

Gjaldmiðillinn og íslenska fjármálakerfið

Byggt á erindi sem flutt var á afmælisráðstefnu Sparisjóðs Svarfdæla, 1. maí 2004

Í þessari grein verður litið yfir sögu íslenska fjármálakerfisins í 120 ár og varpað fram spurningum um framtíðina. Tilefnið er 120 ára afmæli Sparisjóðs Svarfdæla sem stofnaður var 1. maí 1884. Hann var einn af fyrstu sparisjóðunum í landinu og er með þeim elstu sem enn eru fullstarfandi.² Óhjákvæmilega verður farið hratt yfir sögu en þó verður reynt að varpa ljósi á nokkra lykilþætti.

Hvernig var umhorfs í íslenskum efnahags- og peningamálum þegar Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður árið 1884? Ísland var eitt fátækasta og vanþróaðasta land Vestur-Evrópu. Undir lok 19. aldar var landsframleiðsla á mann lægst meðal þeirra landa sem nú eru talin til Vestur-Evrópu að Finnlandi einu undanskildu.³ Ísland var um þær mundir hluti af peningakerfi Danmerkur sem var í myntbandalagi með hinum Norðurlöndunum og hafði verið það síðan 1873. Norrænu myntirnar voru á gullfæti, þ.e. voru innleysanlegar fyrir gull á föstu verði. Af þessu leiddi að fjármagnshreyfingar milli Íslands og Danmerkur voru óheftar. Innlent fjármálakerfi var hins vegar ákaflega vanþróað. Árið 1880 voru ekki aðrar fjár-

málastofnanir í landinu en fimm sparisjóðir.⁴ Í alþjóðlegum samanburði er oft horft til hlutfalls peningamagns og sparifjár í innlánsstofnunum af landsframleiðslu við mat á þróunarstigi fjármálakerfa. Peningamagn og sparifé samanstendur af seðlum og mynt í umferð og innstæðum í bönkum og sparisjóðum. Það er því mælikvarði á umfang peningaviðskipta og þess fjár sem er til ráðstöfunar hjá innlánsstofnunum til útlána til arðbærra verkefna. Þetta hlutfall var ekki nema 5% um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður, enda voru stöðugar kvartanir um skort á peningum og lánsfé í landinu á þessum tíma.⁵

Frá 1884 hafa íslenskur efnahagur og fjármálakerfi tekið heljarstökk. Þjóðartekjur á mann eru þær sjöttu hæstu í heimi. Íslenskt efnahagslíf er tengt hinu alþjóðlega nánnum böndum. Fjármagnshreyfingar til og frá landinu hafa verið nánast óheftar síðan í byrjun árs 1995. Ísland hefur sjálfstæðan seðlabanka sem stýrir peningamálum landsmanna og eigin gjaldmiðil, og er verðgildi hans ákvarðað á markaði.

Þessi þróun hefði ekki átt sér stað án vaxtar og viðgangs fjármálakerfisins. Miðað við stærð landsins er það nú mjög öflugt. Yfir 100 fjármálastofnanir eru starfandi í landinu, þar með taldir 4 viðskiptabankar, 24 sparisjóðir, 51 lífeyrissjóður og 15 tryggingarfélag. Nútíma fjármálamarkaðir, svo sem skuldbréfamarkaður, hlutabréfamarkaður, peningamarkaður og gjaldeyrismarkaður, hafa orðið til, þótt þeir

1. Höfundur var aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands þegar erindið var flutt en er nú aðstoðarframkvæmdastjóri peninga- og hagfræðisviðs Alþjóðagreiðslubankans í Basel. Skoðanir sem fram koma eru höfundar og þurfa ekki að vera skoðanir Alþjóðagreiðslubankans í Basel eða Seðlabanka Íslands.

2. Saga sparisjóðanna er rakin af Haraldi Hannessyni (1984). Samkvæmt upplýsingum í grein Gunnars Karlssonar (1975) mun fyrsti sparisjóðurinn á landinu hafa verið *Sparnaðarsjóður búlausra* í Skútustaðahreppi sem stofnaður var af vinnufólki árið 1858. Hann var hins vegar lagður niður árið 1864.

