

Artikkeleita

Vuoden 1926 valuuttakurssiratkaisun tarkastelu

JON HIRVILAHTI JA JAAKKO AUTIO

1 Johdanto

Vuoden 1992 valuuttapoliittinen kohutapahtuma, valuuttakurssien päästäminen kellumaan, on aiheuttanut viime vuosina paljon keskustelua siitä, mikä olisi markan todellinen ulkoinen arvo ja missä tilanteessa olisi viisainta sitoa valuutan arvo kiinteisiin kursseihin. EMS-hankkeen kokemat takaiskut saavat kysymään, mikä olisi oikea ajankohta kiinnittää valuutan ulkoinen arvo. Suomen markan historia on ollut pääpiirteissään kiinteiden valuuttakurssien aikaa. Tässä valossa nykyinen markan kellutus on melko poikkeuksellista. Tämänhetkinen tilanne muistuttaa kuitenkin valuuttapoliittisesti itsenäisyytemme alkuvuosia ja erityisesti 1920-luvun puoliväliä. Yhteistä näille ajanjaksoille on, että valuutan ulkoinen arvo ei virallisesti määräydy minkään ulkoisen sopimuksen perusteella, mutta on selvä pyrkimys palauttaa kiinteät valuuttakurssit. 1920-luvulla tavoitteena oli palauttaa kultakanta yleismaailmallisena rahajärjestelmänä, mikä voidaan rinnastaa 1990-luvun eurooppalaiseen EMS -hankkeeseen.

Tämän artikkelin tarkoituksena on tarkastella kriittisesti Suomen vuoden 1926 valuuttapoliittista ratkaisua. Artikkelissa ei keskitytä talouspolitiikan linjauksiin, vaan kuvataan pääpiirteissään 1920-luvun valuuttapoliittista keskustelua ja

esitetään muutamia valuuttakurssien tasoja mittaavia laskelmia. 1920-luvun tapahtumien tarkasteleminen on mielenkiintoista nykyistä eurooppalaista kehitystä vasten.

2 Taustaa

2.1 Pelin säännöt

Kansainvälinen rahajärjestelmä toimi ensimmäisen kultakannan aikana vuosikymmenet hyvin - ensimmäiseen maailmansotaan asti. Ensimmäisen kultakannan aika oli toisaalta yleisen teollisen kehittymisen ja talouskasvun aikaa. Niinpä pelkästään kansainvälisen rahajärjestelmän stabiilisuudella ei voida selittää maailmantalouden kehitystä vaikka ennen siirtymistä toiseen kultakantaan maailmansotien välisenä ajanjaksona kultakannan uskottiin yksinään tuovan vakautta talouskehitykselle. Kultakannan palauttamisesta käytiin kuitenkin vilkasta keskustelua ja ehkäpä tunnetuin kultakantapolitiikan vastustaja oli *J. M. Keynes*.*

Itse asiassa ensimmäisen kultakannan aikana ns. pelisääntöjen rikkominen olikin melko tavallista.

* *Keynes (1923)* s. 172. "In truth, the gold standard is already a barbarous relic."

lista.² Näitä keskuspankkien keskinäisin sopimuksin määriteltyjä pelisääntöjä olivat mm. keskuspankkien velvollisuus lunastaa kaikki niille tarjottava kulta ja myydä hallussaan olevista varannoista rajattomasti kultaa laillisia maksuvälineitä vastaan. Kullan liikkumisen rajojen yli piti myös olla esteetöntä. Liikkeellä olevan setelistön ja kultavaramon välillä piti olla kiinteä suhde³, ja tietysti tärkeimpänä sääntönä oli rahan arvon sitominen tiettyyn kultamäärään ja siten kiinteät valuuttakurssit. Ensimmäisen kultakannan voidaan kuitenkin sanoa olleen sen rahajärjestelmän, jonka aikana Euroopassa koettiin voimakas teollistuminen, elintason kasvu ja kaupankäynnin vilkastuminen sekä erilaisten kauppasopimusverkostojen kautta kansantalouksien yhdentyminen.

