

# Hagkerfi bíður skipbrot<sup>1</sup>

Önnur útgáfa  
12. mars, 2009

Jón Daníelsson, London School of Economics  
Gylfi Zoega, Háskóla Íslands og Birkbeck College

## 1 Inngangur

Þrjár stærstu bankar Íslands komust í þrot í einni og sömu vikunni í október á síðasta ári og var veitt greiðslustöðvun í kjölfarið. Þessir atburðir komu af stað kerfisbundinni kreppu hér á landi þegar greiðslumiðlun við önnur lönd brást tímabundið. Í kjölfarið upphófst ein dýpsta og bráðasta fjármálakreppa sem orðið hefur á Vesturlöndum.

Þótt upphaf kreppunnar hér á landi megi rekja til hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu þá eru afleiðingar hennar dýpri hér á landi. Margt af því sem gerði kreppuna hér verri má rekja til sögu íslenska hagkerfisins og stofnana þess.

Íslenska hagkerfið hefur verið miðstýrðara og stjórnast í meira mæli af pólitískum öflum en hagkerfi flestra vestrænna ríkja. Efnahagsstjórnin hefur þannig byggst fremur á brjóstviti en reglum og nán tengsl verið á milli fyrirtækja í einkageira og stjórnmalaflokka.

Í tímans rás hefur dregið úr miðstýringu hins opinbera á hagkerfinu. Aðild Íslands að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar markaði þáttaskil. Hún fól í sér að Ísland fékk aðgang að innri markaði Evrópusambandsins og tók upp evrópskar reglugerðir. Hins vegar var ekki reynt sem skyldi að styrkja lykilstofnanir þjóðfélagsins, t.a.m. Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlit.

Einkavæðingu bankakerfisins var lokið í upphafi þessa áratugar. Bankarnir lentu í höndum aðila sem höfðu litla reynslu í nútíma bankastarfsemi og færðu sér fljótt í nyt þá lausafjárgnægð sem var á alþjóðlegum mörkuðum. Afleiðingin var mikil skuldsetning fyrirtækja og ör vöxtur bankakerfisins.

Í raun var sú ákvörðun tekin að byggja efnahagslega framtíð landsins á alþjóðlegri bankastarfsemi án þess þó að gera nauðsynlegar varúðarráðstafanir. Þetta leiddi til þess að á endanum stóðum við uppi með bankakerfi sem var langtum stærra en svo að íslenska ríkið gæti stutt það kæmi til eiginfjár- eða greiðsluhæfisvandræða.

---

<sup>1</sup> Ritgerðin var þýdd af Örnunni Varðardóttur og lesin yfir af Bjarna Frímanni Karlssyni. Hvorugt þeirra ber ábyrgð á innihaldi hennar. Enska útgáfan heitir *Collapse of a Country*. Hægt er að nálgast greinar okkar á heimasíðunni [www.RiskResearch.org](http://www.RiskResearch.org) fyrir Jón Daníelsson og fyrir Gylfa Zoega [www.hag.hi.is](http://www.hag.hi.is). Við erum þakklátir fyrir fjölmargar ábendingar og athugasemdir sem komu í kjölfar birtingar fyrstu útgáfu ritgerðarinnar.

Stofnanaumhverfið dróst aftur úr þróun bankageirans. Hvorki Seðlabankinn né Fjármálaeftirlitið þróuðu með sér nægjanlega trausta innviði né fengu þeir nægt sjálfstæði og stuðning frá yfirvöldum til að uppfylla skyldur sínar með viðunandi hætti.

Á síðustu árum var bankakerfið orðið u.þ.b. nífalt stærra en íslenska þjóðarbúið í heild og stríddi við vaxandi lausafjáranda. Æskilegustu viðbrögðin hefðu verið að draga úr skuldsetningu og endurskipuleggja bankana. Íslensk yfirvöld gerðu hið gagnstæða: Þau stóðu hjá á meðan vaxandi erfiðleikar blöstu við bönkunum. Sú staðreynd að bönkunum var leyft að fjármagna sig með netinnlánum sem fjöldi dótturfélaga og útibúa þeirra í Evrópu hleyptu af stokkunum á árunum 2006 til 2008 er skýrasti vitnisburður þessa.

Með því að takast ekki á við yfirvofandi fall bankakerfisins, ef til vill í þeirri von að óstöðugleikinn myndi hverfa, verður ekki hjá því komist að álykta að íslensk yfirvöld hafi veðjað á að bankarnir myndu lifa hremmingarnar af, og tapað. Ef yfirvöld hefðu brugðist við af meiri varkárni þá væri hagkerfið ekki eins illa leikið og það nú er.

Peningastefnan átti einnig hlut að máli. Allt frá vordögum árið 2001 hefur verðbólguþráttur verið fylgt við stjórn peningamála. Sú aðferðafræði hefur ekki staðist væntingar við að ná niður verðbólgu en hátt vaxtastig hefur bæði hvatt innlend heimili og fyrirtæki til skuldsetningar í erlendri mynt og laðað að fjármagn spákaupmanna sem vildu stunda vaxtamunarviðskipti hér. Mikið innflæði fjármagns fylgdi í kjölfarið og þótt heildarupphæðin sé ekki þekkt virðist sem hún hafi numið meira en 50% af VLF. Það verður ekki séð hvers vegna þetta vakti ekki áhyggjur yfirvalda.

Um þessar mundir er raunhagkerfið á Íslandi í miklum samdrætti: Gjaldþrot og miklar uppsagnir á vinnuafli. Mat á hlutfalli fyrirtækja sem standa utan fjármálageirans og eru tæknilega gjaldþrota er á bilinu 33% til 60%. Atvinnuleysishlutfallið er í kringum 8% samanborið við 4,8% í desember og 1,3% í september 2008.

Skuldabyrði hins opinbera vex ört vegna samspils fallandi skatttekna og vaxandi ríkisskulda. Hið opinbera skuldaði tiltölulega lítið þegar kreppan hófst en í nánustu framtíð munu skuldir verða hærri en sem nemur eins árs landsframleiðslu, jafnvel talsvert hærri. Í versta falli gæti komið til greiðslufalls íslenska ríkisins.

## 2 Sögulegur bakgrunnur

Hrun hagkerfisins á rætur sínar að rekja til þeirrar stofnanaumgjarðar sem hér hefur verið við lýði og þarf að skýra frá sögulegu sjónarhorni. Í gegnum tíðina hafa innlokunarstefna og pólitísk afskipti einkennt íslenska hagkerfið í meira mæli en hagkerfi nágrannalandanna. Þetta gerði það að verkum að hagkerfið var ekki tilbúið til að takast á við þær áskoranir sem fylgdu aðild að Evrópska efnahagssvæðinu og fullri þátttöku í hagkerfi heimsins.

Frjáls markaðsbúskapur er nýlunda í hagsögu Íslands. Mestan hluta 20. aldarinnar var hagkerfið miðstýrt og byggðist að mestu leyti á sjávarútvegi. Hagsveiflan réðist aðallega af breytingum á aflamagni og útflutningsverði sjávarafurða.

Ísland, ásamt flestum nágrannaríkjum sínum, innleiddi viðskiptahömlur og mikil ríkisafskipti á fyrstu árum kreppunnar miklu. Hins vegar var munurinn sá að Ísland viðhélt sumum af þessum hömlum mun lengur en nágrannalöndin. Þetta leiddi óhjákvæmilega til víðtækrar óskilvirkni í hagkerfinu, afskipta stjórn málaaflla og spillingar.

Fyrirkomulag peningamála var sveigjanleg fastgengisstefna þar sem yfirvöld felldu gengið þegar fiskafli og útflutningsverð gáfu tilefni til. Felling gengisins lækkaði nánast samstundis raunlaun og jók arðsemi útflutningsgreina. Breytingar á gengi krónunnar voru tíðar, sér í lagi á 8. og 9. áratugnum. Gengið var um langt skeið ákvarðað með það fyrir augum að afkoma sjávarútvegsins væri sem næst núllinu. Erfitt var að auka fjölbreytni í hagkerfinu vegna hás gengis krónunnar en aðrar útflutningsatvinnugreinar gátu naumast þrífist við svo hátt gengi. Þetta var skólabókardæmi um „hollensku veikina“.

Fjármagn var skammtað á milli ólíkra atvinnugreina, nafnvextir voru ákvarðaðir af Seðlabanka Íslands og raunvextir héldust neikvæðir þar til í lok 9. áratugarins. Þetta leiddi til offjárfestingar þar sem fjármagni var til að dreifa og fjölgunar óarðbærra fyrirtækja.

Atvinnuleysishlutfallinu var haldið afar lágu og verðbólguþrýstingur var viðvarandi. Árangur í þeirri viðleitni að halda verðbólgu í skefjum náðist þó tímabundið á sjötta áratugnum með samstarfi ríkisvalds og verkalyðshreyfingar en verðbólga fór síðan aftur úr böndunum á áttunda og níunda áratugnum. Endurteknar verðlagshömlur höfðu þá takmörkuð áhrif.

Þar til á þessari öld samanstóð bankakerfið af tiltölulega stórum ríkisreknum bönkum ásamt smærri einkareknum bönkum. Bankakerfið einkenndist af miklum höftum og afskiptum stjórn málaaflla þar sem stjórn málamenn sátu í stjórnnum bankanna og lánaákvæðanir voru oft byggðar á pólitískum tengslum og samböndum. Stærstu stjórn málaflokkarnir gættu vandlega áhrifa sinna í bönkunum.

Sama pólitíska fyrirkomulagið átti við um Seðlabankann. Hver hinna þriggja bankastjóra var fulltrúi eins af stærstu stjórn málaflokkunum. Þetta skýrir af hverju Seðlabankinn hefur haft þrjá seðlabankastjóra fram til þessa. Af þessum sökum hefur Seðlabanki Íslands ávallt verið talinn í nánum tengslum við ríkisstjórnina sem hefur vakið efasemdir um sjálfstæði bankans dregið úr trúverðugleika hans.

Vöxtur framleiðslu átti sér einkum stað í sjávarútvegi. Útvíkkun fiskveiðlögsögunnar á 6. áratugnum og á 8. áratugnum í 200 mílur hafði í för með sér aukinn sjávarafla sem jók hagvöxt tímabundið. Í upphafi 9. áratugarins kom ríkisstjórnin á framseljanlegu kvótakerfi á veiðiheimildum sem gaf eigendunum hlut í heildaraflanum. Með tímanum leiddi kvótakerfið til aukinnar arðsemi og töluverðrar auðssöfnunar sem varð ein af megin undirstöðunum í því hagkerfi sem síðar myndaðist og byggðist á fjármálastarfsemi. Kvótakerfið hefur alltaf verið umdeilt á Íslandi vegna þess sjónarmiðs að það færði náttúruauðlindir í hendur einkaaðila.

