

# Hagkerfi bíður skipbrot<sup>1</sup>

9. febrúar, 2009

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

## 1 Inngangur

Þrjár stærstu bankar Íslands urðu gjaldþrota í einni og sömu vikunni í október á síðasta ári. Þessir atburðir komu af stað kerfisbundinni kreppu hér á landi þegar greiðslumiðlun innan lands og við önnur lönd brast 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 rætur 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 byggðist fremur á brjóstviti en reglum og nánin tengsl verið á milli fyrirtækja í einkageira og stjórn málaflökka.

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 Fjármálaeftirlitið.

Einkavæðingu bankakerfisins var lokið í upphafi þessa áratugar. Bankarnir lentu í höndum aðila sem voru reynslulitlir þegar kom að 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.

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.

---

<sup>1</sup> Ritgerðin var þýdd af Örmu varðardóttur. 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).

Á síðustu árum var bankakerfið orðið u.þ.b. nífalt stærra en íslenska þjóðarbúið í heild og stríddi við vaxandi lausafjárvanda. Æskilegustu viðbrögðin hefðu verið að draga úr skuldsetningu og endurskipuleggja bankana.<sup>2</sup> 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 netinnlánnum 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 um 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 með varkárari hætti þá væri hagkerfið ekki eins illa leikið og það nú er.

Peningastefnan átti einnig hlut að máli. Allt frá vordögum árið 2001 þá hefur verðbólguþolmiði verið fylgt við stjórn peningamála. Sú aðferðafræði hefur ekki staðist væntingar við að ná niður verðbólgu en hátt vaxtastig hefur hvoru tveggja 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 gjaldþroti er á bilinu 33% til 60%. Atvinnuleysisahlutfallið er í kringum 8% samanborið við 4,8% í desember og 1,3% í september 2008.

Skuldir hins opinbera vaxa ört vegna samspils fallandi skatttekna og vaxandi ríkisskulda. Hið opinbera skuldaði tiltölulega lítið þegar kreppan hófst en í nánustu framtíð munu skuldir vera 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 stofnanaumgjardar sem hér hefur verið við lýði og þarf að skýra frá sögulegu sjónarhorni. Í gegnum tíðina hefur innilokunarstefna 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 mjög miðstýrt og byggðist að mestu leyti á sjávarútvegi. Hagsveiflan réðist aðallega af breytingum á aflamagni og útflutningsverði sjávarafurða.

<sup>2</sup> Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn lagði til að þetta yrði gert í grein seinni IV Consultation Statements; sjá skýrslu hans í sem gefin var út í maí 2006: <http://www.imf.org/external/np/ms/2006/051506.htm>.

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 málaafra 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 þar sem gengisvísitölunni var haldið of hárru til að flestar aðrar greinar gætu þrífist, hér var því til staðar 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 sífellt til staðar og það eina sem hélt aftur af honum voru verðlagshömlur. Mikil og sveiflukennd verðbólga var óhjákvæmileg.

Þar til á þessari öld samanstóð bankakerfið af tiltölulega stórum ríkisreknunum bönkum ásamt smærri einkareknunum bönkum. Bankakerfið einkenndist af miklum höftum og afskiptum stjórn málaafra þar sem stjórn málamenn sátu í stjórnnum bankanna og lánaákvæðanir voru oft byggðar á pólitískum tengslum og samböndum. Hver hinna stóru banka „tilheyrði“ sérstökum stjórn málaflokkum eða var skipt á milli tveggja stærstu flokkanna.

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. Þar af leiðandi hefur Seðlabanki Íslands ávallt verið talinn í nánnum tengslum við ríkisstjórnina sem hefur vakið efasemdir um sjálfstæði bankans dregið úr trúverðuleika hans.

Vöxtur framleiðslu átti sér einkum stað í sjávarútvegi. Útvíkkun fiskveiðlögsögunnar á 6. áratugnum og 8. áratugnum í 200 mílur hafði í för með sér aukinn sjávarafli 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 bankastarfsemi. 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 hún gert baráttuna við verðbólguna erfiðari.