Ensimmäinen maailmansota vaikutti kuitenkin maailmantaloudellisiin olosuhteisiin mullistavasti: kultakantajärjestelmä romahti. Tähän vaikutti olennaisesti maiden sisäisten taloudellisten rakenteiden muuttuminen, mm. setelirahoitus ja kasvanut sotateollisuustuotanto. Setelirahoitusta käytettäessä hintojen vakaus petti, inflaatioerot kasvoivat ja kiinteitä valuuttakursseja oli mahdoton ylläpitää. Sotateollisuustuotanto puolestaan vähensi kulutushyödykkeiden tuotantoa, aiheuttanut näin tietyillä sektoreilla ylikysyntää ja sitä kautta voimisti inflaatiota. Kansainvälinen kauppa oli lähinnä tavaroiden virtausta puolueettomista maista sotaa käyviin maihin. Tästä johtuen myös sodan ulkopuolelle jääneet maat kokivat syviä muutoksia talouselämässään. Kun rahan arvoon ei voinut luottaa, niin kansainvälisessä kaupassa käytettiin maksuvälineenä yleisesti kultaa; kultaa virtasi sotaa käyvistä maista puolueettomiin maihin. Siinä missä sotivien maiden hallitusten oli hillittävä kullan ulosvirtausta niin puolueettomien maiden oli rajoitettava kullan vastaanottoa.⁴ Kaikesta tästä oli seuraukse-

na, että kiinteää arvosuhdetta kultan ja setelien välillä ei voitu enää ylläpitää.

2.2 Suomen valuuttapolitiikka vuosina 1914-1922

Suomen luopuminen kultakannasta kesällä 1914 oli olosuhteisiin nähden väistämätöntä, mutta se nähtiin aluksi vain tilapäisenä poikkeamana normaaliolosuhteista. Valuutan myyntiä rajoitettiin ja säännösteltiin vuodesta 1915 lähtien eri tavoin kurssitason ylläpitämiseksi ja valuuttavaramon turvaamiseksi. Eri syistä, mm. ruplan pakkokurssin ja myöhemmin valtion harrastaman setelirahoituksen takia, kierrossa oleva setelistö lisääntyi voimakkaasti. Setelistön lisääntyminen, tuontihintojen nousu ja viljan laajamittaisen tuonnin aiheuttama maksutaseen alijäämä aiheuttivat markan niin sisäisen kuin ulkoisenkin arvon alenemisen. Keskustelu kultakannan palauttamiseen liittyvistä toimenpiteistä ja periaatteista käynnistyi jo hyvin varhaisessa vaiheessa.⁵ Aluksi arviot tukivat rahan arvon palauttamista sotaa edeltävään arvoon, sillä markan virallinen arvo pysyi suhteellisen vakaana vielä vuoden 1919 alkupuolelle asti.

Vuoteen 1919 saakka Suomen Pankin säännösteli valuuttakauppaa, eli valuuttaa varattiin ainoastaan valtion tarpeisiin ja välttämättömään tuontiin. Vientirytykset eivät kuitenkaan rajoituksista ja määräyksistä huolimatta kotiuttaneet valuuttojaan pankkeihin ja viranomaisten halukkuus valuuttakaupan kontrolloimiseen oli heikkoa. Markka heikkeni vuodesta 1919 eteenpäin lähes tasaisesti.⁶

Yritykset markan arvon laskun pysäyttämiseksi eivät onnistuneet ja valuuttavaranto pieneni

² Bloomfield, Arthur I. (1959) s. 47-51.

³ Ks. Noponen (1919) erilaisista katemääräyksistä.

⁴ Katso esim. Nevanlinna (1919), Noponen (1919b).

⁵ Mm. Paavo Korpisaari (1917) Suomen rahan arvon aleneminen, Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, s. 85-116.

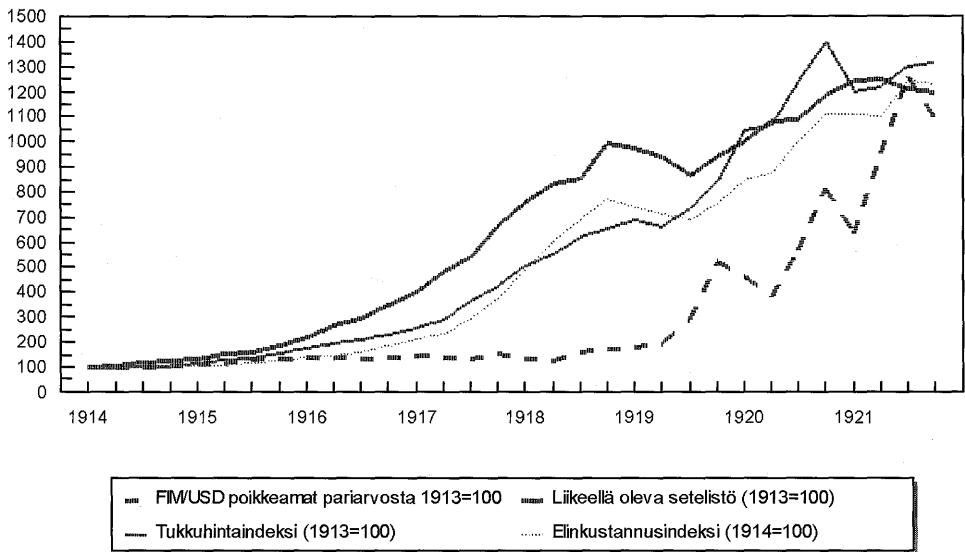
⁶ Suomen Pankin arkisto, valuutta: Näkökohtia Suomen valuuttakauppapolitiikasta, laadittu lokakuussa 1919. Ks. myös Korpisaari (1926).

