin suurenemiseen. Kuten sanottu, olisi kuitenkin perin yksipuolista ajattelua, jos oletettaisiin kausaaliketjuun maksutase → likviditeetti → korkokanta voitavan vaikuttaa ainoastaan säästäväisyyden muutosten välityksellä. Vaihtotaseen ja keskuspankin valuuttavarannon sekä sitä tietä yhteiskunnan maksuvalmiuden muuttumiseen saattavat säästäväisyyden ohella vaikuttaa mm. palkkatason ja tulosuhteiden muutokset, ulkomaankaupan vaihtosuhteen ja sadon vaihtelut, tuottavuuden, monopoliasteen ja omavaraisuusasteen muuttuminen, valuutan ali- tai yliarviointi, verotus, tuonnin säännöstely yms. tekijät¹ Edelleen voidaan todeta yhteiskunnan maksuvalmiuden, ts. yhteiskunnan kassan suuruuden olevan riippuvainen mm. ulkomaisten luottojen saannista, keskuspankin luotonannon suuruudesta ja avomarkkinaoperaatioiden laajuudesta sekä valtion keskuspankista ottaman luoton määrästä.

Kaikki edellä mainitut tekijät — muitakin voitaisiin varmasti vielä esittää — on näin ollen otettava huomioon mahdollisina yhteiskunnan kassan suuruutta ensisijaisesti määräävinä seikkoina. Toinen kysymys on, miten pysyväinen vaikutus eri tavoin tapahtuneella yhteiskunnan kassan suurenemisella saattaa olla. Onhan mahdollista, että yhteiskunnan kassa esim. keskuspankin luottoekspansion johdosta kylläkin saadaan mielin määrin suurenemaan, mutta tämä puolestaan johtaa reaktioihin, jotka joko hävittävät liian likviditeetin hintojen ja nimellistulojen kohoamisen välityksellä ja/tai aiheuttavat vaihtotaseen ja keskuspankin valuuttavarannon heikkenemisen. Pitemmällä tähtäimellä ei yhteiskunnassa täten voisi vallita »luonnollista» parempi likvidi-

¹ Vrt. REINO ROSSI, Suomen korkotaso ja korkopolitiikka vuosina 1918—1947, s. 46; NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 386 ja THOMAS, m.t., s. 119—120.

Kuvio 36. Maksutaseen kehitys vuosina 1932—1938.



teetti eikä korkokanta siten myöskään voisi olla »luonnollista» tasoaan alhaisempi. Tällä tavoin päädyttäisiin siihen, että pitkällä tähtäimellä klassillisen korkoteorian esittämät perustavanlaatuiset yhteydet loppujen lopuksi määräävät korkokannan tason.

Suomen kaltaisessa ulkomaankaupasta ratkaisevassa määrin riippuvaisessa maassa yhteiskunnan maksuvalmiuden kehitys on ennen kaikkea vaihtotaseen varassa. Tällöin on ilmeistä, että kaikki sellaiset tekijät, jotka vahvistavat vaihtotasetta, toisaalta ovat edellä esitetyllä tavalla omiaan lisäämään yhteiskunnan maksuvalmiutta ja toisaalta luomaan laajemman liikkuma-alan kotimaisen rahapolitiikan harjoittamiselle. Tällaiset seikat toisin sanoen leventävät »kansainvälistä valuuttamarginaalia». Näin ollen ne on myöskin pitemmällä tähtäimellä otettava lukuun korkokannan tasoa määräävinä seikkoina. Silti ei ole kiellettävissä, kuten edellä teoreettisessa osastossa jo on todettu, ettei korkotason alentaminen mielin määrin ja pysyvästi onnistu ainakaan ilman suoranaisia säännöstelytoimenpiteitä. Miten pitkälle voidaan mennä, riippuu viime kädessä juuri mainitun valuuttamarginaalin leveydestä.

Tarkasteltaessa 1930-luvun kehitystä Suomessa voidaan todeta eräitä sellaisia seikkoja, jotka edellä esitetyn tarkastelun valossa olivat omiaan

vahvistamaan vaihtotasetta, leventämään valuuttamarginaalia, lisäämään maksuvalmiutta ja alentamaan korkokantaa.

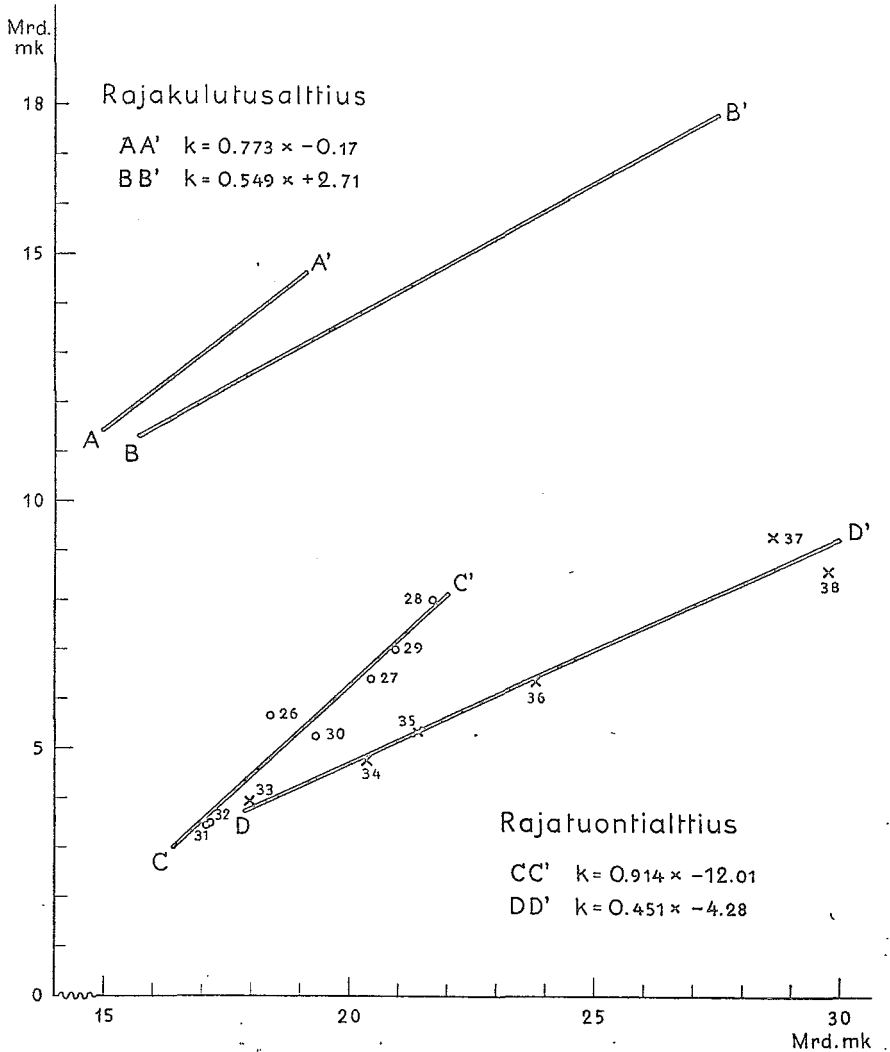
Tällaisena korkotason muodostumisen kannalta merkittävän tärkeänä tekijänä on ensinnäkin mainittava tuontihintojen voimakas kohoaminen ja toisaalta vientiteollisuuden kannattavuuden paraneminen kultakanasta luopumisen jälkeen. Ilmeistä on, että tämä asiain tila toisaalta oli omiaan elvyttämään vientiä ja toisaalta ehkäisemään tuontia, joten kummaltakin taholta tuleva vaikutus oli vaihtotasetta ja yhteiskunnan maksuvalmiutta vahvistava.

Toiseksi voidaan olettaa lisääntyneen teollistumis- ja omavaraisuusasteen — nimenomaan metsäteollisuuden tuotantokyvyn kasvun — 1930-luvulla helpottaneen vaihtotasetta vastaan kohdistunutta painetta, samalla kun 1930-luvun alkuvuosina harjoitettu kotimaisen työn suosimispropaganda oli osaltaan heikentämässä ulkomaisten tuotteiden kysyntää ja vahvistamassa kauppatasetta. On silti tietenkin selvää, ettei edellä mainituista syistä ensisijaisesti aiheutunut kuluttajain kysynnän suuntautuminen kotimaisiin tuotteisiin nettomielessä kokonaisuudessaan merkitse kauppataseen aktivoitumista; kotimaassakin valmistettujen hyödykkeiden tuottamiseen tarvitaan ylipäänsä enemmän tai vähemmän ulkomaisia raaka-aineita ja puolivalmisteita, joiden tuonnin lisääntyminen on otettava huomioon mainittua nettovaikutusta arvioitaessa.

Edelleen on todennäköistä, että tulosuhteissa tapahtuneet muutokset saattoivat ainakin jossain määrin vähentää tuonnin osuutta kansantulosta ja siten vahvistaa vaihtotasetta. Kuluttajain tulojen suhteellisen hidas nousu verrattuna yrittäjätulojen kehitykseen 1930-luvun alkuvuosina (ks. kuviota 31) todennäköisesti osaltaan vaikutti ulkomaisten kulutushyödykkeiden tuonnin (suhteelliseen) supistumiseen näinä vuosina. Toisaalta yrittäjät ja yritykset, joiden osuus kansantulosta 1930-luvulla oli olennaisesti korkeammalla tasolla kuin vielä 1920-luvun loppuvuosina, eivät tuolloin käyttäneet vastaavassa määrin tulojaan (ulkomaisten) kulutus- enempää kuin sijoitushyödykkeidenkään kysyntään. Yrittäjien eräänä pääpyrkimyksenähän oli 1930-luvun alkuvuosina maksuvalmiutensa parantaminen, mikä nimenomaan ilmeni luottojen takaisin maksamisen muodossa, samalla kun pankeille täten kertyneet kassat vasta vähitellen joutuivat aktiiviseen käyttöön luottovolyymin kasvun välityksellä (ks. kuviota 30).¹

¹ Vrt. WARIS, m.t., s. 196.

Kuvio 37. Rajakulutusalttius ja rajatuontialttius vuosina 1926—1931 ja 1932—1938.



Tällöin joudutaan kuitenkin jo säästäväisyyden lisääntymisen vaikutuksiin ja merkitykseen vaihtotaseen kehityksen kannalta. Ilmeistähän onkin, ettei yrittäjien k u l u t u s k y s y n t ä sinänsä vähemmässä määrin kuin palkansaajain kulutus kohdistuu ulkomaisiin tuotteisiin. Pikemminkin on todennäköistä, että varsinkin suuremmista yrittäjätuloista huomattava osa käytetään korkeatasoisten ulkomaisten laatutuotteiden

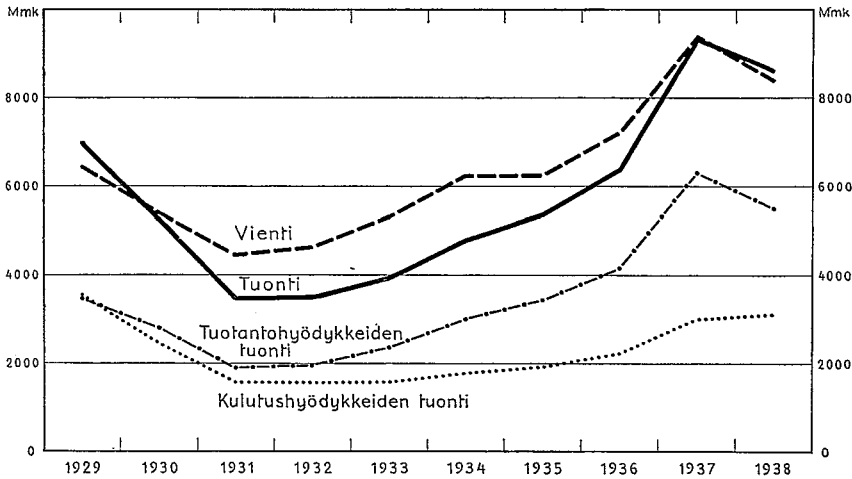
hankkimiseen. Kysymyksessä olevina 1930-luvun vuosina sitä vastoin yrittäjätulojen suhteellinen kasvaminen ilmeisesti nosti yhteiskunnan säästöastetta ja nimenomaan tätä tietä vaikutti vaihtotaseen vahvistumiseen.

Ilmeisesti vaihtotaseen ja yhteiskunnan kassan vahvistuminen onkin hyvin huomattavalta osaltaan vietävä säästäväisyyden lisääntymisen tiliin. WARIKSEN laskelmien mukaan rajakulutusalttius, ts. kulutuksen lisäyksen suhde tulojen lisäykseen, oli vuosina 1926—1931 keskimäärin 0.77, kun vastaava suhde taas ajanjaksona 1932—1938 oli pienentynyt 0.54:ään.¹ Säästäväisyys oli toisin sanoen vahvistunut noin kaksinkertaiseksi. Toisaalta voidaan todeta varsin hyvä yhdenmukaisuus Wariksen toteaman rajakulutusalttiuden ja kirjoittajan laskeman rajatuontialttiuden välillä kysymyksessä olevina vuosijaksoina. Rajatuontialttius, tai kysymyksen ollessa *ex post*-käsitteistä, ts. tilastollisesti todettun tuonnin lisäyksen suhteesta kansantulon lisäykseen, oikeammin vain r a j a t u o n t i s u h d e, oli vuosina 1926—1931 ja 1932—1938 vastaavasti 0.91 ja 0.45 (ks. kuviota 37). Rajatuontialttiuden voimakkaampi supistuminen kulutusalttiuden heikkenemiseen verrattuna voitaneen viedä juuri muiden edellä mainittujen vaihtotasetta vahvistaneiden tekijöiden tiliin.

Joka tapauksessa on ilmeistä, että säästäväisyyden lisääntyminen aivan olennaisessa määrin vahvisti vaihtotaseen aktiivisuuden pysyvyyttä 1930-luvulla, varsinkin jos vertausajanjaksoksi otetaan edellisen vuosikymmenen jälkimmäinen puolisko. Kuitenkin saattaa olla syytä vielä korostaa toisaalta muidenkin tekijäin merkitystä tältä kannalta ja toisaalta sitä, ettei säästäväisyyden lisääntyminen sellaisenaan, vaan tietenkin säästämisen ja toisaalta kokonaisinvestoinnin (= kotimainen investointi + ulkomaisten saatavain lisäys) välinen s u h d e oli yhteiskunnan maksuvalmiuden paranemisen kannalta merkittävä. Jos sijoitushalukkuus kotimaahan ja/tai ulkomaisten velkojen suorittamiseen ja/tai ulkomaisiin arvopapereihin yms. kasvaa rinnan säästämisalittiuden kanssa, tästä joko sinänsä ei ole seurauksena vaihtotaseen vahvistuminen tai tällainen vahvistuminen ei johdakaan yhteiskunnan kassan suurenemiseen. On kyllä ajateltavissa, että korkeampi säästö- ja investointiaste ensi vaiheessa saattaa johtaa vaihtotaseen vahvistumiseen, sikäli kuin kulutushyödykkeitä tuodaan runsaasti ulkomailta ja toisaalta investoinnit voidaan valtaosaltaan suorittaa kotimaisin tuotantovoimin ja tarvikkein. Viimeistään jo toisessa vaiheessa kuluttajain tulojen

¹ Ks. WARIS, m.t., s. 212.

Kuvio 38. Viennin ja tuonnin kehitys vuosina 1929—1938.

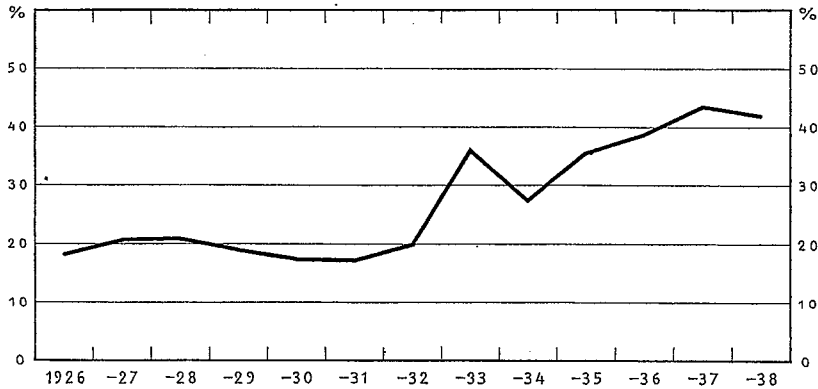


lisääntyminen kuitenkin jo on omiaan palauttamaan tuonnin entiselleen. Jos taas sijoitustoimintaa huomattavalta osalta rahoitetaan luottoekspansioilla, tämä puolestaan ennen pitkää kerroinvaikutuksen johdosta vie tuonnin paisumiseen ja vaihtotaseen voimakkaaseen heikkenemiseen, niin kuin Suomessa kävi vuosina 1928—1929.

Edellä jo mainittiin, että yhteiskunnan kassan vahvistuminen ilmeisesti ensi vaiheessa olisi muodostunut 1930-luvulla vieläkin suuremmaksi, jollei Suomen Pankki samoin kuin valtio ja yksityiset liikkeetkin olisi nimenomaan pyrkinyt käyttämään vaihtotaseen tulonenemmyyttä ulkomaisten velkojen maksamiseen. Harjoitetun politiikan voitaneen kuitenkin toisaalta katsoa osaltaan myös lisännen tapahtuneen rahamarkkinain kevenemisen kestävyyttä ja uuden ekspansioin »terveyttä», mihin Suomen Pankki nimenomaan pyrkikin.

Lukuun ottamatta yhteiskunnan kassan suuruuteen vaikuttaneita tekijöitä on pankkien maksuvalmiuden paranemista selvitetessä periaatteessa kiinnitettävä huomiota myös rahan kysyntäpuolella tapahtuneisiin tilanteen muutoksiin. Tällöin voidaan todeta, että shekkiliikkeen yleistymisen ilmeisesti on sinänsä omiaan »säästämään» seteleitä ja lisäämään pankkien kassoja. Toisaalta on kyllä otettava huomioon, että shekkilitilien osuuden suureneminen pankkien ottolainauksessa melkoisessa määrin lisää myös niiden kassantarvetta, joten maksuvalmiuden kasvaminen ei sen johdosta ole yhtä voimakas kuin kassojen absoluuttinen lisääntyminen. Verrattaessa 1920- ja 1930-lukuja tässä suhteessa

Kuvio 39. Pankkien kassan osuus yhteiskunnan kassasta vuosina 1926—1938.



toisiinsa ei meillä kuitenkaan voida havaita olennaista eroa shekkitilien merkityksessä, vaan näillä tileillä olevien varojen osuus oli kumpanakin vuosikymmenenä noin 20—25 % koko ottolainauksesta. Tämän tekijän vaikutusta ei ilmeisesti voidakaan pitää mainittavan suuruisena etsittäessä 1930-luvun korkotason alhaisuuden ja pankkien hyvän likviditeetin syitä. Yhtä vähän voidaan rahan kysynnän puolelta — lisääntyntä säästäväisyyttä ja sen vaikutuksia lukuun ottamatta — löytää muitakaan erityisiä selityspäätteitä korkotason alenemiselle.

Ilmeistä onkin, että niin hyvin tuolloin kuin yleensä muutenkin normaalioloissa Suomen yhteiskunnan maksuvalmiuteen ja korkotasoon pitemmällä tähtäimellä määräävästi vaikuttanut perustekijä on maksutaseen ja erityisesti vaihtotaseen kehitys. Lukuun ottamatta poikkeuksellisinä aikoina esiintynyttä valtion keskuspankkiluoton paisumista yhteiskunnan kassan voimakas lisäys on meillä aina tapahtunut maksutaseen vahvistumisen johdosta, samaten kuin toisaalta vaihtotaseen heikkeneminen on ylipäänsä ollut Suomen rahamarkkinain kiristymisen ylivoimaisesti tärkein aiheuttaja (ks. liite 1).