Frelsisvæðing lánamarkaða á 9. og 10. áratugnum hafði í för með sér jákvæða raunvexti en þeir höfðu verið neikvæðir í áraraddir. Gjaldþrot fjölda fyrirtækja og atvinnugreina fylgdi í kjölfarið. Bæði raunvextir og atvinnuleysisstig nálgudust jafnvægisgildi sín í upphafi 10. áratugarins og verðbólga hélst lág í samanburði við það sem áður var, þótt enn væri hún há í samanburði við nágrannalöndin. Víðtæk verðtrygging útlána varð til þess að efla sparnað þjóðarinnar og er hún enn við lýði. Kerfi verðtryggingar og fastra vaxta til langs tíma hefur hins vegar gert baráttuna við verðbólguna erfiðari að því leyti að breytingar stýrivaxta Seðlabankans hafa ekki haft eins mikil áhrif á eftirspurn og ella. Fyrirtæki og almenningur hafa af þessum sökum ekki gagnrýnt hávaxtastefnu Seðlabankans í sama mæli og búast hefði mátt við.

Ísland varð aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) árið 1994 og var EES-samningnum veitt lagagildi hér á landi í kjölfarið en hann felur í sér svokallað „fjórrelsi“. Aðildin að EES hafði jákvæð áhrif á hagkerfið. En aðildin hafði einnig í för með sér hættur sem felast í því að opna tiltölulega einangrað hagkerfi fyrir Evrópska efnahagssvæðinu án þess að ráðast samfara því í umtalsverðar umbætur á stofnanaumgjörðinni. Hvorki íslensk stjórnvöld né einkafyrirtæki voru nægjanlega vel undirbúin til að starfa í slíku umhverfi. Þetta átti sérstaklega við í tilfelli bankareksturs.

### 3 Aðdragandi hrunsins

Það vildi svo til að í kjölfar einkavæðingar bankakerfisins hér á landi voru aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum með þeim hætti að bankar áttu í litlum erfiðleikum með að fjármagna sig með lántökum erlendis. Íslensku bankarnir notuðu féð til að fjármagna vöxt sinn innan sem utan lands. Þessi vöxtur var undir litlu opinberu eftirliti, bæði á Íslandi og erlendis. Þessi ferill hófst áður en bankarnir voru einkavæddir, og hélt áfram eftir einkavæðingu.

Bankastarfsemi varð fljótt stór hluti af hagkerfinu. Þetta átti sér stað í hagkerfi þar sem fátt bendir til þess að yfirvöld eða einkageirinn hafi haft nægjanlegan skilning á þeirri áhættustýringu og bankaeftirliti sem nauðsynlegt er þegar bankageirinn verður svo mikilvægur hluti af hagkerfinu.

Íslensk yfirvöld eru langt því frá að vera ein um að hafa ráðist í afnám hafta í bankakerfinu án þess að nauðsynlegar öryggisráðstafanir hafi verið gerðar. Við höfum séð endurtekin tilvik víða um heim þar sem áþekk mistök hafa átt sér stað. Sem dæmi má nefna S&L fjöldagjaldþrotin í Bandaríkjunum í upphafi 9. áratugarins og afnám hafta í Skandinavíu í lok 9. áratugarins. Í slíkum tilvikum koma vandamál upp þegar bankar njóta beinnar eða óbeinnar ríkisábyrgðar án þess að yfirvöld hafi nægjanlegt eftirlit með gjörðum þeirra.

Bankar víða um heim hafa vaxið hratt, en fá bankakerfi hafa vaxið eins hratt og hér á landi, og engin í þeim löndum við oftast berum okkur saman við. Vöxtur íslensku bankanna er hluti af alþjóðlegri þróun sem varð vegna mikils framboðs á ódýru lánsfé og tilkomu nýrra og fjölbreytilegra fjármálagerna.

### 3.1 Lánasvall

Útpensla bankakerfisins var rót örs hagvaxtar hér á landi á tímabilinu 2003 til 2007. Hún gerði heimilum og fyrirtækjum kleift að færa sér í nyt gnótt fjármagns á lágum vöxtum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum til að fjármagna innlenda fjárfestingu og neyslu sem og yfirtökur innlendra og erlendra fyrirtækja. Þar sem bankarnir fjármögnuðu sig á alþjóðlegum heildsölumörkuðum var bólan fjármögnuð erlendis og innflæði lánsfjár hafði fyrrsjáanleg áhrif á gengisvísitölu krónunnar, hlutabréfamarkaðinn og viðskiptajöfnuðinn. Sjá töflu í viðauka.

Þótt þessir atburðir séu ekkert einsdæmi þá gerði vöxtur bankakerfisins og stærð viðskiptahalla landsins það að verkum að Ísland er sér á báti. Í gögnum Seðlabankans kemur fram að þjóðarsparnaður dróst saman úr því að vera 15,5% af VLF að meðaltali á 10. áratugnum í að vera 12,0% að meðaltali 2004-2007 og undir 10% árið 2006. Á sama tíma jókst einkafjárfesting úr því að vera 19,3% af VLF að meðaltali á 10. áratugnum í 28,3 að meðaltali 2004-2007 og 33,7% árið 2006. Að sama skapi jukust skuldir heimilanna úr því að vera 178% af ráðstöfunartekjum ársins 2000 í 221% af ráðstöfunartekjum ársins 2007 (103% af VLF). Vergar erlendar skuldir fóru úr því að vera u.þ.b. 180% af VLF 2004 í 552% af VLF árið 2007, þar af námu skammtímaskuldir 200% af VLF. Á sama tíma jukust hreinar erlendar skuldir úr 90% af VLF árið 2000 í 243% árið 2007.

Ísland var með ríkustu löndum veraldar um aldamótin, verg landsframleiðsla á mann var hærri en í Þýskalandi, Frakklandi og á Bretlandi; mennta- og heilbrigðiskerfi til fyrirmyndar; og skuldsetning viðráðanleg. Einkavæðing bankanna hafði hins vegar þau áhrif að þetta hagkerfi sem byggði velferð sína á auðlindum og framleiðslu varð sífellt skuldsettara, efnahagsreikningar heimila, fyrirtækja og banka blésu út. Til skamms tíma varð þetta til þess að bæta lífskjör og afkomu fyrirtækja vegna þess að verð eigna, hlutabréfa og fasteigna, fór hækkandi. Með lækkandi eignaverði og falli krónunnar í kjölfar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu varð afleiðingin hins vegar fjöldagjaldþrot fyrirtækja, greiðsluferfiðleikar heimilanna og greiðsluþrot bankanna.

### 3.2 Peningamálastefna og fjármálastöðugleiki

Seðlabanki Íslands var veikburða. Hann bjó yfir gjaldeyrisvaraforða sem nam um 375 milljörðum króna (3,5 milljarðar dollara) í þann mund sem hrunið átti sér stað. VLF var í kringum 1.300 milljarðar króna svo gjaldeyrisforðinn nam tæplega 30% af VLF. Þetta er hátt hlutfall á alþjóðlegan mælikvarða. Sem dæmi má nefna að sambærileg tala fyrir Svíþjóð var 7% í lok árs 2007. Hvað sem því líður voru skammtímaskuldir íslensku bankanna sem hlutfall af VLF sláandi háar í upphafi árs 2008, eða 211%, sem hafði í för með sér að gjaldeyrisforðinn var allt of lítill miðað við erlenda skuldastöðu.

#### 3.2.1 Verðbólguþol

Vorið 2001 fylgdu Íslendingar fordæmi fjölda ríkja sem hafa gert verðbólguþolmið að formlegum grundvelli peningastefnu sinnar, en verðbólga hélst enn há. Seðlabankinn

brást við með röð vaxtahækkana sem leiddu til þess að vextir fóru úr því að vera 5,3% árið 2003 í 15,25% 2007. Þetta náði hvorki að hindra verðbólguna né eignaverðbóluna.

Ástæður þess að verðbólguþróun náði ekki tilskildum árangri eru ekki alveg skýrar en það virðist hafa haft mikið að segja að hið mikla innflæði gjaldeyris varð í raun hluti af innlendu peningaframboði þegar vaxtahækkarnir kölluðu á spákaupmennsku með gjaldeyri og lántöku heimila og fyrirtækja í erlendri mynt.<sup>2</sup>

Vegna skorts á trúverðugleika Seðlabankans og vilja fyrirtækja til lántöku í erlendri mynt höfðu vaxtabreytingar mjög takmörkuð áhrif á langtímavexti og fjárfestingar. Miðlun peningamálastefnunnar átti sér að einhverju leyti stað í gegnum gengið þar sem gengisvísitalan var háð vaxtastiginu, en þetta hafði einnig takmörkuð áhrif á innlenda eftirspurn. Innflutningsverð lækkaði þegar gengið styrktist, en þetta voru svo gott sem einu sýnilegu áhrifin á verðbólgu.

Seðlabankanum hefði mátt vera ljós sú hættu sem fylgdi styrkingu gengisins. Skynsamleg stefna á þeim tíma hefði verið að veita gengisstyrkingunni viðnám með því að kaupa erlendan gjaldeyri og efla gjaldeyrisforðann. Þetta hefði í það minnsta haft tvenns konar áhrif. Í fyrsta lagi hefði það takmarkað gengisáhættu innlendra aðila með því að draga úr styrkingu gengisins. Í öðru lagi hefði það byggt upp öflugan gjaldeyrisvaraforða sem hefði gert bankann mun betur í stakk búinn til að mæta mögulegu hættuástandi sem gæti skapast í framtíðinni.

### 3.2.2 Vaxtamunarviðskipti og ríkisfjármálin

Í litlum opnum hagkerfum eins og á Íslandi hvetja háir vextir innlend fyrirtæki og heimili til lántöku í erlendri mynt. Þeir laða jafnframt að erlenda aðila sem leggja stund á vaxtamunarviðskipti. Slíkir aðilar veðja á að hefðbundnar kenningar um óvarið vaxtafjárnægi haldi ekki. Þetta var sérstaklega freistandi þegar fjárfestunum varð ljóst að fyrirtæki og heimili voru mjög skuldsett í erlendri mynt sem gerði Seðlabankanum erfitt um vik að lækka vexti vegna ótta við að gengisveiking myndi hækka skuldir einkaaðila og auka verðbólgu.

Afleiðingin var mikið innflæði erlends gjaldeyris og gengisstyrking sem villti Íslendingum sýn svo þeir töldu sig auðugri en þeir voru í raun og verðlaunaði þá sem stunduðu vaxtamunarviðskipti. Innflæði gjaldeyris örvaði jafnframt hagvöxt og verðhækkun húsnæðis, sem leiddi svo aftur til þess að Seðlabankinn sá sig knúinn til að hækka vexti frekar sem sannfærði fjárfesta um að vaxtamunarviðskipti yrðu áfram arðsöm. Heildarupphæð innflæðis fjármagns sem fylgdi í kjölfarið er ekki þekkt en virðist hafa numið meira en 50% af VLF. Það verður ekki séð hvers vegna þetta vakti ekki áhyggjur yfirvalda.