Taulukko 1. Markan sisäinen ja ulkoinen arvo 1914 - 1921 viimeisellä vuosineljänneksellä prosentteina vuoden 1913 arvosta eri indekseillä ja valuuttakursseilla laskettuna

	Tukkuhinta- indeksi	Elinkustannus- indeksi	FIM/SEK	FIM/USD
1914 IV	92.6	97.1	95.0	93.5
1915 IV	62.5	77.1	72.0	73.3
1916 IV	42.9	52.6	67.5	71.3
1917 IV	23.1	26.5	48.4	65.4
1918 IV	15.2	12.9	52.9	57.3
1919 IV	11.8	13.3	22.4	19.0
1920 IV	7.1	9.0	16.9	12.2
1921 IV	7.6	8.1	10.3	9.0

Lähteet: Tudeer (1939) ja Autio (1992)

Kuvio 1. Suomen markan arvon poikkeamiset pariarvosta, hintaindeksit ja liikkeellä oleva setelistö 1914-1921.



jatkuvasti. Rahan sisäisen ja ulkoisen arvon jatkuvasti laskiessa sekä setelistön määrän lisääntyessä Suomen Pankin johtokunnan näkemys rahapolitiikan päämääristä ja keinoista pysyi

muuttumattomana: markan arvo oli kohotettava vuoden 1914 tasolle.⁷

⁷ Ks. esim. Suomen Pankki (1921) ja Stenroth (1928).

Rahapolitiikan tavoitteet oli asetettu tilanteeseen nähden kuitenkin liian korkeiksi ja niiden saavuttaminen alkoi tuntua epärealistiselta. Suomen Pankin johtokunnan katsottiin epäonnistuneen ratkaisuisaan ja tästä syystä eduskunnan pankkivaltuusmiesten rooli kasvoi ja he alkoivat 1920-luvun alussa aktiivisesti osallistua valuuttapoliittiseen keskusteluun.⁸ Pankin valuuttapoliittisessa roolissa tavoitteeksi otettiin valuuttavaranon kasvattaminen siten, että kausivaihteluiden merkitystä markan arvoon voitaisiin vähentää. Suomen Pankki toimikin aktiivisesti mm. Tukholman valuuttamarkkinoilla vakaannuttaakseen markan kurssia.⁹

3 Rahan arvon vakaannuttamisyrittymykset vuosina 1922-1925

Vuoden 1923 aikana valuuttapolitiikka tuli määrätietoisemmaksi. Aikaisemmat toimenpiteet eivät olleet tuottaneet toivottua tulosta ja Suomen Pankki oli ollut lähes voimaton. Tässä vaiheessa keskustelu markan vakaannuttamisesta alkoi kääntyä yhä selvemmin markan devalvoitaisuuteeseen eikä enää puhuttu markan arvon palauttamisesta entiseen arvoonsa. Mittarina keskustelussa käytettiin lähinnä dollarin noteerausta. Jälkeenpäin tärkeimpänä kirjoituksena lopullisen päätöksen kannalta on pidetty pankkivaltuusmiesten ruotsalaiselta professori *Eli F. Heckscheriltä* pyytämää lausuntoa markan arvon vakauttamisesta.¹⁰

Heckscher esitti, että kultakannan palauttaminen oli oltava yksiselitteinen päämäärä. Markan aikaisemman pariteetin palauttaminen ei kuitenkaan ollut mielekästä; deflatorinen tavoite aiheut-

taisi häiriöitä, sillä inflaation vaikutukset talouteen olivat peruuttamattomia. Markan ulkoinen arvo olisi lisäksi vakautettava ostovoimapariteettiteorian mukaisten hintasuhteiden pohjalta. Todennäköisesti Ruotsin kokemukset (pankkikriisi ja voimakas deflaatio) vaikuttivat Heckscherin lausunnon sisältöön, erityisesti siihen, että Suomen ei tulisi ottaa vanhaa pariteettia käyttöön. Lausunto toisaalta ilmestyi niin varhaisessa vaiheessa, että siirtymävaihe kultakantaan oli vielä Ruotsissakin kesken (Ruotsi siirtyi kultakantaan keväällä 1924).

