

Áfram á rauðu ljósi – fjármálahrunið á Íslandi og reynsla Norðurlandanna

Már Wolfgang Mixa og Þröstur Olaf Sigurjónsson¹

Ágrip

Á síðustu árum hafa fræðimenn borið saman fjármálakreppur til að skilja betur þær aðstæður sem myndast í undanfara kreppu. Þessari grein er ætlað að varpa ljósi á það hvort Íslendingar flutu sofandi að feigðarósi í aðdraganda fjármálakreppunnar árið 2008. Viðfangsefnið beinist að því hvort Íslendingar hefðu átt að sjá viðvörðunarkerkin með því að líta til reynslu annarra landa sem nýlega höfðu glímt við fjármálakreppu. Rannsókn þessi ber undanfara íslensku fjármálakreppunnar saman við undanfara norrænu kreppunnar í upphafi tíunda áratugarins. Niðurstaðan er sú að einkennin voru afar lík og það gaf tilefni til að ætla að djúp kreppa væri í aðsigi á Íslandi. Sígild merki um undanfara kreppu sáust jafnvel enn skýrar á Íslandi.

Abstract

Academics have in recent years compared financial crises in order to gain a better understanding of preceding circumstances. This paper explores whether Icelanders were oblivious to historical warning signals preceding the financial crisis in 2008. A specific focus is on whether Icelanders should have seen warning signals by exploring warning signs in other countries that have recently dealt with financial crises. This research compares the prelude of Iceland's financial crisis to preceding circumstances of the Scandinavian crisis during the early 1990s. The result is that the characteristics showed remarkable similarities indicating that a deep crisis was brewing in Iceland. Classic symptoms of a prelude to a crisis were even more evident in Iceland.

JEL flokkun: G010

Lykilhugtök: Hrun, kreppur, fjármál, fjármálakreppur, regluverk.

¹ Þröstur Olaf Sigurjónsson er lektor við viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík og Már Wolfgang Mixa er doktorsnemi við viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík.

1 Inngangur

Sjaldan, ef nokkurn tíma, hefur vestrænt ríki þurft að glíma við fjármálakreppu af sömu stærðargráðu og íslenska þjóðin nú. Afleiðingarnar eru meðal annars aukin skuldsetning ríkissjóðs, úr 23% af vergri landsframleiðslu (VLF) í árslok 2007 (Fjármálaráðuneytið, 2009) í 78% í árslok 2009 (Fjármálaráðuneytið, 2010).² Raunlækkun á virði fasteigna á höfuðborgarsvæðinu nemur um þriðjungi í lok árs 2009 samanborið við húsnæðisvísitöluna í ársbyrjun 2008 þegar nafnvirði hennar náði hámarki (Fasteignaskrá ríkisins, 2009; Hagstofa Íslands, 2009). Til að skilja ástæður þessara ófara er gagnlegt að bera aðdraganda íslensku fjármálakreppunnar saman við fjármálakreppur annarra landa. Samanburður við aðrar Norðurlandþjóðir er nærtækur en þær fóru í gegnum fjármálakreppu í upphafi tíunda áratugarins. Samfélög norrænu þjóðanna og Íslands eru um margt lík og það gerir slíkan samanburð áhugaverðan. Hinar norrænu þjóðirnar þurftu flestar að leggja talsvert fé til banka sinna. Hægt er að tala um að kerfislegt áfall hafi átt sér stað. Aðstæðum í Svíþjóð og Finnlandi svipaði að mörgu leyti saman, jafnvel að því marki að talað hefur verið um tvíburakreppur. Fjármálakerfið í Danmörku þurfti hins vegar lítinn stuðning og glímdu ekki við kerfislegt áfall (Honkapohja, 2009). Þó að almennt sé talað um norrænu bankakreppuna voru það fyrst og fremst Svíþjóð og Finnland sem glímdu við hana (Jonung, Kiander & Vartia, 2008). Bankakreppa reið yfir Noreg en aðeins fyrr og loks má geta þess að alvarleg bankakreppa skall einnig á í Færeyjum í upphafi tíunda áratugarins. Í þessari grein er sjónum aðallega beint að Svíþjóð og Finnlandi en einnig Noregi.

Samanburðargreining á íslenska hruninu árið 2008 og erlendum fjármálakreppum hefur ekki verið birt svo að höfundum sé kunnugt. Hins vegar hefur talsvert verið skrifað um norrænu fjármálakreppurnar og þær bornar saman hver við aðra (Honkapohja, 2009; Jonung, Kiander & Vartia, 2008; Berg, 1998; Englund & Vihriala, 2003; Jonung, 2008; Jonung, 2009). Þessi skrif hafa aukið skilning á þeim aðstæðum sem urðu kveikjan að norrænu fjármálakreppunum. Rannsóknarspurning þessarar greinar er hvort óveðrið, sem skall á íslensku fjármálalífi, hafi verið án viðvörunarmerkja og hvort ekki hefði verið hægt að læra af reynslu norrænu þjóðanna. Sérstök áhersla er lögð á þann þátt í íslensku viðskiptalífi sem nær til losunar regluverks á níunda og tíunda áratugnum og einkavæðingar bankanna.

Aukinn skilningur á orsökum íslenska fjármálahrunsins fæst með því að bera þróun og formgerð norrænu fjármálakreppunnar saman við íslensku aðstæðurnar (Sigurjónsson, 2010a). Slíkur samanburður er gerður með áherslu á samnefnara þeirra og hvaða atriði skilja þær að. Þetta veitir vísbendingu um alvarleika íslensku kreppunnar.

Uppbygging greinarinnar er eftirfarandi. Fyrst er undanfara mikils efnahagsvaxtar á Íslandi lýst og áhersla lögð á þær breytingar sem áttu sér stað í efnahags- og

² Í viðtali Ríkissjónvarpsins 15. nóvember 2009 við Mats Josefsson, einn helsta ráðgjafa ríkisins við endurreisn íslenska bankakerfisins, kemur fram sú skoðun hans að núverandi bankakreppa á Íslandi sé sú stærsta sem heimurinn hafi séð. Hann telur skuldaaukningu ríkisins að mestu leyti til komna vegna kostnaðar við endurreisn bankakerfisins. Í viðtalinu gerir Josefsson ráð fyrir kostnaði sem samsvari 85% af VLF en það er nálægt þáverandi spá um aukningu á skuldum ríkisins í lok ársins 2009 (Fjármálaráðuneytið, 2009). Samkvæmt nýjustu tölum er sú tala lægri eða um 55%. Til samanburðar var kostnaðurinn, samkvæmt Josefsson, 51% í Indónesíu, 25% í Tælandi og 23% í Tyrklandi. Englund og Vihriala (2003) áætla að kostnaðurinn hafi verið um 5% af VLF í Svíþjóð (Josefsson bendir á að sá kostnaður hafi fengist til baka og jafnvel gott betur) og 14% í Finnlandi.

Tafla 1. Þróun umgjarðar fjármálakerfisins á Íslandi

Viðburður	Ár
Verðtrygging leyfð	1979
Bankavextir gefnir frjálssir	1984–1986
Kauphöll Íslands stofnuð	1985
Vextir að fullu gefnir frjálssir	1987
Afnám hafta á fjármagnshreyfingum hefst	1990
Lokun á yfirdráttarheimild ríkis í Seðlabankanum	1992–1993
Nýjar reglur um gjaldeyrisviðskipti / einkavæðing hefst	1992
Millibankamarkaður með erlendan gjaldeyri settur á stofn	1993
Ísland verður stofnmeðlimur EES-samnings	1994
Langtíma fjármagnshreyfingar gefnar frjálssar	1994
Skammtíma fjármagnshreyfingar gefnar frjálssar	1995
Erlendar fjárfestingar heimilaðar í samræmi við EES-samninginn	1995
Millibankamarkaður stofnaður / einkavæðing banka hafin	1998
Millibankamarkaður með erlendan gjaldeyri stofnaður	2001
Einkavæðingu ríkisbankanna lokið	2003

Heimild: Seðlabanki Íslands (2006a) og höfundar.

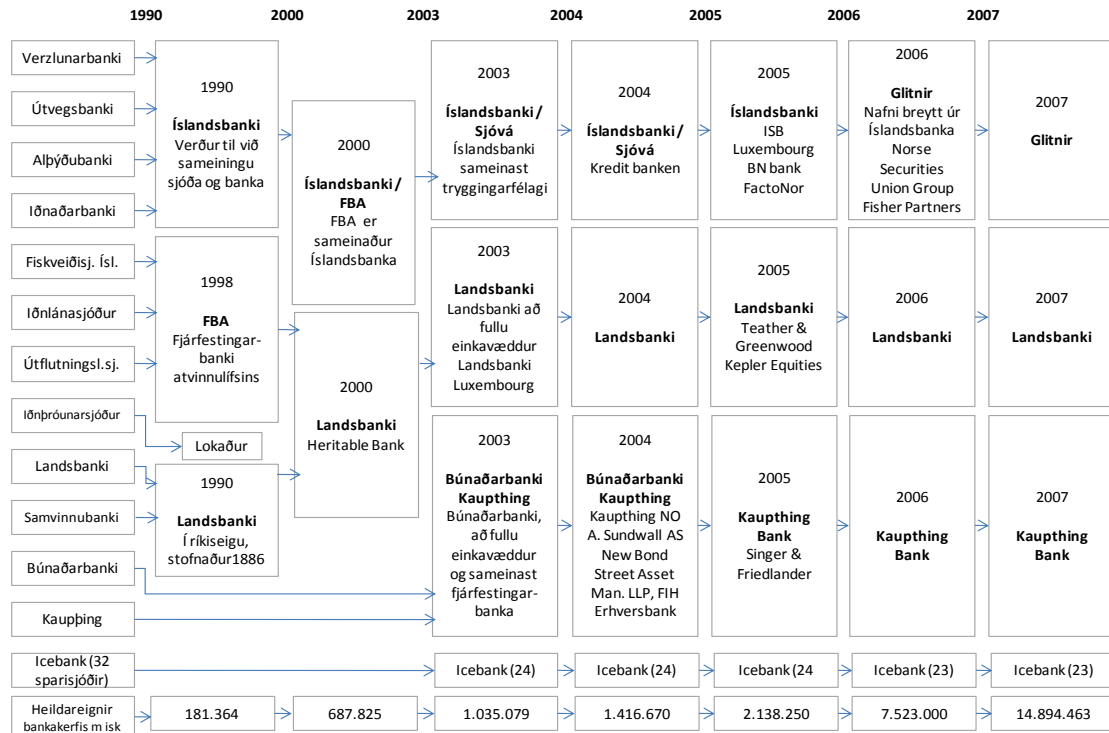
viðskiptaumhverfi landsins í kjölfar losunar hafta. Kaflinn veitir yfirsýn yfir þætti sem að mörgu leyti stuðluðu að hruni fjármálakerfisins. Þá er árangur af einkavæðingu íslensku bankanna greindur með áherslu á vöxt þeirra og aukna áhættusækni. Í framhaldinu er falli íslensku bankanna lýst. Gerð er grein fyrir norrænu fjármálakreppunni á tíunda áratugnum og samhliða gerður samanburður á henni og íslensku kreppunni. Megindlegur samanburður er gerður á bönkunum en jafnframt eru aðstæður í ríkisfjármálum og peningastefnu skoðaðar. Að lokum er fjallað um hvort og þá hvaða lærdóm Ísland getur dregið af reynslu norrænu þjóðanna.