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 „fjórfrælsi“. Aðildin að EES hafði jákvæð áhrif á hagkerfið. En aðildin fól einnig í 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 yfirvöld né einkafyrirtæki voru nægjanlega vel undirbúin til að starfa í slíku umhverfi. Þetta átti sérstaklega við í tilfalli bankareksturs.

### 3 Aðdragandi hrunsins

Það vildi svo til að í kjölfar einkavæðingar bankakerfisins hér á landi þá voru aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum með þeim hætti að hinir nýeinkavæddu bankar áttu í litlum erfiðleikum með að fjármagna sig með lántökum í erlendum bönkum. Þeir notuðu féð til að fjármagna útpenslu sína innan sem utan lands. Þessi útpensla var undir litlu opinberu eftirliti, bæði á Íslandi og erlendis.

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 bankakerfis án þess að nauðsynlegar öryggisráðstafanir hafi verið gerðar. Við höfum séð endurtekin dæmi 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 og upphafi 10. áratugarins. Í slíkum tilvikum koma vandamál upp þegar bankar njóta beinnar eða óbeinnar ríkisábyrgðar án þess að yfirvöld hafi nægjanlegt eftirlit með gjörðum þeirra.

#### 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 yfirtöku innlendra og erlendra fyrirtækja. Þar sem bankarnir fjármögnuðu sig á alþjóðlegum heildsölumörkuðum var bólan fjármögnuð erlendis og innflæði lánsfjár hafði fyrirsjáanleg áhrif á gengisvísitölu krónunnar, hlutabréfamarkaðinn og viðskiptajöfnuðinn. Sjá töflu í viðauka.

Þótt svo þessir atburðir séu ekkert einsdæmi þá gerði 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 skammtímaskuldir sem námu 200% af VLF. Á sama tíma jukust hreinar erlendar skuldir úr 90% af VLF árið 2000 í 243% árið 2007.

Ísland um aldamótin var með ríkustu löndum veraldar, verg landsframleiðsla á mann var hærri en í Pýskalandi, 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 eignaverðum og falli krónunnar í kjölfar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu varð afleiðingin hins vegar fjöldagjaldþrot fyrirtækja, greiðsluferfiðleikar heimilanna og gjaldþrot bankanna. Lánasvallíð kom þjóðinni í koll.

## 3.2 Peningamálastefna og fjármálastöðugleiki

Seðlabanki Íslands var veikburða, hann bjó yfir gjaldeyrisvaraförða sem nam um 375 milljörðum króna (3.5 milljarðar dollara) í þann mund sem hrúnið átti sér stað, VLF var í kringum 1,300 milljarðar króna svo gjaldeyrisforðinn var 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 líttill miðað við erlenda skuldastöðu.

### 3.2.1 Verðbólguþolmið

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 verðbólguþolmiðið 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.

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 hætta sem fylgdi styrkingu gengisins. Skynsamleg stefna á þeim tíma hefði verið að veita gengisstyrkingu viðnám með því að kaupa erlendan gjaldeyri og efla gjaldeyrisfordann. 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 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 vaxtafjafnvægi haldi ekki. Þetta var sérstaklega freistandi þar sem fjárfestunum var 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 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. Útlánabenslu erlendis stækkaði efnahagsreikning bankakerfisins. Íslenskir bankar, starfræktir í landi með fólksfjölda sem nemur í kringum 300.000 (þ.e. 0,3% af fólksfjölda Þýskalands eða áþekka fjölmennt og borgin Coventry á Bretlandseyjum) varð

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

umsvifamikill þátttakandi á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í heildina nam eignahlið efnahagsreiknings þriggja stærstu bankanna nífaldri 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 útpensla 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. Fyrsta 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 voru millistjórnendur þeirra og stjórnarmenn að jafnaði íslenskir ríkisborgarar með litla eða enga reynslu í bankarekstri. Í síðasta lagi var eftirliti mjög ábótavant vegna stærðar landsins, smæðar stofnana þess og náninna pólitískra tengsla á milli einkageirans og yfirvalda. Vegna þess að Ísland var aðili að Evrópska efnahagssvæðinu og tók upp reglurverk 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 skoðun ein og sér verða þeim að falli (sjá Daníelsson, 2008; og Buiters og Sibert, 2008).