Óheppileg blanda peninga- og ríkisfjármálastefnu sem fól í sér þensluhvetjandi ríkisfjármál (ríkisstjórnin lækkaði skatta og jók útgjöld þrátt fyrir verðbólguþrýsting og

<sup>2</sup> Sjá Jón Helgi Egilsson og Kári Sigurðsson (2001).

halla á viðskiptum við útlönd<sup>3</sup>) og aðhaldssama peningamálastefnu hvatti enn frekar til vaxtamunarviðskipta. Þessi blanda af peninga- og ríkisfjármálastefnu gaf fjárfestum frekari ástæðu til að vænta hárra vaxta og sterks gengis í framtíðinni, sem réttlætti þá frekari vaxtamunarviðskipti og erlendar lántökur til að fjármagna fjárfestingu og neyslu.

### 3.3 Ofvaxið og óþroskað bankakerfi

Mikilvægasti þátturinn í hruni íslenska hagkerfisins var stærð bankakerfisins. Það var einkum útlánaþensla vegna aukinna umsvifa íslenskra fyrirtækja erlendis sem stækkaði efnahagsreikning bankakerfisins. Íslenskir bankar, starfræktir í landi með fólksfjölda sem nemur í kringum 300.000 (þ.e. 0,3% af fólksfjölda Þýskalands eða ámóta fjölmennt og borgin Coventry á Bretlandseyjum) urðu umsvifamiklir þátttakendur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í heildina nam eignahlið efnahagsreiknings þriggja stærstu bankanna nífaldrí VLF í lok ársins 2007, sem var mikil breyting frá því sem var árið 2004 þegar eignir bankanna og VLF voru af svipaðri stærðargráðu. Þessi úþensla var nánast alfarið keyrð áfram með erlendri lántöku.

Hinn öri vöxtur efnahagsreiknings bankanna er líklegur til að hafa haft í för með sér tilkomu slæmra lána á eignahliðinni. Fyrstu viðvörunarbjöllurnar um stöðugleika bankakerfisins hringdu í febrúar 2006. Þetta olli því að bankarnir veittu nú jafnvægi í fjármögnun sinni meiri athygli, en hratt einnig af stað áhyggjum meðal lánardrottna bankanna.

#### 3.3.1 Vanþroski og óheppni

Það eru þrír þættir sem gera það að verkum að íslenska bankakerfið var brothættara en bankakerfi annarra landa. Fyrst má nefna að ólíkt mörgum öðrum þjóðum með of stór bankakerfi, til að mynda Sviss, þá hafa stofnanir hagkerfisins ekki margra alda reynslu af nútíma bankastarfsemi. Hér á landi hefur hún aðeins verið stunduð í innan við áratug. Í öðru lagi höfðu millistjórnendur þeirra og stjórnarmenn oft litla eða enga reynslu í bankarekstri. Í síðasta lagi var eftirliti mjög ábótavant vegna stærðar landsins, smæðar stofnana þess og nánna pólitískra tengsla á milli einkageirans og yfirvalda. Vegna þess að Ísland var aðili að Evrópska efnahagssvæðinu og tók upp regluverk Evrópusambandsins um fjármálamarkaði þá er hér því fremur um að ræða eftirlitsbrest en reglubrest.

#### 3.3.2 Óvarðir bankar falla fyrst

Í þessari alheimskreppu hefur styrkleiki efnahagsreiknings banka lítið að segja. Það sem máli skipti er bein eða óbein ábyrgð sem ríkið veitir bönkunum til að styðja við eignir þeirra og sjá þeim fyrir lausafé. Því skiptir stærð ríkisins í samanburði við bankana sköpum. Ef bankarnir verða of stórir til að hægt sé að koma þeim til hjálpar mun sú staða ein og sér verða þeim að falli (sjá Daníelsson, 2008; og Buiter og Sibert, 2008).

---

<sup>3</sup> Ríkisstjórnin var gagnrýnd fyrir að blanda þessum stefnum saman, bæði af Seðlabanka Íslands (sjá Penningamál Seðlabanka Íslands, ýmis hefti) sem og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (sjá 2008 grein IV Consultation of the IMF fyrir árin 2005, 2006, 2007 og 2008).

Í ljósi hins öra vaxtar bankanna hefði mátt búast við því að Seðlabankinn yki við gjaldeyrisvaraförða sinn. Hann gerði það að nokkru leyti en ekki nægilega til þess að geta veitt bönkunum lausafjárstuðning. Hefði bankinn hins vegar ráðist í það með lántökum mánuðina fyrir hrúnið þá hefði geta hans til að sjá bönkunum fyrir nægjanlegu lausafé samt verið dregin í efa vegna stærðar bankanna í samanburði við hagkerfið. Þetta skýrir að hluta tregðu erlendra seðlabanka til að bjóða fram hjálp í aðdraganda hrunsins. Frekari notkun á lánsfé til að styðja við bankana hefði aukið hættuna á þjóðin hefði þurft að búa við óbærilega skuldabyrði kæmi til þess að bankarnir færu í þrot.

Ástæður falls íslensku bankanna eru á margan hátt áþekkar þeim ástæðum sem skýra erfiðleika margra fjármálastofnana á alþjóðavettvangi. Þar má nefna að aðgangur að ódýru fjármagni hafði verið að því er virðist takmarkalaus, áhættutaka mikil og slakar kröfur um áhættustjórnun. Það sem reið þó baggamuninn eru stærðarhlutföllin í íslensku hagkerfi. Mörg lönd hafa sinn skerf af bönkum í nauðum; í þeim tilfellum eru vandamálin aðeins bundin við hluta af bankakerfi þeirra þar sem heildareignir bankanna eru mun lægra hlutfall af VLF hagkerfanna. Í þessum löndum hefur ríkisvaldið meira bolmagn koma einstökum bönkum til bjargar.

Í raun felur þetta í sér að sökin á bankahruninu liggur heima fyrir fremur en á alþjóðavettvangi. Sá grunur læðist að okkur að jafnvel þótt alvarleg fjármálakreppa hefði ekki orðið í heiminum hefðu íslensku bankarnir samt sem áður farið í þrot.

### 3.3.3 Áhætta og eftirlitsaðilar

Síðan bankarnir lentu í höndum ríkisins eftir hrúnið í byrjun október 2008 hafa ítarlegar upplýsingar um stjórnun þeirra og fjárfestingar komið í ljós. Fyrstu vísbendingar benda til þess að bankarnir hafi viðhaft ótraustar reglur varðandi útlán og fjárfestingar.

Víðtækt krosseignarhald milli fyrirtækja innan og utan fjármálageirans var við lýði. Nokkrir stórir hluthafar virtust hafa haft töglin og hagldirnar bæði í bönkunum og fyrirtækjum utan fjármálageirans og rekið þau sem skuldsett eignarhaldsfélög þar sem auðséð var að lítið tillit var tekið til réttinda minnihluta hluthafa eða varúðarreglna. Kröfur um áhættustýringu virðast hafa verið slakar. Þegar einn hluti samstæðunnar stóð frammi fyrir erfiðleikum eða þurfti á lausafé að halda til meiri útpenslu var losað um fé annars staðar innan samstæðunnar.

Bankarnir veittu háar lánsfjárhæðir til skúffufyrirtækja í því augnamiði að kaupa hlutabréf bankanna þar sem hlutabréfin sjálf voru eina tryggingin fyrir lánunum. Stundum voru eignakaup sýnilega hugsuð til að blása upp eignaverð í þeim tilgangi að bæta veðhæfi og hækka hlutabréfaverð. Vegna innbyrðis tengsla og mikillar skuldsetningar voru undirstöður kerfisins óstöðugar og molnuðu fljótt þegar fjármálamarkaðir heimsins lentu í erfiðleikum og fjármagn varð af skornum skammti.

Enda þótt lögmæti þessara vinnubragða sé enn ókannað er augljóst að bankarnir sættu ónógu eftirliti. Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands eiga að hafa eftirlit með fjármálastöðugleika og hefðu átt að hafa aðgang að þessum upplýsingum og lagalega getu og skyldu til að hindra óstöðugleika í bankakerfinu. Báðar stofnanirnar virðast hafa



brugðist í þessu hlutverki sínu. Skv. fjárlögum jukust fjárframlög til Fjármálaeftirlitsins sem hlutfall af VLF um 47% frá 2003 til 2007 á meðan eignir viðskiptabankanna sem hlutfall af VLF nífölduðust. Þetta bendir ekki til þess að eftirlitið hafi verið eflt í samræmi við vöxt bankanna.

Fáliðaðir eftirlitsmenn eiga oft á brattann að sækja gagnvart öflugum fjármálastofnunum í örum vexti. Það er einnig algengt að þeim sem eiga að sæta eftirliti takist að vinna eftirlitsaðila á sitt band, að hægt og hljótt fari eftirlitsaðilar að starfa fyrst og fremst sem þjónustuaðilar fyrir bankakerfið. Þetta er alþjóðlegt vandamál sem stafar af því að fáliðaðir eftirlitsaðilar standa frammi fyrir ofurefli liðs þegar setja á bankarekstri þrengri skorður.

Eitt lítið dæmi um það hversu viðkvæm samskipti banka og fjármálaeftirlits geta verið er viðtal sem innanhústímarit Landsbankans, sem einkum er ætlað starfsfólki í erlendum útibúum, tók við formann stjórnar fjármálaeftirlitsins (FME) vorið 2008.<sup>4</sup> Viðtalið var matreitt á þann hátt í tímaritinu að fram er látið koma hjá formanninum að bankinn sé nokkuð traustur og að slæm kjör á erlendum lánsfjármörkuðum eigi einkum rætur að rekja til starfsemi erlendra vogunarsjóða. En þetta voru einmitt þau skilaboð sem bankinn vildi koma á framfæri á þessum tíma. Þessar upplýsingar hefðu starfsmenn bankans m.a. getað notað við markaðssetningu Icesave í Hollandi, sem reyndar er fjallað mikið um í tímaritinu, án þess að spyrja stjórnarformanninn. Fjármálaeftirlitið virðist ekki hafa gert athugasemdir við þetta athæfi bankans sem bendir til þess að það hafi ekki verið mótfallið þessari framsetningu á viðtalinu.