Pankkivaltuusmiehet ja Suomen Pankin johtokunta järjestivät valuuttapoliittisia toimenpiteitä koskevia kokouksia säännöllisesti vuoden 1923 aikana. Kokouksissa käyty keskustelu osoitti, ettei vakauttamiskurssista vallinnut selvää yksimielisyyttä. Dollarin kurssinoteeraus ja ehdotetut vakauttamiskurssit vaihtelivat karkeasti 34 ja 41 markan välillä. Yleisimpänä ehdotuksena kannatettiin kuitenkin likimain vallinnutta kurssitasoa (n. 36.20 mk; vuonna 1914 dollarin hinta oli 5.18 mk), jota ostovoimapariteettilaskelmat karkeasti tukivat. Toisaalta keskustelijat eivät olleet yksimielisiä siitä, miten laskelmat tulisi suorittaa. Myös rahayksiköstä vallitsi erimielisyyttä, sillä eduskunnan pankkivaltuusmiehenä toiminut *Väinö Tanner* tuki siirtymistä suurempaan yksikköön.¹¹

Suomen Pankin osastopäällikkönä toimineen *K. J. Kallialan* mielestä yksityiskohtainen siirtymäkurssin pohtiminen oli mahdotonta ja tavallaan turhaa. Hänen mielestään olennaisempaa oli suunnitella nyt valuuttapolitiikkaa pidemmällä tähtäyksellä. Olisi valittava selkeä kiintopiste kurssitasolle ja sitouduttava ylläpitämään tätä kurssia jotta voitaisiin välttyä turhilta spekulatiivisilta. Jatkuvan devalvoitumisen vaikutukset valuuttavarantoon voisivat olla tuhoisat. Vakauttamisen jälkeen Suomen Pankki voisi passiivisemmin seurata talouden kehitys-

⁸ Ks. *Korpisaari* (1926) s. 194.

⁹ Hyvä selvitys valuuttapoliittisista toimenpiteistä vuoden 1922 aikana ks. Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kertomus vuodelta 1922, s. 23-29.

¹⁰ *Heckscher, Eli F.* (1923) Suomen rahalaitoksen uudistus, Helsinki.

¹¹ Suomen Pankin arkisto, valuutta: keskustelupöytäkirjat kokouksista 24.10.1923 ja 14.11.1923.

tä.¹² Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että selvää yksimielisyyttä ei ollut eivätkä tavoitteet kohdanneet. Marraskuussa 1923 kun paine markan arvoa kohtaan kasvoi, Suomen Pankin johtokunta teki keinottelun ehkäisemiseksi ratkaisun antaa markan devalvoitua. Vuoden 1924 alun lyhyen heikkenemisjakson jälkeen dollarikurssi vakaannutettiin 39.70:een, johon se myöhemmin virallisesti kiinnitettiin.¹³ Suomen Pankin asema oli vahvistunut valtion harrastaman setelirahoituksen loppumisen ja korkopolitiikan kiristämisen myötä niin paljon, että valuuttakurssien kontrolloiminen ja kultakannan palauttamisen edellyttämä dollarinkurssin vakaus pystyttiin ylläpitämään.¹⁴

Tästä tilanteesta syksyllä 1924 aloittaneen kultakantakomitean tehtävinä oli lähinnä uudistuksen teknisten yksityiskohtien selvittäminen, reaalityöedellytysten ja siirtymisajan kohdan valinta. Pääjohtaja Ryti kertoi aluksi, että laskelmien mukaan markka oli aliarvostettu. KOP:n pääjohtaja *Paasikivi* kommentoi punnan arvon nousun edullisuutta Suomen vientikaupalle ja oli ehdottomasti sillä kannalla, että markan arvoa ei pitäisi enää muuttaa. Keskustelussa oli yleisenä piirteenä kuitenkin erilaisten laskelmien taustalla olevien indeksien epäluotettavuuden korostaminen. Ainoastaan Tanner haikaili vahvempaa markkaa, jolloin markan suhde kruunuun olisi ollut 1:10, mikä olisi ollut edullinen suhde,

¹² Kalliala antoi myös pankkivaltuusmiesten pyynnöstä samanaikaisesti Heckscherin kanssa virkatyönään lausunnon markan vakauttamisesta. Suomen Pankin arkisto, valuutta: keskustelupöytäkirja kokouksesta 24.10.1923.

