

Uskottava rahapolitiikka ja kultakannasta irrottautuminen Englannissa 1797–1821*

Elisa Newby

Lehtori

Cambridgen yliopisto, Fitzwilliam College

Johdanto

Kansantaloustieteen nobelistien Kydlandin ja Prescottin (1977) malli talouspolitiikan aikapääjohdonmukaisuusongelmasta sekä Barron ja Gordonin (1983) kehittämä sovellus rahapolitiikkaan ovat vakuuttaneet useimmat päättäjät siitä, että heidän on otettava vakavasti huomioon rahapolitiikan uskottavuus talouspolitiikkaa suunniteltaessa. Artikkelien julkaisemisen jälkeen lukuisat taloustieteilijät ovat yrittäneet määrittellä, miten rahapolitiikkaa tulisi harjoittaa, että siitä tulisi uskottavaa. Kysymystä on usein pohdittu tarkastelemalla kausia, jolloin inflaatio on ollut korkea ja rahapolitiikan tavoitteet epäonnistuneet. Tässä artikkelissa analysoin ajanjaksoa, jolloin rahapolitiikka oli uskottavaa ja vieläpä erittäin haastavassa tilanteessa – Napoleonin sotien aikana Englannissa – Englannin pankin luopuessa pakon edessä kultakannasta vuosien 1797 ja 1821 väliseksi ajaksi.

Sidottu rahakanta toimi vuosisatoja järjestelmänä, jonka tarkoituksena oli rajoittaa itsevaltaisten hallitsijoiden mahdollisuutta ajaa omia etujaan rahapolitiikan avulla. Rahan arvo perustui tarkoilla pitoisuus- ja painomääräyksillä kiinteänä pidettävään jalometallin hintaan. Pankit lunastivat liikkeelle laskemansa setelit metallilla, mikä rajoitti vakuudettoman paperirahan tarjontaa. Sidottuja rahakantoja tutkiesaan taloustieteilijät ovat yleensä analysoineet klassista kultakantajärjestelmää, joka vallitsi vuosien 1880 ja 1914 välillä. Näiden 34 vuoden aikana 'kultaiset käsiraudat' takasivat osallistujamaille alhaisen inflaation. Jos tarkastelua kuitenkin laajennetaan tästä suhteellisen lyhyestä ajanjaksosta, kultakanta ja muut sidotut rahakannat vaikuttavat vähemmän yksiselitteisiltä rahapolitiikkasäännöiltä. Bordon ja Kydlandin (1995, 1996) sekä Bordon ja Schwartzin (1997) empiiristen tutkimuksien mukaan 21 sidottuun rahakantaan kuuluvaa maata irrottautui metallikannasta 38 kertaa vuosien 1797 ja 1933 välillä, yleensä pitkäkestoisten sotien ajaksi.

* *Tutkimukseni taloudellisesta tukemisesta kiitän St Andrews'n yliopistoa ja Yrjö Jahnssoinin säätiötä.*

Paperirahakannat ovat mielenkiintoisia aikakausia, koska ne edelsivät nykyistä luvanvaraista rahajärjestelmää, ja niiden aikana yleisö vähitellen oppi, että rahan arvon ei välttämättä tarvitse perustua jalometalliin. Englannin paperipunta ei ollut maailman ensimmäinen paperirahakokeilu mutta siihen asti onnistunein. Esimerkiksi Ruotsissa paperirahakanta vallitsi vuosien 1745 ja 1776 välillä, ja Ranskassa vallankumouhallitus oli vuonna 1790 luonut valtion haltuunottamien kirkkomaiden arvoon perustuvan valuutan, assignatin, jonka arvo luhistui liiallisen liikkeellelaskun seurauksena. Helmikuussa 1796, vain vuosi ennen punnan irrottamista kullasta, pariisilaiset polttivat assignantinsa roviolla.

Koska Napoleonin sota kasvatti valtion sotakulut ennennäkemättömän suureksi, houkutus setelirahoituksen käyttöön Englannissa paperipunnan aikana oli suuri. Riskeistä huolimatta maan kansantalous säilyi koko sotien ajan suhteellisen vakaana, eikä sota esimerkiksi pysäyttänyt ulkomaankauppaa tai teollista vallankumousta. Inflaatio nousi mutta ei ryöstäytynyt hyperinflaatioksi kuten usein 1900-luvun paperirahakokeilujen aikana. Markkinat uskoivat Englannin pankin ja hallituksen lupaukseen liittää punta takaisin kultakantaan. Esimerkiksi lyhyet ja pitkät korot olivat alle kuusi prosenttia koko sodan ajan ja Englannin pankin kultakatteeton paperiraha hyväksyttiin maksuväliseenä koko maassa. Punta liitettiin kultakantaan sotaa edeltävässä vaihtosuhteessa toukokuussa 1821, kaksi vuotta ennen parlamentin asettamaa takarajaa.

Perinteisen näkemyksen mukaan talouspolitiikka pysyi maltillisena, koska Englannin parlamentti pystyi kontrolloimaan niin kruunun kuin valtionkin budjettimenoja, maan finanssijärjestelmä oli tehokas ja lisäksi mielipi-

de- ja lehdistövapaus mahdollistivat poliitikkojen päätösten julkisen kritisoinnin ja tarkkailun. Nämä tekijät pakottivat vallanpitäjät ajattelemaan koko kansakunnan etua, eikä vain henkilökohtaisia lyhyen aikavälin hyötyjä. Instituutioihin sekä liberaaliin poliittiseen järjestelmään nojautuvien selitysten lisäksi viimeisen kahden toista vuoden aikana Bordon ja Kydlandin (1995, 1996) sekä Bordon ja Schwartzin (1997) teoria kultakannan ylivoimaisuudesta on tullut yleisesti hyväksytyksi selitykseksi. Heidän tulkintansa mukaan kultakanta oli korvaamaton rahajärjestelmä, jolle ei ollut vaihtoehtoa ja johon maat ennemmin tai myöhemmin liittyivät uudelleen.

Oma tutkimukseni ei täysin hylkää näitä edellä mainittuja selityksiä mutta sen keskeisin kontribuutio on peräisin tarkastelukehikosta, jota ei ennen ole sovellettu kultakantaan tai siitä irrottautumiseen. Tarkastelen Kydlandin ja Presscottin (1977) politiikan aikaepäjohtonmukaisuusteorian pohjalle kehittämälläni dynaamisen yleisen tasapainoteorian mallin välityksellä, miksi Englannin pankin harkinnanvarainen rahapolitiikka oli uskottavaa kultakannasta irrottautumisen aikana, jolloin maassa vallitsi käytännössä luvanvarainen rahakanta ja vain katteeton paperiraha oli kierrossa. Tässä kirjoituksessa esittelen mallin pääpiirteittäin, ja lisäksi pohdin, miksi kultakantaan palattiin takaisin, vaikka rahapolitiikan joustavuutta lisäävä paperirahakanta oli sodan aikana osoittautunut hyväksi järjestelmäksi. Kultakantaan liittymistä edelsi 1810-luvulla käyty niin sanottu rahametalliväittely, joka Flandreaun (2007) mukaan oli ensimmäinen julkinen keskustelu sääntöihin perustuvan ja harkinnanvaraisen rahapolitiikan eduista ja haitoista sekä keskuspankin roolista yhteiskunnassa. Paluu kultakantaan herätti laajamittaista vastustusta

vaikutusvaltaisissa yhteiskunnallisissa piireissä. Toisaalta kultakannasta irrottautuminen ja kohonnut inflaatio antoivat osaltaan alkusysäyksen klassiselle talousteorialle. Lopputulos oli se, että kultakanta koettiin parhaimmaksi rahapolitiikkasäännöksi vaikka sen edeltäjä – 1700-luvun kultakanta – oli ollut enemmän evoluution kuin suunnitelman lopputulos.

Ennen varsinaisen paperirahakannan tarkastelua kuvaan tässä artikkelissa niitä tekijöitä, jotka johtivat kultakannasta irrottautumiseen. Historiallisen tarkastelun jälkeen pohdin, mitä erityisiä ongelmia kultakannasta irrottautumisesta aiheutui. Kolmannessa osassa esitän malliini pohjautuvan analyysin rahapolitiikan uskottavuudesta paperirahakannan aikana, ja neljännessä osassa pohdin aikalaisnäkökulmasta, miksi kultakantaan palattiin takaisin. Kirjoitukseni päätän lyhyeen yhteenvetoon, jossa sivuan nykyistä globaalia talouskriisiä.