Seðlabankinn bar líka ábyrgð. Seðlabanka Íslands ber lagaleg skylda til að tryggja fjármálastöðugleika. Bankinn hefði getað byggt upp gjaldeyrisvaraforða og komið í veg fyrir hina gríðarlegu gengisstyrkingu. Hann hefði getað hækkað bindiskylduna til þess að draga úr vexti útlána. Bankanum ber skylda til að veita yfirvöldum og almenningi nákvæmar upplýsingar með útgáfu skýrslna um fjármálastöðugleika. Þáverandi formaður bankastjórnar Seðlabankans hefur lýst því opinberlega yfir að hann hafi oft varað ríkisstjórnina við því að staða bankanna væri vonlítill. Bankinn gaf ekki út neinar opinberar viðvaranir, og virðist lítið hafa aðhafst til þess að koma í veg fyrir hrunið.

Ef til vill liggja stærstu mistök Seðlabanka Íslands í því að hann gat ekki sinnt forystuhlutverki sínu. Seðlabanki Íslands ber ábyrgð á fjármálastöðugleika og því fellur það í hans hlut að fara fremstur í flokki í glímunni við fjármálakreppur. Þá er nauðsynlegt að Seðlabankinn sé sjálfstæður, óhlutdrægur og hæfur. Pólitísk ítök í bankanum hafa valdið því að hann hefur ekki getað tekið þetta leiðtogahlutverk að sér. Jafnvel ákvarðanir sem voru réttar og hægt var að verja vöktu tortryggni um vanhæfni og óréttmætan ásetning.

Ríkisstjórn sem tók við völdum í febrúar 2009 breytti stjórn bankans með lagabreytingu.<sup>5</sup> Þar á undan óskaði hún eftir að bankastjórnarnir segðu af sér. Tveir þeirra neituðu, og héldu því fram að þeim hefðu ekki orðið á nein mistök. Tímasetning lagabreytingar um

<sup>4</sup> Sjá <http://eyjan.is/silfuregils/files/2009/01/landsbanki-islands.pdf>.

<sup>5</sup> Sjá <http://www.althingi.is/altxt/136/s/0605.html>

Seðlabankann bendir til þess að henni hafi sérstaklega verið beitt til þess að fá nýja einstaklinga í stjórn bankans. Skynsamlegt var að hverfa frá því fyrirkomulagi að hafa þrjá seðlabankastjóra. En að því leyti sem lögunum var ætlað að gera mannabreytingar mögulegar í stjórn bankans þá felst í þeim örþrifaráð. Í ljósi mikilvægi Seðlabankans í endurreisn efnahagslífsins eru aðgerðir ríkisstjórnarinnar samt réttlætanager. Sjálfstæði seðlabanka og sérhagsmunir seðlabankastjóra eiga að víkja fyrir almannahagsmunum.

### 3.4 Icesave

Ef til vill er það skýrasta dæmið um óstjórn fjármálakerfisins þegar íslensku bankarnir hleyptu af stokkunum innlánsreikningum á netinu sem buðu háa vexti, fyrst í Bretlandi og síðar í Hollandi og öðrum Evrópulöndum. Bankarnir höfðu reitt sig á fjármögnun á heildsölumarkaði en þegar sú leið varð torsóttari tóku þeir þá ákvörðun að laða að innistæður með því að bjóða háa vexti í Evrópu.

Tveir stærstu bankarnir á Íslandi, Landsbankinn og Kaupþing, fylgdu þessari stefnu.<sup>6</sup> Landsbankinn starfrækti sína reikninga, í nafni Icesave, í gegnum útibú sín í viðkomandi löndum. Það fól í sér að þessir reikningar lutu íslenskum reglum og eftirliti og að sama skapi voru innistæðurnar tryggðar hér.

Nákvæmar og sannanlegar upplýsingar um þessa reikninga eru ekki tiltækar, en mat á þeim hefur verið birt í fjölmiðlum. Icesave var hleypt af stokkunum í Bretlandi og samkvæmt fjölmiðlum voru innistæðurnar þegar yfir lauk meira en 4 milljarðar punda með 300.000 innistæðueigendum.<sup>7</sup> Okkur grunar að bresk yfirvöld hafi haft sífellt meiri áhyggjur vegna þessara reikninga þegar það varð ljóst að fjárhagsstöðu Landsbankans hrakaði stöðugt. Samt sem áður hafði útibúi Landsbankans í London ekki verið breytt í dótturfélag Landsbankans á Íslandi og því var það ekki breskur lögaðili. Þar af leiðandi heyrði það undir íslenskar eftirlitsstofnanir sem hefðu átt að verða fyrstar til að bregðast við.

Okkur grunar að bresk yfirvöld hafi beitt töluverðum þrýstingi til að takmarka vöxt Icesave í Bretlandi. Það kann að hafa hvatt Landsbankann enn frekar til að ná sér í fjármagn á öðrum svæðum þar sem staða þeirra var ekki eins þekkt, sérstaklega í Hollandi, þar sem bankinn aflaði að lokum 1,7 milljarða evra með 125.000 innistæðueigendum. Það er ekki annað að sjá en þessar aðgerðir hafi verið studdar af íslenskum stjórnvöldum.

Búast má við að áhyggjur breskra yfirvalda af stöðu Landsbankans hafi aukist mikið sumarið 2008 og þau reynt að leysa vandann. Skynsamleg lausn hefði verið að skipta bankanum í tvennt; í góðan banka og slæman. Góði hlutinn hefði haldið eftir góðu eignunum og innistæður þannig verið tryggðar, bæði á Íslandi og erlendis. Ef ráðist hefði

<sup>6</sup> Kaupþing með Kaupthing Edge tók þann kost að starfrækja þessa reikninga í gegnum dótturfélög, fyrir utan Kaupthing Edge í Þýskalandi. Þetta þýddi að innlánsreikningar Kaupþings erlendis lutu reglum og eftirliti í viðkomandi landi.

<sup>7</sup> Sjá “Britain vows to protect savers,” *Agence France-Presse*, October 08, 2008 (<http://www.news.com.au/business/story/0,27753,24467268-31037,00.html>).

verið í þessa framkvæmd sumarið 2008 hefði endanleg niðurstaða verið Íslandi mun hagstæðari.

Íslensk yfirvöld höfðu átt í viðræðum við bresk yfirvöld um flutning á rekstri útibús Landsbankans í Bretlandi yfir í breskt dótturfélag bankans sem hefði þá heyrt undir bresk yfirvöld.<sup>8</sup> Ekki hefur verið gefið upp af hverju það var ekki gert.

### 3.5 Viðtækari afleiðingar

Icesave málið afhjúpar galla á reglugerðum Evrópusambandsins sem snúa að innlántryggingum vegna innlánsreikninga útibúa starfræktra utan heimalands móðurfélagsins. Í þessu tilfelli ber eftirlitsaðillinn í heimalandinu ábyrgð á eftirliti og ábyrgist innistæður sem nema að lágmarki 20.887 evrum. Ef hins vegar ríkið sem útibúið er starfrækt í veitir viðbótartryggingu, eins og var í tilfelli Bretlands, þá þarf viðkomandi land að koma að eftirlitinu.

Bresk yfirvöld tilkynntu eftir bankaáhlaupið á Northern Rock að engir breskir innistæðueigendur myndu tapa peningum kæmi til gjaldþrots bankastofnana. Þetta gaf innistæðueigendum Icesave í það minnsta óbeina tryggingu. Í þessu tilfelli hefði það verið nauðsynlegt að fjármálaeftirlitið í Bretlandi sinnti eftirlitsskyldu. Óljóst er að hversu miklu leyti þetta var gert.

Til viðbótar er ESB/EES innistæðutryggingin greidd úr sjóðum hlutaðeigandi landa sem innlendir bankar greiða í. Upphæðin veltur á því um hvaða land er að ræða, en leikur yfirleitt á bilinu 0,5% til 1,5%. Það er óljóst hvað gerist ef tryggingasjóður þjóðar hrekkur ekki til fyrir skuldum. Kostnaðurinn gæti lent á öðrum bönkum, en ef allt bankakerfið hrynur væri slíkt ekki mögulegt. Lagaleg skylda yfirvalda til að borga það sem upp á vantar er óljós.

Heimild til að opna innistæðureikninga í tilviki Icesave sýnir að misbrestir eru í ákvarðanatökufærli eftirlitsaðila á Íslandi og í viðkomandi löndum, Bretlandi og Hollandi, og í reglugerðum ESB/EES. Eftirlitsaðilum í löndunum þremur hefði mátt vera ljósar hætturnar og áttu því að bregðast við til að hindra hina öru útpenslu Icesave. Þegar upp er staðið var það eftirlitið sem brást. Sú hugmynd að þjóð með 300.000 íbúa geti borið ábyrgð á innlántryggingu af þeirri stærðargráðu sem innlán Icesave fólu í sér er fjarstæðukennd.

Við teljum að þetta varpi einnig ljósi á annan misbrest við eftirlit með bankaþjónustu á milli landa í Evrópu. Eftirlitsaðilar í hverju landi fylgdust almennt einungis með þeim rekstri bankanna sem fór fram í viðkomandi landi, ekki með heildarrekstrinum. Sumir íslensku bankanna voru með viðtæka starfsemi af ýmsum toga bæði innan sem utan Evrópu. Fullnægjandi eftirlit er erfitt í framkvæmd ef enginn einstakur eftirlitsaðili hefur

<sup>8</sup> Þetta má t.d. lesa út úr samtali milli íslenska og breska fjármálaráðherrans 7. október 2008, (<http://www.ft.com/cms/s/0/4d74e1aa-a163-11dd-82fd-000077b07658.html>), svari viðskiptaráðherra við fyrirspurn á þingi, <http://www.althingi.is/altext/136/s/0503.html>, orðum breskra yfirvalda, viðtala við bankastjóra Seðlabankans og efnahafsráðgjafa ríkisstjórnarinnar í breskum fjölmiðlum, og vitnisburðs breska fjármálaráðherrans og yfirmanns breska fjármálaeftirlitsins fyrir breska þinginu 3. nóvember 2008, <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/uc1167-i/uc116702.htm>

skýra mynd af starfseminni. Íslensk stjórnvöld eru líklega eini eftirlitsaðilinn sem hafði einhverja heildarsýn yfir starfsemi íslensku bankanna. Ef svo er þá brást eini eftirlitsaðilinn sem bjó yfir nægjanlegum upplýsingum.<sup>9</sup>

## 4 Spákaupmennska

Íslenska bólan samræmist vel kenningum Hyman Minsky (1992) um það hvernig spákaupmennska getur valdið fjármálalegum óstöðugleika og bankakreppu.

Íslenska bólan á rætur sínar að rekja til þeirrar spennu sem skapaðist við afnám hafta og einkavæðingu fjármálastofnana og greiðs aðgangs að erlendu fjármagni á lágum vöxtum. Innflæði fjármagns örvaði hagvöxt, framtíðarhorfur bötnuðu, sem jók enn vilja til lántöku. Eignaverð tók að hækka.

