

## 4. kafli Efnahagslegt umhverfi og innlend efnahagsstjórnun

### 4.1 Inngangur

Hér er farið yfir helstu þætti í efnahagsþróun undanfarinna ára sem taldir eru skipta máli í aðdraganda falls bankanna. Þróun flestra þeirra er rakin frá byrjun þeirrar uppsveiflu sem lauk á árunum 2007 og 2008, það er að segja frá árunum 2002 og 2003. Í einstaka tilfellum þar sem það er talið skipta máli er sagan rakin frá því nokkru fyrir síðustu aldamót. Áherslan er fyrst og fremst á innlenda hagþróun og það ójafnvægi sem fór stigvaxandi á þessu tímabili. Nauðsynlegt er þó að líta á ákveðna þætti í efnahagsþróun í heiminum sem skipta máli fyrir utanríkisviðskipti Íslands en einnig fyrir fjármagnsstreymi til og frá landinu. Sérstaklega er horft til innlendra hagstjórnar og reynt að greina á milli stefnu í ríkisfjármálum og peningamálum annars vegar og hagstjórnarviðbragða við ákveðnum skellum sem á dundu hins vegar, jafnt búhnykkjum sem juku á spennuna og áföllum sem mögnuðu niðursveifluna. Eins og gefur að skilja fær þáttur fjármálakerfisins í aðdragandanum sérstaka athygli, einkum með tilliti til þess mikla innra og ytra ójafnvægis sem skapaðist í íslenskum þjófðarbúskap á árunum frá aldamótum og allt fram að hruni bankakerfisins í byrjun október 2008.

Kaflinn er þannig byggður upp að fyrst er fjallað um efnahagsþróun í heiminum. Þar er farið yfir helstu þætti sem mótuðu það umhverfi sem íslenska útrásin og fjármálageirinn uxu og döfnuðu í á uppgangstímum hér heima. Einnig er þar rakin sú atburðarás sem leiddi til hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu. Lagt er mat á að hvaða leyti þróun efnahagsmála í heiminum stuðlaði að íslenskri ofpenslu og efnahagshruni.

Næst er vikið að hagþróun á Íslandi undanfarinn áratug eða svo. Þar er hagsveiflunni lýst og farið yfir helstu hagstjórnarverkefni og þær kerfisbreytingar sem orðið hafa á hagkerfinu.

Að því búnu er farið nokkrum orðum um þá stefnu sem fylgt hefur verið í ríkisfjármálum frá því um miðbik tíunda áratugarins. Litið er til einkavæðingar og markaðsvæðingar með tilliti til þess hvort hægt sé að álykta að þar sé orsakir ofpenslunnar og hrunsins að finna. Þá er fjallað um meginlínurnar í þeirri skattastefnu sem fylgt hefur verið.

Farið er yfir peningastefnuna og framkvæmd hennar. Lagt er mat á reynsluna af verðbólgu markmiðinu og leitað svara við því hvort það hafi átt þátt í því að kynda undir ójafnvæginu sem fór vaxandi í aðdraganda hrunsins. Tæknileg útfærsla verðbólgu markmiðsins er skoðuð sem og miðlunarferli peningastefnunnar og athugað hvort þar séu alvarlegar brotalamir sem kunni að skýra að einhverju leyti öran vöxt íslensku bankanna. Síðan er vikið að fjármögnun bankanna í Seðlabankanum, umfangi hennar og samsetningu. Þá er kannað samhengi stóraukins peningamagns og hækkandi vaxta.

Að því búnu er skoðað hvernig ójafnvægið í hagkerfinu jókst. Lagt er mat á þær vísbendingar um innra og ytra ójafnvægi sem felast í þróun helstu hagstærða, vöxt ójafnvægis í þjófðarbúskapnum og tilburði til að sporna við því. Þá er fjallað um þátt fjármálakerfisins með áherslu á umfang þess, vöxt erlendra starfsemi og mikilvægi þess fyrir þjófðarbúskapinn.

Kaflanum lýkur með samantekt á helstu niðurstöðum um það hvert hlutverk efnahagsumhverfisins var í aðdraganda hrunsins. Þáttur hagstjórnarinnar í hruninu er dreginn sérstaklega fram. Þá fylgja tillögur að úrbótum er varða fyrst og fremst umgjörð hagstjórnarinnar og miða að því að draga úr líkum á því að aftur skapist sambærileg fjármálakreppa og efnahagshrun endurtaki sig.

## 4.2 Efnahagsþróun í umheiminum

### 4.2.1 Inngangur

Ísland er opið hagkerfi. Íslendingar eiga mikil vöru- og þjónustuviðskipti við aðrar þjóðir. Stór hluti landsframleiðslunnar er seldur úr landi í skiptum fyrir ýmsan innfluttan varning og þjónustu. Þessi viðskipti eiga mikinn þátt í því að lífskjör landsmanna hafa farið ört batnandi á undanförunum áratugum. Fjármagnsflæði, einkum vegna erlendra fjárfestingar og skuldsetningar, leikur einnig lykilhlutverk því það hefur skapað möguleika á innlendri fjárfestingu umfram sparnað og þannig aukið tekjumöguleika þjóðarinnar verulega. Á sama tíma hafa tengsl íslensks fjármálakerfis við fjármálakerfi heimsins styrkst. Erlendar fjárfestingar og erlend skuldsetning jukust gífurlega seinustu árin og mörg íslensk fyrirtæki, þar á meðal stærstu fjármálafyrirtækin, juku erlenda starfsemi sína hröðum skrefum. Fjármögnun íslenskra banka varð því mun háðari ástandi á erlendum fjármálamörkuðum en áður hafði verið. Því er nauðsynlegt að athuga hvort orsaka bankahrunsins sé að leita í þeim vandamálum sem komu fram í fjármálakerfi heimsins á síðustu árum.

Hér verður fyrst stiklað á stóru í þróun efnahagsmála og fjármálamarkaða á heimsvísu undanfarna áratugi. Til þess að fá rétta mynd af þeim aðstæðum sem ríktu á meðan íslensku bankarnir og önnur íslensk fyrirtæki juku starfsemi sína á erlendri grundu er nauðsynlegt að líta aftur til síðustu áratuga síðustu aldar. Nokkrir samverkandi þættir ollu því að vextir víða um heim voru óvenju lágir óvenju lengi á sama tíma og framboð af lánsfé var meira en nokkru sinni fyrr. Það var út í þetta umhverfi sem íslensk fyrirtæki hófu hvert af öðru að leita tækifæra til aukinna umsvifa með nýeinkavædda bankana í broddi fylkingar.

Áhrif erlendra efnahagsþróunar eru því fyrst og fremst af tvennum toga. Annars vegar myndaðist á undanförunum áratugum og sérstaklega frá því um aldamótin umhverfi sem var óvenju hagstætt til mikils skuldsetts vaxtar þeirra sem tilbúnir voru að taka áhættu. Hins vegar áttu hratt versnandi aðstæður á erlendum mörkuðum síðustu misserin fyrir hrun bankanna þátt í að setja af stað þá atburðarás sem leiddi til hrunsins.

### 4.2.2 Lágvaxtaskeið og lausafjargnótt

Efnahagsþróun í heiminum undir lok síðustu aldar og fram á þessa hefur verið nokkuð sérstök í ljósi sögunnar. Hún hefur einkennst af fjölbjóðlegri þróun sem á rætur sínar að rekja meðal annars til þróunar peningastefnu, einkum á Vesturlöndum, aukinnar markaðsvæðingar í fjölmönnum fyrrum kommúnistaríkjum, einkum í Asíu, samþættingar fjármagnsmarkaða og uppsöfnunar auðs, einkum í olíuframleiðsluríkjum og öðrum útflutningsríkjum. Þessi þróun hefur leitt af sér ákveðið ójafnvægi í heimsbúskapnum en helsta einkenni þess er vaxandi og viðvarandi viðskiptahalli Bandaríkjanna. Helstu þættir í þessari hagþróun verða raktir hér í stuttu máli en þeir hafa með afgerandi hætti haft áhrif á hagþróun á Íslandi og áttu ásamt innlendri hagstjórn stóran þátt í að skapa það ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap sem ríkti í aðdraganda bankahrunsins. Einnig verður litið yfir þróun efnahagsmála og sér í lagi fjármálamarkaða heimsins frá því að vanskil vegna ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum jukust á árinu 2007 og fram að hruni íslensku bankanna.

Þegar leið á níunda áratug síðustu aldar breyttist þróun helstu hagstærða margra þróaðra hagkerfa þannig að verulega dró úr flökti þeirra. Þessi aukni stöðugleiki var viðvarandi í rúma tvo áratugi og hafði meðal annars afleiðingar á fjármálamörkuðum heimsins. Minna flökt þýðir meiri stöðugleiki og þar með minni óvissa. Þessi breytta þróun hagstærða átti því meðal annars þátt í því að áhættuálag á fjármálamörkuðum minnkaði, ávöxtunarkrafa lækkaði og æ fleiri fjárfestingarmöguleikar virtust því arðsamir. Hér er því um að ræða eina af nokkrum birtingarmyndum minni áhættufælni.

Á mynd 1 sem sýnir hagvöxt í Bandaríkjunum sést vel að frá því um miðjan níunda áratuginn hefur dregið úr umfangi og tíðni hagsveiflna (mynd 1). Hagvöxtur er stöðugur í lengri tíma í einu, samdráttarskeið eru skammvinn og niðursveiflur tiltölulega vægar. Þessi aukni stöðugleiki og dempun sveiflna er einkennandi fyrir fleiri þjóðhagsstærðir. Minnkandi sveiflur hagstærða eru ekki einskorðaðar við bandaríska hagkerfið heldur er þetta mynstur sýnilegt í helstu hagkerfum heimsins.

Flökt í fjármálastærðum minnkaði einnig á þessum tíma og sést það vel á mynd af flökti skammtímavaxta í Bandaríkjunum (mynd 2). Sambærileg þróun kemur fram í fleiri fjármálastærðum á þessum tíma. Þessi þróun fjármálastærða er ekki einskorðuð við Bandaríkin heldur verður hennar einnig vart í öðrum löndum.

Stock og Watson komust árið 2002 að þeirri niðurstöðu að flökt helstu hagstærða hafði minnkað um 60% til 70% frá því á áttunda og fyrri hluta níunda áratugar síðustu aldar. Þetta átti við um atvinnustig, einkaneyslu og helstu svið framleiðslunnar og einnig um verð- og launahækkningar. Stock og Watson bentu á að svo virtist sem flökt bandarískra hagstærða hefði minnkað á árinu 1984 og mátu þeir það svo að dregið hefði úr skellum sem dynja á hagkerfinu fremur en að áhrif þeirra á hagstærðir hefðu dempast. Þeir lögðu einnig mat á helstu skýringar sem fram höfðu verið settar á þessari ró sem færðist yfir hagkerfi heimsins undir lok síðustu aldar.

Ekki eru allir á einu máli um ástæður þess að úr sveiflunum dró. Skýringarnar má setja í þrjá flokka. Í fyrsta flokkinn falla skýringar sem lúta að breytingum á gerð hagkerfisins (strúktúrbreytingar). Þar má nefna kenningar um áhrif breytinga í framleiðslu frá vörum í þjónustu, upplýsingatækni og bættu birgðastjórnun, og nýjungar á fjármálamörkuðum sem gera auðveldara að jafna neyslu og framleiðslu á milli tímabila. Í annan flokk fer bætt hagstjórn og einkum er þar átt við framfarir í peningastjórn. Því sjónarmiði hefur meðal annars verið haldið á lofti af seðlabankastjóra Bandaríkjanna, Ben Bernanke. Þriðja tegund skýringa byggist á heppni, þ.e. að þeir skellir sem hafi áhrif á hagþróun hafi verið óvenju mildir um allnokkurt skeið.

Niðurstaða Stocks og Watsons var sú að strúktúrbreytingar skýri hvorki tímasetningu né það hversu flökt hagstærða minnkaði mikið. Þeir töldu að minna flökt mætti að hluta skýra með bættri peningastefnu, að minnsta kosti í Bandaríkjunum. Nærtækasta skýringin á minna flökti (og þar með dempaðri hagsveiflu) væri hins vegar að hagkerfið hefði orðið fyrir færri og vægari skellum á þessu tímabili, það er að segja skýringin væri að mestu leyti heppni. Því drógu Stock og Watson þá ályktun að sú ró sem færðist yfir hagkerfi heimsins á seinustu 15 árum síðustu aldar og leiddi til vanmats á áhættu á fjármálamörkuðum heimsins gæti allt eins verið lognið á undan stormi sem kynni að vera í vændum. Á tíunda áratugnum var farið að gæta aukins framboðs sparifjár í Bandaríkjunum þegar "baby-boom" kynslóðin svokallaða var farin að leggja fyrir til efri áranna. Bandaríkjamenn hafa löngum sparað öðrum fremur með því að fjárfesta á hlutabréfamarkaði. Aukið framboð sparifjár leiddi til lækkunar raunvaxta sem aftur hækkaði verðmat hlutabréfa. Þetta átti sérstaklega við fyrirtæki í net- og upplýsingatækni sem voru gjarnan verðmetin með öðrum aðferðum en hefðbundin framleiðslufyrirtæki, enda höfðu fæst þessara fyrirtækja skilað hagnaði þegar æðið stóð sem hæst. Svo fór að sú verðbólga sem þarna hafði myndast á hlutabréfamarkaði sprakk snemma árs 2001.

Snemma árs 2002 fjallaði tímaritið Economist um hækkandi fasteignaverð í ýmsum löndum. Þar kom fram að hækkun fasteignaverðs væri ein skýring þess að hrun hlutabréfaverðs í Bandaríkjunum og víðar árið 2001 hefði ekki leitt til þeirrar efnahagslægðar sem margir óttuðust. Lágvaxtastefna bandaríska seðlabankans hafi átt sinn þátt í því að fasteignaverð hækkaði og hafi þannig gert hinn almenna neytanda ríkari en áður. Endurfjármögnun húsnæðis, aukin skuldsetning og eiginfjárdráttur hafi haldið uppi eftirspurn þrátt fyrir vaxandi atvinnuleysi og lækkandi hlutabréfaverð. Í greininni er gefið í skyn að

viðbrögð bandaríska seðlabankans við áföllunum árið áður hafi komið í veg fyrir efnahagssamdrátt þegar netbólan svokallaða sprakk. Það hafi reyndar gerst með því að glæða nýja bólu, á fasteignamarkaði.

Sem fyrr segir hefur myndast ójafnvægi í heimsbúskapnum seinustu áratugina en helstu einkenni þess eru langvarandi lágir vextir og mikill viðskiptahalli Bandaríkjanna (myndir 3 og 4). Ein þeirra skýringa sem settar hafa verið fram á þessu viðvarandi ójafnvægi lýtur að svokölluðum Greenspan- sölurétti. Önnur skýring er ofgnótt sparnaðar á heimsvísu. Að auki má nefna ýmsar kenningar um sálrænar orsakir, svo sem hjarðhegðun, en á slíkum forsendum byggist til að mynda tæknigreining sem er aðferð við verðmat á fjármálamörkuðum þar sem notuð eru söguleg gögn um verð og viðskipti fremur en undirliggjandi raunstærðir.

#### Greenspan-söluréttur ("Greenspan put")

Sú stefna sem Alan Greenspan mótaði í tíð sinni sem seðlabankastjóri í Bandaríkjunum er af mörgum talin frumorsök ójafnvægis, lágra vaxta og aukinnar áhættusækni á fjármálamörkuðum en Greenspan gegndi embætti seðlabankastjóra á árunum 1987 til 2006. Hann brást mjög harkalega við hættu á verðhjöðnun og ef hann taldi líkur á efnahagssamdrætti, t.d. vegna lækkandi eignaverðs, greip hann strax til hressilegra vaxtalækkana. Þarna gætti nokkurrar ósamhverfni í aðgerðum bankans því hann var mun tregari til vaxtahækkana þegar vísbendingar voru um aukna verðbólgu. Á tveggja ára tímabili frá júní 2004 til júní 2006 voru stýrivextir í Bandaríkjunum hækkaðir úr 1% í 5,25% í 17 skrefum, um 25 punkta í hvert skipti. Frá september 2007 til desember 2008 voru þeir síðan lækkaðir um 5 prósentur í 0,25% í 8 skrefum, og voru nokkur þeirra á bilinu 75 til 125 punktar.

Seðlabanki Bandaríkjanna lækkaði vexti og jók laust fé í umferð hressilega í kjölfar lækkunar hlutabréfaverðs haustið 1987, lausafjárkreppunnar 1998 (þegar LTCM varð gjaldþrota), þegar netbólan sprakk 2001 og í kjölfar hryðjuverkaárásanna á Bandaríkin í september 2001. Bankinn brást einnig á sambærilegan hátt við Flóabardaga, Mexíkókreppunni og Asíukreppunni. Þessi hörðu viðbrögð seðlabankans voru á markaði túlkuð sem trygging gegn skörpum verðlækkunum, svokallaður Greenspan-söluréttur (e. Greenspan put). Fjárfestar bjuggust við því að seðlabankinn brygðist við atburðum sem hefðu annars veruleg neikvæð áhrif á fjármálamarkaði með því að lækka vexti og stuðla þannig að hærra eignaverði. Með þessu væri í reynd tryggt að eignaverð lækkaði ekki um of og því væri seðlabankinn að gefa nokkurs konar sölurétt (e. put option) á verðbréfaeignum. Ef fjárfestar trúa því almennt að seðlabankinn komi í veg fyrir miklar verðlækkningar á mörkuðum en láti verðhækkningar óáreittar leiðir það til verðbólgu sem á endanum springur því að sölurétturinn er ekki til staðar þegar á reynir. Því kann bandaríska seðlabankinn að hafa stuðlað að eignaverðbólgu með tilhneigingu sinni til að beita hröðum og miklum vaxtalækkunum í því skyni að koma í veg fyrir efnahagsáföll og skarpar verðlækkningar á fjármálamörkuðum og því stuðlað að gírur og óumflýjanlegu hrúni á fjármálamörkuðum.

#### Offramboð sparifjár á heimsvísu ("Global saving glut")

Annarri skýringu á þessu ójafnvægi í heimsbúskapnum hefur nokkuð verið haldið á lofti af eftirmanni Greenspans, Ben S. Bernanke. Í ræðu sem hann hélt 10. mars 2005 lagði hann áherslu á þýðingu mikils og vaxandi viðskiptahalla Bandaríkjanna í þessu sambandi.

Hann sagðist ósammála því sem hann taldi viðteknar skýringar svo sem að orsakanna væri fyrst og fremst að leita í hagstjórn í Bandaríkjunum eða minnkandi innlendum sparnaði þar. Skýringuna á auknum viðskiptahalla í Bandaríkjunum og lágum raunvöxtum taldi Bernanke að mætti finna í samspili nokkurra þátta sem hefðu stuðlað að offramboði sparnaðar í heiminum.

Mikil aukning sparnaðar á sér aðallega þrjár skýringar. Í fyrsta lagi er meginorsökin viðsnúningur hjá þróunarríkjum sem í heildina hættu að vera lántakendur á alþjóðafjármálamörkuðum en höfðu þess í stað yfir sparnaði að ráða sem þau buðu fram sem lánsfé. Þessi breyting varð meðal annars í kjölfarið á gjaldeyriskreppunni í Asíu 1997, en þá tóku þessi lönd þá ákvörðun að byggja upp varaforða í Bandaríkjadöllum. Önnur lönd tóku einnig að byggja upp forða sem varúðarráðstöfun enda þótt þau hefðu ekki lent í gengishruni. Einnig var söfnun varaforða afleiðing gjaldeyrisinngripa sem var beitt til að sporna við gengisstyrkingu og stuðla þannig að útflutningsdrifnum hagvexti. Kína hefur gengið hvað lengst í að safna slíkum varasjóði en gengi kínverska gjaldmiðilsins, renminbis, hefur verið haldið veiku gagnvart Bandaríkjadal meðal annars með miklum kaupum kínverska ríkisins á eignum í dollurum, aðallega ríkisskuldabréfum. Það hefur bætt samkeppnisstöðu Kína á heimsmarkaði og stuðlað að miklum útflutningi þaðan og söfnun varaforða.

Í öðru lagi er um að ræða stækkandi varasjóði olíuútflutningsríkja vegna mikillar hækkunar olíuverðs. Það á til dæmis við um Miðausturlönd, Nígíríu, Venesúela og Rússland.

Í þriðja lagi er orsökina jafnframt aukinn sparnaður þróaðra ríkja þar sem meðalaldur íbúanna hækkar hratt og þörfin til að spara fyrir framfærslu þeirra sem hættir eru að vinna vegna aldurs vex sífellt. Þetta á til dæmis við í Þýskalandi og Japan.

Þessi aukning sparnaðar og tilheyrandi viðskiptaafgangur meðal þróunar- og nýmarkaðsríkja endurspeglar í aukinni skuldsetningu og vaxandi viðskiptahalla annars staðar. Þetta þýðir að fjármagn flæddi inn í iðnríkin. Innstreymi fjármagns hefur næstum alltaf tvennt í för með sér, styrkingu gjaldmiðilsins og hækkun á eignaverði. Gjaldmiðillinn styrkist vegna þess að þegar fjármagnið er tekið inn í landið þarf að kaupa innlendan gjaldmiðil. Eignaverðið hækkar vegna þess að fjármagnið sem kemur inn er að miklu leyti notað til að fjárfesta.

Fram að aldamótum var hækkandi eignaverð í Bandaríkjunum og víðar mest áberandi á hlutabréfamörkuðum. Innstreymi fjármagns til Bandaríkjanna styrkti dollarann og olli hækkun hlutabréfaverðs á árunum 1996 til 2000. Á mynd 5 sést hvernig markaðsvirði hlutafélaga í Bandaríkjunum þróaðist í hlutfalli við hagnað þeirra. Á árunum frá 1980 til 1995 jókst það frá tæplega tíuföldum hagnaði í um 20-faldan hagnað. Þá tók "netbólun" flugið og markaðsvirði hlutafélaga var komið vel yfir 40-faldan hagnað árið 2000, enda hafði hagnaður margra netfyrirtækjanna verið lítill eða enginn árum saman. Mikil hækkun hlutabréfaverðs á þessum árum er sýnd á mynd 6. Hærra verð hlutabréfa þýddi að neytendur voru orðnir efnaðri en áður og voru því viljugri að eyða fé í neyslu. Þar með jókst innflutningur en þjóðhagslegur sparnaður í Bandaríkjunum dróst saman. Á sama tíma hafði styrkur dollarans jákvæð áhrif á innflutning og neikvæð á útflutning (myndir 4 og 7). Enda þótt hallað hefði undan fæti á hlutabréfamörkuðum á árinu 2000 var engu að síður áfram mikið framboð af sparifé í heiminum. Raunvextir féllu því, bæði í Bandaríkjunum og víðar. Lágir raunvextir tóku þá við af háu hlutabréfaverði sem orsök lítills þjóðhagslegs sparnaðar í Bandaríkjunum og vaxandi viðskiptahalla. Megináhrif offramboðs sparifjár á heimsvísu komu fram í hækkandi fasteignaverði og fjárfestingu í húsnæði. Auður heimilanna hélt áfram að vaxa og það var auðvelt að umbreyta fasteignaaudi í lausafé með eiginfjárdrætti. Aukinn sparnaður annarra ríkja hefur því valdið vaxandi viðskiptahalla í Bandaríkjunum með breytingum á hlutabréfaverði, fasteignaverði, raunvöxtum og gengi dollarans. Þessi áhrif voru að líkindum sterkari í Bandaríkjunum en annars staðar vegna mikilvægis Bandaríkjadals sem forðamyntar heimsins og sem viðmiðs fastgengisstefnu í ýmsum þróunarlöndum.

Eignarhald á hlutabréfum er mun samþjappaðra en á húsnæði. Þegar eignaverðshækkunarir fluttust frá hlutabréfamarkaði yfir á fasteignamarkað upp úr aldamótum var það því mun breiðari hópur sem fann fyrir auðsáhrifunum og einkaneysla hélt áfram að vaxa hröðum skrefum í Bandaríkjunum. Í leiðara tímaritsins Economist frá 30. mars 2002 segir undir yfirskriftinni "Húsin sem björguðu heiminum" að mikil slökun peningastefnu víða um heim hafi ýtt undir einkaneyslu, að hluta til með því að lyfta

fasteignaverði. Með nokkurri einföldun megi segja sem svo að þegar ein bólan sprakk hafi önnur tekið að þenjast út. Endurfjármögnun fasteignalána hafi gert neytendum kleift að halda útgjöldum uppi þrátt fyrir vaxandi atvinnuleysi. Slík útgjöld séu í reynd fjármögnuð með lánum frá framtíðinni en útilokað sé að útgjöld séu meiri en tekjur um alla framtíð.

Mikils og vaxandi viðskiptahalla varð einnig vart á upphafsárum aldarinnar í fleiri þróuðum ríkjum, þar á meðal Spáni, Ástralíu og Bretlandi. Þessi lönd eiga það einnig sammerkt að þar hækkaði fasteignaverð verulega á sama tíma. Bernanke bendir á að annars konar fjárfesting en í íbúðarhúsnæði sé líklegri til að auka framleiðni og stuðla þannig að endurgreiðslu á lánsfé. Notkun erlends lánsfjár til fjárfestingar í fasteignum og byggingu íbúðarhúsnæðis hafi í för með sér erfiðleika við endurgreiðslu lána. Fjárfesting í framleiðslugeirum leiði hins vegar til framleiðnivaxtar og tekjumyndunar sem geti staðið straum af endurgreiðslu lánsfjár. Óhófleg fjárfesting í húsnæði, til að mynda vegna skyndilegs aðgengis að ódýru lánsfé, leiði fyrst og fremst til eignaverðbólú. Mikil áhersla á þjónustugreinar og byggingariðnað hafi jafnframt í för með sér kostnaðarsama aðlögun þegar þessir geirar hagkerfisins eru að minnka eftir þensluskeiðið.

Taumlaus ákefð ("Irrational exuberance")

Önnur skýring á myndun eignaverðbólú í Bandaríkjunum undir lok síðustu aldar byggist á því að sífelld hækkun eignaverðs sé drifin áfram af óraunsærri bjartsýni. Í desember 1996 hélt Greenspan, þáverandi seðlabankastjóri í Bandaríkjunum, ræðu þar sem hann fjallaði um krefjandi úrlausnarefni við stjórnun seðlabanka í Lýðræðisríkjum. Þar ræddi hann meðal annars um vandann við að koma auga á það þegar taumlaus ákefð (e. irrational exuberance) hefði magnað eignaverð óhóflega. Slíkt leiddi að lokum til óvænts og langvarandi samdráttar. Hann hélt því fram að seðlabankar þyrftu ekki að hafa áhyggjur af því að eignaverðbólur spryngju ef það hefði ekki áhrif á raunhagkerfið. Hann nefndi hrun hlutabréfaverðs haustið 1987 sem dæmi. Engu að síður dró Greenspan þá ályktun að nauðsynlegt væri að fylgjast grannt með breytingum á samsetningu efnahagsreikninga og sérstaklega breytingum á eignaverði. Það þyrfti að vera hluti af þróun peningastefnu. Þrátt fyrir þessi varnaðarorð og viðbrögðin við þeim hélt hlutabréfaverð áfram að hækka næstu þrjú árin.

Stöðugleiki á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum

Á tímum lágra vaxta og lausafjargnóttar varð framþróun fjármálamarkaða ör. Fjármálafyrirtæki höfðu stækkað og orðið flóknari. Nýjar fjármálaafurðir sem ætlað var að auka ávöxtun og draga úr áhættu litu dagsins ljós. Fjármálalandslagið varð sífellt flóknara og torskildara. Skýrsla um helstu þætti í þróun alþjóðlegra fjármálamarkaða var tekin saman hjá Centre for Economic Policy Research (CEPR) haustið 2007. Þar er fjallað um ójafnvægi, flókt, samþættingu á fjármálamörkuðum, fjármál heimilanna, samþjöppun á fjármálamörkuðum, nýjar fjármálaafurðir, vogunarsjóði og alþjóðavæðingu fjármálakerfisins. Bent er á alþjóðleg vandamál sem talin eru vera í uppsiglingu og eru áþekk þeim sem íslenska hagkerfið stóð frammi fyrir ári eftir þessa greiningu. Það sýnir að víða var mikil áhætta innbyggð í fjármálakerfið og var það alls ekki bundið eingöngu við Ísland.

Umfiöllun um þjóðhagslegt misvægi beinist að viðskiptahalla Bandaríkjanna og fasteignaverðbólum í nokkrum löndum. Enda þótt markaðir hafi á þessum tíma enn fjármagnað viðskiptahalla þá var staðan talin ósjálfbær og kalla á skarpa leiðréttingu. Ójafnvægið var enn til staðar á haustmánuðum 2007 og þörf á veikingu Bandaríkjadal. Í skýrslu CEPR er einnig lýst áhyggjum af öðrum þáttum sem ógni stöðugleikanum og það eru einmitt þeir þættir sem ollu þeim óróa sem gekk yfir fjármálamarkaði heimsins á árunum 2007 til 2009. Þar má nefna kerfisáhættu vegna lausafjárþurrðar, hugsanlegan viðsnúning vaxtamunarviðskipta, verðlækkun á fasteignamörkuðum og veikleika á nýmörkuðum. Sérstaklega má draga fram aukið gengisflókt og skyndilega stöðvun á fjármögnun ríkja með mikinn viðskiptahalla.

Aðgengi að lausafé var enn töluvert en hætta var talin á skyndilegum breytingum þar sem lítið flókt fjármálastærða og lágir vextir hefðu framkallað sókn í ávöxtun (e. search for yield) fjárfesta sem voru farnir að setta sig við óhóflega áhættu. Bent var á að skyndilegar breytingar á flökki gætu komið miklu fjármagni á hreyfingu mjög skyndilega ef markaðsverð og eignaval fjárfesta hefði miðast við forsendur um lítið flókt. Minna flókt á árunum á undan (þ.e. frá 2004 til miðs árs 2007) má ekki túlka sem varanlega breytingu á flökki fjármálastærða og eignaverðs. Flökkið minnkaði vegna þess að vöxtur var mikill og verðbólga lítil. Aukin afleiðuviðskipti og starfsemi vogunarsjóða dró úr flökki en sömu þættir geta valdið því að það aukist mikið og hratt. Mikil og útbreidd lánsfjármögnun fjárfestinga veldur því að þegar eignaverð lækkar þá lækkar það hraðar og meira en ella vegna þess hversu margir þurfa að loka stöðum sínum samtímis. Að þessu er vikið í kafla 14.0. Tímabil þar sem eignaverð er stöðugt um langt skeið getur haft í för með sér aukna áhættusækni vegna væntinga um varanlega lækun á flökki. Í skýrslu CEPR er bent á að margar fjármálastofnanir séu illa undirbúnar fyrir aukið flókt. Því sé mikilvægt að hafa náðið eftirlit með þeim og ganga úr skugga um að áhættustýring þeirra sé nægilega góð.

Vaxtamunarviðskipti voru í greiningu CEPR haustið 2007 talin hugsanleg uppspretta óstöðugleika á fjármálamörkuðum er tengdist fjármagnsflæði milli landa. Ábati af vaxtamunarviðskiptum er háður flökki í gengi gjaldmiðla. Skyndilegar sveiflur í gengi gætu orsakað að undið yrði ofan af vaxtamunarviðskiptum í einni svipan. Í skýrslunni er bent á að það að opna fyrir frjálsa fjármagnsflutninga kalli á skipulega stefnubreytingu að því er varðar efnahagsstefnu, stofnanir hagkerfisins, reglur og eftirlit. Þetta þurfi að leysa áður en ráðist sé í að opna fyrir fjármagnsflæði.

Einnig er bent á að fjárhagsleg áhætta heimilanna hafi vaxið í flestum löndum. Skuldsetning þeirra hafi aukist sem og fjármálagleg eignir. Þá hafi hlutur áhættusamra eigna aukist. Því sé nauðsynlegt að auka almenna fjármálafræðslu því mörgum reynist torvelt að skilja til hlítar flóknar og ógagnsæjar fjármálaafurðir sem sífellt séu að verða útbreiddari. Fyrirkomulag lífeyrissjóða hefur einnig breyst þannig að í stað þess að greiðslur séu grundvallaðar á skilgreindum lífeyrisréttindum byggist þær nú á raunverulegri eign viðkomandi í sjóðnum. Það hefur meðal annars þau áhrif að sveiflur í eignaverði leiða til aukinna sveiflna í lífeyristekjum.

Höfundar skýrslu CEPR um alþjóðlegan fjármálastöðugleika töldu að aukið mikilvægi stórra alhliða fjármálafyrirtækja þýddi að þau væru ekki aðeins of stór til að fara í þrot (e. too big to fail) heldur væru þau orðin of stór til að hægt væri að bjarga þeim ef á reyndi (e. too big to rescue). Hætta væri á að svo stórar fjármálastofnanir, eins og margir alþjóðlegir bankar voru orðnir, gætu haft tangarhald á þeim sem ættu að setja reglur um þær. Frjálsir markaðir veittu þeim því ekki nægjanlegt aðhald lengur og því þyrfti að auka upplýsingagiöf þeirra og gagnsæi aðgerða. Starfsemi stórra fjármálastofnana í mörgum löndum kallaði einnig á samstarf eftirlitsaðila milli landa, samræmingu og samstarf við setningu reglna og skapaði vanda við samvinnu vegna þrautavarálna. Að auki væri framboð lauss fjár nú orðið alþjóðlegt og alþjóðlegar fjármálastofnanir gætu sótt sér laust fé hvert þangað sem það væri í boði. Lausafjárþurrð í einu landi smitaðist því fljótt til annarra landa. Af þessum sökum þyrftu seðlabankar heimsins að bregðast sameiginlega við sveiflum í lausafjárstöðu. Þegar á reynir er hætta á því að engin ein eftirlitsstofnun taki á sig ábyrgðina af því að grípa inn í þegar fjármálakreppur breiðast út milli landa. Sérstaklega er bent á það í skýrslunni að fjármálaeftirlitsstofnun gæti þurft að ákveða hvort koma ætti alþjóðlegri fjármálastofnun til aðstoðar. Þótt það borgaði sig, þ.e. kostnaðurinn við að láta fjármálafyrirtækið fara í þrot væri meiri en björgunarkostnaðurinn, þá gæti björgunarkostnaðurinn verið of mikill fyrir heimalandið. Þetta gæti átt við ef heimaland fjármálastofnunarinnar væri hlutfallslega lítil hluti af markaðssvæði hennar. Segir einnig að fram að þessu hafi minnisblöð (e. memoranda of understanding), tvíhliða samningar og samvinna dugað, en þó hafi ekki enn reynt á það að ráði. Þetta er skrifað haustið 2007.

Mikið framboð lausafjár og leitin að ávöxtun kynti undir þróun ýmiss konar fjármálavara. Þar á meðal voru skuldavafningar (e. collateralized debt obligations eða CDOs). Vafningar eru eignatryggð verðbréf með undirliggjandi eignir sem gefa af sér þekktar tekjur. Þessar eignir geta verið hvers konar skuldabréf, bankalán, aðrir vafningar og fleira þess háttar. Gríðarlegur vöxtur var í útgáfu skuldavafninga á árunum eftir aldamót en fyrstu samningarnir um skuldavafninga voru gerðir fyrir rúmum 20 árum. Vafningunum er skipt í nokkur lög (e. tranches) og er óskað eftir lánshæfiseinkunn fyrir öll lögin nema það neðsta sem hefur að geyma eiginfjárframlag eða ígildi þess (e. subordinate/equity tranche). Algengt var að efsta lag vafnings fengi AAA eða AA einkunn. Millilögin voru oft með einkunnir á bilinu A til B. Tekjur af vafningum koma frá vaxtagreiðslum vegna undirliggjandi eigna, höfuðstólsgreiðslum vegna lokagjalddaga þessara eigna og sölu þeirra. Aðalástæðan fyrir sölu vafninga er sú að með þeim má flytja áhættusöm útlán af efnahagsreikningi og draga þannig úr eiginfjárbindingu. Eftirspurn eftir vafningum varð mjög mikil til dæmis meðal lífeyrissjóða sem þurfa lögum samkvæmt að fjárfesta í bréfum með einkunnina AAA eða AA. Einnig er algengt að aðrar stofnanir vinni eftir fjárfestingarstefnu sem takmarkar kaup þeirra á bréfum sem eru með lægri einkunn. Efri lög skuldabréfavafninga og lánavafninga gáfu oft ávöxtun sem var töluvert hærri en á skuldabréfum með sambærilega einkunn. Þetta virtust því vera tiltölulega öruggar eignir sem gáfu ávöxtun til jafns við mun áhættusamari eignir eins og hlutabréf. Vafningunum var ætlað að dreifa áhættu með því að búa hana niður og selja þeim sem höfðu vilja og getu til að taka hana á sig. Vandinn við vafningana var að tengsl milli lánveitanda, lánþega og fjárfestis urðu mjög óljós. Í reynd var áhættunni dreift þannig að alger óvissa var um það hvar hún lægi. Þegar vanskil undirliggjandi eigna fóru að aukast, til dæmis vanskil ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum, þá þvarr traust á fjármálamörkuðum því mikil óvissa ríkti um það hver bæri kostnaðinn á endanum. Grunur vaknaði um að mun stærri hluti áhættunnar lægi enn hjá fjárfestingarbönkunum sem settu vafningana saman en forsvarsmenn þeirra vildu vera láta. Vegna þess að efstu lögin voru með háa einkunn var auðvelt að selja þau en algjör óvissa ríkti um hvort fjárfestingarbankarnir hefðu getað selt neðstu lögin. Það sem jók á þennan vanda var að bankinn sem veitti upphaflega lánið gerði það í þeirri vissu að hann myndi selja lánið áfram. Þetta klippti á hvata hans til að safna nægum upplýsingum um lánþega, sem aftur þýddi að þess var að vænta að vanskil yrðu há.

Skuldavafningar eru dæmi um skuldaafleiður. Grunnhugmyndin að baki skuldaafleiðum er að skipta upp skuldaáhættu og færa hana til. Skuldatrygging (e. credit default swap eða CDS) er annað dæmi um skuldaafleiðu og má segja að hún sé einfaldasta formið. Skuldatrygging felur í sér samning þar sem áhættan af tilteknu skuldabréfi flyst á milli aðila. Kaupandi skuldatryggingarinnar greiðir seljandanum ákveðið iðgjald, svokallað skuldatryggingarálag, og í staðinn lofar seljandi tryggingarinnar að bæta eiganda bréfsins muninn á markaðsvirði þess og nafnverði verði útgefandinn gjaldþrota eða ef annars konar alvarlegt greiðslufall verður á bréfinu eða hliðstæður atburður. Skuldatryggingarálag er sett fram sem punktar, þar sem 100 punktar jafngilda árgjaldi sem nemur 1% af nafnverði undirliggjandi skuldabréfs. Skuldatryggingar eru jafnframt algengasta form skuldaafleiða og hafa viðskipti með þær aukist gríðarlega frá aldamótum. Algengt er að bankar kaupi skuldatryggingar á skuldabréf sem þeir halda til þess að verjast áhættunni af greiðslufalli en skuldatryggingar hafa einnig notið vinsælda hjá vogunarsjóðum (e. hedge funds) sem leið til þess að taka skortstöðu á skuldamarkaði. Að gefnum forsendum um endurheimtuhlutfall ef útgefandi skuldabréfsins fer í þrot má líta á skuldatryggingarálag sem mat markaðarins á gjaldþrotalíkum útgefandans. Ör þróun hvers konar flókinna afurða, vafninga og flókinna afleiða undanfarin ár olli áhyggjum af því að eftirlitsaðilar og regluverk héldi ekki í við þróunina. Uppskipting og dreifing áhættu sem átti sér stað í miklum mæli á árunum 2003 til 2007 jók jafnframt þörfina á alþjóðlegri áhættustýringu á fjármálamörkuðum. Í skýrslu CEPR um alþjóðlegan fjármálastöðugleika frá 2007 sem áður er vitnað til er bent á að svo virðist sem vogunarsjóðir hafi ekki átt stóran þátt í þeim óróa sem var nýhafinn á fjármálamörkuðum þegar skýrslan kom út. Höfundar skýrslunnar lögðu þó til að sett yrði á fót eins konar rannsóknarnefnd alvarlegra áfalla er varða

vogunarsjóði sem falið yrði að rannsaka tilvik þar sem vogunarsjóðir virðast hafa valdið áföllum á mörkuðum, en nokkur dæmi eru um það í sögunni. Á grundvelli slíkra rannsókna mætti grípa til fyrirbyggjandi ráðstafana til þess að draga úr líkum á því að slíkt endurtæki sig.

Á allra síðustu árum hefur orðið ör þróun á viðskiptalíkani banka. Margir bankar hafa fjarlægst hefðbundna bankastarfsemi sem gengur út á að taka við skammtíma innlánnum og lána til lengri tíma. Æ fleiri bankar leggja áherslu á að stofna til lána sem síðan eru vöndluð saman og seld til fjárfesta á vafningaformi. Þannig er áhættan af lánastarfseminni seld frá bankanum og henni dreift um hagkerfið, til annarra banka, tryggingafélaga og skuldsettra fjárfesta, sem eru helstu kaupendur vafninga og skuldaafleiðna. Þetta hefur skapað annan vanda því þegar bankar geta selt frá sér alla áhættu tengda útlánnum hafa þeir ekki lengur hvata til að fylgjast með stöðu og aðstæðum lánþega í því skyni að lágmarka útlánaáhættu.

### 4.2.3 Hin alþjóðlega fjármálakreppa

Þegar hlutabréfamarkaðir gáfu eftir í upphafi árs 2000, þ.e. þegar "netbólán" sprakk, var framboð sparifjár á heimsvísu áfram mikið en það fluttist af hlutabréfamarkaði og yfir á fasteignamarkaðinn. Viðbrögð bandaríska seðlabankans við hraðri lækkun hlutabréfaverðs fólst í skarpri lækkun stýrivaxta (mynd 3). Lækkun stýrivaxta leiddi síðan til lækkunar afborgana af húsnæðislánnum og samkeppni milli lánafyrirtækja jókst. Algengt var að lán væru boðin með nokkurra mánaða og jafnvel nokkurra ára lágvaxtatíma, þar sem vextir og þar með greiðslur lántakandans voru enn lægri en ráða mátti af ríkjandi vaxtastigi. Hækkun húsnæðisverðs vó því á móti eignalækkuninni vegna fallsins á hlutabréfamarkaði og eftirspurn hélst uppi.

Snemma árs 2007 tóku að berast fréttir af vaxandi vanskilum vegna fasteignalána í Bandaríkjunum. Um var að ræða svokölluð ótrygg fasteignaveðlán eða undirmáslán (e. subprime mortgages). Nokkrar fyrirsagnir frá fréttaveitunni CNNMoney.com frá því snemma í mars 2007 eru lýsandi fyrir ástandið á fasteignamarkaði í Bandaríkjunum á þeim tíma: "Áhættan við undirmáslánin", "Undirmáslán: áhættan fyrir Wall Street", "Ógnvekjandi útreikningar: fleiri heimili, færri kaupendur" og "Metfjöldi nauðungaruppboða á fjórða ársfjórðungi [2006]". Ótrygg fasteignaveðlán höfðu verið veitt fólki með litla eða ótrygga greiðslugetu, litlar eða engar eignir og oft með tiltölulega lítið lánstraust (e. credit history). Lánin virðast oft hafa verið veitt í þeirri trú að fasteignaverð héldi áfram að hækka og að auðsmyndun myndi hjálpa skuldurum að endurgreiða lánsféð. Mikil samkeppni var um lánveitingar af þessu tagi. Meðal annars voru á boðstólum lán þar sem vextir voru afar lágir fyrstu mánuðina og allt að tveimur árum. Einnig var boðið upp á lán þar sem fyrstu mánuðina þurfti einungis að borga vexti en ekki af höfuðstólum. Í upphafi árs 2007 var komið að endurskoðun á fjölda lána og hækkaði þá greiðslubyrðin yfirleitt allverulega. Vaxandi vanskil á undirmáslánnum á árinu 2007 komu illa við þá fjárfesta sem keypt höfðu áhættuna af lánunum. Undirmáslánunum hafði verið pakkað í vafninga og þau seld þannig áfram til fjölda banka í Bandaríkjunum, Evrópu og Asíu. Einhverjir vogunarsjóðir höfðu einnig fjárfest mikið í þessum lánnum. Vandinn vegna vanskila ótrygggra fasteignalána varð því mestur hjá þeim fjármálastofnunum sem höfðu veitt mörg slík lán en einnig hjá bönkum og sjóðum sem höfðu fjárfest í vafningum sem innihéldu þessi lán.

Hin alþjóðlega fjármálakreppa sem hófst sumarið 2007 kom í kjölfar óvenju lágra raunvaxta, auðfengins lánsfjár, lítills flökts fjármálastærða og útbreiddrar hækkunar eignaverðs. Þessar aðstæður leiddu til vaxandi veikleika í fjármálakerfinu sem kom fram í kjölfar mikilla afskrifta þegar vafningar með undirmáslánnum hríðféllu í verði á árinu 2007. Helstu fjármálamarkaðir urðu svo gott sem óstarfhæfir og líkur voru taldar á að stór hluti fjármálastofnana væri í reynd gjaldþrota. Óvissan um hverjir bæru áhættuna og hvað þyrfti að afskrifa mikið olli því að bankar urðu tregir til að eiga viðskipti hver við

annan. Á mynd 8 sést að vaxtaálag á millibankamarkaði í Bandaríkjunum fór að hækka snemma árs 2007 um svipað leyti og fór að bera á fregnum af vandræðum með endurgreiðslur og endurfjármögnun á fasteignamarkaði.

Vanskil á húsnæðislánamarkaði í Bandaríkjunum undu fljótlega upp á sig. Fyrst komust fyrirtæki sem höfðu verið stórtæk á þessum lánamarkaði í vandræði. New Century Financials varð gjaldþrota 22. apríl 2007 en það hafði verið næststærsti lánveitandi ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum. Á þessum tíma snerist fjármálakreppan enn um óvissu um áhættu fasteignalána og þar af leiðandi vandamál við skammtímafjármögnun. Vandamálin ágerðust 9. ágúst 2007 þegar franskur bankinn BNP Paribas stöðvaði útgreiðslur úr þremur peningamarkaðssjóðum sem höfðu fjárfest í eignum sem byggðu á ótryggum fasteignalánnum frá Bandaríkjunum. Við þetta jókst vaxtaálag á millibankamarkaði í Bandaríkjunum á ný en það hækkaði nú einnig annars staðar (mynd 8). Northern Rock bankinn í Bretlandi hafði verið stórtækur á fasteignalánamarkaði þar í landi en hann reiddi sig á skammtímafjármögnun á peningamarkaði. Er óvissa jókst og traust minnkaði var gert áhlaup á bankann en hann fékk stuðning frá Englandsbanka í september 2007. Ekki fannst þó kaupandi að bankanum og hann var að lokum þjóðnýttur í febrúar 2008. Þann 12. desember 2007 tilkynntu seðlabankar Bandaríkjanna, Kanada, Englands, Evrópu og Sviss um sameiginlegar aðgerðir sem ætlað var að leysa vandamál á skammtímafjármagnsmörkuðum. Bandaríski seðlabankinn bauð tímabundin lán, til um það bil eins mánaðar, gegn fjölbreyttum veðum (e. term auction facility, TAF). Hann gerði einnig gjaldeyrisskiptasamninga við evrópsku seðlabankana, en það var mikill skortur á Bandaríkjadollurum í Evrópu. Á næstu vikum dró úr vaxtaálagi á millibankamörkuðum en ástandið átti eftir að versna á ný. Óvissa um tap vegna vanskila á fasteignamarkaði hélt áfram að aukast og leiddi til þess að Bear Stearns fjárfestingarbankinn lenti í lausafjárþurrð í mars 2008. Bandaríska ríkið leiddi yfirtöku JP Morgan Chase á bankanum og þannig var komið í veg fyrir gjaldþrot Bear Stearns. Í júlí lýsti bandaríska ríkið yfir fjárhagslegum stuðningi við íbúðalánasjóðina Fannie May og Freddie Mac og í september voru þeir í raun og veru teknir yfir af ríkinu.

Fjármálakreppan hafði að mestu verið tengd vanskilum á bandarískum fasteignalánnum og tapi á ýmsum fjármálaafurðum tengdum þeim. Björgun Englandsbanka á Northern Rock bankanum og yfirtaka JP Morgan á Bear Stearns með aðkomu bandaríska ríkisins hafði þó komið í veg fyrir að traust á fjármálamörkuðum glataðist með öllu. Þetta breyttist 15. september 2008 þegar fjárfestingarbankinn Lehman Brothers varð gjaldþrota. Traust á milli banka þvarr og vaxtaálag á millibankamarkaði rauk upp úr öllu valdi um allan heim. Til viðbótar við óvissuna um það hver væri berskjaldaður fyrir tapi vegna fasteignalána bættist óvissan um hver tapaði á Lehman Brothers og hvað yrði næst. Bankar um allan heim reyndu að vernda lausafjárstöðu sína og eiginfjárstöðu því enginn vildi verða næstur til að falla. Lán til annarra banka og til viðskiptavina voru því ekki endurnýjuð, lánalínum var lokað, eignir seldar og veðköll jukust. Þar sem flestallir bankar brugðust við á sama hátt þegar hér var komið frusu allir markaðir og eignaverð hrundi. Dollaraskortur varð um allan heim og helstu seðlabankar endurnýjuðu og útvíkkuðu gjaldeyrisskiptasamninga. Bandaríska ríkið lagði drög að 700 milljarða dollara sjóði til að kaupa vandræðaeignir af bönkum (e. troubled asset relief program, TARP). Þann 25. september 2008 yfirtók bandaríska ríkið Washington Mutual bankann (WaMu) og 29. september var bankinn Bradford & Bingley þjóðnýttur í Bretlandi en hann hafði lánað mikið til fasteignaviðskipta. Sama dag tilkynnti íslenska ríkið samkomulag um að það myndi eignast 75% hlut í Glitni og fyrstu útgáfu TARP áætlunarinnar í Bandaríkjunum var hafnað í þinginu. Endurbætt útgáfa var hins vegar samþykkt 3. október. Þann 8. október lækkuðu margir seðlabankar vexti í samhæfðum aðgerðum. Á næstu dögum juku helstu seðlabankar stórlega aðgengi að lausafé og ríkisstjórnir í Evrópu og Bandaríkjunum vörðu háum upphæðum til endurfjármögnunar banka. Því ástandi sem skapaðist á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haustið 2008 hefur verið lýst sem fárviðri. Það var í þessu ástandi sem íslensku bankarnir Þríur, Glitnir, Landsbankinn og Kaupþing, féllu í byrjun október 2008.

## 4.2.4 Lánakjör Íslands og íslenskra banka erlendis

Íslensku bankarnir juku erlenda starfsemi sína mjög í kjölfar einkavæðingar þeirra upp úr síðustu aldamótum. Ein af meginástæðum þess hve vel þeim gekk að hasla sér völl erlendis var gott aðgengi þeirra að erlendum lánsfjármörkuðum. Tvennt studdi þennan aðgang. Annars vegar gott láns hæfismat þeirra sem þeir fengu að nokkru leyti í arf frá ríkinu. Hins vegar aðgengi þeirra að mörkuðum í Evrópu á jafnréttisgrundvelli gegnum EES-samninginn.

Aðgengi að erlendu lánsfé og þau vaxtakjör sem það býðst á ráðast öðru fremur af láns hæfi sem lýst er með einkunn sem alþjóðleg láns hæfismatsfyrirtæki úthluta. Þau helstu í okkar heimshluta eru Standard og Poor's, Fitch Ratings og Moody's. Íslenska ríkið hefur sótt láns fé út fyrir landsteinana áratugum saman. Fyrirtæki í eigu ríkisins, svo sem Landsvirkjun og ríkisbankarnir gömlu, tóku einnig erlend lán. Þessi fyrirtæki voru með fulla ábyrgð íslenska ríkisins og gagnvart lánveitendum var lífill eða enginn munur á því að lána þeim eða að lána ríkinu beint.

Fjármögnunarkjör bankanna voru afar hagstæð vegna þess hve alþjóðlega efnahagssumhverfið var stöðugt, alþjóðlegir vextir lágir, láns hæfi þeirra gott og íslenskt efnahagslíf þróað og stöðugt. Ein meginástæða fyrir góðu láns hæfismati bankanna var traust staða ríkisins og væntingar um að ríkið styddi við þá. Þáverandi forsætisráðherra, Davíð Oddsson, lýsti þessu vel í umræðum á Alþingi haustið 1999 þegar hann sagði: "Það hefur verið sagt að engin ríkisstjórn nokkurs staðar sem taki sig alvarlega léti meiri háttar bankastofnun fara á höfuðið ef illa gengi. Reyndin er sú, víðast hvar a.m.k., að þessi setning hefur sannast. Hvers vegna nefni ég þetta til sögunnar? Það er til að undirstrika að um bankastarfsemi gilda önnur lögmál en um aðra starfsemi á hinum frjálsa markaði." Tafla Moody's yfir láns hæfismat vegna langtíma skuldbindinga sýnir þróun láns hæfismats íslenska ríkisins og íslensku bankanna, Glitnis, Landsbankans og Kaupþings (og Búnaðarbankans fyrir sameiningu hans og Kaupþings). Bankarnir eru allir með nokkuð góða einkunn (A2 og A3) og hækka einkunnir þeirra allra eftir einkavæðingu (og sameiningu FBA og Íslandsbanka (seinna Glitnir) og Búnaðarbankans og Kaupþings). Í febrúar árið 2007 setti Moody's reyndar þessa þrjá íslensku banka í hæsta flokk Aaa og við það beið Moody's álitshnekki. Í apríl var láns hæfi bankanna allra lækkað á ný, en var þó hærra en fyrir Aaa hækkunina þar til matið á þeim öllum var lækkað á ný í febrúar 2008. Þá var einkunn Landsbankans og Kaupþings á ný orðin sú sama og rúmu ári áður en Glitnir hafði lækkað um eitt stig. Láns hæfiseinkunn bankanna hélst góð þar til þeir féllu.

Skuldatryggingarálag íslensku bankanna hækkaði nokkuð haustið 2005 (mynd 9) og það hélt áfram að hækka eftir áramótin. Álagið sem var um 20 punktar haustið 2005 hafði tvöfaldast og var komið yfir 40 punkta snemma í febrúar 2006. Þann 22. febrúar 2006 sendi láns hæfismatsfyrirtækið Fitch Ratings frá sér fréttatilkynningu þar sem horfur um láns hæfiseinkunn íslenska ríkisins voru sagðar neikvæðar en einkunnin var þó áfram AA- vegna erlendra skuldbindinga ríkisins og AAA vegna innlendra. Ástæður versnandi horfa um láns hæfi ríkisins voru sagðar vísbendingar um vaxandi þjóðhagslega áhættu, ósjálfbær viðskiptahalli og himinháar erlendar skuldir og var bent á að hreinar erlendar skuldir væru komnar vel yfir 400% af erlendum tekjum. Sagt var að hagkerfið hefði lengi borið merki þess að vera ofþanið en nú virtist ástandinu hraka mun hraðar en áður og líkur á harðri lendingu hefðu því aukist. Fitch gagnrýndi áframhaldandi hraðan vöxt fjármálakerfisins erlendis og erlenda skuldasöfnun. Einnig taldi Fitch að efnahagsstjórninni væri ábótavant og of mikið hefði mætt á peningastefnunni á meðan ekkert hefði kveðið að ríkisfjármálum. Aðgerðaleysi stjórnvalda var sagt byggjast á skoðun þeirra á því að þar sem efnahagslegt ójafnvægi væri upprunnið í einkageiranum myndi það lagast af sjálfu sér. Þrátt fyrir góða skuldastöðu hins opinbera sagði Fitch að einn helsti lærdómurinn af fjármálakreppunni í Asíu 1997 til 1998 hefði verið að lönd þar sem ríkisfjármálin virtust í lagi ættu á hættu að leiða hjá sér ójafnvægi í einkageiranum en slíkt kæmi þeim í koll að lokum. Þá benti Fitch á það í fréttatilkynningunni að íslensku bankarnir væru um of háðir aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum og

Þeir myndu tæplega þola það að tapa aðgengi að erlendu fjármagni um tíma. Ör vöxtur bankanna átti þátt í því að kjör þeirra versnuðu. Stærð þeirra var farin að valda tortryggni meðal erlendra greinenda sem höfðu uppi efasemdir um getu bankanna til þess að endurfjármagna sig á jafn hagstæðum kjörum auk efasemda um getu ríkisins til að standa að baki bönkunum. Í kjölfar fréttatilkynningar Fitch þar sem metnar voru neikvæðar horfur fyrir Ísland fylgdu ýmsar greiningar á efnahagsástandi á Íslandi og íslenskum fjármálafyrirtækjum. Sem dæmi má nefna greiningu Merrill Lynch "Icelandic banks: not what you are thinking" sem kom út 7. mars 2006 og greiningu Danske Bank "Iceland: Geysir crisis" sem var gefin út 21. mars sama ár. Þessar tvær skýrslur ollu því, eins og fréttatilkynning Fitch, að íslenska krónan veiktist töluvert þegar þær komu út. Samkvæmt vísitölu gengisskráningar eins og hún er skráð hjá Seðlabankanum klukkan 11 að morgni veiktist krónan um 7% daginn sem fréttatilkynning Fitch var send út, um 3,4% þegar greining Merrill Lynch á íslensku bönkunum kom út og um 2,6% þegar efnahagsgreining Danske Bank var gefin út. Alls veiktist gengi krónunnar á þennan mælikvarða um 21,9% á fyrri helmingi árs 2006. Skuldatryggingarálag bankanna hækkaði einnig er þessar skýrslur komu út og eins og sést á mynd 9 fór það yfir 90 að meðaltali fyrir bankana þrjá, Glitni, Kaupþing og Landsbankann, um miðjan mars. Meðalskuldatryggingarálag bankanna hélst um og yfir 70 punktum fram í byrjun maí 2006.