Englannin pankin ristiriitainen asema

Englanti oli vuonna 1717 liittynyt kultakantajärjestelmään vahingossa. Maan rahapajan johtaja, Sir Isaac Newton, oli määritellyt kullan ja hopean vaihtosuhteen liian alhaiseksi, jolloin Greshamin laki toteutui ja arvokkaammat hopeakolikot katosivat kierrosta. Maan rahahuollosta vastasivat keskiajalla perustettu rahapaja ja parlamentin vuonna 1694 perustama Englannin pankki. Fetterin (1965) mukaan pankin tehtävä sitä perustettaessa oli toimia yhtä vähän keskuspankkina kuin tavallisten kultaseppien, joiden liiketoiminta muistutti vähittäispankkeja. Englannin pankki oli aluksi vain yksi lukuisista 1600-luvun lopun niin sanotun finanssivallankumouksen institutionaalisista kokeiluista lisätä valtion menojen rahoitusmahdolli-

suuksia mutta se osoittautui niistä onnistuneimmaksi ja kestävimmäksi.¹

Englannin pankin asema olikin ristiriitainen koko 1700-luvun ajan. Se oli osakeyhtiö, joka laski liikkeelle osakkeita, maksoi osinkoja ja tuotti omistajilleen voittoa. Sen omistajakunta koostui lähinnä lontoolaisista liikemiehistä, joille pankki myönsi kauppaluottoja ja joiden vekseleitä (exchange bills) pankki muiden liikepankkien tavoin diskonttasi. Niinpä Englannin pankkia nimitettiin joskus Lontoon pankiksi. Arvopapereiden diskonttauksesta, ei kullan ostamisesta, tuli 1700-luvulla Englannin pankin pääasiallinen tapa laskea liikkeelle setelirahaa. Toisaalta pankki osti ja myi valtion lyhytaikaisia velkapapereita (exchequer bills) ja maksoi valtiolle yksinoikeudesta laskea liikkeelle setelirahaa Lontoossa. Viimekädessä pankin olemassa olosta päätti maan parlamentti, joka määräajoin jatkoi sen toimintamandaattia.

Valtion harjoittamasta finanssipolitiikasta oli parlamentin valvonnan alaisena tullut systemaattista jo 1700-luvun ensimmäisellä puoliskolla mutta rahapolitiikalle oli ominaista säätelyn puute, ja sekä irralliset että toistensa kanssa ristiriidassa olevat säännöt ja suositukset. Laki ei 1700-luvulla juuri säädellyt maan rahamarkkinoita ja Englannin pankin mahdollisuudet vaikuttaa rahan kokonaismäärään tai nimelliskorkoihin olivat rajalliset. Ennen vuotta 1797 Englannin pankin setelit kiersivät lähinnä vain Lontoossa, sillä myös maaseutupankit saivat laskea haluamansa määrän seteleitä liikkeelle. Maaseutupankkien määrä kasvoi voimakkaasti 1700-luvun toisella puoliskolla: vuonna 1750 niitä oli 12 mutta vuonna 1793 liki 400.² Skotlannilla oli oma itsenäinen pankkijärjestelmän-

¹ Clapham (1944), *I nide*, 1–2.

² Pressnell (1956), 5–7.

sä ja siellä kultakannasta ei Napoleonin sotien aikana virallisesti luovuttu. Raha- ja luotto-markkinoiden säätelyä haittasi Etelämeren kuplan puhkeamisen jälkeen vuonna 1720 Parlamentin säätämä viiden prosentin korkokattolaki, joka koski kaikkia muita arvopapereita kuin valtion perpetuiteettilainoja ja Itä-Intian kauppakomppanian velkapapereita. Kultakanta ja kultakate olivat siten keskeisiä Englannin pankin käytössä olevia instrumentteja. Kullan ostokurssi vaihteli markkinahintojen ja pankin omien tarpeiden mukaan mutta sen kiinteä myyntikurssi oli 3,811 puntaa unssilta. Kullan osto ja myynti olivat johdonmukaisia operatioita, joilla pankki pystyi rajoitetusti säätelemään ainakin Lontoon rahamarkkinoita, kunnes 27. helmikuuta 1797 Englannin pankki joutui luopumaan niistäkin.

Kultakannasta irrottautuminen ei ollut tarkkaan harkittu tai suunniteltu ratkaisu. Englannin rahamarkkinat olivat talvella 1796 tiukan likviditeettikriisin kourissa. Ranskan vallankumoussota alkoi vuonna 1793 ja hallitus oli käyttänyt pankin kultavarantoa Manner-Euroopassa taistelevien liittolaisarmeijoiden tukemiseen. Kesästä 1796 alkaen sitkeät huhut Ranskan armeijan mahdollisesta maihinnoususta lietsoivat paniikkimieliä. Tavallinen kansa varustautui mahdollisen miehityksen varalle likvidoimalla omaisuuttaan. Pienet maaseutupankit ennustivat kullan kysynnän kasvavan ja pankkiirit vierailivat ahkerasti Englannin pankissa vaihtamassa takuina käyttämiään Englannin pankin seteleitä kullaksi, minkä seurauksena pankin kultavaranto hupeni. Kun vuoden 1794 lopussa pankin varastossa oli kultaa yli 6 miljoonan punnan edestä, oli sitä enää 980 000 punnan verran helmikuussa 1797³. Koska Englannin

pankin liikkeelle laskemat setelit olivat vaihdettavissa kultaan setelin haltijan pyynnöstä, myös yleisö hamstrasi niitä. Normaalisti tavallinen kansa käytti maaseutupankkien seteleitä maksuvälineinään mutta niiden vaihtaminen kullaksi oli mahdollista usein vasta aikaviiveen jälkeen. Samaan aikaan lontolaiset kauppiaat ja liikemiehet, joiden liiketoiminta perustui ennalta sovittuihin maksusitoumuksiin, kärsivät likvidien varojen pulasta. Englannin pankin seteleille maksettava korko nousi 17 prosenttiin ja monet yritykset olivat vararikon partaalla.⁴

Kriisin laukaisi pienen ja huonosti varustetun ranskalaisarmeijan maihinnousu Walesin rannikolle 22. helmikuuta 1797. Muutamassa päivässä uutinen kiiri Lontooseen ja lauantaina 25. helmikuuta kuningas, pääministeri Pitt ja Englannin pankin johtajat kokoontuivat hätäkokoukseen. Peläten pankkipaniikin puhkeavan seuraavana maanantaina he sopivat, että pankki pitäisi ovensa suljettuina ja sen seteleitä ei vaihdettaisi kultaan toistaiseksi. Maan sanomalehdet julkaisivat julistuksen, jonka mukaan Englannin pankkia on kielletty maksamasta velvoitteitaan kullalla, jotta 'maan rahakierto ja sekä julkinen että kaupallinen luotto olisi turvattu näinä vaikeina aikoina'.⁵ Pankki joutui luopumaan paperirahan vaihtamisesta kullaksi, koska kultakatteen ylläpito tuli mahdottomaksi ja paperirahan kierrossa oleva määrä laski tasolle, joka ei enää ylläpitänyt vaihdantaa ja luottomarkkinoita.

Paniikki laantui nopeasti kultakannasta irrottautumisen jälkeen. Korot laskivat, ja kun pankin setelit eivät enää olleet vaihdettavissa kultaan, yleisö ei ollut niistä kiinnostunut ja maksuliikenne palasi normaaliin uomiinsa.

⁴ Thornton (1802), 114.

⁵ The Times, 28. helmikuuta 1797.

³ Gayer, Rostow ja Schwartz (1957).

Lontoolaiset liikemiehet ja pankkiirit sopivat kollektiivisesti, että he hyväksyisivät kultakatteettomat Englannin pankin setelit maksuvälieineinä ja julkaisivat tämän päätöksensä samaan aikaan, kun pankki ilmoitti vaihdannan keskeytyksestä.⁶ Myös pankin kultavaranto kohentui ja toukokuussa 1797 pankki ehdotti parlamentille paluuta takaisin kultakantaan. Parlamentti ja hallitus kuitenkin epäröivät, sillä ne pelkäsivät kullan virtaavan maasta pois, suoraan vihollisen taskuun. Kun Ranskan vallankumoussota vaihtui Napoleonin sodaksi ja kullan maailmanmarkkinahinta nousi, välitön paluu kultakantaan vanhassa vaihtokurssissa oli mahdotonta.

Rahapolitiikan haasteet ilman kultakatetta

Kultakannasta irrottautumisen tuli alunperin olla väliaikainen, muutamia kuukausia kestävä ratkaisu mutta kun sota pitkittyi, siitä muodostui paremminkin uusi rahajärjestelmä, joka muutti talouden luottamuksen pohjan. Kultakannassa paperirahan arvo oli perustunut kultaan mutta paperirahakannan aikana siihen, kuinka uskottava oli keskuspankin lupaus lunastaa paperiraha kullalla tulevaisuudessa. Kultakannan aikana jalometallin määrä Englannin pankin holvissa rajoitti rahan antoa mutta ilman kultakatetta rahamäärän kasvuaste olisi teoriassa voinut kohota äärettömäksi. Toiseksi, kultakannan aikana Englanti oli kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä, koska maan tärkeimpien kauppakumppaneiden valuutat oli sidottu hopeaan, ja hopean ja kullan vaihtosuhte oli kiinteä. Kullan vapaa vienti maan rajojen ulkopuolelle, klassisen kultakantajärjestelmän keskeinen sääntö, ei ollut voimassa. Fetterin

(1965) mukaan salakuljetus oli 1700-luvulla yleistä, joten jos kullan markkinahinta ulkomailla nousi, englantilaisia kultakolikoita virtasi ulkomaille.⁷ Paperirahakannan aikana valuuttakurssi käytännössä kellui ja punnan arvo määrytyi vapaasti markkinoilla.