Keynesin likviditeettikorkoteoria on epäilemättä Suomenkin oloissa mielekkäästi sovellettavissa korkotason muutosten selittämiseen, joskin varsinaisen havittelukassan olemattomuus maamme luottomarkkinain rakenteen vuoksi nimenomaan meidän olosuhteissamme riistää tältä korkoselitykseltä erään sille luonteenomaisen erikoispiirteen. Sen ansioksi on joka tapauksessa katsottava huomion suuntaaminen suoraan ja välittömästi yhteiskunnan kassan suuruuteen ja pankkien maksuvalmiuteen vaikuttaviin tekijöihin. Toisaalta tämä teoria pitäessään yhteiskunnan kassaa keskuspankin taholta annettuna suurena ei ilmeisestikään tun-

keudu kyllin syvälle avoimen, ulkomaankauppaa harjoittavan järjestelmän likviditeettireaktioiden selvittämisessä. Keskuspankin rahapoliittinen liikkumisvapaus on tällaisissa olosuhteissa huomattavasti vähäisempi kuin suljetussa suurtaoudessa, jossa lisäksi kehittyneen pankkimaksuliikkeen ansiosta suhteellisen vähäisillä yhteiskunnan kassan lisäämis- ja supistamistoinenpiteillä on voimakas vaikutus pankkien maksuvalmiuteen ja niiden luotonantokykyyn. Suomen kaltaisessa maassa keskuspankin on ilmeisesti aina kiinnitettävä rahapoliittikkaansa harjoittaessaan erityistä huomiota suunniteltujen toimenpiteiden todennäköisiin seurauksiin vaihtotaseen kannalta. Tällöin voi hyvinkin olla mahdollista, ettei esim. korkotason alentaminen kyllin alhaiseksi mm. täystyöllisyyden saavuttamiseksi, ts. tällaisen korkopoliittikan edellyttämä kassaekspansio, ole kiinteiden valuuttakurssien vallitessa yhdistettävissä ulkomaankaupan ja valuuttakaupan vapauteen, jos vaihtotaseen tasapaino pyritään säilyttämään.¹

Toisaalta Keynesin korkoteoria — enempää kuin luottokorkoteoriaan — ei sellaisenaan sano mitään vaihtotaseen välityksellä tapahtuvien yhteiskunnan likviditeetin muutosten syvemmistä syistä. Tässä suhteessa klassillisen korkoteorian korostama säästämisenäkökohta epäilemättä on pitkällä tähtäimellä tärkeä selityseruste, niin kuin mm. 1920-luvun ja erityisesti vuosien 1926—1928 ja toisaalta 1930-luvun likviditeetin ja korkotason kehitys Suomessa selvästi osoittavat. Vaikka säästäväisyyden suuruudella investointiin verrattuna täten pitkällä tähtäimellä on olennainen merkitys korkotason määräytymisen ja erityisesti tietyn tason pysyvyyden kannalta, monet muutkin vaihtotaseeseen ja kansainväliseen valuuttamarginaaliin vaikuttavat tekijät on tässä suhteessa otettava huomioon. Realistisen korkoanalyysin onkin meidän oloissamme pyrittävä kaikkien näiden tekijöiden selvittämiseen, samalla kun on todettava, että esitetyt »puhtaat» korkoteoriat eivät sellaisinaan ole muuta kuin eri näkökannoilta tarkastellen enemmän tai vähemmän tarkoituksenmukaisia ja käyttökelpoisia karkeisselityksiä.

VII. Korkopoliittisia johtopäätöksiä.

1. Loppukatsaus korkopoliittikkaan.

11. Päämäärät.

Tarkasteltaessa Suomen Pankin edellä kuvattuna ajanjaksona harjoittamaa korkopoliittikkaa yhtenä kokonaisuutena voidaan havaita

¹ Tällainen oli tilanne esim. Tanskassa 1930-luvulla. Ks. NYBOE ANDERSEN, m.t., s. 389. Vrt. myös edellä s. 136.

sen varsin tarkoin ja uskollisesti kuvastaneen tänä aikana korkopolitiikan alalla esiintyneitä yleismaailmallisia virtauksia.

Maailmansodan vuosille oli Suomessa ominaista pitäytyminen 1800-luvun mekaaniseen ja automaattiseen »kultakantaiseen» korkopolitiikkaan, samalla kun huomiota kiinnitettiin miltei yksinomaan keskuspankin oman muodollisen aseman ja rahamarkkinain likviditeetin kehitykseen. Varsinaisesta pyrkimyksestä reaali- ja rahataloudellisen kehityksen ohjaamiseen kultakantajärjestelmän sisäisten tarkoituserien edellyttämässä hengessä, ts. lähinnä rahan arvon vakavuuden säilyttämisestä korkopoliittisin keinoin, ei tällöin voida puhua.

Sodan jälkeiset vuodet olivat tässä suhteessa murrosaikaa. Rahamarkkinain voimakas kiristymisen oli sinänsä omiaan nostamaan korkokantaa ja jyrkentämään diskonttopolitiikkaa. Samalla oli myös havaittavissa pyrkimystä wickselliläiseen tasapainokorkoon tapahtuneen inflaatiokehityksen pysähdyttämiseksi. Toisaalta kuitenkin epäilykset korkopolitiikan tehokkuudesta silloisissa erikoislaatuissa oloissa olivat myös voimakkaasti edustettuina Suomen rahapolitiikan johtajien piirissä. Samoin kuin monilla muilla tahoilla maailmassa meilläkin tuolloin suhtauduttiin kriittisesti mahdollisuuksiin korkopolitiikan avulla hallita rahan arvon vakavuutta horjuttaneita voimia. Lisäksi myös reaali-taloudelliset näkökohdat ja miltei olosuhteiden pakosta määräytynyt mahdollisimman korkean työllisyysasteen säilyttämisen vaatimus olennaisessa määrin kavensivat diskonttopolitiikan liikkuma-alaa. Tuloksena oli kompromissi, niin että koron ohella luotonantoa pyrittiin rajoittamaan ja ohjaamaan suoranaisten kvalitatiivisen säännöstelyn avulla.

Siirtyminen uudelleen kultakantaan ei myöskään merkinnyt palaa-mista sotaa edeltäneen aikakauden mekaaniseen korkopolitiikkaan. Kultakannan ensimmäisille vuosille oli päinvastoin ominaista nimenomainen pyrkimys korkean korkotason alentamiseen »normaalimmaksi». Vaikkei voidakaan sanoa harjoitetun korkopolitiikan varsinaisesti olleen ristiriidassa kultakannan asettamien muodollisten vaatimusten kanssa — rahamarkkinain likviditeetin ja keskuspankin oman aseman kehitys näyttivät sinänsä puoltavan korkotason alentamiseen tähänneitä pyrkimyksiä — tavoiteltu »normaalitaso» oli kuitenkin varsin huonosti sopusoinnussa suhdannepoliittisten vaatimusten kanssa. Siihen pyrkiminen joudutti siten kriisin syntymistä Suomen talouselämässä, niin että pula puhkesi jo vuotta aikaisemmin kuin kansainvälinen suhdannekäänne tapahtui. Joka tapauksessa niin hyvin nousu- kuin laskusuhdanteen aikana noudatettu korkopolitiikka sisälsi eräitä ortodoksisen kultakantapolitiikan vaatimuksista varsin selvästi eroavia piirteitä ja kuvasti

siten sodan jälkeiselle ajalle ominaista kansallisen talouspolitiikan autonomisuuden lisääntymistä.

Kultakannasta luopumisen jälkeen »halvan rahan» aatteet olivat määräävinä Suomessakin harjoitetulle korkopolitiikalle. Merkille pantavaa on kuitenkin, ettei meillä tähän politiikkaan yhdistetty varsinaista keskuspankin avomarkkinatoimin aikaansaattua likviditeettiekspansiota. Suomen Pankin harjoittama rahapolitiikka oli päinvastoin tässä suhteessa hyvinkin »oikeaoppista». Vaihtotaseen vahvistuminen kuitenkin ennen pitkää johti rahamarkkinain kevenemiseen siinä määrin, että korkotason alentaminen kävi kyllin perustelluksi puhtaasti likviditeettisyistäkin. Käsiteltävänä olleen ajanjakson loppuvuosina ei siten enää voidakaan puhua varsinaisesta halvan rahan politiikasta siinä mielessä, että korkotaso olisi jotenkin keinotekoisesti pyritty pitämään markkinoilla vaikuttaneiden vapaiden voimien määräämää kysynnän ja tarjonnan tasapainotasoa alempana. Päinvastoin Suomen Pankin taholta pyrittiin hillitsemään likviditeettitilanteen »liian» suurta ja nopeata paranemista ja korkotason alenemista.

12. Tehokkuus ja tarkoituksenmukaisuus.

Suomen Pankin harjoittaman korkopolitiikan tehokkuutta arvioitaessa saatetaan kysymystä tarkastella useammastakin näkökulmasta. Ensinnäkin voidaan huomiota kiinnittää siihen, missä määrin keskuspankilla meidän maassamme on ollut ja on mahdollisuuksia saada korkopoliittiset pyrkimyksensä toteutetuiksi. Toiseksi, millaiset ovat korkopolitiikan yleiset vaikutusmahdollisuudet Suomen talousjärjestelmän puitteissa ja miten tarkoituksenmukaisena keinona korkokannan muuttamista niin ollen on yleisesti katsoen pidettävä Suomen olosuhteissa. Ja kolmanneksi voidaan tutkia tosiasiallisesti harjoitetun korkopolitiikan menestystä, merkitystä ja tarkoituksenmukaisuutta kulloinkin vallinneessa tilanteessa ja suhteessa asetettuihin päämääriin.

Kysymyksen viimeksi mainittu aspekti on ollut etualalla edellä esitettyssä Suomen Pankin korkopolitiikan analyysissa. Tässä loppukatsauksessa on sen vuoksi syytä puuttua vain kahteen ensimmäiseen näkökohtaan.

121. Keskuspankin diskonton vaikutus rahalaitosten korkoihin.

Niin kuin aikaisemmin jo on todettu, Suomen Pankin mahdollisuudet omien rahapoliittisten päämääriensä saavuttamiseen olivat sekä ensimmäisen maailmansodan aikana että pitkän aikaa sen jälkeenkin monesta

syystä varsin rajoitetut. Lukuun ottamatta Venäjän valtion yhteyteen kuulumisesta aiheutunutta poliittista sidonnaisuutta, joka ennen Venäjän vallankumousta tuntui niin hyvin Suomen Pankin kuin yleensäkin maamme viranomaisten toiminnassa, keskuspankin aseman heikkous johtui ilmeisesti osaksi historiallisista ja henkilösyistä, osaksi taas luotto-markkinain rakenteellisista erikoispiirteistä.

Suomen Pankin ote rahamarkkinoihin oli ennen maailmansotaa ollut heikko ennen kaikkea sen vuoksi, ettei pankin asema suoranaisena luotonantajana ollut riittävän vahva, sen jälkeen kun liikepankkien merkitys 1800-luvun viimeiseltä vuosikymmeneltä lähtien oli voimakkaasti kasvanut. Niinpä Suomen Pankin suoranaisten luottojen prosenttinen suhde liikepankkien luotonantoon verrattuna oli esim. maailmansotaa edeltäneenä vuosikymmenenä vain noin 16 % ja 1920-luvun alkuvuosina enää 6 %, kun Suomen Pankin luotonanto yksityispankkien ensi aikoina oli ollut täysin määrävässä asemassa. Edellä esitetyllä tavalla Suomen Pankki pyrki sittemmin määrätietoisesti vahvistamaan tässä suhteessa asemaansa, niin että vastaava prosenttiluku taas 1930-luvulla oli jo kohonnut 12 %:iin. Keskuspankin kyvyttömyys tahtonsa lävitse viemiseen ilmeni nimenomaan pyrkimyksissä korkokannan alentamiseen ajankohtina, jolloin liikepankit eivät puolestaan likviditeetti- tai muista syistä olleet halukkaita seuraamaan mukana.¹

Tähän voidaan kyllä huomauttaa, ettei useimmilla tässä suhteessa menestyksellistä diskonttopolitiikkaa harjoittaneilla keskuspankeilla ollut minkäänlaisia mahdollisuuksia suoranaisella luotonannolla tehostaa sanansa painavuutta. Maissa, joissa keskuspankki on ollut puhtaasti pankkien pankki, sen ja liikepankkien välinen yhteys on toisaalta tietenkin kiinteämpi. Sääntönä voidaan näet pitää, että liikepankit tällaisissa oloissa ovat paljon useammin velkasuhteissa keskuspankkiin kuin meillä Suomessa on ollut laita.²

Toiseksi Suomen Pankin vaikutusvallan suhteellinen heikkous maailmansotaa edeltäneinä aikoina lienee kuitenkin vietävä myös pankin johdon puuttuvan persoonallisen vaikutuksen tiliin. Sitä mukaa kuin yksityispankit kehittyivät mahtitekijöiksi Suomen kansantaloudessa ja niiden johtoon kiinnitettiin voimakkaita ja talouselämään hyvin perehtyneitä henkilöitä, keskuspankin »virkamiestyypiset» johtajat useinkin jäivät sekä persoonallisuutensa voiman että tietojensa puolesta alakynteen eivätkä onnistuneet saavuttamaan kyllin auktoritatiivista asemaa.

¹ Ks. J. V. TALLQVIST, m.t., s. 60.

² Vrt. M. H. DE KOCK, Central Banking, s. 123.

Sodan jälkeen vaikuttaneena lisätekijänä oli taas se, että Suomen Pankin ja yksityisen liike-elämän etujen törmätessä toisiinsa, pankin johtoa vastaan kohdistettiin julkisuudessa ankaraa ja usein perusteetontakin kriittikkää, mikä niinikään oli omiaan heikentämään keskuspankin arvovaltaa. Puuttumatta tässä sen tarkemmin edellä esitettyjen näkökohtien painavuuteen on joka tapauksessa todettava, että Suomen Pankin asema jo tällaisistakin syistä oli tarkasteltavana olevan ajanjakson alkuvuosina varsin heikko verrattuna siihen merkitykseen, mikä pankin johdon mieliteille ja toiminnalle myöhemmin annettiin.

Kolmas ja vaikutukseltaan edellä esitettyjä pysyväisempi este keskuspankin rahapoliittisten toimenpiteiden toteuttamiselle on kuitenkin löydettävissä Suomen luottojärjestelmän rakenteesta. Korkopolitiikan kohdalla pankkiluottojen ylivoimainen valta-asema teollisuuden ja kaupan rahoituksen alalla on tietenkin sinänsä omiaan helpottamaan virallisen diskonttopolitiikan menestymistä. Onhan näet ilmeistä, että keskuspankin mahdollisuudet saada korkopoliittiset, yrittäjien luotonoton ehtojen muuttamiseen tähtäävät pyrkimyksensä lävitse ovat suuremmat sellaisessa luottojärjestelmässä, jossa ylivoimaisesti suurin osa kaikista luotoista on muodollisesti lyhyttä tai keskipitkää pankkiluottoa kuin olosuhteissa, joissa toisaalta pitkäaikainen obligaatiolainaus ja toisaalta jakamattomien voittojen turvin tapahtuva elinkeinoelämän omarahoitus ovat kvantitatiivisesti merkittävimmät rahoitustavat. Aivan yleisesti katsoen voidaan täten kenties väittää diskonttopolitiikan tehon ylipäänsä olevan suurempi suhteellisen nuorissa, kehittymättömissä ja köyhissä maissa kuin rikkaissa ja kehityksessään pitkälle ehtineissä teollisuusvaltioissa.¹ Näissä jälkimmäisissä menestyksellisen keskuspankkipolitiikan harjoittaminen edellyttää ylipäänsä välittömästi obligaatiokorkoon kohdistuvia toimenpiteitä, ts. varsinaisten avomarkkinatoimien suorittamista.²

Toisaalta kuitenkin meidän maassamme keskuspankin välittömän vaikutuspiirin ulkopuolella olevien rahalaitosryhmien vahva asema luottomarkkinoilla ja ennen kaikkea kilpailussa talletuksista liikepankkien kanssa on omiaan vaikeuttamaan diskonttopolitiikan menestyksellistä harjoittamista nimenomaan korkokannan alentamisyrittämissä. Niin kauan kuin liikepankit toimivat valtaosaltaan pitkäaikaisten talletusten varassa, ne ilmeisesti ovat kilpailumielessä läheisesti sidottuja

¹ Vrt. LEAGUE OF NATIONS, *Economic Stability in the Post-War World*, s. 156.

² Vrt. B. H. BECKHART, *The Discount Policy of the Federal Reserve System*, s. 56—61. Vrt. myös WILLIAM FELLNER, *Monetary Policies and Full Employment*, s. 174—178.

muiden talletuksia keräävien rahalaitosryhmien politiikkaan. Tässä suhteessa olosuhteet ovat viimeisten kolmen vuosikymmenen aikana kylläkin jo huomattavasti muuttuneet ja ilmeisesti edelleen muuttumassa. Shekkitilien osuus liikepankkien koko luotonotosta oli vielä ennen ensimmäistä maailmansotaa keskimäärin vain 6—8 %, kohosi sotien välisenä aikana 20—25 %:iin ja on nykyään jo noin 50 %. Sitä mukaa kuin liikepankit talouselämän pohjan laajentuessa ja vahvistuessa yhä enemmän muodostuvat liikeyritysten kassavarojen säilytyspaikoiksi ja shekkiliike laajenee, niiden riippumattomuus muiden rahalaitosten korkopolitiikasta ilmeisesti myös lisääntyy. Vaikka kehitys meilläkin epäilemättä vie tähän suuntaan, on kuitenkin todettava talletuskilpailun yhä edelleen olevan hyvinkin kireä. Toisen maailmansodan aikana ja sen jälkeen tapahtuneesta shekkitilien suhteellisen merkityksen voimakkaan suurenemisen pysyvyydestä ei myöskään ole takeita. Luultavaa on, että shekkitilien paisuminen osaksi johtuu inflaatioajalle ominaisesta yleisön maksuvalmiusarvostuksen vahvistumisesta.

Vaikka keskuspankin teoreettiset mahdollisuudet vaikuttaa liikepankkien korkoja alentavasti vähitellen kasvaisivatkin, ei ole kuitenkaan sanottu, että tätä tietä pystytään tehokkaasti vaikuttamaan myös muiden rahalaitosten korkoihin. Eri rahalaitosryhmät ovat luotonannon puolella erikoistuneet tietyille aloille paljon suuremmissa määrin kuin tähän saakka on ollut laita luotonoton kohdalla. Niinpä ei voida ilman muuta olettaa, että esim. liikepankkien kaupalle ja teollisuudelle antaman luoton korkoehtojen keveneminen vaikuttaisi välittömästi myös esim. säästöpankkien korkopolitiikkaan. Näiden rahalaitosryhmien antolainaus tapahtuu siinä määrin eri piireille ja eri muodoissa, ettei välitöntä kilpailua enää esiinny läheskään samassa määrin kuin joskus aikaisemmin on ollut laita.¹ Toteamus pitää paikkansa myös liikepankkien ja osuuskassojen keskinäisistä suhteista. Näin ollen talletuskilpailun heikkeneminen ja siltä osalta keskuspankin otteen lujittuminen liikepankkeihin päin ei vielä ole takeena siitä, että pankin mahdollisuudet saada kaikki rahalaitokset seuraamaan virallisen diskonttopolitiikan merkinantoja olisivat lisääntyneet. Päinvastoin on ainakin teoreettisesti tarkastellen asian laita siten, että heikentynyt talletuskilpailu saattaa vähentää keskuspankin korkopoliittista vaikutusvaltaa säästöpankkeihin ja osuuskassoihin myös kysymyksen ollessa yleisen korkotason korottamisesta.

¹ Ks. REINO RÖSSR, Luottovolyymin kasvu ja jakaantuminen elisikeinoryhmittäin vuonna 1950. Taloudellisia Selvityksiä 1951.

Eräissä toisissa suhteissa Suomen Pankin asema on kuitenkin luotto-markkinoilla selvästi vahvistunut ensimmäisen maailmansodan ajoista. Näin on käynyt nimenomaan siten, että keskuspankin auktoriteetti on kasvanut ja että toisaalta sisäinen kurinalaisuus eri luottolaitosryhmien piirissä on nykyään paljon suurempi kuin vielä 1920-luvulla oli laita.

Joka tapauksessa on tarkastelun lopputuloksena todettava, että Suomen Pankin mahdollisuudet saada kaikissa tilanteissa kaikki rahalaitokset seuraamaan pankin antamia viitteitä eivät maamme luottomarkkinain rakenteesta johtuen ole erityisen hyvät. Keskuspankin mahdollisuuksia rajoittaa tässä suhteessa vielä sekin, ettei Suomen obligaatiomarkkinain kehittymättömyys tarjoa edellytyksiä tehokkaan ja samalla tiettyssä määrin kohteistetun avomarkkinapolitiikan harjoittamiseen — pankin suoranaisten luotonannon volyymin vaihtelevuuden samassa tarkoituksessa on ilmeisesti paljon hankalampi ja monessa suhteessa epätarkoituksenmukaisempi menettelytapa. Rahalaitosten likviditeetin säännöstelypolitiikkaa on Suomessa omiaan vaikeuttamaan myös se, etteivät rahalaitosten kassareservimääräykset ole keskuspankin joustavasti muutettavissa, niin kuin useissa muissa maissa jo on laita.