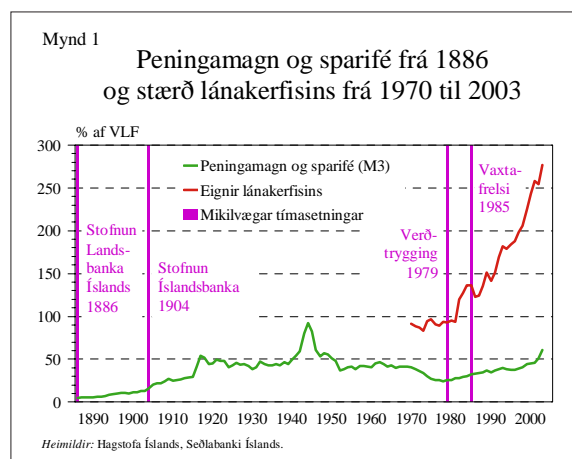
3. Sjá Guðmundur Jónsson (1999), *Hagvöxtur og idnvæðing – Þróun landsframleiðslu á Íslandi 1870-1945*.

4. Sjá *Hagskinna* (1997).

5. Þetta hlutfall er um þessar mundir að meðaltali um 27% meðal vanþróuðustu þróunarríkja og fer mjög sjaldan niður fyrir 10%.

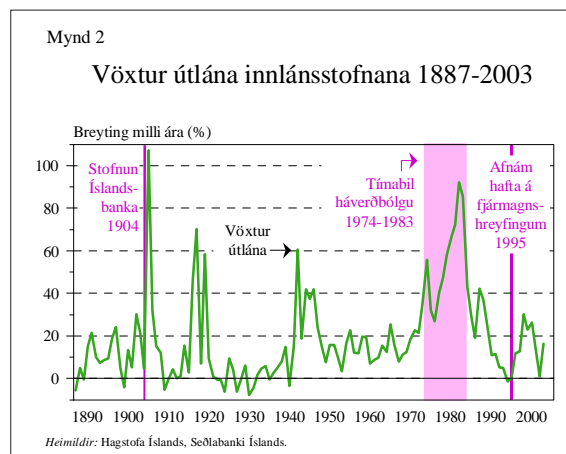
hafi í sumum tilfellum ekki öðlast nútímalegt form fyrir en á síðasta áratug. Peningamagn og sparifé nemur nú um 60% af landsframleiðslu og skuldir lánakerfisins í heild, þ.e. innlánsstofnana að viðbættum lífeyrissjóðum, erlendu lánsfé og fleiru, nema nú nærri þrefaldri landsframleiðslu. Sú stærð er líklega sambærilegri við hlutfall peningamagns og sparifjár árið 1884 sem nam 5% landsframleiðslu. Sýnir það hversu stórt stökk þjóðin hefur tekið í þessum efnun.

Hér verður ekki gefið tæmandi svar við spurningunni um hvernig þetta átti sér stað. Almenn er viðurkennt að þróun fjármálakerfis og efnahagslegar framfarir verði að fara saman þótt stundum sé deilt um hvort komi á undan, hænan eða eggid. Hér að framan var nefnt að peningamagn og sparifé hafi numið um 5% af landsframleiðslu um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður. Mynd 1 sýnir hvernig þetta hlutfall hefur þróast síðan og jafnframt sýnir hún hvernig stærð lánakerfisins í heild hefur þróast frá árinu 1970. Stofnun viðskiptabankanna tveggja sem höfðu heimild til seðlaútgáfu, þ.e. Landsbanka Íslands 1886 og Íslandsbanka 1904, hafði mjög hvetjandi áhrif á þessa þróun, en einnig átti fjölgun sparisjóða hlut að máli. Hlutfallið náði 50% skömmu fyrir 1920 og hélst nálægt 50% fram á sjötta áratuginn að slepptri mikilli hækkun á stríðsárunum. Með vaxandi verðbólgu og neikvæðum raunvöxtum á áttunda áratugnum fór það hins vegar hríðlækkandi og náði lágmarki undir 1980. Þá höfðu um nokkra hríð magnast áhyggjur af því að verðbólgan væri byrjuð að grafa undan innlendu fjármálakerfi og möguleikum þess til



að fjármagna atvinnulíf landsmanna, enda fór hlutfeld erlends lánsfjár í lánakerfi landsmanna ört vaxandi. Þróuninni var hins vegar snúið við með verðtryggingu 1979 og síðar vaxtafrelsi um miðjan niunda áratuginn. Lánakerfið stækkaði síðan ört á tíunda áratugnum með umbótum á fjármálakerfinu og miklum vexti lífeyrissjóða.