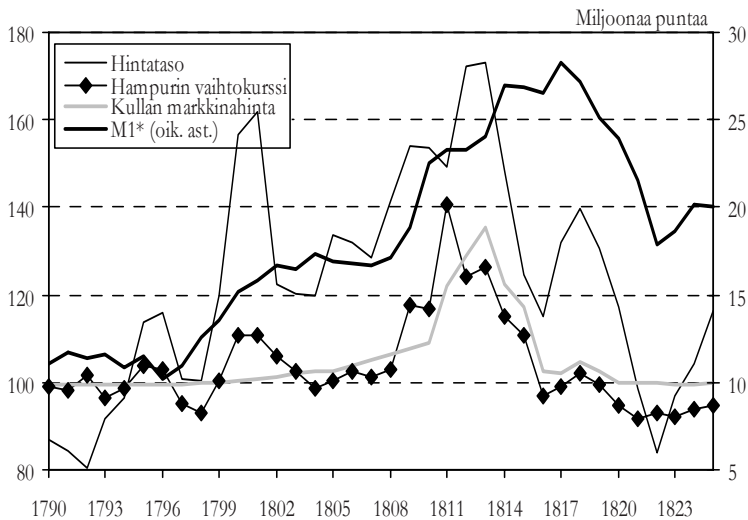
Paperipunta toi tullessaan mahdollisia etuja Englannin pankille ja sen intressiryhmälle. Yksityisenä liikelaitoksena Englannin pankki olisi voinut kasvattaa liikevoittoaan lisäämällä kauppaluottoja ja diskonttausta ilman, että se olisi joutunut huolehtimaan kultareservien riittävydestä. Toisaalta pankki valtion asiamiehenä olisi pystynyt rahoittamaan sen sotamenoja paperirahalla. Seignorage oli houkutteleva vaihtoehto, koska verotuksen kiristäminen sodan aikana oli sekä poliittisesti että taloudellisessa mielessä riskialtista. Lisäksi rahamäärän kasvulla olisi saattanut olla epäsuoria positiivisia seurauksia. Nykyään ymmärretään yleisesti, että jos taloudessa on esimerkiksi nimellispalkkajäykkyyksiä, rahamäärän aiheuttama hintojen nousu laskee reaali-palkkaa, lisää työllisyyttä ja tuotantoa. Ennen 1800-lukua systemaattista inflaatiota ei esiintynyt ja hintajäykkyydet tulivat esiin vain silloin, kun maataloustuotteiden hinnat ja maatyöntekijöiden palkat eivät sopeuneet vaihteleviin satoihin. Sekä aikalaisarkkailijat että taloushistorioitsijat ovat arvioineet, että etenkin nimellispalkat reagoivat hitaasti talouden muutoksiin 1700- ja 1800-luvuilla⁸, joten rahamäärän kasvu ja siitä aiheutuva inflaatio olisi saattanut stimuloida tuotantoa paperipunan aikana. Hamiltonin (1942) urauurtavan, joskin kiistellyn, tutkimuksen mukaan 'voitoinflaatio' eli nimellisten hintojen ja palkan välinen ero oli keskeinen teollista tuo-

⁶ *The Times*, 28. helmikuuta 1797.

⁷ Fetter (1965), 4.

⁸ Lindert ja Williamson (1984) ja Cannan (1925).

Kuvio 1. Nimellismuuttujien kehitys 1790–1825



* M1 viittaa Englannin pankin liikkeelle laskemien setelien määrään.

Lähteet: Gayer, Rostow ja Schwartz (1957) ja Officer, L.H. (2006), *The Price of Gold, 1257–2005*, MeasuringWorth.com.

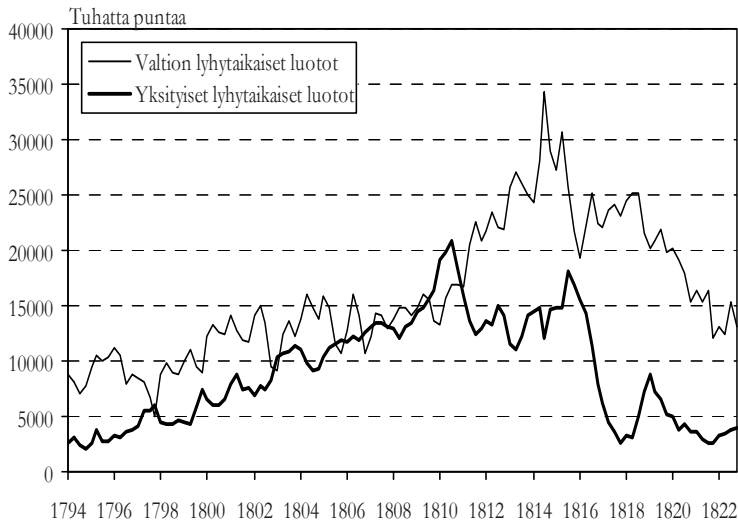
tantoa lisäävä tekijä Napoleonin sotien aikana. Craftsin, Leybournen ja Millsin (1989) laske-man indeksin mukaan teollinen tuotanto kasvoi 68 prosenttia 1797–1821.

Rahamäärän kasvusta olisi kuitenkin ollut myös haittavaikutuksia varsinkin, jos maan tavoitteena on liittää punta takaisin kultakantaan sodan jälkeen. Yleisen hintatason ohella myös kullan kotimainen markkinahinta nousisi. Rahayksikön sitominen takaisin kultaan ei olisi mahdollista, mikäli kullan markkinahinta olisi korkeampi kuin virallinen pariteettikurssi, koska se antaisi yleisölle mahdollisuuden arbitraasivoittoihin, jolloin setelin haltija voi ostaa kultaa markkinahintaa alhaisemmalla pariteettikurssilla keskuspankista ja myydä sen kalliimmalla hinnalla markkinoilla. Markkinahinnan ja pariteettikurssin välinen ero on arbitraasivoittoa. Mitä suurempi hintaero, sitä epätoden-

näköisempää ja kestävämmämpää kultakantaan palaaminen olisi, sillä aikalaiset ymmärsivät, että liittyminen kultaan markkinahinnan ollessa pariteettikurssia korkeampi johtaisi todennäköisesti spekulatioihin ja uuteen irrottautumiseen kultakannasta. Lisäksi kotimaisten hintojen nousu nostaisi valuuttakurseja ja vaikeuttaisi Englannin viennistä riippuvaisen teollisuuden ja maatalouden toimintaa.

Kuvio 1 havainnollistaa nimellismuuttujien kuten Englannin pankin seteleiden (M1), hintatason, kullan markkinahinnan ja Hampurin vaihtokurssin kehitystä kultakannasta irrottautumisen aikana. Ensimmäisen kymmenen vuoden aikana rahan määrä kasvoi maltillisesti eivätkä hallitus tai Englannin pankki käyttäneet paperipunnan tuomaa vapautta väärin. Heti kultakannasta irrottautumisen jälkeen tapahtuneen rahan tarjonnan kasvun selittää Englannin

Kuvio 2. Englannin pankin hallussa olevien julkisten ja yksityisten (esim. vekselit) lyhytaikaisten arvopapereiden määrä 1794–1822



Lähteet: Gayer, Rostow ja Schwartz (1957).

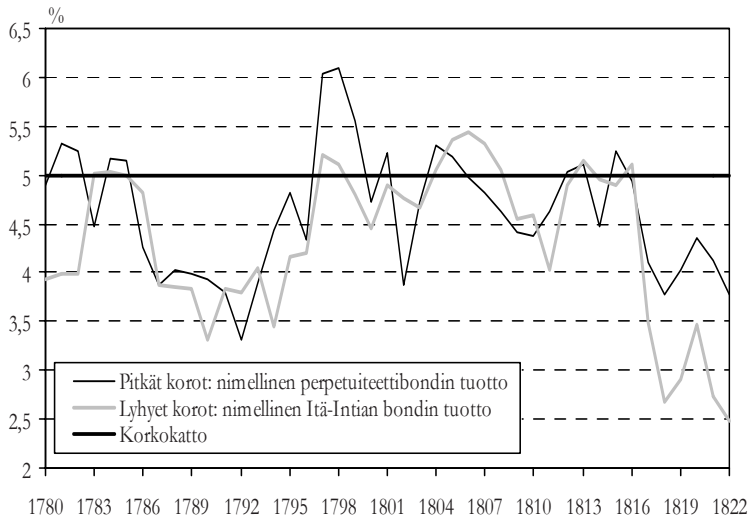
pankin päätös laskea pieniarvoisia setelirahoja liikkeelle korvaamaan kolikot, jotka metallirahoina olivat Greshamin lain toteutuessa kadonneet kierrosta. Voimakas hintojen heilahtelu 1801–02 johtui katovuosista. Kullan markkinahinta ei kohonnut vanhaa vaihtokurssia korkeammaksi 1797–1807 ja Hampurin vaihtokurssia nosti lähinnä vain hopean virallisen pariteettikurssin laskeminen Hampurissa.