Skýrsla Merrill Lynch var svartsýn á íslenska bankakerfið. Þar var bent á að líklega væru vandamálin rétt að hefjast en kerfislæg vandamál eins og Ísland ætti við að glíma væru lengi að byggjast upp og lengi að fjara út. Óvissa væri um að aðlögun í hagkerfinu eftir þensluskeiðið yrði hófleg (þ.e. óvissa um mjúka lendingu) og horfur á auknu áhættuálagi á bankana. Þeir væru sérstaklega viðkvæmir fyrir breytingum á tiltrú markaðsaðila þar sem skuldir þeirra væru of miklar og of framhlaðnar. Greinendur Merrill Lynch lýstu áhyggjum af því að undirliggjandi bankastarfsemi væri ekki sterk og stór hluti hagnaðar ársins 2005 hefði verið vegna stöðutöku í skráðum og óskráðum félögum. Þá höfðu þeir áhyggjur af eigendatengslum milli bankanna og ýmissa íslenskra félaga. Bankarnir hefðu mikla tilhneigingu til að fjárfesta samhliða eigendum og viðskiptavinum í áhættusömum yfirtökum og að auki væru þeir oft lánveitendur í sömu viðskiptum. Niðurstaða Merrill Lynch var að hækkan á áhættuálagi íslensku bankanna væri afleiðing af óvenju veikri stöðu þeirra og endurspeglaði ekki að fullu hversu miklu áhættusamari þeir væru en aðrir evrópskir bankar. Skýrsluhöfundar töldu að það væru góð kaup í skuldatryggingum á bankana á þeim kjörum sem þær buðust á í byrjun mars 2006, á bilinu 45 til 65 punktar á 5 ára tryggingum.

Greiningardeild Danske Bank dró athyglina að efnahagslegu ójafnvægi á Íslandi þar sem að mati deildarinnar stefndi í 20% viðskiptahalla árið 2006, atvinnuleysi var 1% og launahækkunar 7% á ári. Danske Bank spáði kreppu á Íslandi á næstu tveimur árum. Verg landsframleiðsla (VLF) myndi dragast saman um 5 til 10% og verðbólga fara yfir 10% þar sem gengið myndi falla verulega. Af samanburði við efnahagsástandið í Tælandi í aðdraganda Asíukreppunnar komst Danske Bank að því að Ísland liti verr út að næstum öllu leyti. Þótt gjalddeyrisstaða bankanna væri nokkurn veginn í jafnvægi að mati skýrsluhöfunda lýstu þeir áhyggjum af verðtryggingu fasteignalána þar sem efnahagsreikningar heimilanna myndu skaðast við veikingu krónunnar. Því töldu þeir verulega hættu á fjármálakreppu á Íslandi í kjölfar efnahagskreppu árin 2006 og 2007. Fyrirsjáanlegur fjármögnunarvandi bankanna myndi neyða þá til að draga úr útlánnum og selja erlendar eignir.

Það er rétt að vekja athygli á því að þótt efnahagslegt ójafnvægi væri á þessum tíma mikið á Íslandi og drægi þar með til sín athygli greinenda og spákaupmanna þá var svo einnig um önnur lönd. Krónan tók að veikjast í febrúar 2006 en það átti einnig við nýsjálenska dalinn. Líkt og á Íslandi hafði myndast mikill viðskiptahalli á Nýja-Sjálandi árið 2005, eða um 9% af VLF, samanborið við 16,5% á Íslandi. Gengi tyrknesku lírunnar féll einnig vorið 2006 og hlutabréfaverð í öllum þessum löndum féll einnig töluvert sem og í Indónesíu og Brasilíu. Allt eru þetta hávaxtalönd, þ.e. lönd sem erlendum fjárfestum höfðu þótt aðlaðandi vegna hárra vaxta. Á fyrri hluta árs 2006 var áhætta tengd fjárfestingum í hávaxtalöndum

endurmetin og varð lækun eignaverðs og veiking gjaldmiðla mest þar sem efnahagslegt ójafnvægi var hvað mest, líkt og á Íslandi. Bankarnir fóru í mikla ímyndarherferð með fulltingi stjórnvalda á árinu 2006 til þess að bregðast við því sem stjórnendur þeirra og ríkisins töldu vera misskilning byggðan á skorti á upplýsingum um Ísland og íslensku bankana. Viðskiptaráð Íslands fékk Fredrick Mishkin, prófessor við Columbia háskóla, og Tryggva Þór Herbertsson, forstöðumann Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, til þess að rita skýrslu um fjármálastöðugleika á Íslandi. Síðar virðist Mishkin hafa breytt nafninu á skýrslunni í "fjármálaóstöðugleika á Íslandi". Skýrslan kom út í byrjun maí 2006 en einmitt þá snerist sú óheillaþróun sem verið hafði á íslenskum mörkuðum undangengna mánuði. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna lækkaði á ný. Bankarnir brugðust að nokkru leyti við þeim ábendingum sem komið höfðu frá erlendum greinendum vorið 2006. Reynt var að draga úr krosseignarhaldi, meðal annars var Exista skráð á markað einmitt í þessum tilgangi. Eignarhald bankanna var einfaldað og dregið úr hlutabréfastöðum. Útgáfa skýrslu Mishkins og Tryggva var ákveðinn vendipunktur fyrir íslensk fjármálafyrirtæki og efnahagslíf á árinu 2006. Lánskjör íslensku bankanna tóku smám saman að lagast á ný þar til um mitt ár 2007 þegar skuldatryggingarálagið var komið niður undir 20 punkta á nýjan leik.

Áhyggjur af stærð bankanna og bankakerfisins á Íslandi samanborið við umfang efnahagslífsins og getu Seðlabankans til þess að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara jukust á ný á árinu 2007. Um áramótin 2007–2008 var skuldatryggingarálag þeirra og ríkisins farið að rísa verulega og orðið hærra en áður. Í framhaldinu fóru lánshæfisfyrirtækin að ókyrrast og tóku mat sitt á lánshæfi bankanna og Íslands til endurskoðunar. Hækkað áhættuálag á mörkuðum endurspegladi vantraust milli fjármálafyrirtækja. Það varð íslenskum bönkum sífellt erfiðara að endurfjármagna sig á mörkuðum þrátt fyrir að þeir hefðu tilkynnt um lítil eða engin tengsl við bandarísk undirmálslán og vafninga tengda þeim, en slíkar eignir voru taldar "eitradar" í þeim skilningi að alger óvissa ríkti orðið um verðmæti þeirra. Eftir að áhættuálag hækkaði og fjármögnunarkjör versnuðu var orðið ljóst að íslensku bankarnir þyrftu fyrr eða síðar á lausafjárfrigreiðslu að halda. Vegna efasemda um að íslenska ríkið og íslenski seðlabankinn hefðu bolmagn til að veita bönkunum þessa þjónustu, í ljósi hlutfallslegrar stærðar þeirra samanborið við ríkið, var farið að líta á íslenskar eignir, og þá sérstaklega skuldabréf tengd íslensku bönkunum, sem "eitradar" eignir í sama skilningi og bandarísku undirmálslánin. Það hafði því í reynd lítið að segja þótt íslensku bankarnir hefðu sýnt meiri varkárni en margir aðrir í tengslum við bandarísk undirmálslán. Þeir voru engu að síður sjálfir komnir í sambærilegan flokk að mati erlendra markaðsaðila.

Skuldatryggingarálag bankanna hækkaði verulega í byrjun ágúst 2007, um það leyti sem alþjóðlega fjármálakreppan komst á skrið. Annar hækkunarkippur kom svo á álagið á íslensku bönkunum þegar Kaupþing tilkynnti um miðjan ágúst 2007 um yfirtöku á hollenska bankanum NIBC fyrir 3 milljarða evra. Þá var ljóst að við sameininguna yrði efnahagsreikningur Kaupþings um sexföld VLF Íslands en um sumarið 2007 hafði töluvert verið fjallað um stærð bankakerfisins alls sem hafði náð áttfaldri landsframleiðslu í lok árs 2006. Miðað við áform Kaupþings var ljóst að möguleikar Seðlabankans til að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara gagnvart Kaupþingi voru mjög takmarkaðir. Sama gilti um mögulega aðkomu íslenska ríkisins ef Kaupþing lenti í vanda. Að auki hafði NIBC bankinn verið virkur á markaðnum fyrir undirmálslán. Lánshæfismatsfyrirtækin tóku einkunn Kaupþings til endurskoðunar með það fyrir augum að lækka hana eftir að tilkynnt var um yfirtöku bankans á NIBC. Samhliða því að undirbúa þessa yfirtöku stefndi Kaupþing að því að flytja eigið fé sitt í evrur. Ársreikningaskrá synjaði þeirri breytingu skömmu fyrir áramótin og í lok janúar tilkynnti Kaupþing að fallið hefði verið frá yfirtökunni. NIBC hafði fjárfest í undirmálslánnum og til þess að greiða fyrir yfirtökunni lánaði Kaupþing í sjálfstæðu félagi til þess að kaupa undirmálslánin út úr NIBC (sjá nánar í kafla 8 um útlán). Þessa lánveitingu sat Kaupþing uppi með eftir að hætt var við að taka NIBC yfir. Nánar er vikið að þessu í kafla 19.3.2 og í kafla 8.0.

Þau kjör sem íslenskum bönkum stóðu til boða á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum hríðversnuðu árið 2008 (mynd 10). Væntingar um að kjörin færðust aftur í "fyrra horf", þar sem "fyrra horf" miðaðist við eitthvert mesta lágvaxtaskeið sögunnar, rættust ekki. Vextir sem miðað er við í alþjóðlegum samningum voru óvenju lágir þegar íslensku bankarnir juku sókn sína í erlent lánsfé. Áhættuálag var einnig óvenju lágt á þeim tíma. Viðskiptalíkan íslensku bankanna, og reyndar einnig ýmissa erlendra banka, miðaðist við vaxtalandslag sem var langt frá því að vera eðlilegt í sögulegu samhengi. Um páskana versnaði ástandið mjög. Íslensku bankarnir voru ekki lengur tilbúnir til að láta frá sér erlent lausafé. Hér má nefna að þrátt fyrir að vaxtamunurinn á íslenskri krónu og evrunni hafi verið um 10%, var framvirka verðið á evrum á gjaldeyrisskiptamarkaðnum svipað og stundargengið. Jafnvel á þessu verði var mjög lítið framboð. Meðalskuldatryggingarálag bankanna þriggja til 5 ára nálgadist 1000 punkta og álagið á ríkið fór upp undir 500 punkta. Ástandið lagaðist nokkuð um sumarið en seinni hluta septembermánaðar versnaði það hratt. Öll erlend fjármögnun var bönkunum lokuð og innlán tóku að streyma út. Af viðskiptabönkunum þremur var Glitnir háðastur heildsölufjármögnun og var því sá fyrsti af bönkunum sem ekki gat lengur staðið í skilum. Hjá Glitni var 750 milljóna dollara lán á gjalddaga um miðjan október og sá bankinn ekki fram á að geta endurfjármagnað það. Þá kom berlega í ljós að bankarnir áttu sér engan lánveitanda til þrautavara í erlendum myntum. Íslenska ríkið tilkynnti um fyrirhugaða yfirtöku á 75% hlut í Glitni 29. september 2008 gegn 600 milljóna evra framlagi, sem myndi bæta lausafjárstöðu hans. Þá varð lánardrottnum bankanna ljóst að þar sem ríkið væri í reynd búið að þjóðnýta einn banka og þar með búið að gangast í ábyrgð fyrir skuldbindingum hans, hefði það ekki lengur bolmagn til að veita hinum bönkunum lágmarksaðstoð. Lánshæfismat ríkisins og bankanna lækkaði verulega næstu daga, allir lánardrottnar og viðskiptavinir þeirra héldu að sér höndum og lokað var á fyrirgreiðslu við bankana. Allar lánalínur lokuðust. Þá hófst áhlaup á innstæður og lausafé bankanna þurrkaðist upp og þeir fóru í þrot hver á fætur öðrum fyrstu dagana í október. Jafnvel þótt bankarnir hefðu verið í lagi var ljóst að Seðlabanki Íslands og ríkið réðu ekki við að veita þeim þann stuðning sem þörf hefði verið á.

Í samantekt fyrrverandi bankastjóra Landsbankans um orsakir bankahrunsins sem þeir afhentu rannsóknarnefndinni kemur skýrt fram sú skoðun að meginorsök þess að bankarnir féllu, og þá sérstaklega Landsbankinn en umfjöllun þeirra snýr skiljanlega að þeim banka, hafi verið skortur á lausafé í erlendum gjaldmiðlum. Þennan lausafjárskort megi rekja til þess að traust milli bankastofnana á heimsvísu hafi algerlega glatast eftir að Lehman Brothers bankinn fór í þrot 15. september 2008. Í samantektinni segir: "[Í kjölfar þess] lenti Glitnir í nokkuð óvæntum en alvarlegum lausafjávanda. Þessi lausafjávandi leiddi til þjóðnýtingar bankans 14 dögum seinna, þann 29. september. Vandí íslenskra banka fór hratt vaxandi í kjölfar þjóðnýtingarinnar, sem varð til þess að gert var áhlaup á þá innanlands og erlendis og lánshæfismat þeirra var lækkað í kjölfarið, þann 1. október 2008." Bankastjórnarnir benda á að seðlabankar víðs vegar um heiminn hafi komið kerfislega mikilvægum bönkum til aðstoðar en Seðlabanki Íslands hafi ekki brugðist við á sama hátt. Þess vegna hafi bankakerfið hrunið. "Eftir á má sjá að fjármálakerfið hafði vaxið íslensku hagkerfi yfir höfuð, sérstaklega við þær einstöku aðstæður sem mynduðust á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þá um haustið. Við aðstæður sem þessar kom t.d. berlega í ljós vandi þess að stjórnvöld höfðu ekki hugað að því sem skyldi að auka gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands til samræmis við vöxt bankanna. Jafnframt kom þá fram vandi þess að bankarnir höfðu ekki takmarkað vöxt sinn, þegar ljóst var að varaförðinn fylgdi þeim ekki eftir. Því var Seðlabankanum illmögulegt að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara í erlendri mynt, eins og kom síðan berlega í ljós með atburðunum í byrjun október. [...] Þegar reynt var að bæta úr á árinu 2008 kom Seðlabanki Íslands því miður að lokuðum dyrum hjá evrópskum seðlabönkum." Af þessu er ljóst að það er mat stjórnenda Landbankans að þegar á reyndi hafi íslenska fjármálakerfið verið svo umsvifamikið að Seðlabanki Íslands og íslenska ríkið réðu ekki við að veita því stuðning í neyð. Við lausafjárskort fellur eignaverð hratt og það er mat fyrrum stjórnenda Landsbankans að verðmæti eigna hans hafi minnkað um fjórðung, eða um 1000 milljarða króna, í fyrstu viku októbermánaðar 2008 þegar ljóst varð að

bankann skorti lausafé. Þannig hafi lausafjárskorturinn leitt til eiginfjárvanda vegna þeirrar lækkunar eignaverðs sem stafaði af lausafjárskortinum. Að auki hafi fall krónunnar leitt til þess að erlendar skuldir bankanna stórhækkuðu.

Bankastjóri Seðlabanka Íslands, Ingimundur Friðriksson, rekur atburðina sem leiddu til hruns bankanna í erindi sem birtist á heimasíðu Seðlabankans í febrúar 2009. Hann bendir á að vöxtur bankakerfisins í kjölfar einkavæðingar hafi verið of mikill og hafi markast af því að aðstæður hafi verið óvenju góðar til vaxtar þar sem vextir hafi verið óvenju lágir og framboð lánsfjár nær ótakmarkað. Skuldabréf íslensku bankanna hafi verið auðseljanleg og fallið vel inn í eftirsóttu vafninga vegna góðrar lánshæfiseinkunnar. Ingimundur lýsir því svo að bankarnir hafi vaxið vegna hagstæðra ytri skilyrða og hagfellds reglu- og lagaumhverfis. Seðlabankanum hefði ekki verið fært að byggja upp varaforða sem endurspegladi stærð bankakerfisins vegna þess að til þess hefði þurft stórar erlendar lántökur sem ekki voru í boði. Bankarnir hefðu allir unnið að því undir lokin að draga úr umsvifum sínum: "Augljóst er að bankarnir voru orðnir of stórir miðað við stærð íslenska þjóðarbúsins. Þeir nýttu sér laga- og regluumhverfi, gott lánshæfismat og einstaklega hagfelld skilyrði á alþjóðlegum mörkuðum til mjög hraðs vaxtar. Hin evrópska umgjörð gerði þetta kleift. Við eðlileg skilyrði á fjármálamörkuðum gat þetta gengið og bankarnir hefðu getað ráðið við fjármögnun starfsemi sinnar jafnvel þótt kjör á mörkuðum hefðu orðið lakari en þegar þau voru best. Margir töldu að Seðlabankinn ætti að byggja upp gríðarstóran gjaldeyrisforða til þess að standa við bakið á fjármálakerfinu. Vegna viðskiptahallans hefði slíkt aðeins verið unnt með stórfelldum erlendum lántökum. Af þeim hefði ekki getað orðið af þeirri einföldu ástæðu að íslenska ríkið hefði ekki getað tekið erlend lán í þessum fjárhæðum. Lánshæfismat hefði ekki þolað það og lánveitendur hefðu verið torfundnir.

Sem fyrr segir brugðust bankarnir við vaxandi þrengingum með ýmsum hætti. Áður er nefnt að Kaupþing banki hætti við kaup á hollenska bankanum NIBC. Allir seldu bankarnir eignir og hættu starfsemi af ýmsu tagi. Eins og sérfræðingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins benda á í tilvitnuðum texta voru skilyrði hins vegar ekki góð til sölu á eignum. Þá drógu bankarnir allir úr útlánunum og fækkuðu starfsfólki. Á fundum með forsvarsmönnum bankanna sl. sumar kom m.a. fram að á vegum sumra væri unnið af kappi að því að laða erlenda fjárfesta að bönkunum, að stefnt væri að því að koma innlánunum í erlendum útibúum í erlend dótturfélög innan nokkurra mánaða og að jafnvel kæmi til álita að flytja höfuðstöðvar til útlanda. Seðlabankinn var hlynntur því fyrir sitt leyti. "Það er athyglisvert að seðlabankastjórinn bendir á að einhverjir af stjórnendum bankanna hafi minnst á það að flytja höfuðstöðvar bankanna úr landi og að Seðlabankinn hafi verið hlynntur því. Vandinn við stærð bankakerfisins virðist því hafa verið orðinn ýmsum ljós þegar komið var fram á árið 2008. Það kann hins vegar að hafa verið of seint. Sá vandi var til staðar hvort sem Lehman Brothers fór í þrot eða ekki. Sá atburður jók hins vegar mjög á hremmingar íslensku bankanna og gerði markaðsfjármögnun þeirra ómögulega. Vangaveltur um erlendar lántökur til að styrkja Seðlabankann og gera honum kleift að styðja við bankana ef á reyndi komu að því er virðist of seint í tvennum skilningi. Annars vegar voru bankarnir þá orðnir svo stórir að skuldbindingin sem ríkið og Seðlabankinn hefðu þurft að takast á hendur ef hlaupið yrði undir bagga með bönkunum var einfaldlega stærri en svo að það væri trúverðugt að íslenska ríkið gæti staðið undir henni. Hins vegar hófu Seðlabankinn og ríkið fyrst fyrir alvöru að leita eftir erlendum stuðningi í formi lánafyrirgreiðslu þegar ástandið á fjármálamörkuðum heimsins almennt og hér heima sérstaklega var orðið svo slæmt að slík aðstoð stóð Íslendingum tæpast til boða.

### 4.3 Hagþróun á Íslandi við upphaf 21. aldar

Miklar breytingar urðu á íslensku efnahagslífi á tuttugustu öldinni. Lengst af eftir seinni heimsstyrjöld einkenndist íslenskt efnahagslíf af víðtækum haftabúskap og miðstýringu. Hagvöxtur var engu að síður töluverður á sjötta, sjöunda, áttunda og níunda áratugnum, ef frá eru talin skammvinn samdráttarskeið í

kjölfar ofveiði og óhagstæðra viðskiptakjara undir lok sjöunda áratugarins og aftur snemma á þeim níunda. Meðalhagvöxtur á ári var um 4,5% á sjötta áratugnum, 4,6% á þeim sjöunda, 6,3% á þeim áttunda en aðeins 2,7% á níunda áratugnum og 2,5% á þeim tíunda (mynd 11). Eftir mikinn vöxt sem drifinn var áfram af útfærslu fiskveiðilögsögunnar og aðhaldsleysi í ríkisfjármálum og stigvaxandi verðbólgu hófst nokkuð langvinnt stöðnunarskeið árið 1988. Meðalhagvöxtur á manni á árunum 1988 til 1995 var -0,7% á ári og verg landsframleiðsla á manni dróst alls saman um 5,6% á tímabilinu. Á þessum árum minnkaði verðbólga úr því að vera að meðaltali 32% á ári frá 1982 til 1987 í 11,5% á ári frá 1987 til 1992 og í 2,1% á ári frá 1992 til 1997.

Á síðustu áratugum 20. aldarinnar voru stigin markviss skref í þá átt að flytja þjóðarbúið frá haftabúskap og miðstýringu. Hagkvæmni í framleiðslugreinum var aukin, dregið var úr ríkisrekstri þar sem því var við komið og stuðlað að auknum markaðsviðskiptum. Vaxtafrelsi var innleitt og fjármálamarkaðir settir á stofn. Tengsl við erlenda markaði jukust með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið og við upphaf 21. aldarinnar var sjálfstæði Seðlabankans aukið og umgjörð peningastefnunnar einfölduð. Allar þessar aðgerðir styrktu innviði hagkerfisins og miðuðu að því að auka hagkvæmni. Breytingarnar studdu þannig við mikinn framleiðnivöxt sem leiddi aftur til vaxandi kaupmáttar og hækkunar raungengisins.

### 4.3.1 Yfirlit um þróun helstu þjóðhagsstærða

Líkt og í mörgum þróuðum hagkerfum dró úr flökki íslenskra þjóðhagsstærða á seinni hluta síðustu aldar. Ásgeir Daníelsson, hagfræðingur, telur að meginskýringin felist í auknum stöðugleika í útflutningi og rökstyður það með útfærslu fiskveiðilögsögunnar, fjárfestingu í öflugri fiskiskipum, minna vægi sveiflukkendra uppsjávartegunda í afla og aukinni fjölbreytni í útflutningi með tilkomu stóriðju. Hann bendir á að ef aukinn stöðugleiki hagstærða í öðrum löndum er tímabundinn líkt og Stock og Watson telja, þá megi búast við auknu flökki íslenskra þjóðhagsstærða á ný vegna aukinna sveiflna í útflutningi og viðskiptakjörum.

Langstærsti liður ráðstöfunaruppgjörsvergrar landsframleiðslu (VLF) er einkaneysla. Einkaneyslan hefur að jafnaði verið nærri 60% af VLF á Íslandi (mynd 12). Hæsta hlutfallið á árunum 1960 til 2008 var 63% árin 1960, 1967 og 1968 en lægsta hlutfall einkaneyslu af VLF var 53% árið 2008 og 55% árin 1973, 1976, 1977, 1980 og 2002.

Samneyslan hefur vaxið jafnt og þétt í hlutfalli við VLF. Á fyrri hluta sjöunda áratugar síðustu aldar var samneysla að jafnaði 10% af VLF. Á seinni helmingi sjöunda áratugarins var hlutfallið að meðaltali 12% af VLF. Áttunda áratuginn var samneysla að meðaltali 15% af VLF, 19% þann níunda og 22% á tíunda áratugnum. Það sem af er öldinni hefur samneysla að jafnaði verið um fjórðungur landsframleiðslunnar og hefur hlutfallið nánast staðið í stað frá árinu 2002. Þessi hlutfallslegi vöxtur samneyslunnar er sambærilegur við það sem hefur verið að gerast í öðrum þróuðum ríkjum þótt víða sé samneyslan hærra hlutfall landsframleiðslunnar en hér. Ýmsar kenningar hafa verið settar fram til að skýra vaxandi umsvif hins opinbera í efnahagslífinu. Ein kenningin (lögmál Wagners) er að eftirspurn eftir framleiðslu hins opinbera aukist hlutfallslega með vaxandi tekjum og því aukist umsvif þess þegar VLF eykst. Önnur kenning (lögmál Baumols) er að starfsemi hins opinbera sé hlutfallslega vinnuafslafrek. Þar sem hið opinbera er í samkeppni við einkageirann um vinnuafli leiðir vaxandi framleiðni í einkageiranum til hlutfallslegs vaxtar hins opinbera vegna launahækkana. Hver svo sem skýringin er þá er þetta mynstur vaxandi hlutdeildar samneyslu í landsframleiðslunni sambærilegt því sem orðið hefur undanfarna áratugi í öðrum þróuðum ríkjum.

Fjármunamyndun er sveifflugjarnasti liður ráðstöfunaruppgjörsvins í flestum hagkerfum.

Fjármunamyndunin í þjóðhagsreikningunum skiptist í þrennt: atvinnuvegafjárfestingu, fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og fjárfestingu hins opinbera. Heildarfjármunamyndunin sveiflaðist í kringum 30% af vergri landsframleiðslu frá því um 1960 og fram yfir miðjan áttunda áratuginn. Eftir það dró jafnt og þétt

úr vægi fjármunamyndunar og varð það lægst um 16% af VLF á árunum 1993 til 1995. Þá jókst fjármunamyndun á ný. Á mynd 13 sést að atvinnuvegafjárfesting eykst verulega á föstu verði á árunum 1997 og 1998 og helst mikil til 2001. Þessi aukning í fjárfestingu var til að byrja með vegna stóriðjufjárfestingar en síðan að mestu vegna aukningar í almennri atvinnuvegafjárfestingu (mynd 14).

Fjármunamyndun eykst á ný á árunum 2004 til 2006 og vegur mest 34% af VLF á árinu 2006 og 28% árin 2005 og 2007. Stóriðjufjárfesting vegur þungt en einnig eykst vægi íbúðafjárfestingar verulega og fer hæst yfir 7% af VLF á árinu 2007 úr því að vera að jafnaði um 4½% tíu árin þar á undan.

Toppurinn í fjármunamyndun atvinnuveganna á árunum 2005 til 2007 er vegna mikillar fjárfestingar í stóriðju en einnig er almenn atvinnuvegafjárfesting gríðarlega mikil á þessum árum (mynd 14). Þessu til viðbótar er mikið fjárfest í flugvélum árin 2005 og 2006 en sú fjárfesting gengur að mestu til baka 2007 og 2008 þegar gengið er frá sölu flugvélna úr landi.

Á mynd 12 sést að nokkrum sinnum hafa þjóðarútgjöld vikið allnokkuð frá vergri landsframleiðslu en með þjóðarútgjöldum er átt við einkaneyslu, samneyslu og fjármunamyndun auk birgðabreytinga. Árin 1967 og 1968 voru þjóðarútgjöld 7% yfir VLF. Stafaði það fyrst og fremst af samdrætti útflutnings vegna síldarbrestsins, en að nokkru var um að ræða áhrif aukinnar fjárfestingar vegna álversins í Straumsvík og virkjana. Aftur dró úr útflutningi á meðan fjárfesting jókst árin 1974 og 1975 en þá mældust þjóðarútgjöld 8–9% yfir VLF. Ekki skapaðist verulegt frávík á ný fyrr en á árunum 1998 til 2000 þegar verið var að ljúka þriðja áfanga álversins í Straumsvík og reisa fyrsta áfanga álvers Norðuráls á Grundartanga auk framkvæmda við tilheyrandi virkjanir. Á þessum árum voru þjóðarútgjöld 4–7% meiri en VLF. Fljótlega að þessu skeiði loknu hófst nýtt tímabil stórfamkvæmda. Á meðan framkvæmdir stóðu yfir við Kárahnjúkavirkjun, verksmiðju Fjarðaáls á Reyðarfirði og stækkun álvers Norðuráls á Grundartanga, auk virkjanaframkvæmda Orkuveitu Reykjavíkur og Hitaveitu Suðurnesja, varð gríðarleg aukning í fjármunamyndun og þar með í þjóðarútgjöldum. Á sama tíma var mikil aukning fjárfestingar í almennum atvinnuvegum og í íbúðarhúsnæði. Innstreymi erlends lánsfjár jókst gríðarlega frá árinu 2003 og eignaverð hækkaði. Auðsáhrif voru greinileg í einkaneyslu sem jókst um 40% að raunvirði frá 2002 til 2007. Á árunum 2005 til 2007 voru þjóðarútgjöld ríflega 10% yfir vergri landsframleiðslu. Munurinn var mestur árið 2006 þegar þjóðarútgjöld voru 18% meiri en VLF.

Helstu þensluskeiðin sem má merkja þegar útgjöld fara fram úr framleiðslu má rekja til mikilla fjárfestinga. Sé slík fjárfesting arðsöm skapar hún tekjur sem standa undir kostnaði við fjármögnun þess viðskiptahalla sem skapast vegna hennar. Þegar við þensluna bætist samdráttur í sparnaði eins og verður jafnan þegar eignaverð hækkar hratt þá skapast hætta á því að ósjálfbær halli myndist. Þensluskeið árána 2004 til 2007 ber ýmis einkenni slíkra eignaverðbólga og þess að ósjálfbær halli hafi myndast.

### 4.3.2 Fiskveiðistjórnun

Á ofanverðri nítjándu öld fór hlutdeild sjávarafurða í útflutningi fram úr landbúnaðarvörum en annar vöruútflutningur en í þessum tveimur flokkum var óverulegur. Hlutdeild landbúnaðarafurða dróst sífellt saman fram undir miðja tuttugustu öldina og sjávarafurðir voru verðmætasti vöruflokkurinn í útflutningi í 130 ár samfelld, frá 1878 til 2008. Vægi sjávarafurða var yfir 80% af útfluttum vörum frá 1920 til 1970 og helst yfir 90% frá 1940 til 1967, fyrir utan þrjú ár á fimmta áratugnum. Árið 2008 var verðmæti iðnaðarvára 52% af vöruútflutningi en sjávarafurða 37% og var það í fyrsta skipti síðan 1866 sem vægi sjávarafurða í útflutningi fór undir 40% (mynd 15). Af iðnaðarvörum er mest flutt út af áli og vó það þyngra eitt og sér en sjávarafurðir árið 2008 eða 39%.

Auk þess að vera langmikilvægasta útflutningsgreinin var sjávarútvegur einnig lengi vel ein stærsta atvinnugreinin. Á milli 10 og 20% vinnuafslsins störfuðu við sjávarútveg á árabílinu frá 1870 til 1998 (mynd 16).

Heildarveiði íslenskra skipa í tonnum á árunum frá 1945 til 2008 er sýnd á mynd 17. Á myndinni sést að fiskaflinn er lengst af að aukast. Einnig sést að miklar sveiflur verða í uppsjávaraflanum. Vöxtur fiskaflans stafar meðal annars af aukinni sókn í fleiri tegundir, framleiðnivexti við veiðar og útfærslu efnahagslögsögunnar og þar með minnkandi veiði annarra þjóða úr fiskistofnunum. Miklar sveiflur eru í heildaraflanum (mynd 17). Sveiflur í magni eru þó töluvert meiri en sveiflur í verðmæti þar sem stærstu stökkin verða í uppsjávarafla sem alla jafna er hlutfallslega verðminni en botnfiskaflinn. Sjávarútvegur var stærstan hluta tuttugustu aldarinnar einn helsti drifkraftur hagsveiflna á Íslandi þar sem mikill hagvöxtur hélst í hendur við auknar útflutningstekjur í sjávarútvegi. Að sama skapi fylgdu dýpstu lægðirnar aflabresti líkt og í kjölfar síldarhrunsins 1967 og 1968 og eftir að loðnuvertíðin brást 1982 og þorskaflinn dróst verulega saman árin á eftir.

Vegna þess hve fiskveiðar vógu þungt í útflutningstekjum, atvinnulífi og landsframleiðslu var hagkerfið í heild viðkvæmt fyrir sveiflum í sjávarútvegi. Það kom berlega í ljós eftir að síldveiðin brást nær alveg undir lok sjöunda áratugarins. Atvinnuleysi jókst verulega og hagkerfið dróst saman um rúm 10% á tveimur árum. Verulegt áfall í greininni þurfti til að farið væri að huga að breytingum sem drægju úr líkum á slíkum skakkaföllum. Til að koma í veg fyrir ofveiði í öðrum fisktegundum var leitað leiða til þess að draga úr sókn. Það eru algeng fyrstu viðbrögð þegar afleiðingar óhefts aðgangs að auðlind koma fram að hefta þann aðgang. Heildarkvóti í síldveiði var innleiddur 1966 en það kom ekki í veg fyrir hrun stofnsins. Síldveiði var bönnuð við Ísland árið 1972 og fjórum árum síðar var kvótahlutdeild úthlutað til báta en aðeins hluti flotans fékk veiðiheimild. Aflaheimild hvers báts var lítil og 1979 voru viðskipti með aflaheimildir í síldveiði leyfð. Þegar hrun í loðnuveiði blasti við árið 1980 var veiðileyfum og aflaheimildum úthlutað í loðnuveiði. Heildarkvóti var settur á botnfiskveiðar í kjölfar útvíkkunar fiskveiðilögsögunnar í 200 sjómílur 1976. Hann hélt ekki og þá voru settar takmarkanir á sókn sem bundin var við ákveðna daga á ári. Flotinn óx þó áfram og sóknardögum var fækkað í sífellu uns ljóst var orðið að þetta fiskveiðistjórnunarkerfi var óhagkvæmt. Fram voru komin merki um verulega offjárfestingu, nýting afla var ekki góð og fjárfesting í greininni skilaði sér ekki nægjanlega vel. Eftir að afli dróst verulega saman var tekið upp kerfi þar sem aflahlutdeild var tengd við skip árið 1984, upphaflega til eins árs. Árið eftir var haldið áfram með þetta kerfi en boðið upp á val um takmörkun á sókn í staðinn. Árið 1988 var framsal loðnukvóta leyft. Tveimur árum síðar var kerfið samhæft yfir allar tegundir, kerfi sóknartakmarkana afnumið og stoppað í ýmis göt í kerfinu. Frá 1991 náði kvótakerfið yfir nær allar fiskitegundir og öll skip sem gerð voru út í atvinnuskyni.

Takmarkanir á sókn í fiskistofna með úthlutun veiðiheimilda sem taka mið af leyfðum heildarafla er ætlað að koma í veg fyrir ofveiði. Með því að úthluta skipum aflahlutdeild í þeim heildarafla sem ákveðinn er fyrir hvert fiskveiðiár og heimila framsal veiðiheimildanna er leitast við að takmarka sókn í fiskistofna á hagkvæman hátt. Það er í meginatriðum óhád því hvernig veiðiheimildum er úthlutað í upphafi. Í kjölfar þess að farið var að úthluta aflahlutdeild í tilteknum tegundum og enn frekar eftir að framsal veiðiheimildanna var heimilað samkvæmt ákveðnum reglum vöknudu álitafni um hvort mögulegt væri að veðsetja hinar úthlutuðu veiðiheimildir og þá hvort hægt væri að veðsetja þessi réttindi sjálfstætt eða hvort þau yrðu einungis veðsett með því skipi sem heimildirnar voru skráðar á. Af hálfu Alþingis var tekið af skarið um þessi mál með lögum um samningsveð nr. 75/1997 en í 4. tölulið 3. gr. þeirra segir: "Eigi er heimilt að veðsetja réttindi til nýtingar í atvinnurekstri, sem skráð eru opinberri skráningu á tiltekið fjárverðmæti og stjórnvöld úthluta lögum samkvæmt, t.d. aflahlutdeild fiskiskips og greiðslumark bújarðar. Hafi fjárverðmæti það, sem réttindin eru skráð á, verið veðsett er eiganda þess óheimilt að skilja réttindin frá fjárverðmætinu nema með þinglýstu samþykki þeirra sem veðréttindin eiga í viðkomandi fjárverðmæti."

Samkvæmt þessu ákvæði er ekki heimilt að veðsetja úthlutaðar veiðiheimildir í sjávarútvegi einar og sér heldur er unnt að veðsetja þær með því skipi sem þær eru skráðar á. Verðmæti fiskiskips ræðst nú í reynd fyrst og fremst af verðmæti þeirra veiðiheimilda sem fylgja því. Með hækkandi markaðsverði á veiðiheimildunum hefur möguleikinn til að nýta þessar heimildir til veðsetninga fengið meiri þýðingu bæði fyrir handhafa þessara veiðiréttinda og einnig fyrir fjármálafyrirtækin sem hafa tekið veð í veiðiréttindunum ásamt hlutaðeigandi skipi.

### 4.3.3 Verðbólga, verðtrygging og vaxtafrelsi

Mikil verðbólga var viðvarandi á Íslandi frá seinni hluta áttunda áratugarins fram á miðjan níunda áratuginn. Helstu orsakir þessarar verðbólgu voru ytri áföll, þaninn vinnumarkaður, gengisfellingarhneigð og það að ríkið fjármagnaði sig að miklu leyti með seðlaprentun. Á miðjum tíunda áratug síðustu aldar var verðbólga undir 2% á ári og með því lægsta sem þekktist á meðal OECD ríkja. Verðbólga óx á áttunda og níunda áratugnum vegna hagstjórnarviðbragða við utanaðkomandi skellum sem miðuðu fyrst og fremst að því að tryggja fulla atvinnu, þ.e. að halda atvinnuleysi þó nokkuð undir náttúrulegu stigi. Þannig var einnig brugðist við áföllum með því að fella gengi krónunnar. Verðbólgan náðist svo niður í tveimur þrepum. Fyrst úr um það bil 80% á ári í 25% á árunum 1983 til 1987 og síðan niður fyrir 2% á árunum 1989 til 1995. Í maí 1983 var gripið til aðgerða til þess að draga úr verðbólgu sem mælt hafði yfir 100% á fyrri hluta ársins. Þá var verðtrygging launa afnumin og þak sett á launahækkanir út árið. Gengið var fellt um 15% en stefnt að því að halda því stöðugu framvegis. Á sama tíma voru gerðar breytingar á sköttum og styrkjum til þess að viðhalda lífsgæðum. Verðbólga féll niður í 30% árið eftir og hélst á því róli næstu árin. Í þessu verðbólguálagi var festing gengisins meginakkerið. Þrátt fyrir miklar gengisfellingar versnaði samkeppnisstaðan í kjölfarið en raungengið hækkaði um ríflega 17% á árunum 1984 til 1988. Það, ásamt aukinni innlendri eftirspurn, leiddi til vaxandi viðskiptahalla og erlendra skuldaféna.

Snemma á tíunda áratugnum náðist verðbólga niður frá því að vera á bilinu 20–25% og niður fyrir 3%. Samstaða ríkisstjórnar og aðila vinnumarkaðarins átti án efa stóran þátt í þessu. Snemma árs 1990 voru samþykktir hóflegir kjarasamningar sem tóku mið af framsýnum verðbólguvæntingum. Stefnan í ríkisfjármálum breyttist auk þess frá því þegar megináherslan var á að tryggja fulla atvinnu og beindist nú að því að lækka verðbólgu og halda henni lágri.

Áður en verðtrygging var innleidd hafði sparifjárstofninn rýrnað að raunvirði vegna neikvæðra raunvaxta um langt skeið. Mest gekk á bankainnstæður en nokkur sparnaður var þvingaður fram m.a. með skyldusparnaði. Nokkrum árum eftir að verðtryggingu var komið á fylgdi vaxtafrelsi. Uppsöfnun sparifjár í kjölfarið varð hröð og jafnvægi komst á innlendan lánsfjármarkað.

Samkvæmt lögum ákvörðuðu stjórnvöld bankavexti fram til ársins 1984, en þá var bönkum leyft að ákveða flesta vexti sjálfir. Raunvextir höfðu þá verið neikvæðir í fjölda ára með fáum undantekningum. Það snerist við 1984 er þeir urðu jákvæðir. Þetta fyrirkomulag var fest í sessi 1986 með almennu vaxtafrelsi. Raunvextir höfðu þó verið jákvæðir á ríkisverðbréfum frá 1964 þegar útgáfa verðtryggðra spariskírteina hófst.

Innlent lánsfjármagn í heild reis hæst í 72% af vergri landsframleiðslu árið 1969, en féll síðan í 45% af landsframleiðslu 1979. Fjármagnsþörfin kom fram í auknum erlendum lántökum og skuldaféna erlendis: "Hrein skuldastaða hafði ekki numið meiru en um 10% af landsframleiðslu um miðbik sjöunda tugarins og aftur um 20% í upphafi hins áttunda, eftir að verðlag hafði lagað sig að afstöðnum gengislækkunum. Frá því jókst skuldastaðan, hvort sem er verg eða hrein í stórum stökkum í tengslum við meiri háttar gengisfellingar, en hjaðnaði ekki verulega á milli, svo að langtímaþróun var til stórfelldrar hækkunar, upp fyrir 50% af landsframleiðslu um miðjan níunda tuginn og loks enn 1993." Lágir ríkisákvæðir vextir og tilhneiging til hallareksturs ríkisins ásamt

gengisfellingarhneigðinni leiddu til langvarandi neikvæðra raunvaxta. Það kom í veg fyrir eðlilegt framboð lánsfjár því sparnaður rýrnaði verulega að raungildi. Af þessu hlaust erlend skuldasöfnun sem ekki var snúið við fyrr en verðtryggingu var komið á. Tilraunir höfðu verið gerðar með verðtryggingu vegna húsnæðisfjármögnunar frá árinu 1955 og verðtrygging var útfærð að fullu og fest í sessi með útgáfu verðtryggðra spariskírteina ríkissjóðs árið 1964. Fullmótað verðtryggingarkerfi var svo tekið upp með lögum nr. 13/1979 og fór það að skila verulegum árangri þegar vaxtamyndun var loks gefin frjáls í tveimur skrefum 1984 og 1986. Tilgangurinn með því að bjóða verðtryggingu sem valfrjálst samningsform var að stöðva þróun sem einkenndist af samdrætti innlands fjármagns og vaxandi erlendri skuldsetningu sem var afsprengi vaxtaákvarðana ríkisins. Verðtrygging eigna og skulda getur verið fýsilegur kostur fyrir lánþega jafnt sem lánveitendur þar sem í henni felst trygging gegn sveiflum í raunvirði sem stafa af óvæntri verðbólgu. Þess vegna eru raunvextir verðtryggðra lána jafnan lægri en raunvextir sem vænst er af óverðtryggðum lánnum. Hins vegar er hætt á að ójafnvægi skapist milli verðtryggðra eigna og skulda á efnahagsreikningum svo sem hjá lánastofnunum og getur það valdið vanda.

Verðtryggingin bætti úr skorti á innlendu lánsfé en hann hafði leitt til vaxandi erlendra skuldsetningar eins og áður segir. "Í þeirri stöðnun og síðan römmu lánsfjárekreppu, sem hér ríkti um langt skeið, var þörfin uppfyllt að stórum og vaxandi hluta með miklum lántökum erlendis, sem leiddu til stórfelldrar skuldasöfnunar út á við. Þótt með því væri beinum lánsfjárskorti bægt frá að sinni, reyndi með þessu æ meir á lánstraust og lánskjör út á við, og vaxandi hluta af landsframleiðslu var veitt til erlendra lánardrottna, svo að þjóðartekjur urðu að sama skapi lægri. Áhættan, sem af þessu leiddi fyrir atvinnuvegi og opinbera skuldara, varð og að sama skapi meiri sem ytri áföll höfðu þá ekki aðeins bein samdráttaráhrif á framleiðslutekjur, heldur leiddu þau til gengislækkunar og endurmats erlendu skuldanna til verulegrar þyngingar. Við blasti æ ljósar, að lántökuleiðin var ekki lausn til langframa fyrir þjóðarbúið. Fyrr eða síðar hlyti lánstraustið að breyta með langtum minna framboði erlends lánsfjár og hugsanlega neikvæðum lánsfjárfjöfnuði og mun þyngri lánskjörum, svo að æ almennari samstaða varð um, að á þessa skyldi að ósi stemma."

Á mynd 19 sést að á áttunda og fram á níunda áratuginn eykst erlend fjármögnun lánakerfisins í hlutfalli við innlenda og fer hlutfall erlendra lánsfjármögnunar hæst nálægt 100%. Það er ekki fyrr en vaxtaákvarðanir eru gefnar frjálsar um miðjan níunda áratuginn að hlutfall erlendra fjármögnunar lánakerfisins dregst saman á ný. Hlutfall innlána (sem eru einkum óverðtryggð) í innlendra fjármögnun kerfisins dregst jafnframt saman á meðan vægi þvingaðs sparnaðar, einkum lífeyrissjóða (sem er að stórum hluta verðtryggður), eykst og heldur þessi þróun áfram allt fram yfir miðjan tíunda áratuginn. Seinustu árin eykst vægi erlendra fjármögnunar lánakerfisins á ný og er orðið nálægt 50% af innlendra fjármögnun kerfisins.

#### 4.3.4 Markaðsvæðing og opnun hagkerfisins

Á sama tíma og ríkið slakaði á taumhaldi sínu á fjármagnsmarkaðnum dró það sig smátt og smátt út úr ýmissi starfsemi sem heppilegra þótti að einkaaðilar sinntu. Jafnframt var unnið að því að auka markaðsnálgun í þeim fyrirtækjum og þeirri starfsemi sem ríkið hélt áfram að reka.

Allt frá árinu 1992 hefur verið unnið að sölu ríkisfyrirtækja. Á tímabilinu frá 1992 til 2007 seldi ríkið fyrirtæki og hluti í fyrirtækjum fyrir alls 165 milljarða króna á verðlagi ársins 2007. Hæstu upphæðirnar fengust fyrir sölu á Landssímanum haustið 2005 og á ríkisbönkunum þremur, Landsbanka, Búnaðarbanka og FBA, sem seldir voru á árunum 1998–2003.

Í stjórnarsáttmálanum frá 1995 var lagt upp með að breyta á kjörtímabilinu eignarformi banka og fjárfestingarlánasjóða og fyrirtækja sem væru í samkeppni við einkaaðila. Þá var stefnt að sölu ríkisfyrirtækja.

Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 1999 kom fram að áfram yrði stefnt að því að auka einkaframkvæmd og ná fram meiri hagkvæmni við opinberar framkvæmdir. Í stefnuyfirlýsingunni segir að aukin alþjóðavæðing kalli á markaðsvæðingu á fjármagnsmarkaði. Áframhald verði á sölu ríkisins á hlutabréfum og með sölnunni verði stefnt að því að auka sparnað almennings og hlutabréf bankanna verði seld fyrir hámarksverð. Einnig er þar bent á þörfina á því að koma á samkeppni á orkumarkaði og breyta rekstrarformi á vissum sviðum heilbrigðisþjónustu. Auk þess segir að undirbúningur að sölu Símans verði hafinn.

Áherslurnar eru almennari í stefnuyfirlýsingum 2003 og 2007 þar sem aðallega er rætt um að tryggja öflugna samkeppni á flestum sviðum atvinnulífsins. Við stjórnarmyndun 2003 kom fram að stefnt yrði að því að selja Landssímann þegar markaðsaðstæður yrðu hagstæðar.

Ríkisstjórnin sem tók við 2007 lagði mikla áherslu á útrás. Í stefnuyfirlýsingu hennar er meðal annars talað um að stuðla að útrás orkufyrirtækja. Einnig er, og þetta er vorið 2007, ákveðið að skapa kjörskilyrði fyrir áframhaldandi vöxt, útflutning og útrás íslenskra fyrirtækja og tryggja að þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónusta, geti áfram vaxið. Þá vildi ríkisstjórnin stuðla að því að útrásarfyrirtæki sæju sér áfram hag í því að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.

Árið 1994 tók gildi samningur milli Íslands og fleiri Evrópuríkja um viðskiptafrelsi á jafnréttisgrundvelli, samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið. Þar er kveðið á um "eflingu viðskipta- og efnahagstengsla samningsaðila við sömu samkeppniskilyrði og eftir sömu reglum með það fyrir augum að mynda einsleitt Evrópskt efnahagssvæði". Þetta samstarf fól í sér frjálsa vöruflutninga milli landa á svæðinu, frjálsa för fólks, frjálsa þjónustustarfsemi og frjálsa fjármagnsflutninga, þ.e. svokallað fjórfrelsi. Einnig eru í samningnum ákvæði um að tryggja samkeppni og um samvinnu á fleiri sviðum.

Ein einföld leið til að meta hversu opið hagkerfi er felst í að leggja saman innflutning og útflutning og reikna summuna sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Ef það er gert fyrir íslensk þjóðhagsgögn frá árunum 1960 til 2008 sést að skipta má tímabilinu í nokkur skeið sem endurspeglar að vissu leyti þróun hagsveiflunnar á Íslandi en segja á sama tíma sögu um opnun hagkerfisins (mynd 20). Almennt má búast við að þessi hagstærð sé hærri fyrir lítil hagkerfi en stærri.

Framan af tímabilinu verða stórar sveiflur og sýnu stærri í útflutningi en innflutningi. Eftir að opunarhlutfallið nálgast 90% árið 1970 fer að daga úr utanríkisviðskiptum á nýjan leik. Sú leitni heldur áfram allan áttunda og allan níunda áratuginn og allt þar til 1992 þegar hlutfallið hefur dregist saman um þriðjung og mælist 61%. Þá snýst þróunin við og frá því á fyrri hluta tíunda áratugarins og þar til 2008 eykst opunarhlutfallið aftur og nær sýnu hæsta gildi árið 2008, 92%.

Þróun þjónustuviðskipta, bæði innflutnings og útflutnings, snerist við um 1990 og tóku þau að aukast á ný eftir að hafa dregist töluvert saman í hlutfalli við VLF næsta aldarfjórðunginn þar á undan. Þannig fór hlutfall þjónustuinnflutnings úr 8% í 15% af landsframleiðslu á tímabilinu frá 1990 til 2008 og hlutfall þjónustuútflutnings fór á sama tíma úr 8% af VLF í 13%. Mest áberandi á þessum tíma er breytingin á innflutningi á vörum sem jókst úr 20% af VLF 1992 í 32% 2008, en hafði risið í 34% 2006 þegar verið var að flytja inn mikið af dýrum varningi vegna frágangs á Kárahnjúkavirkjun og álveri Fjarðaáls. Ekki er merkjanleg samsvarandi breyting í vöruútflutningi á þessum tíma en hann heldur áfram að dragast saman í hlutfalli við VLF, þó með miklum sveiflum frá ári til árs. Á árunum 1992 til 2004 sveiflast þetta hlutfall á bilinu 21–26% og dettur niður í 19% 2005. Þá rýkur það upp á ný, aðallega vegna aukins álútflutnings, og mælist um 32% árið 2008.

Það er því fyrst og fremst innflutningur sem glæðist á árunum frá því að EES-samningurinn var undirritaður, en seinustu tvö ár tímabilsins var mikill vöxtur í álútflutningi og opunarhlutfallið nær sínu hæsta gildi árið 2008. Hluti af innflutningnum tengist fjárfestingum í stóriðjuframkvæmdum, eins og áður kemur fram, en þær eru fyrst að skila sér í auknum útflutningi á allra síðustu misserum. Hluti af

aukningu innflutnings stafar þó af því að meira var flutt inn af neysluvörum, þar á meðal bifreiðum, og vörum til ýmiss konar starfsemi, t.d. byggingarstarfsemi. Meginástæða þessa innflutnings er tímabundin aukning kaupmáttar vegna ofriss krónunnar, sem meðal annars má rekja til stóriðjuframkvæmda.

EES-samningurinn greiddi fyrir flutningi vinnuafls milli landa. Erlendum ríkisborgurum á vinnualdri fjölgaði verulega hér á landi frá því um miðjan tíunda áratug síðustu aldar. Hlutfall karla og kvenna á Íslandi með erlent ríkisfang á aldrinum 20 til 50 ára er sýnt á mynd 21. Þar sést að það er að aukast undanfarinn áratug. Áberandi er hve hlutfall karla á þessum aldri með erlent ríkisfang hækkar mikið á árunum 2006, 2007 og 2008 en þá eru 18% karla á þessum aldri á landinu útlendingar. Þessi mikla aukning stafar að miklu leyti af stórframkvæmdum og gríðarlegum umsvifum í byggingariðnaði á þessum árum en umfang þessara framkvæmda var slíkt að þær varð að manna að stórum hluta með innfluttu vinnuafli.

### 4.3.5 Sjálfstæði Seðlabankans og verðbólguþægni

Um aldamótin var ljóst að fastgengiskerfið var að renna sitt skeið á enda, enda hafði Seðlabankinn ekki bolmagn til að verja gengið. Gjalddeyrisforðinn var á þessum tíma um 35 milljarðar króna og var kominn undir 50% af verðmæti þriggja mánaða innflutnings sem var helsta viðmið Seðlabankans fyrir stærð forðans. Forðinn var einnig frekar rýr á aðra mælikvarða, um 5% af vergri landsframleiðslu og rétt um þriðjungur af skammtímaskuldum þjóðarinnar.

Árið 2000 birtust tvær greinar eftir Þórarins G. Péturssonar í Peningamáli Seðlabankans sem fjölluðu um verðbólguþægni og sjálfstæði seðlabanka. Vorið 2000 kom einnig út rannsóknarritgerð í ritroð hagfræðisviðs Seðlabankans, rituð af Má Guðmundssyni, þáverandi aðalhaf fræðingi bankans og framkvæmdastjóra hagfræðisviðs, og deildarstjórnum hagfræðisviðsins, þeim Þórarni G. Péturssyni og Arnóri Sighvatssyni. Fjallar ritgerðin um hagkvæmasta fyrirkomulag gengismála á Íslandi. Í grein Þórarins "Gengis- eða verðbólguþægni við stjórn peningamála?" er lýst þeirri þróun sem átti sér stað víða um lönd á þeim tíma sem greinin birtist. Fjallað er um þá tilhneigingu þjóða að hverfa frá einhvers konar veiku fastgengi eða stýrðu floti yfir í hart fastgengi, annaðhvort með upptöku annarrar myntar eða með myntráði, eða yfir á hinn pólinn þar sem genginu er leyft að fljóta. Í greininni segir: "Meginskýring þessara áherslubreytinga er aukið frelsi í fjármagnsviðskiptum milli landa og gríðarleg aukning alþjóðlegra fjármálaviðskipta í kjölfarið. Við slíkar aðstæður, þar sem mikið fjármagn getur streymt inn í land og síðan horfið þaðan með sama hraða, getur reynst mjög erfitt að viðhalda fastgengisstefnu og hún teflt fjármálalegum stöðugleika í tvísýnu [...]" Þetta bendir til þess að ein af ástæðunum fyrir því að verðbólguþægni var tekið upp hafi verið að gera hagkerfinu auðveldara að bregðast við þeim vandamálum sem geta stafað af frjálsum fjármagnsflæði milli landa um leið og reynt er að stemma stigu við of mikilli hreyfingu gengisins.

Þórarinn bendir jafnframt á að þótt landið sé lítið þá sé það lokaðra en ætla mætti og því til staðfestingar nefnir hann að hlutfall inn- og útflutnings hafi verið 72% af VLF árið 1997 en miðað við stærð hagkerfisins mætti búast við að þetta hlutfall væri rúmlega 90%. Einnig sé hagsveiflan nánast alveg úr takti við hagsveiflur annarra iðnríkja og aðeins 5% sveiflna í hagvexti Íslands tengd hagsveiflu ESB landa. Sú niðurstaða bendir til þess að á þeim tíma hafi verið óráðlegt að stefna að inngöngu í myntbandalag eða taka upp erlendan gjaldmiðil með öðrum hætti. Kostir þess að halda úti sjálfstæðri mynt og reka sjálfstæða peningastefnu eru hvað mestir þar sem orsakir hagsveiflna eru aðeins óverulega tengdar orsökum hagsveiflna í öðrum löndum. Már, Þórarinn og Arnór komast að því í grein sinni frá 2000 að heppilegast sé að hafa sveigjanlegt gengi á Íslandi. Hagkerfið sé ekki svo opið að viðskiptakostnaður vegna eigin myntar sé verulegur og tengsl við hugsanlegt myntsvæði ekki svo mikil að festing krónunnar við evru sé æskileg. Þórarinn leggur áherslu á það í fyrrnefndri grein sinni að verði verðbólguþægni tekið upp sé gagnsæi peningastefnunnar mikilvæg forsenda fyrir því að vel takist til.

Almenningur og stjórnvöld verði að geta metið aðgerðir og árangur Seðlabankans. Það veiti bankanum aðhald og geri honum erfiðara um vik að vika frá settum markmiðum. Í greininni er lagt til að fundargerðir verði gerðar opinberar og bankanum gert skylt að gefa skýringar ef markmiðið næst ekki. Sem dæmi um reikningskil banka á verðbólgu markmiði er nefnt ákvæði í lögum um nýsjálenska seðlabankann en samkvæmt því er heimilt að reka bankastjórnann ef verðbólga fer út fyrir ákveðin vikmörk.