¹³ Ks. *Tudeer, A. E. (1939) s. 208-209.*

¹⁴ Risto Ryti tuli Suomen Pankin johtajaksi vuoden 1924 alussa, jolloin valuuttapolitiittinen tilanne oli jo rauhoittunut. Valtiovarainministerinä hän kuitenkin oli aktiivisesti pyrkinyt lyhentämään valtion lyhytaikaisia velkaa ja siten katkaisemaan inflaatioketjua. Ks. *Tarkka, Juha (1989) s. 6.*

jos olisi siirrytty uuteen isompaan rahayksikköön; hänen mielestään "paras olisi ottaa tässä konkursissa koko häpeä yhdellä kertaa." Komitean päätös oli kuitenkin vakauttaa markka marraskuussa 1924 vallinneeseen kurssiin entisen rahayksikön, markan, puitteissa.¹⁵ Risto Rytin tunnettu artikkeli Takaisin kultakantaan oli oikeastaan enää virallinen poliitiikkalinjaus keskuspankin pääjohtajalta.¹⁶

4 Kultakannan palauttaminen

Valuuttakurssit olivat olleet heikoimmillaan vuoden 1921 syyskuussa. Tästä eteenpäin markan ulkoinen arvo suhteessa dollariin alkoi vahvistua ja kehitys oli melko tasaista aina vuoden 1923 lopun devalvoitumiseen asti. Tämän jälkeen kurssit olivat lähes vakaat vuoden 1926 kultasidokseen saakka. Näin ollen voidaan kysyä, missä mielessä ajanjakso 1914 - 1925 voidaan sanoa kelluvien valuuttakurssien ajanjaksoksi. Ensimmäisen maailmansodan syyttyä Suomen markan arvo oli ollut sidoksissa ruplaan. Sisällissodan aikana ja heti sen jälkeen keskuspankki pyrki säätelemään valuuttakurssien kehitystä vaikka ei aina pystynytään valvomaan määräystensä noudattamista. Vuoden 1921 aikana valuuttakauppaa koskevat rajoitukset purettiin ja seuraavan vuoden kehitykselle oli ominaista, että virallisten noteerausten ja markkinanoteerausten erot häipyivät lähes kokonaan. Tämä jättää jäljelle ajanjakson 1922 - 1925, jolloin ainakaan ulkoisista häiriöistä johtuvat syyt eivät olleet markan arvon määräytymisen kannalta dominoivia.

¹⁵ Suomen Pankin arkisto: maksuvälineosaston näytearkisto: 1922-1925 setelinvaihto.

¹⁶ *Ryti, Risto (1925) Takaisin kultakantaan, puhe Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa huhtikuun 24. päivänä 1925.*

Taulukko 2. Eri valuuttojen vuosittaisia keskiarvoja ja volatiliteetteja vuosilta 1920 - 1925.

FIM/USD		FIM/GBP		FIM/SEK	
K.A.	S.D.	K.A.	S.D.	K.A.	S.D.
1920	29.05	104.75	29.81	585.51	171.43
1921	51.54	197.69	49.63	1157.66	296.17
1922	46.69	206.16	15.54	1218.16	90.04
1923	37.44	171.21	6.75	994.11	41.78
1924	39.85	176.21	5.02	1057.93	7.60
1925	39.70	191.83	1.44	1066.62	2.97

Lähde: Hirvilahti (1993)

Kuten taulukosta 2 voidaan havaita, valuuttakurssien vaihtelut olivat kohti vuoden 1926 tammikuun kultasidosta mentäessä hyvinkin vakaat. Esimerkiksi dollarin kurssi ei käytännöllisesti katsoen enää muuttunut vuoden 1923 jälkeen. Tämän perusteella voidaan hyvällä syyllä sanoa, että lukuunottamatta itsenäistymisenajan kuohuntavuosia markan kellunta oli ollut keskuspankin ohjaamaa ns. liikaista kelluntaa. Lisäksi kun vuonna 1923 Heckscherin lausunnon jälkeen Suomen Pankki omaksui avoimesti valuuttakurssija stabiloivan politiikan, niin varsinaisen kellunnan vuodet olivat ainoastaan niitä vuosia, jolloin markan ulkoinen arvo oli ollut rahaviranomaisten vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella vuosina 1919 - 1921. Toisin sanoen heti, kun keskuspankki sai otetta raha- ja valuuttapolitiikasta kuohuntavuosien jälkeen, vakaan markan politiikka palasi määrääväksi talousdoktriiniksi. Nämä havainnot tukevat osaltaan sitä näkemystä, että vakaiden valuuttakurssien uskottiin palauttavan maailmantalouden stabiilisuuden ja siksi eri maiden talouspolitiikan yksi tärkeimmistä päämääristä oli kultakannan palauttaminen. Suomi seurasi tässä mielessä vahvasti sodanjälkeistä kansainvälistä talouskehitystä. Kun markan ulkoista arvoa pyrittiin näinkin selvästi stabiloimaan, voidaan kysyä, mille tasolle kurssit vakiinutettiin ja mitä voidaan sanoa niistä kurseista, joilla kultasidos tehtiin vuonna 1926.