Kuvio 2 kuvaa Englannin pankin hallussa olevien valtion lyhytaikaisten arvopapereiden sekä liikemiesten diskontattujen vekselien määrää. Vuosien 1797–1807 välillä pankki ei tehnyt merkittäviä sijoituksia valtion velkapapereihin. Sen sijaan vekseliiden diskonttaus kasvoi tasaisesti. Markkinakorot (kuvio 3) nousivat useaan otteeseen yli viiden prosentin korkokattorajan, jolloin lainaamisesta tuli liikepankeille kannattamatonta toimintaa. Usein pankit kiersivät korkokattolakia korottamalla erilaisia asiak-

kailtaan vaatimia palvelumaksujaan tai pyytämällä lainaa anovilta asiakkailtaan tavallista korkeampia vakuuksia. Jos näin tapahtui, kauppiat ja liikemiehet kääntyivät Englannin pankin puoleen. Diskonttauksen kasvu yksistään ei kuitenkaan ensimmäisen kymmenen paperipuntavuoden aikana johtanut merkittävään rahamäärän kasvuun.

Vuonna 1808 optimismi heräsi. Englantilaiset onnistuivat kiertämään Napoleonin manna- ja avaamaan uusia kauppapareittejä Pohjois-Eurooppaan ja Etelä-Amerikkaan. Talous elpyi ja Englannin pankki tuki talouskasvua antamalla avokätisesti kauppaluottoja ja lisäämällä vekseliiden diskonttausta. Kuten kuvio 1 näkyy, rahan määrä kasvoi voimakkaasti vuosien 1808 ja 1817 välillä. Rahan määrän kasvu nosti kotimaisten hyödykkeitten hintoja ja Hampurin vaihtokurssia. Vuonna 1810, kuten aina ennen kuplien puhkeamista, Englan-

Kuvio 3. Nimelliskorot 1780–1822



Lähteet: Gayer, Rostow ja Schwartz (1957).

nin pankki oli vaikean ongelman edessä. Luotonannon jatkaminen yhtä avokätisesti nostaisi hintoja ja vaihtokursseja edelleen mutta liian tiukka luottopolitiikka olisi ollut sotatilassa vaarallista, sillä likvidien varojen vähentyminen olisi saattanut tehdä sijoittajat varovaisiksi. Lisäksi monet liikemiehet olivat myös sotatavaroiden toimittajia, joten heidän liiketoimintansa jatkuminen oli maalle elintärkeää. Punta vahvistui ja tuonti kasvoi voimakkaasti 1808–09. Kotimarkkinat olivat kuitenkin saavuttaneet saturaatiopisteen ja vuoden 1809 lopussa konkurssiaalto alensi kotimaista kysyntää. Taantuma syventyi vakavaksi talouskriisiksi 1810–12.

Yksityisen kysynnän laskusta huolimatta rahan kokonaismäärä kasvoi vuosien 1810–12 laman aikana, koska pankki lisäsi valtion velkasijoituksia. Sotatoimien kiihtyessä Manner-Euroopassa pankki ei voinut kieltäytyä rahoittamasta sotamenoja. Rahan määrä kääntyi las-

kuun vasta muutama vuosi sodan päättymisen jälkeen, kun Englannin pankki supisti sekä valtiolle että liikemiehille annettavien lainojen määrää. Markkinat sen sijaan näyttivät uskovan, että kultakantaan palataan lähitulevaisuudessa. Kullan markkinahinta ja Hampurin vaihtokurssi lähentyivät virallista vaihtohintaa kolme vuotta ennen varsinaista liittymäajankohtaa (kuvio 1). Jo ennen kultakantaan liittymistä paperiraha oli lakannut olemasta Greshamin lain 'huono' raha. Englannin pankki yritti vuonna 1819 kokeilumielessä laskea liikkeelle kultakolikoita. Yleisö kuitenkin ennakoiki kultakantaan palattavan ja oli kultakannasta irrottautumisen aikana oppinut käyttämään setelirahaa vaihdannan välineenä. Kultakolikot palasivat maaseutupankkien kautta takaisin Englannin pankkiin.

Sota-ajasta ja rahan määrän kasvusta huolimatta pitkät ja lyhyet korot pysyivät suhteellisen vakaina koko kultakannasta irrottautumisen ajan. Kuvio 3 esittää valtion perpetuiteetti-

bondin (consols) ja Itä-Intian kauppakomppanian velkakirjan tuoton 1780–1822. Koska korkokattolaki ei koskenut näitä arvopapereita, niitä on usein käytetty pitkien ja vastaavasti lyhyiden korkojen arvioimisessa. Kuten kuviosta 3 ilmenee, pitkät korot saavuttivat huippunsa sodan alussa, pysyivät keskimäärin 4,5 prosentissa 1800–15 ja laskivat noin prosenttiyksikön sodan loputtua.

Miksi paluu kultakantaan onnistui?

Englannin finanssipolitiikka 1700-luvulla on Barron (1987) mukaan klassinen esimerkki vajerahoituksesta. Valtio kustansi lukuisat 1700-luvulla käydyt sodat velkarahalla ja nosti verostetta vasta rauhan aikana. Sodan jälkeen kerätyillä verovaroilla valtio lyhensi velkataakansa, jolloin verotus ei kiristänyt taloutta sodan aikana. Englannin maine lainaajana oli hyvä, koska maa ei 1700-luvulla ollut kertaaakaan laiminlyönyt julkisen velan hoitoa. Hallitus yritti rahoittaa myös Napoleonin sodat tällä metodilla mutta kun sota pitkittyi ja sotamannot kohosivat ennennäkemättömän korkeiksi, myös verotusta jouduttiin kiristämään. Vuonna 1799 pääministeri Pitt ajoi parlamentissa läpi maailman ensimmäisen tuloverotuslain.

Lontoon rahoitusmarkkinat olivat maailman edistyksellisimmät jo 1700-luvulla. Tästä hyötyi liikemiesten ja sijoittajien lisäksi myös valtio, joka myi suurimman osan velkapapereistaan Lontoon osakepörssissä yksityisille sijoittajille eikä maan keskuspankki ollut pääasiallinen taho, joka sijoitti valtion velkapapereihin. Valtion pitkäaikaisen velan kasvua 300 miljoonasta punnasta vuodesta 1797 850 miljoonaan puntaan vuoteen 1815 mennessä voidaan pitää esimerkkinä markkinoiden Englannin taloutta kohtaan tuntemasta luottamuksesta. Sodan lo-

puttua valtion velka oli 250 prosenttia maan bruttokansantuotteesta. Bordon ja Whiten (1991) mukaan Napoleonin sota rahoitettiin finanssipolitiikalla ja setelirahoitusta käytettiin vain satunnaisesti ja suhteellisen vähän. Englannin pankin hallussa oli keskimäärin vain noin 3–5 prosenttia valtion kokonaisvelasta Napoleonin sotien aikana, tosin ennen kriittistä Waterloo taistelua 1815 noin 7 prosenttia. Varoja valtion kassaan virtasi myös ulkomailta, sillä Lontoo tarjosi turvasataman Napoleonin armeijaa pakeneville hollantilaisille kauppiaalle ja liikemiehille. Ulkomaalaiset sijoittajat pitivät hallussaan noin kymmenen prosenttia valtion velasta.⁹ Se toiseikka, että valtio lyhensi velkaansa kultakatteettomalla paperirahalla, ei haitannut sijoittajia.

Bordon ja Kydlandin (1995, 1996) sekä Bordon ja Schwartzin (1997) mukaan talouden tekijät, sekä kotitaloudet että yritykset, olivat halukkaita lainaamaan valtiolle paperirahakanasta huolimatta, koska koko yhteiskunnassa vallitsi laaja ymmärrys siitä, että kultakannasta luopuminen oli väliaikaista ja maa varmuudella palaisi kultakantaan tulevaisuudessa. Heidän empiirinen tutkimuksensa kattaa kaikki 38 vuosien 1797 ja 1933 välillä tapahtuneet kultakannasta irrottautumiset, joita oli yhteensä 21 maassa. Aineiston perusteella he nimittävät kultakantaa tilasta riippuvaiseksi ehdolliseksi rahapolitiikkasäännöksi, joka oli toiminnallinen vain hyvinä aikoina. Huonoina aikoina sekä taloudentekijät että vallanpitäjät ymmärsivät, että kultakannasta irrottautuminen oli väliaikainen hätäkeino lisätä joustavuutta sodan rahoittamiseksi ja että rauhan palattua – ennen kuin kultakantaan voidaan liittyä uudelleen – rahan määrää oli vähennettävä. Bordon

⁹ Neal (1990), 138.

ja Kydlandin (1995) mukaan kultakanta oli ainoa mahdollinen rahapolitiikkasääntö, jolle ei ollut vaihtoehtoa. Kultakannasta irrottautuminen toimi ikäänkuin siltana vaikeiden aikojen yli. Täydellisemmin sääntö toimi niin sanotussa kultakannan ydinmaissa eli Englannissa, Yhdysvalloissa, Kanadassa, Saksassa ja Ranskassa.