Í greininni eru forsendur þess að taka upp verðbólgu markmið tíundaðar. Tekið er fram að nauðsynlegt sé að fjármálamarkaðir séu virkir "þannig að aðgerðir Seðlabankans miðlist í gegnum fjármálakerfið og út í hagkerfið með eðlilegum hætti". Kynna þurfi miðlunarferlið og styrkja spágerð. Nauðsynlegt sé að sjálfstæði Seðlabankans sé aukið með lögformlegum hætti svo markaðsaðilar geti treyst sjálfstæði hans.

Í grein Þórarins "Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningskil aðgerða" er fjallað frekar um sjálfstæði Seðlabankans. Þar er vitnað í fræðileg rök og reynslu margra þjóða sem sýna að með sjálfstæði seðlabanka gagnvart ríkisstjórn við beitingu peningalegra stjórn tækja sé best komið í veg fyrir að langtímaávinningi stöðugs verðlags sé fórn að fyrir skammsýn sjónarmið við stjórn peningamála. Þannig náist lægri verðbólga án þess að með fylgi kostnaður í formi minni hagvaxtar eða atvinnu.

Í samræmi við erlendar rannsóknir er sjálfstæði seðlabanka metið með hliðsjón af nokkrum þáttum. Þeir eru: áhersla á verðstöðugleika, markmiðs-sjálfstæði, tækjasjálfstæði, aðgangur ríkissjóðs að lánaþyrirgreiðslu í seðlabanka og ráðningartími seðlabankastjóra. Samkvæmt þessum mælikvörðum var sjálfstæði íslenska seðlabankans frekar lítið árið 2000. Þann 27. mars 2001 samþykktu ríkisstjórn Íslands og Seðlabankinn breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála og tók Seðlabankinn upp verðbólgu markmið 28. mars. Breytingin var fest í sessi við nýju lögin um Seðlabankann 22. maí 2001. Við þetta jókst sjálfstæði hans verulega.

Lagabreyting frá 2001 varð til þess að treysta stöðu Seðlabankans. Samkvæmt eldri lögum var hlutverk Seðlabankans margþætt, þar á meðal að "vinna að því að peningamagn í umferð og framboð lánsfjár sé hæfilegt miðað við það að verðlag haldist stöðugt og framleiðslugeta atvinnuveganna sé hagnýtt á sem fyllstan og hagkvæmastan hátt". Í lögum um Seðlabanka Íslands frá maí 2001 segir: "Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu verðlagi. Með samþykki forsætisráðherra er Seðlabankanum heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu. Seðlabankinn skal stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu [...]."  
Sjálfstæði Seðlabankans var aukið verulega með nýjum lögum. Áhersla bankans á verðstöðugleika var aukin, hann fékk fullt sjálfstæði við beitingu stýritækja og ráðningartími bankastjóra var lengdur. Þessar breytingar voru þáttur í því að auka skilvirkni bankans við meginverkefni sitt, þ.e. að stuðla að verðstöðugleika. Með auknu sjálfstæði dregur úr líkum á því að verðstöðugleika til lengri tíma sé fórn að í pólitískri vinsældakeppni, auk þess sem aukið sjálfstæði ásamt reikningskilum gera stefnuna sýnilegri og auka þannig trúverðugleika bankans ef rétt er á haldið. Cukierman vísar í fjölda rannsókna sem hafa sýnt fram á samhengi aukins sjálfstæðis seðlabanka og lægri verðbólgu. Þá hefur verið sýnt fram á tilhneigingu ríkisstjórna til að hafa áhrif á stefnu seðlabanka í aðdraganda kosninga og fá þá til að slaka á stefnunni.

### 4.3.6 Próun raungengis

Raungengið styrktist verulega á fyrstu árum aldarinnar. Árið 2001 var raungengið að meðaltali nærri 11% veikara en meðalraungengi árunna 1970 til 2000 en árin 2005 til 2007 var það að jafnaði ríflega 10% sterkara en sama meðalgengi. Það er margt sem skýrir þessa styrkingu, jafnt tímabundnir þættir sem varanlegir. Raungengi getur hreyfst mikið en hefur þó tilhneigingu til að leita í jafnvægi yfir löng tímabil. Frávik geta þó varað árum saman. Erfitt hefur reynst að meta jafnvægisgildi raungengis og á

Það jafnt við á Íslandi sem í öðrum löndum. Styrking raungengis getur því hvort heldur stafað af því að langtíma- eða jafnvægisraungengið hefur styrkst eða af því að aðrir þættir þrýsta raungenginu tímabundið upp fyrir varanleg gildi. Hvort og hvernig brugðist er við slíkum frávikum ræðst því meðal annars af því hver skýringin á styrkingu gengisins er talin vera.

Fjöldi þátta stuðlaði að örum framleiðnivexti á Íslandi um áratuga skeið. Með stækkun efnahagslögsögunnar í skrefum út að 200 sjómílna markinu náði þjóðin yfirráðum yfir verðmætum náttúruauðlindum. Nýting fallvatna og jarðhita til raforkuframleiðslu hefur fundið sér farveg í álverum sem reist hafa verið á undanförunum áratugum. Í báðum þessum tilvikum er verið að auka nýtingu á náttúruauðlindum umfram það sem áður hafði verið. Af því leiðir að landsframleiðsla á mann, og þar með framleiðni, eykst. Opnun hagkerfisins og afnám hafta á viðskiptum og flutningi framleiðsluþátta styður við þessa þróun. Meiri framleiðnivöxtur en hjá viðskiptaþjóðum leiðir til þess að raungengið styrkist. Hærra raungengi endurspeglar aukinn kaupmátt þjóðarinnar en því fylgir einnig verri samkeppnisstaða innlendrar framleiðslu. Æskilegt er að bregðast við miklum tekjuvexti til þess að koma í veg fyrir neikvæð áhrif af aukinni auðlindanýtingu, svokallaða hollenska veiki (e. Dutch disease). Þessi neikvæðu áhrif eru meðal annars vaxandi viðskiptahalli og afturför í öðrum framleiðslugeirum en það eru afleiðingar af skyndilegu og verulegu innstreymi tekna í nýjum geirum. Til að sporna við því að slíkur tekjuauki spilli fyrir má safna tekjum í sjóði í útlöndum, líkt og Norðmenn og Kúveitar hafa til dæmis gert. Með því móti má flytja tekjurnar heim á mun yfirvegaðri og viðráðanlegri hátt fyrir hagkerfið. Þá er einnig til staðar varasjóður ef tekjulindin bregst. Á vissan hátt má líta svo á að í þjóðhagslegu samhengi séu fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða í erlendum verðbréfum, sem hófust að marki upp úr síðustu aldamótum, í reynd söfnun þjóðarinnar í erlendan varasjóð.

Raungengi sveiflast einnig vegna breytinga á viðskiptakjörum. Með viðskiptakjörum er átt við hlutfall útflutningsverðlags og innflutningsverðlags í erlendri mynt, þ.e. hversu margar einingar af innfluttri vöru sé hægt að kaupa fyrir einingu af útfluttri. Auk sveiflna í nýtingu auðlinda voru breytingar á viðskiptakjörum lengst af einn helsti hagsveifluvaki íslenska þjóðarbúsins. Hækkun á innflutningsverði umfram útflutningsverð, til dæmis þegar olíuverð hækkaði eða heimsmarkaðsverð á sjávarafurðum lækkaði, rýrði viðskiptakjörin. Það leiddi svo af sér slaka eða niðursveiflu. Að sama skapi voru uppsveiflur keyrðar áfram af bættri auðlindanýtingu og viðskiptakjarabata sem hækkaði raungengið.

Mikið innstreymi erlends fjármagns er enn ein ástæða hækkunar á raungengi. Á stríðsárunum streymdi inn gjaldeyris vegna tekna af hernum og hátt verð útflutningsvara á sama tíma leiddi til söfnunar gjaldeyrisforða. Ekki var mikið framboð af innfluttum varningi á stríðsárunum vegna vöruskorts. Innlent verðlag hækkaði því og raungengið styrktist. Eftir stríð jókst innflutningur en viðskiptahallinn olli ekki miklum áhyggjum því auðvelt var að fjármagna hann með gjaldeyrisforðanum. Í lok stríðsins nam gjaldeyrisforðinn líklega andvirði um tveggja ára eðlilegs innflutnings en hann var nánast uppurinn 1947. Þá var gripið til víðtækra hafta bæði í gjaldeyrisáttum og á öðrum sviðum. Eftir að dró úr tekjum af setuliðinu tók Marshall-aðstoðin við um skeið og Ísland fékk úthlutað alls 43 milljónum Bandaríkjadala á árunum 1948 til 1951. Í mars 1950 var gengi krónunnar fellt verulega, um 42,6%, og stefnt var að því að auka frelsi í innflutningi og afnema höft. Það gekk þó ekki eftir af ýmsum ástæðum. Gengisfellingin var sennilega ekki nógu mikil og þróunin árin á eftir ekki jafn hagfelld og vænst hafði verið. Afli varð minni en reiknað hafði verið með og viðskiptakjör fóru versnandi. Í stað þess að ganga lengra í aðlögun að jafnvægisgengi og opnun milliríkjaviðskipta var treyst á innflutningshöft. Tekið var upp flókið fjölgengiskerfi sem ætlað var að stýra eftirspurn og draga þannig úr þörfinni fyrir innflutningshöft en styrkja jafnframt útflutningsgreinar, þ.e. sjávarútveg. Þetta kerfi fól í sér mikla mismunun á starfsskilyrðum ólíkra atvinnugreina en það dugði þó ekki til að koma á jafnvægisgengi. Árið 1960 var gengið fellt um 57% miðað við gamla stofngengið frá 1950 en um þriðjung miðað við gengið með 55% yfirfærslugjaldi. Raungengið lækkaði verulega við þetta. Innflutningur var að miklu leyti gefinn frjáls en aðhald bæði ríkisfjármála og peningamála aukið verulega. Seðlabankanum var í

kjölfarið falið að ákvarða gengið en það hafði verið ákveðið með lögum allt frá því 1939. Eftir gengisfellingu í kjölfar mikilla launahækkana sumarið 1961 hélst gengið óbreytt til haustsins 1967 en raungengið hækkaði um nær þriðjung á þessum tíma vegna töluverðrar verðbólgu. Mikil síldveiði og hagstæð viðskiptakjör juku gjaldeyrstekjurnar á þessum árum. Vandinn kom í ljós þegar síldaraflinn brást og gengið var fellt í tvígang, haustið 1967 og aftur haustið 1968. Bygging álversins í Straumsvík og Búrfellsvirkjunar á seinni hluta sjöunda áratugarins var fjárfesting af stærðargráðunni 30% af VLF og dreifðist hún á nokkur ár. Þessi framkvæmd kom á heppilegum tíma fyrir þjóðarbúið, þegar verulegur slaki hafði myndast í kjölfar síldarhrunsins. Slíkar stóriðju fjárfestingar, sem oftast felast í byggingu álverksmiðju á vegum erlends fyrirtækis auk virkjanaframkvæmda Landsvirkjunar sem oftast eru fjármagnaðar með erlendu lánsfé, hafa síðar haft í för með sér innstreymi fjármagns og styrkingu raungengisins. Þetta gerðist á árunum 1997 til 2000 og aftur 2004 til 2007.

Árið 2003 var ákveðið að hefjast handa við byggingu álvers á Reyðarfirði, stærsta álvers landsins, og yrði raforkan í það framleidd í Kárahnjúkavirkjun. Þetta var umfangsmeiri framkvæmd en áður hafði þekkt og fyrsta stóriðjuverkefnið sem ráðist var í eftir að gengi krónunnar var sett á flot. Fljótlega var einnig ráðist í verulega stækkun álversins á Grundartanga með tilheyrandi virkjanaframkvæmdum og var unnið að því verkefni samhliða hinu.

Strax og ákveðið var að hefjast handa við þessi stóriðjuverkefni mátti merkja verulega styrkingu krónunnar sem og raungengisins. Væntingum um innstreymi fjármagns fylgdu væntingar um að krónan styrktist og laðaði þar með að skammtímafjármagn því von var að hægt væri að hagnast á styrkingunni. Mikill framkvæmdaþungi án tilhlýðilegra mótvægisáðgerða gerði það einnig að verkum að vænta mátti vaxtahækkana. Háir skammtímaxvextir drógu að erlent fjármagn vegna möguleika á að hagnast á vaxtamun milli Íslands og annarra landa. Á sama tíma voru væntingar um að gengið héldist sterkt. Þetta styrkti krónuna enn frekar og þrýsti raungenginu lengra upp til skamms tíma, þ.e. þar til vænta mátti útstreymis fjármagns þegar vextir lækkuðu á ný eða þegar raungengið lækkaði vegna hækkunar á innlendu verðlagi. Raungengisstyrking eins og þessi, sem skapast vegna innstreymis erlends fjármagns, getur því verið til marks um varanlega gengisstyrkingu, eins og þegar framleiðni eykst vegna nokkurs konar "stækkunar" hagkerfisins þegar verið er að fjárfesta í nýtingu nýrra auðlinda. En hún getur líka verið til marks um skammtímasveiflu, sem getur að hluta til magnað sig sjálf, og stafar af innstreymi skammtímafjármagns vegna þess að verið er að nýta tímabundinn vaxtamun umfram áhættuálag, en mun snúast við jafnskjótt og vextirnir lækka, áhættan eykst eða dregur úr áhættusækni. Hvort tveggja átti við á Íslandi á árunum 2003 til 2005.

### 4.3.7 Blikur á lofti

Hér hefur verið lýst mörgum af þeim framfaraskrefum sem stigin voru á undanförunum áratugum og eiga þátt í stórbættum lífskjörum almennings á Íslandi. Þar á meðal eru útfærsla fiskveiðilögsögunnar og ábyrg fiskveiðistjórnun, útbreidd verðtrygging lánsfjár og vaxtafrelsi, markaðsvæðing og brotthvarf hins opinbera úr atvinnurekstri, opnun hagkerfisins og afnám viðskiptahafta, uppbygging öflugss lífeyrissjóðakerfis, sem fjárfestir í vaxandi mæli í dreifðum eignasöfnum erlendis, og aukið sjálfstæði Seðlabankans. Allir þessir þættir stuðluðu að jákvæðri umfjöllun lánshæfismatsfyrirtækja, erlendra eftirlitsaðila eins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF). Og þótt ýmsar blikur væru á lofti er leið frá aldamótum vögu þessi atriði á móti versnandi horfum til skemmri tíma þrátt fyrir að vægi þeirra færi dvínandi því lengur sem efnahagsstjórnin var látin reka á reiðanum. Þegar horft er um öxl er engu líkara en að jákvæðar athugasemdir um uppbyggingu liðinna ára og vænlegar langtímahorfur af hennar sökum væru það eina úr skýrslum erlendra greinenda sem mark var tekið á innanlands en að skollaeyrum hafi verið skellt við öllum varnaðarorðum um válega og síversnandi stöðu þjóðarbúsins.

Í álitum sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 15. maí 2006 sagði í lauslegri þýðingu Seðlabanka Íslands:

"Efnahagshorfur á Íslandi eru áfram öfundsverðar. Stofnanir eru öflugar og stefnumótunarumgjörð sterk. Markaðir eru opnir og sveigjanlegir, auk þess hefur verið faglega staðið að stjórnun á náttúruauðlindum landsins sem hefur aukið fjölbreytileika hagkerfisins og lagt sitt af mörkum til að tryggja sjálfbærni þess. Þetta umhverfi er einnig mótað af menningu sem einkennist af frumkvöðlakrafti sem leitt hefur til betri efnahagsárangurs en búast mætti við af svo smáu hagkerfi.

Hins vegar er vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu áhyggjuefni um þessar mundir og við því þurfa stjórnvöld að bregðast tímanlega. Umframeftirspurn, mikil og vaxandi verðbólga, mikill viðskiptahalli og mjög skuldsett heimili og fyrirtæki – einkum bankar – valda ókyrrð á fjármálamörkuðum sem ógnar stöðugleika til skamms tíma. Ef lítið er um öxl, hefði mátt bregðast við þessum kringumstæðum með betur samhæfðum aðgerðum, með aðhaldssamari ríkisfjármálum og umbreytingu á Íbúðalánasjóði." Einn af bankastjórum Seðlabankans, Davíð Oddsson, greip þetta á lofti og benti á það í ræðu sinni á ársfundi Landssambands lífeyrissjóða þann 18. maí 2006:

"Fyrir í vikunni birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn álit sérfræðinganefndar sem hér var á dögnum til reglubundinna viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda. Í því kemur m.a. fram að staða Íslands sé öfundsverð þegar horft er til framtíðar. Stofnanir séu sterkar og hið sama gildi um umgjörð efnahagsstefnunnar. Við ríkjandi skilyrði sé þörf á ströngu aðhaldi í peningamálum og ríkisfjármálum til þess að draga úr ójafnvæginu í þjóðarbúskapnum. Seðlabanki Íslands mun leggja sitt af mörkum í þeirri viðleitni."

Í Staff report Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá 13. júlí 2006 var aðeins búið að herða tóninn: "Although current imbalances need to be addressed resolutely, the medium-term outlook for the Icelandic economy remains highly favorable." Þessu viðhorfi sjóðsins um vænlegar langtímahorfur var lengi haldið á lofti. Á meðan ójafnvægið í efnahagslífinu jókst fluttist áherslan í greiningum sjóðsins á þau vandamál sem því fylgdu og þörfina á viðbrögðum en undirtektir voru litlar.

Í álitum sendinefndar sjóðsins 4. júlí 2008 er enn og aftur haldið í hinar jákvæðu langtímahorfur en þær eru skilyrtar um ýmsa þætti. Ekki er skortur á varnaðarorðum og ábendingum en öfundsverðu langtímahorfunar eru í raun og veru það eina jákvæða sem eftir stendur (aftur í lauslegri þýðingu Seðlabankans):

"Íslenska hagkerfið er auðugt og sveigjanlegt. Tekjur á mann eru meðal þeirra hæstu og tekjuójöfnuður einna minnstur í heiminum. Vinnu- og framleiðslumarkaðir eru opnir og sveigjanlegir. Stofnanir og umgjörð stefnumótunar eru öflugar og skuldir hins opinbera eru mjög litlar. Eftirtektarverð stjórnun á náttúruauðlindum landsins hefur gert Íslandi kleift að auka fjölbreytni hagkerfisins og stuðla að sjálfbærni. Í ljósi þessa eru langtímahorfur íslenska hagkerfisins öfundsverðar."

Í september sama ár er enn dregið úr þó að enn sé bent á að langtímahorfur séu efnilegar og jafnvel öfundsverðar þrátt fyrir mikla óvissu og verulega áhættu á að fari á verri veg til skemmri tíma:

"Directors considered that there are large uncertainties surrounding the near-term outlook, with significant downside risks. At the same time, they noted that the long-term prospects for the economy remain promising – even enviable – given Iceland's sound governance and stable institutions, open and flexible markets, large and well-managed renewable natural resource base, and the authorities' long track record of resilience and adaptability to changing circumstances." Eftir tímabundin viðbrögð banka og stjórnvalda við athugasemdum erlendra greinenda árið 2006 dró úr þeim um hríð. Árið 2008 var þó aftur tekið að bera á áhyggjum af vexti íslenska bankakerfisins, skuldsetningu þjóðarinnar, viðskiptahalla og fleiri merkjum um ójafnvægi sem kallaði á leiðréttingu. Bandaríski

fjárfestingarbankinn Merrill Lynch hafði fylgst með íslenskum bönkum um nokkurra ára skeið. Þann 24. júlí 2008 gaf Merrill Lynch út greiningu á íslenskum bönkum undir yfirskriftinni "Distress and default" (sem hefur tvíræða merkingu: "neyð og gjaldþrot" en einnig "neyð og aðgerðaleysi"). Þar segir:

"With Kaupthing and Glitnir CDS quoted at +1,000bps for the second time in four or so months, the market has returned to the idea that default is where we are headed with the Icelandic banks. It is not surprising. Since we had the promising agreement with other Nordic Central Banks in mid-May that gave access to a credit line of €1.5bn equivalent, we have had a virtual information vacuum out of Iceland. The markets hate a vacuum and generally consider (and price securities) for the worst scenario when confronted with one. That is what we are seeing now."

Þá hefur höfundur greiningarinnar, Richard Thomas, áhyggjur af getu íslenska ríkisins til að taka við bönkunum ef þess reynist þörf. Hans mat er að á þessum tíma, sumarið 2008, sé verið að verðleggja inn á mörkuðum þjóðnýtingu bankanna og greiðslustöðvun:

"With total bank debt in the \$70bn+ level and GDP a quarter of that, the market is also focusing on the macro imbalances in Iceland. The Icelandic authorities' steps to address this have so far been inadequate in our view and the apparent inaction has merely fanned the flames of speculation. Though there is no evidence that we are heading in this direction, it is true that default is actually a macroeconomic tool peculiarly well suited to dealing with situations of over-indebtedness. We think that the market is envisaging renationalisation of the banks, a debt moratorium and a generalised restructuring of debt, where the bondholders feel significant pain (or at least share the pain with Iceland's taxpayers). This is not our central scenario – hence our unchanged recommendations on the banks. Some reassurance that we are not headed in this direction would however be quite welcome."

Ekki fór hátt um viðbrögð íslenskra ráðamanna við þessum ráðleggingum og bollaleggingum utan menntamálaráðherra sem taldi allt tal um þjóðnýtingu svo fráleitt að réttast væri að bjóða greinandanum upp á endurmenntun.

### 4.3.8 Hagsveifla og hagstjórn

#### Eftirspurnardrífna hagsveiflur

Hagsveifla sem hefst með auðlindaskelli eða versnandi viðskiptakjörum dregur úr framleiðslu en raungengið fellur og samkeppnisstaðan batnar. Útflutningur eykst á ný og innflutningur dregst saman þar til raungengið hefur á ný risið og efnahagslífið er komið aftur í samt lag. Á hliðstæðan hátt leiðir viðskiptakjarabati til aukinnar innlendrar eftirspurnar og sterkara raungengis. Hærra raungengi dregur úr samkeppnishæfni og útflutningur minnkar en innflutningur eykst. Gengisstyrkingin leiðir því hagkerfið aftur í átt að jafnvægi. Þannig dempar raungengið hagsveifluna. Þetta er einfölduð mynd af því hvernig hefðbundnar íslenskar hagsveiflur gengu fyrir sig lengst af síðustu öld. Þensluskeiðið, sem fór af stað á seinni helmingi tíunda áratugarins, sker sig nokkuð úr. Það fór reyndar af stað sem hefðbundinn auðlindaskellur í kjölfar Smuguveiðanna. Síðan tekur við nýtt þensluskeið þegar ráðist er í að reisa álverið á Grundartanga. Erlent fjármagn streymir til landsins og raungengið styrkist. Í lok þensluskeiðsins, þegar innflæði erlendis fjármagns hættir, fellur krónan og raungengið veikist. Gengisstyrking vegna innflæðis fjármagns, eða væntinga um innflæði, er af nokkuð öðrum toga en gengisstyrking vegna hagfelldrar ytri þróunar svo sem vegna óvenju mikils afla. Styrkingin eykur á ávöxtun erlendis fjár og hefur því tilhneigingu til að viðhalda innflæðinu. Við aðstæður sem þessar er hætt við að sveiflur í genginu dugi ekki til að dempa hagsveifluna. Frekar má líta svo á að það séu einmitt gengissveiflur sem valda hagsveiflunni. Í fyrsta hefti Peningamála sem Seðlabankinn gaf út í nóvember 1999 er rakin sýn Seðlabankans á uppsveiflu árána 1997 til 1999. Mikið var fjárfest í stóriðju 1997 og 1998 þegar verið var að reisa fyrsta hluta álversins á Grundartanga og virkjanir í tengslum við

Það. Gengi krónunnar styrktist við innflæðið. Á þessum tíma var einnig verið að auka við hlutfé í ríkisviðskiptabönkunum í aðdraganda einkavæðingar þeirra og Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var stofnaður með sterka eiginfjárstöðu. Samkeppni fjármálastofnana um markaðshlutdeild jókst sem og aðgengi almennings að lánsfé. Reglur um húsnæðislán voru jafnframt rýmkaðar. Seðlabankinn taldi einnig að viðskipti með aflakvóta hefðu líklega bæði aukið eftirspurn og framboð lánsfjár. Raunvextir fóru almennt lækkandi á þessum tíma. Framan af var uppsveiflan drifin áfram af ytri aðstæðum, vaxandi aflaheimildum í þorski og stóriðjufjárfestingu, en á seinni stigum var það innlend eftirspurn "rífliga fódruð með erlendu lánsfjármagni". Að mörgu leyti var þessi uppsveifla, 1997 til 1999, áþekk uppsveiflu árána 2004 til 2007 en sú seinni var mun stærri að flestu leyti. Þessar uppsveiflur voru aftur á móti að ýmsu leyti frábrugðnar fyrri uppsveiflum hér á landi eftir stríð og munar þar mestu um aukið lánsfjárframboð, einkaneyslu, sveigjanlegt gengi og tiltölulega lága en stöðuga raunvexti. Mikill kraftur innlendra eftirspurnar í uppsveiflunni olli miklum vexti viðskiptahallans í uppsveiflunni 1997–1999 og á ný 2004–2007. Þessar tvær síðustu uppsveiflur urðu einnig við frjálsa fjármagnsflutninga. Að mati Seðlabankans eykur það líkurnar á "gjaldeyris- og fjármálakreppu bresti traust markaðsaðila á efnahagsstefnunni".

Uppsveiflan sem hófst árið 2003 fór einnig af stað með gengisstyrkingu vegna innflæðis erlends fjármagns. Styrkingin hófst eftir að ákveðið var að reisa stórt álver í Reyðarfirði og byggja stíflu við Kárahnjúka. Þessi framkvæmd kallaði á gríðarlega erlenda fjárfestingu í landinu og innstreymi með þrýstingi á krónuna var fyrirsjáanlegt. Kaupmáttaraukningin jók eftir-spurn eftir innfluttum neysluvörum og jók enn frekar á viðskiptahallann. Einkavæðingu bankanna lauk árið 2003 og í framhaldinu sóttu þeir af auknum krafti í erlent lánsfé sem var í boði á sögulega lágum vöxtum. Við einkavæðinguna héldu bankarnir svipuðu lánshæfismati og ríkið. Þeir juku innlend útlán sín í erlendum gjaldeyri, fyrst til fyrirtækja og síðar til einstaklinga sem nýttu sér hagstæða erlenda vexti auk þess sem krónan hélt áfram að styrkjast lengst af uppsveiflunni og þannig gekk af sjálfu sér á höfuðstólinn í krónum talið. Öllu þessu til viðbótar var fjármögnun Íbúðalánasjóðs breytt á árinu 2004, og útlánareglunum einnig, en það hafði í för með sér verulega lækkun á vöxtum fasteignalána. Nýlega einkavæddir bankarnir með meira aðgengi en áður að fjármögnun leituðu leiða til að láta fjármagnið vinna og tóku að bjóða íbúðalán á kjörum sem voru samkeppnishæf við Íbúðalánasjóð.

Orsakir hagsveiflu eru ekki alltaf eins. Mismunandi þættir ráða ferðinni. Ef ástæða er til þess að beita hagstjórnartækjum til að bregðast við sveiflunni fer það því eftir eðli hennar hverju sinni hvaða tækjum er heppilegast að beita og hvernig það er gert.

Hagstjórn – stefna og langtímasjónarmið

Oft er litið svo á að tilgangur hagstjórnar sé tvíþættur. Annars vegar að stuðla að sem bestu umhverfi fyrir viðvarandi hagvöxt og hins vegar að dempa þær sveiflur sem verða í efnahagslífinu vegna utanaðkomandi skella. Hagvaxtarhlutverkið er til langs tíma litið mikilvægara þar sem meðalhagvöxtur um áratuga skeið ræður mun meiru um lífsgæði en skammtímasveiflur í hagvextinum. Þó er það svo að ákveðin temprun á sveiflum er mikilvæg yfir skemmri tímabil. Einnig er æskilegt að koma í veg fyrir ofpenslu og efnahagshrun og má segja að þar mætist þessi tvö hlutverk.

Efnahagsstjórn skiptist að mestu milli tveggja stofnana. Annars vegar eru aðgerðir í ríkisfjármálum á könnu stjórnarráðsins en ákvarðanir í peningamálum liggja hjá Seðlabankanum. Heppilegast hefur þótt að aðskilja stjórn peningamála frá valdi stjórnámálanna vegna þess að skaðsemi slakrar peningastjórnunar til lengri tíma er talin meiri en svo að það réttlæti peningaprentun af þeirri stærðargráðu sem stjórnámálaflokkar hafa jafnan tilhneigingu til þegar þarf að vinna á samdrætti í efnahagslífinu.

Í upphafi árs 2001 var lögum um Seðlabanka Íslands breytt og sjálfstæði hans aukið til muna þó svo að ekki hafi verið gengið alla leið í þeim efnum. Seðlabankanum var falið sjálfstæði til beitingar stjórnþækja sinna við að framfylgja sameiginlegu verðbólguþolmiðri ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans. Forsætisráðherra var þó áfram falið að skipa seðlabankastjóra, sem voru þrír talsins, en honum var gert nánast ómögulegt að reka þá. Hugmyndin var að skerða vald forsætisráðherra yfir hinum pólitískt skipuðu bankastjórum á svipaðan hátt og vald yfir faglega skipuðum seðlabankastjórum hafði verið takmarkað víða um heim.

Hlutverkaskipting hagstjórnarinnar hefur þróast þannig að það sé hlutverk Seðlabanka að halda verðbólgunni í skefjum á meðan ríkisfjármálin eru notuð til þess að draga úr sveiflum í efnahagsstarfsemi. Það má setja fram þannig að það sé hlutverk ríkisfjármálanna að miða ríkisútgjöld og skattastefnu að því að dempa framleiðsluspennu og draga úr eftirspurnarslaka þannig að atvinnustigið sé alla jafna sem næst náttúrulegu atvinnuleysi.

Langtímamarkmið ríkisfjármála hefur verið að stuðla að sem bestri samkeppnisaðstöðu íslenskra fyrirtækja með því að búa þeim hagfelld skattaumhverfi auk þess sem árum saman var unnið í því að draga úr skuldum hins opinbera. Ríkisfyrirtækjum var komið í einkarekstur og eignarhald eftir föngum og laga- og regluumhverfi miðað að því að stuðla að samkeppnismarkaði á sem flestum sviðum. Þessi stefna fellur vel að ríkjandi kenningum um háþróun langtímahagvaxtar.

Þegar sjálfstæði Seðlabankans var aukið árið 2001 var horfið frá fastgengisstefnu, krónan sett á flot og tekið upp verðbólguþolmið. Verðbólguþolmið er tiltölulega ný peningastefna en útfærsla hennar er þannig að seðlabanki bregst við breyttum verðbólguhorfum. Hann hækkar skammtímavexti sína í viðskiptum við fjármálastofnanir þegar verðbólguhorfur versna og lækkar þá þegar horfurnar batna. Þessi stefna hefur náð þó nokkurri útbreiðslu, einkum meðal þróaðri hagkerfa, og hefur nánast undantekningarlaust reynst vel.

Því má segja að undanfarinn áratug eða svo hafi stefnan í ríkisfjármálum og í peningamálum miðað að því að viðhalda sem mestum langtímahagvexti, en hvorug brugðist nægjanlega við hagsveiflum, ofþenslu og vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu. Því miður virðist óhjákvæmilegt að álykta að stefnan í ríkisfjármálum hafi í reynd kynt undir ójafnvæginu. Það sama má reyndar segja um Seðlabankann. Á meðan áherslan í rekstri Seðlabankans var á verðbólguþolmiðinu var klárlega gert of lítið og aðgerðir of takmarkaðar til þess að skila árangri í baráttunni við vaxandi skuldsetningu og undirliggjandi verðbólgu. Vaxtahækkanir komu jafnan of seint og voru of litlar og framan af virðist það meðal annars hafa stafað af óskhyggju bankans um að ríkisvaldið myndi taka þátt í því að draga úr þenslunni. Það gerðist ekki. Á sama tíma var nánast óheft aðgengi að lausafé í Seðlabankanum og virtist peningamagn afgreitt án takmörkunar og í reynd var bönkunum lánað lausafé út á skuldaviðurkenningar seinustu árin. Betur er fjallað um þetta í umfjöllun um peningastefnuna í kafla 4.5.

## 4.4 Stefnan í ríkisfjármálum

### 4.4.1 Yfirlit – tekjur og gjöld

Samkvæmt stefnuýfirlýsingum ríkisstjórna er stefnt að því, að minnsta kosti frá 1995, að stuðla að efnahagslegum stöðugleika og jafnvægi í ríkisfjármálum. Árið 1995 er jafnframt talað um að skapa skilyrði fyrir hagvöxt og að stefnt skuli að því að störfum fjölgi. Í stefnuskránni frá því 1999 er einnig nefnt að tryggja stöðugleika í efnahagsmálum og skapa skilyrði fyrir áframhaldandi hagvöxt. Aftur er það nefnt 2003 að tryggja jafnvægi og stöðugleika í efnahagsmálum en þá er vísað til mikils hagvaxtar framundan. Enn er lögð áhersla á það í stefnuýfirlýsingu 2007 að brýnast sé að tryggja stöðugleika í efnahagslífinu en einnig jafnan og öflugan hagvöxt. Þessi stöðuga áhersla á stöðugleika og hagvöxt

verður því vart túlkuð öðruvísi en yfirlýsing um að stefnt sé að sem mestum viðvarandi hagvexti. Í því samhengi snýst hugmyndin um stöðugleika efnahagslífsins um það að dempa hagsveifluna þannig að framleiðslustigið sé jafnan sem næst framleiðslugetu. Í því felst að ríkið sé tilbúið til þess að beita útgjaldaákvörðunum og skattlagningu eða hafa áhrif á innlenda eftirspurn og framkvæmdir einkaaðila á annan hátt. Þannig muni ríkið beita sér fyrir því að draga úr umsvifum í hagkerfinu ef hagvöxtur verður meiri en fær staðist til lengdar en reyni að sama skapi að örva athafnalífið ef hagvöxtur er minni en efni standa til. Meginmarkmið allra þessara ríkisstjórna er um stöðugt efnahagslíf. Það kallar á að virk hagstjórn meti stöðugt ástandið í hagkerfinu samanborið við framleiðslugetu og grípi skjótt til viðeigandi ráðstafana. Þannig sé tryggt að ekki skapist miklar sveiflur sem til lengri tíma dragi úr meðalhagvexti og geti kallað fram snarpar niðursveiflur og djúpar efnahagslægðir þegar verst lætur.

## Gengismál og samkeppnishæfni

Í stefnuyfirlýsingum ríkisstjórna frá 1995 og 1999 er að finna yfirlýsingar um stefnu í gengis-, vaxta- og verðlagsmálum. Ekki eru sett markmið á þessum sviðum í stefnuyfirlýsingu frá 2003 en þá hafði sjálfstæði Seðlabankans verið aukið með lögum 2001 og honum falið að beita skammtímavöxtum og öðrum tækjum að vild til að vinna að sameiginlegu markmiði ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans um verðstöðugleika sem var útfærður sem almennar verðhækkningar sem næst 2,5% á ári.

Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks sem mynduð var 1995 ætlaði að stefna að því að raungengið yrði hagstætt og vaxtastig á Íslandi yrði svipað og í helstu samkeppnislöndum. Þegar sömu flokkar mynduðu stjórn fjórum árum síðar stefndu þeir að því að beita stefnu í gengis- og peningamálum svo og í opinberum fjármálum til þess að halda verðlagi stöðugu og bæta samkeppnisstöðu íslensks atvinnulífs. Árið 1995 er raungengið nokkuð veikt í sögulegu samhengi (mynd 22) en á árinu 1999 hefur það styrkst lítið eitt og liggur þá nálægt sögulegu meðalgildi. "Hagstætt raungengi" fyrir íslenskt atvinnulíf og "bætt samkeppnisstaða íslensks atvinnulífs" vísar að öllum líkindum til veikara raungengis. Miðað við þá túlkun var það markmið þessara ríkisstjórna að stuðla að veikingu raungengisins. Það gerist á tvennan hátt. Annaðhvort með veikingu krónunnar eða með hægari verðbólgu (eða minni launahækkunum) en í viðskiptalöndum. Ein leið til að ná fram veikara raungengi eins og að virðist stefnt samkvæmt stefnuyfirlýsingunum er að stuðla að minni framleiðnivexti. Orðalag þessara stefnuyfirlýsinga um viðskipti við önnur lönd er athyglisvert. Þar er ekki fjallað um viðskiptalönd heldur "samkeppnislönd" og samkeppnisstöðu. Það gefur til kynna þá hugsun að á alþjóðlegum mörkuðum sé íslensk framleiðsla í samkeppni við framleiðslu frá öðrum ríkjum líkt og fyrirtæki í tiltekinni atvinnugrein eiga í samkeppni hvert við annað. Ríkjandi hugsun meðal fræðimanna hefur nú á þriðju öld verið að viðskipti milli landa auki velferð. Líkt og viðskipti milli einstaklinga á frjálsum markaði gera viðskipti milli landa mönnum kleift að auka neyslu. Það gerist þegar menn sérhæfa sig í framleiðslu þeirra vara sem þeir hafa hlutfallslega yfirburði í og eiga viðskipti með þær. Þannig lækkar framleiðslukostnaður og ábati eykst. Bestur árangur næst þegar raungengið er sem næst jafnvægi því að þannig stýrist framleiðsla þangað sem hlutfallslegir yfirburðir liggja.

## Peningamál og vaxtastig

Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar sem mynduð var 1995 er stefnt að því að vextir hér verði sambærilegir við vexti í "samkeppnislöndum" (viðskiptalöndum). : Ekki var tilgreint hvort þar væri tekið tillit til eðlilegs vaxtamunar vegna landsálags og stöðu í hagsveiflunni eða hvort stefnt yrði að því að ná íslenskum vöxtum á sama stig og í nágrannalöndum óháð því hvort það myndi valda óhóflegri lánsfjármagnaðri neyslu og innlendri fjárfestingu og hugsanlega eignaverðbólum. Stjórnarflokkarnir sömdu um það árið 1999 að flytja Seðlabankann undir forsætisráðuneytið. Þegar lögum um Seðlabankann var breytt 2001 var honum jafnframt falið að stýra vöxtum og vinna að því að ná niður verðbólgu. Peningastefnunni var því breytt og í stað fastgengisstefnu tekið upp verðbólgu markmið og gengi krónunnar leyft að ráðast á markaði.

Í stefnuyfirlýsingunni frá 2003 er ekki sett fram markmið um vexti, verðlag og gengi enda var slíkt á könnu Seðlabankans á þeim tíma og má ætla að ríkisstjórnin hafi haft vilja til að virða nýfengið sjálfstæði bankans. Í stefnuskrá ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá árinu 2007 er aftur komið inn á markmið í peningamálum. Þar segir að ríkisstjórnin stefni að því að tryggja lága verðbólgu og lágt vaxtastig. Þar sem peningastefnan er óbreytt og á hendi sjálfstæðs seðlabanka má gera ráð fyrir að þessi yfirlýsing feli í sér að ríkisstjórnin muni gera það sem í hennar valdi stendur til þess að auðvelda Seðlabankanum baráttuna við verðbólguna sem á þessum tíma var orðin viðvarandi vandamál þannig að honum verði í framhaldinu unnt að lækka vexti sem fyrst. Á árinu 2007 var orðið aðkallandi að draga úr umsvifum í efnahagslífinu vegna langvarandi ofþenslu sem hafði rofið stöðugleikann. Hagkerfið hélt áfram að vaxa allt of hratt, vinnumarkaður var þaninn (atvinnuleysi var allt of lítið) og erlend staða versnaði óðfluga á sama tíma og margvísleg áhætta í fjármálakerfinu hrannaðist upp á Íslandi. Það var því ærið verkefni og löngu tímabært fyrir ríkisstjórnina að tryggja lága verðbólgu og stuðla að lækkun vaxta í samvinnu við Seðlabankann.

Tekjur ríkissjóðs jukust á árunum 1980 til 2008 úr 28,3% af vergri landsframleiðslu í 32,3% (mynd 25). Útgjöld jukust á sama tíma úr 27,5% í 31% árið 2007 og í 45,3% 2008 en þar er gjaldfærður kostnaður vegna stuðnings við Seðlabankann eftir tap hans á falli bankanna í byrjun október. Tekjuafkoma ríkissjóðs var neikvæð á árunum 1985 til 1996, að jafnaði um 2,5% af VLF á ári, þá var hún jákvæð í uppsveiflunni 1997 til 2000, um 1% af VLF að jafnaði á ári (mynd 26). Aftur snerist afkoma ríkisins við árin 2001 til 2003 þegar hún var neikvæð um 1% að jafnaði en 2004 varð hún aftur jákvæð um 1%. Síðan varð óvenju mikill afgangur á ríkissjóði árin 2005 til 2007, á mesta þensluskeiðinu, þegar afgangurinn nam að jafnaði um 4,5% af VLF á ári. Afkoma ríkissjóðs sveiflast því að miklu leyti í takt við hagsveifluna enda tekjur háðar umsvifum í hagkerfinu á meðan ýmis gjöld aukast þegar dregur úr þeim. Það á til dæmis við tekjutengdar bætur og atvinnuleysisbætur.

Útgjöld hins opinbera jukust frá því að vera á bilinu 20% til 25% af VLF áratuginn eftir stríð og í 42% til 43% af VLF á seinni hluta níunda áratugar síðustu aldar. Þessi vöxtur hins opinbera er nokkuð jafn þótt finna megi tímabil þar sem hann er nokkuð sveiflugjarnari en annars. Í kringum 1990 verður ákveðin breyting á þessari þróun og þá virðist sem hægi verulega á þessari leitni hins opinbera til vaxtar. Enn gætir ákveðinna sveiflna í útgjöldum sem haldast þó að mestu á bilinu 40% til 45% af VLF frá þessum tíma.

Árið 1995 hafði verið langvinnur hallarekstur á ríkissjóði sem og á hinu opinbera í heild. Ríkisstjórnin setur sér það markmið að draga úr hallarekstri sveitarfélaga en hann hafði aukist nokkuð árin á undan. Þá var hafin sú þróun að flytja æ meira af opinberri starfsemi frá ríkinu til sveitarfélaganna. Flutningnum fylgdi einhver kostnaður og honum var ekki alltaf fylgt með auknum tekjum sveitarfélaganna. Í tveimur næstu stefnuyfirlýsingum sem voru settar saman var ákveðið að stefna að því að koma á jafnvægi í ríkisfjármálum. Fjármál hins opinbera þróuðust í heild á áþekkan hátt og ríkisfjármálin og voru í jafnvægi 1997 og því sem næst 1998 og á þeim var tekjuafgangur á bilinu 1% til 2% árin tvö þar á eftir. Árin 2002 og 2003 var síðan halli á ný, á bilinu 2,5% til 3%. Þá varð verulegur viðsnúningur og metafgangur, 4,9% árið 2005, 6,3% 2006 og 5,4% 2007.

Á árunum frá 1980 til 1990 var vöxtur útgjalda ríkisins mun sveiflu-gjarnari en vöxtur tekna og eins og áður segir var hallarekstur á ríkinu á þessum tíma. Frá því kringum 1990 dregur úr sveiflunum, þær verða áþekkar, þ.e. tekjur og útgjöld hreyfast meira í takt, og vöxtur tekna verður ívið meiri en vöxtur útgjalda ef frá eru talin árin 2001 og 2002 þegar verulega hægði á hagvexti. Tekjur vaxa síðan mjög mikið árin 2004 til 2006 og stafar það af miklum vexti þjóðarútgjalda, þ.e. skatttekjur aukast vegna aukinna umsvifa í hagkerfinu.

Ríkisstjórnirnar frá 1999 og 2003 höfðu á stefnuskrá að ná jafnvægi í ríkisfjármálum og að auki var það markmið samkvæmt stefnuyfirlýsingunni 1999 að greiða niður skuldir ríkissjóðs, gæta samræmis milli þjóðarútgjalda og þjóðartekna og ná umtalsverðum afgangi á ríkissjóði til að sporna við viðskiptahalla.

Skuldir ríkissjóðs í hlutfalli við landsframleiðslu voru rúmt 51% árið 1995 ef horft er fram hjá lífeyrisskuldbindingum en að viðbættum lífeyrisskuldbindingum var hlutfallstalan hæst rúm 69%, einnig árið 1995. Ríkisstjórnin sem mynduð var 1995 lækkaði skuldir ríkissjóðs verulega og þær fóru úr um 51% árið 1995 í tæp 36% árið 1999. Áfram lækkuðu skuldir ríkissjóðs árið 2000 niður í 33,4% af VLF en árið 2001 hækkuðu þær aðeins á ný. Þá var tekið að hægja á innlendri eftirspurn eftir töluverðan vöxt árin á undan. Viðskiptahallinn, sem var 10% af VLF árið 2000, dróst verulega saman. Sú þróun hélt áfram árið eftir og þá varð reyndar eilítil afgangur á viðskiptajöfnuði og hagvöxtur var óverulegur. Ríkisstjórnin hélt þó áfram á þeirri braut að lækka skuldastöðu ríkisins og 2005 fór hún niður fyrir 20% af VLF en í september það ár ráðstafaði ríkið þeim hluta af söluandvirði Símans sem greiddur var í erlendum gjaldeyri, um 33 milljörðum króna, til niðurgreiðslu erlendra lána. Í nóvember 2006 tók ríkið nokkuð stórt erlent lán, einn milljarð evra, sem lagt var inn í Seðlabankann til styrkingar gjaldeyrisforðanum. Að öðru leyti var haldið áfram á þeirri braut að grynna frekar á skuldum ríkisins.

Þótt töluvert hafi dregið úr skuldum ríkissjóðs á árunum 1995 til 2005 í hlutfalli við verga landsframleiðslu lækkuðu þær ekki mikið að nafnvirði. Árið 1998 voru heildarskuldir ríkissjóðs 381 milljarður króna en 2001 höfðu þær aukist í 491 milljarð króna (mynd 29). Þá lækkuðu skuldirnar á ný og námu þær alls 409 milljörðum króna í lok árs 2005 en þar af var 191 milljarður vegna lífeyrisskuldbindinga. Eftir þetta tóku skuldir ríkissjóðs að aukast á ný, í 531 milljarð króna 2006 og 572 milljarða 2007. Árið 2008 ríflega tvöfölduðust skuldir ríkissjóðs og námu þær alls 1230 milljörðum króna í árslok. Innendar lántökur ríkissjóðs jukust um 273 milljarða króna á árinu 2008, erlendar lántökur um 163 milljarða og verðbréfaútgáfa um 183. Stór hluti af hækkun erlendra skuldar ríkissjóðs árið 2008 er vegna gengisveikingar. Eins milljarðs evra lán sem ríkið tók haustið 2006 til að styrkja gjaldeyrisforða Seðlabankans er á gjalddaga í nóvember 2011. Þetta lán nam alls um 90 milljörðum króna þegar það var tekið í nóvember 2006 en hafði hækkað í tæpa 170 milljarða í lok árs 2008. Af aukningu skulda ríkissjóðs við innlenda aðila eru 270 milljarðar króna vegna skuldar við Seðlabankann sem kom til vegna endurfjármögnunar hans eftir að skuldabréf, sem hann hélt sem veði í veðlánaviðskiptum, töpuðu mestöllu verðgildi sínu þegar bankarnir féllu.

Á tíunda áratugnum hófst tilfærsla verkefna frá ríki til sveitarfélaga. Mestu munaði um flutning grunnskólanna árið 1997. Fyrir þann tíma var hlutdeild sveitarfélaga í tekjum og gjöldum hins opinbera mun minni. Árið 1980 voru tekjur sveitarfélaga rúmlega fimmtungur tekna hins opinbera og gjöldin sömuleiðis. Árið 1995 hafði hlutfallið risið lítið eitt, tæp 23% tekna og 22% gjalda. Lengst af á árunum fyrir 1997 vógu sveitarfélögin aðeins þyngra í tekjum hins opinbera en gjöldum. Eftir 1997 snýst þetta við og hlutfallslega stærri hluti gjaldanna lendir á sveitarfélögunum en tekjurnar fylgja ekki til jafns (mynd 31). Árið 1998 eru 29% af gjöldum hins opinbera hjá sveitarfélögum en 2006–2007 er þetta hlutfall komið yfir 32%. Hlutfall tekna hins opinbera, sem tilheyra sveitarfélögunum, hækkar á þessum árum úr um 26% 1997 í tæp 30% 2007. Þar sem hið opinbera er að mestu samsett af ríki og sveitarfélögum kemur hið andhverfa fram hjá ríkinu. Fram til 1997 tilheyrðu um 80% af gjöldum hins opinbera ríkinu og um 78% til 79% af tekjunum en eftir 1997 er hlutdeild ríkisins í tekjum hins opinbera stærri en hlutdeild þess í gjöldum en tekjurnar fara úr 76% 1997 í 73% 2007 á meðan gjöldin voru 75% 1997 og 73% 2007.

Á mynd 30 sést að skuldir sveitarfélaga vaxa úr 76 milljörðum króna 1998 í 153 milljarða 2006. Þá lækka þær nokkuð og eru um 136 milljarðar króna 2007 en stóruaukast 2008 í 194 milljarða. Töluvert dregur úr vægi skulda við erlenda aðila frá 2002 til 2006 en seinustu tvö árin eykst hlutdeild skulda við erlenda aðila hratt á nýjan leik. Það bendir til þess að sveitarfélögin hafi tekið töluvert af erlendum lánnum á árunum 2006 og 2007 sem snarhækkuðu þegar krónan gaf loks eftir á árinu 2008.

Gylfi Zoëga og Björn Rúnar Guðmundsson bentu á að svo megi líta á að aðgerðir hins opinbera hafi áratugum saman fremur stuðlað að auknum hagsveiflum en að draga úr þeim. Útgjaldaákvæðanir hafi stuðlað að aukinni hagsveiflu en sértækar ákvæðanir í skattamálum hafi þó dempað sveifluna. Sveifluaukandi aðgerðir hins opinbera hafi nokkurn veginn jafnað út virkni sjálfvirkra sveiflujafnara í fjármálastefnunni. Þótt merkja megi að verulega hafi dregið úr slíkri hegðun síðustu áratugi bentu meðal annarra Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) ítrekað á það á undanförunum árum að aðhald ríkisins væri of lítið í uppsveiflunni. OECD lagði ítrekað til að ríkið myndi setja sér þak á útgjöld til nokkurra ára í senn og miða vöxtinn við krónutölu í samræmi við verðbólguþátt Seðlabankans frekar en að skilgreina útgjaldavöxt í raunstærðum. Þá höfðu þessar stofnanir verulegar áhyggjur af vaxandi framúrkeyslum útgjalda, einkum hjá sveitarfélögum. Bent var á að sveitarfélögin hefðu enn meiri tilhneigingu en ríkið til að eyða tímabundnum hagnaði. Einnig að þátttaka ríkisins gegnum jöfnunarsjóð sveitarfélaga yxi í takt við tekjur ríkisins. Til að auka aðhaldið í sveitarfélögum var lagt til að þau fylgdu sambærilegri reglu og ríkið og að gerður yrði samningur milli sveitarfélaga og ríkis sem fylgt væri eftir til þess að sporna við miklum og vaxandi útgjaldavexti og rekstrarhalla sveitarfélaganna.

#### 4.4.2 Frjálsir fjármagnsflutningar og alþjóðlegir fjármálamarkaðir

Hagfræðingar eru nánast án undantekningar þeirrar skoðunar að opnun hagkerfa, sérhæfing og aukin viðskipti á milli landa séu af hinu góða. Milliríkjavíðskipti séu til þess fallin að auka velsæld og allar hömlur á viðskipti með venjuleg gæði dragi úr velsæld og hagvexti. Aftur á móti hafa löngum verið skiptar skoðanir á því meðal hagfræðinga, sem og annarra, hvort rétt sé að leyfa hömlulausa fjármagnsflutninga milli landa. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur verið fylgjandi óheftum fjármagnsflutningum og þeirri stefnu hefur verið fylgt hér á landi undanfarna áratugi, sem og í flestum þróuðum hagkerfum, að aflétta öllum hömlum á fjármagnsflutningum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn tók að beita sér fyrir frjálsum fjármagnsflutningum á tíunda áratug síðustu aldar, um svipað leyti og nokkur Asíuríki lentu í efnahagsþrengingum sem raktar voru að miklu leyti til óhóflegs innflæðis erlends lánsfjár. Þótt Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi hvatt til og stutt aðgerðir til þess að létta höftum af fjármagnsflæði milli landa þá gerði hann það ekki að skilyrði fyrir framgöngu efnahagsáætlunar með aðkomu sjóðsins. Frumkvæðið að því að aflétta hömlum á fjármagnsflutninga kom í öllum tilfellum frá viðkomandi ríkisstjórnnum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn tók saman niðurstöður ýmissa rannsókna á ábatanum af frelsi fjármagnsflutninga og komst að því að það væri líklega eitthvað til í því að frelsi í fjármagnsflæði ýtti undir hagvöxt, að minnsta kosti í þróunarlöndum. Dani Rodrik, prófessor í alþjóðahagfræði hjá Harvard, hefur þó bent á að margt sé ólíkt með viðskiptum með vöru og þjónustu annars vegar og fjármagn hins vegar. Þar mætti telja: 1) ósamhverfar upplýsingar og ófullnægjandi tryggingar sem leiðir til óhóflegra lána til áhættusamra verkefna, 2) ósamræmi milli skammtímaskulda og langtímaeigna sem skapar hættu á að fjármálastofnanir verði fyrir áhlaupi, einkum í fjármagnsviðskiptum milli landa þar sem ekki er um alþjóðlegan lánveitanda til þrautavara að ræða, 3) þegar markaðir geta ekki metið gæði þeirra sem stjórna fjármunum er hættu á að þeir taki of lítið mið af eigin upplýsingum og sýni hjarðhegðun sem leiðir til aukinna sveiflna og smitunaráhrifa, og 4) eignaverð ræðst af væntingum um framtíðarávöxtun og getur því sveiflast gríðarlega með hættu á verðbólum. Á árunum og áratugunum fyrir hrun bankakerfisins fetaði Ísland veginn frá umfangsmiklum áætlunarbúskap og útbreiddum ríkisafskiptum til aukinnar markaðsvæðingar og viðskiptafrelsis. Ríkisstjórnir Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks, sem myndaðar voru árin 1995, 1999 og 2003, höfðu allar á stefnuskrá sinni að stuðla að efnahagslegum stöðugleika og jafnvægi í ríkisfjármálum enda sé það forsenda hagvaxtar, lágrar verðbólgu og vaxta og lítils atvinnuleysis. Í stefnuyfirlýsingum ríkisstjórnanna, sem myndaðar voru árin 1995 og 1999, er að auki rætt um að gera eðlilegar arðsemiskröfur til ríkisfyrirtækja. Ríkisstjórnin sem tók við 1999 hafði einnig á stefnuskrá sinni að auka markaðsvæðingu á fjármálamarkaði vegna aukinnar alþjóðavæðingar. Þetta átti við á fleiri sviðum enda

höfðu þessar ríkisstjórnir það að leiðarljósi að auka samkeppni og einkarekstur hvar sem því væri við komið, meðal annars í heilbrigðisþjónustu, í orkugeiranum og í fjármálaþjónustu. Þessari þróun var auðveldast að fylgja eftir á fjármagnsmarkaði, þar gekk hún hraðast fyrir sig og náði hvað lengst.

Með frjálsum fjármagnsflutningum og frelsi fyrirtækja til að starfa á jafnréttisgrundvelli innan Evrópska efnahagssvæðisins hafði íslenskum fyrirtækjum opnast færi á að vaxa út fyrir landsteinana. Þetta nýttu íslenskir bankar sér. Sölu ríkisins á Fjárfestingarbanka atvinnulífsins lauk í september 1999. Hann fékk viðskiptabankaleyfi í lok mars 2000 og sameiningu bankans við Íslandsbanka var lokið í júní. Einkavæðingu Landsbankans lauk í lok árs 2002 og Búnaðarbankans í byrjun árs 2003. Nokkrum mánuðum síðar var gengið frá sameiningu Búnaðarbankans og Kaupþings. Þar með voru stóru viðskiptabankarnir þrír, Íslandsbanki, Landsbankinn og Kaupþing, orðnir til. Þeir voru allir með einhverja erlenda starfsemi á þessum tíma og höfðu góðar lánshæfiseinkunnir. Í umræðum um mikilvægi dreifðs eignarhalds á bönkunum við einkavæðingu þeirra sagði forsætisráðherra, Davíð Oddsson, í þingræðu haustið 1999: "[N]ú erum við skyndilega lent í því að til að okkar bankar í alþjóðlegu umhverfi standist öðrum bönkum snúning, þá þurfum við að hafa þá sterkari og stærri." Bankarnir stóðu undir þessum væntingum í kjölfar einkavæðingar. Mikill vöxtur var í erlendri skuldabréfaútgáfu strax á árinu 2003. Bankarnir gátu vaxið erlendis þar sem grunnvextir voru víða afar lágir í sögulegu samhengi auk þess sem áhættuálag á vexti var óvenju lágt. Á sama tíma voru íslenskir vextir háir og hækkandi þar sem mikil uppsveifla var í efnahagslífinu. Vaxandi umsvif íslensku bankanna erlendis og aukið aðgengi þeirra að erlendri fjármögnun hélst í hendur við vaxandi skuldsetningu innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum.