2 Viðskiptaleg og efnahagsleg endurskipulagning á Íslandi

Fyrir tuttugu árum var hafist handa við losun hafta sem dregið höfðu aftur af íslensku viðskipta- og efnahagslífi. Þessi þróun átti sér stað á löngu tímabili eins og tafla 1 sýnir.

Landsbanki og Búnaðarbanki voru síðastir í röð einkavæddra ríkisfyrirtækja en einkavæðingu þeirra lauk árið 2003. Samhliða einkavæðingunni og í kjölfar hennar hófst hrina sameininga og uppkaupa banka, í fyrstu aðallega innanlands en síðan erlendis. Á mynd 1 er yfirlit yfir þróun varðandi sameiningar og kaup íslenskra banka um og eftir einkavæðingu.

Einkavæðingin skóp umhverfi þar sem bankarnir gátu vaxið frekar og hjá öllum bönkunum var litið til tækifæra erlendis. Í upphafi fyrsta áratugar nýrrar aldar voru vextir á heimsvísu í sögulegu lágmarki en það, ásamt lægra áhættuálagi, hvatti til vaxtar. Á sama



Mynd 1. Yfirlit yfir þróun íslenskra banka

Heimild: Seðlabanki Íslands (2007) og höfundar.

tíma var eignavöxtur sterkur á Íslandi og á alþjóðamörkuðum, sérstaklega hvað varðar verð fasteigna og hlutabréfa. Íslensku bankarnir nutu góðs af örum vexti ýmissa atvinnugreina á Íslandi, svo sem lyfjageirans, fyrirtækja í matvælaframleiðslu, verslunarrekstrar og samgangna. Hvati fyrirtækjanna til að vaxa var sá sami og hjá bönkunum, aðlaðandi ytri aðstæður á alþjóðlegum vettvangi. Að sama skapi nutu „nýju“ einkavæddu bankarnir góðs af því láns hæfismati sem ríkisbankarnir nutu áður. Þeir hófu markvissa leit að viðskiptavinum sem gætu stutt við vöxt þeirra erlendis. Bankarnir voru hins vegar ekki einvörðungu lánveitendur. Þeir voru frekar ráðgjafar og tóku stöðu með hlutabréfakaupum viðskiptavina sinna. Þannig urðu þeir oft nátengdir viðskiptavinum sínum (Portes og Baldursson, 2007). Þessi tenging leiddi smám saman til þess að bankarnir urðu háðir fáeinum stórum viðskiptavinum sem fæstir höfðu landfræðilega eða rekstrarlega áhættudreifingu. Með nýja skipulaginu jukust líkur á hagsmunaaðrekstrum.

Íslensku bankarnir störfuðu ekki lengi án erlendra gagnrýni. Það sem hefur verið kallað *Informational Crisis* skall á bönkunum í byrjun árs 2006 (Portes & Baldursson, 2007). Hörðust var gagnrýnin frá Fitch Ratings og Danske Bank (Seðlabanki Íslands, 2006b; Valgreen, 2006). Gagnrýnin snerist að mestu um skort á gagnsæi og upplýsingum um viðskiptalíkön og rekstur íslensku bankanna. Einnig var gagnrýnt hversu háðir bankarnir voru fjármögnun á markaði (*e. wholesale market*) og hversu hátt hlutfall skammtímalána var (bankarnir fengu skammtímalán en lánuðu sjálfir langtímalán) (Merrill Lynch, 2006). Þessar aðstæður gerðu bankana viðkvæma fyrir mögulegum óróa á fjármálamörkuðum og lausafjárekstrum. Greiningaraðilar Merrill Lynch (2006) lýstu einnig yfir efasemdum um gæði eigna bankanna, krosseignarhald og almennan skort á gagnsæi í rekstri þeirra. Skýrslu Portes og Baldurssonar (2007) var ætlað að varpa ljósi á ofangreinda gagnrýni.

Í framhaldi af neikvæðri umræðu, auk óróleika á erlendum mörkuðum, lækkaði gengisvísitala íslensku krónunnar um 25% og innlenda hlutabréfavísitalan féll um svipað

Tafla 2. Vöxtur eigna íslenskra banka í samanburði við norræna banka

Vöxtur eigna	Glitnir	Kaupþing	Landsbanki	Svenska Handelsb.	Danske Bank	Nordea	Den Norske Bank
2001–2007	8,5	12,4	11,4	1,6	2,2	1,6	2,5

Heimild: Ársskýrslur bankanna og útreikningar höfunda.

hlutfall. Það var almenn skoðun að þessi lækkun tengdist neikvæðu viðhorfi erlendra aðila til stöðu bankanna (Portes & Baldursson, 2007). Eftir einkavæðingu höfðu íslensku bankarnir fjármagnað hraðan vöxt sinn á heildsölumarkaði með lánnum frá öðrum fjármálastofnunum en ekki með innstæðum viðskiptavina sinna. Að sama skapi var sett spurningarmerki við hátt hlutfall óreglulegra tekna í rekstrarreikningum þeirra en það hlutfall fór upp undir 50% (ársreikningar íslensku bankanna, 2003–2006). Bankarnir voru þegar hér var komið sögu nauðbeygðir til að breyta um stefnu. Heildsölufjármögnun var þeim lokuð og þeir urðu að leita á önnur mið til að auka innlán sín.

Frá árinu 2003 jókst stöðugt vaxtamunur á milli íslensku krónunnar og erlendra mynta, bæði vegna hækkandi stýrivaxta á Íslandi og vegna þess að stýrivextir á alþjóðamörkuðum voru í sögulegri lægð. Íslensku bankarnir nýttu sér þessar aðstæður og tóku mikið af lánnum erlendis. Á skömmum tíma þandist efnahagsreikningur þeirra út og í árslok 2007 nam hann orðið um það bil ellefu- til tólfaldri vergri landsframléiðslu (Hagstofa Íslands, 2009; Seðlabanki Íslands, 2010), þar af voru um 2/3 í erlendri mynt (Már Guðmundsson, 2010). Með gríðarlega auknu innflæði fjármagns jukust áhyggjur af flóknu krosseignarhaldi og ógagnsæi í starfsemi bankanna enn frekar.

3 Áhrif einkavæðingar á rekstur bankanna

Þegar litið er til íslenska bankakerfisins í sögulegu samhengi er rétt að horfa til þess að á árunum 1984–2001 var losað um höft í íslensku atvinnulífi í umtalsverðum mæli samhliða einkavæðingu ríkisfyrirtækja. Gætt var að samkeppnissjónarmiðum, til að mynda með því að leyfa ekki samruna einkavæddra ríkisbanka við einkabanka. Ríkisvaldið styrkti hlutabréfamarkað með skattaívilnun vegna hlutabréfakaupa ásamt því að lækka umtalsvert skatt á fyrirtæki, einstaklinga og fjármagn (Sigurjónsson, 2010b). Farnar voru algjörlega nýjar leiðir við hvatakerfi starfsfólks bankanna og voru þær í takti við það sem þekktist hjá alþjóðlegum fjárfestingarþöngum.

Einkavæddu bankarnir, ásamt Glitni (sem hafði orðið til við samruna Fjárfestingarbanka atvinnulífsins og Íslandsbanka árið 2000), tóku allir þátt í alþjóðavæðingu sem skilaði þeim átt- til tólföldum vexti eigna innan fárra ára. Þetta er margfaldur vöxtur á við aðra norræna banka á sama tímabili eins og tafla 2 sýnir.

Íslensku bankarnir reiddu sig á fjármögnun á heildsölumarkaði frekar en innlán. Það hafði ákveðna áhættu í för með sér sem var gagnrýnd af erlendum greinendum (Merrill Lynch, 2006 & Danske Bank, 2006) og brugðust íslensku bankarnir við þessari gagnrýni. Fljótlega gat Landsbankinn sýnt fram á umtalsverðan viðsnúning og hækkaði mikið hlutfall innlána af heildareignum en bankinn naut mikillar velgengni með Icesave-innlánsreikninga sína í Bretlandi og Hollandi. Hinir tveir íslensku bankarnir náðu þessum hlutföllum sambærilegum við Danske Bank og Svenska Handelsbanken (Sigurjónsson, 2010b).

Aukin skuldsetning þýddi þó aukna viðkvæmni fyrir mögulegum verðlækkunum eigna. Á því tímabili þegar verð á eignum hækkaði skart (2003–2007), í umhverfi þar sem aðgengi

að lausafé var auðvelt, jókst mikilvægi þess að fjármagnsmarkaðir lentu ekki í lausafjárþurrð (Gylfason, 2009). Hvorki Seðlabanki Íslands né ríkissjóður höfðu svigrúm til þess að koma íslensku bönkunum þremur til aðstoðar ef með þyrfti, til þess var ekki til nægur erlendur gjaldeyrir. Fljótlega eftir einkavæðingu var bankakerfið án lánveitanda til þrautarvara (Buiter, 2009).