Bordon ja Kydlandin sekä Bordon ja Schwartsin teoria kultakannasta ehdollisena rahapolitiikkasääntönä on laajasti hyväksytty ja empiirisissä tutkimuksissa paperipunttaa on analysoitu osana kultakantaa, sen jatkumona.¹⁰ Oma tutkimukseni kyseenalaistaa kolme seikkaa Bordon ja Kydlandin sekä Bordon ja Schwartzin teoriassa. Ensiksi, mielestäni kultakannasta irrottautumiset eivät olleet vain tilapäisratkaisuja, sillä ne kestivät usein vuosikymmeniä. Esimerkiksi kokonainen sukupolvi lontoolaisia kauppiaita oli 1820-luvun alussa tehnyt liiketoimintaa ilman henkilökohtaista kokemusta kultakannasta. Toiseksi, paluu kultakantaan ei tapahtunut automaattisesti rauhan palattua. Kultakantaan takaisin paluun ajankohta oli tuntematon ja koska Napoleonin sota jatkui pidempään kuin ennalta osattiin odottaa, Englannin parlamentti siirsi liittymääjankohtaa eteenpäin yhteensä 12 kertaa. Kolmanneksi, kultakantaan liittyminen herätti vastustusta vaikutusvaltaisten liikemiesten ja poliitikkojen keskuudessa, sillä laskeakseen rahan määrää, pankki joutui kiristämään raha- ja luottomarkkinoita. Flandreaun (2007) mukaan kultakantaan palaaminen ei tapahtunut vuonna 1821 automaattisesti kuten Bordo ja Kydland sekä Bordo ja Schwartz väittävät, vaan vasta laajan yhteiskunnallisen keskustelun tuloksena, joka teemoiltaan ja näkemyseroiltaan muistutti

1900-luvulla käytyä väittelyä monetaristien ja keynesiläisten välillä.

Omassa tutkimuksessani mallinnan kultakantaa myös tilasta riippuvaisena rahapolitiikkasääntönä mutta siten, että paluu kultakantaan on epävarma eikä tapahdu automaattisesti.¹¹ Lähtökohtanani on teoriakehikko, jossa sotatila saattaa johtaa maan rikkomaan rahapolitiikkasääntöä – kultakantaa – kahdella eri tavalla. Ensimmäinen rikkomus tapahtuu, kun maa irrottautuu kultakannasta sotatilan alussa. Tämä rikkomus on Grossmania ja Van Hyckia (1988) mukaillen ymmärrettävissä ja anteeksi annettavissa, eikä se siten johda maineen menetykseen. Toinen rikkomus tapahtuu, jos maa ei liity takaisin kultakantaan rauhan palattua. Tämä rikkomus on totaalinen ja johtaa maineen romuttumiseen. Teoreettisessa dynaamisen tasapainoteorian mallissani tutkin, miten Englanti välttyi tältä toiselta rikkomukselta. Markkinoiden luottamus, joka ennen oli perustunut kultaan, riippui nyt lupauksesta palata kultakantaan tulevaisuudessa. Koska paperirahakanta kesti 24 vuotta, päättäjillä ja yksityissektorilla oli mahdollisuus vuorovaikutukseen, joten tutkimuksessani painotan yleisön luottamuksen ja päättäjien maineen merkitystä uskottavan rahapolitiikan hoidossa.

Charin ja Kehoen (1990) malli kestävästä suunnitelmista korostaa suunnitelmien ja niiden toteuttamisen kautta tapahtuvan maineemuodostuksen tärkeyttä talouspolitiikassa¹². He nimittävät talouspoliittista suunnitelmaa kestäväksi, jos päättäjät sitoutuu ennalta päätettyyn suunnitelmaan talouden aikaepäjohton mukaisuusongelmasta huolimatta. Kestävä suunnitelma paperipunnan aikana oli Englan-

¹⁰ Esimerkiksi Rolnick ja Weber (1998).

¹¹ Newby (2008).

¹² Ireland (1997) on soveltanut teoriaa rahapolitiikkaan.

nin pankin tavoite palata kultakantaan jonakin tuntemattomana ajankohtana vanhassa vaihtokurssissa. Tämä päämäärä korvasi kultakannan rahapolitiikkasääntönä mutta oli silti kultakantaa joustavampi sääntö. Mallissani keskuspankki toteuttaa niin sanottua Ramsey-politiikkaa ja valitsee rahan tarjonta-asteen siten, että se maksimoi kotitalouksien hyötyfunktion. Rahalla on vaikutuksia reaaliatalouteen: yllätysinflaatio lisää lyhyellä aikavälillä työllisyyttä ja tuotantoa, koska taloudessa on nimellispalkkajäykkyyksiä. Kultakanta sitoutumisteknologiana automaattisesti rajoitti rahamäärän kasvua mutta paperirahakannan aikana aikaepäjohdonmukaisuusongelma tuli esiin.

Paperirahakannan aikana keskuspankin suunnitelma liittyä kultaan tulevaisuudessa mahdollisesti joustavan politiikan, mutta vain jos suunnitelma oli Charin ja Kehoen määritelmän mukaisesti kestävä. Koska nimellispalkat reagoivat hitaasti rahan määrän kasvuun, keskuspankki pystyi stimuloimaan taloutta sotavuosien aikana lisäämällä rahanantoa. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että (i) sodan aikana Englannin pankki laski liikkeelle katteetonta paperirahaa tasapainottaakseen tuotantoa, yksityistä kulutusta ja rahoittaakseen sotamenoja; (ii) sodan jälkeen keskuspankki sopeutti talouden takaisin kultakantaan vetämällä katteetonta paperirahaa kieroista; (iii) kultakantaan palattiin takaisin, kun katteeton paperiraha oli vedetty pois, ja hintataso, vaihtokurssit ja kullan markkinahinta sotaa edeltävällä tasoilla. Kuten kuvioista (1) ja (2) ilmenee, näin Englannissa suurinpiirtein tapahtuikin.

Suunnitelman toteuttaminen käytännössä ei kuitenkaan ole suoraviivaista, sillä jos taloudessa on hintajäykkyyksiä, kotitalouksien hyvinvointi ja yritysten liikevoitto vähenee, kun rahan määrä laskee keskuspankin vetäessä kat-

teetonta paperirahaa pois kieroista. Kehittämässäni mallissa keskuspankilla on kiusaus olla vähentämättä rahan määrää ja luoda yllätysinflaatiota laskukauden välttämiseksi. Yllätysinflaatio lyhyellä aikavälillä maksimoisi tuotannon ja työllisyyden mutta sen luominen olisi ristiriidassa alkuperäisen kultakantaan liittymiseen tähtäävän suunnitelman kanssa. Yksityiset taloudenpitäjät tulkitsevat yllätysinflaation alkuperäisen suunnitelman rikkomiseksi. Jos yleisö uskoo, etteivät setelit tulevaisuudessa ole vaihdettavissa kullaksi, menettävät ne arvonsa kokonaan ja paperiraha hylätään. Tällaista ehdotonta strategiaa kutsutaan peliteoriassa liipasinstrategiaksi (trigger strategy). Setelirahan sijasta yleisö hyväksyy vain itseisarvoiset kolikot vaihdannan välineeksi. Metallirahajärjestelmä on kuitenkin tehoton ja esimerkiksi siihen liittyy kultakantaa korkeammat vaihto- ja ylläpitokustannukset. Esimerkiksi kultakolikoiden laiton leikkaaminen ja hiominen johti siihen, että kauppiat joutuivat punnitsemaan kolikot kaupantekotilanteessa. Mallini keskeinen tulos on insentiiviepäyhtälö, joka on muotoa

$$\sum_{i=j}^S \beta^{j-i} U_{\tau+i} + \sum_{i=S+1}^{\infty} \beta^{S+j-i} U_{\tau+i}^g \geq U^a + \frac{\beta}{1-\beta} U^S.$$

Kultakantaan liittymisen periodilla $i = S + 1$ on kestävä suunnitelma, jos epäyhtälön vasen puoli, diskontattu nettohyöty talouden sopeuttamisesta ($U_{\tau+i}$) ja kultakannasta ($U_{\tau+i}^g$), on yhteenlaskettuna suurempi kuin epäyhtälön oikea puoli, eli yhteenlaskettu hyöty suunnitelman rikkomisesta yllätysinflaatiota luomalla U^a (autarkkinen rahapolitiikka) ja välitön vajoaminen metallirahakantaan U^S tämän jälkeen.

Keynesin mukaan kultakanta oli barbaarinen jäännös mutta 1700-luvulla vallinnut kultareserveihin ja kultakatteellisen paperirahan

kiertoon perustuva rahajärjestelmä oli kuitenkin huomattavasti tehokkaampi ja joustavampi kuin pelkästään kultakolikoihin pohjautuva systeemi. Mallini päättyy samaan päätelmään aikalaiskeskustelun kanssa: Englanti palasi kultakantaan, koska pitkällä tähtäimellä kultakan-
nan tuomat edut olivat suuremmat kuin talou-
den sopeuttamisesta aiheutuvat kustannukset,
koska harkinnanvarainen rahapolitiikka voi
olla aikajohdonmukaista vain sodan aikana, ei
normaalina aikana.