Haustið 2001 birtist ritgerð eftir Joseph E. Stiglitz í ritröð Seðlabankans. Ritgerðin fjallaði um fyrirkomulag peninga- og gengismála í litlu, opnu hagkerfi og var Ísland tekið sem dæmi. Stiglitz fjallaði um hættur sem litlum, opnum hagkerfum stafa af frelsi fjármagnsflutninga og vaxandi umfangi þeirra. Hann fjallaði um hagstjórnaraðgerðir sem ætlað er að veða á móti þessari hættu með sérstakri áherslu á Ísland. Hann taldi mikilvægt að Íslendingar tækju ábyrgð á eigin velferð og hefðu hemil á hættunum. Þar á meðal væru aðgerðir sem drægju úr líkunum á því að fjármálakreppa skylli á og drægju úr kostnaði af völdum slíkrar kreppu ef hún yrði að veruleika. Stiglitz sagði þörf á því að beita sköttum og regluverki, þar á meðal reglum um fjármálageirann og um upplýsingaskyldu, til þess að draga úr líkum á fjármálakreppu. Með slíkum reglum mætti hafa áhrif á flæði skammtíma fjármagns sem hefði leikið lykilhlutverk í nýlegum fjármálakreppum. Einnig mætti rökstyðja verðstýringu og varúðarreglur um bankastarfsemi (e. prudential banking regulation). Enn fremur krefjist áhættustýring landa áherslu á viðeigandi gjaldþrotalöggjöf, gengisfyrirkomulag og hönnun fjármálakerfisins. Joseph Stiglitz hafði efasemdir um réttmæti þess viðhorfs, sem var nokkuð útbreitt á fjármálamörkuðum, að best væri að markaðirnir sæju að mestu leyti um að setja sér reglur og að þeir leituðu alltaf aftur í jafnvægi. Hann taldi einnig að það hefði sýnt sig að forsendan um að markaðir hegðuðu sér ávallt á skynsamlegan hátt væri vafasöm. Einnig gerðu flest líkön af fjármálamörkuðum ráð fyrir því að þeir væru nægjanlega djúpir, þ.e. að nægt framboð og eftirspurn væri á hverjum tíma til þess að verðmyndun á markaði væri eðlileg. Þunnir markaðir og lausafjárskortur hefði spilað stórt hlutverk í fjármálakreppunni 1998.

Í ljósi þess hve viðskiptahalli Íslands var mikill, 7% 1999 og 10% 2000, taldi Stiglitz það vera forgangsverkefni að reyna að koma í veg fyrir að aðlögun viðskiptahallans að jafnvægi fæli í sér of miklar sveiflur í genginu og hugsanlega kreppu í framhaldinu. Það væri einnig mikilvægt að ákveða hvernig rétt væri að draga úr slæmum afleiðingum kreppunnar ef hún kæmi samt sem áður.

Stiglitz taldi að þótt viðskiptahallinn væri upprunnin í einkageiranum bæri ríkið töluverða ábyrgð á honum og að full ástæða væri fyrir það að gera ráðstafanir til þess að draga úr honum. Hann benti á að að því marki sem gengi væri talið fast (þ.e. að krónan fengi ekki fullt frelsi til að fljóta) væri það tülkað sem óbein trygging ríkisins sem gæti stóraukið innflæði fjármagns og þar með vöxt útlána. Einnig litu

erlendir fjárfestar svo á að hvort sem bankarnir væru í eigu ríkisins eða ekki myndi ríkið bjarga mikilvægum bönkum ef á reyndi. Þetta viðhorf væri einnig til þess fallið að auka innflæði fjármagns og skekkja verðlagningu á áhættu. Enn fremur ætti ríkið þátt í að móta væntingar almennings um framtíðartekjur og hagnað en innlend eftirspurn ákvarðaðist að miklu leyti af þessum þáttum. Stiglitz gerði flókt eignaverðs einnig að umfjöllunarefni í ritgerðinni þar sem gengi er verð á mynt og þar með eignaverð. Hann benti á að sveiflur í gengi Bandaríkjadals gagnvart jeni sýndu að óhóflegar sveiflur og allt að því óútskýranlegar gætu jafnvel myndast á djúpum mörkuðum. Það ætti enn frekar við um smáríki eins og Ísland.

Erfitt væri að segja til um hvað myndi snúa trú erlendra fjárfesta á hagkerfinu og einu gildi hvort ástæðurnar væru vel grundvallaðar í raunveruleikanum eða ekki. Mikilvægi fréttu af tilteknum geira gæti verið ofmetið. Mikill og viðvarandi viðskiptahalli væri veikleikamerki. Hann leiddi til vaxandi erlendra skulda. Ef fjármagnsinnflæði væri vegna erlendra skammtímalántöku og ef það væri í erlendum gjaldmiðli þá skapaðist veikleiki í hagkerfinu. Lánveitendur gætu skyndilega krafist endurgreiðslu. Það kæmi út eins og bankaáhlaup.

Ef sú skoðun er útbreidd að líkur á gjaldeyriskreppu aukist fari skammtímaskuldir í erlendum gjaldmiðlum fram úr gjaldeyrisforða Seðlabankans, þá aukast líkur á slíkri kreppu ef það gerist. Þess vegna ættu stjórnvöld að forðast að senda slík skilaboð um veikleika. Þetta þýðir að ef fyrirtæki tekur 10 milljarða króna í skammtímalán frá Bandaríkjunum þarf Seðlabankinn að leggja andvirði 10 milljarða króna í gjaldeyrisforða, þ.e. kaupa til dæmis bandarísk ríkisskuldabréf fyrir þessa upphæð. Þjóðin er þá að taka Bandaríkjadali að láni frá bandarískum banka á t.d. 15% vöxtum og lána bandaríska ríkinu á t.d. 5%.

Stiglitz vekur athygli á mikilli innlendri eftirspurn eftir lánsfé þrátt fyrir háa vexti. Vöxtur útlána um meira en 25% á ári í þrjú ár sé mjög mikill. Slíkum vexti útlána fylgi oft skeið þar sem erfitt er að fá lánsfé og það er skammtað. Áframhaldandi eftirspurn þrátt fyrir háa vexti bendi því til væntinga um lánsfjárskömmun í framtíð og að lánsfé sé tiltölulega ódýrt á meðan það fæst á einhverjum kjörum samanborið við tímabil þegar það er skammtað enda séu tengsl milli hraða útlánavaxtar hjá lánastofnun og líkunum á því að hún lendi í vanda í framtíðinni.

Meginatriðið í grein Stiglitz er að flæði skammtímafjármagns geti leitt til sveiflna í hagkerfinu sem komi misjafnlega niður á einstökum fyrirtækjum og geirum og geti valdið miklum skaða ef flæðið snýst skyndilega. Flæði skammtímafjármagns felur því í sér ytri áhrif. Því er um markaðsbrest að ræða, og þar af leiðandi ber ríkið ábyrgð á því að draga úr þessum kostnaði.

Stiglitz lagði til efnahagsaðgerðir fyrir Ísland sem ætlað var að draga úr greinilegri hættu á fjármálakreppu. Þetta var haustið 2001, undir lok uppsveiflunnar sem hófst 1996 og leiddi meðal annars til 10% halla á viðskiptajöfnuði. Hann lagði til aðgerðir í gengismálum, peningamálum, viðbrögð við viðskiptahallanum, aðgerðir til að koma jafnvægi á fjármagnsflæði og draga úr óvarinni áhættu fjármálakerfisins sem og aðgerðir til þess að draga úr útlánsvexti. Einnig lagði hann mikla áherslu á að nota tiltæk ráð, svo sem reglur og skatta, til þess að draga úr innflæði skammtímafjármagns.

Haustið 2000 flutti Ögmundur Jónasson þingmaður Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs þingsályktunartillögu um upptöku svokallaðs Tobin-skatts á fjármagnsflutninga milli landa. Hugmyndin að slíkum skatti var sett fram af James Tobin, hagfræðiprófessor við Yale-háskólann í Bandaríkjunum, á áttunda áratug síðustu aldar. Um er að ræða lítinn skatt, brot úr prósentu, sem leggst á fjármagnstilfærslur milli landa. Hann hefur því óveruleg áhrif á einstaka upphæðir en fer að skipta máli þegar stórar upphæðir eru fluttar milli landa hvað eftir annað. Í greinargerð með tillögunni kemur fram að tilgangurinn með slíkum skatti sé að renna stoðum undir sjálfstæða efnahagsstefnu ríkja

heimsins og draga úr gengissveiflum einstakra gjaldmiðla. Þingsályktunartillaga Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs snerist um að fela ríkisstjórninni að beita sér fyrir upptöku slíks skatts á alþjóðavettvangi.

Í nóvember 2005 skipaði Halldór Ásgrímsson forsætisráðherra "nefnd til að fjalla um forsendur alþjóðlegrar fjármálastarfsemi á Íslandi og samkeppnishæfni landsins á því sviði". Formaður nefndarinnar var Sigurður Einarsson, stjórnarformaður Kaupþings. Aðrir nefndarmenn voru: Bolli Þór Bollason, ráðuneytisstjóri í forsætisráðuneytinu, Baldur Guðlaugsson, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu; Kristján Skarphéðinsson, ráðuneytisstjóri í iðnaðar- og viðskiptaráðuneytinu; Pálmi Haraldsson, framkvæmdastjóri; Ásdís Halla Bragadóttir, forstjóri BYKO; Jón Sigurðsson, seðlabankastjóri; Haukur Hafsteinsson, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins; Hulda Dóra Styrmiadóttir, ráðgjafi; Guðjón Rúnarsson, framkvæmdastjóri Samtaka banka og verðbréfafyrirtækja; Halldór B. Þorbergsson, hagfræðingur Viðskiptaráðs Íslands og Katrín Ólafsdóttir, lektor við Háskólann í Reykjavík. Í skýrslu nefndarinnar segir að henni hafi verið falið að reifa tækifæri sem alþjóðleg fjármálastarfsemi gæti skapað á Íslandi og mögulegan ávinning fyrir efnahags- og atvinnulíf í landinu. Í skýrslunni segir að nefndin hafi tekið mið af nokkrum atriðum sem komu fram í skipunarbréfi hennar. Þar á meðal er þetta: "Stjórnvöld og atvinnulíf þurfa að sameinast um það metnaðarfulla verkefni að koma fjármálaþjónustu hér á landi á svipað stig og gerist í löndum eins og Bretlandi, Hollandi, Írlandi, Lúxemborg og Sviss. Nefndinni var falið að kanna með hvaða hætti best yrði staðið að þessu á Íslandi." Í skýrslunni segir:

"Hugmyndin um að efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi snýst um að veita hingað alþjóðlegum fjármagnshreyfingum, gera landið að höfn höfuðstöðva alþjóðlegra fyrirtækja og mynda tekjustrauma sem með hóflegri skattlagningu yrðu mikilvæg tekjulind fyrir íslenska ríkið og uppspretta nýrra og arðbærra sérfræðistarfa." Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi sá sóknarfæri í eignaumsýslu og sjóðstjórn þar sem byggt yrði m.a. á reynslu og árangri af starfsemi lífeyrissjóða, eignarhaldsfélaga og annarri eignaumsýslu. Til að bæta frekar samkeppnisstöðu Íslands á þessu sviði lagði nefndin til að reglum um forúrskurði í skattamálum yrði breytt þannig að hægt yrði að leggja fram nafnlausar beiðnir sem svarað yrði á bindandi hátt. Þá væri æskilegt að fyrirspurnir til stjórnvalda vegna álitamála við túlkun á skattalögum og reglur um fjármálamarkaði verði skoðaðar með opnum huga og svarað skjótt, jafnvel innan sólarhrings. Jafnframt var bent á að kostnaður við skrifræði spillti samkeppnisstöðu fjármálageirans og ná mætti árangri með því að láta ráðuneyti bera ábyrgð á því að ná markmiðum í því að lækka kostnað við skrifræði en skerða fjárframlög ef viðmiðin nást ekki. Þessi leið hefði verið farin í Hollandi með góðum árangri. Lagt var til að komið yrði á fót lánamarkaði með verðbréf og einnig öflugri uppgjörsmiðstöð "sem hefði metnað til jafns við bestu miðstöðvar í þeim löndum sem við berum okkur helst saman við, t.d. Þýskalandi, Bretlandi og Bandaríkjunum". Slík miðstöð þyrfti að ráða við uppgjör í erlendum myntum. Nefndi lagði fram nokkrar hugmyndir um hvað mætti gera til þess að efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi. Sú fyrsta var að gera Ísland að höfn fyrir höfuðstöðvar og kjarnastarfsemi alþjóðlegra félaga. Önnur hugmyndin var að Ísland yrði alþjóðleg lífeyrismiðstöð. Þriðja hugmyndin var að á Íslandi yrðu alþjóðlegir sjálfseignarsjóðir (e. trusts). Fjórða hugmyndin var að á Íslandi mættu verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir starfa undir sérstökum einkahlutafélögum í eigu rekstrar-félags fjármálastofnunar. Fimmta hugmyndin var að auka samkeppnishæfni skattlagningar á fjármagnstekjur félaga. Sjötta hugmyndin var að takmarka skattskyldu erlendra aðila á Íslandi. Sjöunda hugmyndin, sem sett er fram í skýrslu nefndar forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi, var að skattleggja erlenda sérfræðinga sem hingað kæmu til tímabundinna starfa hóflega. Áttunda hugmyndin var að auðvelda flutning til landsins með því að miða við verðmæti eigna við flutning við ákvörðun skattstofna. Níunda hugmyndin var að miða skattlagningu á tekjum aðfluttra hlutfallslega við dvöl þeirra í landinu.

Nefndinni var ætlað að koma með hugmyndir um hvernig mætti efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi. Nefndin setti fram fjölda hugmynda um hvernig mætti vinna í átt að þessu metnaðarfulla verkefni forsætisráðherra. Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar, sem tók við völdum 2007, vann áfram í samræmi við sumar af tillögnum sem settar voru fram í skýrslunni sem hér er til umfjöllunar. Þetta var fyrsta ríkisstjórnin sem beinlínis hafði á stefnuskrá sinni að "skapa kjörskilyrði fyrir áframhaldandi vöxt, útflutning og útrás íslenskra fyrirtækja" og að " tryggja að [alþjóðleg þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónusta] geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi". Í byrjun apríl 2008 lagði fjármálaráðherra fram stjórnarfrumvarp um breytingu á lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Í athugasemdum með frumvarpinu segir að meginbreytingin með því sé sú að lífeyrissjóðum verði heimilt að taka þátt í skipulegum lánamarkaði með verðbréf. Nefndin lagði einnig til að gengið yrði lengra í skattalækkunum á fyrirtæki en tekjuskattur á fyrirtæki var lækkaður úr 30% árið 2001 í 18%. Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar, sem mynduð var vorið 2007, hafði á stefnuskrá sinni að lækka frekar skatta á fyrirtæki og í tengslum við gerð kjarasamninga 17. febrúar 2008 var tilkynnt að tekjuskattar fyrirtækja yrðu lækkaðir í 15% frá og með tekjuárinu 2008.

#### 4.4.3 Einkavæðing

Á árunum 1992 til 2007 fór fram umfangsmikil einkavæðing þar sem seldir voru hlutir ríkisins í fjölda fyrirtækja (mynd 32). Heildarupphæð seldra fyrirtækja var, á verðlagi ársins 2008, um 186 milljarðar króna. Stærstu einstöku sölurnar voru í ríkisbönkunum, Búnaðarbanka og Landsbanka, og Fjárfestingarbanka atvinnulífsins og Landssímanum. Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var stofnaður með lögum nr. 60, 26. maí árið 1997 og tók til starfa 1. janúar 1998. Bankinn var stofnaður með sameiningu lánasjóða ríkisins, þ.e. Fiskveiðasjóðs, Iðnlánasjóðs, Útflutningslánasjóðs og Iðnþróunarsjóðs. Á verðlagi 2008 voru tekjur ríkisins af sölu Símans 85 milljarðar króna, sala bankanna gaf alls 76 milljarða króna og sala annarra fyrirtækja skilaði ríkinu 25 milljörðum króna á verðlagi ársins 2008 (mynd 33).

Bankarnir voru seldir í nokkrum hlutum. Til að byrja með var stefnt að dreifðu eignarhaldi á þeim. Forsætisráðherra færði fyrir því ágæt rök í umræðum á þinginu haustið 1999. Þar gat hann meðal annars þess að það væri óæskilegt ef stórir eigendur, sem eru í annarri atvinnustarfsemi, eignist ráðandi hluti í bönkum: "Fyrir því eru rök, til að mynda þau að það sé ekki hollt fyrir banka að tilteknir aðilar, sem eru í samkeppni í þjóðfélaginu, verði það sterkir innan bankans að þeir geti ráðið þar lögum og lofum. Þá gætu hagsmunir viðkomandi aðila farið að þýða meira fyrir bankann en hagsmunir sem bankinn á almennt að tryggja." Í sömu ræðu var einnig bent á að ekki sé æskilegt að einn aðili ráði svo stórum hlut í banka að hann nái að knýja sitt fram í andstöðu annarra smærri hluthafa. Því sé æskilegra að takmarka hámarkseign við hóflegan hlut: "Nái aðili miklum áhrifum, kannski 7–9% í banka, og fari síðan að beita þeim með annarlegum hætti þá eru skilyrði fyrir hendi fyrir hina hluthafana að bregðast við, safnast saman til ákvörðunar og standa gegn honum. Það gengur ekki ef þessi aðili hefur svo mikil áhrif í bankanum, svo stóran hlut að menn nái sér ekki saman." Þá hélt Davíð Oddsson, forsætisráðherra, því fram að það væri í reynd forsenda fyrir því að fá samþykki fyrir sölu á bönkunum að eignarhald yrði dreift: "Ég hef reyndar sagt það líka að ég er þeirrar skoðunar að við hefðum ekki fengið það í gegn, hvorugur stjórnarflokkurinn, ekki heldur í mínum flokki, að fara út í sölu á bönkum og slíkum fyrirtækjum ef menn hefðu ekki vitað að fyrir okkur vakti að reyna að tryggja það að eignaraðild á þessum bönkum yrði dreifð."

Í þessum anda hafði einkavæðingu bankanna verið ýtt úr vör þegar árið 1998 en þeim og fleiri ríkisfyrirtækjum hafði verið breytt í hlutafélög á kjörtímabilinu á undan. Einkavæðing bankanna hófst því í reynd árið 1998. Þá var selt nýtt hlutafé í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. og var hlutafé hvors banka aukið um 15%. Ríkið seldi jafnframt 49% af eign sinni í Fjárfestingarbanka

atvinnulífsins hf. (FBA). Hluturinn í FBA var seldur á 4,7 milljarða króna til tæplega 11 þúsund aðila. Rétt rúmlega tólf þúsund manns skráðu sig fyrir hlutafjárútkningunni í Landsbankanum og seldust hlutirnir á alls 1,7 milljarða króna og í hlutafjárútkningunni í Búnaðarbankanum voru áskrifendur alls yfir 93 þúsund og keyptu þeir fyrir einn milljarð króna. Þessi fyrstu skref í sölu ríkisbankanna miðuðu því að dreifðri eignaraðild.

Það sem eftir var í eigu ríkisins af hlutabréfum í FBA var selt í nóvember 1999 þegar ríkið seldi 51% hlut sinn á samtals 9,7 milljarða króna til hóps fjárfesta. Hver fjárfestir innan hópsins mátti aðeins bjóða í 6% af hlutafé bankans. Kaupendurnir að 51% hlut bankans voru lífeyrissjóðir, fyrirtæki og einstaklingar.

Í desember 1999 var byrjað að selja hlut ríkisins í Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands en sölu á hlut ríkisins í bönkunum lauk árið 2003. Á árinu 2002 var horfið frá þeirri stefnu, er varðar Landsbankann og Búnaðarbankann, að selja til margra og tiltölulega smárra hluthafa. Það ár urðu einnig tvær breytingar á framkvæmdanefnd um einkavæðingu þegar Hreinn Loftsson hætti sem formaður í febrúar og Ólafur Davíðsson, ráðuneytisstjóri í forsætisráðuneytinu, tók við formennsku nefndarinnar og þegar Steingrímur Ari Arason hætti í nefndinni í september og Baldur Guðlaugsson, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu, tók sæti hans. Í skýrslu nefndarinnar frá árinu 2003 segir:

"Á árinu 2002 voru tekin mikilvæg skref á sviði einkavæðingar. Í kjölfar þess að hinn svokallaði Samson hópur ritaði bréf til nefndarinnar og lýsti yfir áhuga á kaupum á umtalsverðum hlut í Landsbanka Íslands hf. var hafinn söluferill sem miðaði að

því að selja kjölfestuhlut bæði í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Hafist var handa um sölu Landsbankans og Búnaðarbankinn fylgdi í kjölfarið. Niðurstaða þessa söluferlis varð sú að Samson ehf. keypti 45,9% hlutabréfa í Landsbankanum en Egla hf., Vátryggingafélag Íslands hf., Samvinnulífeyrissjóðurinn og Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga keyptu samsvarandi hlut í Búnaðarbankanum. Gengið var frá samningum um Landsbankann á gamlársdag 2002 en Búnaðarbankann 16. janúar 2003. Samanlagt eru þessi verkefni þau stærstu sem unnin hafa verið á vegum framkvæmdanefndar um einkavæðingu og mörkuðu þau þáttaskil í íslensku fjármálalífi þar sem ríkið hefur með sölu á þessum hlut dregið sig út úr rekstri fjármálastofnana."

Eftirstandandi hlutur ríkisins í viðskiptabönkunum var seldur vorið 2003. Frá stjórnarskiptum 1999 var það viðbótarmarkmið með einkavæðingu að stuðla að auknum sparnaði almennings með sölu hlutabréfa ríkisins. Þá var einnig tekið fram í stefnuyfirlýsingu frá 1999 að við sölu hlutabréfa ríkisins í bönkunum yrði þess gætt að ríkið fengi hámarksverð.

Á kjörtímabilinu 1999 til 2003 voru tekjur af sölu hlutabréfa í eigu ríkis-sjóðs alls 52,5 milljarðar króna á verðlagi 2003, þar af 50,4 milljarðar vegna sölu á bönkunum. Þessum tekjum var að mestu ráðstafað til þess að greiða niður skuldir og bæta þannig erlenda stöðu ríkisins. Einnig var hluta teknanna ráðstafað til samgöngu- og fjarskiptamála.

Þegar seldir voru hlutir í viðskiptabönkunum, Landsbanka og Búnaðarbanka, á árunum 1999 (13% hlutur í hvorum banka), 2002 (20% í Landsbanka) og á árinu 2003 (þegar seldir voru 2,5% hlutur í Landsbanka og 9,11% hlutur í Búnaðarbanka) voru haldin almenn útboð á hlutunum. Þessari aðferð var fylgt þegar verið var að leita eftir dreifðu eignarhaldi og í sumum tilvikum tóku tugir þúsunda þátt í útboðunum. Á gamlársdag var 45,8% hlutur ríkisins í Landsbankanum seldur í einu lagi til Samson ehf. og í febrúar 2003 var 45,8% hlutur í Búnaðarbankanum seldur hópi fjárfesta, "S-hópnum", sem gerði sameiginlegt tilboð í hlutinn. Þessum tveimur ólíku aðferðum var því beitt við sölu bankanna. Annars vegar voru seldir hlutir í almennu útboði með það að markmiði að fá dreift eignarhald, þannig að sérhver kaupandi ætti aðeins tiltölulega lítinn hlut í bankanum. Hins vegar voru stórir hlutir, tæplega helmingur í hvorum viðskiptabanka, Landsbankanum og Búnaðarbankanum, seldir í einu lagi til ákveðins hóps sem gerði sameiginlegt tilboð. Í tilviki Búnaðarbankans voru nokkrir aðilar sem mynduðu

Þennan hóp "kjölfestufjölfesta" en í tilviki Landsbankans var einn aðili sem þótti álitlegastur og keypti ráðandi hlut í bankanum að loknu tilboðsferli. Í tilboðssöluhlutum var litið til fleiri þátta en verðsins. Einnig var lagt mat á "stöðu og framtíðarsýn bjóðenda". Í þessum tilvikum fylgdi með í kaupunum undanþága frá ákvæði laga um yfirtökuskyldu.

Í framhaldi af kaupum Samson á ráðandi hlut í Landsbankanum og S-hópsins á ráðandi hlut í Búnaðarbankanum mat Fjármálaeftirlitið hæfi þessara aðila til þess að fara með virkan eignarhlut í bönkunum. Eftir að hafa farið yfir gögn um fjárhagsstöðu umsækjenda, fjármögnun kaupanna, þekkingu og reynslu kaupenda og fleira sem skipti máli komst Fjármálaeftirlitið að því í báðum tilvikum að kaupendur væru hæfir til þess að fara með virka eignarhluti í bönkunum.

Meðal þess sem skoðað var sérstaklega í tilviki Samson og Landsbankans voru "deilur Ingimars H. Ingimarssonar og eigenda Samson [...] er varða viðskipti og meðferð hlutafjár í Baltic Bottling Plant" og "hvort dómur sá er Björgólfur Guðmundsson hlaut árið 1991 væri þess eðlis að áhrif hefði á mat á hæfi Samson til að eignast virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf". Hvorugt þessara mála var talið hafa áhrif á hæfi Samson til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum.

Við ákvörðun Fjármálaeftirlitsins á hæfi S-hópsins var skoðað sérstaklega hvort umsækjendur tengdust öðrum hluthöfum Búnaðarbankans með beinum eða óbeinum hætti og einnig var skoðað "skipulag eignarhlutarins og gegnsæi í meðferð hans, í ljósi þess að þrír umsækjenda kusu í upphafi að standa að hluta eða öllu leyti utan eignarhaldsfélagsins Egla". Í ákvörðuninni kemur einnig fram að:

"Fjármálaeftirlitið aflaði upplýsinga og sjónarmiða frá umsækjendum og aðilum sem það taldi að kynnu að vera tengdir umsækjendum [...]. Í ljósi sjónarmiða umsækjenda og þess að aðilaskipti að eignarhlut og atkvæðisrétti munu ekki koma að fullu til framkvæmda þegar í stað, hefur Fjármálaeftirlitið ekki tekið endanlega afstöðu til þess hvort fyrrgreindir aðilar teljist ásamt umsækjendum fara saman með virkan eignarhlut í Búnaðarbankanum. Afgreiðsla umsóknar þessarar miðast því við umsækjendur og hinn umsóttu eignarhlut, þ.e. 45,8%. Fjármálaeftirlitið mun hins vegar taka afstöðu til stærðar virka eignarhlutarins þegar og ef kaupsamningur umsækjenda við ríkissjóð Íslands kemur að fullu til framkvæmda."

Samkvæmt þessu útilokaði Fjármálaeftirlitið ekki að kaupendur að hlut ríkisins í Búnaðarbankanum tengdust öðrum eigendum þannig að virkur eignarhlutur væri í raun stærri en sá hlutur sem ríkið var að selja í tilboðsferlinu og undanþága frá yfirtökuskyldu gildi um. Fjármálaeftirlitið frestaði því hins vegar að taka afstöðu til þess hvort yfirtökuskylda myndaðist þar til kaupin væru að fullu gengin í gegn.

Varðandi gagnsæi og skipulag á eignarhaldi segir m.a. í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins:

"Með því að fallast á að fleiri en einn lögaðili fari án skilyrða með eignarhlut í fjármálafyrirtæki, sem sameinaður undir einum lögaðila teldist mynda móðurfélag samkvæmt framangreindu, væri eigendum svo stórra eignarhluta opin leið til að komast hjá þeim varúðarreglum sem felast í ákvæðum laga nr. 161/2002 er varða eignarhaldsfélög á fjármálasviði. Á það getur Fjármálaeftirlitið ekki fallist.

Bein og óbein tengsl umsækjenda við fyrirtæki á íslenskum samkeppnismarkaði eru talsverð. Fjármálaeftirlitið hefur í samstarfi við forsvarsmenn umsækjenda dregið upp ítarlega mynd af þeim tengslum. Að mati Fjármálaeftirlitsins myndi það greiða verulega fyrir gegnsæi, draga úr hættu á hagsmunaárekstrum og auðvelda eftirlit með eignarhaldinu ef Egla hf. færi með allan eignarhlutinn sem umsóknin lýtur að."

Í ljósi þessa ályktaði Fjármálaeftirlitið síðan að miðað við fyrirliggjandi áform væru umsækjendur hæfir til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands. Þar með var horfið frá því viðmiði að koma bönkunum í dreift eignarhald eftir að stór hluti þeirra hafði verið seldur til margra smárra hluthafa undir þeim formerkjum að dreift eignarhald á bönkunum væri æskilegt.

Tæpur helmingur, 49%, af Fjárfestingarbanka atvinnulífsins var seldur í nóvember 1998 fyrir 4665 milljónir króna til 10734 einstaklinga. Fljótlega var ákveðið að selja það sem eftir stóð á fyrri hluta árs 1999. Meðal ástæðna fyrir því að flýta sölunni frá því sem áður hafði verið áætlað var að sala hlutfjár myndi "sporna við þenslu, auk þess sem ríkissjóður fengi góðar tekjur af sölunni". Því virðist hafa verið litið á hlutfjárkaup almennings sem form sparnaðar sem væri þó ekki í samkeppni við annan og áhættuminni sparnað heldur í samkeppni við neyslu. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá árinu 1999 var miðað við að sala hlutabréfa ríkisins leiddi til aukins sparnaðar almennings. Ríkisstjórnin hafði einnig ákveðið að halda áfram með verkefni fyrri ríkisstjórnar sömu flokka að hvetja almenning með skattaávilnunum til þess að leggja áhættufé í atvinnufyrirtæki.

Að teknu tilliti til þess að um var að ræða einkavæðingu á vel fjármögnum banka er það nokkuð athyglisverð kenning að við það dragi úr þenslu. Rannsóknir benda til að bankar í einkaeign skili meiri hagnaði en bankar í ríkiseign og að við einkavæðingu banka aukist tekjur þeirra. Þótt kostnaður sé hærri í bönkum í einkaeign eru tekjurnar enn hærri og hagnaður því meiri heldur en í bönkum í ríkiseigu þegar leiðrétt hefur verið fyrir öðrum áhrifum. Jafnframt benda rannsóknir til að ríkisbankar séu almennt með veikari efnahagsreikning, þ.e. lægra eiginfjárhlutfall en bankar í einkaeign og með lakari útlán. Því er algengt að einkavæðingarferli hefjist á endurfjármögnun með eiginfjárframlagi frá ríkinu og afskriftum tapaðra lána sem haldið hafði verið á efnahagsreikningi þótt þau væru ekki innheimtanleg. Eftir einkavæðingu má því búast við að bankar séu betur fjármagnaðir en áður, en áhættusæknari. Töluverður vöxtur efnahagsreiknings banka í kjölfar einkavæðingar er því líklegur. Þegar nánast allt bankakerfi lands er einkavætt á einu bretti má því búast við vexti útlána, aukinni skuldsetningu fyrirtækja og heimila, hækkandi eignaverði og aukinni einkaneyslu.

Aðferðir við einkavæðingu bankakerfa hafa verið fjölbreyttar og árangurinn misjafn. Flest dæmin eru um einkavæðingu í nýmarkaðsríkjum eða þróunarríkjum. Fyrir nokkrum árum þótti hafa tekist einkar vel til við einkavæðingu ungerskra banka. Var það þakkað því að fengnir voru erlendir bankar sem kjölfestufjárfestar í ríkisbankana. Með erlendu bönkunum fékkst þekking á bankarekstri á samkeppnismarkaði og var þeim falið að stýra bönkunum eftir einkavæðingu. Vegna þess að í flestum tilvikum hafði erlendu bönkunum verið seldur verulegur hlutur í bönkunum höfðu þeir hag af því að hámarka arðsemi til langs tíma.

Söluferli stærsta viðskiptabanka Rúmeníu hófst árið 2002 að kröfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Eftir tilboðssölu var ráðandi hlutur í bankanum seldur austurríska bankanum Erste haustið 2005. Í framhaldinu varð vart við að nokkrir aðrir rúmenskir bankar tóku að vaxa mjög hratt í von um að verða keyptir af erlendum bönkum. Í Mexíkó voru bankar þjóðnýttir árið 1982. Eftir þjóðnýtingu versnaði þjónusta, sparnaður dróst saman og erfitt var að fá fjármagn að láni. Hafist var handa við að selja bankana á ný og fyrsti áfangi í endur-einkavæðingu mexíkóskra banka fór fram 1990 til 1992. Á meðal þeirra markmiða sem stefnt var að með einkavæðingu var dreift eignarhald. Fram til 1993 var erlent eignarhald einnig takmarkað við 30%. Aðeins innlendum fjárfestum var leyft að bjóða í bankana og voru þeir seldir á ríflega þreföldu bókfærðu virði. Ríkið fékk því gott verð fyrir bankana sem það gat notað til að létta á erlendum skuldum. En samkeppni um bankana milli valdahópa hafði ýtt verðinu of hátt. Kaupin voru almennt illa fjármögnuð.

Algengt var að fjármögnunin færi fram með bankalánnum sem bankamennirnir veittu sjálfum sér og kann það að hafa átt þátt í aðdraganda fjármálakreppunnar í Mexíkó árið 1994. Í stað þess að eignarhald hefði orðið dreift, eins og að var stefnt, þjappaðist það á hendur fárra aðila, þ.e. helstu viðskiptablokka Mexíkó. Efnahagshorfur í Mexíkó voru að batna á þessum tíma og árið 1991 hafði bindiskylda verið afnumin. Nýeinkavæddir bankarnir voru því stútfullir af lausu fé og með mikla útlánagetu. Nýju

eigendurnir voru margir án nokkurrar reynslu af bankarekstri. Þeir voru hins vegar ákafir í því að auka vegferð annarrar starfsemi sem þeir höfðu með höndum og lánuðu jafnvel sjálfum sér fjármagnið sem þeir keyptu bankann sinn fyrir.

Þessu til viðbótar hafði bankaeftirlitið misst sitt besta fólk og það hafði ekki yfirsýn eða getu til að sinna eftirliti með bönkunum og útlánavöxtur þeirra varð gríðarlegur. Einstaklingar og fyrirtæki voru viljug til að skuldsetja sig í góðærinu í upphafi tíunda áratugarins og bankarnir voru viljugir að lána. Þeim hætti til að vanmeta útlánaáhættu og tóku slæm veð.

Auk þess var pesóinn sterkur á þessum tíma. Bein erlend fjárfesting í landinu var mikil og einnig var töluvert innflæði fjármagns þar sem menn nýttu sér vaxtamun en vextir í Mexíkó voru töluvert hærrí en í Bandaríkjunum. Viðskiptahalli var því orðinn verulegt vandamál og gjaldeyrisforði seðlabankans var á þrotum. Ýmsir atburðir á árinu 1994 leiddu til þess að traust á Mexíkó fór dvínandi, þ.e. landsálagið hækkaði. Það varð nauðsynlegt að fella pesóann. Við það hækkuðu vextir og útlánatap jókst. Í nóvember 1995 voru 36% lána í bankakerfinu í vanskilum.

Einkavæðing íslensku bankanna var í takt við stefnu ríkisstjórnarinnar, þ.e. að það sé óeðlilegt að ríkið sé starfandi á samkeppnismarkaði þar sem einkaaðilar séu fullfærir um að annast starfsemina enda benda ýmsar rannsóknir til þess að það eigi við bankastarfsemi, rétt eins og marga aðra starfsemi, að alla jafna sé henni betur komið hjá einkaaðilum. Starfsemin verður umfangsmeiri, þjónustan betri og hagnaðurinn meiri. Sjá umfjöllun um útlán bankanna í kafla 8.0 og um fjármögnun þeirra í kafla 7.0.

Framkvæmd einkavæðingar bankanna var að mörgu leyti ágæt til að byrja með. Upphaflega var stefnt að dreifðu eignarhaldi og framan af ferlinu var reynt að fá erlenda banka til að taka þátt í kaupunum. Þegar leið á ferlið virðist það hins vegar hafa flust óþægilega nærri því sem hér var lýst að hefði gerst í Mexíkó rúmum tíu árum áður.

Sala hlutabréfa í eigu ríkisins hefur bein áhrif á þjóðhagslegan sparnað eftir tveimur leiðum. Annars vegar hafa kaupin áhrif á sparnað kaupandans, þ.e. á einkasparnað. Hins vegar hefur ráðstöfun andvirðis sölunnar áhrif á sparnað ríkisins. Beinu sparnaðaráhrifin af fjárfestingu almennings í hlutabréfum, þ.e. að því leyti sem fjárfestingin felur í sér viðbótarsparnað frekar en tilflutning á sparnaði, eru því jákvæð fyrir þjóðhagslegan sparnað. Ætla má að þessi áhrif hafi verið meiri en ella á meðan skattafsláttur var veittur af fjárfestingu í hlutabréfum, þ.e. á meðan ríkið beitti enn skattkerfinu til að hvetja almenning til þess að fjárfesta í hlutabréfum eins og var gert þegar ríkisbankarnir voru seldir. Sá hluti söluandvirðisins sem notaður var til að greiða niður skuldir ríkisins hafði einnig jákvæð áhrif á sparnað. Hins vegar var um neikvæð áhrif að ræða að því marki sem söluandvirðinu var ráðstafað til framkvæmda og þensluhvetjandi að auki.

Þegar Síminn var loks seldur var um helmingur greiddur með erlendum gjaldeyri sem var ráðstafað til þess að greiða niður erlend lán ríkisins. Hinn helmingurinn var greiddur í krónum. Hann var lagður inn á reikning í Seðlabankanum. Sérstök lög voru sett um ráðstöfun "símápeninganna" þar sem tilgreint var í hvaða verkefni þeim yrði varið á næstu árum og reynt var að tímasetja þær framkvæmdir þannig að þær myndu draga úr niðursveiflunni sem væntanleg var í kjölfar stóriðjuframkvæmdanna. Þar á meðal var stefnt að því að verja 15 milljörðum króna til vegafframkvæmda á árunum 2007–2010 og 18 milljörðum króna til uppbyggingar Landspítalans á árunum 2008–2012, auk fleiri smærri verkefna.

#### 4.4.4 Stóriðju fjárfestingar

Á árunum 1996–1997 var álverið í Straumsvík stækkað og 1997 var reist álver Norðuráls á Grundartanga. Slaki hafði myndast í hagkerfinu á árunum 1988 til 1995 og var atvinnuleysi á árinu 1995 um 5%, það mesta í áratugi. Bygging þessara álvera, auk virkjanaframkvæmda, fór því af stað þegar efnahagslífið var í lægð. Sama má segja um byggingu fyrsta hluta álversins í Straumsvík sem byggt var á

árunum 1967–1969, þ.e. á árunum þegar síldin hvarf og mikill samdráttur var í hagkerfinu. Í mati Páls Harðarsonar á þjóðhagslegum áhrifum stóriðju á Íslandi 1966–1997 kemur fram að yfir þetta tímabil hafi stóriðjan líklega skilað 18% aukningu í vergri landsframleiðslu sem jafngildir um 0,5% á ári. Meirihluta þessa ávinnings, rúm 60%, mátti rekja til tímasetningar framkvæmdanna, þ.e. ávinningsins af því að fylla upp í slaka í hagkerfinu með tímabundnum framkvæmdum. Um 40% ávinningsins stafaði af aukinni framleiðslugetu hagkerfisins. Áhrif aukinnar framleiðslugetu mætti flokka sem langtímaávinning og kemur hann fram sem framleiðniaukning og skilar sér í varanlega aukinni framleiðslu. Áhrif vegna framkvæmdanna sjálfra eru tímabundin eftirspurnaráhrif og eru þau til hagsbóta ef þau koma inn í slakatímabil og dempa þannig hagsveiflu með því að draga úr niðursveiflunni. Ef framkvæmdin er umfangsmikil samanborið við verga landsframleiðslu og á sér stað í uppsveiflu magnar hún uppsveifluna ef ekki er brugðist við á viðeigandi hátt með hagstjórnaraðgerðum. Umfangsmikil framkvæmd getur því valdið ofpenslu hagkerfisins sem mun ekki leiðréttast öðruvísi en með verulegum samdrætti seinna meir.

Erlend fjárfesting í atvinnulífinu og uppbygging orkufreks iðnaðar var á stefnuskrám ríkisstjórnanna sem myndaðar voru 1995 og 1999. Vinna við stækkun álversins í Straumsvík 1995 til 1997 úr 100.000 tonnum í 162.000 tonn (nú um 180.000 vegna bættrar tækni) hófst í lok langvinnis samdráttar- og stöðnunarskeiðs. Fyrsti áfangi Norðuráls við Grundarfjörð var byggður á árunum 1997–1998 með 60.000 tonna framleiðslugetu og árið 2001 var annar áfanginn, 30.000 tonn til viðbótar, tekinn í notkun. Árið 2006 bættist við 130.000 tonna framleiðslugetu og árið eftir jókst framleiðslugetan um 40.000 tonn til viðbótar og hefur verksmiðja Norðuráls á Grundartanga þar með afkastagetu upp á 260.000 tonn af áli á ári. Vinna við álver Fjarðaáls á Reyðarfirði hófst 2004 og lauk 2007. Álverið hafði náð fullum afköstum í byrjun árs 2008 og er það með 346.000 tonna framleiðslugetu á ári. Samfara öllum þessum framkvæmdum var fjárfest í virkjunum, ýmist vatnsaflsvirkjunum eða gufuaflsvirkjunum, auk línumannvirkja. Stærsta einstaka virkjanaf framkvæmdin var bygging Kárahnjúkavirkjunar og borun um 53 km aðrennslisganga að Fljótsdalsstöð sem reist var til raforkuvinnslu Kárahnjúkavirkjunar og sér álveri Fjarðaáls fyrir rafmagni en afl stöðvarinnar er 690 MW. Á árunum 2004 til 2007 féllu því að mestu til framkvæmdir við álver með samtals 516.000 tonna framleiðslugetu á ári og tilheyrandi virkjanir. Við þessar framkvæmdir jókst álframleiðsla úr um 270.000 tonnum á ári (180.000 í Straumsvík og 90.000 á Grundartanga) í 786.000 tonn á ári, þ.e. hún nærri þrefaldaðist.

Eftir að ákveðið hafði verið að hefja byggingu álvers Fjarðaáls við Reyðarfjörð og virkja við Kárahnjúka mat Seðlabankinn efnahagsleg áhrif þessara framkvæmda. Niðurstaða þess mats var birt í Peningamálum í febrúar 2003. Í greiningu Seðlabankans var áherslan á tímabundin áhrif sem stafa fyrst og fremst af aukinni eftirspurn í hagkerfinu á framkvæmdatímanum. Þessi áhrif eru ólík langtímaáhrifum framkvæmdarinnar sem ætlað er að styrkja framboðshlið hagkerfisins og treysta útflutningstekjur. Seðlabankinn lagði því áherslu á að greina skammtímaeftirspurnaráhrif á byggingartíma virkjunar og verksmiðju. Mat á langtímaáhrifunum lá fyrir samkvæmt arðsemismati sem unnið hafði verið fyrir Landsvirkjun. Í greinargerð um arðsemi og áhættu Kárahnjúkavirkjunar sem kynnt var 7. janúar 2003 kemur fram að verkefnið sé áhættusamt þar sem nokkrar líkur séu á því að arðsemin verði minni en að var stefnt. Þó voru taldar hverfandi líkur á öðru en að ávöxtun yrði yfir lánsvöxtum. Að því gefnu að verkefnið sé hagkvæmt út af fyrir sig skoðaði Seðlabankinn möguleg þjóðhagsleg áhrif af framkvæmdinni á byggingartíma og lagði mat á nauðsynleg hagstjórnarviðbrögð. Á meðal niðurstaðna greiningar Seðlabankans var eftirfarandi:

"Áhrif á byggingartíma felast í aukinni eftirspurn sem fjármögnuð er með erlendu eiginfé og lánsfé. Því fylgir tímabundinn viðskiptahalli, sem ekki er vandamál, og eftirspurnarspenna og verðbólguþrýstingur. Þar sem framkvæmdirnar eru að mestu fyrir séðar er við því að búast að gengi krónunnar, vextir og eignaverð verði fyrir áhrifum um leið og ljóst er að af framkvæmdum verður. Hækkun gengis krónunnar að undanfögnu á a.m.k. að hluta rætur að rekja til þessa. Hún byggist ekki

aðeins á væntu gjaldeyrisinnstreymi heldur einnig á væntingum um hærri Seðlabankavexti á næstu misserum en ella. Hækkun gengis krónunnar verður því ekki slitin úr samhengi við það aukna aðhald í peningamálum sem óhjákvæmilega tengist svo stórum eftirspurnar-hnykk sem hér er um að ræða.

Útreikningar sem gerðir eru með líkönum Seðlabankans af hagkerfinu og einstökum hlutum þess benda til þess að án gengisaðlögunar og hagstjórnaraðgerða verði framleiðsluspenna umtalsvert meiri en varð á ofpensluárunum 2000 og 2001. Ástæðan er sú að hagvöxtur verður töluvert umfram jafnvægisvöxt, eða sem nemur 4–4,5 prósentum þegar mest lætur, sem gæti þýtt um 7% hagvöxt. Afleiðing þessa er að verðbólga yrði um eða yfir 4 prósentum meiri en án stóriðjuframkvæmda á árunum 2005 og 2006 og víki því verulega frá verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Til að koma í veg fyrir þetta þurfa að koma til hagstjórnarviðbrögð. Ef gengið helst óbreytt frá því sem orðið hefði án stóriðjuframkvæmda og engar aðgerðir verða í ríkisfjármálum þurfa Seðlabankavextir að hækka þegar líður á þetta ár og verða á árunum 2004 og 2005 verulega hærri en án stóriðju.

Útreikningarnir sýna niðurstöður sem byggjast á hefðbundinni framsýnni reglu fyrir ákvörðun seðlabankavaxta sem tekur tillit til framleiðsluspennu á hverjum tíma en verðbólgu næsta árs á eftir. Þá verða Seðlabankavextir rúmlega 4,5 prósentum hærri en án stóriðju, sem gæti þýtt allt að 10% stýrivexti. Þetta nægir reyndar ekki til að halda verðbólgu innan þolmarka á árunum 2005 og 2006 og því þarf peningastefnan að verða enn aðhaldssamari ef hún nýtur ekki aðstoðar ríkisfjármálastefnu eða gengisþróunar.

Gengisþróun sem tæki mið af stóriðjuframkvæmdum og/eða aðgerðir í ríkisfjármálum leiddi til þess að mun minni vaxtahækkunar væri þörf til að halda verðbólgu nálægt verðbólgu markmiðinu. Í því dæmi sem hér er tekið varðandi breytilegt gengi þurfa Seðlabankavextir ekki að hækka um nema rúmlega 2 prósentur umfram grunndæmi þegar þeir ná hámarki á árunum 2004 og 2005. Þetta gæti falið í sér rúmlega 7% stýrivexti. Breytilegt gengi hefur það einnig í för með sér að vextirnir hækka seinna en ella.

Aðgerðir í ríkisfjármálum sem fælu í sér 20% samdrátt fjárfestingar hins opinbera á árunum 2005 og 2006 og samsvarandi aukningu á árunum 2007 og 2008 myndu hafa það í för með sér að vextir þyrftu ekki að fara nema um 2½ prósentu umfram grunndæmi miðað við framsýna peningastefnu og óbreytt gengi. Samspil gengisaðlögunar og aðgerða í ríkisfjármálum gæti dregið ennfrekar úr þörf fyrir vaxtahækkun.

Það er meginniðurstaða þessarar greinargerðar að þrátt fyrir að hér sé um einhverjar mestu framkvæmdir Íslandssögunnar að ræða, verður hægt að verja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans með samspili innri aðlögunar í þjóðarbúskapnum og aðgerða í peninga- og ríkisfjármálum." Samkvæmt þessu taldi Seðlabankinn að ef ráðist væri í byggingu Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls miðað við þær áætlanir sem lágu fyrir snemma árs 2003 og hagkerfið væri að öðru leyti í jafnvægi, og ekki væri farið út í framkvæmdir við stækkun Norðuráls á sama tíma, og verulega yrði dregið úr framkvæmdum ríkisins, og gengisþróun yrði hagfelld, þá væri hægt að halda eftirspurnarþenslunni í skefjum. Þetta mat er birt snemma árs 2003, þ.e. áður en erlend skuldsetning hagkerfisins hefst að ráði. Þetta er um það leyti sem einkavæðingu bankanna er að ljúka og áður en starfsemi þeirra erlendis verður umtalsverð. Seðlabankinn lagði og áherslu á að ekki væri verið að gera ráð fyrir öðrum stóriðjuframkvæmdum samhliða: "Eins og áður er fram komið er ekki reiknað með framkvæmdum vegna Norðuráls í þessari úttekt. Ljóst er að það myndi auka verulega á hagstjórnarvandann ef þær framkvæmdir fara að einhverju leyti saman við hátopp framkvæmda vegna álvers á Austurlandi. Það væri því heppilegt að reyna að finna þeim framkvæmdum einhvern annan tíma."

Svo fór að fjárfest var í mikilli stækkun Norðuráls á Grundartanga og virkjanaframkvæmdum á Suðvesturlandi á sama tíma. Meginþungi þessara framkvæmda féll í tíma saman við meginþunga framkvæmdanna á Austurlandi. Seðlabankinn hafði metið það svo út frá áætlunum um byggingu

Kárahnjúkavirkjunar og álversins við Reyðarfjörð að framkvæmdin væri í hlutfalli við landsframleiðslu ámóta og fjárfestingin í Straumsvík, auk Búrfellsvirkjunar, var undir lok sjöunda áratugarins. Heildarfjárfestingin vegna framkvæmdanna á Austurlandi var metin um 30% af VLF og mestur þungi var talinn verða 2006 og 2007, þegar heildarfjárfesting væri nálægt 9% af VLF hvort ár. Ákveðnir verkþættir fluttust þó til í tíma frá upphaflegri áætlun og stækkun álversins á Grundartanga auk virkjana bættist við. Heildarfjárfestingin í stóriðju varð því tæp 5% af vergri landsframleiðslu árið 2004, yfir 10% 2005, nærri 13% 2006, tæp 9% 2007 og tæp 6% 2008. Þetta er mun meiri fjárfesting en gengið var út frá í mati Seðlabankans á áhrifum fjárfestingar í stóriðju og mögulegum hagstjórnarviðbrögðum. Eins og sést á mynd 35 var stóriðjufjárfestingin afar mikil í sögulegu samhengi og standa árin 2006 og 2007 nokkuð upp úr en fjárfest er í virkjunum og álverum fyrir 20 til 28 ma.kr. á verðlagi ársins 2000 á ársfjórðungi frá miðju ári 2005 fram á mitt ár 2007. Mjög stór hluti þeirra sem unnu við þessar framkvæmdir voru erlendir verkamenn og skýrir það mikla fjölgun erlendra ríkisborgara á landinu, sérstaklega karlanna, eins og sést á mynd 21. Mikill fjöldi erlendra verkamanna starfaði jafnframt á þessum árum við íbúðabyggingar og aðra mannvirkjagerð, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu. Þessi innflutningur vinnuafis dempaði þensluáhrif framkvæmdanna.

Stóriðjufjárfesting vegna Fjarðaáls og Kárahnjúka var mjög mikil í hlutfalli við verga landsframleiðslu og ljóst að verulega reyndi á stöðugleika efnahagslífsins á framkvæmdatímanum. Hér var um vel þekktan eftirspurnarskell að ræða sem ljóst var að yki verulega á þenslu ef ekkert væri að gert. Því hefði verið tilvalið að beita aðgerðum í ríkisfjármálum til mótvægis og draga úr opinberum framkvæmdum eins og mögulegt var á framkvæmdatíma stóriðjunnar og beita stýrivaxtahækkunum að auki þar sem umfang framkvæmdanna var svo mikið að frestun allra fyrirhugaðra opinberra framkvæmda hefði vart dugað til mótvægis. Eigi að síður var það svo að minna fór fyrir mótvægi hins opinbera en efni stóðu til og aðhaldsaðgerðir mæddu því um of á Seðlabankanum. Vaxtahækkunir hans sem stöfuðu meðal annars af ónógu aðhaldi ríkisfjármála leiddu til þess að krónan styrktist og innstreymi erlends skammtímafjármagns jókst. Efnahags- og framfarastofnunin benti á það á árinu 2005 að aukið aðhald ríkisfjármála á meðan á stóriðjufamkvæmdum stæði myndi létta byrðum af peningastefnunni og koma í veg fyrir óhóflegar vaxtahækkunir til þess að verja verðstöðugleika. Hækkandi vextir væru þegar farnir að þrýsta raungenginu upp og þrengja að útflutnings- og samkeppnis-greinum.

#### 4.4.5 Húsnæðismál

Ríkisstjórnin sem var stofnuð 1995 var með á stefnuskrá að flytja almenna húsnæðiskerfið frá Húsnæðisstofnun (síðar Íbúðalánasjóði) yfir í bankakerfið. Það gerðist ekki og í stjórnarsáttmála ríkisstjórnarinnar frá 2003 er talað um að endurskipuleggja húsnæðismarkað í samræmi við markmið um Íbúðalánasjóð og hækka hámarkslánshlutfall í 90% af verðgildi eigna. Félagsmálaráðherra óskaði eftir því undir lok árs 2003 að Seðlabanki Íslands gerði úttekt á hugsanlegum efnahagslegum áhrifum hækkunar íbúðalána í samræmi við hugmyndir ráðherrans en þær fólu í sér að hámarks veðhlutfall húsnæðislána yrði hækkað í 90% og hámarkslán yrði hækkað smám saman. Þá yrðu húsnæðislán einungis veitt gegn fyrsta veðrétti og hámarkslánstími yrði stytur úr 40 árum í 30 ár. Seðlabankinn skilaði ítarlegri skýrslu um málið til félagsmálaráðherra í júní 2004 og þá var hún kynnt á fundi í Seðlabankanum fyrir ráðherranum og aðstoðarmanni hans og yfirmönnum Íbúðalánasjóðs. Haustið 2003 hafði Hagfræðistofnun Háskóla Íslands unnið skýrslu um áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn að beiðni Samtaka atvinnulífsins og Samtaka banka og verðbréfafyrirtækja. Í skýrslu Hagfræðistofnunar var gengið út frá því að lánshlutfall almennra íbúðalána yrði hækkað, í nokkrum áföngum á kjörtímabilinu, í 90% af verðgildi eigna. Í skýrslunni er bent á að jafnvægisverð fasteigna til langs tíma sé nokkuð óháð skipan fasteignalána. Framboð húsnæðis bregðist mun hægar við breyttum aðstæðum en eftirspurnin og því geti komið fram tímabil þar sem fasteignaverð vísur verulega frá langtíma jafnvægisverði en slík frávik leiðréttist með tímanum þegar framboð aðlagast breyttum aðstæðum. Jafnvægisverð standi í ákveðnu sambandi við laun og er það meðal annars notað til að

rökstyðja að sú hækkun sem varð á verði fasteigna á árunum fram til 2003 hafi á vissan hátt verið eðlileg leiðrétting og að ekki sé þess að vænta að hún gangi til baka. En einmitt vegna þess að fasteignaverð var nálægt jafnvægisgildi var varað við því að fara út í aðgerðir sem myndu leiða til hækkunar fasteignaverðs. Betra væri að tímasetja slíkar aðgerðir þegar verð væri hlutfallslega lágt út frá langtímaviðmiðum. Það var niðurstaða Hagfræðistofnunar að þær breytingar sem gengið var út frá, þ.e. 90% lánshlutfall miðað við það sem lægst er af kaupverði, brunabótamati eða byggingarkostnaði, og hækkun hámarksláns myndi leiða til að minnsta kosti 11% til 16% hækkunar fasteignaverðs umfram það sem annars yrði. Líklega gæti verðhækkunin orðið mun meiri. Til lengri tíma leiti fasteignaverðið á ný í langtíma jafnvægi og slíkt myndi koma sér mjög illa fyrir þá sem eru með eiginfjármögnun í lágmarki þegar fjarar undan veðunum. Því sé mikilvægt að tímasetja svona aðgerð rétt (þ.e. þegar fasteignaverð er undir jafnvægi og töluverður slaki er í hagkerfinu). Við þær aðstæður sem voru ríkjandi á landinu þegar tillögur félagsmálaráðherra voru til athugunar myndu þær því leiða til þess að fasteignakaupendur stæðu "frammi fyrir óbreyttu húsnæði á hærra verði og með hærri lán" (bls. 16).

Hagfræðistofnun benti enn fremur á að vegna mikilla fjárfestinga, en á þessum tíma voru framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun og álver Fjarðaáls að hefjast, myndi skapast þensla sem myndi leiða til hækkunar fasteignaverðs. Ekki væri nein ónýtt afkastageta til að grípa viðbótareftirspurn eftir fasteignum, vextir myndu hækka á næstunni og leiða til þess að nafngengið styrktist. Allt myndi þetta leiða til hækkunar á arðsemiskröfu vegna nýrra fjárfestinga sem aftur leiddi til hrakvals við útlánastarfsemi og vaxandi útlánaáhættu. Hækkun húsnæðisverðs myndi því ryðja burt annarri fjárfestingu og draga úr framleiðslugetu hagkerfisins. Þegar verð lækkar á ný eftir aukið framboð skapast vandi þar sem veðsetningarhlutfallið hafði orðið mjög hátt. Rýmkun á reglum um niðurgreidda lánveitingu til íbúðarkaupna á tímum þegar þensla væri í hagkerfinu – þ.e. þegar eignaverð væri tímabundið hátt og kaupmáttur einnig – væri óheppileg þar sem margir gætu leiðst út í fjárfestingar sem væru byggðar á óraunhæfum væntingum um framtíðartekjur og verðþróun.