Í ljósi örs vaxtar bankanna hefði mátt búast við því að Seðlabankanum 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 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

minni sem hlutfall af VLF hagkerfanna. Í þessum löndum hafa yfirvöld nægjanlegt bolmagn til að hafa hemil á þeim afleiðingum sem fall einstakra banka hefur.

Í raun felur þetta í sér að sökin fyrir 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 hrunið 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 samræði við vöxt bankanna.

Það er algengt að þeim sem eiga að sæta eftirliti takist að vinna eftirlitsaðila á sitt band. Þetta náði svo langt í tilviki fjármálaeftirlits hér á landi að sjálfur eftirlitsaðilinn tók þátt í markaðssetningu netinnlánsreikninga (sjá næsta kafla) í Hollandi aðeins nokkrum mánuðum fyrir hrun bankans<sup>4</sup> þegar það hefði mátt vera ljóst að Landsbankinn riðaði til falls.

Seðlabankinn bar líka ábyrgð. Seðlabanka Íslands ber lagaleg skylda til að tryggja fjármálastöðugleika. Bankinn hefði getað byggt upp gjaldeyrisvaraforða og komið í veg

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



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. Formaður bankastjórnar Seðlabankans hefur lýst því opinberlega yfir að hann hafi varað ríkisstjórnina við því að staða bankanna væri vonlítill nokkrum mánuðum fyrir hrunið en 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.

### 3.4 Icesave

Ef til vill er 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>5</sup> Landsbankinn starfrækti sína reikninga, í nafni Icesave, í gegnum útibú sín í viðkomandi löndum. Þetta 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>6</sup> Bresk yfirvöld höfðu 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 heyrdi það undir íslenskar eftirlitsstofnanir sem hefðu átt að vera þær fyrstu til að bregðast við.

Okkur grunar að bresk yfirvöld hafi beitt töluverðum þrýstingu 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 ljóst að þessar aðgerðir voru studdar af íslenskum

<sup>5</sup> Kaupþing með Kaupthing Edge tók þann kost að starfrækja þessa reikninga í gegnum dótturfélög fyrir utan Kaupthing Edge í Þýskalandi, þetta þýddi að innlánsreikninga Kaupþings erlendis lutu reglum og eftirliti viðkomandi landi.

<sup>6</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>).

eftirlitsaðilum og sá stuðningur, eins og minnst var á hér að framan, birtist jafnvel í markaðssetningu þeirra í Hollandi.

Áhyggjur breskra yfirvalda af stöðu Landsbankans jukust mikið sumarið 2008 og þau reyndu að leysa vandann. Skynsamleg lausn hefði verið að skipta bankanum í tvennt; í góðan og slæman banka. Góði hlutinn hefði haldið eftir góðu eignunum og innistæður þannig verið tryggðar, bæði á Íslandi og erlendis. Ef ráðist hefði verið í þessa framkvæmd sumarið 2008 hefði endanleg niðurstaða verið Íslandi mun hagfelldari.

Í kjölfar hrunsins kom það í ljós að íslensk yfirvöld höfðu átt í viðræðum við bresk yfirvöld um flutning rekstrar útibús Landsbankans í Bretlandi yfir í breskt dótturfélag bankans. sem myndi þá heyra undir bresk yfirvöld. Megintilgangur þessa virðist hafa verið að flytja skuldbindingar vegna Icesave frá Íslandi til Bretlands.

### 3.5 Viðtækari afleiðingar

Icesave málið afhjúpar galla sem eru á reglugerðum Evrópusambandsins sem snúa að innlánatryggingum vegna innlánsreikninga útibúa sem starfa utan heimalands móðurfélagsins. Í þessu tilfelli ber eftirlitsaðilinn 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, Bretland og Holland, og í reglugerðum ESB/EES. Eftirlitsaðilum í löndunum þremur hefði mátt vera ljósar hætturnar og áttu 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 innlánatryggingu 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 bara með þeim rekstri bankanna sem fór fram í viðkomandi landi, ekki með heildarrekstrinum. Sumir íslensku

bankanna voru með víðtæka starfsemi af ýmsum toga bæði innan sem utan Evrópu. Fullnægjandi eftirlit er erfitt í framkvæmd ef enginn einstakur eftirlitsaðili hefur 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.