Lopuksi voidaan myös viitata siihen, että keskuspankin korko- ja likviditeettipolitiikan vaikuttavuutta heikentää rahalaitosten — samoin kuin ylipäänsä liike-elämän — mahdollisuus saada ulkomaista luottoa. On ilmeistä, ettei esim. keskuspankin diskonton korotuksen tarvitse muodostua tehokkaaksi ja pakottaa liikepankkeja seuraamaan mukana, jos nämä helposti voivat edullisemmin korkoehdoin hankkia ulkomailta kassaansa vahvistusta tai jos liikeyritykset keskuspankin kotimaisen luotonannon rajoittamispyrkimysten vuoksi entistä suuremmissa määrin turvautuvat ulkomaiseen luotonottoon. Näin olisi epäilemättä Suomessakin saattanut käydä esim. vuonna 1927, jos Suomen Pankki tuolloin olisi — päinvastoin kuin se tosiasiallisesti teki — suhdannepoliittisista syistä yrittänyt harjoittaa kontraktiivista luotto- ja korkopolitiikkaa.¹

122. Diskonttopolitiikan tehokkuudesta Suomen oloissa. Toinen kysymys on sitten, millaiseksi on Suomen kansantalouden kaltaisessa talousjärjestelmässä katsottava korkopolitiikan teho ja vaikutusmahdollisuudet erilaisissa tilanteissa. Huomion kohteena ovat siis tällöin

¹ Vrt. Risro RYTI, Kultakannasta sekä keskuspankin tehtävistä ja mahdollisuuksista sen vallitessa. Kansantaloudellinen Aikakauskirja IV/1931, s. 294.

koko talousjärjestelmämme tietyt erikoispiirteet ja talouselämän rakenne korkopoliittisesta näkökulmasta tarkasteltuina.

Tässä suhteessa on ensinnäkin huomattava edellä jo todettu pankki- luoton valta-asema erilaisten yritysten rahoittamisessa. Samasta syystä kuin keskuspankin voisi sinänsä olettaa saavan korkotason muuttami- seen tähtäävät pyrkimyksensä helpommin toteutetuksi tällaisessa kuin toisaalta pääosaltaan obligaatioluoton varassa toimivassa talousjärjes- telmässä, samasta syystä voisi myös otaksua koko korkopolitiikankin vaikutustehon olevan näissä olosuhteissa varsin suuri.

Näin ei kuitenkaan ehdottomasti ole asianlaita. Ei ole lainkaan var- maa, että lyhyen ja keskipitkän pankkiluoton koron vaihtelut tällaisessa järjestelmässä vaikuttavat yrittäjien sijoituspäätöksiin olennaisesti enemmän kuin obligaatioluottoa käytettäessä. Suhteellisen pitkäaikaisten investointien ollessa kysymyksessä yrittäjien suorittaman kannattavuus- arvioinnin pohjana on tietenkin oltava rationaalisesti ajatellen korko- kannan todennäköinen keskitaso koko kuoletuskauden kuluessa. Näin ollen suhdannekehityksen mukaan tapahtuvat korkotason tilapäi- siksi katsottavat vaihtelut ilmeisesti sinänsä ovat varsin merkityksettö- mät tältä kannalta asiaa tarkastellen. Silti ei ole mahdotonta, etteikö kulloinkin vallitsevalla korkokannalla saattaisi olla voimakastakin psyko- logista vaikuttavuutta, vaikka tämä vaikutus ei kustannuslaskelmalli- sesti olisikaan perusteltavissa. Joka tapauksessa on todettava, että keskuspankin suorittamien diskonton muutosten signaalimerkitys ja vai- kutus yrittäjien o d o t u k s i i n sekä sitä tietä heidän sijoituspäätök- siinsä on kaiketi pääosaltaan riippumaton siitä, miten laajalle diskonton muuttamisen suoranaisten korkovaikutus leviää. Aikaisemmin mainittu- jen empiiristen tutkimusten antamien vastausten perusteella taas voitaneen päätellä nimenomaan tämän signaalivaikutuksen olevan merkityk- seltään paljonkin tärkeämpi kuin korkotason muutosten varsinainen vaikutus investointien kannattavuuslaskelmiin. Näin ollen olisi ilmei- sesti uskallettua tehdä pankkiluottojen valta-asemasta meidän rahoitus- olosuhteissamme sitä johtopäätöstä, että korkotason muutosten vaikutus erityisesti Suomen oloissa olisi tästä syystä suurempi kuin pääasialli- sesti obligaatioluottoa käyttävissä maissa.

Toinen asia on, että yrittäjien ja investointitoiminnan suuri riippu- vaisuus pankkiluotosta ja ylipäänsä luotonsaantimahdollisuuksista ilmei- sesti on omiaan vahvistamaan korko- ja pankkipolitiikan merkitystä. Pitkän ajan kehitys on Suomessa epäilemättä tässä suhteessa kulkemassa korkopolitiikan teoreettista vaikuttavuutta heikentävään suuntaan. Talouselämän pohjan lujittuminen ja yritysten vanheneminen merkitsee

ylipäänsä myös niiden vakavaraisuuden lisääntymistä. Omilla varoilla rahoitetun investointitoiminnan osuuden kansantalouden vuotuisista kokonaissijoituksista voi täten myös olettaa vähitellen kasvavan — selvää on, että tämä osuus suhdannekehityksen eri vaiheissa ja varsinkin inflaatioilmiöiden yhteydessä saattaa myös huomattavasti vaihdella.¹ Joka tapauksessa jo 1930-luku, jolloin yritykset yleensäkin pyrkivät meillä voimakkaasti parantamaan maksuvalmiuttaan, merkitsi tässä suhteessa siirtymistä 1920-luvun olosuhteisiin verrattuna olennaisesti korkeammalle omarahoitustasolle. Tämä pitää paikkansa sekä kiinteiden investointien rahoittamisen että varsinaisen juoksevan liiketoiminnan rahoituksen kohdalla.² Viimeksi kuluneiden kymmenen vuoden inflaatiokausi on kylläkin taas heikentänyt yritysten omien ja vieraiden pääomien välistä suhdetta, mutta mm. varastojen arvostusperusteiden epämääräisyyden vuoksi tästä seikasta on toistaiseksi viisainta pidättyä tekemästä johtopäätöksiä. Varmana voidaan kuitenkin pitää, että Suomi läntisiin teollisuusvaltioihin verrattuna jatkuvasti on näissä suhteissa korkopolitiikan vaikutuksen kannalta varsin otollista ympäristöä.

Teoreettisesti katsoen voisi myös olettaa metsäteollisuuden tuotantoprosessin pituuden sinänsä tekevän tämän maamme suhdannekehityksen kannalta keskeisen teollisuudenhaaran varsin herkäksi korkokannan vaihteluille. Onhan metsäteollisuuden raaka-aineen varastoimiskauden pituus vähintään kaksi vuotta, samalla kun teollisuus yleisesti on hakkuukauden aikana pakotettu turvautumaan huomattaviin kausiluottoihin erityisesti raakapuuvarastojensa täydentämisen rahoittamiseksi. Tosi-asiallisesti korkopolitiikan merkitys on kuitenkin tässä suhteessa jäänyt metsäteollisuuden kannattavuustilanteen kannalta paljon merkityksellisemmän valuuttakurssikysymyksen rinnalla täysin varjoon. Vaikeata onkin kuvitella, että pelkästään diskonttopolitiikan avulla voitaisiin olennaisesti vaikuttaa tämän teollisuudenhaaran tuotanto- ja varastointisuunnitelmiin siinä tapauksessa, että hinta-, menekki- ja kurssisuhteet eivät teollisuuden oman arvion mukaan edellytä harjoitetun korkopolitiikan suunnan mukaisia ratkaisuja. Lisäksi on otettava huomioon, että mahdollisuus saada ulkomailta kausiluottoa, mitä mahdollisuutta teollisuus ylipäänsä onkin huomattavassa määrin käyttänyt vientienakkosten muodossa, tekee metsäteollisuuden melkoisessa määrin riippumattomaksi kotimaan korkokehityksestä. Vaikkei täten voitaneakaan sanoa diskonttopolitiikan merkityksen tässä suhteessa olevan niin suuri kuin

¹ Vrt. REINO ROSSI, »Näkyvästä» ja »näkymättömästä» säästämisestä, s. 68.

² Vrt. PAAVO KORPISAARI, Keskuspankin luotonantopolitiikka, s. 62.

ensi näkemältä saattaisi olettaa, korkoehtojen muuttamisen vaikutus ei tietenkään ole kokonaan kiellettävissä. Nimenomaan depression ja toimeliaisuuden vähenemisen uhatessa halvan rahan politiikka epäilemättä voi osaltaan keventää metsäteollisuuden varastoimiskysymyksen ratkaisua ja siten jossain määrin auttaa myös työllisyyspolitiikan hoitamista. Selvää on kuitenkin, että korkokannan alentaminen tällaisessa tapauksessa on vain palliatiivi ja kykenemätön yksinään olennaisessa määrin vaikuttamaan tilanteen kehitykseen.

Toinen ala, jonka kohdalla korkopolitiikan merkityksen *a priori* saattaa otaksua huomattavaksi, on rakennustoiminta. Suhteellisen kehittymättömässä ja voimakkaassa teollistumisvaiheessa olevassa maassa, jossa kansantulon ja elintason nousu on verrattain ripeätä, rakennustoiminnan voisi samoin olettaa olevan suhdannetekijänä merkityksellinen. Maan pohjoisen sijainnin aiheuttama pitäytyminen raskaisiin, kestäviin ja rakennuskustannuksia lisääviin konstruktiivisiin ratkaisuihin on ilmeisesti myös omiaan nostamaan tämän tuotannonalan pääomankäytön astetta. Nämä ovat kaikki tekijöitä, joiden niin ollen luulisi tehostavan korkopolitiikan merkitystä myös meidän oloissamme.

Näin varmaan onkin laita, vaikka toisaalta 1920- ja 1930-luvuilta saadut kokemukset eivät — niin kuin edellä on havaittu — pystykään todentamaan tällaisia oletamuksia. Voidaan myös sanoa kehityksen joka tapauksessa osoittaneen, ettei korkoehtojen ankaruus tai helppous missään tapauksessa ratkaisevassa määrin pysty vaikuttamaan kehityksen kulkuun, jos muut rakennustoimintaa ja nimenomaan asunnonrakennustuotantoa säätelevät tekijät vaikuttavat korkopolitiikkaan verrattuna päinvastaiseen suuntaan. Tässä suhteessa tilanne on samanlainen kuin edellä metsäteollisuudenkin kohdalla oli laita. Edelleen on otettava huomioon, ettei asuntojen tuotannon alallakaan satunnaisilla korkokannan vaihteluilla rationaalisesti arvioiden luulisi olevan niin suurta merkitystä, kun kysymyksessä ovat joka tapauksessa kestoajaltaan kymmenien vuosien sijoitukset. Näin on laita erityisesti meidän oloissamme, joissa valtaosa pitkäaikaisista rakennusluotoistakin on vaihtuvakorkoista. Korkopolitiikan vaikutus on ilmeisesti suurempi sellaisessa maassa kuin esim. Tanskassa, jossa obligaatioluotot ovat tärkein rakennusluoton laji; mikäli diskonttopolitiikalla tällaisissa oloissa pystytään vaikuttamaan efektiiviseen obligaatiokorkoon, korkokannan muutoksen investointia säätelevä vaikutus on ilmeisesti myös melkoinen. Toisaalta on selvää, että diskontton nostaminen meidänkin olosuhteissamme voi olla rakennusyritteliäisyyden rajoittamiseksi varsin tehokas keino, sikäli kuin koron kohoaminen käsitetään luotonsaantimahdollisuuksien kiris-

tymisen merkiksi. Joka tapauksessa on kuitenkin huomattava, että suurempi merkitys on tällöinkin annettava luottojen saannin vaikeutumiselle kuin niiden korkoehdojen kiristymiselle.

Lopuksi lienee syytä epäillä korkotason korkeuden pitkälläkään tähtäimellä nykymaailmassa kovin paljon vaikuttavan rakennusinvestointien laajuuteen: jos korkokanta pysyvästi on entisestään kohonnut tai laskenut — tai sen ainakin arvellaan muuttuneen — sanokaamme pari prosenttia, rakennusyrittäjät ja asuntojen tarvitsijat ennen pitkää mukautuvat tähän muutokseen. Toisin sanoen yhteiskunnassa joko tapahtuu tiettyä siirtymistä tulon jakaantumisessa korkotuloja nauttivien eduksi tai sitten kohonneet asumiskustannukset otetaan palkanauttajain ja yleensä asuntojen kysyjien taholla huomioon nimellis- ja reaalityulojen tasoa koskevilla vaatimuksissa, mikä taas tavalla tai toisella voi palauttaa tulojen jakaantumisen lähtökohtatilanteeseen tai ainakin lähemmäksi sitä. Korkotason pysyvällä nousulla voisi täten olettaa olevan pitkällä tähtäimellä asuntojen kokonaiskysyntää — ja tuotantoa — merkittävässä määrin supistavaa vaikutusta vain siinä tapauksessa, että otaksutaan korkotason kohoamisen aiheuttaman tulon jakaantumisen muutoksen jäävän pysyväksi ja toisaalta asuntojen kokonaiskysynnän tulojoustavuuden olevan ylinormaali tai normaali. Kumpikin olettaus tuntuu nykyoloissa epärealistiselta.

Korkopolitiikan vaikutusta Suomessa samoin kuin yleensä kaikissa pienissä, nuorissa ja tuntemattomissa maissa on suuriin rahakeskuksiin verrattuna myös omiaan heikentämään se seikka, ettei varsinaisilla autonomisilla pääomanliikkeillä ilmeisesti ole suurtakaan yhteyttä diskonton vaihtelujen kanssa. Ei voida kuvitella varsin tuntuvankaan diskonton muutoksen sinänsä johtavan ulkomaisen pääoman spontaaniseen hakeutumiseen maahan. Erityisesti nykymaailmassa ja arvioitavissa olevassa tulevaisuudessakaan ei tällaista vaikutusta hevin voida kuvitella olennaisessa määrin esiintyvän. Eri asia on, että kotimaan diskonton korotus edellä esitetyllä tavalla saattaa johtaa entistä laajempaan lyhytaikaiseen luotonottoon ulkomailta. Tällä voi tietenkin olla vaihtotasetta tasapainottava vaikutus, niin kuin diskonttopolitiikan teoriassa edellytetään. Samalla on kuitenkin mahdollista, että tällainen lyhytaikaisen ulkomaisen luoton saanti vaikeuttaa keskuspankin pyrkimyksiä kotimaan luottomarkkinain ja sijoitustoiminnan ehtojen kiristämiseen. Tässä suhteessa lyhytaikaisen ulkomaisen luoton otto saattaa suhdannepoliittisesti olla selvästikin haitallista, vaikka se juuri luoton saantihetkellä keventää luottomarkkinain tilaa. Niin kuin vuosien 1927—1928 kokemukset meillä osoittivat, vastavaikutus voi täten muodostua

hyvinkin ankaraksi, jos ekspansio pääsee häiriintymättä kehittymään liian pitkälle.

Lopuksi voitaneen katsoa julkisten yhdyskuntien suorittamien investointien kasvavan osuuden yhteiskunnan vuotuisista kokonaissijoituksista heikentävän korkopolitiikan tehoa ja merkitystä. Niin kuin edellä teoreettisessa katsauksessa on esitetty (ks. s. 67), on kyllä totta, että juuri monet julkisiin investointeihin kuuluvat sijoitukset ovat kestävyydeltään pitkäaikaisia, joten periaatteellisesti koron merkityksen pitäisi niiden osalta olla suurempi kuin esim. nykyajan teollisuusinvestointien kohdalla on laita. Pyrkimys valtion tehtävien laajentamiseen ja tiettyjen kansakunnan taloudellisen kokonaiskehityksen kannalta tärkeiksi katsottujen suunnitelmien toteuttamiseen lienee kuitenkin katsottava puhtaasti aktuaarimaisia korkokustannus- ja kannattavuusnäkökohtia tärkeämmäksi tekijäksi suunnitelluista sijoituksista päätettäessä. Vaikkei haluttaisikaan mennä niin pitkälle, että väitettäisiin yksityistaloudellisen kannattavuuskysymyksen tällaisissa tapauksissa menettäneen olennaisen merkityksensä, ei kuitenkaan toisaalta voitane olettaa nimenomaan diskonttopolitiikan alaan kuuluvien suhteellisen lyhyen ajan muutosten vaikuttavan merkittävästi tiettyjen julkisten investointien alulle panemiseen ja suorittamiseen. Ilmeisesti tällaisissakin tapauksissa vain pitkällä tähtäimellä normaaliksi katsottavalla korkotason korkeudella — jos silläkään — on sanottavaa vaikutusta.

Korkokannan muutosten vaikutus säästäväisyyteen ja talletusalttiuteen on toisaalta meidänkin oloissamme vielä problemaattinen ja täysin selvittämätön kysymys. Ilmeistä on, että samat syyt kuin muuallakin maailmassa, ts. ennen kaikkea säästämisen tapahtuminen kasvavassa määrin yritysten puitteissa ja toisaalta julkisten yhdyskuntien toimesta hoidetun pakkosäästämisen muodossa, ovat omiaan voimakkaasti heikentämään korkotason muutosten ja säästämisen välistä funktioyhteyttä. Niin kauan kuin ei päinvastaista ole nimenomaan osoitettu oikeaksi, ei kuitenkaan ole perusteltua syytä epäillä tällaisen funktion olemassaoloa ja siten kieltää korkokannan muutoksilta tässä suhteessa kaikkea merkitystä.

Korkopolitiikan periaatteellisten vaikutusmahdollisuuksien analysoinnin ja tarkastelun tulokset näyttävät käyvän Suomen osalta varsin hyvin yksin diskonttopolitiikan tehokkuudesta muualla esitettyjen skeptillisten käsitysten kanssa. Suomen olosuhteiden erikoispiirteet eivät ilmeisesti sellaisinaan oikeuta odottamaan korkopolitiikalta meillä sen suurempaa tehoa kuin muuallakaan maailmassa. On kuitenkin erityisesti vielä syytä tähdentää, ettei edellä olevassa tarkastelussa ole kiinni-

tetty huomiota diskonttopolitiikan psykologisiin vaikutuksiin siinä määrin kuin ne kenties sitä ansaitsevat. Juuri sen vuoksi, että diskonttokoron muutokset tavallisesti sekä käsitetään että tosiasiallisesti yleensä myös ovatkin merkkejä taloudellisen yleistilanteen muuttumisesta, niiden signaalivaikutus on varmaankin huomattava ja todennäköisesti paljonkin suurempi kuin koron muuttumisen puhdas kustannuslaskelmallinen merkitys. Diskonttopolitiikan kokonaisvaikutusta arvioitaessa on harhaan joutumisen vaara ilmeisesti hyvinkin huomattava, jollei näille psykologisille vaikutusteilte anneta riittävää merkitystä. Siitä huolimatta voidaan tietenkin »halvan rahan» puolustajien tavoin kysyä, onko tarpeellista ja ajan mittaan tarkoituksenmukaista suorittaa nämä kehoittavat ja varoittavat merkinannot juuri diskonttopolitiikan avulla. Kehitys saattaa johtaa tehokkaampien menetelmien käytäntöönottamiseen, mutta toistaiseksi ei diskonttopolitiikka kuitenkaan liene ilman huomattavia haittoja poistettavissa keskuspankin asevarastosta.

The Interest Rate Policy of the Bank of Finland in 1914—1938.

The chief objective of this investigation is to ascertain how the interest policy of the Bank of Finland has proceeded, how its aims have been determined and changed, how appropriate and successful the policy has been and how it has agreed with the general tendencies in the world at each time. The analysis offers the chance for estimating the appropriateness of the policy applied and at the same time it aims at showing how adequate an instrument the interest rate policy is in various conditions.

To attain these ends, the investigation first gives a short survey of the changes in the theory of interest, chiefly in the period of transition after the presentation of the KEYNESIAN liquidity preference theory. Only those characteristics and conceptions have been kept in mind that have been of relevance from the point of view of the theory of the interest rate policy and the determination of its aims.

The presentation of this »pure» theory is followed by an account of the disposition of the interest rate policy and the changes in its actual aims, and of the interest policy as an instrument of economic policy at various times. The author examines the concept of the equilibrium rate of interest from different aspects and, above all, the importance of KNUT WICKSELL's analysis of the equilibrium rate of interest as a theoretical directive of the interest policy. Referring to the concepts of HANS BREMS, DAVID DAVIDSON, BENT HANSEN, ERIK LINDAHL, GUNNAR MYRDAL, and others, the author shows the ambiguity of the Wicksellian equilibrium rate of interest and its inapplicability in practice as a theoretical guide to the interest rate policy. At the same time he finds that the introduction of the monetary theories of the rate of interest, together with the growing versatility and various combinations of the economic policy practices, has generally made the concept of an equilibrium rate of interest even more vague to-day. To give a definite meaning to the equilibrium rate of interest is thus an impossible task both in theory and practice. At full employment a certain interest level might, however, be conceived as »right» or »natural», determined chiefly by an *ex ante* equilibrium on the credit market, but only in the very relative sense that great deviations from it imply increasing demands on all the other directing and controlling economic policy of the government in one direction or the other.

In practice interest policy was above all a gold standard policy up to the 1930's, characterized by standards and »rules of game» that in part only coincided with the theoretical concepts of the equilibrium rate of interest. The author briefly examines the consequences of this state of things and the changes in the determination of the aims of the interest policy from the gold standard policy *via* »neutral money» to »cheap money» and the objections raised against the cheap money policy.