Hagfræðistofnun mat það svo að Seðlabankinn þyrfti að bregðast við þessum aðgerðum með frekari vaxtahækkunum. Í niðurlagi skýrslunnar segir "óhófleg hækkun fasteignaverðs við þessar aðstæður veldur því að Seðlabankinn verður að draga meira niður í almennum atvinnurekstri í landinu en ella til þess að halda jafnvægi í þjódarbúskapnum. Það getur síðan hefnt sín með atvinnuleysi og gjaldþrotum þegar framkvæmdum lýkur fyrir austan og hækkanir á fasteignamarkaði ganga til baka. Þetta ætti að benda á nauðsyn þess að stíga varlega til jarðar í aðgerðum sem gætu stuðlað að hækkun fasteignaverðs á uppsveiflutímum í íslensku efnahagslífi."

Að lokum varaði Hagfræðistofnun við því að langtímaáætlanir um skipulag húsnæðismála yrðu byggðar á forsendum um erlenda eftirspurn eftir íbúðabréfum. Slík eftirspurn gæti verið ofmetin auk þess sem hún væri hvíkul sem gæti þýtt að ávöxtunarkrafa bréfanna hækkaði skarpt á stuttum tíma.

Skýrsla Seðlabankans um áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis er dagsett 28. júní 2004. Hún var sem fyrr segir kynnt fyrir félagsmálaráðherra og aðstoðarmanni hans ásamt yfirmönnum Íbúðalánasjóðs vorið 2004. Í þessari skýrslu voru metin efnahagsleg áhrif breytinga á útlánareglum Íbúðalánasjóðs í samræmi við minnisblað þar að lútandi sem félagsmálaráðherra sendi til Seðlabankans í lok árs 2003. Þessar tillögur voru í fimm liðum. Í fyrsta lagi var lagt til að hámarkslán sjóðsins yrðu hækkuð úr 9 til 10 milljónum upp í 15,4 milljónir frá ársbyrjun 2005 til ársbyrjunar 2007. Í öðru lagi var lagt til að lánshlutfall hækkaði úr 65% til 70% í 90% af kaupverði í ársbyrjun 2005 en yrði þó innan við brunabótamat (en miðaðist áður við 85% af brunabótamati). Þessir tveir þættir, þ.e. hækkun hámarkslána og rýmkun veðheimilda, eru til þess fallnir að auka eftirspurn á húsnæðismarkaði og þrýsta verðlagi upp. Í þriðja lagi var lagt upp með það, að beiðni ráðherrans, að skilyrði um veðheimildir yrðu þrengd þannig að lán Íbúðalánasjóðs yrðu alltaf á fyrsta veðrétti. Í fjórða lagi var gert ráð fyrir því, aftur samkvæmt beiðni félagsmálaráðherra, að hámarkslánstími íbúðalána yrði stytur úr

40 árum í 30 ár. Þessir tveir þættir, þrenging veðheimilda og stytting lánstíma, koma til með að auka fjármagnskostnað vegna húsnæðiskaupa og draga þar með úr eftirspurn og vinna á móti hinum þáttunum með því að þrýsta íbúðaverði niður. Í fimmta lagi var rætt um lækkingu vaxta vegna breyttrar fjármögnunar íbúðalána. Samkvæmt beiðni ráðherra var gengið út frá því að hækkun hámarkslána kæmi fram jafnt og þétt á árunum 2005 til 2007.

Seðlabankinn taldi að þessi útfærsla breytinganna þýddi að lánsréttur myndi almennt aukast og að lánataka yrði einfaldari þar sem hún yrði að mestu á einum stað. Lánareglurnar yrðu einnig einfaldari þar sem hætt væri að gera upp á milli fyrstu eða seinni kaupa auk þess sem hætt væri að gera upp á milli kaupa á nýju eða notuðu húsnæði. Afnáam viðbótarlána kæmi einnig í veg fyrir hið skarpa brot sem var í reglum vegna viðmiðunar við tekjur og eignir, en líklega hefði það valdið því að reglur um viðbótarlán ýttu fólki út í íbúðarkaup áður en það hefði efni á því. Aftur á móti yrði að telja að hætta á útlánatapi hjá Íbúðalánasjóði aukist verulega og þar með áhætta ríkissjóðs af ábyrgð sinni á íbúðalánum.

Meginniðurstöður Seðlabankans voru að þótt breytingarnar væru ef til vill ekki líklegar til að hafa "mikil áhrif á lánsfjárefnirspurn væri ákaflega mikilvægt að tímasetja þær með tilliti til efnahagslegra aðstæðna." Á það var bent að "[s]mávægilegar breytingar sem örva eftirspurn á tímum efnahagslegrar ofpenslu gætu aukið ójafnvægið í þjóðarþúskapnum og leitt til harkalegrar aðlögunar að því loknu". Tímasetning var talin óheppileg þar sem verið væri að auka þenslu og eftirspurn á tímum mikilla stóriðjuframkvæmda og því myndi Seðlabankinn bregðast við með hærri stýrivöxtum en ella. Þá var varað við þeim langtímaáhrifum breytinganna að "skuldsetning íslenskra heimila eykst sem veldur því að hagkerfið endar á lægri neyslufurli en ella". Þetta var talið sérstakt áhyggjuefni vegna þess að skuldsetning íslenskra heimila var á þessum tíma þegar mjög há, bæði í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Seðlabankinn taldi einnig að "[f]yrirhugaðar kerfisbreytingar gætu grafið undan fjármálalegum stöðugleika þar sem hækkun hámarksveðhlutfalls, sérstaklega við núverandi aðstæður tiltölulega hás húsnæðisverðs, getur aukið líkurnar á því að verðmæti húsnæðis sem hefur verið skuldsett að fullu lækki niður fyrir eftirstöðvar útstandandi lána þannig að eigið fé einstaklinga í eigin húsnæði yrði neikvætt". Bent var á að slíkt hefði leitt til vandamála á hinum Norðurlöndunum í byrjun tíunda áratugarins, meðal annars vegna útlánatapa lánastofnana. "Yrði þróunin áþekkt hér er líklegt að Íbúðalánasjóður yrði fyrir útlánatöpum og að reyna myndi á ríkisábyrgðina í skuldbindingum hans." Seðlabankinn taldi því mikilvægt að ef yrði farið út í þessar breytingar þá yrði til dæmis hækkun hámarksfjárhæða frestað þar til eftirspurnarkúfurinn, sem fyrirsjáanlegur var vegna stóriðjuframkvæmdanna, væri að baki. Samantekt um ályktanir, sem draga má af skýrslunni, lýkur á þessum orðum: "Þá er mikilvægt að verði þessum breytingum hrundið í framkvæmd sé ekki slakað á þeim hluta tillagnanna sem lýtur að því að draga úr þensluáhrifum þeirra, þ.e. að lán Íbúðalánasjóðs verði á fyrsta veðrétti og að hámarkslánstími verði stytur í 30 ár."

Í framhaldi af þessu var hrint af stað breytingum á fjármögnun og lánareglum Íbúðalánasjóðs. Fjármögnun sjóðsins var breytt þannig að gefin voru út veðtryggð jafngreiðslubréf, íbúðabréf, í fjórum flokkum. Bréfin eru óuppgreiðanleg og skráð rafrænt í alþjóðlegri uppgjörsmiðstöð. Þetta var meðal annars gert til að auðvelda aðgengi erlendra fjárfesta að bréfunum og höfða þannig til breiðari hóps fjárfesta með það fyrir augum að ná í hagstæðari fjármögnun og þar með lækka innlenda raunvexti. Um miðjan júlí 2004 lækkaði sjóðurinn vexti á útlánum úr 5,1% í 4,8% (mynd 36). Útlánsvextir Íbúðalánasjóðs hafa frá þessari breytingu á fjármögnun sjóðsins verið ákvarðaðir sem álag ofan á markaðsvexti sem fengust í síðasta útboði sjóðsins á íbúðabréfum. Áður voru lán frá sjóðnum afgreidd í formi skuldabréfa og afföll þeirra endurspegluðu markaðsvexti. Eftir breytingu varð kerfið því gegnsærra þar sem lánakandinn fékk greidda peningaupphæð. Útlánsvextir sjóðsins lækkuðu nokkuð skarpt haustið 2004. Í byrjun október voru þeir komnir niður í 4,3% og fóru lægst í 4,15% og héldust

Þannig frá 22. nóvember 2004 til 24. nóvember 2005. Hámarks lánsupphæð sjóðsins hækkaði einnig hratt á þessum tíma, úr 9,7 milljónum króna í byrjun árs 2004 í 14,9 m.kr. í lok árs, 15,9 m.kr. í apríl 2005 og 18 m.kr. ári síðar.

Á næstu vikum og mánuðum eftir að fjármögnun Íbúðalánasjóðs var breytt og útlánsvextir lækkaðir ásamt fyrirheitum um töluverða hækkun hámarkslána tóku viðskiptabankarnir að bjóða samkeppnishæf íbúðalán. Áður hafði aðkoma þeirra að veðlánum vegna fasteignakaupa fyrst og fremst verið vegna viðbótarlána sem veitt voru á seinni veðrétti og lakari kjörum en Íbúðalánasjóður bauð. Bankarnir buðu nú hærri lán en sjóðurinn, á sambærilegum vöxtum og að minnsta kosti framan af með frjálslegri viðmið vegna veðsetningar. Einnig buðu bankarnir upp á endurfjármögnunarmöguleika án sölu en það gerði Íbúðalánasjóður ekki. Vegna aukinnar samkeppni frá viðskiptabönkunum var töluvert um uppgreiðslur lána Íbúðalánasjóðs, aðallega frá hausti 2004 og út árið 2005 (mynd 37).

Svo rammt kvað að uppgreiðslum að á einu og hálfu ári, frá ágúst 2004 til febrúar 2006, drógust heildarútlán sjóðsins saman um 102 milljarða króna, eða um 21,5%. Þetta olli sjóðnum töluverðum vanda þar sem honum er ekki ætlað að stunda aðra starfsemi en útlán vegna húsnæðis en eftir að fjármögnun sjóðsins var breytt sumarið 2004 voru skuldir hans ekki innleysanlegar fyrir fram. Það var ekki fyrr en á fyrsta ársfjórðungi 2008 að útlán sjóðsins fóru fram úr því sem þau voru áður en uppgreiðslur vegna endurfjármögnunar hjá viðskiptabönkunum hófust haustið 2004 (mynd 38).

Eftir að bankarnir hófu að veita íbúðalán í samkeppni við Íbúðalánasjóð jukust útlán þeirra til heimilanna verulega. Að hluta er þó um tilfærslu frá Íbúðalánasjóði og að einhverju leyti lífeyrissjóðum að ræða. Þrjá síðustu mánuði ársins 2004 veittu bankar og sparisjóðir um 40 ma.kr. á mánuði í lán til fasteignakaupa og á sama tíma voru greidd upp lán hjá Íbúðalánasjóði fyrir um 20 milljarða króna á mánuði (mynd 39). Ný útlán banka og Íbúðalánasjóðs að frádregnum uppgreiðslum lána hjá Íbúðalánasjóði námu alls 50 milljörðum króna á fjórða ársfjórðungi 2004, 145 milljörðum króna á árinu 2005, 85 milljörðum 2006 og 102 milljörðum árið 2007.

Á fyrri helmingi ársins 2008 var þessi stærð um 25 milljarðar króna sem er nánast sama upphæð og ný lán Íbúðalánasjóðs á þeim tíma. Bankarnir voru þá nánast búnir að draga sig alveg út af þessum markaði á ný.

Uppgreiðslur lána hjá Íbúðalánasjóði eru nokkurs konar spegilmynd af nýjum útlánnum banka og sparisjóða. Uppgreiðslurnar námu að jafnaði um 2/3 hlutum nýrra íbúðalána banka og sparisjóða á fyrri hluta árs 2005 og um helmingi árið 2006. Á myndinni sést einnig að ný íbúðalán banka, sparisjóða og Íbúðalánasjóðs að frádregnum uppgreiðslum lána voru að jafnaði um 12 milljarðar króna á mánuði á árinu 2005 en fóru svo lækkandi á árinu 2006. Um mitt ár 2007 höfðu hrein ný íbúðalán þessara aðila aukist á ný og voru farin að nálgast meðaltal ársins 2005. Þessi vöxtur er merkjanlegur jafnt í útlánnum banka og sparisjóða sem útlánnum Íbúðalánasjóðs. Önnur bylgja útlánavaxtar til íbúðarhúsnæðis, sem verður á árinu 2007, er greinileg í gögnunum. Um áramótin 2007 og 2008 draga bankar og sparisjóðir sig út úr þessum lánnum að mestu en útlán Íbúðalánasjóðs taka þá að aukast enn á ný.

Heildarupphæð útistandandi íbúðalána hjá Íbúðalánasjóði, bönkum og sparisjóðum, og lífeyrissjóðum hækkaði úr tæpum 936 milljörðum króna í febrúar 2007 í 1068 milljarða í ársbyrjun 2008. Þótt þessi upphæð hafi haldið áfram að vaxa á árinu 2008 má skýra það að mestu leyti með hækkandi verðlagi. Á föstu verði stóðu heildaríbúðalán í íslenskum krónum svo gott sem í stað á árinu 2008 (mynd 40).

Útlán Íbúðalánasjóðs, íbúðalán banka og sparisjóða í krónum og sjóðfélagalán lífeyrissjóða þróuðust ekki öll á sama hátt síðustu misserin fyrir fall stóru bankanna. Íbúðalán banka og sparisjóða skera sig þar úr. Heildarupphæð þeirra á föstu verði dróst saman á árinu 2008 en útlán Íbúðalánasjóðs og

lífeyrissjóðanna aukast töluvert frá og með öðrum ársfjórðungi (mynd 41). Í þessum tölum eru ekki talin með lán í erlendum gjaldmiðlum en stærstan hluta þeirra veittu bankar og sparisjóðir. Slíkar lánveitingar voru hvað líflegastar á árinu 2007.

Skuldsetning heimilanna jókst töluvert á undanförnum árum. Mikil aukning verður í heildarskuldum frá árinu 2003. Samhliða aukningu í hraða skuldasöfnunar árin 2004 og 2005 verður greinileg breyting á samsetningu lánardrottna þar sem hlutur bankakerfisins eykst verulega en hlutur ýmissa lánafyrirtækja (þ.e. fyrst og fremst Íbúðalánasjóðs) minnkar á móti (mynd 42).

Aukin samkeppni á fasteignalánamarkaði kom fram í lækkun langtíma raunvaxta og auðveldara aðgengi að lánsfé. Af því leiddi aukin eftirspurn í hagkerfinu vegna aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði og aukinnar einkaneyslu vegna auðsáhrifa. Hvort tveggja, aukin fjárfesting og einkaneysla, leiðir til meiri innflutnings en ella og þar með meiri viðskiptahalla.

Væntanleg þensluáhrif breytinga á fjármögnun og útlánareglum Íbúða-lánasjóðs lágu fyrir áður en breytingunum var hrint í framkvæmd. Þetta kemur skýrt fram í skýrslum Hagfræðistofnunar og Seðlabankans sem vísað er til hér að framan. Jafnframt er ljóst að Seðlabankinn gerði sér snemma grein fyrir því að breytingar á fasteignalánamarkaði myndu líklega hafa mun meiri áhrif en lýst var í skýrslu bankans til félagsmálaráðherra sem áður er vitnað til. Á fundi Verslunarráðs Íslands 3. desember 2004 sagði Birgir Ísleifur Gunnarsson, formaður bankastjórnar Seðlabankans: "Viðbrögð heimilanna við íbúðaveðlánnum bankanna hafa verið hröð og flest bendir til að þau muni halda áfram að endurfjármagna skuldir sínar á næstu árum og lengja líftíma útistandandi skulda um leið. Greiðslubyrði útistandandi lána mun því léttast umtalsvert. Heimilin munu því hafa meira fé til ráðstöfunar eftir vexti og afborganir en áður og að líkindum verja meginhluta þess til einkaneyslu. Lækkun skatta mun væntanlega hafa sömu áhrif. Til viðbótar er líklegt að heimilin bregðist við léttari greiðslubyrði með aukinni lántöku."

Efnahags- og framfarastofnunin benti einnig á það í byrjun árs 2005 að þróun á fjármálamörkuðum ynni gegn auknu aðhaldi Seðlabankans. Þar var átt við hækkun hlutabréfa- og fasteignaverðs og aukna samkeppni Íbúðalánasjóðs og viðskiptabankanna á fasteignalánamarkaði þar sem nú væru í boði lægri vextir en áður höfðu þekkt. Hækkun hámarkslána og veðhlutfalla hjá Íbúðalánasjóði ykju á eftirspurn á húsnæðismarkaði. Að auki byðu lán bankanna upp á eiginfjárrátt sem yki eftirspurn heimilanna og verðbólgu. Árið 2006 lagði Efnahags- og framfarastofnunin mikla áherslu á að það þyrfti að halda áfram að auka frelsi á fjármagnsmörkuðum og benti á tvö atriði sem mest lægi á. Annað atriðið var að láta Íbúðalánasjóð greiða gjald fyrir ríkisábyrgð sem endurspegladi raunverulegan kostnað þannig að sjóðurinn hefði ekki óeðlilegt forskot á aðrar fjármálastofnanir sem veittu lán til fasteignakaupa. Stofnunin benti á að ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði kæmi í veg fyrir eðlilega samkeppni og hagkvæma dreifingu gæða og hamlaði framþróun á markaðnum. Réttast væri að sjóðurinn sinnti félagslegu hlutverki með styrkjum vegna fyrstu kaupa í þeim tilfellum sem þörf væri á slíku og ríkið hætti samkeppni á almennum íbúðalánamarkaði og hætti einnig niðurgreiðslu vaxta til fasteignakaupa. Hitt atriðið sem Efnahags- og framfarastofnunin taldi nauðsynlegt til að auka frelsi á fjármagnsmörkuðum var að afnema þær hömlur sem voru við lýði á verðtryggingu.

Árið 2008 ályktaði Efnahags- og framfarastofnunin að stefna ríkisstjórnarinnar í húsnæðismálum hefði stuðlað að ójafnvægi efnahagslífsins. Slökun á lánsforsendum og breytingar á fjármögnun Íbúðalánasjóðs ríkisins hefði sett af stað harðvítuga samkeppni við banka í einkaeign og valdið lækkun vaxta á fasteignaveðlánnum á meðan Seðlabankinn var að hækka vexti. Ekki væri lengur hægt að tefja umbætur á fasteignamarkaði. Ríkið þyrfti að fella ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði úr gildi eða krefja hann um endurgjald sem endurspegladi verðmæti ábyrgðarinnar.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn benti á það árið 2005 að þörf væri á endurskipulagningu Íbúðalánasjóðs. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn taldi innkomu bankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn jákvæða þróun sem stuðlaði að fjármálastöðugleika en nauðsynlegt væri að endurskipuleggja Íbúðalánasjóð til þess að tryggja veru bankanna á markaðnum. Ríkisábyrgð á sjóðnum veitti honum aðgengi að hagstæðari fjármögnunarkjörum og gæfi honum því samkeppnisforskot. Ári síðar kallaði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn eftir tafarlausum umbótum á Íbúðalánasjóði þar sem ríkisstyrkt samkeppni hans við bankana græfi undan áhrifamætti peningastefnunnar, yki óþarflega á ójafnvægi í hagkerfinu og ógnaði fjármálalegum stöðugleika.

Þrátt fyrir mat Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands sem lýst er hér að framan og fer nokkuð nærri um atburðarásina, og skýrslu Seðlabankans, sem benti eindregið til að þessar breytingar væru illa tímasettar, var eigi að síður farið út í róttækari breytingar en boðaðar höfðu verið. Einn þeirra sem vann að skýrslu Seðlabankans var Þórarinn G. Pétursson sem þá var forstöðumaður rannsóknar- og spádeildar hagfræðisviðs bankans. Í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni sagði hann: "[E]in alvarlegustu mistök í hagstjórn á Íslandi síðustu árin er þessi breyting á íbúðalánakerfinu 2004. Það er reyndar eitthvað sem að við vörudum við og það er til skýrsla því til staðfestingar. [Þ]að var fundur þar sem þessi skýrsla var kynnt í bankanum, fyrir stjórnvöldum, þar sem að voru félagsmálaráðherra þáverandi [...]. Árni Magnússon og starfsfólk hans og Íbúðalánasjóðs, forstjóri Íbúðalánasjóðs eða einhver yfirmaður þaðan, hlustuðu á okkur og við vörudum við þessu eindregið, sögðum að þetta væri alls – og bara svo það sé á hreinu, við vorum ekki að vara við þessari breytingu per se, heldur bara tímasetningunni. Svona gerir maður ekki þegar að þenslan er í hápunkti, því þetta töldum við algjörlega á hreinu að mundi auka enn frekar á einkaneyslu og allt þannig [...]. Og þeir hlustuðu og svo sagði félagsmálaráðherra til að summera upp: Já, þetta er mjög áhugavert, við erum þá sammála um að þetta sé ekki mjög alvarlegt vandamál, takk fyrir. Og kvaddi. Og maður bara sat og bara kjaftstopp og þetta voru því miður mjög algeng viðbrögð stjórnvalda á þessum tíma að – og alveg gríðarlegur hroki og áhugaleysi við að heyra eitthvað sem gæti verið vandamál." Þessi lýsing Þórarins bendir til þess að ríkisstjórnin hafi verið ákveðin í því að fara út í boðaðar breytingar á Íbúðalánasjóði sem fyrst á kjörtímabilinu og það raunverulega óháð því hversu heppilegt það væri eða hve miklar vaxtahækkningar fylgdu í kjölfarið. Við þetta styður frásögn Geirs H. Haarde sem var fjármálaráðherra á þessum tíma en hann sagði í skýrslutöku hjá nefndinni: "Auðvitað var ljóst að [Kárahnjúkavirkjun] mundi hafa þensluáhrif, sérstaklega fyrir austan, og það sem ég vitna til í minni landsfundarræðu, sem var vitnað í hérna áðan, er það að ef það er hægt að saka okkur um einhver mistök í hagstjórninni varðandi þetta, þá er það ekki það að hafa ráðist í þessa virkjun því hún var mjög nauðsynleg og á eftir að vera hér mikil stoð í framtíðinni í efnahagslífi, heldur það að hafa farið í aðra hluti við hliðina á sem ekki voru heppilegir og ekki voru rétt tímasettir, hækkun á lánnum Íbúðalánasjóðs, lækkun vaxta hjá Íbúðalánasjóði, þetta voru hrein mistök og því miður verður maður að viðurkenna hreinskilnislega að um þetta hafði maður náttúrlega miklar efasemdir, en um þetta var samið við ríkisstjórnarmyndunina 2003 og ef það hefði ekki verið gert þá hefði sú ríkisstjórn ekki verið mynduð. Þetta er nú bara svona er hluti af veruleika stjórnmalamannsins að stundum þarf að taka tillit til þessa atriðis." Af þessu má álykta að ákvörðunin um að rýmka kröfur sem gerðar eru fyrir lánveitingum Íbúðalánasjóðs á einhverjum mestu þenslutímum Íslandssögunnar hafi verið tekin við stjórnarmyndun 2003, þrátt fyrir þá skoðun fjármálaráðherra að það væri verulega varasamt. Hann hafi metið það svo að væntanlegur skaði fyrir samfélagið væri ásættanlegur kostnaður við það að sitjandi flokkar héldu völdum.

Það er ljóst að áhrif breytinganna á fjármögnun, lánsupphæðum og veðhlutföllum Íbúðalánasjóðs urðu meiri en spáð var fyrst þegar þessar hugmyndir voru kynntar. Hluti af því tölulega mati sem Seðlabankinn vann sýndi mjög hófleg áhrif á hagkerfið. Það stafar af því að í þeim tillögum sem Seðlabankinn vann út frá var jafnframt gert ráð fyrir aðgerðum sem ynnu gegn þensluáhrifum þessara breytinga, þ.e. styttingu hámarkslánstíma úr 40 árum í 30 og kröfu um fyrsta veðrétt. Enda ítrekaði

bankinn að ef ákveðið yrði að fara út í umræddar breytingar hjá Íbúðalánasjóði mætti alls ekki sleppa aðhaldshluta aðgerðanna. Arnór Sighvatsson var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar skýrslan var unnin og hann sagði í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "En í niðurstöðum þeirrar skýrslu var hins vegar varað við því að áhrifin kynnu að verða miklu meiri vegna þess hvernig stendur á að öðru leyti. Þá var nú aðallega vísað til þessara miklu framkvæmda en hefði kannski ekki síður átt að vísa til þessara lágu vaxta í umheiminum sem að vísu urðu ekki, höfðu ekki sömu áhrif fyrr en að, ekki full áhrif fyrr en að einkavæðing bankanna var komin. [...] Við þurfum fyrst og fremst að byggja á hlutlægri greiningu og inn í þá greiningu koma atriði sem eru auðvitað á valdsviði stjórnvalda, eins og stefnan í ríkisfjármálum eða stefna hvað varðar Íbúðalánasjóð eða þessar miklu framkvæmdir. Og þá alveg sérstaklega þetta allt saman í einu og auðvitað, það kemur nú víða fram í auðvitað í stefnuyfirlýsingum [Seðlabankans] að það sé varað við og hvatt til aukins aðhalds í ríkisfjármálum."

Einn þáttur sem jók verulega á áhrif breytinganna á húsnæðisfjármögnunarmarkaði var samkeppni Íbúðalánasjóðs við bankana. Hámarkslán Íbúðalánasjóðs voru hækkuð mun hraðar og meira en upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir. Að auki tók sjóðurinn í nóvember 2005 að bjóða nýja tegund íbúðalána sem báru lægri vexti en hefðbundin lán sjóðsins (mynd 36). Munurinn lá í því að viðskiptavinurinn bar fulla áhættu af vaxtabreytingum vegna uppgreiðslu nýju lánanna. Þar sem vextir á hinum nýju lánnum voru hluta úr prósentu lægri en vextir á hefðbundnum lánnum valdi yfirgnæfandi meirihluta lánþega nýju lánin.

Annað sem jók á þensluna og útlánavöxtinn var mikil hækkun lóðaverðs sem hafði bein áhrif á fasteignamat og lánsheimildir. Í nokkrum tilvikum á árunum 2004 til 2007 voru haldin uppboð á lóðum fyrir ný íbúðarhús á höfuðborgarsvæðinu. Lóðaverðið í þessum uppboðum var mjög hátt og endurspeglaði líklega þann mikla mun sem orðinn var á fasteignaverði og byggingarkostnaði. Væntingar um að aðgengi að þeim lágvaxtalánnum sem buðust væri tímabundið kunna að hafa ýtt undir þessa hækkun lóðaverðs í uppboðum. Mörg sveitarfélög juku verulega við skuldir sínar á uppgangstímum til þess að hanna ný hverfi og gera þau byggileg en endurgreiddu innheimt lóðaverð síðar. Óbein áhrif af þessari þenslu komu því fram í auknum útgjöldum sveitarfélaga vegna framkvæmda við ný íbúðahverfi. Það hafði svo áhrif á heildaraðhaldsstig opinberrar fjárfestingar, eins og Arnór Sighvatsson lýsti í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "[V]andamálið er að sveitarfélögin til dæmis, þar er fjárfesting algjörlega procyclical[], að, og sérstaklega þegar er húsnæðisbólur í gangi, þá þarf að ryðja ný hverfi og byggja götur og skóla og allt þetta þannig að fjárfestingin hjá sveitarfélögunum eykst. Þannig að ef við skoðum bara samdráttinn sem varð síðan niðurstaðan hjá [...] hinu opinbera í heild að þá var nánast ekkert sem að opinber fjárfesting lagði til í rauninni til að veða á móti þessum miklu framkvæmdum." Í þessu samhengi má rifja upp að í lögum um Íbúðalánasjóð segir að eitt af hlutverkum sjóðsins sé "Að fylgjast með íbúðarþörf í landinu og áætlanagerð sveitarfélaga um þörf á íbúðarhúsnæði." Fleiri lönd hafa glímt við húsnæðisbólur á undanförunum árum og eru þær nátengdar þeirri alþjóðlegu fjármálakreppu sem nú gengur yfir. Í skýrslu, sem unnin var fyrir breska Fjármálaeftirlitið, um reglugerðarviðbrögð við alþjóðlegu bankakreppunni er meðal annars stungið upp á því að setja reglur um hámark lána í hlutfalli við verðmæti eignar sem verið er að kaupa og sem hlutfall af tekjum lántakandans. Það er gert til að koma í veg fyrir hraðan útlánavöxt og óhóflegt eignaverð og dempa þannig hagsveifluna. Enn fremur er stungið upp á því að breyta leyfilegum lánshlutföllum eftir stöðu hagsveiflunnar. Það myndi vernda lántakendur og styrkja lánastofnanir. Þannig mætti til dæmis lækka leyfileg lánshlutföll þegar eignaverð hækkaði hratt og útlána-vöxtur væri mikill.

#### 4.4.6 Skattastefna

Meginstefna undanfarinna ríkisstjórna í skattamálum hefur verið einföldun skattkerfisins, almennar skattalækkunir og afnám ýmissa skatta. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 1999 segir að skattalöggjöfin verði endurskoðuð með það markmið að draga úr jaðaráhrifum og mismunun og stuðla að aukinni skilvirkni. Þá er stefnt að samræmingu í álagningu eignaskatts og lækkun eignaskatts á húsnæði. Einnig að einföldun á skattlagningu fyrirtækja til að tryggja samkeppnisstöðu íslensks atvinnulífs. Þessu var fylgt eftir með verulegri lækkun tekjuskatts á fyrirtæki. Hann var lækkaður úr 30% í 18% um áramótin 2001 og 2002. Í febrúar 2008 var tilkynnt um frekari lækkun tekjuskatts fyrirtækja í 15% og tók sú lækkun gildi í maí það ár. Í stefnuyfirlýsingunni frá 1999 sagði enn fremur: "Breytingar á skattalögum verði við það miðaðar að þær ýti ekki undir þenslu í hagkerfinu." Árið 2003 kemur fram í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar það markmið að " tryggja aukinn kaupmátt þjóðarinnar með markvissum aðgerðum í skattamálum". Þar er því heitið að tekjuskattsprósenta einstaklinga verði lækkuð um allt að 4 prósentur á kjörtímabilinu og eignarskattur verði felldur niður. Að auki verði erfðafjárskattur lækkaður og "virðisaukaskattkerfið tekið til endurskoðunar með það í huga að bæta kjör almennings".

Tekjuskattur einstaklinga í staðgreiðslu var lækkaður um eina prósentu hvert ár 2005, 2006 og 2007, en þar til haustið 2006 hafði verið stefnt að lækkun um tvær prósentur 2007. Um þessar skattalækkunir sagði Geir H. Haarde fyrrverandi fjármálaráðherra í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "Annað sem ég vil nefna í þessu [...] var það að skattalækkunir sem eru á stefnuskrá míns flokks og hafa jafnan verið þegar svigrúm er til þeirra voru kannski ekki alltaf nákvæmlega heppilega tímasettar, þannig að ég sem hérna fjármálaráðherra var náttúrlega ánægður með að geta skilað til baka einhverju af þeim peningum sem ríkissjóður var með í afgang. Ég vissi líka vegna míns bakgrunns að það gat verið varasamt að gera það ef það mundi virka sem olía á eld, þetta hérna sem sagt viðurkenni ég fúslega að gat verið á þeim tíma vandamál, þó að það hafi ekki síðan haft, að mínum dómi, neitt í rauninni að gera með hvernig fór fyrir bönkunum, þetta var bara svona almennt efnahagsspursmál og annað sem að ég vildi bæta við í sambandi við þetta er það að þetta, ef þið munið hvernig kosningabaráttan var hér árið 2003, þá snerist hún með mjög furðulegum hætti upp í kapphlaup um skattalækkunir. Það byrjaði allt með ræðu sem var flutt í Þjóðleikhúsinu í marsmánuði á flokksþingi Framsóknarflokksins, þegar Framsóknarflokksformaðurinn fór í það að lýsa því að Framsóknarflokkurinn vildi fara í miklar skattalækkunir á sérstaklega tekjuskatti fyrirtækja, einstaklinga segi ég, á næstu árum á kjörtímabilinu. Þetta varð til þess að allir hinir flokkarnir, þ.á m. minn, töldu að það væri ekki hægt að láta þá eiga eitthvað inni hjá sér í þessu og því miður varð þarna ákveðið ábyrgðarleysi hjá öllum flokkum, því var nú ágætlega lýst af núverandi fjármálaráðherra [Steingrími J. Sigfússyni] á þeim tíma sem sagðist ekki vilja taka þátt í svoleiðis ábyrgðarleysi, hann gerði það alveg hreinskilnislega og hann fékk nú svona bággt fyrir það hjá sumum en mér fannst það bara heiðarlegt af honum að tala þannig. Þetta eru aðstæðurnar og síðan er verið að framkvæma þessar skattalækkunir allt þetta kjörtímabil, 2003–2007, síðast 1. mars 2007 þegar virðisaukaskattur á matvælum er lækkaður. Þetta held ég að geti gefið svona ákveðinn bakgrunn fyrir efnahagsuppsveiflunni og því öllu saman en ég held hins vegar ekki að þetta sé skýringin á því af hverju bankarnir fóru á hliðina." Þarna viðurkennir ráðherrann fyrrverandi að þau loforð sem gefin voru í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 2003 um skattalækkunir hafi verið gefin fyrst og fremst vegna samkeppni flokka um atkvæði í aðdraganda kosninganna 2003. Einnig segist hann hafa gert sér grein fyrir því að tímasetning hafi verið óheppileg vegna stöðu efnahagsmála.

Lækkun tekjuskatts var fylgt eftir með lækkun virðisaukaskatts á matvælum og fleiri vörum skömmu fyrir kosningar 2007, þrátt fyrir að stuttu áður hafi verið talin ástæða til að draga úr fyrirhuguðum tekjuskattslækkunum vegna viðvarandi þenslu í hagkerfinu.

Í Peningamálum Seðlabankans sem komu út í september 2004 var bent á að tímasetning þeirra skattalækkana sem þá voru fyrirhugaðar væri óheppileg með tilliti til stöðu efnahagslífsins: "Meira máli skiptir þó að útgjöld verði hamin næstu tvö árin. Það er sérstaklega ögrandi viðfangsefni í ljósi þess að

áformað er að lækka skatta um sem nemur 20 milljarða króna á næstu þremur árum. Til þess að vinna á móti áhrifum lægri skatta á sama tíma og þörf er á mótvægisáðgerðum vegna stórframkvæmda þarf að draga mjög verulega úr útgjöldum hins opinbera."

Í febrúar 2005 taldi Efnahags- og framfarastofnunin að skattalækkunar myndu draga úr aðhaldi ríkisfjármála næstu misserin og stöðva það árið 2006, einmitt þegar þensla vegna stórframkvæmda væri í hámarki. Ríkið þyrfti að stefna að mun meiri afgangi ríkisfjármála en það gerði. Þess vegna þyrfti að leggja enn meiri áherslu á að draga úr útgjaldavexti. Þak á ríkisútgjöld til lengri tíma myndi auka skilvirkni fjármálastefnunnar og skapa rými fyrir jákvæð áhrif skattalækkana. Í júlí 2006 leggur Efnahags- og framfarastofnunin enn áherslu á nauðsyn þess að draga frekar úr ríkisútgjöldum til að vega á móti þensluáhrifum skattalækkana þar til innlendur eftirspurnarþrýstingur væri horfinn. Þá bendir Efnahags- og framfarastofnunin á það í febrúar 2008 að skattalækkunar snemma á árinu 2007 hafi verið of snemma á ferðinni en þá var tekjuskattur einstaklinga lækkaður um eina prósentu þriðja árið í röð og virðisaukaskattur á matvælum og fleiri vörum lækkaður verulega. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um Ísland, sem kom út í október 2005, segir að hægt sé að lækka skatta varanlega vegna þess árangurs sem náðst hafi við fjármálastjórn hins opinbera. Því til stuðnings var bent á lágur og lækkandi skuldir hins opinbera sem námu 23 prósentum af vergri landsframleiðslu í lok árs 2004. En þótt Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi talið langtímaáhrif lægri skatta jákvæð yrðu þau væg þar sem atvinnuþátttaka væri þegar mjög mikil. Þess vegna væri skynsamlegt að fresta þeim skattalækkunum sem fyrirhugaðar voru árið 2006 og seinna þar til að ljóst sé að umframeftirspurn sé horfin. Sé ómögulegt að fresta skattalækkunum þurfi að skera útgjöld niður enn frekar en ráðgert hefur verið til að mæta þensluáhrifum skattalækkana. Í ágúst 2006 lagði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn til að ríkisstjórnin tilkynnti að fjárlög 2007 myndu innihalda áðgerðir til þess að draga úr innlendri eftirspurn ef hagkerfið tæki ekki að kólna. Stungið var upp á frestun á lækkun tekjuskatts, hægari vexti samneyslu og minni vexti opinberrar fjárfestingar. Um mitt ár 2007 lýsti sjóðurinn áhyggjum af því að skattalækkunar á fyrri hluta ársins, sterk króna og endurnýjaður vöxtur húsnæðisverðs hefði aukið tiltrú neytenda og komið í veg fyrir að einkaneysla leitaði á sjálfbært stig. Vakin var athygli á því að samkvæmt fjárlögum 2007 lækkaði hlutfall tekjuafgangs af VLF um tvær prósentur. Þessi slökun á aðhaldi ríkisfjármála, sem stafaði öðru fremur af lækkun tekjuskatts, vörugjalda og virðisaukaskatts, var sögð of snemma á ferðinni. Skynsamlegra hefði verið, að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, að bíða með þessar áðgerðir þar til jafnvægi hefði verið komið á í þjóðarbúskapnum.

Svo virðist sem allir hafi verið sammála um að tímasetning skattalækkana á þeim miklu þenslutímum sem voru í íslenskum þjóðarbúskap árin 2005 til 2007 hafi verið óheppileg. Markmið ríkisins með einföldun skattkerfisins, lækkun skattprósenta og afnámi ýmissa skatta var að stuðla að auknum hagvexti með því að einfalda kerfið og draga úr hamlandi áhrifum hárra jaðarskatta. Efnahags- og framfarastofnunin er ánægð með þá þróun og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur skattalækkunar færar vegna þess árangurs sem náðst hafði við að lækka skuldir hins opinbera. Seðlabankinn leggur ekki mat á það hvort því fylgi kostir eða gallar útaf fyrir sig að lækka skatta frekar en að auka ríkisútgjöld. Umfjöllun Seðlabankans um skattalækkunar snýr fyrst og fremst að áhrifum þeirra á tekjuafkomu hins opinbera og aðhaldsstig ríkisfjármála. Allar þessar stofnanir, Efnahags- og framfarastofnunin, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Seðlabanki Íslands, eru á einu máli um að tímasetning skattalækkana á árunum 2005 til 2007 hafi verið óheppileg. Þessar skattalækkunar hafi dregið úr aðhaldi og stuðlað að þenslu. Eins og fram kom í skýrslu Geirs H. Haarde, sem var fjármálaráðherra og síðar forsætisráðherra þegar umræddum skattalækkunum var hrint í framkvæmd og vitnað er til hér að framan, mat hann það einnig svo á þessum tíma að tímasetning skattalækkana væri óheppileg. Hún gæti verið sem olía á eldinn, þ.e. aukið ofþensluna verulega og þar með líkurnar á kröftugum samdrætti að þensluskeiðinu loknu. Engu að síður var skattalækkunum hrint í framkvæmd þótt þær kynnu að valda hagkerfinu

skaða vegna þess að þeim hafði verið lofað í samkeppni stjórn málaflókka um atkvæði í aðdraganda kosninga sem snerist "...með mjög furðulegum hætti upp í kapphlaup um skattalækkunar" svo notuð séu orð Geirs sem vitnað er til hér að framan.

#### 4.4.7 Aðhaldsstig ríkisfjármála

Á fundi Verslunarráðs í desember 2004 fjallaði Birgir Ísleifur Gunnarsson, seðlabankastjóri, um þörfina á auknu aðhaldi ríkisfjármála til þess að létta undir með peningastjórninni og koma í veg fyrir neikvæð áhrif hárra vaxta: "Á næstu árum þarf peningastefnan að glíma við aðstæður sem mjög munu reyna á þanþol þjóðarbúskaparins. Afar mikilvægt er að peningastefnan og stefnan í ríkisfjármálum vinni saman við þessar aðstæður. Því þyngri byrðar sem lagðar eru á peningastjórnina á þessu tímabili, þeim mun meiri verða neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu. Seðlabankinn hefur lagt mikla áherslu á að létt verði undir með peningastefnunni með ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum og hins opinbera í heild. Frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2005 felur í sér nokkuð aukið aðhald miðað við fyrra ár. Eigi að síður er útlit fyrir að hagsveifluleiðrætt afkoma ríkissjóðs á árunum 2005 og 2006 verði töluvert lakari en á ofþensluárunum 1999 og 2000. Aðhaldið þá reyndist ófullnægjandi í ljósi þess að umtalsverð eftirköst ofþenslunnar komu fram á árunum 2001 og 2002. Til þess að vega á móti örvunaráhrifum skattalækkana á næstu árum þarf mjög róttækan niðurskurð á útgjöldum ríkisins sem eflaust mun mæta mótspyrnu. Því er það verulegt áhyggjuefni hve áætlanir um niðurskurð eru óljósar. Flest ár hafa útgjöld hins opinbera haft tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum. Við ákvarðanir í peningamálum er því varasamt að treysta á að metnaðarfull áform um niðurskurð útgjalda gangi fyllilega eftir, því gerist það ekki kann að verða of seint að bregðast við afleiðingum þess við þær aðstæður sem framundan eru. Seðlabankinn verður að miða aðgerðir í peningamálum við þá framvindu sem hann telur sennilegasta. Á grundvelli þess hækkaði bankinn vexti nú og er viðbúinn að hækka þá frekar í því skyni að beina verðbólgu sem fyrst að 2,5% verðbólgu markmiðinu." Skýrslur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar um íslensk efnahagsmál, sem ítrekað er vitnað í hér að framan, enduróma þessi varnaðarorð seðlabankastjórans reglulega næstu árin. Þrátt fyrir myndarlegan afgang á ríkissjóði, sem rekja má til aukinna umsvifa í efnahagslífinu, vaxandi hagnaðar af fyrirtækjarekstri og hækkandi launa, er aðhaldsstig hins opinbera ekki nægjanlegt í uppsveiflu áruna 2004 til 2007. Stóriðjufrjárfestingar eru auknar frá því sem upphaflega var áætlað, aðgengi að íbúðalánnum aukið umfram fyrri áætlanir, vextir Íbúðalánasjóðs lækkaðir í samkeppni við bankana og tekju-, eignar- og neysluskattar lækkaðir í uppsveiflunni. Útgjöldum vegna fjárfestinga ríkisins hafði verið frestað við upphaf stóriðjuframkvæmda til ársins 2007 en þá gerðu spár fjármálaráðuneytisins ráð fyrir því að samdráttur í kjölfar stórframkvæmda myndi hefjast það ár. Vorið 2007 var fiskveiðikvóti skertur í samræmi við tillögur Hafrannsóknastofnunar. Þegar var brugðist við því með margvíslegum mótvægisáðgerðum sem fólu í sér opinberar framkvæmdir víða um land. Þarna gætir ákveðinnar ósamhverfni í hagstjórninni þar sem engin töf er á útgjaldaaukningu til þess að mæta óvæntum samdrætti en væntri þenslu er ekki mætt að sama marki með aðhaldsaðgerðum.

## 4.5 Penningastefnan

Hér er peningastefnunni lýst, þ.e. hlutverki hennar, umgjörð og útfærslu, og reynt að svara því hvort peningastefnan eða framkvæmd hennar hafi átt þátt í bankahruninu.

### 4.5.1 Framkvæmd peningastefnunnar – verðbólgu markmið

Árið 1983 náði verðbólga á Íslandi hámarki og mældist í kringum 100% um mitt árið. Á meðal þeirra efnahagsráðstafana sem gripið var til árið 1983 var afnám verðtryggingar launa og tæplega 15% gengisfelling auk þess sem tilkynnt var að gengissigi yrði hætt. Þar með voru auknir tilburðir til þess að

fasta gengið og átti það sinn þátt í því að ná verðbólgunni niður. Gengi krónunnar var þó fellt nokkrum sinnum til viðbótar, 1984 (um 12%), 1988 (6% í febrúar, 10% í maí og 3% í september), 1992 (6%) og 1993 (7,5%). Í maí 1993 var gengisfyrirkomulagið formfest en þá var gjaldeyrismarkaður stofnaður. Frá þeim tíma var við lýði sveigjanleg gengisstefna þar sem gengi krónunnar réðst á markaði. Seðlabankinn skuldbatt sig til að halda genginu innan ákveðinna vikmarka frá miðgildi vísitölu gengisskráningar. Í upphafi voru þessi vikmörk ákveðin 2,25% til hvorrar hliðar. Í september 1995 voru þau vikuð í  $\pm 6\%$  og í febrúar 2000 í  $\pm 9\%$ . Í upphafi árs 2001 gekk verulega á gjaldeyrisforða Seðlabankans þegar hann keypti krónur á markaði til að sporna við veikingu. Bankinn seldi Bandaríkjadali fyrir 2,06 milljarða króna 24. janúar 2001 og dagana 23. mars til 27. mars seldi Seðlabankinn Bandaríkjadali fyrir alls 6,8 milljarða króna en stærð gjaldeyrisforðans var á þessum tíma um 35 milljarðar króna. Þarna var orðið ljóst að breytinga var þörf. Þann 27. mars 2001 undirrituðu bankastjórn Seðlabankans og forsætis-ráðherra viljayfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi. Frá og með 28. mars yrði meginhlutverk peningastefnunnar að halda verðbólgu sem næst 2,5% í stað þess að halda gengi krónunnar innan vikmarka. Seðlabankinn fékk jafnframt fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum.

Um aðdragandann að upptöku verðbólgu markmiðs og afnámi fastgengis-stefnunnar sagði Már Guðmundsson, sem á þeim tíma var aðalhafgræðingur Seðlabankans, í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "[...] [Þ]að er haldin þessi ráðstefna[...]. Þar er náttúrliga tónninn sleginn þannig lagað og niðurstaðan verður eiginlega sú að það eru tvö alternatíf, annaðhvort þetta eða þá þessi Evrópusambandsleið og svona en hún náttúrliga byggðist á ákveðnum pólitískum forsendum sem Seðlabankinn gat ekki lagt eða hagfræðingar, það þurfti að móta það eftir öðru ferli og þar með var í rauninni bara ein leið orðin eftir. Við vildum jú gera þetta fyrr, það hefði verið betra að mínu mati að gera það fyrr, sveiflan hefði orðið á margan hátt mýkri, en menn svona hummuðu það fram af sér." Verðbólgu markmið var ekki innleitt við kjöraðstæður á Íslandi. Það var innleitt með miklum hraði þegar fyrri umgjörð peningastefnunnar, fastgengiskerfið, var komið í þrot. Þórarinn G. Pétursson, sem var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar verðbólgu markmiðið var tekið upp sagði: "Og reyndar var það þannig að við lögðum mikla áherslu á það þá að hverfa frá þessari fastgengisstefnu á meðan það gengi vel, þ.e. 1999, ekki láta hrekja okkur út í að verja fastgengisstefnuna og hverfa í miðri ánni. Og einmitt viðbrögðin voru þau: Af hverju að breyta fyrst það gengur svona vel? Sem var akkúrat það sem átti að gera. Þannig að það var því miður ekki fyrr en 2001 þegar að lá við, það var spákaupmennskuárás á krónuna og við hurfum frá þessu í stórfelldum flóttu, [...] sem er það versta af öllu." Sérfræðingar Seðlabankans höfðu því komist að þeirri niðurstöðu skömmu fyrir aldamót að fastgengisstefnan væri gengin sér til húðar og að nauðsynlegt væri að breyta umgjörð peningastefnunnar. Að þeirra mati voru kostirnir tveir. Annaðhvort að taka upp evru eða setja krónuna á flot og taka upp verðbólgu markmið. Forsenda fyrir evruupptöku var Evrópusambandsaðild sem er pólitísk ákvörðun og sem verður ekki tekin nema með ákveðnu ferli sem Seðlabankinn hefur lítið um að segja. Forsenda fyrir verðbólgu markmiði er tilvist skilvirkra fjármálamarkaða. Um það sagði Þórarinn: "[V]ið komumst að þeirri niðurstöðu að fyrir þennan tíma þá væri ekki hægt að taka upp verðbólgu markmið, vegna þess að við höfðum ekki nógu þróað fjármálakerfi, sem gæti þá miðlað þessum vaxtaákvörðunum gegnum sig, sérstaklega þá gjaldeyrismarkaðurinn og [...] peningamarkaðurinn. Þegar að kemur að 2000, þá einfaldlega bara stöndum við frammi fyrir því að það er búið að hrekja okkur af fastgengisstefnunni og þið verðið að átta ykkur á því að þetta var bara á deginum. Við höfðum lagt til nokkrum árum áður að við færum yfir í þetta af því að þetta væri eini valkosturinn. Svo bara kemur að því að það er ekkert gert og svo bara springur hitt kerfið og þá verður bara að gera eitthvað, það verður að taka ákvörðun um eitthvað. Og auðvitað hefðum við viljað að það væri miklu þróaðra fjármálakerfi og allt það, en þetta var bara eina "option"-in. Ég held að fjármálakerfið hafi verið svona sémilega þróað til að geta staðið undir þessu." Mikil þróun varð á fjármálakerfinum á Íslandi undir lok seinustu aldar og á fyrstu árum eftir aldamót. Verðbréfamarkaði var komið á fót 1985 en þá var Verðbréfaþing Íslands stofnað. Seðlabankinn gerðist viðskiptavaki með ríkisskuldabréf (sem á þessum tíma voru enn öll verðtrygð) árið 1986 en

Seðlabankinn hætti viðskiptavakt 1996. Ríkisvixlar voru skráðir á Verðbréfaþinginu 1987 og húsbréf árið 1989. Fyrstu hlutabréfin voru skráð á þinginu 1990. Gjaldeyrismarkaðurinn var búinn til 1993 og þá var skilaskylda á gjaldeyri jafnframt afnumin. Millibankamarkaður með krónur var stofnaður 1998. Þar er um að ræða viðskipti með binditíma frá einum degi til eins árs. Þar gilda reglur um hámarks vaxtabil milli inn- og útlánsvaxta og auk þess eru settar reglur um lágmarksupphæð tilboða. Töluvert flókt hefur verið í daglánavöxtum á þessum markaði. Hækkun á bindiskyldu hefur stundum valdið tímabundnum lausafjárskorti og leitt til hækkunar daglánavaxta á millibankamarkaði, sem síðan hefur verið leiðréttur við næstu vikulegu veð-lánaviðskipti við Seðlabankann. Seðlabankinn hefur ekki stundað fínstillingu daglánavaxta með því að vera virkur á markaðnum innan dags. Bönkunum hefur verið eftirlátið að leiðrétta stöðu sína við fyrsta tækifæri, sem hefur þá jafnan verið við vikuleg veðlán hjá Seðlabankanum. Töluvert hefur verið dregið á veðlánin og því um kerfislægan lausafjárskort að ræða. Það hefur því verið hvati fyrir bankana að taka út peninga úr Seðlabankanum og koma þeim í vinnu í kerfinu fremur en að leggja þá inn í Seðlabankann. Ekki hefur verið lagt mat á hver lausafjárþörfin í kerfinu hefur verið. Bönkunum er eftirlátið að leggja mat á það og endurspeglast það í vikulegum óskum þeirra um veðlán hjá Seðlabankanum. Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga var stofnaður árið 2001 í þeim tilgangi að auðvelda fjárstýringu viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði. Fyrstu áhrif stýrivaxta á markaðsvesti eru jafnan á millibankamarkaði þar sem bankar eiga viðskipti sín á milli. Mest velta hefur verið með samninga yfir nótt, þ.e. frá degi til næsta viðskiptadags. Velta á millibankamarkaði er vaxandi frá mánuði til mánaðar fram á árið 2005 þegar hún helst nálægt 100 milljörðum króna á mánuði fram yfir mitt ár. Nokkrar sveiflur eru í millibankaveltu í framhaldinu þar til hún hverfur nánast alveg í apríl, maí og júní 2008. Gríðarmikil velta er á millibankamarkaði í júlí 2008 en svo dregur nokkuð hratt úr henni á ný (myndir 43 og 44).

Verðbólguþáttur hefur verið tekið upp í fjölda landa frá því 1990 og víðast hvar með góðum árangri. Þegar litið er yfir tiltölulega stutta sögu verðbólguþáttar á Íslandi blasir við að árangurinn er ekki upp á marga fiska, einkum frá seinni hluta ársins 2004. Mikilvægt er að finna ástæður þess hve illa hefur tekist til hér á landi. Hér vakna því spurningar um það hvort verðbólguþáttur henti af einhverjum ástæðum ekki á Íslandi eða hvort sérstaklega illa hafi tekist til við framkvæmd þess og hvort verðbólguþáttur hafi átt þátt í myndun þess ójafnvægis sem leiddi til hruns bankanna haustið 2008.

Arnór Sighvatsson, sem var aðalhafnisskrifari Seðlabanka Íslands frá því í júní 2004 og þar til hann var settur aðstoðarbankastjóri vorið 2009, hélt erindi á ráðstefnu sem haldin var í Reykjavík vorið 2007. Í ágripi af erindi hans segir: "Á undanförunum árum hefur Ísland orðið fyrir stórum skellum sem eru sérstakir fyrir landið. Þeir hafa að töluverðu leyti verið fyrirsjáanlegir þótt tímasetning þeirra hafi oft verið háð óvissu. Því má halda fram að við þessar aðstæður ættu kostir þess að reka sjálfstæða peningastefnu að vera sérstaklega sýnilegir. Reynslan gæti hins vegar bent til þess að því sem sjálfstæð peningastefna fær áorkað séu veruleg takmörk sett þegar þjófþátturinn verður fyrir mjög stórum eftirspurnarskellum á sama tíma og alþjóðleg fjármálaskilyrði eru óvenju hagstæð, a.m.k. þegar fjármálastefna hins opinbera leggst ekki af krafti á sömu sveif." Hann bendir því á að það séu takmörk fyrir því hverju sjálfstæð peningastefna fái í reynd áorkað í baráttu við fyrir-séða eftirspurnarskelli þegar aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eru þensluhvetjandi og ríkisfjármálin skortir aðhald. Hér hafa verið færð rök fyrir því að ástandið á alþjóðlegum mörkuðum hafi einmitt verið óvenju þensluhvetjandi á þeim tíma sem íslenskir bankar uxu hraðast og áttu þeir því afar auðvelt með að sækja sér fjármagn út fyrir landsteinana. Af þessum sökum voru þeir því síður háðir jaðarfjármögnunarkostnaði í Seðlabanka Íslands en ella. Hér hefur það einnig verið rökstutt að ríkisfjármálin hafi, í kjölfar ákvörðunar um gríðarlegar stóriðjuframkvæmdir, verið allt annað en aðhaldssöm og í reynd magnað þensluna með ýmsum aðgerðum. Í framhaldinu er meðal annars reynt að varpa ljósi á það hvort þessar aðstæður hafi gert peningastefnuna bitlausu.

Áhrif stýrivaxta á verðbólgu eru jafnan talin skila sér eftir eitt til eitt og hálf ár. Stýrivextir voru lækkaðir eftir að verðbólgu markmið var tekið upp og verðbólga jókst nokkuð skarpt í framhaldinu (mynd 45). Raunstýrivextir reiknaðir miðað við verðbólgu síðastliðna tólf mánuði lækkuðu mjög eftir að verðbólgu markmið var tekið upp og voru að nálgast núllið undir lok árs 2001. Á fyrri hluta árs 2002 hækkuðu raunstýrivextir á ný þegar verðbólgan hjaðnaði mjög hratt en stýrivextir voru lækkaðir nokkuð hægar. Þegar komið er fram á árið 2004 fer verðbólga að rísa á nýjan leik eftir að hafa haldist í námunda við 2,5% markmiðið í rúmt ár.

Áður en verðbólgu markmið var tekið upp hafði krónan verið að veikjast um nokkurt skeið. Samfara breytingu peningastefnunnar voru vextir lækkaðir og krónan sett á flot. Hún veiktist allnokkuð í framhaldinu (vísitala gengisskráningar hækkaði) og raungengið lækkaði (mynd 46). Þegar komið var inn á lokafjórðung ársins 2001 tók krónan að styrkjast á nýjan leik. Hún hélst nokkuð stöðug árin 2003 og 2004 og raungengið styrktist hægt og bítandi á þeim tíma. Þegar komið var fram á árið 2005 styrktist krónan frekar og hélst sú þróun áfram allt þar til á árinu 2006 þegar hún veiktist nokkuð hratt á fyrri hluta ársins. Þá voru stýrivextir um nokkurra mánaða skeið hækkaðir oftar og meira en á árinu 2005. Það virðist hafa dugað til að sporna við frekari gengisveikingu allt þar til árið 2008 þegar gengi krónunnar féll um það bil um helming.