Kultakanta rahapolitiikan näkyttömänä kätenä

Kultakannasta irrottautuminen ymmärrettiin hätäkeinoksi, ja koska ensimmäisen kymmenen vuoden aikana Englannin pankin rahapolitiikka olikin maltillista, pankin toiminta ei herättänyt vastustusta. Kuten edellä kuvattiin, rahananto, etenkin diskonttaus, kasvoi voimakkaasti vuodesta 1808 ja hintataso nousi. Aikalaiset, jotka yhdistivät hintojen nousun vain katovuosiin, olivat ymmällään: mikä selittäisi hintojen ja kullan markkinahinnan nousun normaalina satokautena? Lukuisten pamfletistien syyttävät sormet osoittivat Englannin pankin suuntaan.

Talouden epätasapaino käynnisti kiivaan valtakunnallisen keskustelun rahapolitiikan hoidosta nimeltään rahametalliväittely eli *bullion debates* tai *bullion controversy*. Rahametalliväittely on leimattu usein kiistaksi vain Englannin pankin harjoittamasta kauppaluottopoliitikasta, niin sanotusta *real-bills* politiikasta, jonka seurauksena pankki antoi luottoa kaikille mielestään luottokelpoisille lainanhakijoille. Sen lisäksi keskusteltiin laajasti inflaation vaikutuksesta talouteen ja siitä, mikä olisi paras mahdollinen rahapolitiikkasääntö. Pankin tu-

kijat – bullionismin vastustajat, *anti-bullionists* – väittivät, ettei diskonttaus johtanut inflaatioon, koska luottojen takana oli todellisia hyödykkeitä. Pankki heidän mielestään palveli vain talouselämää diskonttaamalla vekseleitä ja myöntämällä kauppaluottoja. Hintojen nousu bullionistien vastustajien mielestä johtui puhtaasti sotatilan aiheuttamista markkinahäiriöistä. Bullionistit olivat toista mieltä. He väittivät, että kauppaluottojen alkuperä ja käyttötarkoitus olivat merkityksettömiä, eikä pankki ajatellut koko kansakunnan etua päättäessään diskonttauksista. Bullionistien vaikutusvaltaisimman edustajan David Ricardon (1811) mukaan paperiraha oli suorastaan epäluonnollista ja antoi pankinjohtajille mahdollisuuden laskea rahaa rajattomasti liikkeelle. Kultakantaan bullionistien mielestä tulisi palata niin pian kuin mahdollista.

Saadakseen selvyuden talousongelmien syistä parlamentti nimitti alkuvuodesta 1810 valiokunnan, *Select Committee on the High Price of Bullion*, tutkimaan, miksi etenkin kullan markkinahinta oli noussut ja mikä oli Englannin pankin rooli talouden epätasapainossa. Yli kolmessakymmenessä kokoontumisessaan valiokunta haastatteli Englannin pankin johtajia ja kokosi tilastoaineistoja. Hintaindeksijä ei tuolloin vielä osattu laskea mutta valiokunta pyrki objektiivisesti tutkimaan erilaisia aikasarjoja kuten valuuttakursseja, kullan markkinahintaa ja keskuspankin setelinantoa. Kesäkuussa 1810 julkaistu loppuraportti kritisoi Englannin pankkia voimakkaasti. Raportti korosti Englannin pankin erityisasemaa ja se oli raportin mukaan yksin ja yksiselitteisesti syyllinen hintojen nousuun ja muihin talouden häiriöihin. Esimerkiksi sitä, että maaseutupankit saivat vapaasti laskea liikkeelle seteleitä, ei raportti juuri huomioinut.

Valiokunnan loppuraportti on kieltämättä yksi Englannin taloushistorian mielenkiintoisimmista dokumenteista ja huolella kirjoitettuna asiakirjana sitä on usein kohdeltu absoluutisena totuutena taloudenhoidosta Napoleonin sotien aikana. Duffyn (1982) mukaan raportti ei kuitenkaan huomioi haastavaa ympäristöä, jossa Englannin pankki joutui harjoittamaan rahapolitiikkaa. Vain ensimmäinen ja toinen maailmansota ovat suhteellisessa laajuudessaan verrattavissa Napoleonin sotiin. Maata eivät rasittaneet vain yksittäiset shokit, vaan sota, katovuodet, valtion menojen kasvu, puutteellinen lainsäädäntö ja kauppasaarrot tekivät vuosista 1797–1821 haasteellisen aikakauden, jonka puitteissa pankin oli hoidettava rahapolitiikkaa. Raportti liioittelee keskuspankin johtajien välinpitämättömyyttä heidän päätöstensä vaikutuksista kansantalouteen sekoittamalla pankinjohtajien virallisen ja henkilökohtaisen mielipiteen toisiinsa, eikä raportoi sitä, että johtajien näkemys tapahtumista muuttui kokemuksen karttuessa vuoden 1810 kuluessa. Pankin oman selonteon mukaan ongelma piili siinä, että sen oli olemassa olevien lakien avulla vaikea säädellä luottomarkkinoita tehokkaasti ja etenkin viiden prosentin korkokattolaki koettiin ongelmaiseksi. Toisaalta pankin johtajat kyllä ymmärsivät, että liiallinen rahananto johdatti inflaatioon mutta pankilla ei ollut käytössään keinoja, joilla tehokkaasti rajoittaa luoton kysyntää.¹³

Valiokunnan raportin johtopäätös oli, että Englannin tuli palata kultakantaan kahden vuoden siirtymäajan kuluttua.¹⁴ Hallitus ja parlamentti eivät kuitenkaan toivottaneet raporttia tervetulleeksi, eivätkä pitäneet kiirettä sen an-

tamien suosituksien toteuttamisessa. Kuten kuvio 1 havainnollistaa, kuinka vuonna 1810 alkanut talouslama ja kiihtyvät taistelut mantereella aiheuttivat rahan määrän kasvun pikemmin kuin vähenemisen. Niin kauan kuin Napoleon oli vallassa, Englannin pankin johtajat eivät nähneet muuta mahdollisuutta kuin suostua hallituksen vaatimuksiin, jotka vetosivat pankinjohtajien isänmaallisuuteen.

Waterloon taistelun jälkeen kesällä 1815 optimistisimmat tarkkailijat luulivat, että Englanti voisi palata kultakantaan välittömästi. Katteettoman rahan määrä ja ero kullan pariteettikurssin ja markkinahinnan välillä olivat kuitenkin niin suuret, että kultakantaan palaaminen ei ollut realistinen vaihtoehto. Lisäksi rauha ei tuonut mukanaan vaurautta vaan laman, joka johtui sota-ajan tuotannon sopeutumisesta rauhanaikaan, eikä yksinomaan rahapolitiikan muutoksista. Erityisen pahoin kärsivät Birminghamin ympärille kasvanut raskas metalliteollisuus ja maatalous, joka oli vielä maan suurin sektori. Monet bullionistit, jotka olivat olleet mitä innokkaimpia kultakantaan palaamisen kannattajia ja syyttäneet Englannin pankkia inflaation aiheuttamisesta, kritisoivat luotonantoon rajoitettavaa pankkia nyt liian tiukasta talouspolitiikasta ja deflaatiosta.¹⁵ Lontoon liikemiehet puolestaan syyttivät pankkia koronkiskonnasta, kun se markkinakoron laskettua alle viiden prosentin vuonna 1817 ei laskenut diskonttauskorkoaan.

Kultakanta oli vuonna 1816 parlamentin säätämällä lailla virallistettu maan todelliseksi rahakannaksi, vaikka sillä hetkellä kiertävä raha oli katteetonta paperirahaa. Tästä huolimatta sodan jälkeen kolme vaihtoehtoista rahajärjestelmää kasvattivat kannatustaan. Bimetal-

¹³ Duffyn (1982).

¹⁴ Cannan (1925).

¹⁵ Feavearyear (1963), 224–225.

lismin tukijoiden mukaan hopean ja kullan käyttäminen reserveinä rinta rinnan tasapainotaisi taloutta, koska maan rahayksikkö ei olisi riippuvainen vain yhden metallin kysyntä-, tarjonta- ja hintakehityksestä. Toiseksi, osa aikalaisista kannatti punnan liittämistä kultaan alhaisemmassa pariteettikurssissa, jolloin rahan määrää olisi voinut laskea vähemmän ja deflaatio olisi jäänyt matalammaksi. Radikaalein ehdotus oli kuitenkin se, että kultakantaan ei palattaisi lähivuosina tai ei lainkaan. Perustelluimmat mielipiteet viimeisen ehdotuksen puolesta esittivät veljekset Matthias ja Thomas Atwood, jotka edustivat Birminghamin metalliteollisuutta. Matthias Attwoodin mukaan maa hukkaisi mahdollisuuden harjoittaa itsenäistä rahapolitiikkaa liittyessään kultakantaan, koska ulkomailla tapahtuvat kullan kysynnän ja tarjonnan muutokset vaikuttaisivat kotimaan rahamarkkinoihin. Hänen mielestään kultakanta oli antiikkinen järjestelmä.¹⁶ Thomas Attwood oli huolestunut deflaatiosta ja hän ymmärsi hintajäykkyysien merkityksen: 'jos ihmiset voisivat elää ruoatta ja vaatteita kaksi tai kolme vuotta sillä aikaa kun maksuvälineiden määrän vähentyminen oli laskenut kaikenlaisien hyödykkeiden ja teollisuustuotteiden hintatasoa, yhteiskunta voisi selviytyä',¹⁷ hän kirjoitti. Veljesten johdolla myös lontoolaiset liikemiehet ja kauppiat lähettivät vetoamuksia maan parlamentille ja Englannin pankille. Sanomalehdet, kuten the Times, raportoivat säännöllisesti vuosien 1817 ja 1819 aikana täpötäysistä vaivaistaloista ja nälkiintyneistä työläisistä ja maassa esiintyi laajoja levottomuuksia. Kultakannan vastustajat eivät kuitenkaan en-

nättäneet saada parlamentin enemmistöä taakseen ennen kuin talous vuoden 1819 loppuun mennessä elpyi ja rahapolitiikka painui takalalle.