4 Hrunið

Á uppgangstímum hvatti öflugur hagvöxtur stjórnendur íslenskra fyrirtækja til dáða og almenningur fylgdist með fullur aðdáunar. Stemningin í samfélaginu virtist skipta meira máli en hátt vaxtastig hvað áhættusækni varðar og kemur það heim og saman við rannsóknir (Gailbraith, 1997). Traust á sterka leiðtoga og jákvæð almenn fjölmiðlaumræða skiptir miklu máli í þessu samhengi. Með greiðum aðgangi að fjármagni virtust viðskiptatækifærin vera víða. Nægt framboð fjármagns leiddi til hækkunar eignaverðs. Aðgangur að ódýru fjármagni varð lykilkþáttur í hækkandi eignaverði. Þegar eignir voru svo skráðar á markaðsvirði hækkaði eigið fé enn meira og aðstæður fyrir nýjar lántökur sköpuðust. Eignaverðbólga hafði orðið til. Þessar aðstæður giltu um flest vestræn ríki þar sem vextir voru lágir svo árum skipti og var það ekki fyrr en á árinu 2007 að neikvæð áhrif fóru að koma fram (Kirkpatrick, 2009).

Íslensku bankarnir urðu fljótt lýsandi dæmi um þá erfiðleika sem hrönnuðust upp í fjármálaheiminum sumarið 2007. Áhættuálag á skuldabréfum þeirra rauk upp strax haustið 2007 eftir að Northern Rock í Bretlandi varð gjaldþrota. Litlu skiptu yfirlýsingar um að lánasöfn þeirra væru að mestu án undirmálslána (e. sub-prime loans). Í lausafjáarkreppunni árin 2007–2008 urðu eignir bankanna enn viðkvæmari. Þegar lánveitendur treysta því ekki lengur að aðrir lánveitendur framlengi lán sín og veiti ný lán tapa bankar trausti sínu og verða fljótt gjaldþrota vegna lausafjárþurrðar. Þetta átti sérstaklega við um íslenska banka vegna spurninga erlendra greiningaraðila um stöðu þeirra.

Með falli fjárfestingarbankans Lehman Brothers varð neikvæðri þróun ekki snúið við. Millibankamarkaðir og peningamarkaðir (e. money markets) frusu, sérstaklega til aðila sem þóttu veikir fyrir. Fljótlega varð ljóst að ekki aðeins einn íslenskur banki gæti orðið undir heldur allt bankakerfið. Áhlaup var hafið á fjármálakerfi heillar þjóðar, lánalínur frusu og Glitnir varð fyrsti bankinn til að leita til Seðlabankans um líflínu. Ljóst þótti að Glitni yrði ekki bjargað og var bankinn tekinn yfir 6. október 2008. Þegar skammtímafjármögnun hafði horfið kom veðkall frá Seðlabanka Evrópu. Landsbankinn gat með sama hætti ekki staðið við sínar skuldbindingar og var tekinn yfir daginn eftir. Kaupþing virtist vera eini bankinn sem enn gat starfað en 6. október fékk bankinn 80 milljarða ISK lán frá Seðlabanka Íslands gegn veði í danska FIH bankanum. Viðbrögð breskra stjórnvalda urðu afdrifarík. Landsbankinn hafði safnað 1.200 milljörðum ISK inn á Icesave-innlánsreikninga í bresku útibúi sínu. Bresk stjórnvöld voru uggandi yfir þessari stöðu svo og lausafjárstöðu dótturfyrirtækis Kaupþings, Singer & Friedlander. Þau settu hryðjuverkalög á íslenskar eignir í Bretlandi og við það féll Singer & Friedlander. Í kjölfarið tók íslenska ríkið Kaupþing yfir, 9. október 2008 (Jännäri, 2009).

Í ágúst 2008 höfðu allir íslensku bankarnir staðist álagspróf af hálfu Fjármálaeftirlitsins (FME, 2008). Til allrar óhamingju taka slík próf ekki fyrir áhrif lausafjáarkreppu. Auk þess gerði prófið ekki ráð fyrir þeim sveiflum í gengi gjaldmiðils sem íslenska krónan varð fyrir árið 2008; flóktið var takmarkað við 20% en veiking krónunnar reyndist vera meiri en 50% áður en gjaldeyrishöft voru sett á (Kamallakharan & Tómasson, 2009). Ríkisvaldið hafði rekið

stefnu afskiptaleysis og FME fékk fá tækifæri til að eflast samtímis miklum vexti bankanna. Á sama tíma og bankarnir stækkuðu meira en tífalt fjölgaði starfsfólki FME úr 27 í 45 (FME, 2009). Hæft starfsfólk FME var auk þess eftirsótt af bönkunum og kusu margir að færa sig yfir í fjármálageirann og njóta betri kjara. Vogarafl bankanna yfir FME jókst stöðugt. Engar hömlur voru á vexti bankanna og djörfu hvatakerfi þeirra sem studdi mjög áhættusækni.

5 Samanburður á kreppum

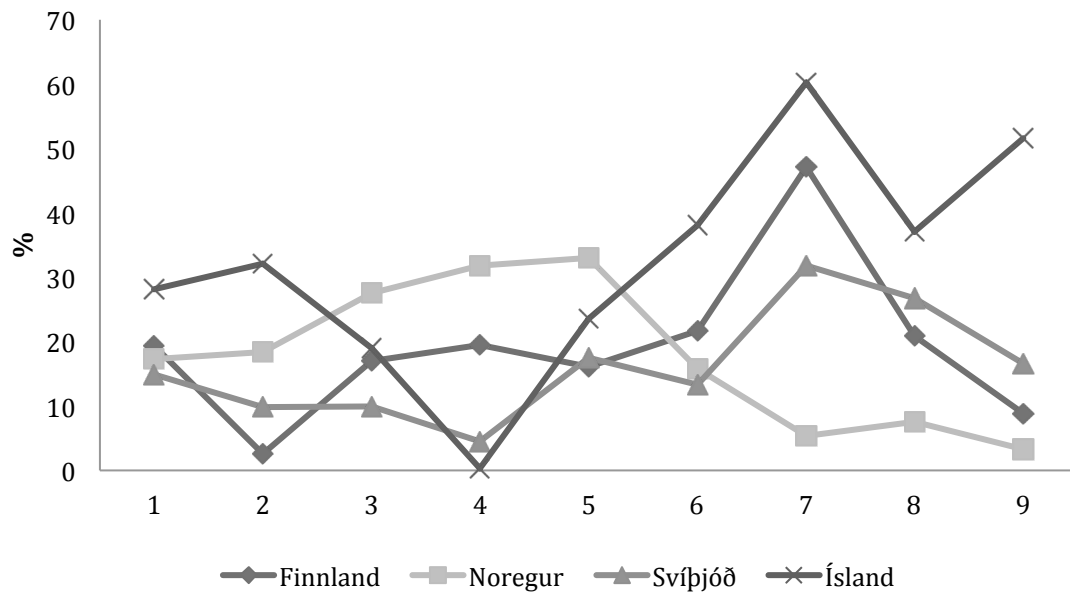
Í rannsókn Reinhart og Rogoff (2008) eru átján fjármálakreppur skilgreindar frá eftirstriðsárunum til ársins 2007 þegar undirmálslánakreppan skall á. Höfundar rannsóknarinnar flokka kreppurnar í Noregi, Svíþjóð og Finnlandi í byrjun níunda áratugarins meðal þeirra fimm stærstu. Niðurstaða þeirra er sú að alls staðar megi greina sambærileg atriði sem fara á undan kreppunum. Áhrifaríkar breytingar á regluverki skapa aðstæður sem geta leitt til mikillar útlánaaukningar í fjármálakerfi og það ýtir undir eignaverðbólgu. Þegar bólgan hjaðnar lækkar eignaverð mjög skart, sérstaklega virði fasteigna, og afleiðingin getur verið fjöldagjaldþrot. Tapaðar kröfur og eignarýrminn valda bankakreppu sem, ásamt hruni á gjaldmiðli, eykur tapið enn frekar. Afleiðingin er að lánveitingar til fyrirtækja í rekstri dragast mikið saman og það eykur enn líkur á kerfishruni og nauðsynlegu inngrípi ríkisvalds til hjálpar fjármálakerfinu (Englund, 1999).

Hér er sjónum aðallega beint að Svíþjóð og Finnlandi þar sem áfallið í Noregi varð nokkru minna og átti sér stað nokkrum árum fyrr. Sérstök ytri áhrif höfðu jákvæða þýðingu fyrir Noreg en olíuverð fór hækkandi á þessum tíma vegna óróleika í Persaflóanum. Afnáam hafta átti sér stað tveimur árum fyrr í Noregi en í Svíþjóð og Finnlandi. Upphaf norrænu kreppunnar er venjulega rakið til níunda áratugarins þegar hafist var handa við losun regluverks. Þó að ferli breytinga hafi ekki verið alveg eins voru upphaf og lok sambærileg (Englund, Vihriala, 2003). Samnefnari var frelsi til vaxtaákvarðana og öflun fjármagns á alþjóðlegum mörkuðum (Jonung, Kiander & Vartia, 2008).

Regluverkið í Svíþjóð var lítið uppfært í kjölfar breytinga á starfsemi fjármálafyrirtækja (Honkapohja, 2009). Að auki urðu breytingar á skattkerfinu og hvatti það til aukinnar skuldsetningar, bæði í fyrirtækjarekstri og fyrir heimili (Honkapohja, 2009). Á hinum Norðurlöndunum leið minna en áratugur frá því að tímabil losunar regluverks hófst þangað til því var lokið. Áhrif breytinganna komu að fullu fram á þremur til fjórum árum en þau mátti merkja á þann hátt að útlán jukust mikið. Tafla 1 sýnir að á Íslandi var þetta tímabil miklu lengra, eða tæplega 25 ár, og gerir það samanburð að einhverju leyti erfiðari.

Því má segja að árin 1982-1986 væru fyrir hin Norðurlöndin það sem árin 1984-2003 voru fyrir Ísland. Vaxtartímabili árána 1986 til 1990 á Norðurlöndunum náðist ekki á Íslandi fyrr en á seinni hluta tíunda áratugarins. Það þýðir að útlánavöxtur var þá þegar mikill en óhóflegur vöxtur útlána á Íslandi hófst fyrst fyrir alvöru eftir 2003 (sjá mynd 3).