## 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 þeirra spennu sem skapaðist við afnám hafta og einkavæðingu fjármálastofnana og að því er virðist ótakmarkaðs aðgangs að erlendu fjármagni á lágum vöxtum. Innflæði fjármagns örvaði hagvöxt, framtíðarhorfur bötnuðu sem jók enn vilja til lántöku. Eignaverð tóku að hækka.

Eins konar godsögn 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 stöðugt ótraustari lántakenda. Útlánaaukningu bankanna virtust engin takmörk sett og hlutabréfa- og fasteignabólur urðu meiri 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>7</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.

Fjöldi íslenskra og erlendra hagfræðinga lýsti hættunum af miklum og viðvarandi viðskiptahalla og óviðeigandi peningastefnu í aðdraganda hrunsins.<sup>8</sup> Öðru hverju komu

<sup>7</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.

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>9</sup> Skýrslan lýsti ójafnvægi í efnahagsmálum og ýmsum veikleikum í byggingu fjármálakerfisins, til að mynda miklu krosseignarhaldi. Margar innlendar skýrslur höfðu áður bent á ójafnvægið í þjóðarþúskapnum og fólst meginframlag skýrslunnar í að benda á hættuna á kerfishruni vegna flókins mynsturs eignarhalds fjármálafyrirtækja.

Hér verður minnst á tvær aðrar 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 spryngi. 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 Buiter við London School of Economics (Buiter og Sibert, 2008) til að skrifa skýrslu um íslenska bankakerfið í byrjun árs 2008 og kynnti skýrslu þeirra yfirvöldum í byrjun júlí. Þau komust að þeirri niðurstöðu að vegna skorts á trúverðugum þrautalánveitanda væri viðskiptalíkan sem byggðist á stórum bönkum á mjög litlu mynsvæði ekki lífvænlegt. Alvarleg ógn stafaði af nútíma bankaáhlaupi, jafnvel þótt bankarnir væru greiðsluhæfir.

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

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 fögur mynd bankakerfinu og íslenska hagkerfinu. Opinberar skýrslur frá yfirvöldum eru einnig 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“. En þótt margt gott hafi mátt segja um íslenska hagkerfið og rekstur bankanna á þessum árum og nauðsynlegt að draga það fram í dagsljósið þá virðast skýrslurnar hafa réttlætt aðgerðaleysi stjórnvalda í aðdraganda hrunsins.

---

<sup>8</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: Lausafjárekreppan og hagstjórnarmistök (06.06.2008, fyrirlestur við Háskóla Íslands.; Ragnar Arnason (2006), “The Central Bank’s monetary policy: Is it worth the cost?” Social Science Research VII. University of Iceland Press.

<sup>9</sup> Sjá [http://danskeanalyse.danskebank.dk/link/FokusAndreIceland21032006/\\$file/GeyserCrises.pdf](http://danskeanalyse.danskebank.dk/link/FokusAndreIceland21032006/$file/GeyserCrises.pdf).

## 6 Viðbrögð ríkisstjórnarinnar – veðjað á endurlífgun

Að gefnum fjölda viðvarana sem yfirvöld við yfirvofandi erfiðleikum bankakerfisins kemur auðsætt áhyggjuleysi þeirra á óvart. Það leikur enginn vafi á að Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn vissu hvað var að gerast.

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.

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 tímáttum 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 skilgreining lenti Ísland í kerfisbundinni kreppu í október 2008 vegna þess að það bæði lokaðist fyrir alþjóðlega greiðslumiðlun og innlend greiðslumiðlun gekk brösulega.

Mánudagsmorguninn 29. September skýrði Seðlabankinn frá því að Glitnir, sá minnsti af stóru bönkunum þremur, hefði sóst eftir hjálp frá bankanum vegna fyrirsjáanlegra lausafjárvandráða 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 sýndi 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 hrúni bankanna og vanefndum þeirra á að tryggja innistæður breskra innistæðueigenda.“ Hann sagði jafnframt að aðgerðirnar væru „í raun ólöglegar“ og „algjörlega óásættanlegar“.<sup>10</sup> Vafalaust hafði harkan í orðum Brown einnig eitthvað að gera með innanlandspólitík.