Þróunin var hins vegar ójöfn eins og sést á mynd 2. Stundum var útlánavöxtur á eðlilegu róli miðað við litla verðbólgu og vaxandi hagkerfi. Stundum var útlánavöxtur lítill sem bæði stuðlaði að og endurspegladi erfiðleika í atvinnulífi. Einnig komu tímabil óhóflegrar útlánaþenslu sem annaðhvort leiddu af sér fjármáalegan óstöðugleika, þar sem gæði útlána reyndust ekki sem skyldi, eða fóru saman við mikla verðbólgu eins og á árunum 1974-1983. Síðasta útlánaþensla varð í kjölfar afnáms hafta á fjármagnshreyfingum og skipulagsbreytinga í fjármálakerfinu og fór að lokum saman við mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum á árunum 1998-2001.

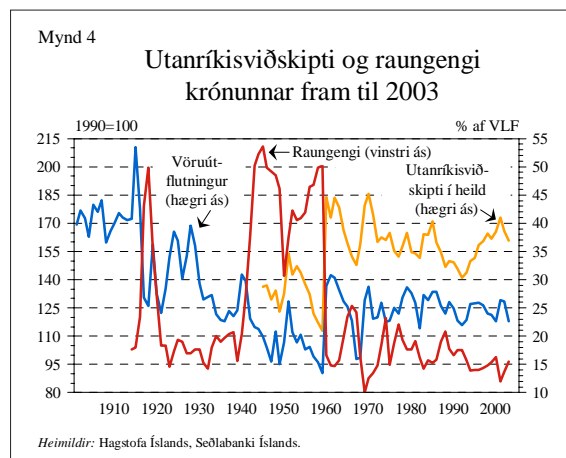
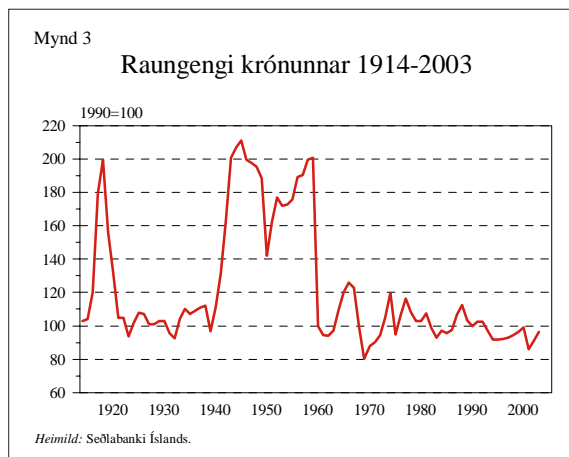


Ákvarðanir um gjaldmiðilinn og stefnan í gengismálum hafa augljóslega mikil áhrif á þróun efnahagsmála og fjármálakerfisins. Í upphafi var nefnt að Ísland hafi verið hluti af Norræna myntbandalaginu um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður. Það leið hins vegar undir lok þegar gullinnlausn Norðurlandamýntanna var afnumin við upphaf fyrri heimsstyrjaldarinnar. Íslenska krónan hélt þó jafngildi við dönsku krónuna þar til 1922 þegar hún var sett á flot. Þar með hófst í raun sjálfstæð tilvist íslensku krónunnar. Krónan flaut síðan fram til 1925 þegar hún var fest gagnvart bresku pundi. Sú