Eins konar goðsögn varð til um viðskiptahæfileika Íslendinga og háskólar hrundu jafnvel af stað rannsóknum á því af hvaða rótum árangur þeirra í viðskiptum væri sprottinn. Þjóðin fylltist bjartsýni og stöðugt fleiri áhættusamir lántakendur fengu auðveldan aðgang að fjármagni, áhættusækni jókst og fyrirtæki og einstaklingar tóku lán í þeim tilgangi einum að stunda spákaupmennsku. Skuldsettar lántökur til hlutabréfakaupa urðu vinsælar.

Samkeppni banka um markaðshlutdeild magnaðist og þeir lánuðu til sífellt ótraustari lántakenda. Útlánaaukningu bankanna virtust engin takmörk sett og hlutabréfa- og fasteignabólur urðu stærri hér en í öðrum löndum.

Tengsl eignaverðs og grundvallarþátta í hagkerfinu urðu sífellt veikari á sama tíma og aðgangur að erlendu fjármagni varð erfiðari vegna heimskreppunnar. Fjárfestar reyndu nú að losa um stöður sínar.<sup>10</sup>

Margir af stærstu hluthöfum íslensku bankanna voru mjög skuldsettir og horfðust í augu við áþekka erfiðleika. Komið hefur fram í blaðaskrifum að þeir gripu til þess ráðs að taka lán hjá eigin bönkum til að kaupa hluti í þeim í því augnamiði að styðja við verðið. Að endingu voru þær tilraunir þó án árangurs og spilaborgin hrundi.

## 5 Viðvaranir

Þegar upp er staðið er engin yfirbygging traustari en undirstaðan og í tilfelli íslenska fjármálakerfisins var hún byggð á sandi. Takmarkað eftirlit og of stórt bankakerfi blöstu við hverjum þeim sem sjá vildi. Fjöldi skýrslna um íslenska hagkerfið var birtur, sumar jákvæðar og aðrar neikvæðar.

<sup>9</sup> Þetta er skylt málsgreini 28 í skýrslu Evrópusambandsins (Larosiere 2009). Í frétt Morgunblaðsins 4. mars er sagt að fjármálaeftirlit Lúxemborgar hafi kvartað yfir því að hafa ekki fengið viðvaranir um stöðu bankanna sem íslensk yfirvöld höfðu fengið í Apríl 2008 frá AGS. Þetta er sérstaklega alvarlegt þar sem sumir íslenskir bankar notuðu Lúxemborg til að fá lausafjárstuðning frá evrópska seðlavankanum. Sjá: [http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/03/04/fjarmalaeftirlit\\_luxemborgar\\_undrast\\_upplýsingaleys/](http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/03/04/fjarmalaeftirlit_luxemborgar_undrast_upplýsingaleys/).

<sup>10</sup> Þetta var hefbundin atburðarás þar sem áhætta er innri stærð. Lýsing Daníelsson og Shin (2003) á þann veg að markaðurinn hefði tekið stigann á leið upp en farið niður með lyftunni á vel við.

Fjöldi íslenskra og erlendra hagfræðinga lýsti hættunni af miklum og viðvarandi viðskiptahalla og óviðeigandi peningastefnu í aðdraganda hrunsins.<sup>11</sup> Öðru hverju komu erlendir aðilar fram og vöktu athygli á hættunni á hrúni. Skýrsla frá Danske Bank (2006) sem bar heitið „Iceland: Geyser Crisis“ vakti nokkra athygli.<sup>12</sup> Skýrslan lýsti ójafnvægi í efnahagsmálum, mikilli skuldsetningu og áhættusókn. Höfundar benda á að þjóðhagslegt ójafnvægi sé meira en fyrir fjármálakreppuna á Tælandi árið 1997.

Þáverandi utanríkisráðherra hefur nýlega sagt frá því að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi varað ríkisstjórnina við í apríl 2008 að nauðsynlegt væri að bregðast við þeim erfiðleikum sem of stórt bankakerfi í lausafjórpuvæði væri að skapa hér á landi.<sup>13</sup> Neikvæð svör við beiðni Seðlabanka Íslands um að koma á gjaldeyrisskiptasamningum við Englandsbanka, Evrópska Seðlabankann (ECB) og Seðlabanka Bandaríkjanna voru einnig skýrar vísendingar um að stjórnvöld þyrftu að grípa til aðgerða.<sup>14</sup>

Hér verður minnst á tvær erlendar skýrslur sem gerðar voru árið 2008. Í byrjun maí 2008 hélt Robert Aliber frá viðskiptaskóla Háskólans í Chicago fyrirlestur í Háskóla Íslands. Hann lýsti stækkun íslensku bankanna sem örustu stækkun bankakerfis í sögunni og sagði að þetta hefði verið mögulegt vegna þess að eigið fé bankanna þandist út með eignaverðbólum sem síðan var drifin áfram af útlánum þeirra. Gjaldþrot bankanna blasti við þegar bólan sprangi. Þannig stæðu bankarnir frammi fyrir miklum erfiðleikum vegna fallandi eignaverðs sem gengi á eigið fé þeirra og takmarkaði aðgang þeirra að erlendu lánsfé.

Landsbanki Íslands fékk Anne Sibert við Birkbeck háskóla og Willem Buijer við London School of Economics (Buijer og Sibert, 2008) til að skrifa skýrslu um íslenska bankakerfið í byrjun árs 2008 og kynnti skýrslu þeirra yfirvöldum í byrjun júlí. Í skýrslunni komust þau að þeirri niðurstöðu að vegna skorts á trúverðugum þrautalánveitanda væri viðskiptalíkan sem byggðist á stórum bönkum á mjög litlu myntsvæði ekki lífvænlegt. Alvarleg ógn stafaði af nútíma bankaáhlaupi, jafnvel þótt bankarnir væru greiðsluhæfir.

Það ber að hafa í huga að Buijer og Sibert gerðu í skrifum sínum ráð fyrir að eignir í efnahagsreikningi bankanna væru traustar og einbeittu sér að lausafjórpuvandanum, en grein Aliber fjallaði um líklegt bankahrún vegna rýrnunar efnahagsreikningsins. Eins og síðar kom í ljós áttu íslensku bankarnir bæði við eiginfjár- og lausafjórpuvanda að etja.

<sup>11</sup> Sjá meðal annars Robert Wade: “Iceland pays price for financial excess,” *Financial Times*, 1. júlí 2008; Robert Wade: “IMF reports uncertain outlook for Iceland,” *Financial Times*, 15. júlí 2008; Þorvaldur Gylfason: “Events in Iceland: Skating on thin ice?” *VoxEU*, 7. apríl 2008; Gylfi Zoega: “A spending spree,” *VoxEU* 9. apríl 2008; Robert Aliber: “Monetary turbulence and the Icelandic economy”, fyrirlestur, Háskóli Íslands 5. maí 2008.; Jón Daníelsson: „Lausafjórpuvandanur og hagstjórnarmistök“, fyrirlestur við Háskóla Íslands 6. júní 2008; Ragnar Arnason (2006): “The Central Bank’s monetary policy: Is it worth the cost?” *Social Science Research VII*. University of Iceland Press.

<sup>12</sup> Sjá [http://danskeanalyse.danskebank.dk/link/FokusAndreIceland21032006/\\$file/GeyserCrises.pdf](http://danskeanalyse.danskebank.dk/link/FokusAndreIceland21032006/$file/GeyserCrises.pdf).

<sup>13</sup> [http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/03/01/imf\\_varadi\\_vid\\_i\\_april/](http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/03/01/imf_varadi_vid_i_april/).

<sup>14</sup> Sjá <http://www.seðlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1888>.

En ekki voru allir neikvæðir. Aðrir hagfræðingar urðu til þess að benda á styrk íslenska hagkerfisins og fjármálakerfisins. Tvær skýrslur voru skrifaðar af þeim Tryggva Þór Herbertssyni og Frederic Mishkin (2006) og Friðrik Má Baldurssyni og Richard Portes (2007). Í báðum tilfellum er dregin upp mynd af styrkleika bankakerfisins og íslenska hagkerfisins. Opinberar skýrslur frá yfirvöldum eru einnig fremur jákvæðar. Til dæmis gaf fjármálastöðugleikaskýrsla Seðlabankans (apríl 2008) til kynna að hagkerfið væri vel haldið. Sér í lagi að bankarnir væru „vel í stakk búnir“ og að fjármálakerfið væri „traust“. Skýrslurnar höfðu að geyma ýmsar tillögur til úrbóta og gegndu því hlutverki að draga fram í dagsljósið ýmiss konar styrkleika hagkerfisins. Hins vegar virðast þessar skýrslur hafa verið notaðar til þess að réttlæta aðgerðaleyfi stjórnvalda í aðdraganda hrunsins.

## 6 Viðbrögð ríkisstjórnarinnar – veðjað á endurlífgun

Að gefnum fjölda viðvarana sem yfirvöld fengu við yfirvofandi erfiðleikum bankakerfisins kemur auðsætt áhyggjuleysi þeirra á óvart. Það leikur enginn vafi á að Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn vissu hvað var að gerast, og þáverandi formaður stjórnar Seðlabanks hefur lýst því yfir að hann hafi margoft varað ríkisstjórnina við.

Lítið er vitað um opinbera ákvarðanatöku fyrir hrúnið. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið virðast kenna hvor öðrum um og ríkisstjórnin hélt því fram að hún hafi ekkert vitað og skelli skuldinni á alheimskreppuna. Okkur þykir þetta ekki sannfærandi. Slíkt yfirvofandi allsherjarhrun hlýtur að hafa verið rætt af allri ríkisstjórninni. Einstaka ráðherrar hafa lýst því yfir að þeir hafi ekki fengið viðvaranir Seðlabanka,<sup>15</sup> og ekki vitað um aðsteðjandi hættu. Okkur finnst þessi mótmæli þeirra ekki trúverðug.

Það er því skoðun okkar að stjórn og stjórnendur Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins ásamt öðrum yfirmönnum þar hafi vitað hvað var að gerast. Á sama hátt hljóta allir ráðherrar ásamt yfirmönnum fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, utanríkisráðuneytis og forsætisráðuneyti að hafa vitað hvað átti sér stað.

Samt sem áður brást ríkisstjórnin ekki við. Hún hefði á öllum tímupunktum getað tekið ákvarðanir sem hefðu mildað endanlega niðurstöðu. Ef ríkisstjórnin hefði brugðist skynsamlega við væri hagkerfið í mun betri stöðu nú.

Með því að takast ekki á við yfirvofandi fall bankakerfisins, ef til vill í þeirri von um að óstöðugleikinn myndi hverfa, verður ekki hjá því komist að líta á sem svo að íslensk yfirvöld hafi veðjað á að endurlífgun bankakerfisins myndi eiga sér stað, en tapað.