Í aðdraganda þess að peningastefnu Seðlabankans var breytt og gengismarkmiðið vék fyrir verðbólgu markmiði fékk Seðlabankinn nokkra virta hagfræðinga til að rita rannsóknarritgerðir um ýmis álitæfni varðandi fyrirkomulag gengis- og peningamála. Fredric S. Mishkin, prófessor við Columbia-háskólann í Bandaríkjunum, ritaði grein um mikilvægi fjármálastöðugleika. Hann ályktaði að seðlabankar ættu að leggja jafnmikla áherslu á fjármálastöðugleika og verðstöðugleika. Willem H. Buiter leitaði svara við spurningunni um það hvort Ísland væri hagkvæmt myntsvæði. Niðurstaða hans var sú að ef Ísland gengi í Evrópusambandið væri skynsamlegt að skipta um gjaldmiðil og notast við evrur. Það er sama niðurstaða og hagfræðingar bankans komust að árið 2000 en þar sem Evrópusambandsaðild var ekki á dagskrá var verðbólgu-markmið talið eini raunhæfi kosturinn.

#### 4.5.2 Seðlabankavextir og lausafé í umferð

Hér á eftir verður stiklað á stóru í sambandi við nokkur tæknileg atriði við framkvæmd verðbólgu markmiðs. Tekin eru dæmi frá nokkrum verðbólgu-markmiðslöndum, auk Bandaríkjanna og Evrópusambandsins, um hvaða vöxtum er stýrt og hvernig og hvaða áhrif slíkar vaxtaákvarðanir hafa á laust fé í umferð.

Vextir á lánum Seðlabankans gegn veði til lánastofnana hafa verið helsta stjórn tæki hans til þess að hafa áhrif á efnahagslífið síðan 1993. Mikilvægi þessara vaxta jókst eftir að stjórn tæki bankans voru einfölduð á fyrri hluta árs 1998 og enn frekar eftir að verðbólgu markmiðið var tekið upp 2001. Í reynd hafði Seðlabankinn lagt aukna áherslu á stöðugt verðlag frá því 1993 og skilgreint gengið sem millimarkmið en stöðugt verðlag sem aðalmarkmið. Þá urðu vextir bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir meginstjórn tæki hans. Áhrif stýrivaxta Seðlabankans á heimili og fyrirtæki eru yfirleitt ekki bein, heldur hafa þeir áhrif á aðra vexti. Fyrst hafa þeir áhrif á vexti sem næst standa fjármálastofnunum og þar í gegnum á vaxtakjör sem bjóðast fyrirtækjum og heimilum, eignaverð, gengi gjaldmiðils og framboð lánsfjár, umfram það sem felst í áhrifum vaxtabreytinga. Vextirnir hafa á endanum fjárstreymisáhrif, þ.e. áhrif á ráðstöfunartekjur heimila eftir vaxtagreiðslur og á hagnað fyrirtækja, en einnig tímasetningar- eða verðhlutfallsáhrif þar sem frestun vörukaupa verður hlutfallslega hagstæðari þegar vextir hækka, þ.e. vaxtahækkun fælir kaupendur, tímabundið, frá kaupum. Algeng framkvæmd verðbólgu markmiðs, og sú aðferð sem unnið var eftir hér á landi, er að

hreyfa við stýrivöxtum í þeim tilgangi að hafa áhrif á heildareftirspurn í hagkerfinu. Seðlabanki Íslands beitti vöxtum á veðlánum bankans sem stýrivöxtum í þessum tilgangi en nokkur munur er á milli seðlabanka á því hvaða vextir gegna hlutverki stýrivaxta.

Segja má að peningastefna seðlabanka sé framkvæmd á tvennan hátt. Annars vegar með því að velja tiltekna markaðsvexti sem viðmið og setja sér ákveðið markgildi á þá vexti. Síðan á seðlabankinn markaðsviðskipti sem miða að því að ná þessu markgildi á þessum tilteknu vöxtum. Hin útfærslan er að bjóðast til að eiga viðskipti við banka þar sem seðlabankinn er tilbúinn að taka við innlánum á ákveðnum vöxtum og veita lán á vöxtum sem eru nokkru hærri. Þannig er búinn til svo kallaður vaxtagluggi, eða vaxtagangur, og er miðgildi hans (eða eftir atvikum annaðhvort efri eða neðri mörkin) kallað stýrivextir seðlabankans.

Starfsmenn Seðlabankans heimsóttu nokkurn fjölda seðlabanka í ýmsum löndum í aðdraganda þess að verðbólguþröskulmiði var komið á. Þegar Þórarinn G. Pétursson, sem var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar verðbólguþröskulmiðið var tekið upp, var spurður um það hvort þeir hefðu kynnt sér tæknilega framkvæmd stýrivaxtabreytinga í verðbólguþröskulmiðslöndum svaraði hann: "Nei, það var í raun og veru, aftur kannski lélegt að segja það, en það var eiginlega ekki á minni könnu, það voru aðrir sem sáu um það og hins vegar hefur það verið rætt lengi og við innan hagfræðisviðsins gert ítrekaðar athugasemdir við þessa tæknilegu útfærslu sem að hefur eiginlega verið í molum, [...] við erum með einhverja stýrivexti sem að við ákveðum, svo eru einhverjir markaðsvextir, sem eru okkar viðmiðunarvextir, þannig að við, ef að þessir markaðsvextir eru undir okkar stýrivöxtum þá bendir til þess að við séum búnir að setja of mikið laust fé í umferð og við getum þá stýrt því innan dags eða vikunnar, eins og við framkvæmum það til að þessir markaðsvextir [passi] nokkuð vel við okkar stýrivexti og öfugt ef að þeir eru hærri. Þetta hefur aldrei verið gert innan Seðlabankans, þ.e. við bara ákveðum stýrivextina svo er bara útboð á endurhverfum herna lánnum í hverri viku og þú færð bara það sem þú vilt og það sem hefur oft komið við að t.d. markaðsvextir þeir hafa verið töluvert undir stýrivöxtum, bendir til þess að stýrivextirnir séu of lágir, þá þarf að draga úr lausafénu í umferð. Þetta hefur einhvern veginn, þrátt fyrir ítrekaðar umræður í gegnum mörg ár, mörg, mörg, ár, hefur þetta aldrei náð einhvern veginn að gerast. Það er ekki fyrr en núna að einn kosturinn við það að fá Alþjóðagjaldeyrissjóðinn er að það, þeir einfaldlega bara setja þessi skilyrði: Þið verðið bara að laga þetta og það er kominn vísir að þessu, eini vandinn er að það vantar náttúrlega bara bankakerfið til að það gangi. En það er verið að laga þetta núna á þessum tíma [...]. En þetta er eitthvað sem að hefði átt að – og ég held að ég verði bara að viðurkenna það að við hefðum átt að beita [okkur] miklu meira í þessu." Nýsjálenski seðlabankinn er brautryðjandi í framkvæmd verðbólguþröskulmiðs en það fyrirkomulag peningastefnunnar var tekið þar upp í mars 1990. Í febrúar 1999 var framkvæmdinni breytt og síðan þá hafa stýrivextir í Nýja-Sjálandi verið OCR (official cash rate). Seðlabankinn er tilbúinn að taka daglán eða veita daglán í formi endurhverfra verðbréfiðskipta þar sem seðlabankinn greiðir vexti sem eru 25 punktum undir stýrivöxtum og rukkar vexti sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtum. Þak á slíkri fyrirgreiðslu í seðlabankanum var afnumið 1999 en bankinn hélt áfram að eiga markaðsviðskipti í þeim tilgangi að stýra lausafjárstöðu bankakerfisins í heild sem næst því sem hann mat að hún þyrfti að vera. Markaðsviðskipti bankans voru notuð til þess að jafna greiðsluflæði hins opinbera og draga þannig úr sveiflum í lausafjárstöðu hagkerfisins. OCR (stýrivextirnir) voru þar hafðir til hliðsjónar í markaðsviðskiptum seðlabankans.

Önnur lönd með svipað kerfi eru Ástralía og Kanada, þar sem einnig er settur fram ákveðinn vaxtagluggi umhverfis stýrivextina og seðlabankinn er tilbúinn að veita eða taka lán á vöxtum þar sem lánveitingar bankans eru á 50 punktum hærri vöxtum en lántökur.

Stýrivextir ástralska seðlabankans eru markmiðsvextir (e. target) fyrir eins dags (e. over night) millibankavexti. Ástralski seðlabankinn er tilbúinn að taka lán yfir nótt á vöxtum sem eru 25 punktum undir stýrivöxtunum og lána yfir nótt á vöxtum sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtunum. Þannig er seðlabankinn tilbúinn að taka við umframlausafé og lána ef lausafjárskortur er í kerfinu. Viðskipti bankans á millibankamarkaði eru með tvennum hætti. Annars vegar er um að ræða bein markaðsviðskipti, með skammtímabréf útgefinna af ríkinu. Hins vegar eru það endurhverf viðskipti, en hlutdeild þeirra hefur vaxið á meðan verulega hefur dregið úr beinum markaðsviðskiptum. Þar sem umfang seðlabankans hefur vaxið með bankakerfinu á sama tíma og dregið hefur úr skuldabréfaútgáfum ríkisins var skilgreining á repóhæfum bréfum víkkuð út þannig að þau ná ekki einungis til ríkisskuldabréfa heldur bréfa útgefnunum af einstökum ríkjum sambandsins, sveitarfélögum, og fyrirtækjabréfum með hæsta lánshæfismat. Reglan er að bankakerfið þurfi að sækja sér laust fé þannig að seðlabankinn haldi fastverðsuppboð á hverjum morgni á vöxtum sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtunum. Sú þróun, þ.e. viðvarandi lausafjarpörf við opnun markaða, endurspeglar meðal annars hækkun á stöðu á reikningum ríkisins hjá seðlabankanum. Vegna stækkunar á efnahag bankans og samdrætti í útgáfu ríkisskuldabréfa var, auk beinna viðskipta og endurhverfra, farið að nota gjaldeyrisskiptasamninga til að hafa áhrif á lausafjástöðu á markaði. Endurhverfu viðskiptin voru alla jafna til einnar nætur en gjaldeyrisskiptasamningarnir eru oftast til þriggja mánaða, og almennt er þeim rúllað áfram. Ástralski dalurinn var settur á flot 1983 og er fljótandi mynt talin hafa stuðlað að minni sveiflum í landsframleiðslu. Fljótandi mynt er einnig þakkað hve dregið hefur úr raunáhrifum skella í viðskiptakjörum. Þrátt fyrir það á ástralski seðlabankinn viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Bankinn reynir þó ekki að halda genginu nálægt einhverju tilteknu gildi. Hann kaupir reglulega gjaldeyri jafnt og þétt til þess að standa undir greiðslum ríkisins af erlendum lánnum og til þess að byggja upp gjaldeyrisforða. Að auki stundar hann inngríp á gjaldeyrismarkaði í tvennum tilgangi. Annars vegar til þess að bregðast við yfirskotum og bóllumyndunum. Þegar gengið yfirskýtur má koma í veg fyrir kostnaðarsama aðlögun raunhagkerfisins með því að takmarka frávik og jafnvel snúa þróun gengisins við í átt að jafnvægi með inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Slík inngríp koma því til álita þegar gengið hefur hreyfst mjög langt án þess að fyrir því séu eðlilegar hagrænar eða fjármálalegar forsendur. Hins vegar grípur seðlabankinn inn í á gjaldeyrismarkaði ef gengisþróun ber vott um óvissu á markaði. Þrátt flökt, mikil víkkun kaup- og sölugengis, og fálmkennd gengisþróun (einkum þegar óvissa ríkir um efnahagsstjórn) getur leitt til inngrípa í þeim tilgangi að koma á ný reglu á markaðinn. Inngríp af þessum ástæðum eru oft umfangsmikil og eru þau jafnan stýfð þannig að áhrifum þeirra á peningamagn í umferð er eytt. Yfirleitt er það gert með gjaldeyrisskiptasamningum fremur en markaðsviðskiptum með skuldabréf því að umfang þeirra gæti haft veruleg áhrif á efnahag seðlabankans. Kanadíski seðlabankinn setur sér markmið um eins dags millibankavexti. Til að ná því markmiði notar seðlabankinn glugga þar sem hann er tilbúinn að lána á 25 punktum yfir markmiðinu og greiða 25 punktum undir markmiði á innstæður í einn dag. Að auki stýrir seðlabankinn lausafé í kerfinu með tilfærslum á milli reikninga ríkisins í seðlabankanum og bankakerfinu þannig að nettó lausafjárstaðan sé því sem næst núll. Að auki notar hann endurhverf viðskipti innan dags ef þurfa þykir til að styðja við stýrivextina. Alla jafna leiðir þetta til þess að bankar stemmi af stöður sín á milli í lok dags á markmiðs-vöxtum seðlabankans. Ef banki endar einhverra hluta vegna með neikvæða stöðu á sínum reikningi eftir millibankaviðskipti í lok dags fær hann veðlán hjá seðlabankanum á 25 punktum yfir markmiði bankans um daglánavexti á millibankamarkaði. Í þessum veðlánnum eru sömu verðbréf gild veð og notuð eru í endurhverfum viðskiptum. Seðlabankinn í Noregi býður daglán og tekur við óbundnum innstæðum á föstum vöxtum. Stýrivextirnir eru vextir á innlánsreikningum í seðlabankanum. Innan hvers dags býður seðlabankinn veðlán og innlán á uppboði þar sem fastir vextir eru ákvarðaðir í kjölfar útboðsins. Binditími er einnig breytilegur og fer eftir lausafjástöðunni en bankinn miðar við að innstæður í seðlabankanum séu á tilteknu bili í lok hvers dags. Lausafjárstýringin miðast við að daglánavextir á millibankamarkaði séu jafnan rétt yfir innlánsvöxtum í seðlabankanum. Tilgangur seðlabankans með því að halda stýrivöxtum

við neðri enda vaxtagluggans er að draga úr hvata bankanna til að endurdreifa lausafé innan bankakerfisins. Vextir seðlabankans eru því nægjanlega háir til þess að bankar sjái sér hag í því að geyma umfram laust fé á innlánsvöxtum seðlabankans.

Stýrivextir sænska seðlabankans eru vextir í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir. Viðskiptin eru til einnar viku. Innlánsvextir í seðlabankanum eru 50 punktum lægri og daglánavextir 50 punktum hærrí en stýrivextirnir. Seðlabankinn veitir daglán gegn veði. Inn- og útlánsvextir seðlabankans mynda þannig einnar prósentu víðan vaxtaglugga og liggja stýrivextirnir á honum miðjum. Vaxtaglugginn er víður og bankarnir hafa almennt hvata til að lána hver öðrum á vöxtum sem liggja innan markanna. Sænski seðlabankinn selur vikulega innstæðubréf á stýrivöxtum. Hann hefur einnig áhrif á vaxtaþróun á millibankamarkaði í daglegum viðskiptum sínum við bankana. Annaðhvort dregur hann til sín umframlausafé úr bankakerfinu, þ.e. bankarnir leggja inn í seðlabankann á vöxtum sem eru 10 punktum (0,1%) undir stýrivöxtunum, eða bankarnir fá veðlán á 10 punktum yfir stýrivöxtum. Þannig er eins dags millibankavöxtum haldið stöðugum mjög nálægt stýrivöxtunum. Stýring sænska seðlabankans á daglánavöxtum á millibankamarkaði fer fram í þremur skrefum. Í fyrsta skrefinu er gerð spá um lausafjárþörf kerfisins fyrir komandi viku, þ.e. hve mikið lausafé þarf að vera í kerfinu til þess að bankarnir þurfi ekki að nýta sér innláns- og daglánavexti seðlabankans. Í öðru skrefinu breytir bankinn lausafjárstöðu kerfisins með því að bæta við eða draga úr lausu fé í umferð með markaðsaðgerðum. Í þriðja skrefinu á bankinn dagleg markaðsviðskipti í þeim tilgangi að jafna flökt í greiðslukerfinu þannig að bankarnir þurfi ekki að nýta sér lausafjárþyrirgreiðslu eða auka innlán sín í seðlabankanum.

Lausafjárþörf bankakerfisins fyrir vikuna er metin út frá greiðsluflæði milli seðlabankans og bankanna sem hafa áhrif á efnahagsreikning seðlabankans. Eignir seðlabankans samanstanda af gulli, gjaldeyrissjóði, innlendum skuldabréfum og lánnum til bankanna. Skuldarnar eru seðlar og mynt í umferð, eigið fé og varasjóður, auk innstæðna bankanna í seðlabankanum sem eru litlar. Eigið fé og varasjóður eru eignir ríkisins. Ef um kerfislægan lausafjárskort er að ræða fara fram endurhverf verðbréfavíðskipti en ef lausafjárgnótt er í kerfinu selur seðlabankinn innstæðubréf. Yfirleitt standa endurhverf viðskipti í eina viku og eru bæði efri og neðri mörk sett á tilboð hvers mótaðila. Lánnum er síðan úthlutað í hlutfalli við hlutdeild bjóðanda í heildarupphæð. Ef heildarupphæð tilboða er lægri en áætluð útgáfa er gripið til fínstillingar eins og í þriðja skrefi. Í lok hvers dags metur seðlabankinn hver lausafjárþörf kerfisins er en matið fyrir lausafjárþörfina sem liggur til grundvallar endurhverfu viðskiptunum miðast við meðalstöðu kerfisins yfir vikuna.

Englandsbanki stýrir vöxtum á svipaðan hátt og sá sænski. Bankinn reynir að jafna lausafjárstöðu bankakerfisins frá degi til dags út frá greiðslum ríkissjóðs og bankanna. Englandsbanki efnir til endurhverfra viðskipta tvisvar á dag. Ef það dugir ekki til getur bankinn boðið upp á eins dags endurhverf viðskipti tvisvar undir lok dags, en þá á hærrí vöxtum en í venjulegum endurhverfum viðskiptum. Meginstjórnþeki bandaríska seðlabankans eru bein markaðsviðskipti með ríkisskuldabréf á markaði. Ef bankinn vill lækka vexti kaupir hann ríkisskuldabréf en vilji hann hækka vexti selur hann ríkisskuldabréf. Bankinn á í tíðum markaðsviðskiptum til þess að halda markaðsvöxtum nærri markmiði sínu. Bandaríski seðlabankinn á auk þess í daglegum endurhverfum viðskiptum við banka í þeim tilgangi að stýra millibankavöxtum að markmiði sínu. Einnig á hann í lengri endurhverfum viðskiptum ef þurfa þykir. Ekki er ætlast til þess að bankar fái regluleg lán frá seðlabankanum og er slíkt jafnan talið merki um veikleika viðkomandi banka.

Evrópski seðlabankinn beitir bindiskyldu, að meðaltali 2% af stöðu mánaðarins. Bankakerfið sækir sér lán til seðlabankans til þess að fjármagna bindiskylduna. Seðlabankinn á vikulega í endurhverfum viðskiptum (veðlánnum) með tveggja vikna líftíma. Stýrivextir seðlabankans eru lágmarks vextir í þessum endurhverfu viðskiptum en vextirnir eru festir að undangengnu útboði hverju sinni. Lausafjárstaða kerfisins er stillt af þannig að hún sé að jafnaði jöfn bindiskyldunni í hverjum mánuði. Lausafjárstefna

seðlabankans miðast við að daglánavextir á millibankamarkaði séu stöðugir og nálægt stýrivöxtunum. Tvennt er sameiginlegt með öllum þessu ólíku aðferðum sem seðlabankar beita til þess að hafa áhrif á markaðsvexti, efnahagslífið og verðbólgu með stýrivöxtum sínum. Þeir setja sér markmið um tiltekna skammtíavexti á millibankamarkaði þar sem bankar koma saman og lána hver öðrum til þess að stilla af lausafjárstöðu sína í lok dags. Seðlabankarnir hafa að auki áhrif á heildarlausafjárstöðu fjármálakerfisins, flestir daglega eða oft á dag, til þess að koma í veg fyrir að millibankavextir víki um of frá stýrivöxtum vegna tilfallandi sveiflna í greiðsluflæði.

Stjórnþæki Seðlabanka Íslands í peningamálum voru endurskoðuð 1998 en frá þeim tíma voru þau að mestu óbreytt þrátt fyrir umbyltingu á ramma peningastefnunnar snemma árs 2001. Endurskoðun stjórnþækjanna var lokaskref í þróun sem hafði verið í gangi frá því 1984 þar sem dregið var úr höftum á fjármálamörkuðum. Við endurskoðun stjórnþækjanna var meðal annars höfð hliðsjón af fyrirhuguðum stjórnþækjum evrópska seðlabankans.

Meginstjórnþæki Seðlabankans hafa frá því 1993 verið vextir í viðskiptum við bankann. Fram til 1986 hafði Seðlabankinn að auki heimild til að ákvarða lágmarksvexti á innlánnum og hámarksvexti á útlánnum lánastofnana. Það var fyrst árið 1984 að vextir á millibankamarkaði voru gefnir frjálsir. Síðan þá hefur Seðlabankinn aðeins stýrt vöxtum lánastofnana óbeint. Takmörkunum á viðskiptum með gjaldeyri var aflétt 1993–1995. Þau höfðu verið gefin frjáls vegna vöruviðskipta í byrjun viðreisnartímans en höftum var haldið á fjármagnshreyfingum sem voru háðar leyfi stjórnvalda.

Á Íslandi skorti verulega á að tæknileg útfærsla miðlunar peningastefnunnar væri fullnægjandi. Seðlabankinn var ekki með neina markmiðsvexti. Hann reyndi ekki að meta lausafjárþörfina í kerfinu. Framkvæmd peningastefnunnar var þannig í reynd að Seðlabankinn sá fjármálastofnunum fyrir ótakmörkuðu aðgengi að veðlánnum, svo lengi sem þær lögðu fram gild veð, og það nýttu þær sér í sívaxandi mæli frá því haustið 2005.

Banki sem skorti laust fé hafði val um að leita á millibankamarkað og greiða þar vexti til samkeppnisaðila eða leita til Seðlabankans og sækja fé þangað á (oftast nær) lítið eitt hærri vöxtum. Ef slíkri fjármögnun var rúllað stöðugt áfram og eign bankans á móti var verðtryggt útlán, og vextir á veðlánnum hjá Seðlabankanum voru "á eftir kúrfunni" (þ.e. of lágir til að slá á verðbólgu (sbr. mynd 45)) þá sá verðtryggingin um að gera útlánin arðsöm, óháð því hvert vaxtastigið var. Þessu mátti viðhalda á meðan kaupmáttur féll ekki um of en fall kaupmáttar leiddi til aukinna vanskila og afskrifta. Ef stýrivextir fylgdu ferli þar sem var nokkurn veginn fast vaxtaálag á vænta verðbólgu fól það í sér hvata til þess að auka útlán. Ef aftur hefði verið fylgt til dæmis einfaldri Taylor-reglu þar sem nafnvextir eru hækkaðir um 150% af hækkun væntrar verðbólgu hefði þessi hvati fljótlega horfið. Að vera á eftir kúrfunni kann því að hafa verið sérstaklega skaðlegt vegna verðtryggingarinnar þar sem það skapaði hvata til frekari útlánaaukningar. Hafi þetta verið tilfellið hefði mátt stöðva það með harðari peningastefnu, þ.e. meiri hækkun vaxta, og kröfu um verðtryggingarjöfnuð.

Á mynd 47 sjást stýrivextir Seðlabankans og vextir reiknaðir út frá einfaldri Taylor-reglu en myndin birtist í Peningamálum 2007/3 og gögnin eru fengin þaðan. Á myndinni sést að stýrivextir Seðlabankans eru alltaf lægri en vextir samkvæmt Taylor-reglu. Munurinn á ferlunum tveimur er sýndur á mynd 48 og þar kemur fram að frávikið eykst haustið 2005. Varasamt er að túlka þetta um of. Regla Taylors hefur þó oft þótt gefa þokkalega mynd af því eftir á hvernig vaxtaþróun seðlabanka hefur verið yfir lengri tímabil. Eigi að síður er þetta vísbending um að frá hausti 2005 hafi orðið einhver breyting á framkvæmd peningastefnunnar sem leiddi til þess að vaxtaákvæðanir falla enn lengra "á eftir kúrfunni" en áður. Aukið vægi "verðbólguhagnaðar" í afkomu bankanna frá þessum tíma styður við þessa túlkun en verðbólguhagnaður stafar af því að verðtryggðar eignir (þ.e. útlán) bankanna hækka í verði umfram kostnaðinn af fjármögnun þeirra. Frá hausti 2005 verður mikil aukning í fjármögnun bankanna með endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.

Fyrst eftir upptöku verðbólgu markmiðs vorið 2001 dró nokkuð úr stöðu endurhverfra viðskipta við Seðlabankann en eins og fyrr segir jukust endurhverf viðskipti verulega frá hausti 2005 og allt þar til stóru bankarnir féllu. Bankarnir sáu sér því ávallt hag í því að sækja sér laust fé til seðlabankans og koma því í umferð. Ef seðlabankinn hefði viljað draga úr þenslu hefði mátt ætla að hann hefði haft áhuga á að draga úr lausafé í kerfinu. Það er til dæmis hægt að gera með öfugum endurhverfum viðskiptum eða með útgáfu innstæðubréfa. En þá þurfa vextir að vera nægilega háir til þess að lánastofnanir í viðskiptum við Seðlabankann sjái sér hag í því að lána honum lausafé frekar en að koma því í vinnu annars staðar í kerfinu. Í desember 2003 bauð Seðlabankinn upp á tveggja vikna innstæðubréf í þeim tilgangi að draga laust fé úr umferð og vinna gegn hugsanlegum þensluáhrifum gjaldeyriskaupa bankans á þessum tíma og lækkunar bindiskyldunnar sem hafði verið lækkuð verulega á árinu 2003. Ekki var mikil eftirspurn eftir þessum innstæðubréfum á þessum tíma og kann það að benda til þess að þegar haustið 2003 hafi Seðlabankinn verið orðinn "á eftir kúrfunni".

### 4.5.3 Miðlunarferlið

"Þekking á því hvernig peningastefna hefur áhrif á verðbólgu, þ.e. miðlunarferlinu, er takmörkuð. Eigi að síður er ljóst að það er mun flóknara en í einföldum líkönum þar sem hlutverk vaxta sem fórnarkostnaðar peninga var eina leiðin fyrir áhrif vaxta á verðbólgu. Nú virðist ósennilegt að sú leið leiki mikilvægt hlutverk."

Markmið peningastefnunnar er að halda verðlagi stöðugu í þeim skilningi að verðbólga sé lítil, þ.e. sem næst 2,5% á ári, og sem stöðugust. Ef Seðlabankinn metur það svo að líklegt sé að verðbólga verði yfir 2,5% að öðru óbreyttu hækkar hann stýrivexti en ef bankinn telur líklegast að verðbólga verði undir 2,5% að öðru óbreyttu lækkar hann stýrivexti. Stýrivextir Seðlabankans hafa ekki bein áhrif á verðbólgu. Áhrifin miðlast um fjármálakerfið og hagkerfið eftir nokkrum leiðum sem eru mismunandi skjótvirkar og mis-áhrifamiklar. Flæðiritið hér að framan sýnir helstu miðlunarleiðir peningastefnunnar en það er byggt á samskonar flæðiriti í grein Þórarins G. Péturssonar um miðlunarferli peningastefnunnar sem birt var í Peningamáli Seðlabankans haustið 2001. Þar er því lýst hvernig breyting á stýrivöxtum hefur áhrif á heildareftirspurn í hagkerfinu og þar með á verðbólgu. Niðurstaða Þórarins er að fyrstu áhrifa vaxtabreytinga á verðbólgu gæti eftir um það bil ár og meginhluti áhrifanna sé kominn fram eftir um það bil eitt og hálf ár. Svipaðar útkomur hafa einnig fengist í prófunum á þjóðhagslíkani Seðlabankans. Þessi niðurstaða er í meginatriðum sambærileg við það sem metið hefur verið í öðrum löndum þar sem seðlabankar beita skammtímavöxtum til þess að hafa áhrif á verðbólgu.

Á flæðiritinu sést að fyrsti hluti miðlunarferlisins er í gegnum fjármálakerfið. Stýrivaxtaákvæðanir hafa þar áhrif á skammtímavexti og langtímavexti, eignaverð, peningamagn og gengi krónunnar. Einnig hefur ákvörðun Seðlabankans um stýrivexti áhrif á væntingar og trúverðugleika. Stefnuyfirlýsing bankans og annað kynningar- og greiningarefni sem hann birtir skiptir því einnig máli fyrir virkni peningastefnunnar. Hér á eftir verður fjallað um trúverðugleika Seðlabankans og miðlun vaxtaákvæðana um gengið en fyrst verður farið yfir reynsluna af miðlun peningastefnunnar um vexti.

Samkvæmt fræðunum hefur breyting á stýrivöxtum fljótt áhrif á peningamarkaði, þ.e. á verðbréf með líftíma allt að einu ári. Vextir á peningamarkaði hreyfast yfirleitt samstundis í sömu átt og stýrivöxtum var breytt. Þeir breytast þó almennt ekki jafnmikið enda fleiri þættir en stýrivextirnir einir sem geta haft verðmyndandi áhrif á verðbréf, jafnvel þótt þau hafi skamman líftíma. Lausafjárstaða bankakerfisins hefur til dæmis mikil áhrif á viðbrögð vaxta á peningamarkaði. Þess vegna leggja flestir seðlabankar sem beita skammtímavöxtum sem stjórnþæki mikið upp úr því að stýra lausafjárstöðunni nokkuð nákvæmlega eins og lýst var hér að framan. Það hefur Seðlabanki Íslands aftur á móti ekki gert hingað til. Þar sem Seðlabankinn leggur ekki mat á lausafjárþörf kerfisins fer það meðal annars eftir stöðu þess

hverju sinni hvaða vextir Seðlabankans eru virkir hverju sinni og gegna þar með hlutverki stýrivaxta í reynd. Það lítur því jafnvel út fyrir að Seðlabankinn líti á lausafjárstöðu bankakerfisins sem ytri stærð sem hann hafi ekki áhrif á en ákvarði eigi að síður viðbrögð markaðarins við aðgerðum bankans.

Helstu vextir Seðlabankans eru sýndir á mynd 49. Neðri mörk vaxtagangsins ráðast af þeim vöxtum sem Seðlabankinn greiðir lánastofnunum á innstæður þeirra í Seðlabankanum. Efri mörk vaxtagangsins eru daglánavextir Seðlabankans. Þar á milli liggja vextir á lánum gegn veði, sem almennt eru kallaðir stýrivextir bankans, og vextir á innstæðubréfum Seðlabankans. Í ljósi þess sem fjallað hefur verið um hér að framan um vaxtastýringu annarra seðlabanka er athyglisvert hve víður vaxtagangurinn er hjá íslenska seðlabankanum, þótt hann þrengist þegar líður á það tímabil sem hér er til skoðunar. Annað sem vekur athygli er hvernig afstaða stýrivaxtanna innan vaxtagangsins breytist. Undir lok tímabilsins liggja stýrivextirnir mun nær innlánsvöxtunum en daglánavöxtum Seðlabankans.

Vídd vaxtagangsins og óvirk lausafjárstýring hafa valdið miklu flökti í vöxtum á peningamarkaði. Einnig hafa komið upp tímabil þar sem einnar nætur vextir á millibankamarkaði hafa vikið verulega frá stýrivöxtum Seðlabankans svo mánuðum skiptir (mynd 50). Stýring á stystu markaðsvöxtum hefur því verið nokkuð ómarkviss, að minnsta kosti í samanburði við það sem gengur og gerist meðal ríkja á verðbólgu markmiði þar sem algengast er að seðlabankar setji sér markmið fyrir einnar nætur vexti á millibankamarkaði og beiti síðan stýrivöxtum og lausafjárstýringu til að halda markaðsvöxtunum sem næst markmiði.

Millibankavextir til þriggja mánaða hafa legið nærri, en oftast aðeins og stundum allnokkuð, fyrir ofan stýrivextina. Vaxtabilið milli stýrivaxta og þriggja mánaða millibankavaxta er áberandi á fyrstu árum verðbólgu markmiðsins sem bendir til þess að lánakerfið hafi skort laust fé. Vextir lækkuðu þegar lausafjárstaðan rýmkaði og færðust nær stýrivöxtunum. Seðlabankinn hóf að kaupa gjaldeyri á markaði 2002, hann lækkaði bindiskyldu í mars 2003 og aftur í desember það ár. Einnig var stór flokkur spariskírteina á gjalddaga í febrúar 2003 og við það jókst lausafjárstaðan. Svipuð staða kemur einnig upp árunum 2005 og síðan 2007 en vaxtabilið milli skammtíma millibankavaxta og stýrivaxtanna minnkar á ný þegar reglur um veðlán eru víkkaðar.

Á virkum markaði ráðast langtímavextir að miklu leyti af væntingum um þróun skammtíma vaxta á líftíma viðkomandi skuldabréfs.

Viðbrögð ávöxtunar langra skuldabréfa við breytingu stýrivaxta fer því eftir túlkun markaðsaðila á vaxtabreytingunni. Ef Seðlabankinn hækkar til dæmis stýrivexti til þess að vinna á væntri verðbólgu og markaðsaðilar trú á því að Seðlabankanum muni takast ætlunarverk sitt gera þeir ráð fyrir því að vextir muni lækka á ný. Langtímavextir hækka þá í kjölfar stýrivaxtahækkunar en minna en sem nemur breytingu stýrivaxtanna.

Ákvarðanir einstaklinga um sparnað og lántökur ráðast meðal annars af vaxtastigi og væntingum um það. Sama má segja um fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja. Áhrif stýrivaxtabreytinga á þá vexti sem skipta máli fyrir ákvarðanatöku í hagkerfinu eru mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar. Af þeim sökum halda ríkisstjórnir, sem vilja greiða fyrir virkni peningastefnunnar og koma í veg fyrir að vextir þurfi að hækka úr hófi til þess að hafa áhrif, úti grunnvaxtarófi. Þær halda því úti nokkrum flokkum ríkisskuldabréfa með tiltekna líftíma og af ákveðinni lágmarksstærð sem ætlað er að tryggja að næg dýpt sé á skuldabréfamarkaði til þess að verðmyndun ríkisbréfanna sé eðlileg og endurspeglir væntingar um vaxtaþróun. Sem dæmi gefur norska ríkið reglulega út ríkisvixla og ríkisskuldabréf í tímalengdum frá einum mánuði til tíu ára í þeim tilgangi að skapa áhættulausa vaxtakúrfu sem er grundvöllur fyrir skilvirkni fjármálamarkaða.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa er sýnd á mynd 51. Þar sést að það tekur töluverðan tíma fyrir langtímavexti að bregðast við hækkun stýrivaxta. Ein af ástæðum þess er hve lítið hefur verið gefið út af ríkisbréfum en lítil vilji var hjá ríkinu til skuldabréfaútgáfu á meðan myndarlegur afgangur var á ríkisfjármálum í uppsveiflunni. Það hefur því verið viðvarandi umframeftirspurn á markaði sem hefur haldið ávöxtunarkröfu ríkisbréfa niðri og tafið miðlun stýrivaxtahækkana yfir á langtímavexti. Í desember 2005 kynnti Lánasýsla ríkisins útgáfuáætlun ríkisbréfa fyrir árið 2006. Þar sem ríkið hafði ekki þörf fyrir lánsfæ var ákveðið að halda skuldabréfaútgáfu ríkisins á innlendum markaði í jafnvægi í þeim skilningi að ný bréf yrðu gefin út á árinu 2006 fyrir sömu upphæð og þau skuldabréf sem vora á gjalddaga á árinu eða ríkið keypti á markaði. Heildarútgáfa ríkisins var ekki mikil á þessum tíma en alls voru útistandandi 67 milljarðar króna í þremur ríkisbréfaflokkum og 24 milljarðar króna í einum flokki spariskírteina (verðtryggt skuldabréf). Einn flokkur spariskírteina var á gjalddaga á árinu en stærð hans var innan við hálfur milljarður króna. Lánasýslan tók þá ákvörðun að nota það litla svigrúm sem hún hafði til að endurskipuleggja útgáfu ríkisbréfa og byggja upp tvo lengri flokka ríkisbréfa í 32 milljarða króna hvorn á árinu en kaupa upp um helming stysta flokksins sem var á gjalddaga í febrúar 2007. Þá yrðu á markaði tveir nokkuð stórir ríkisbréfaflokkar þannig að verðmyndun þeirra ætti að geta verið eðlileg. Ekki var því vilji til að byggja upp grunnvaxtaferil en stækkun þessara tveggja flokka hefði hugsanlega hjálpað til við miðlun vaxta út á lengri enda vaxtarófsins og þar með aukið áhrif stýrivaxta á almenn lánakjör í landinu. Í maí árið 2006 var horfið frá þessum áformum og áherslan í útgáfu ríkisins sett á þriggja mánaða víxla og tveggja ára ríkisbréf. Þá var hafin sú stefna að gefa út tvisvar á ári nýja tveggja ára flokka ríkisbréfa sem yrðu um 15 milljarðar króna að stærð hver í stað þess að byggja upp lengri flokka útistandandi ríkisbréfa. Ekki var aukið við heildarframboð ríkisskuldabréfa heldur var nýjum útgáfum áfram mætt með gjalddögum og uppkaupum eldri skuldabréfaflokka.

Seðlabankinn óskaði ítrekað eftir því við fjármálaráðuneytið að ríkið myndi halda úti grunnvaxtaferli þannig að vaxtamyndun í landinu yrði eðlileg og miðlunarferlið um vaxtarófið virkt. Þórarinn G. Pétursson lýsti þessu í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "Já, eftir því sem staða ríkissjóðs batnar að þá verður ríkissjóður tregari við að halda úti grunnvaxtaferlinum. Og við áttum ítrekað fundi með þeim, með fjármálaráðuneytinu, bæði beint og í gegnum bankastjórana, þar sem var lögð áhersla á þetta, það var bara hreint út sagt enginn skilningur á þessu." Spurður að því hvort embættismenn í ráðuneytinu hafi einnig verið á þeirri skoðun að það væri mikilvægt að hafa ríkissjóð skuldlausan svaraði hann að það væru fyrst og fremst embættismenn en ekki ráðherrar sem hefðu verið andsnúnir því að auka útgáfu ríkisbréfa: "Baldur Guðlaugsson, sem var mjög á móti þessu [...] Við skrifuðum ítrekað um þetta í Peningamál, t.d. um þörfina á þessu og nauðsyn þessa og bentum á að [...] ríkissjóður væri að vanmeta kostnaðinn [...] því að [ef] þetta gengi illa þá þyrftum við að hafa hærri vexti en ella, sem mundi þá vera kostnaður og þeir væru ekki að taka þann kostnað inn í eða tilliti til hans. [...] [N]ærtækt dæmi [...] er Noregur, sem er með sama kerfi og við og náttúrulega með miklu betur staddan ríkissjóð. En þeir hafa gefið út ríkisskuldabréf og gera enn og halda úti mjög virkum skuldabréfamarkaði." Einn mikilvægasti farvegur peningastefnunnar er gegnum áhrif breytinga á vaxtastigi á útgjöld einkaaðila. Ef vaxtagjöld hækka þá verður minna af tekjum eftir til ráðstöfunar og eftirspurn eftir vörum og þjónustu dregst saman. Hærri vaxtakostnaður dregur einnig úr stórfjárfestingum. Vextir á fasteignalánum gegna því lykilhlutverki í miðlun peningastefnunnar í verð-bólgumarkmiðslöndum.

Þar sem vextir fasteignalána eru breytilegir hafa hreyfingar á stýrivöxtum yfirleitt fljótlega áhrif á greiðslubyrði þeirra sem greiða af fasteignalánum auk þess að hafa áhrif á fjármögnunarkostnað og þar með ákvörðun um fasteignakaup og fjárfestingu í húsnæði og á húsnæðisverð. Breytingar á húsnæðisverði hafa síðan auðsáhrif á einkaneyslu en húsnæði er stærsta einstaka eign flestra heimila. Þar sem vextir eru fastir skortir beinu áhrifin á greiðslubyrði og miðlun peningastefnunnar í gegnum eftirspurn heimilanna verður því nokkru veikari en ella.

Verðtrygging langtímaskulda er nokkuð útbreidd hér en hún þekktist þó víðar þar sem verðbólga hefur stundum verið vandamál. Verðtryggð skuldabréf eru nokkuð algeng í löndum sem hafa gengið í gegnum verðbólgu tímabil, svo sem í Ísrael, Chile, Mexíkó og Tyrklandi. Einnig hafa verðtryggð húsnaðislán náð útbreiðslu í þessum löndum, að minnsta kosti á ákveðnum tímabilum.

Áhrif stýrivaxta á vexti íbúðalána eru mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar eins og áður segir. Verðtrygging og fastir raunvextir, oft til fjórutíu ára, draga þó úr þessari virkni. Væntanlega hefði miðlun stýrivaxtabreytinga yfir í langtíma raunvexti verið greiðari ef óverðtryggð og verðtryggð markaðsskuldabréf væru gefin út í nægjanlega stórum flokkum og með sambærilegan líftíma. Áhersla ríkisins á útgáfu skammtíma bréfa og viljaleysi til útgáfu langra ríkisskuldabréfa sem og almennur tregi til skuldsetningar ríkisins undanfarin ár leikur þar hlutverk. Bann við verðtryggingu skuldabréfa með minna en fimm ára líftíma kom í veg fyrir að ríkisbréf með stuttan líftíma væru valkostur við verðtryggð bréf með sambærilegan líftíma. Flokkar íbúðabréfa sem gefnir voru út af Íbúðalánasjóði mynduðu grunn verðtryggðra vaxta með ríkisábyrgð en ríkið hefur ekki gefið út verðtryggð skuldabréf í 15 ár. Í reynd var það þannig lengst af á þeim tíma sem ofþenslan í hagkerfinu byggðist upp að vaxtaferlarnir tveir, sá verðtryggð og sá óverðtryggð, sköruðust nánast ekkert, eða aðeins í einum punkti. Langtímavextir sem réðust af ávöxtun íbúðabréfa á markaði stjórnuðust lengst af meira af langtímavöxtum á alþjóðafjármálamörkuðum en af peningastefnu Seðlabankans.

Mörg ríki hafa áttað sig á kostum verðtryggingar og mikilvægi ríkisins til myndunar grunnvaxta á verðtryggðum jafnt sem óverðtryggðum markaði. Bandaríski markaðurinn með verðtryggð ríkisskuldabréf er líklega sá stærsti í heiminum en bandaríska ríkið hóf útgáfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa sama ár og íslenska ríkið hætti slíkum útgáfum. Nokkuð löng hefð er einnig fyrir útgáfum verðtryggðra ríkisskuldabréfa í Frakklandi og hefur franska ríkið um árabil haft það markmið að ákveðið hlutfall skuldabréfaútgáfu þess, um 15%, sé í verðtryggðum flokkum. Fleiri lönd hafa hafið eða aukið útgáfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa undanfarin ár. Breska ríkið er stór útgefandi verðtryggðra bréfa en einnig má nefna lönd eins og Ítalíu, Ástralíu, Svíþjóð og Kanada svo að nokkur dæmi séu tekin.

Ein af þeim úrbótum sem Efnahags- og framfarastofnunin lagði til að ráðist væri í hið fyrsta var afnám hafta á verðtryggingu enda engin rök fyrir því að takmarka valmöguleika lántakenda og sparenda á þann hátt. Útgáfa verðtryggðra ríkisskuldabréfa með skamman líftíma og óverðtryggðra ríkisbréfa með langan líftíma hefði að líkum greitt fyrir miðlun peningastefnunnar yfir í vexti á húsnaðislánum auk þess sem þannig hefði fengist betri mælikvarði á verðbólguvæntingar til mislangs tíma sem hefði hugsanlega hjálpað Seðlabankanum að vinna markvissar að lausn trúverðugleikavandans sem jókst hjá honum á þensluskeiðinu.

Auðvelt aðgengi fyrirtækja og heimila að lánum í erlendum myntum, sem jafnan báru mun lægri vexti en lán í krónum, spillti virkni peningastefnunnar um vaxtarófið enn frekar. Ef horft er framhjá gengisáhættunni, sem fylgir slíkum lántökum og er veruleg, voru vaxtakjörin mun hagstæðari en vextir á óverðtryggðum krónum. Vilji til lántöku í erlendum gjaldmiðlum til fjárfestingar á hlutabréfamarkaði og, einkum seinustu misserin, í íbúðarhúsnaði tafði einnig virkni peningastefnunnar á eignaverð og auðsáhrif hennar. Seðlabankinn benti á þetta meðal annars í Peningamálum um mitt ár 2007: "Aukin hlutdeild lána í erlendum gjaldmiðlum vinnur gegn aðhaldi peningastefnunnar til skamms tíma og getur magnað útlánasamdrátt þegar í bakseglin slær."

Miðlun peningastefnunnar um gengið Í greininni "Miðlunarferli peningastefnunnar" sem birtist í Peningamálum árið 2001 segir að áhrif vaxtaákvæðana seðlabanka á gengi innlends gjaldmiðils séu óljós enda ráðist þau meðal annars af væntingum um innlenda og erlenda efnahagsþróun, þar á meðal verðbólguvæntingum og væntingum um þróun vaxta. Yfirleitt ætti þó óvænt vaxtahækkun að valda gengisstyrkingu. Vaxtahækkun leiðir að öðru óbreyttu til gengisstyrkingar þar sem innlendar

vaxtaberandi eignir verða hlutfallslega arðsamari en sambærilegar erlendar eignir. Vaxtahækkun Seðlabankans leiðir því til aukinnar eftirspurnar eftir krónum á gjaldeyrismarkaði og þar með til sterkara gengis en vaxtamunur milli sambærilegra innlendra og erlendra vaxta endurspeglar væntingar um gengisbreytingu gjaldmiðilsins auk áhættuþóknunar.

Vorið 2001, þegar Seðlabankinn tók upp verðbólguþolmið, var framkvæmd þess og virkni útskýrð í Peningamálum í greininni "Nýr rammi peningastefnunnar". Þar segir meðal annars: "Bankinn miðar því peningastefnuna ekki lengur við að halda gengi krónunnar innan ákveðinna vikmarka heldur mun gengi krónunnar ráðast í meginatriðum á markaði án sérstakrar íhlutunar Seðlabankans." Þar er einnig vakin sérstök athygli á mikilvægi gengis fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland: "Fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland skiptir hins vegar gengi gjaldmiðils þess töluverðu máli fyrir innlenda verðlagsþróun og efnahagslífið almennt. Því mun Seðlabankinn eftir sem áður fylgjast náið með þróun gengisins og bregðast við gengisþróun að því leyti sem bankinn telur það nauðsynlegt til að ná markmiðum sínum. Hann mun því áfram hafa svigrúm til að grípa beint inn í þróun gjaldeyrismarkaðarins með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að framgangi verðbólguþolmiðsins eða telji hann að gengissveiflur ógni fjármálalegum stöðugleika."

Eftir að uppsveiflan er komin á skrið og þenslumerki efnahagslífsins eru orðin ótvíræð vorið 2005 sagði í fyrstu Peningamálum það árið að "Vaxtahækkun Seðlabankans um 1½ prósentu frá nóvember eiga þátt í riflega 10% gengishækkun krónunnar frá lokum nóvember." Seðlabankinn var því snemma ljóst að vaxtaákvarðanir hans stóðu að minnsta kosti að hluta til á bak við ofris krónunnar. Þarna segir enn fremur: "Áhrif peningastefnu á gengi gjaldmiðla eru mikilvæg miðlunarleið hennar í opnu hagkerfi. Við núverandi aðstæður verður þessi miðlunarleið afar virk og áhrifarík. Ef hún væri ekki fyrir hendi hefði peningastefnan ekki sömu áhrif og ella, eins og aðstæður eru nú á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Þess vegna er mikilvægt að hindra ekki virkni hennar." Þessa yfirlýsingu bankastjórnar Seðlabankans er vart hægt að skilja öðruvísi en svo að styrking krónunnar vegna hækkunar stýrivaxta sé talin æskileg þar sem styrking krónu leiði til lægri verðbólgu. Fljótlega fer hins vegar að gæta í stefnuyfirlýsingum bankastjórnar Seðlabankans vaxandi áhyggja af væntanlegri lækkun gengisins. Í þriðja hefti Peningamála sem kom út árið 2005 segir: "Hins vegar er ekki útilokað að gengisaðlögun verði á einhverju tímabili hraðari en samrýmist verðbólguþolmiðinu. Seðlabankinn gæti þurft að bregðast við þeirri framvindu með því að hækka stýrivexti. Erfitt er að sjá fyrir hve háir vextirnir þurfa að verða á aðlögunarskeiðinu. Í spám ýmissa rýnenda á markaði virðist í mörgum tilvikum gengið út frá því að bankinn muni ekkert aðhafast þótt gengisþróun samrýmist ekki verðbólguþolmiðinu hans. Slík háttsemi væri hins vegar ekki í samræmi við lögboðna skyldu Seðlabankans." Seðlabankinn gefur þarna sterklega í skyn að hann muni bregðast hart við veikingu krónunnar með hækkun stýrivaxta. Þarna er heitið nokkuð ósamhverfum viðbrögðum sem þó má segja að samrýmist stefnu bankans um að ná niður verðbólgu. Vísitandi er spilað á virkni peningastefnunnar um gengið og ris krónunnar látið óáreitt þótt það sé klárlega aðeins vísbending um leiðréttingu seinna meir með gengisfalli sem verður því meira og því skarpara sem krónan fær að hækka lengur. En hér er einnig verið að gefa spákaupmönnum sem stunda vaxta-munarviðskipti undir fótinn og svo virðist sem bankastjórn Seðlabankans hafi gert sér fyllilega grein fyrir því eins og eftirfarandi tilvitnanir í stefnuyfirlýsingar bankastjórnarinnar bera með sér: "Vegna þess að vextir á erlendum skuldabréfa- og lánamörkuðum eru nálægt sögulegu lágmarki þarf ekki mjög háa stýrivexti hér á landi til þess að vaxtamunur við útlönd verði svo mikill að hann hafi aðdráttarafli fyrir erlenda fjárfesta í leit að ábatasamri en nokkuð áhættusamri skammtímafjárfestingu." Seinna á árinu ítrekar bankastjórnin að hún hyggist stuðla að því að vaxtamunur komi í veg fyrir fall krónunnar: "Á næstu misserum mun Seðlabankinn þurfa að haga peningastefnunni þannig að aðlögun gengis, sem til lengri tíma lítið virðist óumflýjanleg, leiði ekki til meiri verðbólgu en samræmist verðbólguþolmiðinu. Til þess mun þurfa strangt aðhald svo lengi sem veruleg framleiðsluspenna og spenna á vinnumarkaði valda þrýstingi á verðlag. Vaxtamunur við útlönd þarf jafnframt að vera nægur

til að stuðla að hægfare aðlögun gengisins." Þótt svo virðist sem Seðlabankinn hafi ekki verið mótfallinn því að styrking krónunnar hjálpaði til í baráttunni við verðbólguna er alveg ljóst að bankinn gerði sér vel grein fyrir óæskilegum áhrifum hækkandi gengis svo og því hvernig gengisstyrking slær á verðbólgu með neikvæðum áhrifum á raunhagkerfið. Þessu er nánar lýst í efnahagsgreiningunni í því hefti Peningamála sem vitnað er til hér að framan: "Í opnu hagkerfi er gengi gjaldmiðils eitt mikilvægasta hlutfallslega verðið í þjóðarbúskapnum. Jafnframt má líta á gengi gjaldmiðils sem eignaverð, sem lýtur svipuðum lögmaðum og annað eignaverð, meðal annars óvissu um langtímajafnvægi, sterk áhrif væntinga, tilhneigingu til spákaupmennsku o.s.frv. Þessir eiginleikar leiða öðru hverju til mikilla verðsveiflna. Gengi krónunnar er sú stærð í þjóðarbúskapnum sem ræður einna mestu um verðbólguþróun til skemmri tíma og um leið ein mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi." "Núverandi aðstæður á erlendum lánamörkuðum leiða til þess að meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengisbreytingar en ella. Vaxtamunur verður meiri en ella og áhrif aðhaldssamrar peningastefnu á gengið sterkari, eins og glöggst hefur komið fram á undanförunum mánuðum. Hærra gengi stuðlar beint að auknu aðhaldi með fernum hætti. Í fyrsta lagi er ljóst að þegar raungengi er farið að nálgast sögulegt hámark og viðskiptahalli orðinn svo mikill sem raunin er aukast líkur á gengislækkun síðar, eins og komið hefur fram. Erlent lánsfjármagn verður því óhagkvæmara sem nemur væntri gengislækkun krónunnar á líftíma lánsins. Í öðru lagi dregur hærra gengi úr hagnaði í samkeppnisgeiranum vegna aukinnar erlendrur verðsamkeppni, sem dregur úr getu til fjárfestingar og svigrúmi til launahækkana. Í þriðja lagi lækkar hærra gengi verðlag innfluttrar vöru sem dregur úr verðbólgu, en það hefur jafnan áhrif á verðbólguvæntingar og þar með launakröfur launþega. Í fjórða lagi beinir hærra gengi eftirspurn út úr þjóðarbúskapnum, sem dregur úr framleiðsluspennu og verðbólgu til lengri tíma." "Ekki er ósennilegt að fjárfestar, sem stunduðu svo kölluð vaxtamunarviðskipti (e. carry-trade), hafi túlkað þessar yfirlýsingar sem nokkurs konar tryggingu fyrir því að vaxtamunur myndi nægja til þess að bæta upp hugsanlega gengislækkun krónunnar. Þessi ósamhverfni viðbragða, þar sem ofris krónunnar er látið óáreitt en viðbrögðum heitið við leiðréttingu þar sem krónan veikist í átt að jafnvægisgildi, minnir á viðbrögð bandaríska seðlabankastjórans, Greenspan, við breytingum eignaverðs. Hér hefur því myndast hætta á því að áhættufjárfestar hafi litið svo á að Seðlabankinn hafi gefið út sölurétt á krónum. Vaxtamunarviðskipti felast í því að tekið er lán í gjaldmiðli þar sem vextir eru lágir, svo sem japönskum jenum eða svissneskum frönskum. Lánsupphæðinni er síðan skipt yfir í gjaldmiðil sem greiðir háa vexti en íslenska krónan komst í hóp með vinsælum hávaxtamýntum, svo sem tyrkneskri líru, suðurafrísku randi og brasilískum real, á árinu 2005. Seðlabankinn hélt áfram að hækka vexti og vaxtamunur við helstu lágvaxtamýntir jókst út árið 2006 (mynd 53). Mögulegur ábati af vaxtamunarviðskiptum jókst því jafnt og þétt, að því gefnu að krónunni væri ekki leyft að veikjast að ráði.

Undir lok fyrsta ársfjórðungs 2008 var vaxtamunurinn enn verulegur á mælikvarða stýrivaxta en þá féll hann skyndilega á gjaldeyrisskiptamarkaði (mynd 54), sjá nánari umfjöllun um þetta í kafla 13.0. Óformlegur gjaldeyrisskiptamarkaður var stofnaður af viðskiptavökum á millibankamarkaði með gjaldeyri og Seðlabankanum í nóvember 2001. Í mars 2002 tóku gildi reglur um millibankamarkað með gjaldeyrisskiptasamninga en tilgangurinn með markaðnum var að styrkja vaxtamýndun og auðvelda fjárstýringu. Í gjaldeyrisskiptasamningi er samið um viðskipti með gjaldeyri sem gengur til baka eftir ákveðinn tíma á ákveðnu verði. Skiptasamningurinn er því tvíþættur. Annars vegar einföld gjaldeyrisviðskipti þar sem annar aðilinn kaupir erlendan gjaldeyri af hinum, og hins vegar framvirkan gjaldeyrisamning í gagnstæða átt. Jöklabréf Gjaldyrissskiptasamningar voru einn farvegur vaxtamunarviðskipta. Annar farvegur þessara viðskipta var um svo kölluð jöklafrétt. Jöklafrétt eru skuldabréf í íslenskum krónum sem eru gefin út í útlöndum af erlendum aðilum. Bréf sem þessi sem eru gefin út í gjaldmiðli annars lands eru jafnan kölluð evróbréf, eða Eurobonds á ensku. Nafngiftin hefur ekkert með evrur að gera heldur þá staðreynd að slíkar útgáfur fóru af stað upp úr 1960 í Evrópu þar sem fyrirtæki gáfu út skuldabréf í dollurum og seldu til evrópskra sparifjäreigenda. Útgáfa evróbréfa

færðist í vöxt á undanförunum áratugum sem birtingar-mynd vaxtamunarviðskipta þar sem áhættusæknir fjárfestar tóku á sig gjaldeyrisáhættu í von um að hagnast á vaxtamun. Útgáfa sambærilegra bréfa við íslensku jöklabréfin er vel þekkt og hefur til dæmis verið stunduð í tæpan aldarfjórðung með skuldabréf í nýsjálenskum dal (kiwi-bréf).

Frá sjónarhóli útgefanda bréfanna er tilgangurinn að ná í lánsfé á sem lægstum vöxtum. Í tilviki jöklabréfanna er það ekki svo að útgefandinn hafi eitthvað við krónur að gera. Dæmi um útgefendur jöklabréfa eru Alþjóðabankinn, austurríska ríkið, Toyota og Evrópski fjárfestingarbankinn. Til þess að útgefandinn hagnist á slíkri útgáfu og nái í þann gjaldmiðil sem hann þarfnast þarf hann að hafa aðgang að breiðum hópi fjárfesta sem hefur áhuga á því að setja hluta af sínum sparnaði í þann gjaldmiðil sem gefið er út í, þ.e. krónur í tilviki jöklabréfanna. Útgefandinn þarf að hafa gott lánshæfismat og hann þarf að hafa möguleika á að skipta á krónunum og vaxtagreiðslum á þeim yfir í þá mynt sem hann hefur þörf fyrir.