ákvörðun var upphafið að einu lengsta fastgengis-tímabili í sögu íslensku krónunnar, eða þar til að gengi hennar var fellt um 18% vorið 1939. Í kjölfarið var gengi krónunnar fest við Bandaríkjadal og hélst sú skipan mála fram undir árslok 1973, þótt margar stjórnvaldsákvörðaðar gengisbreytingar yrðu á tímabilinu. Á háverðbólguárunum 1974-1983 var krónan nánast á floti þótt því hafi verið stýrt af stjórnvöldum. Frá 1983 tóku hins vegar við tilraunir til að nota a.m.k. tímabundna gengisfestu til að draga úr verðbólgu sem var að fara úr böndum um þær mundir.⁶ Verðbólgu var síðan náð niður á svipað stig og í viðskiptalöndum með margvíslegum aðgerðum í lok niunda og í upphafi tíunda áratugarins en þar lék lykilhlutverk ákvörðun um að festa gengið í desember 1989 á raunhæfu gengi.⁷ Þegar hömlum á fjármagnshreyfingar var að fullu létt af um miðjan tíunda áratuginn varð Ísland fyrir sömu reynslu og flestar aðrar þjóðir, að erfðara varð að halda gengi stöðugu og gat sú stefna á stundum auðveldlega stangast á við markmið um verðstöðugleika. Því var sveigjanleiki í gengismálum smám saman aukinn á síðustu árum tíunda áratugarins og að lokum var gengi krónunnar sett á flot í mars 2001. Seðlabanka Íslands var þá sett verðbólgu markmið og honum veitt fullt sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að ná því, fyrst með samkomulagi hans og ríkisstjórnar og síðan með lögum

frá Alþingi. Íslendingar hafa því reynt nánast allt í gengismálum. Þróunin var frá myntbandalagi og verðstöðugleika til flotgengis með verðstöðugleika en miklum óstöðugleika inn á milli. Ekki er víst að síðasti kaflinn í þessari sögu hafi verið skrifaður.

Þrátt fyrir allar sviptingarnar virðist raungengi krónunnar hafa sveiflast í kringum stöðugt miðgildi, eins og sést á mynd 3, ef undan eru skilin tímabil tveggja heimsstyrjalda þegar möguleikar landsins til utanríkisviðskipta rýrnuðu verulega. Mynd 4 sýnir hins vegar að vöruútflutningur minnkaði stöðugt í hlutfalli við landsframleiðslu fram undir 1960. Framan af endurspeglar það þó líklega almenna efnahagsþróun og aukna velmegun með tilheyrandi vexti heimamarkaðar fremur en ranga gengisstefnu. Of hátt raungengi eftir að seinni heimsstyrjöldinni lauk og fram að gengislækkun í upphafi tímabils viðreisnarstjórnarinnar virðist hins vegar hafa hamlað utanríkisviðskiptum, enda fóru vöruútflutningur og utanríkisviðskipti í heild (meðaltal útflutnings og innflutnings vöru og þjónustu) í hlutfalli við landsframleiðslu upp á nýtt og hærra stig í framhaldi af þessari gengislækkun.

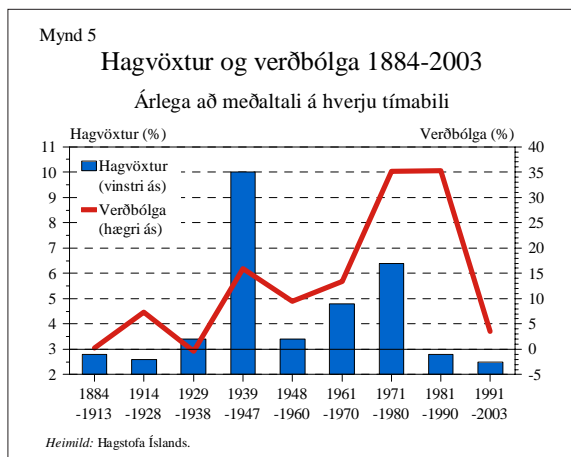


6. Um sögu gengismála sjá m.a. Jóhannes Nordal og Ólaf Tómasson (1985) og Arnór Sighvatsson, Mát Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000).