Suomi siirtyi kultakannalle uuden rahalain tullessa voimaan tammikuun 1. päivänä vuonna 1926. Markan ulkoinen arvo kiinnitettiin vahvis-

tamalla jo vuonna 1925 vakiintunut USA:n dollarin kurssi: dollarin hinta oli nyt virallisesti 39.7056 kultamarkkaa kun se ennen sotaa oli ollut 5.1832.

Missä määrin sitten valitut kultapariiteetit vastasivat valuutan teoreettista arvoa? Taulukossa 3 olevat teoreettiset kurssit on konstruoitu aikakauden suosiman ostovoimapariiteetilaskelman mukaisesti. Ostovoimapariiteettiteoriahan liittyy kahden maan hintatasot toisiinsa valuuttakurssin välityksellä. Teorian, jota tavallisesti pidetään *Gustav Casselin* kehittämänä, sisältämät oletukset ulkomaan kaupan vapaudesta ja hintatasojen perusteena olevien indeksien vertailtavuudesta voivat asettaa teorian realistisuuden kyseenalaiseksi.¹⁷ Ostovoimapariiteetilaskelmiin suhtauduttiinkin aikanaan suurella varauksella ja esim. *Paavo Korpisaari* oli ehkä voimakkain ostovoimapariiteettiteorian soveltamisen vastustaja.¹⁸ Tunnettu tosiasiahan onkin, että ainakaan hyvin lyhyellä tähtäyksellä teoria ei kykene selittämään tyydyttävästi valuuttakurssien vaihteluita mutta pidemmällä aikavälillä sitä voi pitää mielekkäänä hypoteesina.¹⁹

¹⁷ Nimenomaan teorian sovelletuin versio on Casselin käsialaa, (*Cassel 1922*).

¹⁸ Ks. *Korpisaari (1926)*.

¹⁹ Ks. esim. *Manzur (1990)*. Ostovoimapariiteettiteorian soveltamisesta 1920-luvun aineistoon ks. *Hirvilahti (1993)*.

Taulukko 3. Toisen kultakannan pariteetit ja teoreettiset kurssit eri hintaindeksillä laskettuna.

Valuutta		pari	Tukkuhinta- indeksi	Elinkustannus- indeksi	Ruoanhinta- indeksi
US \$	1926.1	39.7056	36.34	34.85	35.31
Iso-Br. £	1926.1	193.2296	181.41	169.99	163.61
Ruotsi kr.	1926.1	1064.0681	993.10	955.45	934.49
Tanska kr.	1927.1	1064.0681	975.93	910.83	972.22
Hollanti nlg.	1926.1	1595.9986	1489.55	1408.80	1455.56
Sveitsi fr.	1926.1	766.1290	708.09	702.40	660.60
Esp. pts	1926.1	766.1290	588.17	632.62	579.78
Norja kr.	1928	1064.0681	958.41	901.31	950.72
Italia itl.	1926.1	208.9766	166.00	175.33	160.05

Lähde: Hirvilahti (1993)

Taulukon 3 laskelmiin tukeutuen markan ulkoinen arvo kultakantaan siirryttäessä oli valuutasta ja käytetystä hintaindeksistä riippuen n. 2 - 30 % alempi, kuin mitä ostovoimapariteettiteoria edellytti.²⁰ Mielenkiintoinen kysymys onkin, olivatko - ja missä määrin - valitut kultapariteetit tietoisien valuutan aliarvostuksen tulos. K.J. Kalliala painottaa, että valuuttakurssien vakaannuttamisessa päätavoite oli nimenomaan dollarin kurssin vakaana pitäminen, koska dollaria ei oltu irrotettu kullasta missään vaiheessa. Hän myös lisää, että dollarin lopullinen hinta 39.70 mk olisi määräytynyt sattumalta eikä millään teoreettisilla tai käytännön syillä ollut mitään tekemistä lopullisen kurssitason kanssa. Samalla hän kuitenkin huomauttaa, että vahvempia kursseja ei olisi voitu soveltaa, koska vientiteollisuus olisi joutunut vaikeuksiin.²¹ Tämä kommentti paljastaa, että valuutta ei saanut olla ainakaan liian

vahva, eli vuosien 1922 - 1925 kellunta ja kultasidos 1926 olivat tietoisten valuuttapoliittisten ratkaisujen tulosta eikä vapaasti kelluvista kurseista voi puhua.