Upphafspunktur fyrir samanburð tímabila er hlutlægur en sameiginlegur grunnur veitir fyrst og fremst innsýn í þróun sem átti sér stað á uppgangsárunum. Því er hér miðað við tímabilið þegar afnám hafta hefst. Með slíkan samanburð í huga er árið 1982 notað sem upphafsár fyrir hin Norðurlöndin, eða um það leyti sem losun hafta var farin að hafa áhrif, en fyrir Ísland er það árið 1999 (þegar áhrif af auknu afnámi hafta voru farin að koma í ljós en enn voru engin teikn uppi um óvanalega miklar lánveitingar). Árið 1999 er því skilgreint sem upphafstímabil, eða T, fyrir Ísland og árið 1982 sem T fyrir Norðurlöndin.



Mynd 2. Samanburður á útlánavexti – Ísland borið saman við hin Norðurlöndin³

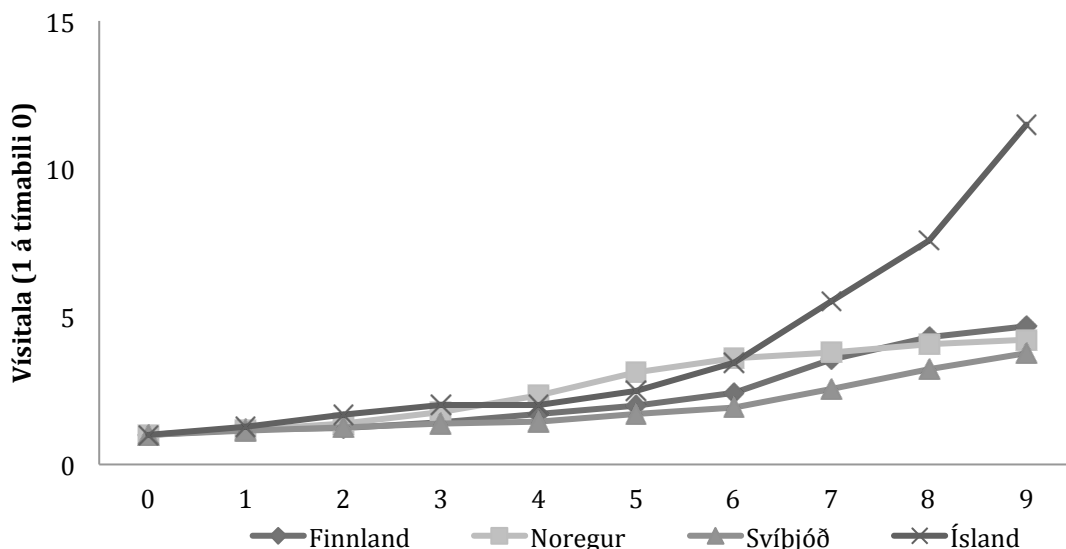
Heimildir: Honkapohja (2009) og Seðlabanki Íslands (2010)

5.1 Vöxtur útlána

Rætur kreppunnar á hinum Norðurlöndunum er að finna við upphaf níunda áratugarins en áhrifin komu af alvöru fram undir lok þess áratugar samfara miklum vexti útlána. Fjármálastofnanir hurfu frá því að keppa á sviði þjónustu og fóru þess í stað að keppa í verði til að ná sem stærstri markaðshlutdeild (Berg, 1998). Með aukinni samkeppni á vaxtamarkaði hagnaður af hverju láni og var reynt að vega upp á móti slíkri þróun með aukningu lána. Eins og sést á mynd 2 leiddi það af sér stóraukinni áhættusækni í ákvörðunartöku útlána til viðskiptavina (Honkapohja, 2009). Lánveitingar til nýrra markaða og landssvæða komu í kjölfarið. Hluti af þessari þróun var sú viðleitni banka að elta viðskiptavinum sína í landvinningum þeirra. Ógnunin fólst í því að bankarnir stóðu andspænis nýju umhverfi sem þeir áttu erfiðara með að mæla áhættu af (Berg, 1998).

Í fyrstu olli aukning útlána engum vandræðum. Frá lokum seinni heimsstyrjaldar hafði peningastefna ríkisins veitt ákveðnum geirum atvinnulífsins stuðning með lánnum á lágum vöxtum sem voru ekki í boði fyrir alla. Hátt verðbólgu og lágt vaxtastig gerði það að verkum að raunvaxtastig var neikvætt og því voru lán skömmtuð af ríkinu (Jonung, 2008). Þar sem lengi höfðu verið höft á útlánnum hafði myndast undirliggjandi umframeftirspurn eftir lánnum og því mátti gera ráð fyrir að jafnvægispunktur útlána yrði hærri. Eftir því sem útlánaaukning jókst hækkuðu vextir (markmiðið var að slá á eftirspurn eftir fjármagni) og leiddi það til hærri vaxtamunar við útlönd. Lántökur í erlendri mynt urðu álitlegri og í skjóli frjáls fjárflæðis á milli landa leiddi það til þess að peningamálastefna hinna Norðurlandanna um að hefta vöxt varð bitlausari (Honkapohja, 2009). Án fjárstreymis erlendis frá hefði þessi mikli lánvöxtur verið óhugsandi (Berg, 1998). Lántakendur mátu líkurnar á miklu tapi vegna gengissveiflna augljóslega litlar (Jonung, Kiander & Vartia, 2008) en gjaldmiðlar Svíþjóðar og Finnlands voru festir við þýska markið.

Útlánavöxtur á Íslandi tók kipp í kjölfar einkavæðingar ríkisbankanna. Íslenskir bankar og sparisjóðir höfðu áhuga á að auka markaðshlutdeild sína en þróunin á hinum Norðurlöndunum hafði verið í þá veru. Það kallaði á áhættumeiri útlánastefnu, ólíkt því sem gömlu viðskiptabankarnir höfðu stundað áður.



Mynd 3. Útlánavöxtur sýndur samanlagður

Heimildir: Honkapohja (2009) og Seðlabanki Íslands (2010)

Til að bera saman útlánavöxt milli Íslands og hinna Norðurlandanna er mynd 2 notuð. Upphafstímabilið, tími T, stendur fyrir árið 1999 á Íslandi og árið 1982 fyrir Norðurlöndin. Myndin sýnir að fyrra útlánavaxtartímabilið á Íslandi var hliðstætt seinna útlánavaxtartímabilinu á Norðurlöndum. Seinna útlánavaxtartímabilið á Íslandi er tvöfalt á við það sem var á Norðurlöndunum. Í Finnlandi jukust útlánin mjög eitt árið en það sker sig frá öðrum árum þar.

Eftir einkavæðinguna varð útlánavöxtur miklu meiri á Íslandi en á hinum Norðurlöndunum. Útlán í lok árs 2007 voru fjórum sinnum það sem þau voru í lok árs 2002. Þessa þróun má sjá enn skýrar á mynd 3 sem sýnir vöxtinn samanlagðan.

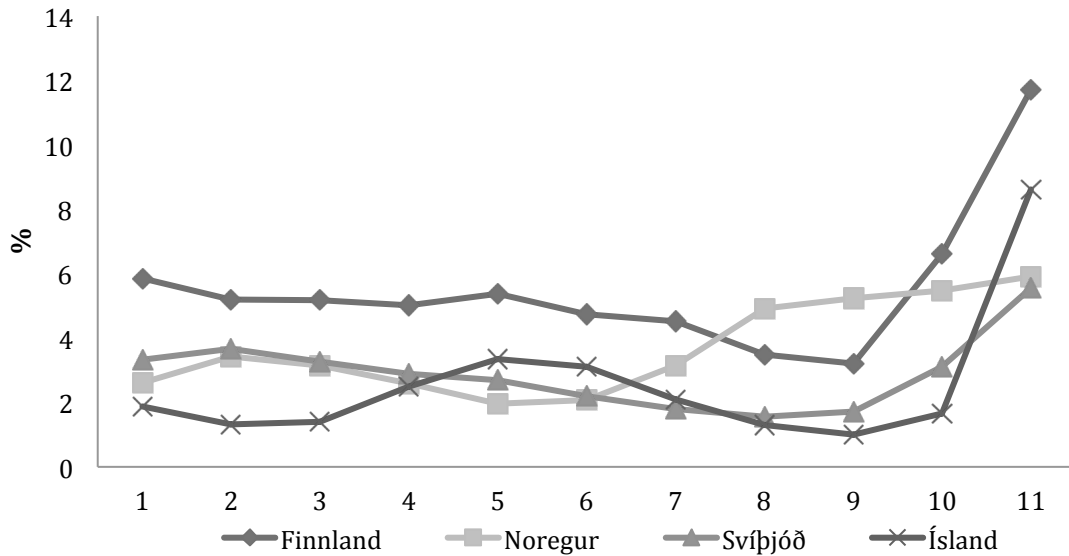
Neikvæðum áhrifum afnáms regluverks á Íslandi var frestað þar sem ríkið hélt eignarhaldi sínu á bönkunum fram til ársins 2003. Þannig voru hömlur fyrir hendi sem komu í veg fyrir hraðan útlánavöxt þrátt fyrir frjálst flæði fjármagns. Það er ekki þar með sagt að enginn útlánavöxtur hafi verið á þessum árum. Hann var til staðar enda var verið að losa um kerfi sem hafði haldið verulega aftur af útlánnum til fyrirtækja og heimila.

Það vekur sérstaka athygli að útlánavöxtur hélt áfram þrátt fyrir þær hættur sem steðjuðu að í íslensku fjármálalífi árið 2006. Líklegt verður að telja að sumir þátttakendur á markaði hafi talið að þar sem íslenskt fjármálalíf hafi staðið tímabundið af sér þann storm hafi hann einungis verið í vatnsglasi.

5.2 Atvinnuleysi, VLF og eignaverðbólga

Atvinnuleysi var að jafnaði mjög lágt á níunda áratugnum (sjá mynd 4). Í Finnlandi lækkaði það jafnt og þétt eftir miðjan áttunda áratuginn á meðan það jókst í Noregi, fyrst og fremst vegna lakkandi olíuverðs árið 1986 sem orsakaði niðursveiflu í norska hagkerfinu. Þrátt fyrir þetta fór það ekki mikið yfir 5% en var á sama tímabili um 3% í Finnlandi og stöðugt undir

³ Upplýsingar um útlánavöxt eru aðeins veittar fyrstu níu mánuði ársins 2008 á Íslandi. Árið 2008 er því ekki notað í þessum samanburði. Mikil aukning á sér stað á fyrstu níu mánuðum ársins í krónum talið en höfundar áætla að veigamikil skýring sé fall krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum og að útlánavöxtur hafi í rauntölum með tilliti til verðbólgu og veikingar krónunnar verið hér um bil enginn, jafnvel neikvæður.