Bresk yfirvöld beittu svo hryðuverkalögum til að frysta eignir Landsbankans í Bretlandi, sennilega einnig af ótta við að atburðirnir með útibú Lehman Brothers í London tveimur vikum áður myndu endurtaka sig. Bresk yfirvöld notuðu lög um bankastarfsemi frá 2008 (sér ákvæði) til að taka Kaupþing yfir<sup>11</sup>. Þetta hratt svo af stað gjaldþroti 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.

Ríkisstjórnin hafði útbúið neyðarlög sem veittu henni víðtækt vald til að viðhalda innlendum rekstri bankanna. Þessi lög voru samþykkt á Alþingi þann 6. október. Lögin 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 gjaldþrot. 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 farið betur að gera þennan aðskilnað áður en til gjaldþrots bankanna kom.

Íslenska þjóðin var hins vegar aðeins 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 sem 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 byrgjum 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.

<sup>10</sup> [http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk\\_politics/7662027.stm](http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk_politics/7662027.stm)

<sup>11</sup> Að gefnum þeim hraða sem bresk yfirvöld brugðust við 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.

Kreppan breiddist út fyrir fjármálageirann til annarra geira hagkerfisins. Fyrst stóðu stóru bankarnir þrír ekki í skilum varðandi erlendar skuldbindingar sínar en þegar upp var staðið voru á bilinu 33-60%<sup>12</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 prósentur í 12% en hækkðu þá svo í 18% þann 28. október. Ástæður vaxtalækkunarinnar eru ekki kunnar enda mátti bankinn vita að til stæði að hækka vexti skv. aðgerðaáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

## 8 Glímt við kreppuna

### 8.1 Áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

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

Alþjóðagjaldeyrissjóður birti í nóvember 2008 greiningu sína á stöðunni og einu opinberu áætlunina sem birt hefur verið um hvernig bregðast eigi við ástandinu.<sup>13</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 fyrirjáanlegra mikilla hækkana opinberra skulda. Með áætluninni fylgdi björgunarpakki sem nemur 5,2 milljörðum dollara frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og nokkrum löndum.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Heimild: Samtök Atvinnulífsins.

<sup>13</sup> Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Ísland, *Request for Stand-By Arrangement*, 25. nóvember 2008 (sjá <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6606>).

<sup>14</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.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6606>). Þar af voru 2,1 milljarður frá Alþjóðagjaldeyrissjóður, sem er mun meira en kvóti sjóðsins fyrir hvert land segir til upp sem nemur 173,6 milljónum dollara. Samstarfssamningurinn nemur 1,190% af kvótanum fyrir Ísland.

Lán Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er ætlað til 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 þær umtalsverðu upphæðir útistandandi jöklabréfa.<sup>15</sup> Annað vandamál er skortur á trúverðugri peningamálastjórn. Ef gengið væri látið fljóta má búast við að umtalsvert fjármagn myndi fara úr landi sem gæti valdið mikilli og viðvarandi lækkun gengis krónunnar. Íslensk yfirvöld tóku upp yfirgripsmikil gjaldeyrishöft í nóvember 2008 eins og kveðið var á um í áætlun Alþjóðgjaldeyrissjóðsins.

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.

## 8.2 Leitin 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 myndi 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 trúverðuleika hagkerfisins og leysa þannig gjaldeyriskreppuna. Landið þá fara að dæmi Ekvador sem tók upp dollar einhliða árið 2000.

Við erum ekki sannfærðir um að þetta gengi upp. Einhliða upptaka evru myndi breyta kreppunni úr gjaldeyriskreppu í jafnvel enn alvarlegri bankakreppu vegna þess að bankarnir hefðu engan þrautalánveitanda. Upptaka evru myndi þá krefjast takmarkana 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.

Enn fremur myndi slík aðgerð torvelða Evrópusambandsaðild vegna þess að í einhliða upptaka 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.

---

<sup>15</sup> Samkvæmt útreikningum dagblaða voru þessar upphæðir metnar í kringum 500 milljarða króna sem eru um 42% af VLF.