The interest policy in Finland has rather closely reflected the course of world ideas in this field. During World War I the inflow of roubles due to the war deliveries to Russia in particular caused a plethora of money in Finland. While it lasted, the rates of interest were kept low according to the mechanical gold standard rules in spite of the simul-

taneous inflation and though the gold standard was abandoned already in 1914. After the war the money-market very soon became strained. The management of the Bank of Finland was, however, sceptical as to the possibilities of governing the inflation by interest measures as it was mainly due to the adversity of the balance of trade in consequence of the severe scarcity of supplies, to the subsequent rise in exchange rates and import prices and partly to the disequilibrium in state finances. It was not until the regulations of imports and the trade in currencies had failed that an attempt was made to control the situation by a strict interest policy and by aiming at an equilibrium rate of interest. Even then, for reasons of internal policy and the supply situation, warnings were, however, raised against going so far that employment would be substantially reduced; instead the purely monetary goals should rather be sacrificed. The claims to a greater autonomy of the national economic policy, arisen in various countries by war-time experiences, can also be seen here as contrary to the universal monetary demands of the gold standard. For the same reason the stringent interest policy was not carried to its extreme in Finland, but was combined with qualitative credit restrictions already at a fairly early stage.

After the return to the gold standard the Bank of Finland tried to reduce the high level of interest rates, the lending rates being about 10—11 per cent at the end of 1925. Yet, the reductions in the discount rates and other measures taken by the Bank of Finland rather ill agreed with the demands of the general economic situation in a sharply rising business boom. By multiplier effect the very brisk building inevitably led to a big increase in consumer income and expenditure and imports in 1928. The weakening current balance of payments tightened the credit market and made it necessary resolutely to cut down the financing of building. In this way the turn downwards started in Finland already one year before the stock exchange crisis in the United States and was primarily due to internal factors.

When the depression had set in the monetary and interest policy of the Bank of Finland first followed the lines of a rather orthodox gold standard policy, the changes in the currency reserve above all indicating the direction and extent of the measures to be taken. Before long, as the depression became graver, the political dissatisfaction of the rural population with the high interest rates, and the reference to foreign examples intensified the attempts at reducing the interest level also in Finland. Progress being slow in this respect owing to the competition for deposits by the different groups of credit institutions, negotiations were commenced early in 1931 to accomplish an agreement on the interest rates. The agreement was actually made and resulted in a further general reduction of the interest level in the summer of that year (see diagram in Appendix 1). In spite of the threatening signs of a foreign exchange crisis at that time, the Bank of Finland did not want to raise its discount rate, but mainly for domestic reasons stayed expectant, which at that time was pertinent also considering the currency situation.

The gold standard having been abandoned in the autumn of 1931 the discount rate rose from 6 to 9 per cent, while the bank rates also slightly rose. Although the currency situation was uncertain and the money market tight the Bank of Finland soon began deliberately to work for the reduction of the interest rates. Nevertheless the monetary policy was not really expansive but the central bank was rather orthodox and restrained in its measures. The surplus rendered by the balance of trade and the balance of payments soon improved the liquidity of the banks so much that the level of interest rates could be considerably reduced without difficulties in the next few years. The official discount rate of the central bank was lowered to 4 per cent already in 1934, or to the lowest level in the bank's history. This was the outcome although, on the other hand, the Bank of Finland

deliberately encouraged the repayment of foreign loans in the 1930's to consolidate the financial position of Finland abroad.

The effectiveness of the interest policy in Finnish conditions is summed up in the following conclusions. (1) It cannot be claimed that the interest policy applied has been a factor of first-rate importance at any junction, while the psychological effect of it must not wholly be denied. Experience has shown that woodworking in spite of long delivery and storage of its raw material finds the interest rate of small importance as a cost factor in comparison to the exchange rates. The forest industry cannot be expected to consider the interest policy as relevant if it is inconsistent with the exchange rate and price situation. Neither did building, similarly a large factor in investments, move in conformity with the level of interest in the period under review. Thus house building was very brisk in the late 1920's regardless of the high rates of interest prevailing, while in the cheap money period of the 1930's it was much less active. Here, too, other contrary factors were decisive. Besides this, most of the Finnish long-term building credits run at fluctuating interest rates, in consequence of which «cheap money» alone will probably not stimulate building very much, if the permanency of the interest level cannot be relied upon. (2) The predominance of bank lending on the Finnish credit market of course tends in itself to strengthen the effectiveness of the interest policy of the central bank. On the other hand, other institutional conditions, such as the competition for deposits between the commercial banks, the savings banks and the co-operative credit societies, particularly hamper the attempts of the central bank at lowering the interest level, as the commercial banks, which are the only ones directly dependent on the central bank, do not want to reduce their rates if the other groups do not also do it. The increase of the cheque accounts' share in commercial bank deposits, *i.e.* the increasing engagement of the commercial banks as cash depositories of trade and industry, is about slowly to reduce the importance of this competition for deposits.

In the period under review the general liquidity situation and the movement of the interest level in Finland has essentially been dominated by the current balance of payments, which decisively has determined the changes in aggregate cash (notes+current accounts of the banks with the Bank of Finland). The Keynesian liquidity preference theory of the rate of interest is applicable also in Finnish conditions where the determination of the bond rates is quite secondary in relevance to the banks' lending rates. On the other hand this of course deprives the Keynesian theory of most of the feature given it by the speculative motive. It is also evident that, by stressing the size of the aggregate cash as being chiefly a quantity determined by the central bank, the Keynesian theory of the rate of interest does not thoroughly enough examine the liquidity reactions in an open system of a small country which in a decisive manner depends on foreign trade. The freedom of action of the central bank in its monetary policy is much smaller in such circumstances than in a (relatively) closed large-scale economy where also, thanks to a well-developed banking and cheque system, relatively small open market operations have a strong influence on the liquidity of the banks and on their credit capacity. In a country like Finland the central bank evidently must always pay particular attention to the manner in which the proposed measures may be expected to affect the current balance of payments. It may easily happen that, as POUL NYBOE ANDERSEN has shown, a sufficient reduction of the rate of interest, such as for bringing about full employment, *i.e.* by expanding the credit basis, is not possible in combination with free foreign trade and trade in currencies. if the exchange rates are to be fixed and equilibrium maintained in the current balance

of payments. On the other hand, the conditions in Finland after the first world war show that full employment and a stable value of money was probably not simultaneously attainable at any interest rate expressly considering the precarious foreign payments situation.

Keynes's theory of the rate of interest does not — any more than does the loanable funds theory of the rate of interest — tell anything by itself about the innermost reasons for the changes in aggregate liquidity caused by fluctuations in the current balance of payments. In this regard the savings aspect of the classical interest theory is undoubtedly an important explanation in the long run. The rate of saving in relation to the rate of investments is thus always of essential importance in the formation of the level of interest rates, particularly from the point of view of the steadiness of the given level, but various other factors influencing the current balance of payments and the international margin must also be considered. A realistic analysis of the interest rates should aim at finding and explaining all these factors. The »pure» theories of the rate of interest are nothing but more or less applicable and useful rough explanations.

THE TEXTS OF THE DIAGRAMS.

Diagram (= Kuvio) 1. The position of the Bank of Finland and the prices in 1914—1917.

Setelistö = Note circulation. Diskonttokorko = Discount rate. Kultra + ulk. valuutat = Gold and foreign currencies. Yksit. pano- ja ottotilit = Private current accounts with the B. of F. Valtion velka = Public debt to the B. of F. Luotonanto yleisölle = Advances to trade and industry. Tukkuhinnat = Wholesale prices. Tuontihinnat = Import prices. Vientihinnat = Export prices. Elinkustannukset = Cost of living.

Diagram 2. The liquidity and the home loans of the commercial banks in 1914—1917.

Ottolainaus = Deposits and loans received. Talletuskorko = Deposit rate. Antolainaus = Home loans. Nettokassa % ottolainauksesta = Net cash in % of deposits and loans received. Nettokassa = Net cash.

Diagram 3. Rouble balances of the Bank of Finland and the external value of the mark in 1914—1917 (in % of par value).

Suomen Pankin ruplasaatavat = Rouble balance of the Bank of Finland. Rupla Helsingissä = The rouble rate in Helsinki. Markka Tukholmassa = The mark rate in Stockholm. Rupla Tukholmassa = The rouble rate in Stockholm.

Diagram 4. The position of the Bank of Finland in 1918—1921.

Luotonanto pankkeille = Advances to banks (For the rest, see under Diagram 1 above.)

Diagram 5. Turnover on the Stock Exchange and commercial bank loans against security in shares in 1914—1925.

Pörssivaihto = Turnover on the Stock Exchange. Osakevakuutta vastaan annetut lainat % koko luotonannosta = Commercial bank loans granted against security in shares in % of total loans.

Diagram 6. The liquidity and the home loans of the commercial banks in 1918—1921. (See under Diagram 2 above.)

Diagram 7. Foreign trade and the value of money in 1918—1923.

Tuonnin kerrostunut enemmyys = Accumulated surplus of imports. Loro-tilit = Loro accounts. Ruotsin kruunun kurssi = Rate of the Swedish krona. Tuontihinnat = Import prices. Vientihinnat = Export prices. Tukkuhinnat = Wholesale prices. Elinkustannukset = Cost of living.

Diagram 8. The loro accounts of the commercial banks and the discount rate of Sveriges Riksbank in 1918—1921.

Suomen Pankin diskonttokorko = Discount rate of the Bank of Finland. Riksbankin diskonttokorko = Discount rate of Sveriges Riksbank. Loro-tilit = Loro accounts.

Diagram 9. The cost of living index and industrial wages in 1914—1925.

Elinkustannusindeksi = Cost of living index. Teollisuuspalkat = Industrial wages.

Diagram 10. The liquidity and the home loans of the commercial banks in 1922—1925.
(See under Diagram 2 above.)

Diagram 11. The position of the Bank of Finland in 1922—1925.

Luotonanto pankeille = Advances to banks. (For the rest, see under Diagram 1 above.)

Diagram 12. Output and exports of the forest industry in 1913 and 1921—1925.

Sahatavara = Sawn timber. Selluloosa, tonnia = Cellulose, metric tons. Paperi, tonnia = Paper, metric tons. Tuotanto = Output. Vienti = Exports.

Diagram 13. Mark accounts of holders abroad in the commercial banks in 1921—1925.

Loro-tilit = Loro accounts. Diskonttokorko = Discount rate. \$-kurssi = \$ rate. Suomen Pankin valuuttavaranto = Currency reserve of the Bank of Finland.

Diagram 14. Industrial workers in 1913—1925.

Koko teollisuus = Total industry. Metalliteollisuus = Metal industry. Kutoma-teollisuus = Textile industry. Nahka-, kumi-, lasiteoll. = Leather, rubber and glass industries. Metsäteollisuus = Forest industry. Ravinto- ja nautintoaineteoll. = Food, drinks and tobacco industry. Muu teollisuus = Other industries.

Diagram 15. Industrial production and foreign trade in 1918—1926.

Teollisuustuotanto = Industrial production. Vienti = Exports. Tuonti = Imports.

Diagram 16. The banks' cash in proportion to the aggregate cash in 1913—1925.

(Aggregate cash = notes + currents account with the B. of F.)

Diagram 17. The position of the Bank of Finland in 1926—1930.

Luotonanto pankeille = Advances to banks. (For the rest, see under Diagram 1.)

Diagram 18. The liquidity and the home loans of the commercial banks in 1926—1930.

Säästöpankkien avista-saatavat SKOP:sta, netto = Sight balances of the savings banks with their central bank, net. (For the rest, see under Diagram 2.)

Diagram 19. Cyclical tendencies in 1923—1928.

Elinkustannukset = Cost of living. Tukkuhinnat = Wholesale prices. Viennin arvo = Value of exports. Tuonnin arvo = Value of imports. Viennin volyymi = Volume of exports. Tuonnin volyymi = Volume of imports. Valmistuneet asuinhuoneet = Dwelling-rooms completed. Tukkuemyynti = Wholesale trade. Teollisuustuotannon bruttoarvo = Gross value of industrial output.

Diagram 20. Balance of payments in 1922—1931. Vaihtotase = Current transactions. Pitkäaikainen pääoma = Long-term capital. Lyhytaikainen pääoma = Short-term capital.

Diagram 21. Value and volume of foreign trade in 1926—1931.

(See under Diagram 19 above.)

Diagram 22. Industrial production and building in 1926—1931.

Teollisuustuotannon volyymi = Volume of industrial output. Teollisuustuotannon bruttoarvo = Gross value of industrial output. Rakennustoiminnan volyymi = Volume of building.

Diagram 23. Prices in 1927—1931.

Tukkuhinnat = Wholesale prices. Maataloustuotteet = Agricultural products. Tuontitavarat = Import goods. Elinkustannukset = Cost of living.

Diagram 24. Export volume and export prices of the forest industry in 1928—1931.

2 ½ × 7" mäntyiset = 2 ½ × 7" of pine. Sahatavaran vienti = Export of sawn timber. Sulfiitti = Sulphite. Selluloosan vienti, 1 000 tonnia = Exports of cellulose, 1 000 metric tons. Sanomalehtipaperi = Newsprint. Paperin vienti, 1 000 tonnia = Exports of paper, 1 000 metric tons.

Diagram 25. Foreign value of the Finnish mark and the currency reserve of the Bank of Finland in autumn 1931.

Suomen Pankin valuuttavaranto = Currency reserve of the Bank of Finland. \$-kurssi = \$ rate. Rkr-kurssi = SKr rate. £-kurssi = £ rate.

Diagram 26. Foreign value of the Finnish mark in 1931—1938.

(See under previous Diagram.)

Diagram 27. Prices in 1931—1938.

(See under Diagram 1 above.)

Diagram 28. The position of the Bank of Finland in 1931—1938.

Luotonanto pankeille = Advances to banks. (For the rest, see under Diagram 1.)

Diagram 29. Unemployment in 1929—1936.

Koko maa = Whole country. Maaseutu = Rural districts. Kaupungit = Towns.

Diagram 30. The liquidity and the home loans of the commercial banks in 1931—1938.

Säästöpankkien saatavat SKOP:sta, netto = Balances of the saving banks with their central bank, net. (For the rest, see under Diagram 2 above.)

Diagram 31. Indices of the national income and of money incomes of important income classes in 1926—1938.

Yrittäjät = Enterprisers. Teollisuustyöläiset = Industrial workers. Maataloustyöläiset = Agricultural workers. Kokonaistulot = Total income.

Diagram 32. Exports of the forest industry in 1930—1938.

Sahatavaran vienti = Exports of sawn goods. Selluloosan vienti = Exports of cellulose. Paperin vienti = Exports of paper. Tonnia = Metric tons.

Diagram 33. House building in the towns and the average interest rate on loans from the savings banks in 1926—1938.

Säästöpankkien kiinnityslainojen keskikorko = Average interest rate on the mortgage loans from the savings banks. Diskonttokoron vuosikeskimäärä = Annual average of the discount rate. Valmistuneet asuinhuoneet = Dwelling-rooms completed.

Diagram 34. The volume of the export and the home market production in Finland and Sweden in 1930—1938.

Suomen kotimarkkinateollisuus = Finnish home market industry. Suomen vientiteollisuus = Finnish export industry. Ruotsin vientiteollisuus = Swedish export industry. Ruotsin kotimarkkinateollisuus = Swedish home market industry.

Diagram 35. Annual emissions and the effective interest rate of bonds in 1926—1938.

Obligaatiokorko = The bond rate. Diskonttokorko = Discount rate. Teollisuuden käyttövoima = The motive power of industry. Obligaatioemissiot = The issues of bonds.

Diagram 36. The balance of payments in 1932—1938.

(See under Diagram 20 above.)

Diagram 37. The marginal propensity to consume and the marginal propensity to import in 1926—1931 and 1932—1938.

Rajakulutusalttius = The marginal propensity to consume. Rajatuontialttius = The marginal propensity to import.

Diagram 38. Exports and imports in 1929—1938.

Vienti = Exports. Tuonti = Imports. Tuotantohyödykkeiden tuonti = Imports of producer goods. Kulutushyödykkeiden tuonti = Imports of consumer goods.

Diagram 39. The banks' cash in proportion to the aggregate cash in 1926—1938.

LÄHDELUETTELO.

Painamattomia lähteitä.

- Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kokouspöytäkirjat 1914—1938 liitteineen. Suomen Pankin arkistossa.
- Rahalaitosten yhteislautakunnan kokouspöytäkirjat 1931—1938. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen arkistossa.
- KALLIALA, K. J., PM devalvatsionin toimeenpanosta Suomessa. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1923, liitteet.
- LAVONIUS, W. A., PM angående samtal om Finlands valutaproblem med svenska experter i Stockholm den 24—27 maj 1922. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1922, liitteet.
- PM valuuttapolitiikasta. Pankkivaltuusmiesten pöytäkirjat 1922, liitteet.
- Suomen Pankkiyhdistyksen hallituksen kokouspöytäkirjat 1915—1938. Suomen Pankkiyhdistyksen arkistossa.
- Suomen Pankin johtokunnan päätöspöytäkirjat ja kirjeenvaihto sekä erinäiset muut Suomen Pankin arkistossa säilytettävät asiakirjat.
- Teollisuuden kokonaistulostase v. 1949. Taloudellisen Tutkimuskeskuksen moniste.

Lehtiä ja komiteanmietintöjä ym.

- Bank of Finland Monthly Bulletin (järjestelmällisesti)
- Finansbladet. »
- Helsingin Sanomat »
- Hufvudstadsbladet »
- Ilkka
- Kauppalehti
- Mercator (järjestelmällisesti)
- Säästöpankki »
- Unitas »
- Uusi Suomi
- Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung.

Lehtikirjoituksia seurattaessa on käytetty hyväksi mm. BRAGES URKLIPPSVERKIN arkistoja.

VALTIOPÄIVÄT, Asiakirjat ja pöytäkirjat 1914—1934.

Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kertomukset 1914—1938.

Yleisten töiden järjestämistä sekä hinta- ja korkokysymyksiä selvittämään asetetun asiantuntijalautakunnan mietintö. Komiteanmietintö N:o 9/1932.

Betänkande rörande åtgärder för penningvärdets reglering. Avgivet den 30 juli 1918 av tillkallade sakkunniga. Stockholm 1918.

Inkomstutveckling och köpkraftsöverskott under krigsåren. Meddelanden från Konjunkturinstitutet. Serie B: 2. Stockholm 1943.

Strukturella inslag i de senare årens ekonomiska utveckling. Meddelanden från Konjunkturinstitutet. Serie B: 1. Stockholm 1939.

Suomen Pankkiyhdistyksen vuosikertomukset 1915—1938.

TUDEER, A. E., Maailmankriisi ja yritykset pysähdyttää hintain lasku. Komiteanmietintö N:o 9/1932, liite.

Kirjallisuutta.

ANDREWS, P. W. S., A Further Inquiry into the Effects of Rates of Interest. Oxford Studies in the Price Mechanism, edited by T. Wilson and P. W. S. Andrews. Oxford 1951.

BALOCH, J., Geschichte des Zinsfusses im Altertum. Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Dritte Auflage, Band VIII. Jena 1911.

BECKHART, BENJAMIN HAGGOTT, The Discount Policy of the Federal Reserve System. New York 1924.

BERNSTEIN, E. M., Latent Inflation, Problems and Policies. International Monetary Fund, Staff Papers, Vol. I, N:o 1. Washington 1950.

BORGATTA, GINO, Interest Rate Policy and Reconstruction Requirements. Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review N:o 7. Rome 1948.

BREMS, HANS, Wicksell's tre Definitioner af Ligevaegtsrenten. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 79. Bind, 1. Hefte. København 1941.

BRISMAN, SVEN, Kapitalbildning och sparande i Sverige. Studier i svenskt näringsliv tillägnade Jacob Wallenberg. Stockholm 1942.

BROWN, WILLIAM ADAMS, JR., The International Gold Standard Reinterpreted, 1914—1934. Publications of the National Bureau of Economic Research, N:o 37. New York 1940.

BURJAM, F., Modern centralbankspolitik. Ekonomiska Samfundets Tidsskrift, Ny serie, Häfte 15. Helsingfors 1929.

— Orsakerna till räntenivåns nuvarande höjd. Mercator, årg. XXIV, Nr. 30, 31. Helsingfors 1929.

— Staten, krediten och den rådande penningknappheten. Ekonomiska Samfundets Tidsskrift, Ny serie, Häfte 9. Helsingfors 1927.

CASSEL, GUSTAV, Diskontopolitik och börsspekulation. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Oktober 1928, Stockholm.

— Fördröjd diskontopolitik. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Juli 1930, Stockholm.

— Sammanhanget mellan diskonto och prisnivå. Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, Oktober 1927, Stockholm.

— Stabiliseringsproblemet eller vägen till ett fast penningväsen. Stockholm 1924.

— Tar fondbörsen kapital i anspråk? Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift, April 1929, Stockholm.