Mynd 4. Atvinnuleysi í prósentum – Ísland borið saman við Norðurlönd⁴

Heimild: AGS (2009b og 2010)

2% í Svíþjóð. Stefna stjórnvalda allra þessara ríkja var að tryggja fulla atvinnu (Jonung, Kiander, Vartia, 2008).

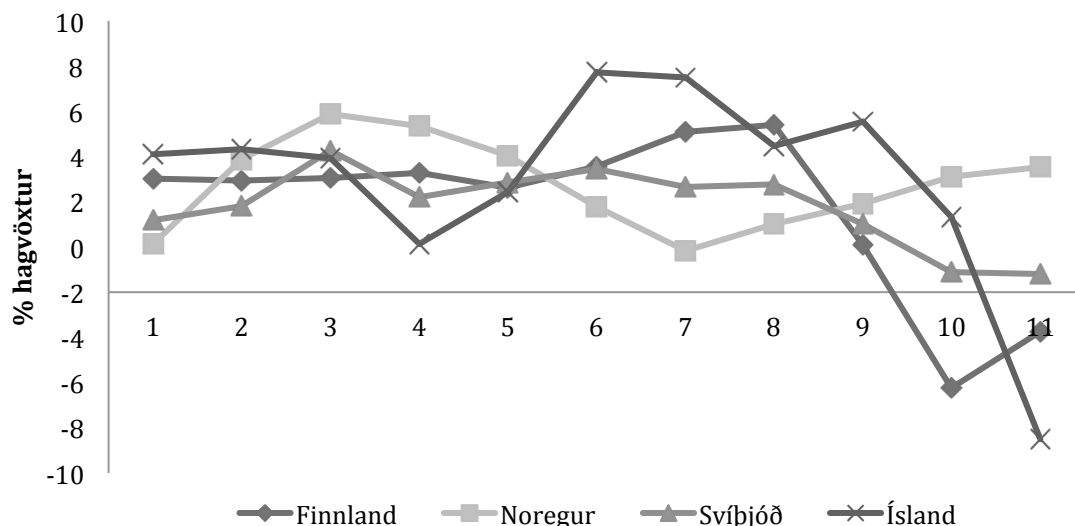
Á seinni hluta tímabilsins var afar lítið atvinnuleysi á Íslandi og skýrist það aðallega af auknum umsvifum vegna virkjanaframkvæmda og ruðningsáhrifa þeirra. Einnig var mikill uppgangur í byggingariðnaðinum. Margir innflytjendur komu til Íslands í slík störf enda fjölgaði innflytjendum á Íslandi um það bil fimmfalt frá 1996 til 2008 (Hagstofa Íslands, 2009). Atvinnustig gefur vísbendingu um mikla þenslu á þessu tímabili og þrátt fyrir þenslu á hinum Norðurlöndunum á samanburðartímabilinu mældist atvinnuleysi þar meira en á Íslandi mestallt tímabilið. Upplýsingar frá AGS sýna að atvinnuleysi í Finnlandi fór allt upp í 17%. Í upphafi árs 2010 mældist atvinnuleysi á Íslandi um 9%.

Rétt eins og á hinum Norðurlöndunum hafði mikil útlánaaukning því áhrif á efnahaginn, með atvinnuleysi á lægstu stigum samhliða miklum hagvexti. Öll löndin sýndu sterkan og stöðugan hagvöxt á tímum uppsveiflunnar, þó sérstaklega Ísland sem sýndi að meðaltali 4% árlegan hagvöxt um tíu ára skeið. Á mestu uppgangsárunum, 2003-2007, var meðaltalið rúmlega 6% (sjá mynd 5).

Þróun hagvaxtar svipar augljóslega til þróunar á aukningu útlána. Hagvöxtur á Íslandi fellur mikið á tímabili 4 í kjölfar hjöðunar á tæknibólunni í upphafi áratugarins og alþjóðlegs samdráttar. Hagvöxturinn fer aftur á móti á flug samhliða auknu fjárflæði innan hagkerfisins.

⁴ Hér eru ellefu tímabil notuð til að sýna afleiðingar aukins atvinnuleysis í kjölfar hrunsins sem átti sér stað á öllum landssvæðum. Síðasta tímabilið fyrir Ísland er áætlun AGS um atvinnuleysi á Íslandi árið 2009.

⁵ Sýnd eru ellefu tímabil svo að hægt sé að sjá vægi niðursveiflunnar, síðasta tímabil fyrir Ísland er áætlun AGS.

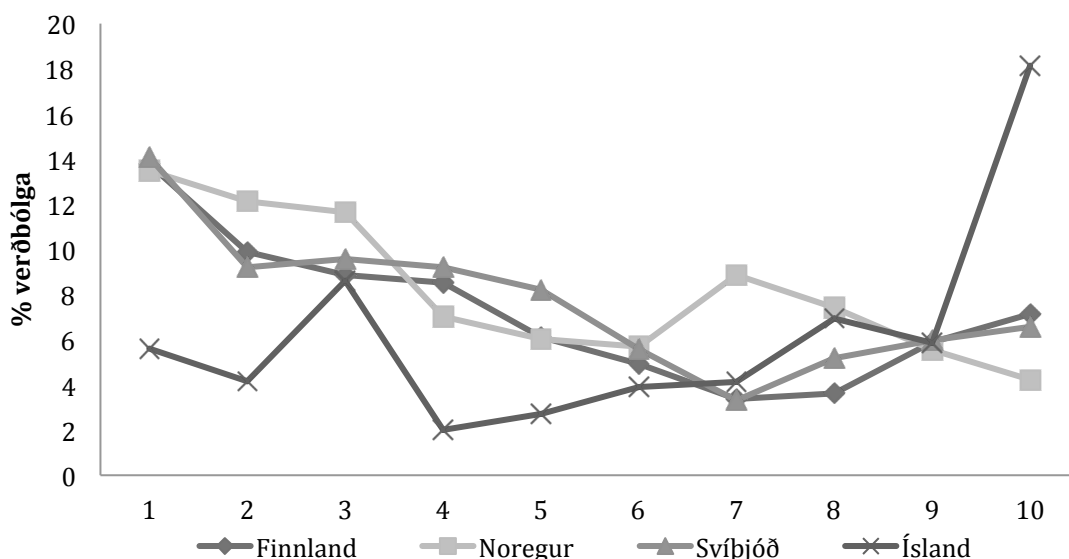


Mynd 5. Hagvöxtur á Íslandi borið saman við hin Norðurlöndin⁵

Heimild: AGS (2009b og 2010)

Lágt stig atvinnuleysis og hár hagvöxtur getur leitt til hárrar verðbólgu. Þessi þróun virðist ekki hafa átt sér stað á hinum Norðurlöndunum. Hins vegar ber að hafa í huga að á meðan norrænu ríkin ofhitnuðu getur verið að sterkur gjaldmiðill þeirra (tengdur við þýska markið) hafi dulið raunverulega eignaverðbólgu. Innflæði fjármagns til Íslands gerði það að verkum að íslenska krónan styrktist vegna sömu áhrifa.

Samanburður á verðbólgu, sýndur á mynd 6, ber með sér frekar lága verðbólgu á Íslandi meðan á uppsveiflu stóð. Á þessum tíma var markmiðum Seðlabankans um 2,5% verðbólgu þó afar sjaldan náð. Verðbólga var jafnframt dulin vegna mjög sterkrar íslenskrar krónu sem gerði innfluttar vörur ódýrar. Það voru því innlendir þættir sem fyrst og fremst voru áhrifavaldar aukinnar verðbólgu.



Mynd 6. Verðbólga % (í lok árs) – Ísland borið saman við hin Norðurlöndin

Heimild: AGS (2009b og 2010)

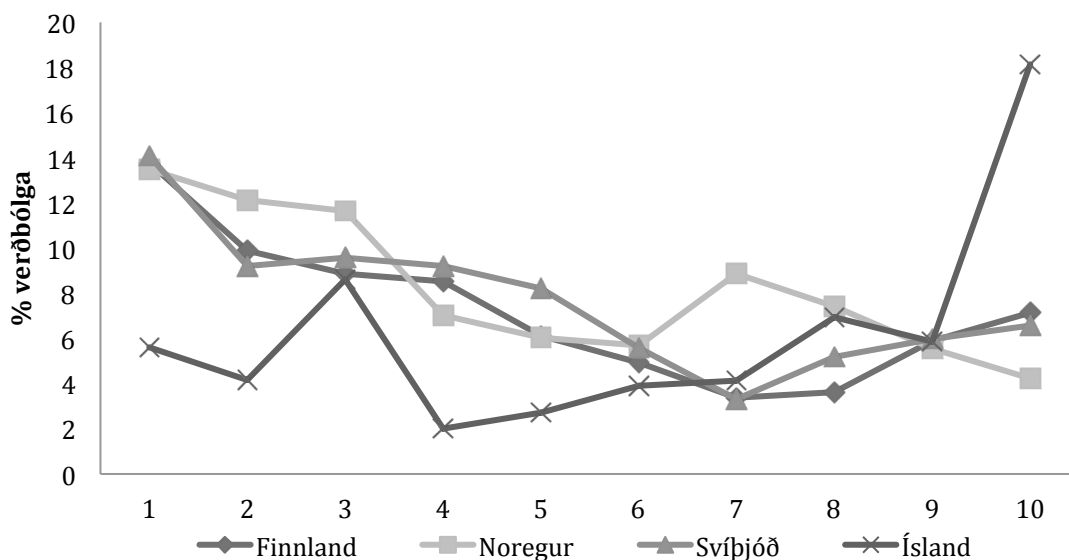


Mynd 7. Þróun íslensku krónunnar 1999–2009

Heimild: Seðlabanki Íslands (2009)

Þegar íslenska krónan féll fór verðbólga hratt upp. Sterk króna, sem hafði haldið aftur af verðbólgu, hrundi í kjölfar falls bankanna (hún hafði þó veikst talsvert nokkur misserin á undan). Þetta skýrir hið mikla verðbólguþróun í kjölfarið. Eins og mynd 7 ber með sér féll íslenska krónan skart. Það olli því að innfluttar vörur hækkuðu í verði og hugsanlegt rými smásala til að taka á sig einhvern mismun á gengissveiflum hvarf fljótt; veiking krónunnar fór því hratt út í verðlag. Svipuð þróun átti sér stað á hinum Norðurlöndunum þegar tenging gjaldmiðlanna var afnumin en þar sem um handstýringu var að ræða á samamburður síður við.