Miksi Englanti palasi takaisin kultakantaan vaikka talouden sopeuttaminen syvensi talouslamaa, joka yllätti jopa kultakannan kiihkeimmän kannattajan, David Ricardon? Valiokunnan raportista sekä bullionistien mielipiteistä ilmenee, että suurin osa aikalaisista ei luottanut Englannin pankin kykyyn hoitaa harkinnanvaraista rahapolitiikkaa. Inhimillisten virheiden riski oli liian suuri ja sääntöihin perustuva rahapolitiikka koettiin turvallisimmaksi. Valuutakurssiongelmien Ricardon (1811) mukaan syntyivät kultakannasta irtaantumisen aikana 'pankin ja hallituksen liian intiimistä yhteydestä'. Rahametalliraportin mukaan ilman kultakantaa Englannin pankki oli diskonttausta lisäämällä pystynyt 'liian helposti tekemään yksityisiä liikevoittoja, joista valtio jäi ulkopuoliseksi'. Yksinkertaisuudessaan kultakanta oli paras olemassa oleva rahapolitiikkasääntö. Etenkin kun pankki oli sekä julkinen että yksityinen instituutio, kultakanta olisi myös ratkaisu pankin ristiriitaiseen rooliin. Englannin pankin kritisoijilta ei jäänyt huomaamatta, kuinka pankin osakekurssi nousi 50 prosenttia vuosien 1810 ja 1817 välillä ja sen osingot olivat irrottautumisen aikana kultakantaa korkeammalla tasolla (kuvio 4).

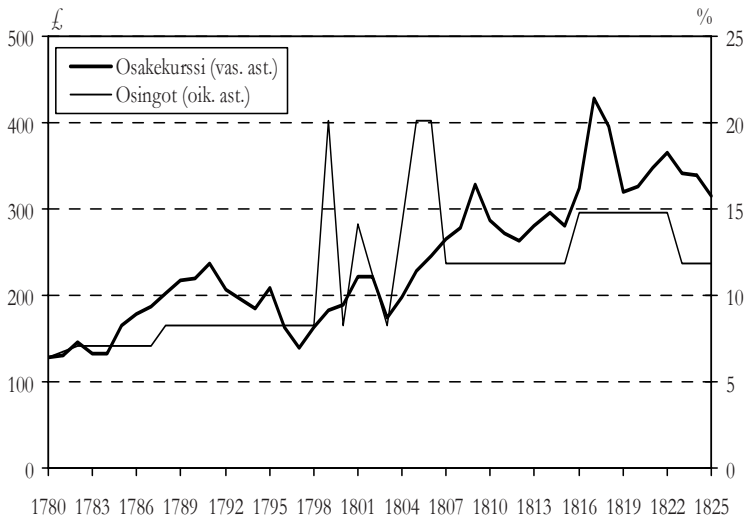
Aikalaiset eivät niinkään nähneet kultakantaa kansainvälisenä valuuttakurssijärjestelmänä kuten 1800-luvun loppupuolella vaan sääntönä, joka rajoittaisi kotimaista rahapolitiikkaa. Rahametalliraportin mukaan kultakanta oli rahapolitiikan 'luonnollinen ja todellinen'¹⁸ säätelijä – rahapolitiikan näkymätön käsi – joka

¹⁶ Fetter (1965), 75.

¹⁷ Thomas Attwood (1818), *Observations on Currency, Population and Pauperism*, viitattu Fetter (1965), 76.

¹⁸ Cannan (1925), 66.

Kuvio 4. Englannin pankin osakekurssi ja osinko prosentteina 1770–1822



Lähteet: G. Shea (2007).

pakotti yksityisenä liikelaitoksena toimivan keskuspankin noudattamaan uskottavaa rahapolitiikkaa. Jos pankki laskisi liikaa seteleitä liikkeelle, hintataso ja samalla kullan markkinahinta nousisi. Tämä vähentäisi keskuspankin kultavarantoa ja lisäisi sen konkurssiriskiä, mikä puolestaan pakottaisi keskuspankin kiristämään rahan tarjontaa ja vekseleiden diskonttausta. Koska hintaindeksejä ei vielä tuohon aikaan osattu laskea, inflaatiotavoitteen asettaminen oli mahdotonta. Kultakanta takaisi hintavakauden ja kullan markkinahintaa pidettiin yleisesti parhaimpana keskuspankin rahapolitiikan mittarina. Jos kullan markkinahinta nousisi yli virallisen kurssin, keskuspankki oli laskenut liikaa seteleitä liikkeelle. Kullan markkinahinta oli myös läpinäkyvä indikaattori, sillä jokainen kansalainen pystyi sen tarkastamaan valtakunnassa julkaistavista lukuisista sanomajä aikakausilehdistä. Flandreaun (2007) mukaan kultakanta ratkaisikin ensisijaisesti Eng-

lannin pankin monitorointiongelman. Pankin politiikka ei ollut läpinäkyvää, sillä keskuspankin kultavarantoa ja sen hallussa olevien valtion velkapaperien määrää kohdeltiin tuolloin vielä liikesalaisuutena. Näitä tietoja Englannin pankki ei luovuttanut vuosien 1696 ja 1832 välillä yhdenkään valiokunnan käyttöön. Keskustelu pankin valvonnasta jatkui kultakantaan liittymisen jälkeen ja vasta vuodesta 1833 pankki toimitti tilastotietoja parlamentille sen varoista ja velvotteista. Vuonna 1832 pankki ilmoitti, että seteleiden ja reservien välinen suhde tulisi olla 1:3. Tämä sääntö tunnetaan Palmerin sääntönä pankin silloisen johtajan mukaan.

Vuonna 1819 sekä parlamentin ylä- että alahuone päättivät, että kultakantaan palattaisiin vuonna 1823, kullan vaihtokurssia asteittain alentaen. Kuvio 2 havainnollistaa, kuinka hallitus puolitti Englannin pankin hallussa olevan velkansa vuosien 1815 ja 1821 välillä ja lisäksi pankki ei enää parlamentin säädöksellä antanut

hallitukselle kolmea kuukautta pidempää lainaa ilman parlamentin suostumusta. Keskuspankin kultavaranto kaksinkertaistui vuodessa ollen tammikuussa 1821 10,1 miljoonaa. Koska talous oli toipunut sodan jälkeisestä rakenneuutoksesta, kiivas keskustelu rahapolitiikasta laantunut ja kullan markkinahinta ja valuuttakurssit tasapainossa, Englannin pankki alkoi vaihtamaan seteleitä kullaksi vanhassa pariteettikurssissa jo toukokuussa 1821. Kultakanta ja muut rahapolitiikan kysymykset eivät enää kiinnostaneet suurta yleisöä, eikä yksikään sanomalehti raportoinut kultakantaan paluusta.

Päätelmiä

Perinteisen näkemyksen mukaan Englannin pankki irrottautui kultakannasta turvatakseen kultavarantonsa riittävyuden. Kriittisemmät tarkkailijat ovat todenneet, että irrottautumalla kultakannasta pankki pystyi vapaammin tuottamaan seignorage-rahoitusta sotaa käyväälle hallitukselle. Pankin nähtiin myös edistävän omia intressejään paperirahakannan aikana, ja tämä hallitseva bullionistien mielipide on johtanut siihen, että kultakannasta irrottautumista on analysoitu kapeasta näkökulmasta. Omassa tutkimuksessani painotan, että kultakannasta irrottautuminen oli myös keino saada maan talouselämän ytimen, Lontoon, rahoitusmarkkinat jälleen toimivaksi. Punnan irrottaminen kultakannasta lopetti pankkipaniikin ja mahdollisti rahan määrän joustavan säätelyn. Paperirahakannan pitkittäminen mahdollisti rahapolitiikan käytön puskurina, joka pehmensi eri tekijöistä lähtöisin olevien häiriöiden vaikutusta reaalityönteeseen. Kultakatteeton paperiraha hyväksyttiin maksuvälineeksi vain, koska suunnitelma palata kultakantaan tulevaisuudessa vanhassa pariteettikurssissa oli kestävä ja rat-

kaisi rahapolitiikan aikaepäjohtamismukaisuusongelman.