## 7 Kerfisbundin kreppa

Algeng skilgreining á kerfisbundnum kreppum er hrún greiðslukerfisins. Samkvæmt þessari skilgreiningu lenti Ísland í kerfisbundinni kreppu í október 2008 vegna þess að þá lokaðist fyrir alþjóðlega greiðslumiðlun. Annað einkenni á kerfisbundnum kreppum er að magn seðla í umferð eykst umtalsvert. Við hrún bankanna jókst magn seðla í umferð um

<sup>15</sup> Þáverandi utanríkisráðherra í viðtali við RÚV 1. mars 1 2009, (fjallaði um viðvaranir sem komu frá AGS og norrænum bönkum sem Seðlabanki og FME brugðust ekki við <http://www.ruv.is/heim/frettir/frett/store64/item253546/>).

80%,<sup>16</sup> og Seðlabanki Íslands var nokkrar klukkustundir frá því að verða uppiskroppa með seðlaförða sinn 6. október.<sup>17</sup>

Mánudagsmorgunin 29. september skýrði Seðlabankinn frá því að Glitnir, sá minnsti af stóru bönkunum þremur, hefði sóst eftir hjálp frá bankanum vegna fyrirsjáanlegra lausafjárvandræða um miðjan október. Þar sem bankanum hefðu ekki hugnast þau veð sem Glitnir hugðist leggja fram ákvað hann að kaupa 75% af hlutafé bankans á mjög lágu verði sem gaf Glitni fáa aðra möguleika en ganga að tilboði þeirra. Ef til vill vænti ríkisstjórnin þess að ef Glitnir væri kominn í hendur ríkisins myndu skuldatryggingarlög bankans batna. Þess í stað gerðist hið gagnstæða og skuldatryggingaálag ríkisins beið mikinn skaða.

Sú aðgerð að þjóðnýta Glitni gróf undan trausti íslenska bankakerfisins og íslenska ríkisins. Ríkisstjórnin og bankarnir höfðu áður fullyrt að bankarnir þrír ættu hvorki í lausafjár- né greiðslufallsvanda. Fall Glitnis benti til þess að þessar fullyrðingar væru ósannar og sú meðhöndlun sem fall hans fékk gróf undan trausti því sem var á getu Seðlabankans til að takast á við ástandið.

Í kjölfarið var lokað á lánalínur hinna bankanna og bankaáhlaup var gert á Icesave útibú Landsbankans í Bretlandi. Bresk og íslensk yfirvöld höfðu um einhvern tíma átt í viðræðum um hvernig leysa ætti þau vandræði sem blöstu við bönkunum tveimur. Opinberar yfirlýsingar breskra embættismanna bera vitni um tvískinnungshátt íslenskra yfirvalda. Í frétt BBC þann 10. október var sagt að Gordon Brown forsætisráðherra hefði „fordæmt meðhöndlun Íslendinga á hruni bankanna og vanefndum þeirra á að tryggja innistæður breskra innistæðueigenda.“ Hann sagði jafnframt að aðgerðirnar væru „í raun ólöglegar“ og „algjörlega óásættanlegar“.<sup>18</sup> Vafalaust hafði harkan í orðum Brown einnig eitthvað að gera með innanlandspólítík.

Bresk yfirvöld beittu síðan hryðuverkalögum til að frysta eignir Landsbankans í Bretlandi, sennilega einnig af ótta við að atburðirnir með útibú Lehman Brothers í London tveimur vikum áður mundu endurtaka sig. Bresk yfirvöld notuðu lög um bankastarfsemi frá 2008 (sér ákvæði) til að taka Kaupþing yfir.<sup>19</sup> Þetta hratt svo af stað greiðsluþroti bankans.

Tafarlaus áhrif aðgerða Breta voru þau að alþjóðleg greiðslumiðlun á Íslandi lokaðist algerlega. Það var útilokað að millifæra peninga inn og út úr landinu, þar sem erlendir bankar voru ekki reiðubúnir til að afgreiða greiðslur á milli íslenskra fjármálastofnana og erlendra. Þetta fól í sér að gjaldeyrismarkaðurinn hrundi þann 8. október.

<sup>16</sup> [http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/02/14/milljardar\\_af\\_gotunni/](http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/02/14/milljardar_af_gotunni/)

<sup>17</sup> <http://eyjan.is/blog/2009/02/27/sedlafordi-islands-var-adeins-nokkrum-klukkustundum-fra-thvi-ad-klarast-i-oktober-sl/>

<sup>18</sup> [http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk\\_politics/7662027.stm](http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk_politics/7662027.stm)

<sup>19</sup> Að gefnum þeim hraða sem bresk yfirvöld viðhöfðu varðandi Kaupþing grunar okkur að sú ákvörðun um að taka bankann yfir hafi verið tekin mun fyrr. Nákvæm tímasetning gæti hafa ráðist af aðstæðum en þær réðu því ekki að bankinn var tekinn yfir. Þetta hafa íslensk yfirvöld vitað. Sú opinbera yfirlýsing þeirra að yfirtaka Kaupþings hafi komið þeim að óvörum er ekki sannfærandi. Sjá einnig vitnisburð breska fjármálaráðherra fyrir breska þinginu 3. nóvember, 2008,

<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/uc1167-i/uc116702.htm>.

Ríkisstjórnin hafði útbúið neyðarlög sem veittu henni víðtækt vald til að viðhalda innlendum rekstri bankanna. Þessi lög voru samþykkt á Alþingi þann 6. október. Löggin bjuggu til „nýja banka“ sem reistir voru á rústum þeirra gömlu og geyma innlendar innistæður og lán. Erlenda starfsemin var skilin eftir í „gömlu bönkunum“ sem eru í höndum skilaneftnda og á leið í formlegt gjaldprot. Þótt við þetta hafi orðið til lagalegur ágreiningur varðandi jafnræði á milli innlendra og erlendra lánardrottna og innlendra og erlendra innistæðueigenda þá tókst með lagasetningunni að vernda innlenda greiðslumiðlun. Hins vegar hefði verið betur farið að gera þennan aðskilnað áður en bankarnir komust í þrot.

Íslenska þjóðin var hins vegar fyrst upplýst um alvarleika ástandsins þegar forsætisráðherra útlistaði þá erfiðleika sem við var að etja í ræðu sinni þann 6. október. Eðli erfiðleikanna var aldrei útskýrt fyrir þjóðinni og það átti sinn þátt í að magna það vantraust og hræðslu sem hafði skapast í samfélaginu.

Þessir atburðir höfðu samstundis áhrif á íslenskt samfélag. Lokun alþjóðlegrar greiðslumiðlunar hafði strax áhrif á erlend viðskipti, innflytjendur gátu ekki greitt birgjum og útflytjendur gátu ekki flutt peninga til Íslands til að standa straum af innlendum kostnaði. Lausafé var skammtað um tíma og það var svo gott sem útilokað að komast yfir erlendan gjaldeyri.

Kreppan breiddist út fyrir fjármálageirann til annarra geira hagkerfisins. Fyrst stóðu stóru bankarnir þrír ekki í skilum með erlendar skuldbindingar sínar, en þegar upp var staðið voru á bilinu 33-60%<sup>20</sup> af fyrirtækjum utan fjármálageirans tæknilega gjaldþrota og fjöldi atvinnugreina sem háður var nægu lánsfé lagðist af á einni nóttu. Bylgja atvinnuleysis fylgdi. Stofnanir ríkisins töpuðu trúverðugleika sínum, innan sem utan landsteinanna.

Hvorki ríkisstjórnin né Seðlabanki Íslands virtust vera vel undirbúin. Svo virðist sem ekki hafi verið ráðist í aðrar undirbúningsaðgerðir en gerð neyðarlaganna. Bæði kerfisbundna kreppan og þeir atburðir sem í kjölfarið fylgdu voru fyrirsjáanlegar afleiðingar hruns bankakerfisins.

Skilningsleysi Seðlabanka Íslands á aðstæðum er auðséð af sumum af þeim aðgerðum sem bankinn greip til í upphafi kreppunnar. Sem dæmi má nefna tilkynningu Seðlabankans þann 7. október um að samið hefði verið um lán upp á 4 milljarða evra frá Rússlandi, sem síðar kom í ljós að ekki var fótur fyrir. Einnig tilkynnti hann að búið væri að festa gengi krónunnar við evru, en sú aðgerð entist aðeins í örfáar klukkustundir. Þann 15. október lækkuðu seðlabankastjórnarnir stýrivexti um 3,5 prósentustig, í 12%, en hækkuðu þá svo í 18% þann 28. október. Ástæður vaxtalækkunarinnar eru ekki kunnar enda mátti bankinn vita að til stæði að hækka vexti sky. aðgerðaáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

---

<sup>20</sup> Heimild: Samtök atvinnulífsins.



## 8 Glímt við kreppuna

### 8.1 Áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

Íslensk yfirvöld leituðu að lokum til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um aðstoð nokkrum vikum eftir að hópur á vegum sjóðsins hóf störf í Reykjavík.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn birti í nóvember 2008 greiningu sína á stöðunni og einu opinberu áætlunina sem birt hefur verið um hvernig bregðast eigi við ástandinu.<sup>21</sup> Áætlunin fyrirskipar í raun hvernig peningamálastefna, ríkisfjármálastefna og enduruppbyggingarferli bankakerfisins skuli fara fram. Áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins miðar að því að koma stöðugleika á gengi krónunnar með samspili hárra vaxta og harkalegra gjaldeyrishafta sem síðan er áætlað að verði afnumin smám saman á næstu mánuðum. Einnig kemur þar fram að hlúa skuli að bankakerfinu og að tengslum við erlendar fjármálastofnanir með réttlátri stefnu gagnvart lánardrottnum sem tryggi að þeim sé ekki mismunað. Að lokum segir þar að ná þurfi fram samdrætti ríkisútgjalda í ljósi fjárfjarlegra mikilla hækkana opinberra skulda. Með áætluninni fylgdi björgunarpakki sem nemur 5,2 milljörðum dollara frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og nokkrum löndum.<sup>22</sup>

Láni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er ætlað að styðja við gengi gjaldmiðilsins. Hins vegar getur verið að svo fari að það verði notað til að endurfjármagna hina nýstofnuðu banka.