— Voidaanko korko määrätä lainasäästänteitse?. Uusi Suomi 9. 9. 1926.

— Teoretisk socialekonomi. 2:dra bearbetade upplagan. Stockholm 1938.

CONOLLY, FREDERICK GEORGE, Reflections on the Cheap-Money Policy, particularly in England. Supplement to Svenska Handelsbankens INDEX. October 1936, Stockholm.

DAHMEŃ, ERIK, Svensk industriell företagverksamhet. Uppsala 1950.

- DAVIDSON, DAVID, Något om begreppet »penningens värde». Ekonomisk Tidskrift, åttonde årgången. Uppsala 1906.
- »— Om stabiliseringen av penningens värde. Ekonomisk Tidskrift, elfte årgången. Uppsala 1909.
- EBERSOLE, J. FRANKLIN, The Influence of Interest Rates upon Entrepreneurial Decisions in Business, a Case Study. Harvard Business Review 1, Vol. XVII, Boston 1938.
- EKHOLM, MIRIAM, Några huvuddrag i den ekonomiska återhämtningen i Finland efter 1931. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie, Häfte 37. Helsingfors 1937.
- EKSTRAND, LEON., Diskontoförhöjningen. Mercator, årg. XV, Nr. 14. Helsingfors 1920.
- FELLNER, WILLIAM J., Monetary Policies and Full Employment. Second edition. Berkeley 1947.
- FISHER, IRVING, 100 % Money. London 1935.
- »— The Purchasing Power of Money. Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises. Assisted by Harry G. Brown. New and revised ed. New York 1925.
- FORSELLES, ARTHUR af, Om vår valutas framtid. Helsingfors 1921.
- FRENCKELL, E. v., Valutareflexioner. Finansbladet, årg. I, Nr. 19. Helsingfors 1924.
- »— Prof. Cassel om stabiliseringspolitiken. Finansbladet, årg. I, Nr. 10. Helsingfors 1924.
- FREY, ALEXANDER, Bankernas verksamhet under år 1930. Mercator, årg. XXVI, Nr. 8. Helsingfors 1931.
- »— Det ekonomiska läget. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, fjärde årg. Helsingfors 1917.
- FÖHL, CARL, Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf. München und Leipzig 1937.
- GEBHARD, HANNES, Maataloutemme nykyistä kannattavamaksi. Helsinki 1926.
- GELTING, JØRGEN, Finansprocessen i det økonomiske Kredsløb. København 1948.
- GOSCHEN, GEORGE J., Theory of Foreign Exchanges. London 1863.
- GRENMAN, JULIUS, Valutaproblemet. Tankar och reflexioner i anledning av det ekonomiska och finansiella läget. Helsingfors 1921.
- GRÜNBAUM, I., Inkongruente forventninger og begrebet monetaer ligevaegt. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 83. Bind, 3. Hefte. København 1945.
- HABERLER, GOTTFRIED v., The General Theory. The New Economics, edited by Seymour E. Harris. London 1947.
- »— Prosperität und Depression. Bern 1948.
- HALM, GEORGE N., Monetary Theory. A Modern Treatment of the Essentials of Money and Banking. Second Edition. York, PA, 1948.
- HAMMARSKJÖLD, DAG, Reflexioner kring ett ränteproblem. Ekonomisk Tidskrift, årg. XLVIII, Nr. 4. Uppsala 1946.
- HANSEN, ALVIN, Fiscal Policy and Business Cycles. New York 1941.
- »— Economic Policy and Full Employment. New York 1947.
- HANSEN, BENT, Nogle Betragtninger over Ligevaegtsrentebeget. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 83. Bind, 5—6. Hefte. København 1945.
- »— Om Pengemaenge og Rente. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 84. Bind, 1—2. Hefte. København 1946.
- HARMAJA, LEO, Maaillmansodan vaikutus Suomen taloudelliseen kehitykseen. Kansantaloudellisia tutkimuksia X. Helsinki 1940.
- HARROD, R. F., Towards a Dynamic Economics. London 1948.
- HART, ALBERT G., Money, Debt, and Economic Activity. New York 1949.

- HAWTREY, R. G., *The Art of Central Banking*. London & New York 1932.
- A Century of Bank Rate. London & New York 1938.
- The Gold Standard in Theory and Practice. Fifth Edition. London 1947.
- The Currency and Credit. Fourth Edition. Aberdeen 1950.
- HAYEK, FRIEDRICH A., *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*. Beiträge zur Konjunkturforschung I. Wien 1929.
- Preise und Produktion. Beiträge zur Konjunkturforschung III. Wien 1931.
- HECKSCHER, ELI F., *Nyordningen av Finlands penningväsen*. Helsingfors 1923.
- HENDERSON, H. D., *The Significance of the Rate of Interest*. Oxford Economic Papers, N:o 1. Oxford 1938.
- HICKS, J. R., *A Contribution to the Theory of Trade Cycle*. Oxford 1950.
- Value and Capital. An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory. Oxford 1939.
- HOPPU, K. W., *Setelirahoitus. Katsaus ensimmäisten itsenäisyysvuosien finanssipolitiikkaan*. Helsinki 1923.
- Suomen maksubilanssi. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja, XVI vuosikerta. Helsinki 1920.
- HYVÖNEN, V., *Maatalousluotto: Maa ja Metsä III*. Porvoo 1928.
- I(KONEN, T.), *Koron alentumisesta. Säästöpankki, XIX vuosikerta, Nr 2*. Helsinki 1922.
- J(AUR)I, (EINO), *Raha-arvon säännöstelystä I—III, Kauppalehti, 20. vuosikerta, N:ot 26, 27, 28*. Helsinki 1918.
- JOHANSON, V. F., *Räntepolitik och konjunktur*. Mercator, årg. XXIII, Nr. 42. Helsingfors 1928.
- KAHRA, ELJAS, *Työttömyys vuosina 1928—36. Työttömyysneuvoston julkaisuja*. Helsinki 1938.
- KAIRA, KAARLO, *Korkokysymys säästöpankeissa. Säästöpankki, XXIII vuosikerta, N:o 6*. Helsinki 1926.
- KALLIALA, K. J., *Korkokysymys. Säästöpankki, XXVII vuosikerta, N:o 6*. Helsinki 1930.
- Korkosopimukset Suomessa. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandt'n kuusikymmenvuotispäivänä. Helsinki 1950.
- Nykyinen korkokanta. Säästöpankki, XIX vuosikerta, N:o 5. Helsinki 1926.
- KARHU, J., *Sota-ajan taloudellinen elämä Suomessa*. Helsinki 1917.
- KEYNES, J. M., *The »Ex-ante» Theory of the Rate of Interest*. Economic Journal, Vol. XLVII. London 1937.
- The General Theory of Employment, Interest, and Money. London 1936.
- How to Pay for the War. A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer. London 1940.
- A Tract on Monetary Reform. London 1923.
- A Treatise on Money. London 1930.
- KILPI, O. K., *Hinta- ja valuuttavallankumoukset. Niiden syyt ja seuraukset*. Helsinki 1921.
- KIVIALHO, K., *Maamme yksityispankkien toiminta viime vuosina. Kansantaloudellinen Aikakauskirja, II (XXVI) vuosikerta*. Helsinki 1930.
- Markkamme tulevaisuus. Helsinki 1922.
- KLEIN, LAWRENCE R., *The Keynesian Revolution*. New York 1948.

- KNOELLINGER, CARL ERIK, Jämförande studier rörande kreditväsendets organisation med särskild hänsyn till konkurrensen mellan sparbanker och affärsbanker. Akademisk avhandling. Åbo 1935.
- KOCK, KARIN, Paper Currency and Monetary Policy in Sweden. Economic Essays in Honour of Gustav Cassel. London 1933.
- DE KOCK, M. H., Central Banking. Westminster 1938.
- KOOPMANS, J. G., Zum Problem des »neutralen« Geldes. Beiträge zur Geldtheorie, herausgegeben von Friedrich A. Hayek. Wien 1933.
- KORPISAARI, PAAVO, Keskuspankin luotonantopoliittikka. Kansantaloudellinen Aikakauskirja, XI (XXXV) vuosikerta. Helsinki 1939.
- »— Suomen markka 1914—1925. Taloustieteellisiä tutkimuksia XXXIV. Porvoo 1926.
- »— Suomen rahan arvon aleneminen. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja, XIII vuosikerta. Helsinki 1917.
- »— Valtiovarainministeriön toimeksiannosta suoritettu tutkimus luottolaitosten korkopoliitikasta. Helsinki 1932.
- KRAGH, BÖRJE, Eräitä raha-, luotto- ja korkoteorian kehityssuuntia. Kansantaloudellinen Aikakauskirja, 43. vuosikerta. Helsinki 1947.
- »— Penning- och finanspolitiken i Sverige före och efter andra världskriget. Supplement till Svenska Handelsbankens INDEX, årg. XXI, Juni 1946, Stockholm.
- LAHERMA, J., Päivän tunnus on: korko alas! Säästöpankki, XXVII vuosikerta, N:o 9, Helsinki 1930.
- LAURILA, EINO H., Suomen kansantulo vuosina 1926—1949. Tilastokatsauksia 1950: 11—12. Helsinki 1951.
- LAVONIUS, W. A., Hyvät ja huonot ajat. Suomen talouselämän konjunktuurivaihtelujen luonteesta. Kansantaloudellinen Aikakauskirja, XXIV vuosikerta. Helsinki 1929. (Goda tider och dåliga. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie, Häfte 15—16. Helsingfors 1929.)
- »— Utvecklingen av finska markens värde sedan frihetskriget. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, sjunde årg. Helsingfors 1922.
- LEAGUE OF NATIONS, Economic Stability in the Post-War World. The Conditions of Prosperity after the Transition from War to Peace. Princeton 1945.
- »— International Currency Experience. Princeton 1944.
- LEIGH, ARTHUR H., An Equilibrium Rate of Interest. American Economic Review, Vol. XLI. Chicago 1951.
- LEPPO, MATTI, Finanssipoliittikkamme tänään ja huomenna. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I, 47. vuosikerta. Helsinki 1951.
- LERNER, A. P., Alternative Formulations of the Theory of Interest. Economic Journal, Vol. XLVIII. London 1938.
- LESCH, BRUNO, Äldre svensk räntelagstiftning under inflytande av kristlig rättsuppfattning. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie, Häfte 1—5, IV. Helsingfors 1925.
- LESTER, RICHARD A., Monetary Experiments. Princeton 1939.
- LINDAHL, ERIK, Penningpolitikens mål. Skrifter utg. av Fahlbeckska Stiftelsen, XIV. Malmö 1929.
- »— Studies in the Theory of Money and Capital. New York 1939.
- »— Teorien för den offentliga skuldsättningen. Studier i ekonomi och historia, tillägnade Eli F. Heckscher. Uppsala 1945.

- LUMIALA, E. A., Asutustoiminta Suomessa. Maa ja Metsä III. Porvoo 1928.
- LUNDBERG, ERIK, Inflationsanalys och ekonomisk teori. Ekonomisk Tidskrift, årg. L, Nr. 3. Uppsala 1948.
- »— Kommentar till B. Kragh's artikel om sparande, köpkraftsöverskott och likviditet. Ekonomisk Tidskrift, årg. XLVII, Nr. 1. Uppsala 1945.
- LUTZ, FRIEDRICH, A., The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy. American Economic Review, Vol. XXXV, December 1945, Chicago.
- MARSHALL, ALFRED, Principles of Economics. An Introductory Volume. Eight Edition. London 1922.
- MEADE, JAMES EDWARD, Planning and the Price Mechanism. London 1948.
- MEADE, J. E. & ANDREWS P. W. S., Summary of Replies to Questions on Effects of Interest Rates. Oxford Studies in the Price Mechanism, edited by T. Wilson and P. W. S. Andrews. Oxford 1951.
- Measures to Combat Unemployment in Sweden since 1929. Supplement to Svenska Handelsbankens INDEX, June 1938, Stockholm.
- METZLER, LLOYD A., Wealth, Saving, and the Rate of Interest. The Journal of Political Economy, Vol. LIX, N:o 2. Chicago 1951.
- MINNI, J. W., Kysymys säästökorosta. Säästöpankki, XXIII vuosikerta, N:o 9. Helsinki 1926.
- »— Säästöpankkien nykyiset korkomäärät. Säästöpankki, XXVII vuosikerta, N:o 9. Helsinki 1930.
- »— Säästöpankkien säästökorko tammikuulla 1927. Säästöpankki, XXIV vuosikerta, N:o 2. Helsinki 1927.
- »— Vaikkea päämäärä. Säästöpankki, XXIII vuosikerta, N:o 6. Helsinki 1926.
- MODEEN, GUNNAR, Rakennustoiminta kaupungeissa vuosina 1921—1928. Taloudellisen neuvottelukunnan julkaisuja 5. Helsinki 1930.
- MOLL, VIKTOR, Riksbanken och dyrtiden. Ekonomisk Tidskrift, nittonde årgången. Uppsala 1917.
- »— Vexelkurs och bankränta. Ekonomisk Tidskrift, sjuttonde årgången. Uppsala 1915.
- MONTGOMERY, ARTHUR, Arbetslöshet och löneutveckling i Finland och Sverige. Ekonomiska Samfundets Tidskrift XXXIII. Ny serie, Häfte 31—35. Helsingfors 1936.
- »— Arbetslöshetspolitik och konjunkturutveckling i Sverige och Finland. Ekonomisk Tidskrift, trettioåttonde årgången. Uppsala 1936—37.
- »— Fredskrisen i Sverige 1919—1921 och dess internationella bakgrund. Stockholm 1944.
- »— Svensk ekonomisk historia 1913—1939 mot internationell bakgrund. Stockholm 1946.
- MOONITZ, M., The Risk of Obsolescence and the Importance of the Rate of Interest. Journal of Political Economy, Vol. LI, N:o 4. Chicago 1943.
- MYRDAL, GUNNAR, Finanspolitikens ekonomiska verkningar. Statens offentliga utredningar 1934. Arbetslöshetsutredningens betänkande, 2. Bilagor, 2. Stockholm 1934.
- »— Höga skatter och låga räntor. Studier i ekonomi och historia, tillägnade Eli F. Heckscher. Uppsala 1945.
- »— Sveriges väg genom penningkrisen. Stockholm 1931.
- »— Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse. Beiträge zur Geldtheorie, herausgegeben von Friedrich A. Hayek. Wien 1933.
- NEOVIUS, ARTHUR, Bankinlåningen och konkurrensen, Mercator, årg. XXI, Nr. 9. Helsingfors 1926.

- NIELSEN, AXEL, Bankpolitik II: Laeren. København 1930.
- NIX, OSKAR, Ottolainauskoroista. Säästöpankki, XXVI vuosikerta, N:o 5. Helsinki 1929.
- NYBOE ANDERSEN, POUL, Laanarenten. København 1947.
- OHLIN, BERTIL, The Inadequacy of Price Stabilization. Svenska Handelsbankens INDEX, Vol. VIII, Nr. 96. Stockholm 1933.
- »— Kapitalmarknad och räntepolitik. Stockholm 1941.
- »— Penningpolitik, offentliga arbeten, subventioner och tullar som medel mot arbetslöshet. Statens offentliga utredningar 1934. 12. Stockholm 1934.
- »— Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment. Economic Journal, Vol. XLVII. London 1937.
- »— Alternative Theories of the Rate of Interest. Economic Journal, Vol. XLVII. London 1937.
- ONCKEN, AUGUST, Geschichte der Nationalökonomie. I: Die Zeit vor Adam Smith. Leipzig 1902.
- PAJUNEN, PENTTI, Finanssipolitiikka ja täystyöllisyys. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III, 42. vuosikerta. Helsinki 1946.
- PALOJÄRVI, M. R., Katsaus kuluneeseen vuoteen. Säästöpankki, XXV vuosikerta N:o 3. Helsinki 1928.
- PEDERSEN, JØRGEN, Monetary Policy and Economic Stability. The Lessons of Monetary Experience. Essays in Honour of Irving Fisher. London 1937.
- »— Pengeteori og Pengepolitik. København 1944.
- PHILIP, KJELD, Rentepolitik og Finanspolitik. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 82. Bind, 3. Hefte. København 1944.
- »— Hvad bestemmer renteniveauet? Haandbog i Kredit- og Hypotekforeningsforhold, II Bind. Odense 1944.
- PETERSEN, ERLING, Keyneslaeren og dens betydning for den aktuelle økonomiske politik. Økonomi, Skriftserie utgitt av Næringsøkonomisk forskningsinstitut, Nr. 3. Oslo 1948.
- PIGOU, A. C., Industrial Fluctuations. London 1927.
- PIPPING, HUGO E., Ärvostelu Suvirannan tutkimuksesta »Taloudellinen asema». Ekonomiska Samfundets Tidsskrift, Ny Serie, Häfte 19. Helsingfors 1931.
- ROBERTSON, D. H., Essays in Monetary Theory. New York 1948.
- ROSSI, REINO, »Näkyvästä» ja »näkyättömästä» säästämisestä. Kansantaloudellinen Aikakauskirja I, 46. vuosikerta. Helsinki 1950.
- »— Luottovolyymin kasvu ja jakaantuminen elinkeinoryhmittäin vuonna 1950. Taloudellisia selvityksiä 1951. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, Sarja A: 12.
- »— Suomen korkotaso ja korkopolitiikka vuosina 1918—1947. Taloudellisia Selvityksiä 1947, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, Sarja A: 7. Helsinki 1948.
- RYTI, RISTO, Kultakannasta sekä keskuspankin tehtävistä ja mahdollisuuksista sen valitessa. Kansantaloudellinen Aikakauskirja IV, 27. vuosikerta. Helsinki 1931.
- »— Maaailman finanssikriisi. Taloudellisen neuvottelukunnan julkaisuja 21. Helsinki 1932.
- »— Piirteitä vanhan ajan pankkitoiminnasta. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandt'n kuusikymmenvuotispäivänä. Helsinki 1950.

- SAYERS, R. S., *Modern Banking*. Third Edition. Oxford 1951.
- >— *The Rate of Interest as a Weapon of Economic Policy*. Oxford Studies in the Price Mechanism, edited by T. Wilson and P. W. S. Andrews. Oxford 1951.
- >— *Central Banking in the Light of Recent British and American Experience*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. LXIII, N:o 2. Oxford University Press 1949.
- SCHYBERGSON, EMIL, *Suomen Pankki 1811—1911*. Helsinki 1914.
- SCHYBERGSON, HENRIK, *Stabiliseringen av den finländska valutans utlandsvärde, dess förutsättningar och förverkligande*. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny serie, Häfte 6. Helsingfors 1926.
- SHAW, EDWARD S., *Money, Income, and Monetary Policy*. Chicago 1951.
- SOMMERLAD, THEO, *Zinsfuss im Mittelalter*. Handwörterbuch der Staatswissenschaften. Dritte Auflage. Band VIII. Jena 1911.
- STADIUS, ODAL, *Reflexioner kring högkonjunkturen*. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, Ny Serie XXXIX.
- STENROTH, OTTO, *Eräitä piirteitä Suomen Pankin toiminnasta vuosina 1919—1922*. Yhteiskuntataloudellinen Aikakauskirja, XXIV vuosikerta. Helsinki 1928.
- >— *Tuontipolitiikkamme ja valuuttamme*. Helsingin Sanomat 25. 4. 1919.
- >— *Taloudellinen asema*. Helsingin Sanomat 2. 8. 1921.
- STJERNSCHANTZ, GÖRAN, *Porin Puuvilla 1898—1948*. Helsinki 1949.
- STRAKOSCH, HENRY, *The Money Tangle of the Postwar Period*. Lessons of Monetary Experience, edited by A. D. Gayer. London 1937.
- STRØMME SVENDSEN, ARNLJOT, *Sentralbank og stat*. Statsøkonomisk Tidsskrift, 60. og 61. årg., Hefte 5—6. Oslo 1947.
- SUVIRANTA, BRUNO, *Amerikan Yhdysvaltain rahapolitiikka 1914—1932*. Taloudellisen Neuvottelukunnan julkaisuja 21. Helsinki 1932.
- >— *Eräistä rahan korkoon vaikuttavista tekijöistä*. Kansantaloudellinen Aikakauskirja II, XXVII vuosikerta. Helsinki 1931.
- >— *När kulminerade högkonjunkturen?* Mercator, XXVI årgången, Nr. 20. Helsingfors 1931.
- >— *Suomi ja maailman talouspula*. Taloudellisen Neuvottelukunnan julkaisuja 12. Helsinki 1931.
- >— *Taloudellinen asema*. Tutkimus nykyisestä lamakaudesta ja sen syistä. Taloudellisen neuvottelukunnan julkaisuja 2. Helsinki 1929.
- TALLQVIST, J. V., *En blick på Finlands Banks räntepolitik*. Mercator, årg. XXIII, Nr. 7. Helsingfors 1929.
- >— *En blick på Finlands Banks utlåningspolitik sedan år 1868*. Bidrag till kännedom af Finlands natur och folk. Helsingfors 1900.
- TAMMINEN, MIKKO, *Arvostelu WILLIAM ADAMS BROWN JR:n teoksesta The International Gold Standard Reinterpreted, 1914—1934*. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III, 46. vuosikerta. Helsinki 1950.
- >— *Suomen kaupunkien asuntotuotannon vaihtelut ja niiden syyt itsenäisyyden aikana*. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, Sarja B: 4. Helsinki 1945.
- >— *Suomen valuuttapolitiikka ja markan ulkomainen arvo kultakannasta luopumisen jälkeen*. Taloudellisia Selvityksiä 1947, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, Sarja A: 7. Helsinki 1948.
- THESLEFF, ROLF, *Den finska penningemarknaden 1879—1903*. Ekonomisk undersökning. Helsingfors 1909.