Verðbólguþróun á íbúðarhúsnæði gæti því verið betri mælikvarði á eignaverðbólgu enda tekur hún bæði tillit til áhrifa almennrar verðbólgu og aukningar í virði eigna (þ.e. eignabólu ef hún er til staðar). Það er almennt viðurkennt að helsta ástæða þess að minnkun hafta hafi orsakað verðbólgu sé hækking eignaverðs en þetta er þó nokkur einföldun (Englund, 1999). Fasteignaverð í Svíþjóð var t.d. að mestu stöðugt eða lækkaði stærstan hluta níunda áratugarins (Berg, 1998). Það var ekki fyrr en lánin fóru úr 75% í 90% markaðsverðmætis eigna (e. Loan-To-Value) árið 1988, þremur árum eftir losun regluverks, að fasteignaverð lækkaði um 35% (Englund, 1999). Englund sýnir fram á að hærra hlutfall lána á móti markaðsverðmæti sé mælikvarði á áhættusækni enda var lánshlutfallið lækkað á nýjan leik árið 1991 og enn frekar árið 1992. Svíar ákváðu að lækka lánshlutfallið á sama tíma og nauðsynlegt var að fá aukna innspýtingu í gangverk þjóðfélagsins (Englund, 1999). Ákvörðunin er vísbending um að Svíar hafi lært af reynslunni að 90% lánshlutfall til íbúðakaupa væri of hátt, jafnvel á krepputímum. Þessi þróun á fasteignaverði þýðir að aðhald ríkisins verður að vera til staðar í kjölfar minnkandi áherslu á regluverk. Án slíks aðhalds er hættu á að útlán fari úr böndunum.



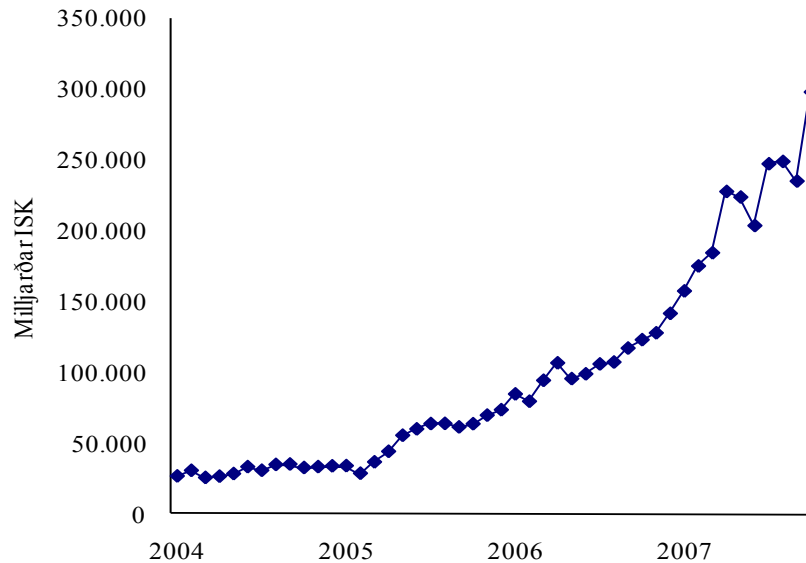
Mynd 8. Samanburður á fasteignaverðbólgu (Vísitala sett á 100 í upphafi)

Heimild: Berg (1998) og Fasteignaskrá ríkisins (2009)

Á Íslandi gerðust hlutirnir að sumu leyti með ólíkum hætti. Hámark lána sem hlutfall af markaðsverðmæti fasteigna hækkaði samfara auknum efnahagssumsvifum. Íbúðalánasjóður hafði einokað lánveitingar vegna íbúðarhúsnæðis og naut niðurgreiddra kjara vegna eiganda síns, íslenska ríkisins. Þeir vextir sem Íbúðalánasjóður bauð voru lægri en bankar og sparisjóðir gátu boðið en lán þeirra voru aðeins samkeppnishæf þegar að lántaki þurfti lán umfram hámark Íbúðalánasjóðs. Þegar ríkið ákvað að hækka hámark lána sem hlutfall af markaðsverðmæti eigna úr 65% upp í 90% kom Kaupþing inn á íbúðalánasjóðsmarkaðinn af fullum þunga. Þetta var í ágúst 2004. Flest önnur fjármálafyrirtæki fylgdu í kjölfarið. Í staðinn fyrir að takmarka niðurgreidd lán var aðgangur að þeim nánast opnaður upp á gátt. Skattaívilnanir í formi vaxtabóta til þeirra sem mest skulduðu hvöttu jafnframt til lántöku. Það var því freistandi fyrir marga að taka heldur hærri lán en lægri. Misvægi hafði verið komið á milli aðhaldssamrar vaxtastefnu Seðlabanka Íslands og mikils framboðs fjármagns frá bönkum og stjórnvöldum.

Í þeim tilgangi að ná sem mestri markaðshlutdeild fóru bankarnir fram úr hámarki Íbúðalánasjóðs. Um stund fór Glitnir upp í 100% lán. Samkeppnin varð svo hörð að bankarnir töpuðu í raun á lánveitingum til kaupa á íbúðarhúsnæði, einfaldlega vegna vaxtamunarins (þ.e.a.s. vegna neikvæðs sambands fjármögnunar og lánveitinga). Það er vafamál hvort þeir hefðu nokkru sinni getað haft hagnað af þessum lánveitingum til lengri tíma litið. Sparisjóður Hafnarfjarðar seldi t.a.m. skuldabréf á vaxtabilinu 4,90% til 5,20% en lánaði til viðskiptavina sinna vegna húsnæðis kaupa á 4,15% vöxtum (Baldur Thorlacius, munnleg heimild, 18. ágúst 2009). Framan af hækkaði fasteignaverð á Íslandi með sambærilegum hætti og í Finnlandi (mynd 8). Ísland á sér þó mun lengra tímabil hækkanði fasteignaverðs sem þýðir að verðið var annaðhvort óeðlilega lágt í upphafi samanburðartímabils eða óeðlilega hátt í lok þess.

Það var ákveðinn forleikur að ofangreindri þróun. Árið 2003 lækkaði Seðlabanki Íslands bindiskylduhlutfall banka til samræmis við það sem þekktist á meginlandi Evrópu, að kröfu íslenskra fjármálafyrirtækja sem töldu sig ekki njóta sömu starfsskilyrða og erlendir samkeppnisaðilar þeirra. Greiningardeild Kaupþings áætlaði í skýrslu, í lok maí árið 2004,



Mynd 9. Skuldir heimila í erlendri mynt mælt í íslenskum krónum

Heimild: Seðlabanki Íslands 2009

að lækkun bindiskyldunnar hefði losað um 20 milljarða í bankakerfinu sem gátu mögulega nýst til útlána (Sérefni – Efnahagsmál). Þetta var tæpum fjórum mánuðum áður en sami banki fór inn á íbúðalánamarkað. Með lækkun bindiskyldu og auknu aðgengi fólks að fjármagni var því verið að kynda undir hagkerfinu á sama tíma og stýrivextir fóru að hækka. Líklegast hefur stemning þjóðfélagsins verið á þeim nótum að erfitt hefði verið að hækka bindiskylduna og lækka lánshlutföll á nýjan leik.

Þegar hagkerfi ofhitnar eins og hér hefur verið lýst verður upplifun almennings af velgengninni til þess að afleidd áhrif verða frekari tiltrú á aukna auðsæld. Hækkun eigna verður til þess að fólki finnst það vera ríkara. Sú tilfinning leiðir til aukinnar einkaneyslu og hvatning til sparnaðar minnkar þar sem eignir fólks (í gegnum ávöxtun og eignir í lífeyrissjóðum) aukast enn hraðar. Hringrás er komin af stað þar sem neysla er orðin meginkraftur aukins hagvaxtar; neysla sem ekki fær staðist til lengri tíma. Raunar var sparnaðarhlutfall þjóðarinnar, það er hlutfall nettó sparnaðar af vergri þjóðarframleiðslu, neikvætt allt uppgangstímabilið 2003 til 2007 (Carey, 2009).

Til að bæta gráu ofan á svart tóku lántökur Íslendinga í erlendri mynt flugið árið 2006. Slíkar skuldir voru orðnar 14% af skuldum heimila í upphafi árs 2008 (Carey, 2009). Mynd 9 sýnir fjórföldun í lántöku, mælt í íslenskum krónum. Íslensku bankarnir voru almennt hættir að lána í erlendri mynt undir lok árs 2007 en engu að síður tvöfölduðust skuldir í erlendri mynt árið 2008 vegna falls íslensku krónunnar. Hliðstæð þróun átti sér stað á hinum Norðurlöndunum; án erlends fjármagns hefði hin gríðarlega aukning skuldsetningar ekki verið möguleg (Berg, 1998). Lán í erlendri mynt jukust úr 27%, sem hlutfall heildarlána innan bankakerfisins árið 1985, í 47,5% árið 1990 (Englund 1999).

Lánveitingar tengdar erlendum myntum voru auk þess áhættumiklar fyrir banka. Þó svo að bankarnir hafi keypt varnir gagnvart gengissveiflum gerði misvægi í bindistíma fjármögnunar og lánveitinga það að verkum að skyndileg veiking krónunnar dró úr mætti slíkra varna;⁶ breytingin á gengi gjaldeyris magnaðist vegna lána til langs tíma en varnarnar

⁶Banki sem lánar peninga til langs tíma í erlendri mynt, fjármagnaða með innlendri mynt, getur ekki keypt gjaldeyrisvarnir nema til skamms tíma.

náðu aðeins til skamms tíma. Carey hjá OECD (2009) og Jännäri (2009) benda auk þess á að þó að bankar hafi varið sig gegn gjaldeyrissveiflum hafi viðskiptavinirnir sjaldnast verið með slíkar varnir.