Algengast er að útgáfan fari þannig fram að umsjónaraðili tekur að sér að sækja fjármögnun fyrir útgefandann. Umsjónaraðilinn getur nýtt sér aðgengi að breiðum hópi fjárfesta og gott lánshæfi sitt og lántakandans til þess að selja skuldabréf í annarri mynt með lægra álagi ofan á áhættulausa vexti í þeim gjaldmiðli en í þeim gjaldmiðli sem lántakandann vantar. Þá þarf umsjónaraðilinn að gera gjaldmiðlaskiptasamning við aðila, til dæmis banka með starfsemi í þeirri mynt sem gefið er út í, eða gera framvirkan gjaldeyrissamning, eða fjárfesta í áhættulausum skuldabréfum í myntinni sem um ræðir. Þannig fær útgefandinn lægri vexti en ella eftir að hann og mótaðilinn í skiptasamningnum hafa skipt ávinningnum á milli sín.

Almennasta formið er að endafjárfestirinn sitji uppi með gjaldeyrisáhættuna. Umsjónaraðilinn er með mótaðilaáhættu á banka vegna gjaldeyrisskiptasamninganna eða áhættu á viðkomandi ríki, í því tilviki sem keypt hafa verið áhættulaus ríkisskuldabréf til varnar samningnum.

Útgáfa jöklabréfa hófst í lok ágúst 2005 þegar norsk útlutningssjóðurinn Eksportfinans gaf út skuldabréf að upphæð 3 milljarðar króna og voru þau seld á ávöxtunarkröfunni 8,74% en ávöxtunarkrafa ríkisbréfs sem var á gjalddaga í febrúar 2007 var um 9,17% á þessum tíma. Þessi fyrstu jöklabréf voru gefin út til tveggja ára með gjalddaga 7. september 2007. Eftirspurnin var mikil og útgáfan var stækkuð í þriggja á nokkrum dögum. Í lok ágúst hafði Eksportfinans gefið út alls 9 milljarða króna. Fljótlega bættust fleiri útgefendur í hópinn og þeirra stórtækastir í útgáfum voru Rabobank í Hollandi og þýski þróunarbankinn KfW. Í lok árs 2005 var heildarútgáfan komin upp í 152 milljarða króna. Mynd 55 sýnir útgáfur jöklabréfa á mánuðum ásamt upphæð sem var á gjalddaga í hverjum mánuði.

Sem fyrr segir má líta á útgáfu jöklabréfa sem birtingarmynd vaxtamunarviðskipta. Kjöraðstæður fyrir svona útgáfu eru háir vextir og gjaldmiðill sem er að styrkjast. Einnig má líta á þetta ástand þannig að sterkt gengi krónunnar hafi átt þátt í mótun viðskiptahalla þar sem samkeppnisstaða innlendrar framleiðslu versnaði en erlendrar batnaði (mynd 56). Eftirspurn fluttist þannig úr landi og innflutningur jókst og þar með viðskiptahallinn. Við það hækkuðu vextir vegna þess að þeir þurftu að draga að frekara fjármagn til þess að fjármagna viðskiptahallann.

Þótt jöklabréf séu gefin út af erlendum aðilum og alla jafna seld erlendum fjárfestum haldast þau í hendur við erlenda skuldaföfnun (mynd 57). Krónan styrktist nokkuð jafnt og þétt frá því 2001 og allt þar til seint á árinu 2005. Hrein erlend staða þjóðarbúsins (þ.e. eignir Íslendinga í útlöndum og skuldir útlendinga við Íslendinga að frádregnum eignum útlendinga á Íslandi og skuldum Íslendinga við útlendinga) hélst nokkuð stöðug á árunum 2001 til 2004 eða neikvæð um því sem næst 500 milljarða króna. Skuldastaða þjóðarbúsins mæld á þennan hátt hafði ríflega tvöfaldast á árinu 2005 áður en gengi krónunnar lækkaði snemma árs 2006 en skuldastaðan versnaði við það. Ástæða þess að vöxtur í útgáfu jöklabréfa helst að öðru óbreyttu í hendur við vaxandi hreina skuldastöðu er að forsenda fyrir útgáfu

jöklabréfanna er sú að einhver geti notað krónurnar og sé tilbúinn til að láta evrur eða annan erlendan gjaldmiðil af hendi í staðinn. Jöklabréfin eru því farvegur fyrir erlendar lántökur íslenskra banka yfir í aukin innlend útlán í krónum. Útgáfan er þannig drifin áfram af vilja íslenskra fyrirtækja og heimila til að auka skuldsetningu sína.

Þegar mest var, í byrjun september 2007, voru útistandandi jöklabréf fyrir ríflega 450 milljarða króna, eða um 35% af vergri landsframleiðslu (mynd 58). Til samanburðar nam heildarútgáfa ríkisbréfa á þessum tíma 92 milljörðum króna.

Við útgáfu jöklabréfs fær útgefandinn í hendur krónur sem hann skiptir fyrir evrur eða annan gjaldmiðil sem hann hyggst nota. Umsjónaraðilinn finnur því mótaðila sem er tilbúinn í skiptasamning og getur notað krónurnar. Umsjónaraðilinn þarf einnig að tryggja að hann geti skilað krónunum til eiganda bréfanna í lok tímabilsins, þ.e. hann þarf að verja sig gegn gengisáhættunni á samningstímanum. Flæðiritið hér sýnir þær greiðslur sem eiga sér stað við útgáfu jöklabréfs.

Eftirspurn eftir krónum eykst því þegar útgáfan hefst. Fram er komin ný eftirspurn eftir sama magni af krónum. Af því leiðir að gengi krónunnar styrkist. Hærrí vextir leiða til aukinnar útgáfu jöklabréfa og þar með enn sterkari krónu og lægra innflutningsverðs. Virkni peningastefnunnar eftir gengisleiðinni eykst því við tilkomu jöklabréfanna. Aukin eftirspurn eftir íslenskum ríkisskuldabréfum til að verja stöðu í jöklabréfum leiðir aftur á móti til lækkunar á markaðsvöxtum og dregur því úr virkni peningastefnunnar eftir vaxtaleiðinni. Útgáfa jöklabréfa reyndi því á peningastefnuna. Virknin um gengisfarveginn jókst á sama tíma og virknin um vaxtarófið minnkaði. Seðlabankinn lagði megináherslu á virkni eftir vaxtaleiðinni enda vinnur hún með því að draga úr innlendri eftirspurn. Gengisleiðin temprar verðbólgu með því að valda styrkingu gengisins en á sama tíma beinir hún eftirspurn út úr landinu. Gengisleiðin er fljótvirkari í því að hún hefur strax áhrif á verðlag en hefur þann galla til lengri tíma að sterkt gengi skapar hættu á erlendum lántökum og veikingu efnahagsreikninga. Auk þess leiðir frekari styrking sterks gengis til vaxandi ójafnvægis og eykur á viðskiptahallann. Það er því vart sjálfbær peningastefna sem treystir á styrkingu sterks gengis til að slá á verðbólgu en megnar ekki að hækka markaðsvexti að ráði.

Þegar jöklabréf er á gjalddaga ganga greiðslurnar til baka. Ef ekkert annað gerist ætti gengi krónunnar að veikjast á ný. Ekki er þó sjálfgefið að reikna megi með gengisveikingu á gjalddaga jöklabréfs. Í fyrsta lagi er hér komin fram ný eftirspurn sem ekki var til staðar áður. Sú breyting olli styrkingu krónunnar. Að jafnaði og yfir lengri tíma ættu að koma nýjar útgáfur á móti eldri sem eru á gjalddaga. Það er því ekki fyrr en jöklabréfaútgáfan hættir sem krónan ætti að veikjast. Í öðru lagi er verðlagning á virkum mörkuðum framsýn. Gjalddagar eru vel þekktir með löngum fyrirvara en verðbreytingar stafa af tilkomu nýrra upplýsinga. Í þriðja lagi er ósamræmi milli tímallengdar á erlendri fjármögnun íslenskra fjármálafyrirtækja sem notuð er til skipta á móti jöklabréfunum og líftíma jöklabréfanna sem alla jafna er mun styttri. Falli jöklabréf á gjalddaga losnar því um erlent fjármagn hjá innlendum fjármálastofnunum. Áhrif á krónuna fara því eftir því hvernig þessu erlenda fjármagn er ráðstafað. Ef erlenda fjármögnunin er áfram lánuð út sem lán í erlendum gjaldmiðli til einstaklinga eða fyrirtækja, sem hafa þörf fyrir að nota krónur og kaupa því krónur fyrir gjaldeyrislánið, mun gengið ekki gefa eftir. Gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum viðkomandi lántaka eykst þó og hann situr nú uppi með gjaldeyrisáhættuna í stað erlendu fjárfestanna áður.

Veiking krónunnar stafar því í reynd af því að innlenda fjármálastofnunin, sem var mótaðili í jöklabréfaskiptunum, er að greiða upp erlenda lántöku. Á sama hátt var raunveruleg ástæða þess að krónan styrktist sú að innlendar lánastofnanir fóru að nota erlent lánsfjármagn innanlands. Jöklabréfin voru aðeins nýr farvegur fyrir slíkt þar sem gjaldeyrisáhættan var flutt úr landi. Þegar jöklabréfin eru á gjalddaga og engar nýjar útgáfur koma gerist því annað af tvennu: erlend fjármögnun er notuð áfram innanlands og gjaldeyris-áhættan flyst til innlendra viðskiptavina íslensks banka, eða íslenski bankinn

greiðir upp erlenda fjármögnun á móti jöklabréfinu sem var á gjalddaga og krónan veikist aftur. Rannsóknir nýsjálenska seðlabankans bentu til þess að gjaldmiðillinn væri tiltölulega ónæmur fyrir flæði kiwi-bréfanna (nýsjálensku jöklabréfanna) og ekki væru merkjanleg gengisáhrif vegna útgáfu eða gjalddaga þeirra. Jöklabréfin hafa því líklega átt þátt í því að auka á innra og ytra ójafnvægi hagkerfisins í aðdragandanum að hruni bankanna. Þau voru birtingarmynd hins ytra ójafnvægis sem hafði myndast. Þau eru í sjálfu sér ekki nýtt fjármagn heldur fremur gengisvörn á innlendum útlánnum sem íslensku bankarnir fjármagna með erlendum lántökum. Gengisvörnin byggðist á þeirri forsendu að útlendingar væru tilbúnir að taka á sig gjaldeyrisáhættuna af því að veita erlendu lánsfé inn í landið. Þegar áhugi erlendra fjárfesta á því minnkaði fluttist gjaldeyrisáhættan á útgefanda og/eða mótaðila (þ.e. íslenskan banka eða íslenska lántakendur).

Að því leyti sem áhættan við útgáfu jöklabréfa er undirverðlögð stuðlar hún að aukningu innlends lánsfjár. Erlendir fjárfestar kaupa krónur á gjald-eyrismarkaði sem enda á millibankamarkaði með krónur, í ríkisskuldabréfum eða sem útlán til íslenskra fyrirtækja og heimila. Af hlýst lækkun innlendra markaðsvaxta, hækkun eignaverðs og aukin eftirspurn eftir innfluttum vörum, þ.e. vaxandi viðskiptahalli og aukin heildareftirspurn innanlands sem þrýstir upp verðlagi. Þessi leið fyrir erlendar lántökur íslenskra banka inn á íslenskan lánamarkað verður því til þess að auka á þenslu og það ójafnvægi, innra sem ytra, er af henni hlýst.

Þegar erlendir fjárfestar missa trú á Íslandi eða áhættufælmi þeirra eykst gerist tvennt. Í fyrsta lagi reyna þeir að verja sig gengishruni á krónunni. Í öðru lagi lokast lánalínur fyrir íslenskum bönkum.

Í fyrra skrefinu reyna handhafar jöklabréfanna að loka stöðu sinni í krónum og leita því til útgefandans eða umsjónaraðilans og ganga frá framvirkum gjaldeyrisamningi. Umsjónaraðillinn er þá kominn með gjaldeyrisáhættuna og hann gerir nýjan skiptasamning við íslenskan banka, eða kaupir íslensk skuldabréf til að verja sig tapi af hugsanlegri lækkun krónunnar.

Þórarinn G. Pétursson, hagfræðingur hjá Seðlabanka Íslands, lýsir viðbrögðum Seðlabankans við útgáfu jöklabréfa þannig: "okkur voru kynntar þessar hugmyndir fyrir fram, af sérstaklega þá TD Securities, sem var miðlarinn í þessu, þeir koma og kynna fyrir okkur þessi áform sín. Við sáum svo sem ekki hvað við gætum gert til að stoppa þetta enda man ég að það var alveg mín skoðun að það væri engin ástæða til að stoppa þetta, þetta væri bara endurspeglun á efnahagsástandinu, að við værum annars staðar í hagsveiflunni og það væri þensla hér, það þyrfti að fjármagna með innflæði á fjármagni og þetta væri endurspeglun á því. Við vorum meðvitaðir um [...] hvaða afleiðingar þetta hefði gert, þetta mundi styrkja gengið [...], lækka markaðsvexti og gera okkur erfiðara fyrir en hvað áttum við svo sem að gera? Ég held að, það var mín skoðun þá og er ennþá að, peningastefnan í svona aðstæðum þar sem við erum úr [takt] við alþjóðlegu hagsveifluna, við erum að auka aðhald þegar aðrir eru að lækka það, þá [eru afleiðingar peningastefnunnar] verður viðskiptahalli og gengið verður sterkt, það náttúrulega hangir saman, gengið verður sterkt [...] viðbrögðin við því eru ekki að hafa minna aðhaldssama peningastefnu, alls ekki í mínum huga, það hefðu verið stórfelld mistök, ég held að hún hafi verið of aðhaldslítil, heldur á að beita öðrum stjórnækjum og það var fyrst og fremst ríkissjóður. Það átti að draga þá verulega úr útgjöldum, því það dregur úr innlendri eftirspurn og minnkar þar með viðskiptahallann og það hefði verið þá leiðin til að minnka þessa jöklabréfaútgáfu, ekki að draga úr aðhaldi á peningastefnu, því að í mínum huga þá var alveg klárt að orsökkin fyrir jöklabréfaútgáfunni, eru ekki stýrivextirnir, heldur þenslan innanlands sem leiddi til hárra vaxta, frumorsökkin er ekki vextirnir, heldur þenslan." "Leiðin, viðbrögðin við þessu eru ekki að [...] hafa lægri vexti í mínum huga heldur draga úr innlendri eftirspurn með ríkisfjármálunum og hindra þessa erlendu lántöku með eiginfjárkröfum á bankana, sem sagt auka eiginfjárkröfur, því að í grunninn er þetta, það sem er að drífa þetta áfram í mínum huga [...] að það hefur verið gríðarlega eftirspurn innlendra aðila eftir erlendu lánsfé. Þarna myndast farvegur til að uppfylla þá eftirspurn, það voru ekki bara vextirnir sem héldu þessu síðan, heldur náttúrulega fer

peningastefnan smám saman að, í öngstræti að því leyti til að af því að gengisfarvegurinn var eini farvegurinn sem var að virka að þá er smám saman verið að koma peningastefnunni út í horn varðandi það að gengið má ekkert lækka mikið. Og það fer að verða enn meira vandamál eftir því sem þessi erlenda lántaka eykst, því þá fara að koma þessi efnahagsreikningaáhrif, þannig að okkur var orðið ljóst 2008, sem að síðan sem sagt kemur náttúrliga fram í því sem gerðist að gengið mátti ekkert lækka neitt rosalega mikið út af efnahagsreikningum fyrirtækja og heimila. Þessir aðilar eru náttúrliga engir vitleysingar, þeir vita það, þannig að það eru ekki bara vextir og loforð um háa vexti, heldur loforð um að gengið verði varið, það megi ekki lækka, sem gerir það að verkum að það verður enn arðsamara."

#### 4.5.4 Trúverðugleiki peningastefnunnar og verðbólguvæntingar

Seðlabanka mun ekki takast vel til við að halda verðbólgu nálægt markmiði nema honum heppnist að stýra verðbólguvæntingum sem næst því. Til þess þarf að ríkja almennt traust á því að seðlabankinn sé sjálfstæð stofnun sem lúti ekki duttlungum stjórnámálanna. Freistingar til að auka þenslu í aðdraganda kosninga með slakri peningastjórn hafa reynst mörgum stjórnámálamanninum ómótstæðilegar. Þá skapast jafnframt hættan á því að stöðugu verðlagi sé fórnað fyrir skammtíma ávinning í baráttu við atvinnuleysi en til langs tíma veldur slík óstjórn efnahagslífinu verulegum skaða. Það er því forsenda fyrir vel heppnaðri framkvæmd verðbólgu markmiðs að sjálfstæði seðlabankans sé ótvírætt.

Þegar fastgengisstefna er afnumin og gjaldmiðill settur á flot, þ.e. verðmæti hans látið ráðast á markaði, er æskilegt að stefnubreytingin verði sem jöfnust og stökk í verðgildi gjaldmiðilsins sem minnst. Þess vegna er heppilegt að afnema fastgengiskerfi þegar raungengið er nærri jafnvægi. Það er óheppilegra ef raungengi er annaðhvort talið mjög hátt eða mjög lágt. Þá mun koma fram skörp leiðrétting í genginu og að öllum líkindum miklar sveiflur þar sem óvissa skapast um hríð um rétt gengi gjaldmiðilsins.

Við upptöku verðbólgu markmiðs er jafnframt mikilvægt að yfirvöld peningamála sýni í verki staðfestu og einurð. Óskýr skilaboð frá peningastefnunni og vingulsháttur við upphaf verðbólgu markmiðs er ekki til þess fallið að skapa þann trúverðugleika sem er stefnunni nauðsynlegur svo framkvæmd hennar verði farsæl.

Í Peningamállum árið 2000, um ári fyrir upptöku verðbólgu markmiðs, voru bornir saman kostir og gallar gengismarkmiðs annars vegar og verðbólgu-markmiðs hins vegar og velt upp þeirri spurningu hvort sé heppilegri peningastefna. Þar segir: "Forðast ber að skipta um stefnu þegar gjaldmiðillinn er veikur og undir þrýstingi." Verðbólgu markmið var síðan tekið upp vorið 2001 þegar krónan hafði veikst verulega og Seðlabankinn hafði gengið á gjaldeyrisforðann við það að verja fastgengisstefnuna eins og rakið er hér að framan. Spurður að því hvers vegna vextir voru lækkaðir samfara því að krónan var sett á flot í mars 2001 þegar fastgengisstefnan var að bresta sagði Már Guðmundsson sem var aðalhaf fræðingur Seðlabankans á þeim tíma: "Ja, það má eiginlega segja... Ég get svarað því með tvennum hætti, að hluta til var það eiginlega bara svona dill við ríkisstjórnina. [Við] ráðuneytisstjórnann í forsætisráðuneytinu og kannski óbeint þá við forsætisráðherra. En í öðru lagi þá töldu menn kannski að það væri óhætt vegna þess að það væri að myndast svo mikill slaki í kerfinu. Og það má segja að þetta hafi verið síðasta vaxtaákvörðunin í gamla kerfinu af því að í maí 2001 voru samþykkt lög á Alþingi sem gera Seðlabankann sjálfstæðan og eftir það veit ég ekki til þess að nokkurn tímann hafi verið...". Þórarinn

G. Pétursson, hagfræðingur hjá Seðlabankanum, sagði um ástæður og afleiðingar þess að vextir voru lækkaðir um leið og krónan var sett á flot og var undir þrýstingi til veikingar: "Já, þarna eru komnar væntingar um vaxtalækkunarferli fram undan, sem fer inn í gengið strax, þannig að þetta var ekki heppileg [...] byrjun á þessu. Og reyndar á sama tíma og bankinn hefur verið gagnrýndur fyrir það lengi vel og ég held að það sé sannleikskorn í því og það var að bindiskyldan var lækkuð á þessum tíma, rökkin voru þau að það væri svo mikil þensla fram undan að sem sagt það átti að samræma reglur um

bindiskyldu banka hér á landi við það sem var í Evrópu og ef það yrði ekki gert núna þá yrði ekki hægt að gera það fyrr en eftir mörg, mörg, ár, því að það væri svo mikil þensla að það yrði að drífa í þessu." Það var því á brattann að sækja fyrir Seðlabankann að festa verðbólguvæntingar í námunda við markmið bankans alveg frá upphafi verðbólgu markmiðs.

Arnór Sighvatsson varð aðalhogfræðingur Seðlabankans í júní 2004 og hélt þeirri stöðu þar til hann var gerður aðstoðarbankastjóri í febrúar 2009. Í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni, þegar verið var að ræða vinnubrögð við vaxtaákvæðanir bankans, sagði hann: "Og hérna, jú, jú, það komu fram tillögur og svona fyrstu fundina sem ég sat sem aðalhogfræðingur þá var þetta mjög laust í reipum, þetta var mjög laust í reipum. Og það var svona, og líka að því leyti að það var ekki regla á því hvenær var kallað til þessara peningastefnufunda. Og það reyndar held ég að hafi verið mjög til vansa, satt að segja, að það var ekki og ég tel að það hafi haft talsverð áhrif á þær ákvæðanir t.d. sem voru teknar 2005 ... því að ég man eftir því um vorið 2005 að þá hafði ég ákveðnar hugmyndir um að það væri nauðsynlegt að grípa til aukinna aðhaldsaðgerða og kom þeirri skoðun á framfæri við bankastjórn og, en það var ekki boðaður neinn fundur í peningastefnunefndinni fyrr, það sumarið í rauninni, sem sagt hugmyndin kom fram í maí ef ég man rétt en það var ekki fyrr en í september sem að bankastjórnin greip til aðgerða og þá með reyndar nokkuð rösklegri hækkun stýrivaxta." Már Guðmundsson, sem var aðalhogfræðingur Seðlabankans þar til vorið 2004, taldi að vaxtahækkunarferlið hefði farið eðlilega af stað en síðan hefði hægt um of á því. "Ég held að við höfum aðallega lent á eftir kúrfunni haustið 2004 og sérstaklega, það er einhver ákveðin bið sem verður mjög í vaxtahækkunarferlinu sumarið 2005." Þórarinn G. Pétursson lýsir ákvörðunartöku bankastjórnar á þessum tíma þannig: "Og það gerðist oft að þeir ákváðu að gera ekki neitt, þrátt fyrir að það hafi verið lagt að þeim að hækka vexti. Og þetta er sérstaklega þarna framan af 2005, 2006, sem ég tel að hafi verið gerð alvarleg mistök í að hækka hvað við vorum seint að hækka vexti og gerðum það lítið, við vorum alltaf á eftir kúrfunni, eins og það er kallað." Það voru fleiri en hagfræðingar Seðlabankans sem höfðu áhyggjur af aðgerðaleyssi hans sumarið 2005. Í Vegvísi greiningardeildar Landsbankans í lok september var vakin athygli á trúverðugleikavandanum sem hafði aukist þá um sumarið: "Seðlabankinn metur verðbólguvæntingar með ýmsum mælikvörðum. Hann lítur á mun verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta, verðbólguvæntingar almennings og sérfræðinga á fjármálamarkaði og metur væntingarnar um 4% mörg ár fram í tímann. Væntingar sérfræðinganna lágu undir öðrum mælikvörðum á árunum 2002 til 2004 þannig að ætla má að þeir hafi haft meiri trú á því en almenningur og markaðsaðilar að Seðlabankinn næði að halda verðbólgunni við markmiðið. Það breyttist svo í sumar og eru sérfræðingarnir nú langsvartsýnastir og nú hafa væntingar þeirra um verðbólgu yfir næsta ár hækkað snarpt og mælast yfir 5%."

"Fór peningastefnan í sumarfrí? Þegar að Seðlabankinn gaf út ársfjórðungsrit sitt í júní mátti lesa útúr því að hann væri ekki kominn fyrir endann á vaxtahækkunarferlinu. Síðan liður og biður. Það var vitað að fjórir mánuðir væru í næstu útgáfu Peningamála og það hefur trúlega verið talinn of langur tími á milli vaxtahækkana. Það hefði mátt festa trúverðugleikann í sessi og slá á verðbólguvæntingar með vaxtahækkun seinni part sumars. Það var ekki gert og því fóru að læðast efasemdir að sérfræðingunum um einurð Seðlabankans. Fjórir mánuðir á milli ákvæðana er of langur tími, þegar nýjasta fyrirbyggjandi greining bendir eindregið til þess að frekari aðgerða sé þörf. Ef Seðlabankinn hefði haldið sig við það ferli sem virtist vera í gangi þá stæði hann ekki frammi fyrir því að þurfa nú að eyða kröftum sínum í að endurheimta nýlega glatað traust." Þótt þáverandi aðalhogfræðingur taki undir það nú, sem og forveri hans og eftirmaður í starfi, varði Eiríkur Guðnason, bankastjóri Seðlabankans, aðgerðaleyssið á þeim tíma: "Seðlabankinn hefur verið gagnrýndur fyrir háa vexti þessa dagana. Það hefur líka heyrst að hann hefði átt að hækka vexti fyrr og meir en hann hefur gert að undanförunu. M.a. var nefnt að hann hafi látið of langan tíma líða milli síðustu tveggja vaxtabreytinga en þær voru kynntar 3. júní sl. og 29. september. Í því sambandi kom það heilræði frá einni greiningardeildinni að peningastefnan mætti ekki fara í sumarfrí. Ég vil fullvissa ykkur um að peningastefnan fór ekki í sumarfrí. Yfir sumarmánuðina eins og

aðra mánuði var því velt upp í Seðlabankanum hvort breyta þyrfti vöxtum. Niðurstaðan, að gera það ekki, kann að þykja undarleg í ljósi þess að hækkunin í lok september var nokkuð mikil. En á þessu eru skýringar þær að horfurnar höfðu breyst umtalsvert eftir að nýjar þjóðhagstölur frá Hagstofu lágu fyrir og gerð hafði verið ný verðbólguþjálfing. "Í október 2005 tók Davíð Oddsson við formennsku bankastjórnar Seðlabankans. Eftir fyrstu kynningu nýs bankaráðsformanns á stýrivaxtaákvörðun mátti lesa í Fréttablaðinu 7. desember 2005 að "gengi krónunnar hafi veikt og langtímavextir lækkað á mánudaginn – fyrsta viðskiptadag eftir að tilkynnt var um stýrivaxtahækkunina. Er það vísbending um minni tiltrú á stefnufestu Seðlabankans." Einnig segir á sama stað: "Halldór Ásgrímsson forsætisráðherra hefur meðal annars sagt opinberlega að hann sjái ekki þörf á frekari vaxtahækkunum. Gagnrýndi hann meðal annars Seðlabankann fyrir hækkunina í september." Þetta var hvorki í fyrsta né síðasta skipti sem íslenskir ráðherrar lýstu opinberlega skoðunum sínum á peningastefnu Seðlabankans eftir að sjálfstæði hans hafði verið aukið. Ef seðlabanki nýtur ekki sjálfstæðis frá stjórnvöldum er hætta á því að stefnuákvörðanir bankans litist af öðrum ákvörðunum ráðherra sem þurfa alls ekki að vera í samræmi við skynsamlega stjórn peningamála. Nýrra dæmi er úr kvöldfréttum ríkissjónvarpsins sumarið 2008 en þar sagði Þorgerður Katrín Gunnarsdóttir, þáverandi menntamálaráðherra: "Það er verið að vinna að, að gerð fjárlaga sem eiga endurspeglu náttúrulega ákveðna ábyrgð sem að felur í, það í sér að við munum halda hér áfram hjólum atvinnulífsins gangandi og síðan er náttúrulega það sem skiptir máli er að, að við sjáum vonandi fram á að, að Seðlabankinn fari nú að lækka vexti því það, fyrirtækin eiga mjög erfitt með að reka sig með þessu háa vaxtaálagi sem að hér er í landinu." Svona athugasemdir vekja alþjóðlega athygli. Efnahags- og framfarastofnunin hafði í skýrslu sinni um íslensk efnahagsmál fyrr á árinu 2008 bent á vandann sem skapast þegar ráðherrar virðast tala gegn stefnu bankans: "Til að styðja trúverðugleika og skilvirkni peningastefnunnar, væri hjálplegt ef ríkisstjórnin virti sjálfstæði stefnumörkunar bankans." Einn af fyrrverandi bankastjórum Seðlabankans vakti máls á þessum afskiptum stjórnmalamanna í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni og einnig því að bankinn hafi kannski ekki verið nógu afdráttarlaus í samskiptum sínum við ráðherra: "Ég skal ekki segja – það eru kannski mistök að tala ekki nógu hátt og snjallt og nógu skýrt. Það var oft verið að lemja á puttana á okkur. Árið 2004 bað félagsmálaráðherra okkur um skýrslu um Íbúðalánasjóð, hafði þá í huga að rýmka útlánareglur. Við skrifuðum skýrslu og mælum gegn þessu, bendum á hættuna. Það var ekki hlustað á það. Þetta er svona dæmi um, það er slegið á puttana á okkur þarna, heimspekin sem fylgt er önnur en sú að kalla alltaf úlfur, úlfur." Vaxtaákvörðunarfundur

Í lok árs 2005 tilkynnti Seðlabankinn um áætlaða vaxtaákvörðunardaga á komandi ári. Þetta var nýjung. Á árunum á undan hafði skapast sú venja að ef ástæða þótti til að breyta stýrivöxtum í kjölfar efnahagsgreiningar sem kynnt var í helsta stefnuriti bankans, Peningamálum, þá var slík ákvörðun kynnt á útgáfudegi ritsins. Oft var stýrivöxtum þó breytt á öðrum tímum, einkum þegar um vaxtalækkunir var að ræða. Með fyrirfram auglýstum ákvörðunardögum veitti Seðlabankinn sér ákveðið aðhald þar sem hann þyrfti þá jafnframt reglulega að verja þá ákvörðun að halda vöxtum óbreyttum ef svo bar undir. Þetta fyrirkomulag hafði verið við lýði um nokkurt skeið í flestum ef ekki öllum öðrum seðlabönkum sem störfuðu á verðbólguþjálfingum. Um svipað leyti setti Seðlabankinn sér vinnureglur um vaxtaákvörðunarferlið en fram að þessum tíma hafði það verið nokkuð laust í reipunum. Hver vaxtaákvörðun var nú tekin í kjölfar þriggja funda. Fyrsti fundurinn var tileinkaður heildarmati á þróun og horfum. Fundur númer tvö fór í að ræða vaxtaákvörðunina og á þeim fundi lagði aðalfræðingur jafnan fram tillögu um aðgerðir í vaxtamálum. Á milli fundar tvö og þrjú var síðan vaxtaákvörðunin tekin. Þriðji fundurinn snerist síðan um framsetningu ákvörðunarinnar. Frá upphafi árs 2006 og fram að hruni bankanna var 21 sinni tilkynnt um vaxtaákvörðun. Á öðrum fundi fyrir vaxtaákvörðun lagði aðalfræðingur oftast fram eina hugmynd eða tillögu um vaxtaákvörðun. Fimm sinnum á þessu tímabili voru þó lagðar fram og rökstuddar tvær ákvarðanir og einu sinni þrjár. Að auki var nokkrum sinnum rætt um fleiri möguleika en þá sem lagðir voru til en þá sýnt fram á hvers vegna væri ekki hægt að rökstyðja slíka ákvörðun með góðu móti. Ef tíndar eru til þær tillögur sem aðalfræðingur lagði

fram á undirbúningsfundum fyrir vaxtaákvörðun var sú ákvörðun sem tekin var 12 sinnum samhljóma tillögu (eða megin tillögu ef þær voru fleiri en ein) aðalhaf fræðingsins. Í eitt skipti voru ræddar þrjár tillögur, óbreyttir vextir, sem merkja má af kynningarefni aðalhaf fræðingsins að hafi verið sísti kosturinn, auk tveggja mishárra vaxtahækkana. Í það skipti, sem er eina skiptið sem segja má að þrjár tillögur hafi verið lagðar fram, þá varð sú sísta, og lægsta, þ.e. óbreyttir vextir, fyrir valinu. Átta sinnum á þessum 21 vaxtaákvörðunarfundi er tekin ákvörðun um vexti sem er lægri en tillaga aðalhaf fræðingsins. Einnig er athyglisvert að ávallt þegar megin tillaga aðalhaf fræðingsins er um óbreytta vexti þá verður það ákvörðun bankastjórnarinnar en þegar megin tillagan er um vaxtahækkun, sem er fjórtán sinnum eða í tveimur tilfellum af þremur, þá er átta sinnum tekin ákvörðun um óbreytta vexti eða minni hækkun en lagt er til. Að lokum er rétt að vekja athygli á því að á árinu 2006 er ákvörðun bankastjórnarinnar í helmingi tilvika 25 punktum undir tillögu aðalhaf fræðings og þar af þrjár af fjórum fyrstu ákvörðunum ársins. Árið 2007 er orðin breyting á þessari hegðun og í öllum tilvikum, sjö talsins, er ákvörðun bankastjórnarinnar í takt við tillögu. Síðan verður aftur breyting á árinu 2008. Frá og með stýrivaxtaákvörðun þann 10. apríl eru allar ákvarðanir bankastjórnarinnar fram að hrúni bankanna, fjórar ákvarðanir alls, undir tillögu. Sú fyrsta er um 50 punkta hækkun, sem var 25 punktum lægra en lagt var til, en á næstu þremur vaxtaákvörðunardögum er ávallt ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þrátt fyrir að lagt sé til að þeir verði hækkaðir um 50 punkta. Tilhneigingu bankastjórnarinnar til þess að ákveða lægri vexti en sérfræðingar bankans lögðu til árið 2006 má hugsanlega rekja til reynsluleysis nýs aðalbankastjóra sem var á þessum tíma að fóta sig í nýju starfi. Þegar leið á veru hans í bankanum fór bankastjórnin aftur að leika í takt við sérfræðingana. Ástæðan kann þó að vera önnur, eins og fram kemur í skýrslu Þórarins G. Péturssonar er hann svarar því hvers vegna Seðlabankinn hafi lent á eftir kúrfunni: "Og kannski svona til að setja það samt í samhengi er að á þessum tíma, eitt af því sem við höfum verið gagnrýnd rosalega fyrir að undanförunu að við vorum að horfa á verðbólgu sem innihélt húsnæðisverð, að á þessum tíma ef þið horfið á verðbólgu án húsnæðisverðs, þá var hún sirka 0 og mjög lág, samt var Seðlabankinn að hækka vexti, of lítið held ég. En gagnrýnin sem var í þjóðfélaginu og á bankann, bæði frá stjórnvöldum, frá hagsmunaaðilum á vinnumarkaði og frá bönkunum líka, var að við værum að gera tóma vitleysu [...], við værum með alltof háa vexti, enda væri verðbólga án húsnæðis bara sáralítil eða engin og langt undir verðbólgu markmiðum, við værum að gera tóma vitleysu. Við svörum þá til: Við erum ekki að hækka vexti út af húsnæðisverðbólgu núna, heldur er þetta "the ultimate non-traded good", þannig að þetta er mjög góð vísibending um verðbólguvanda í framtíðinni. Þess vegna eigum við að gera þetta núna. Þannig að það var alveg klárt að það var ekki mikill hljómgrunnur fyrir [þessi rök] í þjóðfélaginu [...], þessi gagnrýni, hún bara náði inn í eyru bankastjórnarinnar líka, það var alveg ljóst." Í stefnuýfirlýsingu bankastjórnar Seðlabankans í Peningamáli 2006/3 segir: "Af framangreindum ástæðum er lækkun stýrivaxta enn ekki í auglýsingu þótt verðbólguhorfur hafi batnað til muna. Þvert á móti er ekki hægt að útiloka hækkun stýrivaxta til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásettans tíma og greiningin sem hér liggur fyrir bendir til þess að enn sé ástæða til þess að auka aðhald í peningamáli. Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur þó ákveðið að fresta því um sinn enda eru vextir nú þegar býsna háir og aðhald þeirra töluvert auk þess sem verðbólguhorfur eru betri en um miðbik ársins." Árið 2008 skilur einnig á milli ráðlegginga hagfræðinga bankans og ákvarðana bankastjórnarinnar. Hugsanleg skýring á því kann að vera að bankastjórnin hafi talið sig hafa meiri upplýsingar um ástand hagkerfisins og bankanna en hagfræðingar bankans og byggt ákvarðanir sínar á fleiri þáttum en greiningu hagfræðideildarinnar. Í því ljósi var athyglisvert að vikuna fyrir fall Glitnis snerust megináhýggjur hagfræðinga bankans um það hvernig losa mætti um stíflur á gjaldeyrisskiptamarkaði á meðan bankastjórnin vann að því að kaupa bankann á niðursettu verði fyrir hönd ríkisins.

Seðlabankinn gerði þó nokkrar tilraunir á þensluárunum til þess að auka trúverðugleikann. Ein slík tilraun fólst í innleiðingu sérstakra vaxtaákvörðunarfunda sem haldnir voru á fyrirfram ákveðnum tímum líkt og í öðrum verðbólgu markmiðslöndum og lýst er hér að framan. Önnur tilraun til að bæta

samskipti bankans við markaðsaðila og auka trúverðugleika fólst í birtingu spár um feril stýrivaxta en birting slíkra spáa hófst á árinu 2007. "[Þ]egar að kom þessi hugmynd, [...] með vaxtaferilinn, sem var byrjað að birta 2007, að þar var mikil mótstaða hjá aðalbankastjóranum, af því að hann taldi þetta draga úr sínum völdum, að bankinn væri að birta vaxtaferil sinn [...]. Það er Davíð Oddsson og á endanum lét hann undan, en ef þið fylgist með hans yfirlýsingu í kjölfarið að þá var hann mjög fljótur að segja: Þetta er bara einhver hugmynd sérfræðinga bankans sem bankastjórnin er á engan hátt bundin af þessum vaxtaferli. Sem aftur náttúrlega skemmir eiginlega "the whole idea" og þannig að fram að þeim tíma og eiginlega eftir það þá, jú, þeir létu undan en tóku alltaf kannski lægri tölu en notuðu síðan yfirlýsinguna til að búa til væntingar um að þetta væri sú síðasta eða þetta mundi breytast mjög fljótlega." Þannig er tekið fram í stefnuyfirlýsingu bankastjórnarinnar í fyrsta hefti Peningamála 2007: "Vaxtaferill grunnsparinnar felur ekki í sér yfirlýsingu eða fyrirheit bankastjórnar". Seðlabanka Íslands gekk illa að skapa traust á peningastefnuna. Hér hefur verið lýst ákveðinni togstreitu milli hagfræðinga Seðlabankans og bankastjórnar þar sem bankastjórnin virðist ekki hafa gert sér grein fyrir mikilvægi trúverðugleikans. Sama má segja um ýmsa ráðherra í undanförunum ríkisstjórnnum. Það er forsenda fyrir árangri peningastefnunnar að henni sé fylgt af festu. Verðbólgu markmiðið er ekki eingöngu á ábyrgð Seðlabankans þótt honum sé skylt að beita tækjum sínum á þann hátt sem hann metur heppilegastan til að ná verðbólgu markmiði innan ákveðins tíma. Verðbólgu markmiðið er einnig markmið stjórnvalda. Samt sem áður virðist sem að minnsta kosti einhverjir seðlabankastjórar og einhverjir ráðherrar hafi haft tiltölulega litla trú á verðbólgu markmiðinu. Engar líkur eru á því að verðbólgu væntingar festist nálægt markmiði við slíkar kringumstæður. Þótt oft og tíðum hafi gengið brösulega að byggja upp nauðsynlegan trúverðugleika Seðlabankans tók steininn þó endanlega úr dagana sem bankarnir þrír féllu.

Fyrstu daga októbermánaðar 2008 birtust nokkrar fréttatilkynningar á heimasíðu Seðlabankans. Undir fyrirsögninni "Efling gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands" var sagt frá því að Rússland hefði veitt Íslandi stórt lán: "Sendiherra Rússlands á Íslandi, Victor I. Tatarintsev, tilkynnti formanni bankastjórnar Seðlabankans í morgun að staðfest hefði verið að Rússland myndi veita Íslandi lánaþyrirgreiðslu að upphæð 4 milljarðar evra. Lánið mun verða til 3–4 ára á kjörum sem munu verða á bilinu 30–50 punktum yfir Liborvöxtum. Putin forsætisráðherra Rússlands hefur staðfest þessa ákvörðun. Forsætisráðherra Íslands hóf athugun á möguleikum á slíkri lánaþyrir-greiðslu á miðju sumri. Sérfræðingar Seðlabanka og stjórnarráðsins munu halda til Moskvu mjög fljótlega. Lánaþyrirgreiðsla af þessu tagi mun treysta mjög gjaldeyrisforða Íslands og styrkja grundvöll íslensku krónunnar." Þrátt fyrir að í fréttatilkynningu Seðlabankans væri tilgreind upphæð láns, lánstími og vaxtakjör kom síðar í ljós að þessi frétt var á misskilningi byggð.

Önnur tilkynning birtist þennan dag á vef bankans undir fyrirsögninni "Unnið að lausn gjaldeyrisvanda". Að því er virtist var því lýst að Seðlabankinn hefði tekið upp fastgengisstefnu: "Gengi krónunnar hefur fallið mikið undanfarnar vikur og er orðið mun lægra en samrýmist jafnvægi í þjóðarþúskapnum. Gripið verður til aðgerða til þess að styðja hækkun gengisins á ný og koma á stöðugleika í gengis- og verðlagsmálum. Seðlabankinn mun láta einskis ófreistað í þeim efnum. Í samvinnu við ríkisstjórn vinnur bankinn að mótun aðgerða til þess að skapa stöðugleika um raunhæft gengi sem tryggir um leið hraða hjöðnun verðbólgu. Liður í því er efling gjaldeyrisforðans sem tilkynnt var um fyrr í morgun. Seðlabanki Íslands hefur að fengnu samþykki forsætisráðherra ákveðið að eiga viðskipti á millibankamarkaði í dag á gengi sem tekur mið af gengisvísitölu 175, sem samsvarar um 131 krónu gagnvart evru. Þótt þetta gengi sé hærra en var í lok síðustu viku er það mun lægra en samrýmist stöðugu verðlagi til skamms tíma. Unnið verður að hækkun gengisins með það að markmiði að verðbólga hjaðni hratt. Nánari tilkynningar um fyrirkomulag gengismála og gengi krónunnar verða veittar á allra næstu dögum." Fljótlega kom í ljós að hin nýja fastgengisstefna byggðist ekki á neinu nema óskhyggju bankastjórnarinnar. Tvær tilkynningar voru sendar út varðandi fastgengisstefnuna næsta dag,

8. október 2008. Um morguninn sagði Seðlabankinn: "Áfram er unnið að mótun aðgerða til þess að skapa stöðugleika um raunhæft gengi krónunnar. Bankinn mun í dag, eins og í gær, eiga viðskipti á millibankamarkaði á gengi evru 131 kr. Í gær seldi bankinn 6 milljónir evra fyrir 786 milljónir króna. Í þessu felst ekki að gengið hafi verið fastsett. Aðeins það að Seðlabankinn telur að hið lága gengi krónunnar sem myndast hefur að undanförunu sé óraunhæft. Mælist bankinn til þess að viðskiptavakar á millibankamarkaði hér styðji við þá viðleitni bankans að styrkja gengið." Nokkrum klukkutímum síðar birtist önnur tilkynning þar sem Seðlabanki Íslands féll frá þessari fastgengisstefnu: "Seðlabanki Íslands hefur í tvo daga átt viðskipti með erlendan gjaldeyri á öðru gengi en myndast hefur á markaði. Ljóst er að stuðningur við það gengi er ekki nægur. Bankinn mun því ekki gera frekari tilraunir í þessa veru að sinni." Þar með lauk stysta fastgengistímabili Íslandssögunnar og þótt víðar væri leitað. Þessar aðgerðir urðu síst til að auka trúverðugleika Seðlabankans á tímum þegar reyndi á bankann sem aldrei fyrr.

Eftir að bankarnir þrír féllu og ljóst var að efnahagslífið hafði orðið fyrir verulegum skakkaföllum hófst vinna við endurreisn efnahagslífsins. Þá hafði verið skoðað um nokkurt skeið að kalla á aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins til þess að endurskapa traust á íslenskt efnahagslíf. Efnahagsáætlanir í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn í kjölfar gjaldeyriskreppu miða jafnan að því að opna á ný fyrir fjárstreymi til og frá landinu. Til þess að sporna við of öru útstreymi til að byrja með er vöxtum jafnan haldið háum um nokkurt skeið. Á meðan unnið var að mótun efnahagsáætlunar með aðkomu sjóðsins ákvað meirihluti bankastjórnar Seðlabankans, án undangengins fundarhalds sem vinnureglur bankans gengu út frá, að lækka vexti um 3,5 prósentur. Aðalhafgræðingur bankans ber ábyrgð á greiningarvinnu sem notuð er til að undirbyggja vaxtaákvörðanir og gerir síðan tillögu til bankastjórnar í takt við mat á ástandinu. Að þessu sinni fréttir aðalhafgræðingur af vaxtaákvörðuninni fimm mínútum áður en hún er opinberuð og eftir að búið er að rita fréttatilkynninguna. Verulega líklegt verður að teljast að skaðinn sem hlaust af þessum ómarkvissu og fálmkenndu tilraunum bankastjórnar Seðlabankans hafi valdið því að nauðsynlegt var talið að hækka vexti bankans í 18% nokkrum dögum síðar. Þórarinn G. Pétursson, hafgræðingur hjá Seðlabankanum, lýsti þessari atburðarás fyrir rannsóknarnefndinni: "Því að bankinn var bara hreint út sagt bara stjórnlaus, algjörlega stjórnlaus, það var bara þannig." Þórarinn segist svo hafa skrifað í minnisbókina sína fyrir þennan dag "enn eitt ruglið. [...] Ég er að tala um fastgengisyfirlýsinguna og Rússalánið. Ég man, ég á aldrei eftir að gleyma þeim degi, því að ég kem bara til vinnu og það er búið að vera brjáláð að gera, mikið álag og allt það og ég held að ég hafi aldrei séð Arnór [aðalhafgræðing bankans] eins miður sín eftir að hafa [verið] kallaður upp á fund og kemur niður og ég bara sá að það hafði eitthvað mikið komið fyrir, því að hann var gjörsamlega niðurbrotinn." Þórarinn bætir við að þegar hann hafi innt Arnór eftir því hvað væri um að vera þá hefði Arnór sagt að það hafi "verið tekin ákvörðun um það að festa gengi krónunnar gagnvart [vísitölunni 175] Og sú, þessi tala, sagði hann mér að hefði bara verið, [...] ákveðin út í bláinn... þetta var bara ákveðið einhvern veginn og kastað einhverjum tölum út í loftið og þá bara, þetta var bara ákvörðunin. Hann [Davíð Oddsson, formaður bankastjórnar] hafði mikinn áhuga á að það væri Seðlabankinn sem mundi lýsa yfir þessu Rússaláni til að vera á undan fjármálaráðuneytinu með yfirlýsinguna, hann hljóp náttúrulega svona algjörlega á sig, það var enginn fótur fyrir þessu. ...ég held að þetta sé lágpunkturinn, ... Eða hápunktur stjórnleysisins en lágpunktur [...]. Þetta var algjörlega skelfilegt..." Það kemur nú vaxtalækkun þarna viku seinna [...]. Ég aftur talaði við útlendingana sem horfa á þetta úr fjarlægð, þetta er náttúrulega ekkert til að bæta. Þú ætlar að fara að aðstoða þetta land og lána því og þú sérð svo Seðlabankann sem á að vera svona, dálítið svona jafngeðja og taka svona yfir, svona yfirlýstar ákvarðanir, þegar þú sérð hvernig hann er að hegða sér. Þetta stórskaðar landið, [...] vextirnir í 12 og svo bara kemur einhver og segir: Nei, bara upp í 18. Og þar sést líka bara kostnaðurinn, því að 18, hvaðan kemur sú tala? Það var bara nógu há tala til að vinna til baka skaðann sem að hitt hafði gert. Ef að vextir hefðu verið óbreyttir, ég er eiginlega viss um það að [Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefði aldrei farið fram á að vextir yrðu settir upp í 18. [...] það eru ákveðnar reglur sem að bankastjórnin hefur samþykkt [...] um vaxtaákvörðanir, hvernig þær eru teknar, hvaða prósess þarf að vera. Það eru þessir þrír fundir þar sem að hafgræðisviðið kemur að og

kemur með tillögur og svona og þessi vinnuprósess, sem hefur þá lagagildi, hann er brotinn því að þessa lækkun í 12% fáum við bara að heyra um morguninn þegar við komum í vinnuna. Þá er aðalhafgræðingurinn kallaður upp og sagt: Við erum búnir að ákveða að gera þetta. [...] þetta eitt og sér er náttúrliga brot [...]. Ekki nokkur [greiningarvinna að baki ákvörðuninni], við höfðum hvorki heyrt né komið að þessu [...], þetta var ekki vaxtaákvörðunarfundur, það var ekki nein vinna sem lá á bak, fagleg vinna sem lá á bak við þessa ákvörðun. Enda hefði hún ekki getað bakkað þetta. Þannig að þarna [...] stjórnleysið var orðið algert." Arnór Sighvatsson lýsti atburðarásinni þannig fyrir rannsóknarnefndinni: "Það er eiginlega þá [7. október 2008] sem allt fer algjörlega úr böndum, að bara held ég óhætt að segja að hafi verið algjört paník-ástand og byrjaði náttúrliga með því. Og þá kom sem sagt í ljós að það var eitthvað rætt um þessa hugmynd um að kalla til sjóðinn og þeir voru þá komnir til landsins, sem sagt ekki kalla til sjóðinn heldur að fara á prógramm. Þá voru viðbrögðin [hjá formanni bankastjórnar] þau að við þyrftum ekki á þessu láni að halda vegna þess að það væri búið að semja við Rússa um að veita okkur lán. Og lá mikið á að koma þeirri tilkynningu [...]. Og það er eiginlega með þá lánveitingu, held ég, í farteskinu sem reyndist nú vera hugarburður að einhverju leyti, hvort það var sendiherrann sem að, eða formaður bankastjórnar, að þá töldu menn sig vera nægilega sterka til þess að fara að festa gengið eða gefa einhverjar yfirlýsingar. Það að ég hafi reyndar lagt fram tillögu sem gekk út á það að reyna að róa markaðinn með því að tilkynna um það að það væru áform um að fara í prógramm hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og að gengið væri orðið mjög lágt og bankinn teldi að til lengri tíma litíð þá gæti það [...]. Nei, þetta var algjörlega stjórnlaust og varðandi síðan vaxtalækkunina sem að var tilkynnt þarna, vextir voru lækkaðir í 12% og mér var tilkynnt sú ákvörðun fimm mínútum áður en að hún fór á vefinn og það gerðist með þeim hætti að formaður bankastjórnar kallaði mig á eintal og tjáði mér þessa ákvörðun bankastjórnar og ég hélt fyrst að hann væri að grínast ... og, en svo kom í ljós að það var ekki. Og ég verð nú bara að viðurkenna að mér var öllum lokið, vissi ekki hvort ég átti að hlæja eða gráta því að þetta var auðvitað ..."

#### 4.5.5 Lán gegn veði

Því var lýst hér að framan hvernig stýrivaxtaákvörðanir hafa áhrif á hagkerfið um vaxtarófið, væntingamyndun og áhrif á gengið. Megináhersla Seðlabankans var á miðlun um vaxtarófið sem hefst með aðalfyrirgreiðsluformi Seðlabankans. Seðlabankinn lánað vikulega laust fé til lánastofnana á stýrivöxtum bankans og er lánað til einnar viku í senn. Lán gegn veði jukust mjög á árinu 2001 og fram á árið 2002 (mynd 59).

Lánastofnanir mæta lausafjárþörf sinni, umfram það sem leyst er á millibankamarkaði með krónur, með því að óska eftir láni gegn veði hjá Seðlabankanum. Ef hrein lausafjárþörf lánakerfisins eykst hækkar staða lána gegn veði en ef lausafjárþörfin minnkar dregst staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum saman. Ýmsar aðgerðir Seðlabankans og ríkisins hafa áhrif á lausafjárstöðuna í kerfinu, svo sem greiðslur ríkissjóðs, gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans og breytingar á bindiskyldu.

Haustið 2002 ákvað Seðlabankinn að hefja kaup á gjaldeyri á markaði til þess að efla gjaldeyrisforða sinn. Bankinn ákvað að kaupa frá og með septemberbyrjun allt að þrisvar í viku 1,5 milljónir Bandaríkjadala auk þess að kaupa gjaldeyri í hærri fjárhæðum af viðskiptavökum sem voru Búnaðarbankinn, Kaupþing, Íslandsbanki og Landsbankinn, að því gefnu að krónan hefði styrkst frá síðustu skráningu. Til að byrja með keypti bankinn gjaldeyri tvisvar í viku en frá og með 10. janúar árið eftir þrisvar í viku. Seðlabankinn keypti auk þess 50 milljónir Bandaríkjadala af einum viðskiptavaka í janúar 2003. Þar sem innstreymi gjaldeyris var meira en Seðlabankinn hafði áætlað ákvað hann að styrkja forðann hraðar. Frá og með 5. febrúar 2003 keypti Seðlabankinn því 1,5 milljónir Bandaríkjadala á hverjum virkum degi. Í maí 2003 voru vikuleg kaup Seðlabankans á gjaldeyri aukin enn frekar, í 12,5 milljónir Bandaríkjadala á viku. Í upphafi árs 2004 var síðan dregið úr reglulegum gjaldeyriskaupum til að efla gjaldeyrisforðann og þau færð niður í 5 milljónir Bandaríkjadala á viku. Frá áramótum 2004 og

2005 hætti Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri reglulega til þess að styrkja forðann og keypti aðeins vegna erlendra greiðslna ríkisins. Í maí keypti Seðlabankinn 100 milljónir dala aukalega á markaði vegna viðbótargreiðslu á erlendum lánnum ríkissjóðs sem ákveðið var að greiða fyrir gjalddaga vegna góðrar stöðu ríkissjóðs. Í september 2005 var ákveðið að auka kaup gjaldeyris vegna erlendra greiðslna ríkissjóðs úr 2,5 milljónum Bandaríkjadala á ári líkt og gert hafði verið frá áramótum í 12,5 milljónir dala út árið. Í desember 2005 tilkynnti Seðlabankinn að keyptar yrðu 5 milljónir Bandaríkjadala vikulega á árinu 2006 til þess að styrkja gjaldeyrisforða bankans.

Seðlabankinn stýfði ekki þessi gjaldeyriskaup en leit svo á að um sjálfkrafa stýfingu væri að ræða þar sem útistandandi lán gegn veði drógust saman á árinu 2003. Arnór Sighvatsson lýsti þeirri skoðun fyrir rannsóknarnefndinni að framan af hefðu þessi gjaldeyriskaup verið sjálfkrafa stýfð: "[Seðla-]bankinn var að kaupa, eftir 2001 þá var hann að kaupa stöðugt [gjaldeyri] á markaðnum og reyna að byggja upp gjaldeyrisforðann aftur og þegar fram í sótti [...] var það farið að valda ákveðnum vandkvæðum. Lengi vel var þetta eiginlega átómatískt sterilíserað í gegnum endurhverfu útlánin sem voru þá dregin niður á sama tíma og gjaldeyrisforðinn var byggður upp, en við vorum farin að hafa á endanum talsverðar áhyggjur af því að þetta væri farið að auka laust fé í umferð. Auðvitað kom þá til greina að halda áfram að kaupa í forðann og beita stýfðum inngrípum. Stýfð inngríp eru hins vegar tæki sem ekki endanlega duga til þess að breyta einhverju um gengið." Þórarinn G. Pétursson hagfræðingur hjá Seðlabankanum var á sömu skoðun: "[E]ndurhverfu viðskiptin virka þannig að í útgáfunni þá geturðu fengið eins mikið og þú vilt á stýrivöxtum. [...] Þannig að sterilíseringin var eiginlega bara átómatísk, sem sagt hún var ekki framkvæmd kerfisbundið af Seðlabankanum heldur af markaðsaðila og hérna og ég man eftir að við skoðuðum þetta, skoðuðum þessar tölur og það bara virtist passa alveg ágætlega að við værum ekki að búa til neitt lausafé með þessum inngrípum á gjaldeyrismarkaði." Í febrúar 2003 var tilkynnt um breytingar á bindiskyldu lánastofnana. Þar á meðal var lækkun á hlutföllum innlánsbindingar úr 1,5% og 4% í 1% og 3%. Í desember 2003 voru reglur um bindigrunn og bindihlutfall færðar til samræmis við reglur evrópska seðlabankans. Báðar þessar aðgerðir, í febrúar og desember 2003, losuðu um laust fé í lánakerfinu og höfðu því töluverð áhrif á útlánavöxt. Ljóst er að Seðlabankinn gerði sér grein fyrir því að lækkun bindiskyldu, líkt og óstýfð gjaldeyriskaup, hefði þensluáhrif á meðan bankinn stóð frammi fyrir því að þurfa að auka aðhald vegna vaxandi þenslu í þjóðarþúskapnum. Til að bregðast við því gaf Seðlabankinn út innstæðubréf í desember 2003. Innstæðubréfin voru boðin upp samhliða lánnum gegn veði. Áhugi á innstæðubréfum var lítill en umfang lána gegn veði hélt áfram að aukast.