Ostovoimapariteetilähestymistapaan liittyy olennaisesti myös oletus reaalian valuuttakurssin vakioisuudesta. Tämä oletus merkitsee siis sitä, että toteutuneet valuuttakurssit vastaavat teoreettisesti laskettuja. Poikkeamat toteutuneiden ja teoreettisten kurssien välillä ilmaisevat sen, että valuutan arvo ei ole tasapainossa. Reaalinen valuuttakurssi voidaan määritellä yksinkertaisimmillaan seuraavasti:

$$S_{\text{real},t} = S_t / S_t^{\text{PPP}}$$

Mikäli $S_t = S_t^{\text{PPP}}$, kuten ostovoimapariteetti edellyttää, niin reaalian valuuttakurssin pitää olla vakio ja arvoltaan yksi. Jos pitkän ajan tasapainoksi muodostuu $S_{\text{real}} > 1$, niin kotimaan valuutta on aliarvostettu, jos taas $S_{\text{real}} < 1$, niin kotimaan valuutta on yliarvostettu.

²⁰Teoreettiset kurssit on laskettu kaavasta

$$S_t^{\text{PPP}} = A P_t / P_t^*$$

missä A on vertailuajankohdan tasapainokurssi ja P_t sekä P_t^* ovat kotimaan ja ulkomaan hintaindeksit.

²¹ K. J. Kallialan haastattelu 1973.

Taulukko 4. Reaalisten valuuttakurssien keskiarvoja ja volatiliteetteja

		K.A.	S.D.
FIM/RMK	(1921.1 - 1923.7)	.629	.107
FIM/BEF	(1921.9 - 1925.12)	.983	.115
FIM/DKK	(1921.9 - 1926.12)	.998	.072
FIM/USD	(1921.9 - 1925.12)	1.079	.087
FIM/FRF	(1921.9 - 1927.12)	.916	.096
FIM/GBP	(1921.9 - 1925.12)	1.029	.077
FIM/NLG	(1921.9 - 1925.12)	1.055	.094
FIM/NOK	(1921.9 - 1927.12)	1.082	.106
FIM/SEK	(1921.9 - 1925.12)	1.155	.123

Lähde: *Hirvilahti (1993)*

Taulukosta 4 nähdään, että reaalisen valuuttakurssin keskiarvot ovat hyvin lähellä ykköstä ja keskihajonnat pieniä. Saksan markan tapauksessa keskiarvo on selvästi ykköstä pienempi. Tämä viittaa siihen, että Suomen markka olisi ollut yliarvostettu suhteessa Saksan markkaan. Tämä on melko perusteltua, sillä Saksassa ulkomaan valuuttojen kysyntä hyperinflaation aikana oli suurta ja valuuttamarkkinoilla oli Saksan markan ylitarjontaa. Erityisen mielenkiintoista on huomata, että Suomen markka oli 1920-luvun alkupuolella hieman aliarvostettu suhteessa tärkeimpien kauppakumppanien valuuttaan. Tämän perusteella, ja lisäksi muistaen, että markan kellunta ei ollut kovinkaan vapaata, voidaan sanoa, että valuuttakurssien tasot valittiin nimenomaan ulkomaankaupan turvaamista ajatellen.

5 Lopuksi

Vuoden 1926 alusta voimaan tullut kultakanta oli voimassa aina lokakuuhun 1931 asti. Kansainvälinen kriisi raha- ja valuuttamarkkinoilla kaatoi lopullisesti toiveet kultakannan mahdollisuuksista luoda laaja ja stabiili rahajärjestelmä. Suomen kohdalla 1930-luvun syvän laman syynä oli

muiden syiden lisäksi talouden ylikuumeneminen. Varsinkin vientiteollisuuden suurien investointien aiheuttama shokki aiheutti kotimarkkinoilla hallitsematonta kasvua. On kiinnostavaa pohtia missä määrin vuoden 1926 valuuttakurssiratkaisulla oli vaikutusta talouden epätasapainoon 1920-luvun loppupuolella. Markan arvo oli kiinnitetty n. 1/8:aan siitä mitä se oli ennen ensimmäistä maailmansotaa. Sodan johdosta tapahtunut inflaatio ja markan ulkoisen arvon heikentyminen hyväksyttiin peruuttamattomina. Kurssiratkaisulla haluttiin turvata vientiteollisuuden kilpailukyky maailmanmarkkinoilla. Tässä esitetyistä laskelmista voidaan kuitenkin havaita, että valitut kultapariiteetit eivät vastanneet teoreettisia tasapainokursseja: kultakantaan mentiin valuutan ollessa aliarvostettu. Tämä valuuttakurssiratkaisu ei ainakaan hillinnyt ylikuumenemistä ja on hyvä esimerkki siitä, miten jo alunperin epätasapainoon kiinnitetyt valuuttakurssit yhdessä löysän rahapolitiikan kanssa voivat osaltaan aiheuttaa vakavia talouden häiriöitä. On tietysti huomattava, että tässä käytetyt laskelmat perustuvat ostovoimapariiteettiteorian soveltamiseen ja toisenlaisilla laskelmilla voidaan päästä erilaisiin tuloksiin. Toisaalta käytettävissä oleva aineisto on osaltaan määrännyt menetelmän valinnan.