6 Niðurstaða

Helstu einkenni bankakreppunnar í Svíþjóð og Finnlandi eru svo lík að kreppurnar hafa oft verið kallaðar tvíburakreppur (Jonung, Kiander & Vartia, 2008). Samanburður á tímabilum í aðdraganda hruns á milli Norðurlanda og Íslands gefa tilefni til að bæta Íslandi við þessa jöfnu þannig að um sé að ræða „þríburakreppu“, svo líkar voru aðstæður í Svíþjóð og Finnlandi þeim aðstæðum sem þriðja „barnið“ gekk í gegnum tuttugu árum síðar. Niðurstöður þessarar rannsóknar benda til að Ísland hafi þó verið það barn sem hagaði sér sýnu verst. Þau sameiginlegu stef undanfara bankakreppu sem Reinhart og Rogoff (2009) lýsa eiga við um Ísland. Í þeim felst mikil lántaka, hvort sem er hjá ríki, bönkum, fyrirtækjum eða einstaklingum sem oft felur í sér kerfisbundnari hættur en þær sem virðast vera fyrir hendi á uppgangstímum.

6.1 Áhrif vegna afnáms regluverks

Mikið hefur verið rætt um að afnám regluverks hafi verið helsta ástæða fjármálakreppu Norðurlandanna. Englund (1999) telur þá skoðun þó vera einföldun á raunveruleikanum. Útlánavöxtur hafi ekki farið almennilega af stað fyrr en láns hlutföll voru hækkuð á hinum Norðurlöndunum og svipuð þróun átti sér stað á Íslandi.

Niðurstaða rannsóknar Demirgüç-Kunt og Detragiache (1998) á fylgni bankakreppa og hafta í bankageiranum bendir til þess að líkur á fjármálakreppu séu meiri þar sem höftin eru minni. Hins vegar er ekki, sögulega séð, fylgni á milli fjármálakreppa og breytinga frá umhverfi hafta til losunar regluverks að mati Demirgüç-Kunt og Detragiache; almennt myndist óstöðugleiki í fjármálakerfinu ekki fyrr en nokkrum árum síðar. Gögn þeirra gefa til kynna að meiri líkur séu á bankakreppum þar sem regluverk er veikt, spilling almenn og stjórnsýsla veikburða. Með öðrum orðum: Séu framangreindir þættir í lagi minnka líkurnar á bankakreppu. Englund (1999) kemst að þeirri niðurstöðu að jafnvægi í efnahagslegu umhverfi sé að verða mikilvægari þáttur í að tryggja stöðugleika á fjármálamörkuðum.

Það er með svipuðum hætti einföldun að halda því fram að afnám regluverks hafi eitt og sér valdið hruginu á Íslandi. Í báðum tilfellum var það ekki afnám regluverks sem skóp útlánavöxtinn heldur má segja að slíkt afnám hafi opnað dyr fyrir óhóflegum útlánavexti. Það var ekki fyrr en aðhald í peningastefnu minnkaði eða ójafnvægi í efnahagslífinu varð til sem dyrnar voru opnaðar upp á gátt, bæði í tilfelli hinna Norðurlandanna á níunda áratugnum og nýverið á Íslandi. Á Norðurlöndunum var það hækkun láns hlutfalls til íbúðakaupa sem kom útlánaskriðunni af stað. Á Íslandi var auðveldari aðgangur að lánsfé til íbúðakaupa þáttur í aukningu útlána en lækkun bindiskylduhlutfallsins jók einnig fjármagn í umferð sem bankar gátu skyndilega lánað. Óhófleg útlán voru aftur á móti að mestu leyti takmörkuð við fasteignakaup á Norðurlöndunum en á Íslandi voru slíkar takmarkanir síður sýnilegar. Aukin áhættusækni í útlánum átti sér stað á báðum samanburðartímabilum. Sú aukna áhættusækni var umfangsmeiri á Íslandi í skjóli lágs vaxtastigs á alþjóðlegum vettvangi og greiðs aðgangs að fjármagni.

6.2 *Breyttur tíðarandi í bankastarfsemi*

Bæði Ísland og hin Norðurlöndin nutu offramboðs fjár á uppgangstímanum. Vöxtur útlána var þó miklu meiri á Íslandi eins og mynd 2 sýnir. Nýlegar upplýsingar (sjá til dæmis lánabók Kaupthings) gefa til kynna að lánveitingar íslenskra banka hafi ekki aðeins verið illa ígrundaðar heldur jafnvel á mjög gráu svæði þar sem veð fyrir lánnum voru lág í hlutfalli við lánsupphæðir. Verðbréfin sem kaupa átti voru jafnvel einfaldlega einu veðin.

Útlánavöxtur á Norðurlöndunum orsakaðist aðallega af eignaverðbólgu. Á Íslandi voru það hins vegar óhyggilegar lánveitingar sem stóðu að baki stórum upphæðum. Slíkar lánveitingar tengdust oft krosseignarhaldi eða öðrum tengslum manna á milli þar sem veðin voru afar vafasöm (Jännäri, 2009). Þetta var ekki talið veigamikið vandamál á Norðurlöndunum (Jonung, 2008).

Meginhluti hárra lánveitinga íslensku bankanna var til eignarhaldsfélaga sem fjárfestu mikið í hlutabréfum eða notuðu lánin sem áhættufjármagn í ný verkefni. Minnir þetta óþægilega á þróunina í Japan á níunda áratugnum (Chancellor, 2000). Veðin voru einna helst hlutir í þeim félögum sem fjárfest var í (Jännäri, 2009). Mörg lánanna voru kúlulán sem þýddi að lántakinn þurfti hvorki að greiða vexti né höfuðstól fyrr en í lok samningstímans.

Mismunurinn á milli tímabila kom í framhaldi af meiri trú fólks á kapítalisma. Það var almennt viðurkennt eftir fall járnþjaldsins að kommúnismi hefði tapað og stefna kapítalsmans unnið (Shiller, 2001). Afnám Glass-Steagall laga árið 1999, þar sem múrar á milli viðskiptabankapjónustu og fjárfestingarbanka voru rifnir niður, gerði það að verkum að starfsumhverfi íslenskra banka hafði meira rými til vaxtar en norrænir bankar tæpum 20 árum áður. Þessi þróun hafði áhrif á vöxt íslensku bankanna (Ásgeir Jónsson, 2009) sem uxu í anda fjárfestingarbanka. Ríkisábyrgð var á innstæðum að ákveðnu marki og voru þær ekki aðeins notaðar til að fjármagna hefðbundin útlán heldur einnig lán sem í mörgum tilvikum voru áhættusöm.

6.3 *Ríkisfjármál og peningamálastefna*

Margir fræðimenn gagnrýna að gengi norrænu gjaldmiðlanna hafi verið fest við þýska markið (Jonung, 2008; Honkapohja & Koskela, 2000; Englund, 1999). Flestir eru þeirrar skoðunar að gengið hefði átt að fljóta þannig að það gæfi eftir. Honkapohja og Koskela (2000) segja til að mynda að haldi peningamálastjórnun ekki aftur af þenslu vegna innflæðis fjármagns þurfi að leyfa genginu að fljóta.

Reynsla Íslands sýnir hins vegar hið gagnkvæma. Íslensku krónunni var leyft að fljóta við kringumstæður þar sem Seðlabanki Íslands ákvarðaði vexti til að halda verðbólgu innan 2,5% marka. Þessi viðleitni missti marks eins og mynd 8 sýnir (verðbólga). Að halda úti þessu markmiði meðan frjálst flæði fjármagns var leyft breytti landslagi framboðs og eftirspurnar fjármagns. Þegar Seðlabankinn hækkaði vexti 2004 - 2008 flæddi fjármagn inn í landið, fyrst og fremst fyrstu árin, og styrkti gengi íslensku krónunnar í andstöðu við almennar kenningar. Þetta olli verðlækkunum á innfluttum vörum sem hélt uppi neyslu (Jännäri, 2009). Auk þess jókst fjármagn í umferð við lækkun bindiskyldunnar (Kaupþing, 2004). Svipað norrænu þjóðunum tóku Íslendingar í síauknum mæli lán í erlendri mynt og komust þannig hjá hækkandi innlendum vöxtum. Í raun leiddi þetta ekki aðeins til bitlausrar peningamálastefnu Seðlabankans heldur jók auðveldur aðgangur að erlendu fjármagni verðbólguþrýsting (Jännäri 2009). Því felst engin töfralausn í því eingöngu að leyfa genginu að fljóta.

Reynsla Íslands og Norðurlanda gefur til kynna að ríkisfjármál og peningamálastefna þurfi að viðhalda sömu markmiðum. Verðbólgu markmið með stýringu vaxtastigs og frjáls flæðis fjármagns var stefna Íslands en Norðurlöndin festu gjaldmiðla sína og notuðu vaxtastig til að hafa stjórn á hagkerfinu. Sagan sýnir að báðar þessar leiðir verða bitlausar um leið og spákaupmennska á tímum eignaverðbólgu grefur um sig. Íslendingar gátu fjármagnað fjárfestingar sínar og neyslu með lánum í erlendri mynt (Reinhart og Rogoff, 2009). Raunverulegt vaxtastig var dulið en það skipti minna máli á tímum mikilla eignaverðhækkana. Í undanfara hrunsins árið 1929 var vaxtastig á sumum lánum til hlutabréfakaupa allt að 40–50% með auknum kröfum um veðhlutföll (Rappoport & White, 1994). Spákaupmennska upp á krít jókst samt sem áður þar sem hlutabréfamarkaðurinn var orðinn þungamiðja í samfélagslegu samhengi (Galbraith, 1997).

Á meðan Seðlabankinn hækkaði vexti til að slá á ofvöxt í hagkerfinu hækkaði ríkisvaldið hámarksupphæð lána og lánsfjárlutfall, lækkaði skatta, hélt skattaívilnunum og hóf gríðarstórar framkvæmdir sem námu 10,5% til 12,5% af VLF árin 2005 og 2006 (Seðlabanki Íslands, 2009). Skattalækkanir árið 2007 voru eins og olía á eld aukins aðgangs að fjármagni, rétt eins og 80 árum áður í Bandaríkjunum þegar seðlabanki Bandaríkjanna lækkaði stýrivexti (Fridson, 1998).