Eitt af því sem stendur í vegi fyrir upptöku fljótandi gengis eru umtalsverðar upphæðir útistandandi jöklabréfa og skyldra bréfa.<sup>23</sup> Annað vandamál er skortur á trúverðugri peningamálastjórn. Ef gengið væri látið fljóta má búast við að umtalsvert fjármagn mundi fara úr landi sem gæti valdið mikilli og viðvarandi lækkun á gengi krónunnar. Íslensk yfirvöld tóku upp yfirgripsmikil gjaldeyrishöft í nóvember 2008 eins og kveðið var á um í áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Gjaldeyrishöftin hjálpuðu án nokkurs vafa við að leysa aðkallandi vandamál varðandi gjaldeyrismálin. Hins vegar geta langtímavandamál sem fylgja gjaldeyrishöftum vegið þyngra en skammtímaávinningur sem þeim fylgir. Vegna þessa er mjög mikilvægt að trúverðugleiki Seðlabankans sé aukinn og að bankinn sinni hlutverki sínu í því uppbyggingarstarfi sem felst í framkvæmd áætlunar sjóðsins.

<sup>21</sup> Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Ísland, *Request for Stand-By Arrangement*, 25. nóvember 2008, (sjá <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6606>).

<sup>22</sup> Sjá *Letter of Intent*, 15. nóvember 2008 (<http://www.imf.org/external/np/loi/2008/isl/111508.pdf>) og *The Stand-By Agreement* (<http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6606>). Þar af voru 2,1 milljarðar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, sem er mun meira en kvóti sjóðsins fyrir hvert land segir til um, en hann nemur 173,6 milljónum dollara. Samstarfssamningurinn nemur 1.190% af kvótanum fyrir Ísland.

<sup>23</sup> Samkvæmt útreikningum dagblaða voru þessar upphæðir metnar í kringum 500 milljarðar króna sem er um 42% af VLF. Ef útgáfa bréfanna er opinber þá má búast við að hún fari í gegnum Euroclear og Clearstream, og er þá hægt að fylgjast með henni á Bloomberg og Reuters. Í lauslegri samantekt á tölum þaðan þá voru a.m.k. 400 milljarðar útistandandi þegar kreppan skall á. Gróflega talið virðist um helmingur af því hafa runnið út (e. expired) frá hruninu, og liggja á bankareikningum eða í ríkisskuldabréfum. Mest af afgangnum er á gjalddaga í ár eða á næsta ári. Það má búast við að það vanti uppá þessar tölur, því ekki er víst að allt sé tilkynnt til þessara upplýsingaveita.

## 8.2 Leitinn að kraftaverkalækningu

Ein ástæða efnahagsvandans sem við glímum nú við er veikburða gjaldmiðill. Sú hugmynd hefur því komið upp að skipta krónunni út fyrir traustari gjaldmiðil eins og evruna.

Besta leiðin til að taka upp evru væri að ganga í Evrópusambandið og svo í myntbandalag Evrópu, en það ferli mundi taka nokkur ár. Hins vegar er þjóðin klofin í afstöðu sinni til Evrópusambandsaðildar. Hugmyndin um einhliða upptöku erlends gjaldmiðils, þar sem evruna ber oftast á góma í því sambandi, hefur notið mikils fylgis þeirra sem leita annarra kosta. Þá væri grunnfé (M0) skipt út fyrir evrur sem væri hægt að gera án mikils kostnaðar. Þetta myndi þýða að evran yrði gjaldmiðill á Íslandi sem myndi auka trúverðugleika hagkerfisins og leysa þannig gjaldeyriskreppuna. Landið mundi þá fara að dæmi Ekvador sem tók upp dollar einhliða árið 2000.

Við erum ekki sannfærðir um að þetta gengi upp. Einhliða upptaka evru mundi breyta kreppunni úr gjaldeyriskreppu í jafnvel enn alvarlegri bankakreppu, vegna þess að bankarnir hefðu engan þrautalánveitanda. Upptaka evru mundi þá krefjast takmörkunar á úttektum af bankareikningum þar sem framboð seðla og myntar í umferð verður ekki nægjanlegt til að breyta innistæðum á skammtímainnlánsreikningum eða öðrum reikningum í reiðufé. Í rauninni er hugmyndin um einhliða upptöku evru háð ströngum gjaldeyrishöftum.

Ennfremur gæti slík aðgerð torvelað Evrópusambandsaðild vegna þess að með einhliða upptöku evru er sneitt hjá formlegu ferli við upptöku evru innan sambandsins og komið í veg fyrir að Evrópusambandið ákvarði á hvaða gengi krónum yrði skipt út fyrir evrur.

## 8.3 Núverandi staða

Almenningur vill gjarnan vita hverjar séu orsakir hruns efnahagslífsins og hvort og þá hverjir séu ábyrgir. Stjórnvöld hafa að mestu leysi ekki getað veitt þessar upplýsingar eða sýnt vilja til að axla ábyrgð á því sem gerðist. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið kenna hvort öðru um og ríkisstjórnin skellir skuldinni á alheimskreppuna. Oft virðast ítarlegri upplýsingar koma frá erlendum stofnunum, og það litla sem kemur frá íslenskum ráðamönnum er iðulega í formi leka eða stuttra viðtala við fjölmiðla sem gætu verið hluti af pólitískri varnarbaráttu.

Rannsóknarnefnd hefur verið sett á laggirnar til að svara háværum kröfum um að einhver axli ábyrgð.<sup>24</sup> Nefndinni er ætlað að rannsaka ástæður hrunsins og afhenda sérstökum saksóknara allar sannanir um lagabrot.

Opinberar skuldir munu aukast verulega í kjölfar hrunsins og gjaldþrot ríkissjóðs er ekki útilokað. Hins vegar er óvissa um upphæð opinberra skulda og jafnvel enn meiri óvissa um upphæð hreinna skulda. Bæði innlendar og erlendar skuldir munu setja þrýsting til lækkunar opinberra útgjalda, sparnaðar og fjárfestingar í framtíðinni. Heildar opinberar

<sup>24</sup> Nefndin samanstendur af umboðsmanni Alþingis, einum dómara við Hæstarétt og hagfræðingi.

skuldir munu líklega vera á bilinu 110-160% af VLF. Töluverð óvissa ríkir vegna þess að erfitt er að spá fyrir um framtíðargildi gengisvísitölnunnar sem og framleiðslu í hagkerfinu þegar það nær sér eftir áfallið. Á heildina litið er staða ríkisfjármála á Íslandi hættuleg.

## 9 Framtíðarhorfur

Ísland hefur nú þegar gengið í gegnum öran samdrátt byggingariðnaðarins, fjármálaþjónustu og innflutningsiðnaðar á meðan fyrirtæki í öðrum atvinnugreinum eiga við alvarlega erfiðleika að stríða. Þessi vandamál eru ekki líkleg til að hverfa til meðallangs tíma. Við getum búist við verulegum fjölda gjaldþrota, ört vaxandi atvinnuleysi og landflótta bæði Íslendinga og verkafólks af erlendum uppruna.

Lægra gengi mun örva þann hluta hagkerfisins sem á í samkeppni við erlenda framleiðslu. Hagkerfið mun þá smám saman breytast; í stað þess að byggjast á neyslu, spákaupmennsku, fjárfestingu og alþjóðlegum lántökum mun framleiðsla, útflutningur og viðskiptaafgangur einkenna hagkerfið. Met var sett í afgangi á viðskiptum í desember og er það eitt fyrsta merkið um að nýtt hagkerfi sé í mótun.

Hagvöxtur til meðallangs og langs tíma veltur á því að hægt sé að tryggja aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vegna þessa er mikilvægt að erlendir lánardrottinnar hljóti réttláta meðferð og að leyst verði úr þeim deilum við Breta, Hollendinga og Þjóðverja sem óleystar eru og innlendar stofnanir verði gæddar trúverðugleika.

## 10 Hvað skal til bragðs taka?

### 10.1 Skapa traust heima og erlendis

Seðlabankastjórar, Fjármálaeftirlitið og ríkisstjórnin þurfa að útskýra hvað gerðist, hverjar orsakir vandans eru og hvort mistök hafi átt sér stað. Þeir opinberir starfsmenn sem bera ábyrgð á mistökum verða að axla ábyrgð sína, hugsanlega með afsögn. Viðurkenning ríkisstjórnar á mistökum væri skref í áttina að því að endurvekja traust þjóðarinnar.

Sú ríkisstjórn sem var við völd í október féll í lok janúar og þess er vænst að ný ríkisstjórn geri stofnanaumbætur að forgangsatríði. Þær þurfa að miða að því að opingáttarstefnu sé fylgt og að trúverðugleiki stofnana hagkerfisins verði endurvakinn, innan lands sem utan.

Nú þegar hefur verið skipt um yfirstjórn Fjármálaeftirlits, og seðlabankastjóra. Því miður þurfti ný lög til að skipta um seðlabankastjóra, sem gæti dregið úr trausti á íslenskum stjórnvöldum.

Ákvörðun um að sækja um aðild að Evrópusambandinu gæti stuðlað að því að auka traust á alþjóðavettvangi.

## 10.2 Stuðningur við heimili og fyrirtæki

Verulegur fjöldi heimila og fyrirtækja á í alvarlegum erfiðleikum og við mörgum blasir gjaldþrot. Til að mæta þessum vanda hefur ferli gjaldþrotaskipta að miklu leyti verið fryst. Einnig hefur verið gripið til aðgerða til þess að létta greiðslubyrði lána einstaklinga.

Skuldaniðurfelling í einhverju formi á sér nú þegar stað. Sú staðreynd að bankarnir eru í höndum ríkisins, þ.e. flestar skuldir einkaaðila eru gagnvart hinu opinbera, auðveldar skipulagningu slíkar skuldaniðurfellingar.

Mikilvægt er að bankarnir hugleiði þann kost að breyta skuldum í eignarhlut þegar í hlut eiga fyrirtæki sem skila góðri rekstrarafkomu fyrir fjármagnsliði. Þannig er unnt að virkja þekkingu og starfskrafta núverandi stjórnenda og eigenda sem síðan geta keypt aftur hlut sinn þegar betur árar í hagkerfinu. Þessi aðferðafræði á þó ekki við um fjárfestingasjóði eða annan áhætturekstur sem hefur með fjármálastarfsemi að gera.

## 10.3 Fjármál hins opinbera og gagnsæi

Mikill skortur er á upplýsingum um stöðu opinberra fjármála. Þetta er að hluta til vegna þess að sumar tölur eru einfaldlega ekki tiltækar; þar skiptir mestu skuldbindingar vegna Icesave. Yfirvöld hafa þar að auki sýnt tregðu við að birta mat á tekjum og skuldbindingum. Það er áriðandi að nákvæmt mat fái á því hversu háar opinberar skuldir eru líklegar til að verða.

Litlar og oft misvísandi upplýsingar liggja fyrir um aðdraganda hrunsins, hvaða upplýsingar lágu fyrir, og hverjum bar að taka ákvarðanir. Oft er meiri upplýsingar að hafa frá erlendum aðilum, t.d. AGS og breskum þingnefndum, fremur en íslenskum yfirvöldum. Það litla sem hefur komið frá íslenskum yfirvöldum er iðulega í formi leka, yfirlýsinga eða viðtala sem frekar virðast hluti af pólitískum varnarleik en raunverulegum vilja til að upplýsa almenning. Slíkt er lítt fallið til þess að auka traust, hvorki á viðkomandi einstaklingum, né íslenska stjórnkerfinu í heild sinni.