Etenkin syksystä 2008 alkaen maailman keskuspankit ovat pyrkineet turvaamaan rahoitusmarkkinoiden toiminnan globaalien talouskriisin aikana varmistamalla pankkien riittävän likviditeetin saannin. Näiden toimenpiteiden tarkoituksena on poistaa epävarmuutta ja estää rahoitusjärjestelmän halvaantuminen ja samalla luottolaman välittyminen yrityksiin ja kotitalouksiin. 1790-luvulla Englannin pankin tavoite oli saman suuntainen, sillä talouden rappeutuminen sodan aikana olisi ollut maalle kohtalokasta. Tärkeä ero näiden kahden kriisin synnyssä on kuitenkin se, että 1700-luvun lopun kriisi – sota – oli monessa suhteessa talouspolitiikasta riippumaton. Nykyisen kriisin juuret puolestaan ovat ainakin osittain säätelyn puutteesta ja keskuspankkien politiikassa, joka piti korkotason alhaisena ja rahoitusolot löysinä.

Koska kultakanta koetaan suoraviivaiseksi ja neutraaliksi rahapolitiikkasäännöksi, tässä vaikeassa taloustilanteessa kirjoitetut modernit pamfletit – blogit – pursuavat ehdotuksia, joiden mukaan kultakanta olisi ratkaisu talousongelmiin. Kultakannan romuttumisen jälkeen julkaistut kultakantaa käsittelevät akateemiset kirjoituksetkin ovat puoltaneet sitä hintavauden turvaavana sääntönä.¹⁹ Oma tutkimukseni ei anna suosituksia kultakannan puolesta, mutta mielestäni Englannin paperirahakokeilu herättää muita rahapolitiikan kannalta huomioimisen arvoisia kysymyksiä, kuten voiko sitoutuminen tiukkaan rahapolitiikkasääntöön olla kestävää pitkällä tähtäimellä. Tämä historiallinen episodi näyttäisi osoittavan kar-

¹⁹ Ks. esimerkiksi Barro (1979), Bordo (1981), Schnadt ja Whittaker (1993) sekä Reisman (2000).

keistetusti, että paras tapa hoitaa rahapolitiikkaa on sitoutua tiukkaan rahapolitiikkasääntöön normaalina aikana, sillä se edistää poliittisen päättäjän maineenmuodostusta ja vaikuttaa talouden pitäjien odotuksiin. Mutta laajan yhteiskunnallisen ja eksogeenisen kriisin kohdatessa maa voi rikkoa rahapolitiikkasääntöä, joka on anteeksiannettava poikkeama. Kriisin aikana rahapolitiikka voi olla joustavaa mutta se pitää silti hoitaa siten, että paluu alkuperäiseen rahapolitiikkasääntöön on mahdollista tulevaisuudessa. Kun akuutti kriisivaihe on mennyt ohitse, talous sopeutetaan alkuperäiseen sääntöön. Suunnitelman onnistuminen edellyttää yhtäläillä luottamusta taloudentekijöiden ja määrätietoisuutta päättäjien puolelta. Englannin pankki sai etenkin vuosien 1809–19 aikana jatkuvasti kritiikkiä osakseen. Toki pankin toiminta varsinkaan vuosina 1808–10 ei ollut esimerkillistä, mutta rahan vetäminen kierrosta vuosien 1816 ja 1821 välillä vaati Englannin pankilta yhtä suurta tahdonvoimaa kuin liiallisen liikkeellelaskun kaihtaminen sodan aikana.

Kultakanta koettiin parhaimmaksi ratkaisuksi rahapolitiikan aikaepäjohtonmukaisuusongelmaan 1800-luvun alussa. Kaksisataa vuotta myöhemmin valtiot ympäri maailmaa ovat pyrkineet ratkaisemaan saman ongelman antamalla keskuspankille itsenäisyyden rahapolitiikan hoidossa ja asettamalla rahapolitiikalle inflaatiotavoitteen. Nykyinen talouskriisi tulee ehkä kyseenalaistamaan keskuspankkien tiukan, vain matalaan inflaatioon keskittyvän politiikan ja herättämään kysymyksiä rahapolitiikan ja rahoitusmarkkinoiden välisestä suhteesta. Paperipunta vuosina 1797–1821 on mielenkiintoinen jakso rahapolitiikan historiassa, koska sen aikana paperirahakokeilu ei johtanut talouden romahtamiseen tai korkeaan inflaa-

tion, vaan kestäväan ja uskottavaan rahapolitiikkaan. □

Kirjallisuus

- Barro, R.J. (1979), "Money and Price Level under the Gold Standard", *Economic Journal* 89: 13–33.
- Barro, R.J. (1987), "Government spending, interest rates, prices, and budget deficits in the United Kingdom, 1701–1918", *Journal of Monetary Economics* 20: 221–247.
- Barro, R.J. ja Gordon, D.B. (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy* 19: 589–610.
- Bordo, M.D. (1981), "The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today", *Federal Reserve Bank of St Louis Review* 05: 2–17.
- Bordo, M.D. ja Kydland, F.E. (1995), "The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration", *Explorations in Economic History* 32: 423–464.
- Bordo, M. ja Kydland, F. (1996), "Gold Standard as a Commitment Mechanism", teoksessa Bayoumi, T., Eichengreen, B. ja Taylor, M. (toim.), *Exchange Rate Targets and Currency Bands*, Cambridge University Press, Cambridge: 55–100.
- Bordo, M.D. ja Redish, A. (1993), "Maximizing Seignorage Revenue during Temporary Suspension of Convertibility: A Note", *Oxford Economic Papers* 45: 157–168.
- Bordo, M.D. ja Schwartz, A.J. (1997), "The Specie Standard as a Contingent Rule: Some Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880–1990", NBER Working Papers 4860.
- Bordo, M.D. ja White, E.N. (1991), "A Tale of Two Currencies: British and French Finance During the Napoleonic Wars", *Journal of Economic History* 51: 303–316.
- Cannan, E. (toim.) (1925), *The Paper Pound of 1797–1821. A Reprint of Bullion Report*, P. S. King and Son, Lontoo.

- Crafts, N.F.R., Leybourne, S.J. ja Mills, T.C. (1989), "Trends and cycles in British industrial production, 1700–1913", *Journal of the Royal Statistical Society, ser. A: General*, 152: 43–60.
- Chari, V.V. ja Kehoe, J. (1990), "Sustainable Plans", *Journal of Political Economy* 98: 783–802.
- Clapham, J. (1944), *The Bank of England. A History*, Cambridge University Press (2 nidettä), Cambridge.
- Dickson, P.G.M. (1967), *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit*, Macmillan, Lontoo.
- Duffy, I.P.H. (1982), "The Discount Policy of the Bank of England During the Suspension of Cash Payments, 1797–1821", *Economic History Review* 35: 67–82.
- Fetter, F.W. (1965), *Development of British Monetary Orthodoxy 1797–1875*, Harvard University Press, Harvard, Massachusetts.
- Feavearyear, A. (1963), *The Pound Sterling. A History of English Money*, 2. painos, Oxford University Press, Oxford.
- Flandreau, M. (2007), "Pillars of Globalization: A History of Monetary Policy Targets, 1797–1997", CEPR Discussion Paper Series 6254.
- Gayer, A.D., Rostow, W.W. ja Schwartz, A. (1953), *The Growth and Fluctuation of the British Economy 1790–1850*, (2 nidettä) Oxford University Press, Oxford.
- Grossman, H.I. ja Van Huyck, J.B. (1988), "Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation and Reputation", *American Economic Review* 78: 1088–1097.
- Hamilton, E.J. (1942), "The Profit Inflation and the Industrial Revolution, 1751–1800", *Quarterly Journal of Economics* 50: 256–273.
- Ireland, P. (1997), "Sustainable Monetary Policies", *Journal of Economic Dynamics and Control* 22: 87–108.
- Kydland, F. ja Prescott, E. (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* 85: 473–491.
- Lindert, P. ja Williamson, J.G. (1984), "English Workers. Living Standards during the Industrial Revolutions: A New Look", *Economic History Review* 36: 1–25.
- Neal, L. (1990), *The Rise of Financial Capitalism, International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Newby, E.M.S. (2008), "The Suspension of the Gold Standard as Sustainable Monetary Policy", Cambridge Working Papers in Economics 0855.
- Officer, L.C. (2008), "The Annual Consumer Price Index for the United States, 1774–2007", MeasuringWorth, URL: <http://www.measuringworth.org/us CPI/>.
- Pressnell, L.S. (1956), *Country Banking in the Industrial Revolution*, Oxford University Press, Oxford.
- Reisman, G. (2000), "The Goal of Monetary Reform", *The Quarterly Journal of Australian Economics* 3: 3–18.
- Ricardo, D. (1811), *The High Price of Bullion. A proof of the Depreciation of Bank Notes, Reprint in Economic Essays by Ricardo*, Gonner, E.C.K. (toim.), uusintapainos 1926.
- Rolnick, A.J. ja Weber, W.E. (1998), "Money, Inflation, and Output under Fiat and Commodity Standards", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 22: 11–17.
- Shea, G.S. (2007), "The Handbook of 18th and the Early 19th Century British Corporate Finance", University of St Andrews, muistio.
- Schnadt, N. ja Whittaker, J. (1993), "Inflation-proof Currency? The Feasibility of Variable Commodity Standard", *Journal of Money, Credit and Banking* 25: 214–221.
- Thornton, H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Hayek, F.A.V. (toim.), Augustus M. Kelley Publishers, uusintapainos 1978.