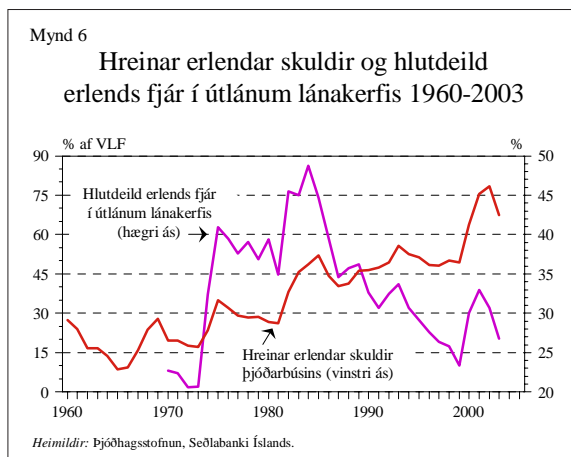
7. Varðandi verðbólgu og verðbólguhjöðnun á Íslandi og þátt gengisstefunnar sjá Andersen, Palle, og Mát Guðmundsson (1998).

Eins og fram hefur komið hefur íslenska þjóðin þróast frá því að vera ein sú fátækasta í Evrópu í að vera sú sjötta ríkasta í heimi. En þróunin hefur verið ójöfn eins og mynd 5 sýnir og óstöðugleiki var lengi landlægur. Að heimsstyrjöldinni síðari sleppti var hagvöxturinn mestur á sjötta og sjöunda áratugnum en það var einnig á þessu tímabili sem verðbólgan fór vaxandi og slapp um hríð úr böndum. Nú er hagkerfið þróað og því ekki hægt að reikna með að

hagvöxtur geti verið eins hraður og áður. Að slepptum tímabundnum innflutningi vinnuafis má ætla að hagvöxtur hér á landi geti verið rúm 3% á ári án þess að spenna og verðbólguþrýstingur myndist.

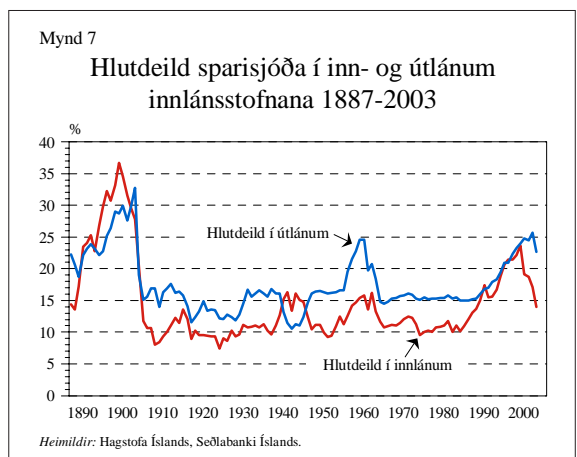


Hagvöxtur undanfarinna áratuga fór saman við síhækkandi erlendar skuldir í hlutfalli við landsframleiðslu, eins og sést á mynd 6. Það endurspeglar að miklu leyti viðvarandi viðskiptahalla á tímabilinu. Það þarf ekki að vera óeðlilegt í ljósi mikillar uppbyggingar á þessum árum og ungs aldurs þjóðarinnar, en auðvitað er sá sem skuldar viðkvæmari fyrir áföllum en sá sem skuldar ekki. Hins vegar er athyglisvert að þrátt fyrir þessa þróun hefur hlutdeild erlendar fjármögnunar lánakerfisins farið minnkandi síðan um miðjan níunda áratuginn og endurspeglar það öran vöxt upphladsins innlends fjárfsparnaðar á



vegum innlendra fjármálastofnana. Stingur þetta nokkuð í stúf við umræður um meint minnkandi vægi íslensku krónunnar.

Hvernig hefur sparisjóðunum reitt af í þessari þróun? Reyndar nokkuð vel, eins og sést á mynd 7. Eftir að Íslandsbanki hinn eldri hafði náð fótfestu á árunum undir 1910 varð hlutdeild þeirra í innlánum í kringum 15% og hélst með nokkrum undantekningum á því róli fram undir 1990. Síðan hafa sparisjóðirnir sótt í sig veðrið.



Eftir þessa sögulegu yfirferð er ekki úr vegi að huga að framtíðinni í ljósi þess sem á undan er gengið. Ekki er hægt að segja annað en að verðbólgu- markmið og flotgengisstefna sem tekin var upp í mars 2001 hafi reynst vel. Verðbólgu- markmiðið náðist undir lok árs 2002 og þótt verðbólga hafi nýverið vaxið nokkuð er hún enn innan þolmarka og skýrist að minnsta kosti að hluta af tímabundnum ytri þáttum eins og mikilli hækkun olíuverðs. Á sama tíma stuðlaði gengisþróunin að betra jafnvægi í þjóðarþúinu og sá mikli viðskiptahalla sem myndaðist í lok síðustu uppsveiflu hvarf á árinu 2002. Eftir að gengisaðlöguninni lauk í kjölfar kerfisbreytingarinnar hefur gengisflökt verið töluvert minna en t.d. gengur og gerist um stærri gjaldmiðla.