## 10.4 Nýtt bankakerfi

Þörf er á starfhæfu bankakerfi ef hagkerfið á að ná bata. Hröð endurskipulagning núverandi bankakerfis sem og tilkoma útibúa erlendra banka er mikilvæg. Það er varasamt að vanrækja uppbyggingu nýs bankakerfis vegna þess að vöxtur og viðgangur annarra atvinnugreina byggir á því að þjónusta banka sé fyrir hendi. Langvinn kreppa í Japan á tíunda áratugnum átti t.d. rætur að rekja til þess að bankakerfið var veikt vegna fjármálakreppu í upphafi þess áratugar.

Íslenskir bankar eiga við enn meiri erfiðleika að etja um þessar mundir en þeir japönsku fyrir tæpum tuttugu árum. Þess vegna skiptir miklu máli að erlendir bankar komi að rekstri einhvers íslensku bankanna sem nú eru komnir í þrot eða stofni hér útibú. Réttlæta mætti eiginfjárframlag íslenska ríkisins ef það verður til þess að erlendir lánardrottnar einhvers viðskiptabankanna þriggja taki yfir rekstur hans.

## 10.5 Peningamála- og gengisstefna

Núverandi vaxtastig Seðlabankans er 18%. Verðbólga hefur verið mikil en er nú á hraðri niðurleið og það er raunveruleg hætt á verðhjöðnun í nánustu framtíð. Ákjósanlegast væri í ljósi þróunar atvinnu og verðlags að vextir yrðu lækkaðir hratt og fljótt en einnig yrði að taka tillit til áhrifa slíkrar vaxtalækkunar á efnahagsreikninga fyrirtækja vegna mikillar skuldsetningar í erlendri mynt og möguleika fyrirtækja til þess að komast fram hjá gjaldeyrishöftum.

Ísland býr við víðtæk gjaldeyrishöft þar sem bæði inn- og útflæði er verulega takmörkað. Helsta réttlætning fyrir því að viðhalda gjaldeyrishöftum felst í umtalsverðum upphæðum útistandandi jöklabréfa sem gætu numið um 50% af VLF. Við teljum að það væri tiltölulega auðvelt að leysa þetta mál og setja krónuna á flot í samráði við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn.

## 10.6 Aukin gagnrýni á stjórn efnahagsmála

Það væri mjög til bóta ef hópur hagfræðinga sem ekki starfa á vegum ríkisins væri fenginn til þess að gefa álit á stöðu efnahagsmála tvisvar á ári. Þetta fyrirkomulag hefur gefið góða raun í Danmörku og Noregi. Slík álitsgjöf mundi minnka líkurnar á því að afdrifarík hagstjórnarmistök séu gerð og að þjóðin fljóti sofandi að feigðarósi í annað sinn.

Einnig væri til bóta ef forsætisráðherra hefði sér til aðstoðar hóp hagfræðinga sem ynni að úrvinnslu og túlkun haggagna, gæti veitt henni ráð og reiknað út líklegar afleiðingar ýmissa aðgerða. Þetta var hlutverk Þjóðhagsstofnunar og er það miður að hún skuli hafa verið lögð niður. Æskilegt væri að hver forsætisráðherra skipaði sinn yfirmann slíkrar stofnunar til þess að tryggj sé að traust ríki á milli þessara aðila.

## 11 Ályktanir

Hrun íslenska hagkerfisins er vitnisburður um afleiðingar afnáms hafta, einkavæðingar viðskiptabanka og slaks fjármálaeftirlits í heimi ódýrs fjármagns. Hraður bati veltur á því að yfirvöld taki rétt á málum til að stýra hagkerfinu inn á braut sjálfbærrar þróunar.

Kerfisbundið hrun þróaðs hagkerfis veitir innsýn í þær hættur sem felast í því að lítið land sameinist mun stærra efnahagssvæði án þess að gera umbætur á stofnanafyrirkomulagi. Þegar þetta er sett í samhengi við Evrópusambandið virðist lærdómurinn vera sá, að gagnkvæmur stuðningur sé á milli sameiginlegs markaðar og myntbandalags, að sameiginlegur markaður án inngöngu í myntbandalag bjóði heim hættu á fjármálaóstöðugleika. Jafnframt er ljóst að það þarf að styrkja og bæta þær reglur um bankastarfsemi sem eiga við um starfsemi útibúa í öðrum löndum innan sambandsins.

Því hefur verið haldið fram að ýmsar þjóðir Evrópusambandsins muni eiga við að stríða á næstunni svipaða erfiðleika og Íslendingar. Er þar einkum átt við Bretland (*Reykjavik on the Thames!*), Sviss, og Írland. Við höfum komist að þeirri niðurstöðu að skipbrot Íslands

eigi sér nægilega margar innlendar orsakir til þess að við getum fullyrt að ekki sé líklegt að hinar þjóðirnar fari eins illa út úr kreppunni.

### Heimildir

- Aliber, Robert (2008), “Monetary turbulence and the Icelandic economy,” lecture, University of Iceland, 5 May 2008 (<http://www.hi.is/files/skjol/icelandlecutre-May-2008.pdf>).
- Arnason, R. (2006), “The Central Bank’s Monetary Policy: Is it Worth the Cost?” (In Icelandic). Social Science Research VII. University of Iceland Press.
- Baldursson and Porters (2007), “The Internationalisation of Iceland’s Financial Sector,” The Iceland Chamber of Commerce, (<http://www.iceland.org/media/jp/15921776Vid4WEB.pdf>).
- Buiter, Willem and Anne Sibert (2008), “The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas,” *CEPR Policy Insight* No. 26.
- Buiter, Willem and Anne Sibert (2008), “The collapse of Iceland’s banks: the predictable end of a non-viable business model,” *VoxEU*, 30 October.
- Egilsson, Jón Helgi og Kári Sigurðsson (2001), “Íslenska krónan,” *Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík*, mars.
- Financial stability report, Central Bank of Iceland, 25 April 2008, (<http://www.sedlabanki.is/?PageID=862>).
- Danielsson, Jon and Hyun Song Shin (2003), “Endogenous Risk,” chapter in *Modern Risk Management: A History*.
- Daníelsson, Jón, Lausafjarkreppan og hagstjórnarmistök, public lecture at the University of Iceland 6. júní 2008.
- Danielsson, Jon (2008), “The first casualty of the crisis: Iceland,” *VoxEU*, 12 November.
- Danielsson, Jon (2008), “Icesave and the bankruptcy of a country,” *Financial Times*, 12 November.
- Gylfason, Thorvaldur (2008), “Events in Iceland: Skating on thin ice?” *VoxEU*, 7 April.
- Herbertsson, Tryggvi and Frederic S. Mishkin (2006), “Financial Stability in Iceland,” The Iceland Chamber of Commerce, (<http://www.vi.is/files/555877819Financial%20Stability%20in%20Iceland%20Screen%20Version.pdf>)/

Larosiere, Jacques de, “The high-level group report on financial supervision in the EU,” 25 febrúar, 2009.

[http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

LÁNAMÁL RÍKISINS, January 2009,

<http://www.lanasysla.is/assets/nyrlanasysla/markisjanuar09.pdf>

IMF Country Report, No. 08/362, November 2008.

Minski, Hyman (1992), “The Financial Instability Hypothesis,” The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74.

Sibert, Anne (2006), “Central Banking by Committee,” *International Finance*, 9 (2), 145-168.

Valgreen, Carsten and Lars Christiansen (2006), “Iceland: Geyser crisis,” Den Danske Bank.

Wade, Robert, “Iceland pays price for financial excess,” *Financial Times*, 1 July 2008.

Wade, Robert, “IMF reports uncertain outlook for Iceland,” *Financial Times*, 15 July 2008.

Zoega, Gylfi (2008), “Icelandic turbulence: A spending spree ends,” *VoxEU*, 9 April.

Zoega, Gylfi (2008), “Iceland faces the music,” *VoxEU*, 27 November.

Zoega, Gylfi (2007), “Stofnanaumhverfi, frumkvöðlakraftur og vægi grundvallaratvinnuvega,” in *Endurmótun íslenskrar utanríkisstefnu 1991-2007*, ed. Valur Ingimundarson.

Gögn um þróun hagkerfisins fyrir hrunið (Data on the macroeconomic development preceding the collapse)

	Raunhagkerfið							Eignaverð			Fjármál			Peningamálastjórn	
Breytur	VLF	C	I	CA	e	P	U	Verðmæti hlutabréfa	Hlutabréfa- verð	Fasteigna- verð	Skuldir heimila	Skuldir fyrirtæk.	Hreinar erlendar skuldir	Verðbólga (CPI)	Vaxtastig
Eining	Vöxtur			% af VLV	Vísit.	% af mannfjölda	% af vinnu-afli	% af VLF	vísitala	vísitala	% af ráðstöfun artekjum	% af VLV	% af VLV	Árs- breyting	Hæsta stig sem mælist
2000	4.3	4.16	11.82	-1.7	100.0	83.5	2.3	58.36	100.00	100.00	177.8	1.17	-94.0	5.0	11.40
2001	3.9	-2.85	-4.31	-0.2	87.3	83.6	2.3	55.45	70.88	106.32	192.0	1.41	-102.1	6.7	11.40
2002	0.1	-1.50	-13.97	1.5	91.7	82.8	3.3	64.82	82.22	111.27	194.0	1.42	-89.8	4.8	10.10
2003	2.4	6.11	11.08	-4.8	96.0	82.1	3.4	78.30	102.40	124.45	184.5	1.70	-94.3	2.1	5.80
2004	7.7	6.97	28.10	-9.8	98.1	80.7	3.1	116.70	190.56	140.38	190.6	2.12	-115.2	3.2	8.25
2005	7.4	12.92	35.66	-16.1	111.4	81.9	2.6	176.94	273.54	189.98	207.3	3.23	-154.1	4.0	10.50
2006	4.4	4.40	20.37	-25.4	104.2	83.1	2.9	222.31	382.20	214.11	213.3	4.50	-208.0	6.8	14.00
2007	4.9	4.30	-13.66	-15.5	108.6	83.3	2.3	200.89	490.70	235.88	221.1	5.61	-242.7	5.0	14.25
2008									241.12	244.97				12.4	15.50

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofan og Fasteignaskrá Íslands (Fasteignamat Ríkisins).

Tákn: C er einkaneysla, I verg fjárfesting, CA er afgangur af utanríkisviðskiptum, e er raungengi, P táknar vinnuþáttökuhlutfall og U er atvinnuleysisstigið.