7 Samantekt

Í inngangi þessarar greinar var þeirri spurningu varpað fram hvort stormurinn sem skall á Íslandi hafi verið fyrirsjáanlegur. Greiningin sýnir að viðvörunarljósinn loguðu víða. Jafnframt sýnir samanburðurinn við hin Norðurlöndin að margt hefði getað gefið tilefni til þess að ætla að djúp kreppa væri í aðsigi á Íslandi. Efnahagslegir þættir sem snerta söguna, svo og félagslegir og sálfræðilegir þættir, hafa verið bakgrunnur þessarar greiningar. Líkt og Galbraith (1997) heldur fram er bragurinn í hverju samfélagi stór áhrifavaldur þess hvernig bólur verða til. Hann bendir á að oft hafi aðgangur að lánsfé verið auðveldur án þess að bólur hafi myndast. Niðurstöður þessarar rannsóknar gefa til kynna að mismunur á útlánaþenslu Norðurlandanna árin 1982–1990 og Íslands 1999–2007 sé það mikill að aðgangur að fjármagni geti vart verið eina skýringin. Fleiri þættir koma til, nokkrir eru lagðir fram sem útskýringar í niðurstöðukaflanum. Rannsóknir á þessum sviðum gætu gefið fyllri mynd af því hvers vegna viðvörunarljósinn voru hunsuð.

Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2008). *IMF Executive Board Concludes 2008 article IV consultation with Iceland*. (Rannsóknarskýrsla nr. 08/120). Sótt 11. september 2009 af <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn08120.htm>.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2009a). *Iceland: Staff report for first review under stand-by arrangement and requests for extension of the arrangement, waivers of nonobservance of performance criteria, and rephrasing of access*. Sótt 7. nóvember 2009 af <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09306.pdf>

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2009b). Gross domestic product, constant prices. Sótt 6. júlí 2009 úr World Economic Outlook Database.

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2010). Gross domestic product, constant prices. Sótt 12. febrúar 2010 úr World Economic Outlook Database.
- Ásgeir Jónsson. (2009). *Why Iceland?* New York: McGraw-Hill.
- Berg, S. (1998). Bank failures in Scandinavia. Í J. E. Huges og S. B. MacDonald (ritstjórar), *International banking: Text and cases* (bls. 198–207). New Jersey: Pearson Education Asia Limited and Tsinghua University Press.
- Booth, P. (2009). Introduction. Í P. Booth (ritstjóri), *Verdict on the crash: Causes and policy implications* (bls. 27–35). London: The Institute of Economic Affairs.
- Buttler, E. (2009). The financial crisis: Blame governments, not bankers. Í P. Booth (ritstjóri), *Verdict on the crash: Causes and policy implications* (bls. 51–57). London: The Institute of Economic Affairs.
- Carey, D. (2009). Iceland: The financial and economic crisis. *Economics Department Working Paper, nr. 725*. Sótt 7. nóvember 2009 af [http://www.olis.oecd.org/olis/2009doc.nsf/LinkTo/NT000069D2/\\$FILE/JT03271463.PDF](http://www.olis.oecd.org/olis/2009doc.nsf/LinkTo/NT000069D2/$FILE/JT03271463.PDF)
- Chancellor, E. (2000). *Devil take the hindmost: A history of financial speculation*. New York: Plume.
- Danske Bank. (2006). Iceland: Geysir crisis. Sótt 6. febrúar 2010 af <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>
- Demirgüç-Kunt, A. og Detragiache, E. (1998). Financial liberation and financial fragility. Sótt 10. mars 2010 af <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1251813753820/6415739-1251813951236/demirguc.pdf>
- Englund, P. (1999). The Swedish banking crisis: Roots and consequences. *Oxford Review of Economic Policy*, 15(3), 80–97.
- Englund, P. og Vihriala, V. (2003). *Financial crises in developed economies: The cases of Sweden and Finland*. Stockholm: Handelshögskolan.
- Fasteignaskrá ríkisins. (2009). *Vísitala íbúðaverðs*. Sótt 2. febrúar 2010 af <http://www3.fmr.is/Markadurinn/~chart/3>
- Fjármálaeftirlitið. (2008). *Stress test*. Sótt 20. ágúst 2009 af <http://www.fme.is/?PageID=168>
- Fjármálaeftirlitið. (2009a). *Ársskýrsla*. Sótt 5. september 2009 af <http://fme.is/?PageID=531>
- Fjármálaráðuneytið. (2009). *Eignir og skuldir ríkissjóðs 1998-2010*. Sótt 24. janúar 2010 af http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/Lanamal/Eignir_og_skuldir_rikissjods_1998_2010.pdf
- Fjármálaráðuneytið. (2010). *Um skuldastöðu ríkissjóðs*. Sótt 15. mars 2010 af <http://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/frettatilkynningar/frettatilkynningar/nr/12988>
- Fridson, M. S. (1998). *It was a very good year: Extraordinary moments in stock market history*. New York: John Wiley & Sons.
- Galbraith, J. K. (1997). *The great crash*. New York: Mariner Books.
- Gregg, S. (2009). Moral failure: Borrowing, lending and the financial crisis. Í P. Booth (ritstjóri), *Verdict on the crash: Causes and policy implications* (bls. 145–152). London: The Institute of Economic Affairs.
- Hagstofa Íslands. (2009). *Mannfjöldi eftir uppruna, kyni, aldri og ríkisfangi 1996-2009*. Sótt 30. janúar, 2010 úr gagnagrunni Hagstofu Íslands um ríkisfang, fæðingarland og uppruna íbúa.
- Hagstofa Íslands. (2010). *Landsframleiðsla og þjóðartekjur 1980-2008*. Sótt 15. febrúar 2010 úr gagnagrunni Hagstofu Íslands um þjóðhagsreikninga.
- Honkapohja, S. (2009). The 1990's financial crises in Nordic countries. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 5, 7–26.

- Honkapohja, S. og Koskela, E. (2000). *The economic crisis of the 1990s in Finland*. Helsinki: University of Helsinki and CEPR.
- Jännäri, K. (2009). *Report on banking regulation and supervision in Iceland: Past, present and future*. Sótt 15. júlí 2009 af http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari_2009.pdf
- Jonung, L. (2008). Lessons from financial liberalisation in Scandinavia. *Comparative Economic Studies*, 50, 564–598.
- Jonung, L. (2009). The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991–93. Seven reasons why it was successful. *European Economy Economic Papers*, 360, 1–27.
- Jonung, L., Kiander J. og Vartia, P. (2008). The great financial crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985–2000. *European Economy Economic Papers*, 350, 1–70.
- Josefsson, M. (2009). *Viðtalið*. Ríkissjónvarpið, 15. nóvember. Sótt 10. mars 2010 af <http://http.ruv.straumar.is/static.ruv.is/geyma/vidtalid/josefsson15.11.2009.wmv>
- Kaupþing. (2004). Peningar, bankar og verðbólga. Sótt 30. janúar 2010 af <http://www.kbbanki.is/Uploads/FileGallery/Serefni/Serefni280504.pdf>
- Kirkpatrick, G. (2009). *The corporate governance lessons from the financial crisis*. Sótt 9. september 2009 af <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>
- Kamallakharan, Bala. og Helgi Tómasson. (2009). Can power law help us avoid the high impact tail events? Í Ingjalður Hannibalsson (Ritstjóri), *Rannsóknir í Félagsvísindum X* (bls. 77–88). Reykjavík: Félagsvísindastofnun Háskóla Ísland.
- Már Guðmundsson. (2010). The financial crisis in Iceland and the fault lines in cross border banking. Sótt 5. febrúar 2010 af <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=2361>
- Morgunblaðið. (2009, 19. janúar). Voru í raun án Seðlabanka. Sótt 15. febrúar 2010 af http://www.mbl.is/mm/frettir/innlent/2009/01/19/voru_i_raun_an_sedlabanka/
- Portes, R. og Baldursson, F. M. (2007). *The internationalization of Iceland's financial sector*, Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands.
- Rappoport, P. og White, E. N. (1994). Was the crash of 1929 expected? *The American Economic Review*, 84(1), 272–282.
- Reinhart, C. M. og Rogoff, K. S. (2008). Is the 2007 U.S. sub-prime crisis so different? An international historical comparison. NBER Working Paper Series, grein 13761. Sótt 12. október 2009 af <http://www.nber.org/papers/w13761>
- Reinhart, C. M. og Rogoff, K. S. (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton, New Jersey: University Press.
- Schwartz, A. J. (2009). *Origins of the financial market crisis of 2008*. Í P. Booth (ritstjóri), *Verdict on the crash: Causes and policy implications* (bls. 45–50). London: The Institute of Economic Affairs.
- Seðlabanki Íslands. (2006a). *The economy of Iceland*. Sótt 28. desember 2008 af <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=4689>
- Seðlabanki Íslands. (2006b). *Fitch ratings revises Iceland's outlook to negative*. Sótt 28. desember 2008 af <http://www.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1124>
- Seðlabanki Íslands. (2007). *The economy of Iceland*. Sótt 16. febrúar 2010 af <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5387>
- Seðlabanki Íslands. (2009a). *Advantages and disadvantages of changing Iceland's monetary policy framework*. Sótt 19. ágúst 2009 af <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7219>

- Seðlabanki Íslands. (2009b). Greiðslujöfnuður við útlönd og erlend staða þjóðarbúsins á öðrum ársfjórðungi 2009. Sótt 11. september 2009 af <http://www.seðlabanki.is/?PageID=13&NewsID=2235>
- Seðlabanki Íslands. (2010). Bankatöflur. Sótt 15. febrúar 2009 af <http://seðlabanki.is/?pageid=444&itemid=5a037662-26ea-477d-bda8-d71a6017cc05>
- Shiller, R. J. (2001). Irrational exuberance. New York: Broadway Books.
- Thomas, R., Alamutu, T. og Lewis, D. (2006). Icelandic banks. Not what you are thinking. Sótt 6. febrúar 2010 af <http://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Merrill%20Lynch%20-%20Icelandic%20Banks.pdf>
- Valgreen, C. (2006). Iceland: Geyser crisis. Kaupmannahöfn: Danske Bank.
- Þorvaldur Gylfason. (2009). Bankahrúnið: Forsagan og framhaldið. Sótt 5. janúar 2010 af http://hi.is/is/felagsvisindasvid_deildir/hagfraedideild/rannsoknir/malstofur
- Þróstur Olaf Sigurjónsson. (2010a). Privatization and Deregulation: A Chronology of Events. Í R. Aliber (ritstjóri.), Documents on the Asset Price bubble in Iceland. Palgrave.
- Þróstur Olaf Sigurjónsson. (2010b). The Icelandic Bank collapse: challenges to governance and risk management. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. Emerald Group Publishing.