- THOMAS, BRINLEY, Monetary Policy and Crises. A Study of Swedish Experience. London 1936.
- THUNHOLM, LARS-ERIK, Svenskt kreditväsen. Stockholm 1949.
- TSIANG, S. C., Balance of Payments and Domestic Flow of Income and Expenditures. International Monetary Fund, Staff Papers, Vol. I, N:o 2. Washington 1950.
- TUDEER, A. E., Kilpailu talletusvaroista. Juhlajulkaisu Rainer von Fieandtin kuusikymmenvuotispäivänä. Helsinki 1950.
- » Suomen Pankki 1912—1936. Helsinki 1939.
- TURVEY, RALPH & BREMS, HANS, The Factor and Goods Markets. *Economica*, Vol. XVIII, N:o 69. London 1951.
- USSING, C. Th., Nationalbanken 1914—1924. København 1926.
- VALVANNE, HEIKKI, Valtiontalouden vaikutuksesta kysyntään, tulonkehitykseen ja likviditeettiin. Kansantaloudellinen Aikakauskirja III, 46. vuosikerta. Helsinki 1950.
- » Budjetin rakenne ja tasapainotus. Kansantaloudellinen Aikakauskirja II, 47. vuosikerta. Helsinki 1951.
- WARIS, KLAUS, Kuluttajain tulot, kulutus ja säästäminen suhdannekehityksen valossa Suomessa vuosina 1926—1938. Väitöskirja. Helsinki 1945.
- » Työllisyyden ja inflaation ongelmat finanssipolitiikassa. Rainer von Fieandtin juhlajulkaisu. Helsinki 1950.
- WELINDER, CARSTEN, Ekonomisk teori och politik. Stockholm 1947.
- » Utkast till en institutionalisk ränteteori. *Ekonomisk Tidskrift*, ärg. XLIV, Nr. 1. Uppsala 1942.
- WHITE, WILLIAM H., Measuring the Inflationary Significance of a Government Budget. International Monetary Fund, Staff Papers, Vol. I, N:o 3. Washington 1951.
- WICKSELL, KNUT, Föreläsningar i nationalekonomi. 4. uppl. Lund 1938.
- » Valutaspörsmalet i de skandinaviska länderna. *Ekonomisk Tidskrift*, tjugosjunde årgången. Uppsala 1925—26.
- VILJANEN, V. M., Piirteitä itsenäisen Suomen tullipolitiikasta. Suomen Teollisuusliitto 1921—1931. Helsinki 1931.
- WRIGHT, TOR von, Penningvärde och prisstegring. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, femte årgången. Helsingfors 1917.
- » *Dyrtiden*. Mercator, XI årgången, Nr. 52. Helsingfors 1917.
- ZETTERMAN, G. L., Det ekonomiska läget. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, tredje årgången. Helsingfors 1915.
- WILLANDT, O. W., Maatalouden velkaantumisesta Suomessa. Taloudellisen neuvottelukunnan julkaisuja 11. Helsinki 1931.
- ÖSTLIND, ANDERS, Svensk samhällsekonomi 1914—1922. Med särskild hänsyn till industri, banker och penningväsen. Stockholm 1945.
- GRIPENBERG, OLE, Asuntojen vuokriin vaikuttavista tekijöistä. Vammala 1941.

KUVIOIDEN LÄHTEET.

1. Suomen Pankin vuosikirja.
SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausitilasto.
Tilastollisen Päätoimiston laskema tukkuhintaindeksi (1913 vastaava kuukausi = 100).
Sosiaaliministeriön sosiaalisen tutkimustoimiston laskema elinkustannusindeksi, vuosina 1914—1919 neljännesvuosittain Helsingin, vuosina 1920—1923 kuukausittain koko maan elinkustannusten mukaan. Edellinen sarja: heinäkuu 1914 = 100; jälkimmäinen: tammi-kesäkuu 1914 = 100.
2. SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausitilasto.
3. Suomen Pankin vuosikirja 1914—1920.
4. Ks. kuvio 1.
5. Pörssikomitean Kertomus Helsingin Pörssin toiminnasta.
SVT VII, Pankkitilasto, Vuositilasto.
6. Ks. kuvio 2.
7. SVT I A, Ulkomaankauppatilasto.
SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausitilasto.
Suomen Pankin vuosikirja.
8. SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausitilasto.
Tilastollisen päätoimiston laskema tukkuhintaindeksi.
Suomen Pankin vuosikirja.
Sveriges Riksbank, Årsbok.
9. Virallinen elinkustannusindeksi;
SVT XVIII A, Teollisuustilasto.
10. Ks. kuvio 2.
11. Ks. kuvio 1.
12. SVT XVIII A, Teollisuustilasto.
13. SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausijulkaisu.
Suomen Pankin vuosikirja.
14. SVT XVIII, Teollisuustilasto.
15. SVT XVIII, Teollisuustilasto.
SVT I A, Ulkomaankauppa.
16. SVT VII C, Pankkitilasto, kuukausitilasto.
Suomen Pankin vuosikirja.
17. Ks. kuvio 1.
18. Ks. kuvio 2.
Säästöpankki.
19. SVT XVIII, Teollisuustilasto.
SVT I A, Ulkomaankauppatilasto.
Sosiaalinen Aikakauskirja.
Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen keräämä tukkumyyntitilasto.

20. Maisteri RAGNI BÄRLUNDIN laatima tilasto maksutaseen kehityksestä, julkaisematon.
21. SVT I A, Ulkomaankauppatilasto, kuukausitilasto.
22. SVT XVIII, Teollisuustilasto.
Sosiaalinen Aikakauskirja.
23. Tilastollisen päätoimiston laskema tukkuhintaindeksi.
Sosiaalisen tutkimustoimiston laskema elinkustannusindeksi, tammi-kesäkuu 1914 = 100.
LEAGUE OF NATIONS, World production and prices 1925—1931, Bureau of Labor'in indeksi.
24. Suomen Pankin vuosikirja.
SVT I A, Ulkomaankauppa, kuukausitilasto.
Bank of Finland Monthly Bulletin.
25. Suomen Pankin vuosikirja.
26. Suomen Pankin vuosikirja.
27. Tilastollisen päätoimiston laskema tukkuhintaindeksi.
Sosiaaliministeriön sosiaalisen tutkimustoimiston laskema elinkustannusindeksi.
28. Ks. kuvio 1.
29. ELJAS KAHRA, Työttömyys vuosina 1928—1935.
30. Ks. kuvio 2.
31. KLAUS WARIS, Kuluttajain tulot, kulutus ja säästäminen suhdannekehityksen valossa Suomessa vuosina 1926—1938, taulukko I, sarja 2, II: 3, III: 16, IV: 1.
32. SVT I A, Ulkomaankauppa, kuukausitilasto.
Bank of Finland Monthly Bulletin.
33. Sosiaalinen Aikakauskirja.
SVT VII A, Säästöpankkitalasto.
34. Unitas.
Meddelanden från Konjunkturinstitutet, serie B:1.
35. Unitas.
36. Ks. kuvio 20.
37. EINO H. LAURILA, Suomen kansantulo vuosina 1926—1949, Tilastokatsauksia 11—12/1950.
38. SVT I A, Ulkomaankauppatilasto.
39. Ks. kuvio 16.

Taulukko 1. Suomen Pankin tila vuosina 1914—1938, milj. mk.

(Kuviot 1, 4, 11, 17, 28, liite 1)

	1	2	3	4	5	6	7
	Liikkeessä oleva sete- listö	Yksityiset pano- ja ottotilit	Luotonanto yleisölle	Luotonanto pankeille	Kultakassa +ulkomai- set va- luutat	Valtion velka	Setelinan- tovara % setelinanto- oikeudesta
1914							
I	110.3	4.3	105.1	9.4	108.2	—	25.60
II	114.1	3.6	108.0	10.0	103.4	—	19.94
III	117.4	3.0	103.5	8.3	113.2	—	21.05
IV	119.5	3.4	105.4	6.8	116.8	—	20.35
V	123.9	4.9	105.2	4.7	116.8	—	20.41
VI	118.1	5.5	102.7	3.7	117.9	—	21.55
VII	122.2	4.4	102.0	4.3	120.1	—	22.06 ¹
VIII	148.2	5.9	115.2	12.2	130.0	—	25.64
IX	138.0	8.5	105.5	6.2	129.8	2.2	29.70
X	139.9	7.0	102.2	2.6	142.3	2.1	29.96
XI	145.8	10.6	98.4	2.0	146.2	1.7	30.74
XII	141.7	14.7	90.6	1.5	127.9	5.8	21.93
1915							
I	143.1	28.9	89.0	1.1	148.2	5.6	21.52
II	158.5	25.9	89.0	0.6	162.3	4.8	20.49
III	166.9	26.9	84.7	0.0	176.8	4.7	21.34
IV	173.5	35.9	82.7	0.1	192.4	4.2	21.05
V	179.4	42.0	81.2	0.0	207.6	6.4	20.92
VI	180.8	57.6	79.5	0.0	226.5	6.2	20.19
VII	185.0	70.3	77.6	—	248.6	5.9	19.88
VIII	183.4	87.7	74.2	—	267.3	5.4	19.79
IX	193.6	107.3	73.2	—	273.8	9.5	19.20
X	202.0	109.9	71.6	—	309.5	11.9	17.88
XI	224.2	118.8	70.1	—	321.0	14.7	17.60
XII	231.6	136.7	63.7	—	296.3	18.0	12.19
1916							
I	234.5	149.7	59.0	—	324.7	22.2	13.22
II	257.7	123.6	55.2	—	320.4	22.2	14.40
III	284.4	101.8	51.3	—	324.1	26.1	14.47
IV	292.2	113.6	50.4	—	341.8	26.0	14.25
V	318.2	121.3	49.0	—	369.8	34.6	13.87
VI	317.1	139.1	49.1	—	355.8	34.6	13.59
VII	322.1	130.7	46.1	—	300.1	33.9	13.89
VIII	329.9	149.3	43.6	—	357.2	45.3	13.01
IX	366.9	139.0	43.4	—	377.4	45.3	12.64
X	380.9	138.3	46.3	—	373.2	49.6	12.08
XI	398.9	125.8	46.5	—	346.6	53.9	12.88
XII	421.3	116.1	43.9	—	317.8	66.0	11.70
1917							
I	427.4	135.2	41.2	—	322.9	72.3	12.04
II	469.6	133.2	41.5	—	335.2	86.6	10.71

¹ Kattamaton setelinanto-oikeus korotettiin 40 miljoonasta 70 milj. markkaan.

1917	1	2	3	4	5	6	7
III	525.2	107.2	39.4	—	336.5	96.6	9.40
IV	538.9	154.7	40.8	—	366.5	92.5	10.84
V	557.5	204.2	43.4	—	378.9	107.0	9.67
VI	583.9	263.3	45.2	—	379.9	161.7	8.74
VII	600.1	283.0	47.6	—	376.2	199.4	4.99
VIII	623.5	317.9	46.5	—	440.7	219.7	3.75
IX	658.1	314.1	47.5	—	464.0	224.5	3.87
X	744.8	268.0	46.7	—	570.2	178.3	3.82
XI	782.8	292.6	45.1	—	619.0	178.4	3.72
XII	764.5	237.8	48.8	—	506.9	127.4	9.74 ¹
1918							
I	789.0	237.6	47.4	—	502.8	128.7	9.68
II	911.5	194.8	47.8	—	498.7	135.4	8.68
III	943.0	176.1	48.1	—	499.0	138.0	8.50
IV	951.4	182.3	48.4	—	499.1	147.7	8.35
V	945.1	184.4	51.0	—	502.8	133.0	8.78
VI	930.3	196.7	53.4	—	503.9	136.1	9.00
VII	922.9	202.1	60.4	—	462.3	174.8	8.82
VIII	972.1	173.3	60.4	—	473.5	202.1	8.56
IX	1 033.3	106.0	59.8	1.5	481.4	226.4	8.18
X	1 096.6	113.5	78.6	29.0	422.0	200.6	6.86
XI	1 150.1	109.1	71.1	19.0	419.4	287.7	6.43
XII	1 156.2	108.6	81.1	23.5	397.7	331.0	4.51
1919							
I	1 093.7	170.9	79.2	11.5	370.0	330.9	5.98
II	1 109.5	104.6	77.5	8.0	313.8	333.2	6.51
III	1 101.8	67.6	77.5	85.7	213.4	330.8	5.95
IV	1 084.8	75.9	76.8	132.3	173.1	371.4	10.87
V	1 062.9	78.5	79.6	153.6	148.0	360.7	11.55
VI	1 015.5	97.8	75.1	114.0	136.4	402.9	13.17
VII	976.9	76.8	64.0	77.4	118.0	414.6	15.10
VIII	973.6	200.1	67.5	97.8	119.9	435.6	13.60
IX	1 015.6	180.8	65.1	118.4	116.3	435.7	12.47
X	1 052.6	122.7	69.1	187.5	72.0	410.2	10.45
XI	1 063.1	144.0	91.3	193.2	77.2	429.0	8.46
XII	1 123.9	117.0	80.3	220.4	117.2	428.6	8.53
1920							
I	1 127.6	107.7	79.4	203.9	122.5	443.2	8.94
II	1 202.2	67.2	85.7	229.5	120.1	449.2	6.95
III	1 253.5	75.6	80.3	324.3	118.1	438.5	2.57
IV	1 240.8	105.5	83.6	331.8	110.2	448.4	5.35
V	1 231.9	75.9	90.8	278.7	113.6	466.9	8.05
VI	1 206.2	86.6	90.7	279.6	107.5	474.3	8.61
VII	1 207.1	73.8	96.2	272.6	135.6	461.5	9.70
VIII	1 245.0	74.9	120.1	360.9	135.1	438.1	6.88
IX	1 301.8	77.9	136.7	406.2	156.3	438.1	3.69
X	1 351.7	67.8	137.4	394.2	202.3	436.9	2.75

¹ Kattamaton setelinanto-oikeus 200 milj. markkaa.

	1	2	3	4	5	6	7
1920	Liikkeessä oleva setelistö	Yksityiset pano- ja ottotilit	Luotonanto yleisölle	Luotonanto pankeille	Kultakassa + ulkomaiset valuat	Valtion velka	Setelinantovara % setelinantoiikeudesta
XI	1 332.6	49.3	121.8	339.2	244.5	436.8	4.65
XII	1 341.0	53.1	116.1	313.5	222.9	436.8	5.93
1921							
I	1 348.8	69.5	117.5	303.0	199.1	436.8	8.00
II	1 464.4	34.7	136.4	362.9	160.1	436.8	4.17
III	1 476.0	59.7	120.8	361.9	130.7	436.8	5.88
IV	1 451.4	49.7	149.4	278.4	106.2	436.8	6.22
V	1 404.9	60.1	159.0	307.5	151.0	426.7	4.45
VI	1 398.6	64.8	163.3	255.8	157.8	408.7	4.25
VII	1 357.7	78.8	173.8	248.7	177.7	367.7	3.68
VIII	1 379.1	49.2	166.8	308.4	168.3	338.1	2.35
IX	1 415.7	42.8	169.2	392.3	149.6	299.4	0.49
X	1 382.7	63.5	167.0	394.6	173.1	305.5	1.71
XI	1 327.1	51.3	166.1	406.3	192.5	307.5	1.88
XII	1 356.1	57.9	261.1	517.2	258.3	359.6	8.04 ¹
1922							
I	1 341.2	53.9	325.1	376.2	244.1	271.7	12.23 ²
II	1 442.1	47.0	341.6	468.2	204.1	251.7	8.97
III	1 441.2	51.9	388.1	396.1	198.2	251.7	10.58
IV	1 415.4	69.1	455.9	314.0	227.6	241.7	10.67
V	1 400.0	73.4	480.1	347.0	195.9	216.7	9.61
VI	1 373.1	60.5	503.6	371.6	122.5	191.7	8.34
VII	1 340.4	69.3	526.7	325.1	140.1	181.7	10.77
VIII	1 356.4	60.9	536.1	328.1	148.7	171.7	10.95
IX	1 397.2	85.0	522.5	207.7	388.1	161.7	16.24
X	1 375.6	202.0	376.8	94.2	958.4	161.7	22.44
XI	1 343.3	167.7	431.1	89.0	896.7	91.7	21.06
XII	1 420.9	110.6	482.1	171.8	751.4	71.7	18.02
1923							
I	1 399.7	154.1	521.7	84.2	802.8	71.7	19.78
II	1 512.9	151.8	537.2	64.4	845.8	71.7	17.99
III	1 555.1	60.3	530.0	175.0	855.7	71.7	13.64
IV	1 490.8	125.6	522.1	172.9	812.3	71.7	14.39
V	1 439.7	107.6	541.4	165.5	752.3	60.0	14.32
VI	1 436.3	85.8	557.4	251.1	610.0	60.0	11.19
VII	1 388.9	76.9	570.5	259.0	492.0	60.0	10.46
VIII	1 389.7	45.0	566.8	322.8	390.3	60.0	8.19
IX	1 382.9	48.1	428.1	467.1	325.3	60.0	8.07
X	1 365.3	115.1	409.4	337.7	599.6	60.0	14.44
*XI	1 333.0	46.4	314.0	349.5	637.3	60.0	18.82
XII	1 352.4	74.3	272.6	444.1	649.9	60.0	17.58

¹ Setelinanto-oikeutta koskevia määräyksiä muutettu lailla 30. 12. 1921.

² Kattamaton setelinanto-oikeus 1500 milj. markkaa.

1924	1	2	3	4	5	6	7
I	1 279.5	63.2	263.6	363.9	714.2	60.0	21.38
II	1 376.3	24.1	303.4	327.9	969.0	48.0	17.90
III	1 399.6	28.2	318.8	392.1	840.4	48.0	16.36
IV	1 384.5	25.3	351.3	415.1	697.2	48.0	15.94
V	1 361.3	0.5	387.4	538.8	581.7	48.0	11.23
VI	1 305.1	—	425.6	580.8	410.4	48.0	9.66
VII	1 261.4	21.2	445.4	231.9	615.2	48.0	23.75
VIII	1 273.3	2.5	474.3	340.3	514.9	48.0	18.80
IX	1 278.8	6.7	501.6	353.5	490.1	48.0	17.44
X	1 257.5	30.3	530.7	257.5	553.7	48.0	17.48
XI	1 227.7	79.2	495.3	282.3	652.3	48.0	16.03
XII	1 249.9	45.7	393.1	158.1	837.2	48.0	25.56
1925							
I	1 205.5	53.2	381.5	232.0	910.4	36.0	24.32
II	1 288.0	49.7	378.7	225.8	950.1	36.0	24.21
III	1 383.7	68.4	376.2	276.9	901.9	36.0	22.46
IV	1 382.0	83.6	343.4	201.1	1 175.0	36.0	25.11
V	1 336.1	34.9	293.7	144.2	1 132.4	36.0	29.14
VI	1 286.0	51.0	308.4	111.7	1 061.4	36.0	29.85
VII	1 252.1	93.1	320.2	51.0	1 067.3	36.0	31.95
VIII	1 268.2	33.2	339.6	50.2	1 042.8	36.0	31.15
IX	1 279.5	87.1	324.8	52.8	1 131.6	36.0	28.40
X	1 271.2	73.5	336.4	13.7	1 309.2	36.0	32.43
XI	1 253.1	110.4	352.2	11.6	1 351.9	36.0	30.29
XII	1 309.3	51.4	453.0	25.9	1 739.6	36.0	25.97 ¹
1926							
I	1 291.6	47.9	455.3	22.4	1 692.3	24.0	27.99
II	1 349.9	46.0	491.2	75.9	1 558.4	24.0	27.61
III	1 385.8	41.9	487.5	112.9	1 513.8	24.0	26.97
IV	1 361.8	32.0	507.9	86.9	1 404.5	24.0	29.45
V	1 319.7	7.3	547.5	75.8	1 279.1	24.0	29.59
VI	1 297.7	57.6	595.1	140.3	1 230.5	24.0	26.35
VII	1 289.4	8.7	568.0	81.6	1 220.2	24.0	30.95
VIII	1 295.9	76.6	525.0	71.8	1 301.8	24.0	30.69
IX	1 334.5	81.1	550.8	51.9	1 284.9	24.0	29.67
X	1 327.4	88.6	616.7	37.1	1 229.4	24.0	26.26
XI	1 295.6	81.1	622.2	50.0	1 334.1	24.0	27.49
XII	1 345.7	86.6	567.4	37.0	1 409.8	24.0	26.98
1927							
I	1 330.4	137.0	572.3	54.7	1 374.3	12.0	28.56
II	1 446.6	65.5	615.1	22.4	1 452.9	12.0	29.26
III	1 472.8	86.5	646.0	8.6	1 511.2	12.0	29.68
IV	1 447.3	95.9	690.7	8.1	1 421.4	12.0	30.78
V	1 411.3	76.3	703.0	18.3	1 298.2	12.0	31.31
VI	1 398.5	66.0	737.7	40.5	1 224.9	12.0	29.79
VII	1 376.6	91.6	722.5	53.3	1 237.0	12.0	30.25

¹ Kattamaton setelinanto-oikeus 1200 milj. markkaa. Ohjesäännön muutos 21. 12. 1925.