### 8.3 Núverandi staða

Almenningur vill gjarnan vita hverjar séu orsakir hruns efnahagslífsins og hvort og þá hverjir séu ábyrgir. Stjórnvöld hafa að mestu leyti ekki getað veitt þessar upplýsingar eða sýnt vilja til að axla ábyrgð á því sem gerðist. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið kenna hvort öðrum um og ríkisstjórnin skellir skuldinni á alheimskreppuna.

Rannsóknarnefnd hefur verið sett á laggirnar til að svara háværum kröfum um að einhver axli ábyrgð<sup>16</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. Heildaropinberar skuldir munu líklega vera á bilinu 110-160% af VLF. Töluverð óvissa ríkir vegna þess að framtíðargildi gengisvísitölunnar er óráðið sem og framleiðsla í hagkerfinu þegar það nær sér eftir áfallið. Á heildina litíð er staða ríkisfjármála á Íslandi hættuleg.

## 9 Framtíðarhorfur

Ísland hefur nú þegar gengið í gegnum öran samdrátt byggingaiðnaðarins, 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 er 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 lánardrottnar 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.

<sup>16</sup> Nefndin samanstendur af umboðsmanni Alþingis, einum dómara við Hæstarétt og hagfræðingi.

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 stofnana umbætur að forgangsatriði. Þær þurfa að miða að því að opingáttarstefnu sé fylgt og að trúverðugleiki stofnana hagkerfisins verði endurvakinn, innan lands sem utan.

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

## 10.2 Stuðningur fyrir heimili og fyrirtæki

Verulegur fjöldi heimila og fyrirtækja eiga í alvarlegum erfiðleikum að stríða 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.

Skuldaniðurfellingar í einhverju formi eiga 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.

Skilvirkasta leiðin til að skuldaniðurfellingar væri að koma á einföldu kerfi þar sem það sama myndi yfir alla ganga. Þetta er þó útilokað pólitískt séð þar sem það myndi fela í sér almenna skuldauppgjöf fyrir þá sem taldir eru ábyrgir fyrir hruninu. Einnig er ekki skynsamlegt að fella niður skuldir eignarhaldsfélaga og fyrirtækja sem ekki eiga framtíð vegna breyttra aðstæðna í hagkerfinu.

## 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.

## 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.

## 10.5 Peningamála- og gengisstefna

Núverandi vaxtastig er 18%. Verðbólga hefur verið mikil en er nú á hraðri niðurleið þar og raunveruleg hættu er á verðhjöðnun í nánustu framtíð. Ákjósanlegast væri að vextir yrðu lækkaðir hratt og fljótt. Þetta myndi hins vegar krefjast samþykkis Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Ísland býr við víðtæk gjaldeyrishöft þar sem bæði inn- og útflæði eru verulega takmörkuð. Ástæða gjaldeyrishaftanna virðast vera kröfur Alþjóðgjaldeyrissjóðsins. Helsta réttlæting fyrir viðhaldi gjaldeyrishafta felast í umtalsverðum upphæðum útistandandi jöklabréfa sem gætu numið um 50% af VLF. Við teljum að það væri hægt að leysa þetta mál og setja krónuna á flot í samráði við sjóðinn.

## 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 myndi minnka líkurnar á því að afdrifarík hagstjórnarmistök væru gerð og að þjóðin færi sofandi að feigðarósi í annað sinn.

## 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 markaður og myntbandalags, sameiginlegur markaður án inngöngu í myntbandalag þjóði hættu á fjármálaóstöðugleika heim. 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 svipaða erfiðleika og Íslendingar stríða við á næstunni. Er þar einkum átt við Bretland (Reykjavík on the Thames!), Sviss, og Írland. Við höfum komist að þeirri niðurstöðu að skipbrot Íslands eigi 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/icelandlecture-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.
- 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 (06.06.2008, public lecture at the University of Iceland
- Danielsson, Jon (2008), “The first casualty of the crisis: Iceland,” *VoxEU*, 12 November.
- Danielsson, Jon (2008) from *Financial Times*
- 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>)
- 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	Visit.	% af mannfjöl- da	% af vinnu- afli	% af VLV	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.