Þrátt fyrir þetta er ekki hægt að fullyrða að Ísland hafi náð endastöð í gengismálum. Ljóst er að því fylgdu margvíslegir kostir fyrir Ísland að verða hluti af myntbandalagi Evrópu. Þar má nefna örvun utanríkisviðskipta sakir þess að stór hluti þeirra yrði án gengisáhættu. Ýmsar hagrannsóknir benda til þess að aukin utanríkisviðskipti örvi hagvöxt, a.m.k. um hríð.

Þá hefði aðgangur að stórum fjármálamarkaði án gengisáhættu margvíslegan ávinning í för með sér. Samkeppni myndi aukast og kostnaður minnka án þess að það væri endilega á kostnað aukinnar áhættu fyrir fjármálakerfið í heild. Ástæðan er sú að hættan á séríslenskri gjaldeyriskreppu yrði úr sögunni og íslenska fjármálakerfið ætti aðgang að mun víðara öryggisneti en það á nú. En slíku skrefi fylgdu einnig ýmsir ókostir og sá mestur að möguleikinn á sjálfstæðri peningastefnu til að bregðast við séríslenskum áföllum eða búhnykkjum yrði ekki lengur til staðar. Ljóst er að þetta skref verður ekki stigið nema með aðild Íslands að Evrópusambandinu. Það felur hins vegar í sér pólitíska ákvörðun sem tekur til mun fleiri þátta en gengis- og peningamála. Hitt er svo annað mál að komi til þess að þetta skref verði stigið

verðum við að sumu leyti í sömu sporum og þegar Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður fyrir 120 árum.

Hvað má þá segja um framtíð íslenskra fjármála- stofnana? Um þessar mundir standa íslenskir bankar í útrás til annarra landa og hafa vaxið af þeim sökum meira en áður var talið mögulegt. Verði Ísland hluti af evrusvæðinu mun það hafa í för með sér aukna samkeppni fyrir íslenskar fjármálastofnanir en einnig aukna möguleika á alþjóðlegum landvinningum. Hins vegar er mjög líklegt að áfram verði þörf fyrir staðbundnar fjármálastofnanir sem þekkja einstaklinga og lítil og meðalstór fyrirtæki á sínu svæði og hafa yfirburði í að meta láns hæfi þeirra. Lítið er því til fyrirstöðu að þær heiti sparisjóðir, en til að lifa af þurfa sparisjóðir eins og aðrir að laga sig að síbreytilegum aðstæðum.

Heimildir

Andersen, Palle, og Már Guðmundsson (1998), Inflation and disinflation in Iceland, *Central Bank of Iceland Working Paper No. 1*.

Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000), Optimal exchange rate policy: The case of Iceland, *Central Bank of Iceland Working Paper No. 8*.

Guðmundur Jónsson (1999), *Hagvöxtur og iðnvæðing – Þróun landsframleiðslu á Íslandi 1870-1945*, Þjóðhagsstofnun.

Gunnar Karlsson (1975), Fyrsti sparisjóður á Íslandi?, í *Afmælisrit Björns Sigfússonar*.

Hagskinna. Sögulegar hagtölur um Ísland. Hagstofa Íslands. Ritstjórar Guðmundur Jónsson og Magnús S. Magnússon (Reykjavík, 1997).

Haraldur Hannesson (1984), Um upphaf sparisjóðsstarfsemi á Íslandi, í *Afmælisrit Sparisjóðs Svarfdæla 1884-1984*. Hjörtur E. Þórarinnsson sá um útg. Dalvík, Sparisjóður Svarfdæla. Bls. 10-25.

Jóhannes Nordal og Ólafur Tómasson (1985), Frá floti til flots, í *Klemensarbók*, Sigurður Snævar (ritstj.), Félag viðskipta- og hagfræðinga.