	1	2	3	4	5	6	7
1927	Liikkeessä oleva sete- listö	Yksityiset pano- ja ottotilit	Luotonanto yleisölle	Luotonanto pankeille	Kultakassa +ulkomai- set va- luutat	Valtion velka	Setelinan- tovara % setelinanto- oikeudesta
VIII	1 413.5	148.0	696.1	33.3	1 416.8	12.0	28.63
IX	1 476.2	118.7	680.9	15.7	1 551.3	12.0	27.57
X	1 483.0	198.5	670.2	27.2	1 643.8	12.0	23.27
XI	1 446.6	166.6	718.5	37.3	1 708.2	12.0	27.40
XII	1 514.4	96.1	755.0	55.2	1 676.5	12.0 ¹	24.23
1928							
I	1 502.8	86.7	812.1	38.1	1 627.4	—	22.04
II	1 592.6	34.5	881.0	32.6	1 516.7	—	24.35
III	1 643.9	85.9	935.3	17.0	1 390.3	—	23.97
IV	1 618.7	109.1	1 029.1	3.0	1 247.9	—	23.92
V	1 575.8	73.3	1 056.5	23.2	1 096.3	—	22.68
VI	1 585.4	8.5	1 082.6	103.6	1 023.1	—	20.79
VII	1 542.7	19.7	996.9	139.9	983.3	—	22.45
VIII	1 564.9	53.5	916.7	359.5	924.8	—	17.41
IX	1 598.9	60.4	882.1	477.7	908.2	—	14.22
X	1 539.3	89.1	922.9	461.8	989.6	—	12.71
XI	1 502.1	60.3	907.9	565.8	1 015.3	—	12.58
XII	1 513.2	81.5	879.2	676.8	1 036.0	—	9.33
1929							
I	1 430.7	72.1	862.9	533.3	1 022.8	—	15.86
II	1 522.7	61.5	900.2	616.5	1 001.7	—	12.73
III	1 596.0	53.4	911.1	589.6	1 008.7	—	14.33
IV	1 556.2	60.4	927.5	549.2	962.7	—	16.81
V	1 480.9	88.2	934.4	581.0	881.3	—	16.45
VI	1 472.5	60.2	915.8	617.2	845.6	—	17.03
VII	1 439.1	57.2	881.3	644.3	806.2	—	17.33
VIII	1 448.1	61.8	876.2	645.8	821.1	—	18.23
IX	1 440.4	51.8	860.3	603.9	849.4	—	21.18
X	1 376.9	80.3	863.6	547.1	902.2	—	21.82
XI	1 346.6	75.1	864.8	567.5	897.6	—	23.66
XII	1 360.6	48.3	831.3	550.4	971.4	—	24.66
1930							
I	1 259.0	44.0	841.4	466.5	1 006.7	—	27.59
II	1 369.0	63.7	866.8	505.3	1 039.8	—	22.20
III	1 447.2	127.6	880.8	380.2	1 237.6	—	22.78
IV	1 439.9	119.9	847.2	194.5	1 249.6	—	29.96
V	1 391.7	163.5	850.2	53.1	1 326.7	—	33.55
VI	1 373.3	111.9	818.2	22.6	1 179.0	—	34.49
VII	1 355.3	149.6	741.5	15.7	1 250.0	—	34.75
VIII	1 352.0	98.4	690.1	12.7	1 208.8	—	35.78
IX	1 350.2	60.7	693.1	6.3	1 170.4	—	37.20
X	1 313.4	11.2	756.6	5.0	1 156.5	—	33.32
XI	1 262.7	97.9	770.6	98.3	1 114.5	—	34.62
XII	1 279.4	22.8	785.3	149.6	1 114.1	—	34.25

¹ Vuoden 1928 alusta lähtien ei valtiolla ollut luottoa Suomen Pankista.

	1	2	3	4	5	7
1931						
I	1 230.6	119.6	737.4	118.3	1 033.3	35.31
II	1 305.2	55.7	746.0	87.3	1 040.9	31.92
III	1 319.5	66.7	721.0	103.2	1 062.9	33.64
IV	1 301.5	90.9	715.1	41.2	1 023.1	32.82
V	1 256.7	83.4	757.0	40.8	1 020.4	30.49
VI	1 232.0	61.9	732.7	40.3	964.4	32.45
VII	1 204.4	56.8	698.0	38.8	944.0	35.19
VIII	1 189.1	65.7	669.2	98.2	892.6	34.78
IX	1 200.9	—	712.9	165.8	763.8	34.85
X	1 264.0	65.0	832.4	324.9	670.9	21.00
XI	1 237.4	41.9	882.8	466.0	609.0	17.25
XII	1 292.9	51.3	826.4	482.8	716.2	15.98
1932						
I	1 220.5	98.5	742.2	386.5	723.8	21.62
II	1 271.3	140.6	806.4	253.5	889.1	18.81
III	1 299.4	150.9	787.4	185.4	954.3	24.17
IV	1 224.5	88.5	799.5	145.6	901.9	29.23
V	1 167.6	105.2	796.9	147.1	854.0	29.87
VI	1 136.2	40.1	812.8	137.6	758.8	31.46
VII	1 087.7	96.7	858.4	134.4	742.8	29.82
VIII	1 075.0	78.4	854.7	169.1	814.8	28.36
IX	1 089.5	110.2	943.8	229.2	803.3	26.24
X	1 065.6	121.4	973.0	246.6	768.9	25.76
XI	1 063.7	75.0	974.9	284.1	763.2	25.34
XII	1 085.3	62.8	917.2	301.1	809.5	24.49
1933						
I	1 047.3	213.7	819.0	238.8	992.0	23.77
II	1 125.7	167.5	823.0	147.1	1 076.3	22.48
III	1 183.0	148.7	898.6	95.5	1 077.3	26.91
IV	1 177.8	177.6	901.0	61.8	1 076.0	28.65
V	1 124.5	233.7	913.7	44.1	1 065.0	27.47
VI	1 096.6	260.5	932.8	31.9	1 071.0	27.53
VII	1 080.9	262.3	919.0	23.1	1 104.8	27.22
VIII	1 087.1	229.5	862.5	13.2	1 207.6	28.16
IX	1 125.2	210.4	889.4	5.6	1 184.6	32.58
X	1 102.6	268.3	889.5	2.3	1 244.1	32.08
XI	1 114.7	345.6	817.7	— ¹	1 244.8	31.96
XII	1 183.6	327.1	715.6	—	1 276.6	33.08
1934						
I	1 165.7	306.4	707.9	—	1 323.4	32.95
II	1 285.8	225.3	795.7	—	1 367.0	32.30
III	1 321.8	316.0	844.4	—	1 377.0	33.28
IV	1 308.8	374.8	914.7	—	1 354.0	28.77
V	1 243.8	377.3	919.9	—	1 307.5	27.96
VI	1 234.3	290.8	909.8	—	1 256.5	30.99
VII	1 200.1	361.5	855.5	—	1 292.0	30.06
VIII	1 224.1	340.6	850.2	—	1 396.1	29.97
IX	1 261.2	226.9	807.1	—	1 444.3	34.63

¹ Vuoden 1933 lopulta lähtien ei esiintynyt luotonantoa pankeille.

	1	2	3	5	7
	Liikkeessä oleva sete- listö	Yksityiset pano- ja ottotilit	Luotonanto yleisölle	Kultakassa +ulkomai- set va- luttat	Setelinan- tovara % setelinanto- oikeudesta
1934					
X	1 244.9	265.1	797.3	1 512.9	37.52
XI	1 246.3	309.3	743.2	1 605.6	38.23
XII	1 277.4	181.1	672.4	1 650.5	39.86
1935					
I	1 268.1	165.4	704.0	1 652.3	39.40
II	1 371.5	123.2	764.0	1 590.2	37.74
III	1 441.5	215.6	860.6	1 639.7	34.79
IV	1 431.4	245.8	905.4	1 708.4	32.48
V	1 369.5	370.9	889.9	1 738.4	32.44
VI	1 327.6	431.3	850.4	1 657.3	31.49
VII	1 309.7	486.6	783.3	1 677.5	29.90
VIII	1 317.2	445.3	777.3	1 643.0	29.65
IX	1 336.0	396.0	748.1	1 720.2	33.01
X	1 301.6	378.8	806.1	1 742.6	31.00
XI	1 319.4	473.2	808.5	1 706.7	31.66
XII	1 380.7	401.7	781.9	1 738.9	29.30
1936					
I	1 341.5	387.4	842.9	1 772.2	26.62
II	1 444.7	307.2	906.3	1 752.7	28.48
III	1 520.3	419.6	1 002.3	1 829.6	25.41
IV	1 546.1	600.3	1 021.3	1 855.8	24.17
V	1 500.9	583.4	1 016.9	1 749.3	24.57
VI	1 465.0	620.0	1 004.7	1 645.5	21.18
VII	1 460.1	602.4	953.9	1 707.1	19.96
VIII	1 502.8	559.7	933.2	1 729.4	20.32
IX	1 551.4	623.7	963.3	1 721.5	19.20
X	1 560.8	605.3	937.5	1 858.0	18.64
XI	1 565.3	522.6	894.9	1 956.6	19.81
XII	1 630.1	571.3	949.5	2 094.8	15.37
1937					
I	1 600.0	713.9	976.0	2 258.4	12.98
II	1 756.6	512.6	1 051.1	2 349.8	14.17
III	1 912.7	483.4	1 085.2	2 367.3	12.24
IV	2 007.9	494.7	1 129.5	2 392.3	10.27
V	1 899.6	671.1	1 134.5	2 410.1	8.58
VI	1 859.1	864.0	1 113.6	2 551.6	10.80
VII	1 840.9	991.4	1 035.6	2 649.7	12.25
VIII	1 898.2	929.1	985.6	2 762.0	11.26
IX	2 004.8	916.7	1 013.7	2 651.5	11.96
X	2 019.6	841.6	1 015.7	2 631.7	15.07
XI	1 995.8	980.4	1 019.5	2 652.9	14.32
XII	2 051.8	972.2	1 079.7	2 658.9	12.14

1938	1	2	3	5	7
I	2 015.1	827.7	1 156.8	2 772.3	10.70
II	2 188.7	658.8	1 331.6	2 874.6	9.55
III	2 291.5	884.9	1 456.8	2 923.4	6.01
IV	2 272.2	1 089.1	1 526.2	2 999.4	5.05
V	2 183.5	1 050.2	1 585.4	2 818.1	5.61
VI	2 104.8	1 096.3	1 562.7	2 701.6	6.52
VII	2 046.7	1 177.6	1 545.7	2 570.6	6.71
VIII	2 050.0	1 204.4	1 507.6	2 678.9	5.29
IX	2 166.5	1 070.0	1 515.0	2 683.3	8.21
X	2 067.9	988.7	1 376.9	2 732.1	10.19
XI	2 042.5	1 039.3	1 247.2	2 743.2	11.66
XII	2 085.9	849.8	1 177.1	3 401.9 ¹	30.29 ²

¹ Uusien säännösten mukaan laadittu tila.

² Kattamaton setelinanto-oikeus 1 800 milj. markkaa.

Taulukko 2. Liikepankkien likviditeetti vuosina 1914—1938, milj. mk.

(Kuviot 2, 6, 10, 18, 30, liite 1)

	1	2	3	4	5
	Kassa + yksi- tyiset pano- ja ottotilit	Netto- kassa (1 ÷ redisk.)	Ulkomaiset saatavat (netto)	Likviditeetti- eksponentti (2 + 3)	Nettokassa % ottolainauk- sesta.
1914					
I	17	7	35	42	1.0
II	16	6	36	42	0.8
III	16	8	35	43	1.1
VI	16	9	30	39	1.3
V	18	13	23	36	1.8
VI	19	16	26	42	2.2
VII	17	12	38	50	1.7
VIII	21	9	37	45	1.2
IX	23	17	32	49	2.5
X	20	17	28	45	2.5
XI	26	24	24	48	3.5
XII	34	33	24	57	4.6
1915					
I	46	45	20	65	6.3
II	42	42	19	61	5.8
III	44	44	19	63	6.1
IV	54	54	18	72	7.4
V	63	63	15	78	8.5
VI	81	81	9	90	10.5
VII	94	94	8	102	12.0
VIII	113	113	14	127	14.3
IX	134	134	8	142	16.6
X	138	138	2	140	16.9
XI	153	153	2	155	18.4
XII	176	176	1	177	20.5
1916					
I	185	185	— 4	181	21.1
II	157	157	11	168	17.7
III	136	136	10	146	15.3
IV	149	149	8	157	16.6
V	157	157	9	166	17.2
VI	182	182	20	203	19.3
VII	179	179	24	203	18.5
VIII	204	204	24	228	20.5
IX	195	195	12	207	18.9
X	196	196	— 6	190	17.9
XI	185	185	— 11	174	16.6
XII	185	185	1	186	16.0
1917					
I	197	197	11	208	16.4
II	188	188	18	206	15.2
III	157	157	34	191	12.0
IV	210	210	43	253	15.1

1917	1	2	3	4	5
V	266	266	58	324	18.1
VI	318	318	66	384	20.3
VII	337	337	55	392	20.6
VIII	384	384	39	423	22.8
IX	382	382	24	406	22.3
X	340	340	1	342	19.2
XI	374	374	— 9	365	20.3
XII	283	283	— 18	265	14.4
1918					
I	268	268	— 19	249	13.2
II	195	195	.	195	.
III	176	176	.	176	.
IV	250	250	— 20	230	11.6
V	260	260	— 15	245	11.8
VI	278	278	— 23	255	12.4
VII	270	270	— 34	236	11.8
VIII	236	236	— 50	186	9.4
IX	170	168	— 60	108	6.3
X	178	149	— 60	89	5.4
XI	172	153	— 82	71	5.5
XII	185	161	— 98	63	5.7
1919					
I	234	223	—113	110	7.6
II	163	155	—155	0	5.1
III	127	41	—162	—121	1.3
IV	132	—	—157	—157	0.0
V	138	— 15	—194	—209	—0.5
VI	156	42	—255	—213	1.3
VII	130	53	—330	—277	1.6
VIII	255	158	—356	—198	4.9
IX	244	125	—376	—251	3.8
X	189	1	—398	—397	0.0
XI	216	23	—479	—456	0.7
XII	200	— 21	—452	—473	—0.6
1920					
I	183	— 21	—415	—436	—0.6
II	147	— 83	—435	—518	—2.4
III	163	—171	—471	—642	—5.0
VI	178	—153	—464	—617	—4.5
V	153	—126	—490	—616	—3.7
VI	161	—119	—511	—630	—3.4
VII	148	—124	—552	—676	—3.4
VIII	153	—208	—567	—775	—5.7
IX	159	—247	—570	—817	—6.7
X	154	—240	—549	—789	—6.4
XI	136	—203	—725	—928	—5.6
XII	152	—162	—741	—903	—4.5

	1	2	3	4	5
	Kassa + yksi- tyiset pano- ja ottotilit	Netto- kassa (1 ÷ redisk.)	Ulkomaiset saatavat (netto)	Likviditeetti- eksponentti (2 + 3)	Nettokassa % ottoloinauk- sesta
1921					
I	144	-159	- 781	- 940	-4.3
II	111	-252	- 629	- 881	-6.8
III	147	-215	- 682	- 897	-5.7
IV	142	-136	- 792	- 928	-3.6
V	153	-154	- 913	-1 067	-4.0
VI	172	- 83	- 980	-1 063	-2.1
VII	169	- 80	-1 034	-1 114	-2.0
VIII	136	-172	-1 104	-1 276	-4.5
IX	126	-267	-1 052	-1 319	-7.0
X	150	-245	- 999	-1 244	-6.4
XI	135	-271	- 955	-1 227	-7.2
XII	153	-364	- 908	-1 272	-9.6
1922					
I	142	-234	- 848	-1 082	-6.1
II	132	-337	- 820	-1 157	-8.7
III	141	-255	- 861	-1 116	-6.5
IV	156	-158	- 931	-1 089	-4.0
V	166	-181	- 952	-1 133	-4.6
VI	161	-211	- 918	-1 129	-5.3
VII	154	-171	- 886	-1 057	-4.2
VIII	150	-178	- 881	-1 059	-4.4
IX	181	- 27	- 879	- 906	-0.7
X	317	223	- 994	- 771	5.4
XI	266	177	-1 000	- 823	4.3
XII	241	69	- 900	- 831	1.7
1923					
I	258	174	- 907	- 733	4.0
II	254	189	- 954	- 765	4.3
III	178	3	- 981	- 978	0.1
IV	245	72	-1 027	- 955	1.6
V	217	51	-1 027	- 976	1.1
VI	208	- 43	- 936	- 979	-0.9
VII	181	- 79	- 896	- 975	-1.7
VIII	140	-183	- 873	-1 056	-4.0
IX	147	-321	- 788	-1 109	-6.9
X	221	-116	- 923	-1 039	-2.5
XI	157	-193	- 725	- 918	-4.1
XII	234	-210	- 718	- 928	-4.4
1924					
I	177	-187	- 703	- 890	-3.8
II	146	-181	- 671	- 853	-3.6
III	151	-241	- 568	- 809	-4.7
IV	156	-259	- 566	- 825	-5.0
V	117	-422	- 508	- 930	-8.3
VI	122	-459	- 490	- 949	-8.8

1924	1	2	3	4	5
VII	130	-102	-426	-528	-1.8
VIII	107	-233	-387	-620	-4.2
IX	110	-243	-382	-625	-4.4
X	129	-129	-355	-484	-2.3
XI	182	-100	-353	-453	-1.8
XII	184	25	-322	-297	0.5
1925					
I	162	-70	-300	-370	-1.3
II	160	-66	-305	-371	-1.2
III	187	-90	-300	-390	-1.7
IV	195	-6	-299	-305	-0.1
V	155	11	-331	-320	0.2
VI	179	68	-339	-271	1.2
VII	202	151	-262	-111	2.7
VIII	144	94	-234	-140	1.7
IX	201	149	-241	-92	2.7
X	172	159	-109	50	2.9
XI	225	214	-157	57	3.9
XII	234	208	-194	14	3.8
1926					
I	176	154	-175	- 21	2.7
II	164	89	-226	-137	1.6
III	166	53	-206	-153	0.9
IV	143	56	-246	-190	1.0
V	129	53	-290	-237	0.9
VI	198	57	-256	-199	1.0
VII	127	45	-173	-123	0.8
VIII	205	133	-138	- 5	2.3
IX	213	161	-153	8	2.7
X	206	169	-141	28	2.8
XI	210	160	-143	17	2.7
XII	262	175	- 51	124	2.9
1927					
I	273	218	56	274	3.4
II	199	177	-17	160	2.8
III	247	239	-130	109	3.7
IV	250	242	-132	110	3.7
V	213	195	-169	26	3.0
VI	232	191	-144	47	2.9
VII	227	173	57	230	2.5
VIII	282	249	111	360	3.5
IX	260	244	58	302	3.5
X	363	336	118	454	4.8
XI	322	285	19	304	4.1
XII	334	279	7	286	4.0
1928					
I	248	210	41	251	2.9
II	203	170	-78	92	2.4

	1	2	3	4	5
	Kassa + yksi- tyiset pano ja- ottotilit	Netto- kassa (1 ÷ redisk.)	Ulkomaiset saatavat (netto)	Likviditeetti- eksponentti (2 + 3)	Nettokassa % ottolainauk- sesta
1928					
III	255	238	-136	102	3.2
IV	278	275	-219	56	3.7
V	249	225	-332	-107	3.6
VI	199	95	-306	-211	1.2
VII	179	39	-246	-207	0.5
VIII	215	-144	-141	-285	-1.9
IX	207	-271	-181	-452	-3.6
X	239	-223	-245	-468	-2.9
XI	207	-359	-241	-600	-4.9
XII	332	-345	-273	-618	-4.7
1929					
I	214	-319	-231	-550	-4.2
II	204	-413	-334	-747	-5.5
III	228	-362	-385	-747	-4.7
IV	227	-322	-421	-743	-4.2
V	246	-335	-467	-802	-4.4
VI	234	-383	-444	-827	-5.0
VII	211	-433	-307	-740	-5.7
VIII	213	-433	-280	-713	-5.7
IX	203	-401	-236	-637	-5.3
X	230	-317	-302	-619	-4.2
XI	222	-346	-310	-656	-4.7
XII	268	-282	-248	-530	-3.8
1930					
I	185	-281	-262	-543	-3.7
II	209	-296	-294	-590	-3.9
III	292	-88	-274	-362	-1.1
IV	284	90	-278	-188	1.1
V	320	267	-76	191	3.3
VI	296	273	46	319	3.3
VII	306	290	247	537	3.5
VIII	244	231	260	491	2.8
IX	221	215	216	431	2.7
X	153	148	96	244	1.9
XI	248	150	-111	40	1.9
XII	227	77	-134	-57	1.0
1931					
I	260	141	-103	38	1.8
II	202	115	-137	-22	1.5
III	231	128	-162	-34	1.6
IV	240	199	-169	30	2.6
V	234	193	-151	42	2.5
VI	219	179	-54	125	2.3
VII	196	157	30	187	2.0
VIII	195	97	53	150	1.2

1931	1	2	3	4	5
IX	135	-31	-31	-62	-0.4
X	210	-115	11	-104	-1.5
XI	180	-286	11	-275	-3.9
XII	231	-251	102	-148	-3.4
1932					
I	230	-157	72	-85	-2.0
I	280	27	5	32	0.3
III	299	114	47	161	1.5
IV	224	79	26	105	1.0
V	230	83	20	103	1.1
VI	187	50	-15	35	0.6
VII	226	92	27	119	1.2
VIII	190	21	-56	-35	0.3
IX	223	-6	-63	-69	-0.1
X	239	-8	-68	-76	-0.1
XI	199	-85	-56	-140	-1.2
XII	229	-73	-3	-76	-1.0
1933					
I	335	97	26	123	1.3
II	294	146	20	166	2.0
III	276	180	28	208	2.4
IV	313	251	10	261	3.3
V	364	320	-19	301	4.3
VI	396	364	7	371	4.8
VII	389	366	87	452	4.8
VIII	350	337	105	442	4.4
IX	343	337	92	429	4.4
X	398	396	79	475	5.2
XI	480	480	96	576	6.4
XII	542	542	143	685	7.2
1934 ¹					
I	434	434	217	651	5.7
II	381	381	163	544	5.0
III	480	480	107	587	6.3
IV	526	526	33	559	6.8
V	532	532	32	564	6.9
VI	457	457	94	551	5.8
VII	502	502	59	561	6.4
VIII	471	471	210	681	5.9
IX	382	382	209	591	4.9
X	425	425	108	533	5.4
XI	465	465	226	691	5.9
XII	399	399	372	771	5.0
1935					
I	284	284	451	735	3.7
II	281	281	413	694	3.6
III	349	349	229	578	4.4
IV	387	387	213	600	4.9

¹ Rediskonttausten loppumisen vuoksi vuoden 1934 alusta sarakkeen 1 luvut ovat samat kuin sarakkeessa 2.