Lähteet

- Autio, J. (1992) Valuuttakurssit Suomessa 1864-1991, *Suomen Pankin keskustelualoitteita 1/92*, Helsinki.
- Bloomfield, A. I. (1959) *Monetary policy under the international gold standard: 1880-1914*, New York.
- Cassel, G. (1922) *Penningväsendet 1914*, Stockholm.
- Eduskunnan pankkivaltuusmiesten kertomukset eduskunnan pankkivaliokunnalle vuosina 1922 ja 1923.
- Heckscher, E. F. (1923) *Suomen rahalaitoksen uudistus*, Helsinki.
- Hirvilahti, J. (1993) Ensimmäisestä maailmansodasta toiseen kultakantaan. Katsaus kellovien valuuttakurssien ajanjaksoon vuosina 1914-1925, *Suomen Pankin keskustelualoitteita 7/93*, Helsinki.
- Kalliala, K. J. (1924) Näkökohtia markan vakauttamisen teknillisestä puolesta. *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol XX*, s. 1-22.
- Keynes, J. M. (1923) *A Tract on Monetary Reform*, London.
- Korpisaari, P. (1917) Suomen rahan arvon aleneminen, *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol. 13*, s. 85-116.
- Korpisaari, P. (1926) *Suomen markka 1914-1926*, Porvoo.
- Manzur, M. (1990) An international comparison of prices and exchange rates: a test of purchasing power parity. *Journal of International Money and Finance* 9, s. 75-91.
- Nevanlinna, E. (1919) Ruotsin sodanaikainen valuuttapolitiikka. *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol. 15*, s. 131-151.
- Nojonen, K. (1919a) Metallikassa ja sisäinen rahaliike sodan aikana. *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol. 15*, s. 36-54.
- Nojonen, K. (1919b) Metallikassa ja kansainvälinen rahaliike sodan aikana. *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol. 15*, s. 213-247.
- Ryti, R. (1925) Takaisin kultakantaan, *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja*, s. 95-117.
- Suomen Pankin arkisto: valuuttaosasto ja maksuvälineosaston näytearkisto*
- Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikasta 1920-30 -luvulla. K. J. Kallialan haastattelu Suomen Pankin virkailijayhdistyksen lehdessä *Pankkiviestissä joulunumerossa 1973*.
- Suomen Pankin vuosikirja 1921*.
- Stenroth, O. (1928) Eräitä piirteitä Suomen Pankin toiminnasta vuosina 1919-1922. *Yhteiskuntataloudellinen aikakauskirja, Vol. 24*, s. 115-149.
- Tarkka, J. (1989) A governor for turbulent times: Centenary of the birth of Risto Ryti, *Bank of Finland Bulletin, February 1989*, Vol. 63, No.2, s. 6-9.
- Tudeer, A. E. (1939) *Suomen Pankki 1912-1936*, Helsinki.

Summary

Floating exchange rates in the early 1990's have prompted a wide-ranging discussion on the possibilities of fixing exchange rates inside the borders of Europe. The difficulties experienced by the EMS have raised doubts about the timetable for the entire project. In fact, the present situation resembles developments during the inter-war period: there is no official agreement about the level of exchange rates but there is a clear goal to fix them. In the 1920's the goal was restoration of the gold standard while today the aim is implementation of full economic and monetary union via fixed exchange rates.

Before the first world war the international exchange rate system was based on the gold standard. The system worked well for several decades until 1914 when it broke down because of the disruption caused by the outbreak of war. After the war, many countries suffered from inflation due to budget imbalances incurring

during the war and exchange rates were left to float. However, the restoration of the gold standard was the main objective of almost every nation's economic policy and most countries returned to the gold standard during the mid- and the late-1920's.

During the period 1915-1925 the Bank of Finland was forced to float the markka for several economic and political reasons. The gold standard was restored in Finland on 1. January 1926. However, the value of dollar had stabilized a few years earlier. This article focuses on the domestic discussion on the new gold parities and presents some calculations concerning the levels of the chosen exchange rates. Our calculations show that the markka did not float freely apart from short periods of economic and political turmoil. The markka was undervalued before and at the time of restoration of the second gold standard. This leaves open the question of the contribution of currency undervaluation to the severe recession of the early 1930's.