	2	3	4	5
	Netto- kassa (1 ÷ redisk.)	Ulkomaiset saatavat (netto)	Likviditeetti- eksponentti (2 + 3)	Nettokassa % ottolainauk- sesta
1935 ¹				
V	465	192	657	5.8
VI	550	168	718	6.8
VII	599	198	797	7.4
VIII	526	189	715	6.5
IX	566	207	773	7.1
X	544	112	656	6.9
XI	611	55	666	7.8
XII	633	182	815	7.9
1936				
I	500	292	791	6.3
II	399	293	692	5.0
III	542	328	870	6.7
IV	650	277	926	7.9
V	641	144	785	7.8
VI	865	210	1 074	10.2
VII	642	341	983	7.6
VIII	644	433	1 077	7.7
IX	635	501	1 136	7.5
X	642	394	1 035	7.6
XI	683	376	1 060	8.1
XII	851	309	1 161	9.9
1937				
I	809	321	1 130	9.2
II	644	331	975	7.3
III	715	274	989	7.9
IV	733	241	974	7.8
V	876	123	999	9.3
VI	1 130	20	1 150	11.8
VII	1 151	81	1 232	11.8
VIII	1 143	192	1 335	11.7
IX	1 164	225	1 390	11.9
X	1 091	108	1 199	11.2
XI	1 223	115	1 337	12.5
XII	1 317	92	1 409	13.1
1938				
I	1 034	209	1 243	10.2
II	893	307	1 199	8.7
III	1 193	275	1 468	11.2
IV	1 371	146	1 517	12.6
V	1 365	171	1 536	12.5
VI	1 482	275	1 757	13.2
VII	1 465	323	1 788	13.1
VIII	1 534	363	1 897	13.7
IX	1 314	280	1 594	12.1
X	1 308	179	1 487	12.2
XI	1 367	102	1 468	12.9
XII	1 234	145	1 380	11.5

¹ Rediskonnttausten loppumisen vuoksi vuoden 1935 alusta sarakkeen 1 luvut ovat samat kuin sarakkeessa 2.

Taulukko 3. Diskonttokoron muutokset vuosina 1914—1939.

(liite 2)

Englanti			U. S. A.		Ruotsi		Tanska		Suomi					
p:stä	%		p:stä	%	p:stä	%	p:stä	%	p:stä	%				
1914	8.1	4 ½	1915	24.7	3 ½	1914	23.1	5	1914	1.8	6	1914	1.4	5
»	22.1	4	1917	21.12	4	»	6.2	4 ½	»	4.8	7	»	4.8	7
»	29.1	3	1918	6.4	4 ½	»	31.7	5 ½	»	11.8	6	»	6.9	6
»	30.7	4	1919	30.12	4 ¾	»	5.8	6 ½	1915	6.1	5 ½	1915	10.1	5 ½
»	31.7	8	1920	23.1	6	»	28.8	6	»	10.7	5	1916	19.5	5
»	1.8	10	»	1.6	7	1915	7.1	5 ½	1919	3.1	5 ½	1919	8.1	6
»	7.8	6	1921	5.5	6 ½	1916	1.5	5	»	7.10	6	»	18.11	7
»	8.8	5	»	16.6	6	»	10.11	5 ½	1920	17.4	7	1920	23.3	8
1916	13.7	6	»	21.7	5 ½	1917	28.9	6	1921	5.5	6 ½	»	10.11	9
1917	18.1	5 ½	»	22.9	5	»	12.12	7	»	6.7	6	1922	17.10	8
»	5.4	5	»	3.11	4 ½	1918	1.2	6 ½	»	5.11	5 ½	1923	13.9	9
1919	6.11	6	1922	22.6	4	»	21.3	7	1922	25.4	5	»	28.10	8
1920	15.4	7	1923	23.2	4 ½	1919	25.4	6 ½	1923	1.5	6	»	30.11	10
1921	28.4	6 ½	1924	30.4	4	»	13.6	6	1924	17.1	7	1924	6.3	9
»	23.6	6	»	11.6	3 ½	1920	19.3	7	1925	25.8	6	1925	15.8	8
»	21.7	5 ½	»	8.8	3	»	17.9	7 ½	»	8.9	5 ½	»	30.10	7 ½
»	3.11	5	1925	26.2	3 ½	1921	27.4	7	1926	24.6	5	1927	23.3	7
1922	16.2	4 ½	1926	7.1	4	»	6.5	6 ½	1929	27.9	5 ½	»	11.8	6 ½
»	13.4	4	»	22.4	3 ½	»	6.7	6	»	27.12	5	»	25.11	6
»	15.6	3 ½	»	12.8	4	»	19.10	5 ½	1930	7.3	4 ½	1928	8.8	6 ½
»	13.7	3	1927	4.8	3 ½	1922	10.3	5	»	3.5	4	»	16.11	7
1923	5.7	4	1928	2.2	4	»	1.7	4 ½	»	13.11	3 ½	1930	29.4	6 ½
1925	5.3	5	»	17.5	4 ½	1923	9.11	5 ½	1931	5.9	4 ½	»	27.8	6
»	6.8	4 ½	»	12.7	5	1925	24.7	5	»	26.9	6	1931	1.10	7 ½
»	1.10	4	1929	8.8	6	»	9.10	4 ½	1932	11.3	5	»	12.10	9
»	3.12	5	»	31.10	5	1927	22.4	4	»	30.5	4	»	26.10	8
1927	21.4	4 ½	»	14.11	4 ½	1928	1.1	3 ½	»	12.10	3 ½	1932	13.2	7
1929	7.2	5 ½	1930	6.2	4	»	1.5	4	1933	1.6	3	»	19.4	6 ½
»	26.9	6 ½	»	13.3	3 ½	»	24.8	4 ½	»	30.11	2 ½	1933	1.2	6
»	31.10	6	»	1.5	3	1929	27.9	5 ½	1935	22.8	3 ½	»	3.6	5 ½
»	21.11	5 ½	»	19.6	2 ½	»	13.12	5	1936	19.11	4	»	5.9	5
»	12.12	5	»	24.12	2	1930	1.1	4 ½	1939	23.2	3 ½	»	20.12	4 ½
1930	6.2	4 ½	1931	8.5	1 ½	»	7.3	4	»	20.9	4 ½	1934	3.12	4
»	6.3	4	»	9.10	2 ½	»	3.4	3 ½	»	10.10	5 ½			
»	20.3	3 ½	»	16.10	3 ½	1931	6.2	3						
»	1.5	3	1932	26.2	3	»	31.7	4						
1931	14.5	2 ½	»	24.6	2 ½	»	21.9	5						
»	23.7	3 ½	1933	2.3	3 ½	»	25.9	6						
»	30.7	4 ½	»	7.4	3	»	28.9	8						
»	21.9	6	»	27.5	2 ½	»	8.10	7						
1932	18.2	5	»	20.10	2	»	19.10	6						
»	10.3	4	1934	2.2	1 ½	1932	19.2	5 ½						
»	17.3	3 ½	1937	27.8	1	»	3.3	5						
»	21.4	3				»	17.5	4 ½						
»	12.5	2 ½				»	3.6	4						
»	30.6	2				»	1.9	3 ½						
1939	24.8	4				1933	1.6	3						
»	28.9	3				»	1.12	2 ½						
»	26.10	2				1939	15.12	3						

Taulukko 4. Suomen Pankin tilan ja yhteiskunnan kassan muutokset vuosina 1914—1938, milj. mk.

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	
1. Luotonanto valtiolle	+ 6	+ 12	+ 48	+ 61	+227	+183	+ 74	—130	—330	— 20	— 47	—102	
2. Kulta- ja valuuttavaranto	+50	+235	+161	+422	— 80	—390	+ 40	— 21	+590	—114	— 67	+597	
3. Luotonanto													
a. liikkeille	—14	— 27	— 22	+ 3	+ 33	± 0	+ 36	+102	+219	—216	+130	+152	
b. pankeille	—	—	—	—	—	+112	+ 27	+257	—228	+276	—286	—132	
Yhteensä	+42	+220	+187	+486	+180	— 95	+177	+208	+251	— 74	—270	+515	
5. Pano- ja ottotilisaatavat													
a. pankkien	+10	+122	— 21	+122	—129	+ 8	— 64	+ 5	+ 53	— 36	— 29	+ 6	
b. valtion	— 7	± 0	± 0	+ 1	+ 50	— 54	+ 20	+102	+111	+ 55	—137	+348	
6. Setelistö	+31	+ 90	+190	+343	+392	— 32	+217	+ 15	+ 65	— 69	—102	+ 59	
Yhteensä	+34	+212	+169	+466	+313	— 78	+173	+122	+229	— 50	—268	+413	
7. Suomen Pankin omat varat	+ 1	— 15	+ 8	— 91	± 0	+118	+ 49	+ 54	— 30	+ 13	+ 65	+371	
8. Yhteiskunnan kassa	+41	+212	+169	+465	+262	— 24	+153	+ 20	+118	—105	—131	+ 65	
9. Yhteiskunnan kassa per 31. 12	156	368	537	1002	1265	1241	1394	1414	1531	1427	1296	1361	
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	135	256	456	832	1149	1176	1326	1451	1471	1513	1337	1351	
11. » » netto (=10.÷redisk.)	135	256	456	832	1149	1144	1181	1263	1215	1256	946	1225	
	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
1. Luotonanto valtiolle	— 12	— 12	—122	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0	± 0
2. Kulta- ja valuuttavaranto	—188	+267	—526	— 65	+143	—493	— 2	+658	+374	+ 88	+356	+564	+ 48
3. Luotonanto													
a. liikkeille	+128	+120	+ 96	— 46	+ 61	+118	+122	— 67	—297	+ 73	+170	+106	+136
b. pankeille	+ 61	— 32	+621	—126	—401	+333	—181	—301	—	—	—	—	—
4. Obligaatiot	+ 14	+ 22	— 50	— 19	+ 48	— 12	— 58	+ 15	+ 42	+ 56	+ 27	+ 55	— 28
Yhteensä	+ 3	+365	+ 19	—256	—149	— 54	—119	+305	+119	+217	+553	+725	+156
5. Pano- ja ottotilisaatavat													
a. pankkien	+ 35	+ 10	— 15	— 33	— 25	+ 28	+ 12	+264	—146	+221	+170	+401	—122
b. valtion	—202	+ 68	+ 4	—225	+ 4	— 98	+ 36	— 36	+107	— 1	+215	—240	+107
6. Setelistö	+ 36	+169	— 1	—153	— 81	+ 14	—208	+ 98	+ 94	+103	+249	+422	+ 34
Yhteensä	—131	+247	— 12	—411	—102	— 56	—160	+326	+ 55	+323	+634	+583	+ 19
7. Suomen Pankin omat varat	+107	+117	+144	+151	+ 56	+46	+ 60	+ 2	+ 1	+ 45	+ 51	+ 52	+305
8. Yhteiskunnan kassa	+ 71	+178	— 15	—185	—106	+42	—196	+362	— 52	+323	+419	+822	— 88
9. Yhteiskunnan kassa per 31. 12	1432	1611	1595	1409	1302	1344	1148	1511	1459	1782	2201	3024	2936
10. Yhteiskunnan kassa keskim.	1378	1528	1638	1522	1454	1321	1254	1336	1548	1679	2043	2685	3153
11. » » netto (=10.÷redisk.)	1300	1496	1400	927	1282	1148	1014	1264	1548	1679	2043	2685	3153
12. Suoranainen luotonanto keskim.	538	676	938	886	793	751	851	873	821	803	946	1047	1417

Taulukko 5. Maksutase vuosina 1922—1938, milj. mk.

(Kuviot 20, ja 36)

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
1. Vaihtotase	+520	-230	+310	+140	+ 70	+ 80	-1590	-520	+190
2. Pitkät lainat	+130	+480	+595	+180	+185	- 40	+180	+140	+925
3. Lyhyet luotot ym. ..	-455	-185	-415	-440	-330	+600	+1190	+255	-930
Tuntemattomia tekijöitä	-195	- 65	-490	+120	+ 75	-640	+220	+125	-185
	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	
1. Vaihtotase	+ 985	+1200	+1350	+1570	+1120	+1160	+670	+410	
2. Pitkät lainat	- 300	- 170	- 250	- 515	-1065	- 625	-700	-485	
3. Lyhyet luotot ym. ..	-1070	- 425	- 775	- 915	- 20	- 505	-160	-485	
Tuntemattomia tekijöitä	+ 385	- 605	- 325	- 140	- 35	- 30	+190	+510	

1. Vaihtotaseen tulonenemmyys (+) tai menonenemmyys (-)
2. Ulkomaisten pitkien lainojen nettolisäys (+) tai vähennys (-)
3. Lyhytaikaisten ulkomaisten luottojen lisäys (saatavien väheneminen) (+) tai vähennys (saatavien lisäys) (-)

Taulukko perustuu maisteri RAGNI BÄRLUNDIN laatimiin osaksi julkaisemattomiin maksutaselaskelmiin.

Liite 1. Pankkijärjestelmän likviditeetti ja korkokanta vuosina 1914—1938.

Suomen Pankin virallisen diskonttokoron, suurimpien liikepankkien korkeimman ottolainauskoron sekä Suomen Pankin kulta- ja valuuttavaranon kehitystä osoittavat käyrät eivät kaivanne tarkempia selityksiä.

Vaihtotaseen vuosipylväät piirretty taulukko 5:n pohjalla. Vuosilta 1918—1921 ei vaihtotaseita ole laskettu, joten näiden vuosien pylväät esittävät kauppataaseen kehitystä. Sotavuosina 1914—1917 kauppataaselaskelmat antavat siinä määrin harhaan johtavan kuvan vaihtotaseen kehityksestä, ettei niitä ole katsottu olevan syytä tässä esittää.

Setelistö + pano- ja ottotilit = yhteiskunnan kassa = sar. 1 + sar. 2 taulukossa 1.
Liikepankkien likviditeetti = sar. 4 taulukossa 2.

*

Appendix 1. The liquidity of the banks and the movements of interest rates in 1914—1938.

Diskonttokorko = Discount rate of the Bank of Finland.

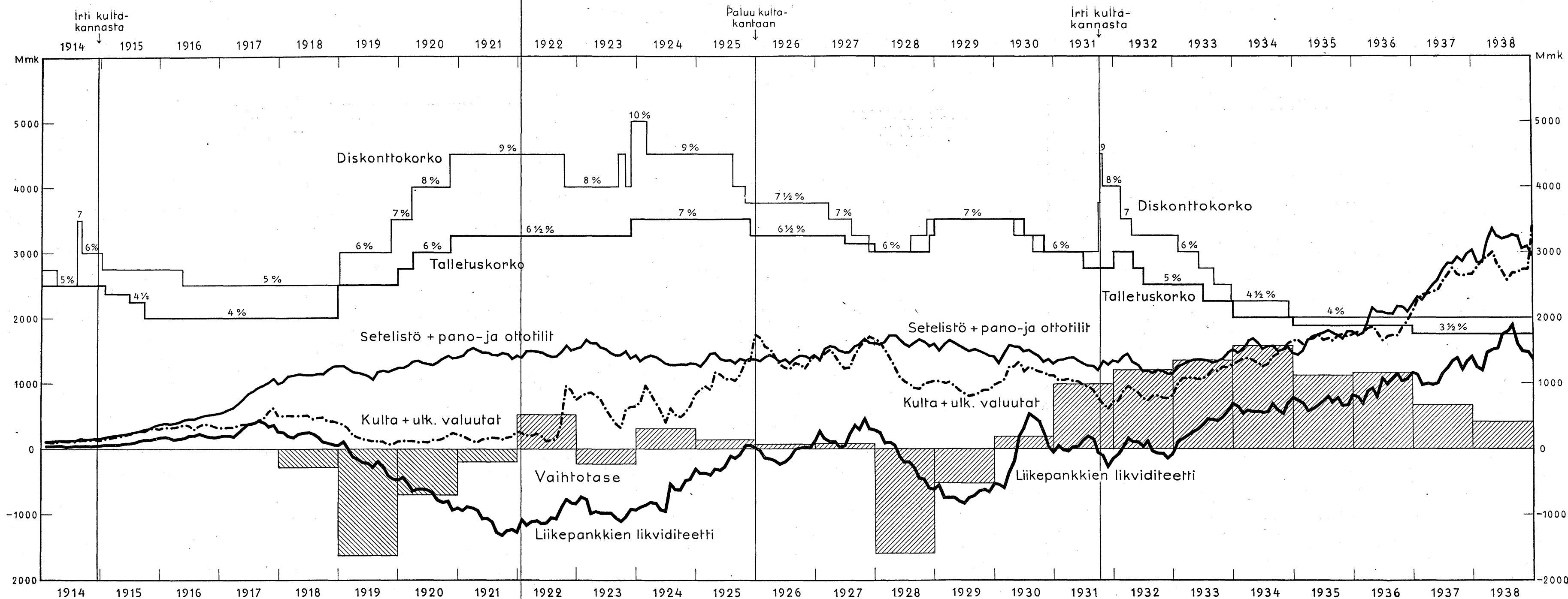
Talletuskorko = Deposit rate of the big commercial banks.

Kulta + ulk. valuutat = Gold and foreign currencies of the Bank of Finland.

Vaihtotase = Current transactions of the balance of payments.

Setelistö + pano- ja ottotilit = Note circulation + private current accounts with the Bank of Finland.

Liikepankkien likviditeetti = Net liquidity of the commercial banks.



Liite 2. Diskonttokoron muutokset vuosina 1914—1938.

*

Appendix 2. Movements of discount rates in 1914—1938.

Suomi = Discount rate of the Bank of Finland.
 Englanti = Discount rate of the Bank of England.
 USA = Discount rate of the Federal Reserve Bank of New York (commercial bills and trade acceptances, max. 3 months).
 Tanska = Discount rate of Denmark's Nationalbank.
 Ruotsi = Discount rate of Sveriges Riksbank.