Að auki var bindiskylda á innstæður í útibúum bankanna erlendis afnumin snemma árs 2008. Þórarinn G. Pétursson sagði um það í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: "Og ég man einmitt eftir að ég spurði að því: Af hverju er verið að gera þetta? Og það eina sem var svarað var að, aftur það er verið að samræma reglur við það sem er í útlöndum. [...] Það var bankastjórnin sem kynnti þessa ákvörðun. Og þetta fannst mér algjörlega óskiljanleg ákvörðun og hafi verið ítarlegri umræður en þetta, sem ég geri ráð fyrir að hafi verið, að þá er það á einhverjum fundi sem ég sat ekki [...] þarna voru teknar ákvarðanir, sem sagt það blasti við þessi vandi, a.m.k. eftir á að hyggja, en síðan eru teknar ákvarðanir sem ganga eiginlega á skjön við þetta og ég bara, því miður hef ekki góð svör við af hverju." Seðlabankinn rýmkaði nokkrum sinnum reglur um veðhæf bréf í endurhverfum viðskiptum lánastofnana við bankann. Þann 20. febrúar 2007 heimilaði Seðlabankinn notkun jöklabréfa sem tryggingu fyrir veðlánnum að því gefnu að lágmarksstærð viðkomandi flokks væri 20 milljarðar króna. Hinn 6. mars 2007 sá Landsbankinn um útgáfu 25 milljarða króna jöklabréfs austurríska ríkisins. Landsbankinn lagði 20 milljarða króna af því bréfi að veði fyrir láni hjá Seðlabankanum 20. mars 2007.

Allar þessar aðgerðir, lækkun bindiskyldu, gjaldeyriskaup og útvíkkun á reglum um veðhæf bréf, varð til þess að auka lausafé í umferð. Á árunum 2004 til 2008 var Seðlabankinn stöðugt að hækka stýrivexti til þess að fá banka til þess að draga úr ásókn í veðlán og draga þannig úr lausafé í umferð. Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri hjá Seðlabankanum, sagði frá því hjá rannsóknar-nefndinni að Seðlabankinn

hafi markvisst verið að auka lausafé í umferð á seinnihluta þessa tíma: "[Á] seinni hluta árs 2007 [...] lokast á [íslensku bankana] allir markaðir í rauninni í ágúst 2007, eftir það fer lausafjárþyrirgreiðsla Seðlabankans að vaxa. [...] Ég man nú ekki hvenær við breytum reglunum en við förum þrisvar í það, held ég, að breyta reglunum um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabankann. Breytingarnar höfðu það í öllum tilfellum að markmiði að reyna að breikka grunninn þannig að þeir gætu – við t.d. tókum ekki MBS og ABS, sem eru mortgage-backed securities og asset-backed securities. [...] Já, við opnuðum líka á bréf í erlendum gjaldmiðli til þess að fá betri dreifingu í kreditið sem við vorum með [...]. En þessar breytingar miðuðu allar að því að reyna að breikka grunninn sem þeir gátu lagt fram til þess að minnka okkar áhættu á bankana sjálfa. En í rauninni var staðan hjá þeim strax í ársbyrjun 2008 þannig að allar aðgerðir til þess að reyna að þrengja að þeim hefðu drepit þá og þess vegna vorum við eiginlega komnir á hjá þeim og eftir það gekk þetta út á það að reyna að halda kerfinu gangandi."

Allan tímamann sem þenslan var að aukast í efnahagslífinu, frá því haustið 2005 og þar til bankarnir féllu haustið 2008, jukust veðlán Seðlabankans stöðugt. Eins og Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri markaðssviðs Seðlabankans, lýsir ástandinu hafa hann og fleiri starfsmenn Seðlabankans þá sýn að bankarnir séu í reynd fallnir haustið 2007. Frá þeim tíma lýsir hann jafnframt lausafjárþyrirgreiðslu bankans og vexti hennar þannig að um neyðarlán hafi verið að ræða. Almenna reglan er sú að veita banka, sem ekki er gjaldþrota en í tímabundnum lausafjórðvanda, fyrirgreiðslu þar sem tekin eru veð í traustum eignum og lánað með álagi. Fæstir telja verjandi að lána gjaldþrota fjármálastofnun lausafé. Eins og áður hefur komið fram voru lán gegn veði einnig meginform lausafjárþyrirgreiðslu bankans og aðalmiðlunarleið peningastefnunnar. Á meðan Seðlabankinn reyndi að sporna við útlánsvexti bankanna með því að hækka verðið á lausu fé, þ.e. stýrivextina, gerði hann allt sem hann gat til að liðka fyrir aðgengi bankanna í þetta lausafé.

Meðal þeirra skuldabréfa sem Seðlabankinn tók sem veð voru bréf gefin út af íslensku bönkunum (mynd 60). Mikill vöxtur var í skuldabréfaútgáfu bankanna þegar leið á tímabilið. Þeir gátu ekki veðsett bréf sem þeir gáfu út sjálfir. Það hefði jafngilt því að viðskiptabankarnir hefðu leyfi til peningaprentunar. Þeir tóku þá til bragðs að veðsetja bréf hver annars í Seðlabankanum. Nokkrir smærri bankar tóku einnig þátt í slíkri fyrirgreiðslu og þar var Icebank (áður Sparisjóðabankinn) í broddi fylkingar. Hér er ekki verið að halda því fram að tilgangurinn með því að veðsetja bankabréf hafi í öllum tilvikum verið sá að útvega útgefanda bréfsins fé frá Seðlabankanum. En í mörgum tilfellum var það svo. Því lýsti til dæmis þáverandi bankastjóri Icebank, Agnar Hansson, í viðtali við Viðskiptablaðið í janúar 2008: "Við erum í reynd milliliður á milli stórra og líttilla banka, milliliðir í fjármögnun inn í Seðlabankann og sjáum um ýmsa þætti fyrir bæði minni og stærri fjármálafyrirtæki. Þeir stærri geta t.d. ekki átt endurhverf viðskipti með eigin bréf þannig að við höfum verið milliliðir í því. Síðan höfum við keypt ábyrgðir eða skuldatryggingar og þannig gefið mönnum tækifæri til þess að búa til ávöxtun með því að taka áhættu á bankana." Snemma á árinu 2007 tók að bera á talsverðu magni skuldabréfa útgefna af Kaupþingi sem Icebank notaði sem veð gegn lánnum frá Seðlabankanum (mynd 61). Þegar mest lét, seint á árinu 2007, var Icebank búinn að veðsetja tæpa 60 ma.kr. útgefna af Kaupþingi gegn lausafjárþyrirgreiðslu frá Seðlabankanum. Landsbankinn og Glitnir áttu einnig Kaupþingsbréf sem veðsett voru hjá Seðlabankanum á þessu tímabili. Heildarupphæð Kaupþingsbréfa, sem voru notuð í veðlánnum hjá Seðlabankanum, var nokkuð stöðug á tímabilinu frá því í mars 2007 og þar til í október 2008. Upphæðin sveiflaðist um 40 milljarða króna.

Nokkru seinna tók að bera á því að skuldabréf Glitnis væru notuð sem veð gegn lánnum frá Seðlabankanum en þau urðu fyrst veruleg í október 2007 (mynd 62). Heildarupphæð Glitnisbréfa í veðlánnum hjá Seðlabankanum jókst nokkuð hratt og fór upp undir 100 milljarða króna þegar mest var í júlí og ágúst 2008. Icebank var stórtækastur í veðlánnum með bréf Glitnis líkt og með bréf Kaupþings og þegar mest var lagði hann 60 ma.kr. í Glitnisbréfum að veði hjá Seðlabankanum.

Ekki tók að bera á því að skuldabréf Landsbankans væru notuð sem veð fyrir lánnum hjá Seðlabankanum fyrr en á árinu 2008 (mynd 63). Bréf Landsbankans urðu þó skömmu síðar fyrirferðarmest í þessum viðskiptum. Heildarupphæð skuldabréfa útgefinna af Landsbankanum nam um 160 milljörðum króna þegar mest var. Þar af hafði Icebank tekið við rúmum 60 milljörðum og Kaupþing öðru eins, en Kaupþing hafði veðsett erlend skuldabréf Landsbankans um sumarið 2008 sem er á sama tíma og Seðlabanki Evrópu ákvað að taka skuldabréf íslensku bankanna ekki lengur gild sem veð gegn lánnum, sjá nánar kafla 7.0.

Vilji Seðlabankans til þess að taka veð í skuldabréfum og víxlum bankanna fól í sér framsal á heimild til peningaprentunar yfir til bankakerfisins. Í reynd var meginstarfsemi Sparisjóðabankans orðin að útvega öðrum íslenskum bönkum lausafé gegn skuldaviðurkenningu og áhættunni af þeirri starfsemi var ýtt yfir á Seðlabankann sem tók fúslega við henni fyrir hönd þjóðarinnar. Það er varhugavert að afgreiða veðlán til stofnunar í þeim mæli sem gert var í tilviki Sparisjóðabankans. Meginstarfsemi þess banka fólst í skammtímalánum til bankanna en víxlar íslensku bankanna voru vel yfir tífalt eigið fé bankans seinustu mánuðina fyrir hrun bankakerfisins. Þessi lán voru fjármögnuð með því að láta viðkomandi víxla að veði í Seðlabankanum. Þótt tengslin milli framboðs innlends lánsfjár og veðlána Seðlabankans séu hvorki einföld né augljós þá er ljóst að á sama tíma og mestur vöxtur var í veðlánum bankans til lánakerfisins þá jókst einnig eigiðfé bankanna hraðar en áður (mynd 65).

## 4.5.6 Gjaldeyrisvaraforði Seðlabanka Íslands

### 4.5.6.1 Tölur, myndir og kenningar

Í þessum kafla verður farið yfir tilraunir Seðlabanka Íslands til að stækka gjaldeyrisforða sinn. Seðlabankar safna að sér gjaldeyrisforða af ýmsum ástæðum. Eins og fram kemur í riti Seðlabankans, Peningamálum, árið 2005 hefur það verið stefna stofnunarinnar að hafa gjaldeyrisforðann "nálægt fjárhæð sem nemur um það bil þriggja mánaða vöruinnflutningi án skipa og flugvéla". Hér á landi hefur gjaldeyrisforðinn sem hlutfall af innflutningi hvers ársfjórðungs verið aukinn í árána rás, eins og sjá má á mynd 66. Markmið Seðlabankans er að viðskipti við útlönd geti gengið greiðlega fyrir sig jafnvel þegar útflutningstekjur sveiflast umtalsvert. Þessa reglu má rekja til þess þegar gengi var haldið föstu, þá var almennt litið svo að stærð gjaldeyrisforðans ætti að vera ákveðið hlutfall af umfangi milliríkjavíðskipta þjóðarinnar.

Þegar fjármagnsflutningar urðu frjálssir var ljóst að slíkar hreyfingar gátu einnig haft veruleg áhrif á fjármálastöðugleika. Greenspan og Guidotti settu fram þá kenningu að gjaldeyrisforðinn ætti að vera jafnhár erlendum skammtímaskuldum þjóðarbúsins. Þannig gæti þjóðin staðið við skuldbindingar sínar, jafnvel þótt aðgangur að alþjóðalánamarkaði lokaðist í allt að eitt ár. Því var lýst að þar sem Ísland væri með gott láns hæfismat, og því ekki hætta á að aðgangur að erlendu lánsfé myndi stöðvast, væri þetta ekki regla sem Íslendingar þyrftu að horfa til: "Ísland var á þessum tíma ekki þróunarland, Ísland var [með] mjög góða einkunn frá matsfyrirtækjum og hafði mjög greiðan aðgang að lánsfjármörkuðum [...] Þessi kenning þarna hún fjallaði um lönd sem áttu ekki svona greiðan aðgang að lánamörkuðum eins og við höfðum þá." Í lok árs 2004 námu skammtímaskuldir þjóðarbúsins um tvöföldum gjaldeyrisforðanum (sjá mynd 67). Þetta hlutfall jókst hratt á næstu árum, upp í um fimmtánfaldan gjaldeyrisforða í lok árs 2007. Þar sem Seðlabanka Íslands er falið það hlutverk að vera lánveitandi til þrautavara, auk þess að tryggja fjármálastöðugleika, er einnig áhugavert að kanna hlutfall gjaldeyrisforða miðað við erlend innlán. Það er hlutverk seðlabanka að veita lán til þrautavara gegn tryggum veðum til banka sem eru í lausafjávanda en eiga ekki við eiginfjávanda að glíma. Þetta er gert til að áhlaup á vel stöndugan banka valdi ekki gjaldþroti hans og þar með fjármálakreppu. Þetta á sérstaklega við ef bankinn er kerfislega mikilvægur. Þegar líða tók á árið 2007 tóku innlendu bankarnir í auknum mæli að safna erlendum innlánum. Eins og fram kemur á mynd 68 jukust innlán sem hlutfall af gjaldeyrisforða úr því að vera um jafngildi gjaldeyrisforðans í lok árs 2005 í að vera áttfaldur forði í lok árs 2007.

#### 4.5.6.2 Tilraunir til að auka við gjaldeyrisforða

Í minnisblaði Seðlabanka Íslands frá byrjun febrúar 2008 kemur fram að lánshæfismatsfyrirtækið Moody's hafi bent á að Seðlabankinn ætti að kanna möguleika á að auka gjaldeyrisforða sinn. Þetta ætti hann að gera með lántökum á alþjóðlegum mörkuðum um leið og markaðsaðstæður myndu leyfa. Í minnisblaðinu kemur einnig fram að mikilvægt sé að ræða slík áform við fulltrúa allra matsfyrirtækjanna og verður ekki annað ráðið en að markmiðið hafi verið að kanna áhrif lántöku á lánshæfi Íslands. Í minnisblaðinu er einnig fjallað um möguleika á samstarfssamningum af einhverju tagi við seðlabanka í þeim löndum þar sem íslensku bankarnir starfa. Fram kemur að þar sem í gildi séu samstarfssamningar við norrænu seðlabankana um samstarf um lausn á fjármálaáfalli sé talið mikilvægast að óska sem fyrst eftir fundi með fulltrúum Seðlabanka Bretlands (Bank of England, BoE), þar sem umsvif bankanna utan Norðurlandanna séu mest í Bretlandi. Meginmarkmið slíks fundar eigi að vera að ræða stöðu íslensku bankanna í Bretlandi en einnig að kanna "hvort að möguleiki væri á einhvers konar yfirdráttarheimild eða lánafyrirgreiðslu Seðlabankans" í Seðlabanka Bretlands.

Slíkur fundur fór síðan fram mánudaginn 3. mars 2008. Formaður bankastjórnar Seðlabankans, Davíð Oddsson, og Ingimundur Friðriksson, seðlabankastjóri, áttu þá fund með aðalbankastjóra Seðlabanka Bretlands, Mervyn King, Sir John Gieve, aðstoðarbankastjóra, og ónafngreindum sérfræðingi bankans. Af fundargerð Seðlabanka Íslands virðist mega ráða að einungis hafi verið rætt um umsvif bankanna í Bretlandi og möguleika á að koma á formlegum samskiptum milli bankanna, en ekkert beint um lánafyrirgreiðslur frá Seðlabanka Bretlands.

Hinn 17. mars 2008 sendi Ingimundur Friðriksson tölvubréf til Johns Gieve þar sem eftirfarandi kom fram: "Further to our conversation in London, and in light of what major central banks have recently agreed among themselves, we would like to ask you whether the Bank of England might consider entering into a bilateral currency swap arrangement with the Central Bank of Iceland."

Hinn sama dag, þ.e. 17. mars 2008, hafði íslenska krónan fallið um rúm 6% gagnvart breska pundinu sem var mesta fall krónunnar frá því í upphafi míní-krísunnar 22. febrúar 2006. Þá hafði um helmingur gengisfallsins gengið til baka næsta dag en því var ekki að heilsa að þessu sinni þar sem krónan hélt áfram að falla daginn eftir, þ.e. 18. mars 2008. Að morgni þessa dags hringdi Paul Tucker, framkvæmdastjóri markaðsaðgerða (e. executive director for markets), við Seðlabanka Bretlands, í Ingimundur Friðriksson. Af minnisblaði Seðlabanka Íslands má ráða að Paul Tucker hafi spurt um hvaða fjárhæð væri að ræða og hvað bankinn hygðist gera með fjármagnið, þ.e. hvort hann hygðist endurlána samstundis, fjárfesta (allt eða hluta), varðveita á reikningi hjá Seðlabanka Bretlands eða hvort þetta ætti einungis að vera opin neyðarlánalína. Samkvæmt minnisblaði Seðlabankans tjáði Ingimundur Friðriksson honum þá að ekki hefði enn verið rætt um útfærslu hjá Seðlabanka Íslands eða fjárhæð, en hún yrði trúlega af stærðargráðunni 1 til 2 milljarðar punda. Einnig kemur fram í minnisblaðinu að Ingimundur hafi sagt að Seðlabankinn hygðist ekki ráðstafa fénu innanlands, "að svo stöddu að minnsta kosti". Síðan segir að Ingimundur hafi gert Paul Tucker ljóst að samningnum yrði ekki ætlað að vinna á móti þeim óróleika sem ríkti á gjaldeyrismarkaði og því liggi ekki á að fá lánið samstundis, heldur fremur á næstu vikum. Segir að símtalinu hafi síðan lokið með því að Paul Tucker hafi sagst ætla að ræða þetta mál við Mervyn King og senda viðbrögð, væntanlega strax næsta dag.

Næsta dag, þ.e. 19. mars 2008, skrifaði Ingimundur Paul Tucker tvö tölvubréf, annað um kl. 17:00 og hitt um kl. 19:00, til að gefa honum upp símaupplýsingar. Paul Tucker svaraði skömmu síðar og baðst afsökunar á því að hafa ekki svarað fyrr, enda hefði dagurinn verið mjög erfiður í Bretlandi og hann því ekki heyrt í Mervyn King.

Síðla kvölds 21. mars 2008 barst Seðlabankanum loks tölvubréf þar sem Paul Tucker lýsir því að Mervyn King sé ekki afhuga þessu máli en ræða þurfi það nánar áður en hægt sé að taka afstöðu til þess. Tucker spyr jafnframt hvort ekki sé ráðlegt að ræða við Seðlabanka Evrópu á sama tíma og jafnvel einnig

Alþjóðagreiðslubankann í Basel (Bank of International Settlements). Í kjölfarið svaraði Ingimundur Friðriksson tölvubréfi Pauls Tucker. Í bréfi sínu útskýrði Ingimundur nánar hvað Seðlabanki Íslands hafði í huga:

"Further to our earlier conversation, what we are interested in is committed access to an amount of the order of 1 to 2 billion Pound Sterling for a period of at least several months, and perhaps to the end of the year. The purpose would be to strengthen the international liquidity of the Central Bank and its ability to perform its mandatory tasks. We cannot at this point say under what circumstances we might use this additional liquidity. However, we think that additional international liquidity, based on an agreement with the Bank of England and perhaps other major central banks, would in and of itself increase confidence in the Central Bank and the financial system in general."

Hinn 26. mars 2008 sendi Davíð Oddsson síðan Seðlabanka Evrópu formlegt bréf þar sem hann fer fram á allt að tveggja milljarða evra lánalínu. Engin formleg svör bárust við þessu bréfi. Hins vegar barst tölvubréf frá Francesco Papadia, aðstoðarbankastjóra (e. vice-president) hjá Evrópska seðlabankanum, 1. apríl 2008, þar sem hann sagði að bankastjórnin (e. executive board) hefði ekki enn tekið afstöðu til málsins enda vilji hún fá frekari upplýsingar frá Íslandi. Hann spyr þá hvort rætt hafi verið um fjárhagslega aðstoð við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, BIS eða aðra seðlabanka, að Seðlabanka Bretlands undanskildum.

Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri alþjóða- og markaðssviðs Seðlabanka Íslands, svaraði samdægurs og lýsti því að til staðar væri lánalína við BIS (USD 500m) og að unnið væri að því að koma upp endurhverfum viðskiptalínunum (EUR 750m). Í bréfinu segir jafnframt að ekki sé talin þörf á að leita til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins úr þessu þar sem ekki sé enn þörf á neyðaraðstoð. Ef til þess kæmi þá væri kvóti Íslands þar einn milljarður evra. Hann segir að jafnframt sé í bígerð að hefja viðræður við norrænu seðlabankana og Seðlabanka Bandaríkjanna um lánafyrirgreiðslur eða gjaldmiðlaskiptasamninga.

Formlegt bréf var síðan skrifað frá Davíð Oddssyni til bæði Mervyns King, bankastjóra BoE, og Jean-Claudes Trichet, bankastjóra Seðlabanka Evrópu. Í bréfinu segir:

"By this letter, I wish to follow up on recent contacts about establishing a swap facility between the Central Bank of Iceland and the Bank of England.

While concerns about Iceland subsided somewhat last week, the Icelandic banks have remained in the spotlight and questions continue to be raised in the press about their position and that of Iceland. In view of the delicate situation and global nature of the Icelandic banking system, the Central Bank of Iceland continues to seek to strengthen its position. Following the establishment of a swap facility, the Sovereign would promptly seek term funding in the global financial market to further bolster Central Bank reserves.

On Thursday, April 10th the Central Bank is scheduled to publish its Monetary Bulletin and announce a policy rate decision. Markets will clearly focus on the meeting on Thursday and it would provide an important venue for any further announcements.

It should be emphasized that the Icelandic banks have not requested liquidity assistance from the Central Bank other than routine liquidity provision in the Icelandic Krona. The solvency of Icelandic banks is not in question. The objective of establishing swap facilities with other central banks should be seen as a precautionary arrangement to change expectations and allay concerns in the market about the Central Bank's ability to weather the storm. Moreover, such facility would serve as a deterrent against "unscrupulous" forces.

If the Icelandic banking system were to be hit hard, the contagion effect could be widespread, especially given the current fragile state of international financial markets. As an example in recent history, in the first quarter of 2006 a brief interruption in the funding of the Icelandic banks sent ripples of fear through financial markets.

In view of the current state of financial markets it [is] likely that the repercussions would be considerably stronger now. Icelandic bank paper is believed to be included in more than half of all CDO structures created in recent years. Our international banking contacts have underlined that a credit event stemming from a large scale liquidation of Icelandic bank obligations would have a serious impact on global asset markets. Similar concerns have been expressed about potential effects on emerging market economies, especially in Europe.

The objective of the Central Bank of Iceland is to engage at least five central banks in swap agreements. I have already been in contact with some of the Nordic Central Banks, the Bank of England, the ECB as well as the BIS. The preliminary response has been positive.

I look forward to your favourable considerations."

Ingimundur Friðriksson og Sturla Pálsson fylgdu erindinu svo eftir á vörfundum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington DC í apríl 2008. Hinn 11. apríl 2008 funduðu þeir ásamt Jens Henriksson frá skrifstofu Norðurlanda og Eystrasaltsríkja (Nordic-Baltic Office) hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum með fyrrisvarsmönnum seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Í fundarpunktum Seðlabanka Íslands er haft eftir Stefan Ingves, seðlabankastjóra Svíþjóðar, að ríkisvaldið á Íslandi verði að grípa til aðgerða til að ná jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Segir að Nils Bernstein, seðlabankastjóri Danmerkur, hafi tekið undir þetta. Jafnframt er haft eftir þeim að "hugsanlega þyrfti að setja einhver skilyrði um ákveðnar aðgerðir stjórnvalda". Jafnframt hafi verið ákveðið að fá álit frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum á stöðunni á Íslandi.

Þegar Stefan Ingves var spurður út í þennan fund í bréfi frá rannsóknarnefnd Alþingis lýsti hann þeirri skoðun sinni að "íslensku fulltrúarnir á þessum fundi hafi verið stressaðir, ekkert sérlega vel undirbúnir og að þeir hafi ekki gert sér fulla grein fyrir þeirri áhættu sem til staðar væri". Hinn 12. apríl 2008 funduðu fulltrúar Seðlabanka Íslands með Mervyn King og Phil Evans, framkvæmdastjóra alþjóða- og markaðssviðs Seðlabanka Bretlands. Í fundarpunktum Seðlabanka Íslands er haft eftir Mervyn King að nauðsynlegt sé að Seðlabanki Íslands geri grein fyrir því hvernig hann hyggist nota þessa samninga. Haft er eftir Ingimundi Friðrikssyni að "ljóst væri að þrýst yrði fast á íslenska banka að vinda niður efnahagsreikninginn". Í fundarpunktum segir að Mervyn King hafi spurt hvað gert yrði ef það yrði bankaáhlaupt næsta dag. Samkvæmt fundarpunktum var því svarað til að "líklega yrði sá banki þjóðnýttur".

Hinn 14. apríl 2008 funduðu fulltrúar Seðlabanka Íslands með Seðlabanka Bandaríkjanna en fyrir hönd síðarnefnda bankans sátu fundinn Timothy F. Geithner, bankastjóri Seðlabanka New York, og Terrence J. Checki. Geithner hafði rætt áður við seðlabankastjóra Svíþjóðar, Bretlands og Evrópu um málefni Íslands. Hann virtist hissa á að lausafjárstaða Íslands væri slæm en lýsti því samt að "hann teldi að heildarfjárhæðin þyrfti að vera mjög há (yfir 10 milljarðar dollara) ef aðgerðin ætti að skila tilætluðum árangri. Ella myndi markaðurinn [...] túlka hana sem veikleikamerki." Honum fannst að þeir seðlabankastjórar sem hann hafði rætt við "hefðu einnig efasemdir".

Síðar sama dag, þ.e. 14. apríl 2008, kom skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um Ísland (Iceland – Preliminary Assessment). Þar kemur fram að lausafjárþurrð sé möguleg hjá bönkunum og í því sambandi er bent á að stærð bankanna komi í veg fyrir að Seðlabankinn geti sinnt hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara. Almennt er skýrslan jákvæð gagnvart íslensku bönkunum, meðal annars vegna þess hversu hátt eiginfjárlutfall þeirra er og einnig vegna þess að þeir höfðu allir staðist opinber álagspróf

Fjármálaeftirlitsins. Í skýrslunni segir þó að Fjármálaeftirlitið hafi ekki valdheimildir til að grípa inn í starfsemi bankanna eða til að taka þá yfir. Í skýrslunni kemur einnig fram að mögulegt sé að lánalínur, líkt og þær sem Seðlabanki Íslands hafi farið fram á, gætu komið í veg fyrir lausafjártengt áhlaup á bankana en þó er bent á að ráðast verði að rótum vandans, þ.e. stærð bankakerfisins. Slíkt þyrfti að fela í sér áætlun um minnkun bankanna. Mælt er með því að gera hverjum banka fyrir sig að (i) undirbúa áætlun um minnkun, (ii) hætta að greiða arð til að bæta lausafjárstöðu og (iii) leggja fram áætlun um það hversu hratt þeir geti aflað lauss fjár með sölu eigna, ef þörf krefji. Einnig sé hægt að takmarka leyfi til að opna útibú erlendis. Til viðbótar er í skýrslunni mælt með að haldið verði áfram með viðlagaáætlun ef til bankahruns komi. Að lokum er skýrt tekið fram að hagstjórn verði að vera í samræmi við þá stöðu sem upp sé komin sem meðal annars felst í því að gæta aðhalds í ríkisútgjöldum.

Hinn 15. apríl sendi Davíð Oddsson formlega beiðni um gjaldmiðlaskiptasamninga til fimm seðlabanka. Nánar tiltekið var þar um að ræða seðlabanka Evrópu, Bretlands, Svíþjóðar, Danmerkur og Noregs. Meðfylgjandi bréfinu var minnisblað þar sem farið er yfir ýmis atriði. Í fyrsta lagi er farið yfir íslenska hagkerfið síðustu fimm árin. Í öðru lagi er farið yfir stöðu bankanna út frá opinberum gögnum. Nefnt er að bankarnir hafi allir skilað töluverðum hagnaði í lok árs 2007 og að það sé allt útlit fyrir að fyrsti ársfjórðungurinn verði góður (e. firm). Bent er á að eiginfjárhluðföll bankanna séu há og að afskriftarhlutföll séu lág. Leiddar eru líkur að því að skuldatryggingarlög á íslensku bankana séu of há meðal annars vegna þess að tveir af bönkunum hafi nýverið gefið út skuldabréf á markaði með mun betri vaxtakjörum en álögin gefa til kynna, jafnvel þótt álagið hafi verið umtalsvert. Nánar verður vikið að þessu í ályktunum síðar í kaflanum. Í minnisblaðinu segir einnig að markmiðið með því að gera gjaldmiðlaskiptasamninga sé að sýna fram á að Seðlabanki Íslands geti veitt lausafjáraðstoð í öllum þeim gjaldmiðlum sem íslensku bankarnir starfa með. Lögð er áhersla á að skilaboðin verði þeim mun sterkari eftir því sem breiðari samstaða myndist milli seðlabankanna um að koma að málinu. Einnig segir að tilkynna þurfi opinberlega um slíka samninga til að markmiðinu verði náð. Að lokum er lögð áhersla á hversu alþjóðlegir bankarnir séu orðnir með meirihluta tekna sinna erlendis. Segir að af þessu leiði að fjármálaáfall hérlendis myndi hafa smitandi áhrif allvíða, sérstaklega í ljósi þeirrar lausafjarkreppu sem heimurinn sé að ganga í gegnum.

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis lýsti Sturla Pálsson fyrir-ætlun Seðlabankans með eftirfarandi orðum: "Við reyndum að selja þeim þá hugmynd að það að láta okkur hafa 3 til 4 milljarða dollara, sem gætu dugað til þess að við gætum valdað stöðuna, bætt í gjaldeyrisforðann og knúið bankana til að selja eignir, að það væri ódýrara fyrir þá en ef íslenska ríkið færi því að það væri algjörlega óvíst hvernig það mundi leggjast í restina af heimsbyggðinni. Og við héldum því á lofti að það væri gríðarleg smithætta." Í kjölfar fyrrgreinds bréfs, sem Davíð Oddsson sendi fyrir hönd Seðlabanka Íslands, reyndu íslensku seðlabankastjórnarnir að kalla eftir svörum frá Seðlabanka Bretlands auk þess sem unnið var að því að fullgera gjaldeyris-skiptasamninginn við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Hinn 17. apríl 2008 sendi Ingimundur Friðriksson Paul Tucker tölvubréf með fyrir-spurn um stöðu mála. Stutt svar barst frá Tucker snemma næsta dag: "We are actively discussing with the other central banks."

Hinn 22. apríl 2008 sendi Davíð Oddsson Mervyn King bréf þar sem fram kemur að gjaldeyris-skiptasamningar við Norðurlöndin séu svo gott sem í höfn og að vonast sé eftir því að King geti afgreitt málið hjá BoE. Svar barst næsta dag. Í bréfinu segir m.a.:

"It is clear that the balance sheet of your three banks combined has risen to the level where it would be extremely difficult for you effectively to act as a lender of last resort. International financial markets are becoming more aware of this position and increasingly concerned about it. In my judgement, the only solution to this problem is a programme to be implemented speedily to reduce significantly the size of the Icelandic banking system. It is extremely unusual for such a small country to have such a large

banking system. It would not be sensible for me to suggest the precise way in which this might be achieved. But the sale of one or more banks or significant proportions of their assets overseas, to foreign banks must surely be high on your list of possible policy instruments. To design and implement such a programme is not easy. I would very much like to discuss how the international community could offer help to Iceland in respect of designing such a solution by raising the matter at the dinner of G10 Central Bank Governors to be held in Basel on 4 May. I have spoken about this with Stefan Ingves, Governor of the Riksbank in Sweden, and we shall both be requesting a discussion at the dinner.

The amount of money is very small relative to the potential need for funds should a problem arise with one or more of your banks. Indeed, the announcement of a swap, especially if restricted to a group of countries with which Iceland has good political relations, might well trigger concern in financial markets about the extent to which you and ourselves perceived a problem in the Icelandic banking system, and then attention would be drawn to the inadequate scale of financial resources available to you to deal with the problem. The swap might look rather like a political gesture rather than a credible financial strategy.

I know you will be disappointed. But among friends it is sometimes necessary to be clear about what we think. We have given much consideration to your proposal. In my judgement, only a serious attempt to reduce the size of the banking system would constitute a solution to the current problem. I would like to think that the international central banking community could find a way to offer effective help to enable you more easily to construct a programme to reduce the size of the banking system. I shall be willing to do all in our power to help you achieve that." Davíð Oddsson svaraði um hæl, einnig dagsett 23. apríl 2008.

"Thank you for your letter of April 23, 2008. I very much value the attention that you have given to our situation and your expression of goodwill. I note from your response that I have not been able to explain clearly enough how the arrangement for a swap would help in strengthening confidence in Iceland and the Icelandic financial system.

I remain convinced that a swap arrangement with several central banks would indeed help and very significantly reduce the likelihood of a serious occurrences. In fact, I have grave concerns that the absence of a swap arrangement in the current circumstances could have very severe consequences. I must emphasise my belief that this is not an isolated Icelandic concern. Difficulties in Iceland could have serious contagious effects in other countries."

Því til viðbótar kemur fram að Davíð Oddsson telji upphæð gjaldeyris-skiptasamninga sem verið er að leita eftir muni vera nægjanleg fyrir það sem Seðlabankinn ætlaði að nýta þá í. Það er í samanburði við skuldbindingar íslensku bankanna, eignir, starfsemi og dótturfélög þeirra erlendis. Jafnframt bendir hann á að öll helstu lánshæfismatsfyrirtækin virðist telja að gjaldeyris-skiptasamningar við erlenda seðlabanka muni bæta stöðu Íslands. Að lokum kemur fram:

"You strongly emphasise in your letter the necessity of the banks reducing in size. I fully agree with you. As I have explained, our intention with the swap arrangement was among other things to create a window of opportunity to pressure the banks to downsize. A swap arrangement would in our view greatly improve the conditions for the liquidation of assets.

The Icelandic banks are well capitalised but they are dealing with a problem of perception. The signals we receive from the markets are that a swap facility for the Central Bank would contribute immeasurably to the alleviation of the problem." "I hereby kindly ask you to reconsider this matter."

Ekkert formlegt svar barst við þessu bréfi.

Í lok apríl láðist alþjóða- og markaðssviði Seðlabanka Íslands að framlengja lánalínu sem opnuð hafði verið mánuði áður hjá BIS. Um var að ræða fjárhæð sem nam 500m Bandaríkjadala. Þegar mistökin komu í ljós var farið fram á það við BIS að lánalínan yrði samt sem áður framlengd. Því var hins vegar hafnað af BIS, sbr. eftirfarandi orð Davíðs Oddssonar við skýrslutöku: "Alþjóðadeildin átti að sjá um það hjá okkur, alþjóðasviðið. Það taldi sig hins vegar hafa falið það bókhaldinu, bókhaldssviðinu, og bókhaldssviðið síðan endurnýjar þetta ekki einhver mánaðamótin og síðan, þegar við heyrum af þeirri handvömm, sem við töldum vera, og felum þeim að endurnýja þetta þegar í stað, þá er komið annað hljóð í BIS-strokkinn." Í lok apríl 2008 kom út skýrsla sem unnin var af sérfræðingum Seðlabanka Svíþjóðar um stöðu íslensku bankanna. Í skýrslunni var að finna almenna lýsingu á stöðunni hjá íslensku bönkunum. Meginniðurstaðan var sú að bankarnir hefðu sýnt góða afkomu og ættu góðar eignir. Á hinn bóginn væru vandkvæði á því að hægt væri að veita þeim lausafjárstuðning. Jafnvel þó að Seðlabanka Íslands tækist að auka gjaldeyrisvaraforða sinn verulega, úr 1,9 milljörðum evra í 3–4 milljarða evra væri ekki víst að slíkt myndi duga.

Hinn 4. maí 2008 var haldinn fundur G10-seðlabankastjóra í Basel. Samkvæmt bréfi frá Mervyn King hugðust hann og Stefan Ingves ræða stöðu Íslands þar. Samkvæmt Davíð Oddssyni breyttist tónninn nokkuð gagnvart Íslandi eftir þennan fund: "[...] en þarna byrjar þetta að gjörbreytast, afstaða til að mynda Svíanna, sem gekk mjög langt, meira að segja þannig að á endanum, þegar þeir voru að reyna að fá Norðmennina og Danina til að hætta við þennan .... [gjaldmiðlaskiptasamning]." Ingimundur Friðriksson var á sama máli: "Við vitum ekki hvað þeir ræddu en vildum gjarnan vita það, vegna þess að það varð, það var eitthvað rétt á fundi sem seðlabankastjórar G10-landanna svokölluðu í apríl og byrjun maí sem við vitum ekki hvað var en hafði augljóslega áhrif á afstöðu þeirra sem þar voru."

Hinn 7. maí 2008 sendi Davíð Oddsson bréf til Stefans Ingves, Nils Bernstein og Sveins Gjedrem, seðlabankastjóra Noregs, þar sem hann hvetur þá til að ganga frá gjaldeyrisskiptasamningnum eins fljótt og auðið er, helst eigi síðar en næsta dag.

Hinn 14. maí 2008 barst Geir Haarde, forsætisráðherra, síðan símtal frá Davíð Oddssyni sem var á fundi norræna seðlabankastjóra í Osló. Samkvæmt skýrslu Geirs mun Davíð hafa sagt: "Ég er hérna með sænska kollega mínum, Stefan Ingves, ég vil gjarna að þú talir við hann, við erum að reyna að klára hér ákveðin mál og hann verður að heyra í þér um það hvað það er sem þeir setja fyrir sig." Í því samtali mun Ingves hafa farið fram á að Geir gæfi út yfirlýsingu í framhaldi af gjaldeyrisskiptasamningnum sem ráðgert var að yrði undirritaður. Sú yfirlýsing skyldi fyrst og fremst varða tvö meginmál. Annars vegar um ábyrga stefnu í ríkisfjármálum og hins vegar um Íbúðalánasjóð. Í framhaldi af þessu samtali var sett á blað yfirlýsing sem var ein af forsendum gjaldeyrisskiptasamningsins. Rannsóknarnefnd Alþingis hefur umrædda yfirlýsingu undir höndum. Þess ber að geta að dagsetning skjalsins er bersýnilega röng. Að öllum líkindum var skjalið undirritað 15. maí 2008:

Að morgni 16. maí 2008 voru síðan tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamningar undirritaðir á milli Seðlabanka Íslands annars vegar og seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur hins vegar. Samningarnir veittu Seðlabanka Íslands aðgang að allt að 500 milljónum evra gegn íslenskum krónum hjá hverjum seðlabankanna um sig, eða samtals allt að 1,5 milljörðum evra. Síðar sama dag birti Seðlabanki Íslands fréttatilkynningu um samningana þar sem einnig kom fram að "ofangreindir samningarnir [sic] auka verulega aðgang Seðlabankans að erlendu lausafé og mun bankinn auka þann aðgang enn frekar á næstunni".

Sama dag, þ.e. 16. maí 2008, birti Geir H. Haarde eftirfarandi yfirlýsingu:

Yfirlýsing Geirs H. Haarde, forsætisráðherra 16.5.2008

Ríkisstjórnin og Seðlabanki Íslands hafa að undanfögnu undirbúið margvíslegar aðgerðir til að styrkja aðgang Seðlabankans að erlendu lausafé og efla traust á íslenskt fjármálakerfi og efnahagslíf.

Ég fagna þeirri tilkynningu sem gefin var út í dag um tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamninga milli seðlabanka Danmerkur, Noregs, Svíþjóðar og Íslands og tel það mikilvægt skref í átt að ofangreindum markmiðum. Frekari aðgerðir til að styrkja erlenda lausafjárstöðu Seðlabankans eru í undirbúningi.

Af þessu tilefni vil ég einnig leggja áherslu á þá meginstefnu ríkisstjórnarinnar að stuðla að auknum hagvexti og skipulagsbreytingum á íslenska hagkerfinu með það fyrir augum að treysta efnahagslegan stöðugleika.

Til þess að bæta virkni peningamálastefnunnar mun ríkisstjórnin meðal annars þegar undirbúa og birta trúverðuga áætlun um umbætur og breytingar á skipulagi Íbúðalánasjóðs.

Til þess að tryggja áframhaldandi trausta opinbera fjármálastjórn munu stjórnvöld leitast við að viðhalda hinu lága skuldastigi hins opinbera og styrkja umgjörð fjármálastefnunnar.

Stjórnvöld munu einnig vinna að þessum markmiðum á öðrum sviðum.

Reykjavík 16. maí 2008

Í samræmi við lið nr. 1 í yfirlýsingu seðlabankastjóra og forsætis-, fjármála- og utanríkisráðherra, sem undirrituð hafði verið í tilefni af gjaldmiðlaskiptasamningum við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur, samþykkti Alþingi sérstök lög 7. júní 2008 um heimild ríkissjóðs Íslands til sérstakrar lántöku á árinu 2008. Heimildin var fyrir láni, allt að 500 milljörðum króna. Í þessu samhengi skal þess einnig getið að tvívegis fram að falli bankanna sendi Seðlabanki Íslands sérstök minnisblöð til bankastjóra seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur, sbr. lið nr. 6 í yfirlýsingunni hér að framan, annars vegar 8. júlí 2008 og hins vegar 19. september sama ár. Í þessum minnisblöðum er sagt frá því hvernig vinna að liðum nr. 1–5 gengur.

(1) Viðbótarlántökur eins fljótt og auðið er

Í fyrra minnisblaðinu er fjallað um að bankinn sé að leitast við að stækka gjaldeyrisvaraforðann umtalsvert með lántöku sem hafi þegar verið samþykkt af Alþingi. Seinna minnisblaðið segir að markaðsaðstæður séu slæmar, svo ekki sé fastar að orði kveðið, og að lánskjör fram að þessu hafi verið óviðunandi að mati Seðlabanka Íslands. Þó hafi tekist að afla um það bil 1 milljarðs evra bæði með útgáfu skammtíma víxla á Evrópumarkaði og með beinum lántökum.

(2) Þrýst á um minnkun íslensku bankanna

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að bankarnir hafi verið að minnka en engar tölur nefndar í því sambandi. Seinna minnisblaðið segir að afkoma bankanna hafi verið góð á fyrri árhelmingi 2008. Sagt er að efnahagsreikningar þeirra allra séu að minnka í evrum og að útlánastarfsemi hafi dregist verulega saman. Aftur eru engar tölur nefndar.

(3) Endurskipulagning Íbúðalánasjóðs

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að það sé forgangsverkefni hjá ríkisstjórninni að endurskipuleggja sjóðinn og að tillögur muni væntanlega koma fram síðar á árinu. Það var ekki búið að leggja þær tillögur fram þegar seinna minnisblaðið var skrifað en þó kemur fram að þetta sé enn forgangsmál, ekki síst í ljósi nýlegrar ákvörðunar Eftirlitsstofnunar EFTA um Íbúðalánasjóð. ESA hafi í raun í ákvörðun, dagsettri 27. júní 2008, komist að bráðabirgðaniðurstöðu um að tiltekin ívilnun íslenska ríkisins í þágu Íbúðalánasjóðs gengi gegn ríkisstyrkjareglum EES-samningsins.

(4) Viðhalda hinu lága skuldastigi hins opinbera og styrkja umgjörð fjármálastefnunnar. Endurskoða nýju kjarasamningana að því er varðar vísitölutengingu þeirra.

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að hið opinbera hafi fullan hug á að viðhalda aðhaldi í ríkisfjármálum. Seinna minnisblaðið er nokkuð sambærilegt því fyrra þó að bent sé á að hallarekstur sé svo gott sem óumflýjanlegur vegna minnkandi efnahagssumsvifa. Hvergi er vikið að kjarasamningum í þessum minnisblöðum.

#### (5) IMF FSAP-skýrsla

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að sendinefnd Alþjóðgjaldeyrissjóðsins hafi lokið starfi sínu og að skýrslu sé að vænta. Í seinna minnisblaðinu er sagt að skýrslan hafi komið út 10. september 2008.

Nú verður aftur vikið að tilraunum Seðlabanka Íslands til að auka gjaldeyrisvaraforða sinn og til að gera tvíhliða gjaldeyriskiptasamninga. Í lok maí 2008 voru aðstæður kannaðar á mörkuðum. Þrír alþjóðlegir bankar unnu í þessu máli fyrir hönd Seðlabanka Íslands. Um var að ræða Barclays, þar sem Raymond Seager var í fararbroddi, J.P. Morgan, með Liv Løge, og Lehman Brothers, með Glenn Victor Kim.

Af minnisblaði fjármálaráðuneytis frá 21. maí 2008 má ráða að almennt hafi ríkt bjartsýni á að þessari lántöku gæti verið lokið í fyrstu viku júnímánaðar sama ár. Hugmyndir voru um að kjör yrðu á bilinu 50–75 punktar yfir LIBOR sem vekur athygli þar sem skuldatryggingarálag ríkisins var um 150 punktar 21. maí 2008. Samkvæmt minnisblaði bankastjórnar Seðlabankans til Baldurs Guðlaugssonar, ráðuneytisstjóra fjármálaráðuneytisins, voru haldnir fundir með fjárfestum eftir þetta. Í framhaldi af kynningarfundunum mun hafa komið í ljós að flestir fjárfestar hefðu mjög takmarkað svigrúm til að auka áhættu sína gagnvart Íslandi: "Kaupáhugi virtist aðeins vera fyrir hendi ef kjörin væru í takt við CDS-álag íslenska ríkisins eða ofar." Umsjónarbankar lántökunnar munu þá hafa ráðlagt einróma að ekki yrði farið á markað þar sem veikt útboð eitt og sér gæti valdið bankaáhlaupi.

Hinn 6. júní 2008 ritaði Davíð Oddsson Timothy F. Geithner, bankastjóra Seðlabanka Bandaríkjanna í New York, bréf þar sem hann lýsir þeirri skoðun sinni að gjaldeyriskiptasamningarnir við Norðurlöndin hafi skilað tilætluðum árangri úti á mörkuðum. Hann bætir síðan við: "Also, as demonstrated by the Nordic facility, the size of the arrangement is not necessarily a decisive issue at this juncture. In my view the perception of strong allies is more important. An arrangement with the Fed would therefore be of monumental significance. I would very much appreciate it if you would give the matter some further thought and be in touch. We would be happy to provide any further information that you would deem helpful." [...] "The perception of strong and far reaching alliances is more important than size. The perception of a lack of allies may have opposite effect."

Samkvæmt minnisblaðinu reyndust skuldabréfamarkaðir og markaðir fyrir sambankalán meira eða minna lokaðir gagnvart Íslandi þegar komið var fram yfir mitt sumar. Eini erlendi markaðurinn, sem virtist vera opinn um sumarið, var skammtíamavíxlamarkaðurinn. Í júlí 2008 hóf Seðlabankinn útgáfu skammtíamavíxla, sem voru almennt einungis til 1–3 mánaða, og nam útgáfan u.þ.b. 25 milljörðum króna. Í ágúst sama ár var svo gefið út fyrir sem nemur 45,5 milljörðum króna en þá féllu einnig á gjalddaga um 10 milljarðar króna. Í lok ágúst nam þá lántaka í formi skammtíamavíxla um 61 milljarði króna á gengi þess dags. Andvirði þessarar útgáfu var talið sem hluti af gjaldeyrisforða Seðlabankans. Þann 22. september var undirritað sambankalán sem Bayern LB var umboðsmaður fyrir. Þetta lán, sem nam 300 milljónum evra, var greitt út 30. september. Þrír bankar tóku þátt í láninu og var Bayern LB með meginhluta þess, eða 255 milljónir evra. Vextir á þessu láni voru 90 punktar yfir EURIBOR sem var vel fyrir neðan skuldatryggingarálag ríkisins á þessum tíma, en það var 330 punktar 22. september.

Í lok september 2008 var tilkynnt um að Seðlabanki Bandaríkjanna hefði gert gjaldeyriskiptasamninga við Seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Sama dag skrifaði Davíð Oddsson Timothy F. Geithner bréf þar sem hann segir meðal annars: "The announcement this morning of the new currency swaps appears to have enhanced confidence for the participating countries. However, given the perception that the Nordics are one, including Iceland, the new agreement may appear to the markets as having left us

in the lurch." Næsta dag, þ.e. 25. september 2008, talaði Davíð Oddsson við Timothy F. Geithner í síma. Ekki eru til nein samtímagögn um það samtal. Í minnisblaði Seðlabanka Íslands, dags. 4. október 2008, kemur hins vegar fram að í framangreindu símtali hafi Davíð kannað hvort möguleiki væri á hliðstæðum samningi á milli bankanna tveggja líkt og gerður hafði verið milli Seðlabanka Bandaríkjanna og norrænu seðlabankanna. Í minnisblaðinu kemur einnig fram að Timothy F. Geithner hafi svarað þessu erindi daginn eftir, þ.e. 26. september 2008, "á þá leið að Seðlabanki Bandaríkjanna væri ekki tilbúinn til að gera slíkan samning að svo stöddu en útilokaði ekki að það yrði gert síðar". Síðar sama dag, þ.e. 26. september 2008, birti Seðlabanki Íslands fréttatilkynningu þar sem meðal annars sagði: "Seðlabanki Íslands hefur átt viðræður við Seðlabanka Bandaríkjanna á undanförunum vikum. Ekki voru taldar ástæður eða efni til þess að gera á þessu stigi samning við Seðlabanka Íslands. Alls ekki væri þó útilokað að slíkur samningur yrði gerður síðar ef aðstæður gefa tilefni til."

Samkvæmt fyrrgreindu minnisblaði Seðlabanka Íslands var þessu erindi fylgt eftir 2. október 2008 með símtali við Timothy F. Geithner þar sem hann hefði lofað að íhuga málið. Síðar sama dag var tölvubréf sent af hálfu Seðlabanka Íslands til Williams Dudley, staðgengils framkvæmdastjóra fjármálamárkadssviðs í Seðlabanka Bandaríkjanna í New York, og Toms Connors. Í bréfinu er spurningum, sem beint hafði verið til Seðlabanka Íslands, svarað. Spurningarnar vörðuðu fyrst og fremst mögulega notkun á gjaldmiðlaskiptasamningum og að hverslags notum slíkir samningar gætu komið að mati Seðlabanka Íslands. Seðlabanki Íslands segir að gjaldmiðlaskiptasamningur myndi auka traust með því að auka gjaldeyrisvaraforðann. Einnig kemur fram: "We would aim to limit our interventions in the fx market. It is not our intention to engage in further bank takeovers and thus stretch our balance sheet."

Sama dag segir að Ingimundur Friðriksson hafi jafnframt haft samband beint við Tom Connors hjá bankastjórn Seðlabanka Bandaríkjanna í Washington. Um kvöldmatarleytið sama dag, þ.e. 2. október 2008, barst tölvubréf frá Tom Connors þar sem hann segir að málið sé til athugunar á æðstu stöðum og menn geri sér grein fyrir hversu mikilvægt sé fyrir Seðlabanka Íslands að fá skjót svör. Í fyrrgreindu minnisblaði frá 4. október segir síðan: "Síðdegis föstudaginn 3. október hafði William Dudley samband við formann bankastjórnar og tilkynnti honum að bandaríski Seðlabankinn sæi sér ekki fært að gera gjaldmiðlaskiptasamning við Seðlabanka Íslands. Meginástæða þess væri hve stórt íslenska bankakerfið væri og að til þess að gjaldeyrissektorsamningur gerði gagn yrði hann að vera stærri en svo að bandaríski Seðlabankinn sæi sér fært að taka þátt í gerð hans." Þessu til viðbótar kemur fram í tölvubréfi frá William Dudley til Jóns Þ. Sigurgeirssonar að ef Íslendingar leituðu eftir aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins væri möguleiki á að Seðlabanki Bandaríkjanna kæmi að málinu, sérstaklega ef Seðlabanki Evrópu kæmi einnig að málinu. Í punktum sem Jón Þ. Sigurgeirsson tók úr samtali þann daginn kemur fram að: "An IMF adjustment package would be a precondition for any participation from our side."

Samkomulag var síðan gert við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn föstudaginn 24. október en umfjöllun um það fellur utan ramma þessarar skýrslu.

#### 4.5.6.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Um mitt ár 2007 voru erlend innlán bankanna orðin sjöföld stærð gjaldeyris-varaforða Seðlabanka Íslands. Skammtímaskuldir þjóðarbúsins námu tífaldrí stærð gjaldeyrisvaraforðans. Erlend innlán bankanna höfðu aukist hratt mánuðina þar á undan. Skammtímaskuldir þjóðarbúsins höfðu einnig vaxið mikið. Það er mat rannsóknarnefndar að þá hafi verið síðasta raunhæfa tækifærið til að sporna við þessari þróun með virkum hætti án þess að illa færi, svo og til þess að auka gjaldeyrisvaraforðann á hagkvæman hátt. Hvorugt var gert á þessum tíma. Þegar fram í sótti hafði það afdrifaríkar afleiðingar fyrir fjármálastöðugleikann hér á landi.

Athygli vekur að Seðlabanki Bretlands var ekki beðinn formlega um skiptasamning til að styrkja gjaldeyrisvaraförðann fyrr en í tölvupósti 17. mars 2008. Þann dag féll krónan um 6%. Um var að ræða mesta gengis-fall krónunnar frá því miní-krísan gekk yfir árið 2006. Hætt var því við að aðgerðir Seðlabankans kæmu mönnum ekki fyrir sjónir sem yfirveguð ákvörðun um stækkun gjaldeyrisforðans heldur sem beiðni um neyðaraðstoð til að koma í veg fyrir áhlaup sem þegar virtist hafið.

Af þeim gögnum sem nefndin hefur aflað sér verður ekki séð að í mars og apríl 2008 hafi legið fyrir skýr, skrifleg og rökstudd áætlun um aukningu gjaldeyrisforðans, þ.m.t. hvernig verja ætti þeim fjármunum sem auka ætti við forðann og tengsl þessarar aðgerðar við aðra mikilvæga þætti viðlagaundirbúnings Seðlabankans. Í bréfi Stefans Ingves, seðlabankastjóra Svíþjóðar, til rannsóknarnefndar 22. janúar 2010 kom meðal annars fram að hann hefði verið með fyrirsvarsmönnum Seðlabanka Íslands á vorkundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 11. apríl 2008. Að sögn sænska seðlabankastjórans voru íslensku fulltrúarnir þá taugaveiklaðir, ekkert sérlega vel undirbúnir og gerðu sér ekki fulla grein fyrir þeirri áhættu sem til staðar var.

Seðlabanki Bretlands hafnaði erindi Seðlabanka Íslands um skiptasamning 22. apríl 2008. Breski seðlabankinn taldi hins vegar að seðlabankarnir gætu fundið áhrifaríka leið við að hjálpa Íslendingum við að minnka bankakerfi sitt. Að hans mati væri það eina raunhæfa leiðin til að takast á við vandann. Mervyn King, bankastjóri breska seðlabankans, bauð alla aðstoð sem hann gæti veitt við að takast á við það verkefni. Seðlabanki Íslands þekktist ekki þetta boð. Í staðinn var þess óskað í svarbréfi Seðlabanka Íslands að breski seðlabankinn endurskoðaði vinsamlegast afstöðu sína til umbeðins skiptasamnings. Því bréfi var ekki svarað. Á fundi seðlabankastjóra G10-ríkjanna í Basel 4. maí 2008 var rætt um málefni Íslands. Þar varð ljóst að Seðlabanka Íslands stóð hvorki til boða skiptasamningur við breska seðlabankann né aðra seðlabanka að undanskildum þeim danska, norska og sænska. Ekki verður þó sagt að þeir hafi verið ákafir í að gera skiptasamninga við Seðlabanka Íslands. Það gerðist ekki fyrr en eftir mikla eftirgangsmuni. Norrænu seðlabankarnir féllust ekki á gerð slíkra samninga fyrr en forsætisráðherra hafði veitt loforð um að þrýst yrði á íslensku bankana að draga saman stærð efnahagsreikninga sinna með hliðsjón af tillögum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og undirrituð hafði verið yfirlýsing þriggja ráðherra ríkisstjórnarinnar um ábyrga stefnu í ríkisfjármálum og um breytingar á Íbúðalánasjóði. Við fall bankanna voru íslensk stjórnvöld mjög skammt á veg komin með að efna þetta samkomulag.

Samkvæmt framansögðu virðist ljóst að á vormánuðum 2008 hafi Seðlabanki Íslands ekki átt kost á skiptasamningum við aðra seðlabanka en þann danska, norska og sænska, þar sem stærð íslenska bankakerfisins var talin ofvaxin möguleikum Seðlabanka Íslands og ríkissjóðs til að koma því til aðstoðar.

## 4.6 Vaxandi ójafnvægi

Ójafnvægi jókst í þjóðarþúinu árin fyrir fall bankanna. Meginniðurstaða þessa kafla er að ójafnvægið hafi fyrst og fremst verið tvíþætt. Í fyrsta lagi átti sér stað útlánaþensla á Íslandi á árunum fram að bankahruni. Í öðru lagi varð íslenska fjármálakerfið of stórt miðað við innviði þess og umhverfi.

### 4.6.1 Innra ójafnvægi

Verðbólga er að jafnaði ekki áberandi fylgifiskur útlánaþenslu þar sem mikið innflæði fjármagns sér um að styrkja gengið og lækka erlent vöruverð. Innflæði erlends fjármagns og vöxtur innlendrar eftirspurnar þrýstir þó upp eignaverði. Húsnæðisliðurinn í vísitölu neysluverðs er meðal annars háður fasteignaverði. Það er meginástæðan fyrir því að mæld verðbólga jókst hér á landi á árunum 2003 til 2007. Eins mikil hækkun eignaverðs og varð hér á landi á þessum árum leiðir til þess að heimilin telja sig

efnaðri en áður. Viðbúið er að vöxtur eigna leiði jafnframt til aukinnar eftirspurnar. Því er rétt að bregðast við slíkri verðbólgu með hækkun vaxta til þess að slá á vænta eftirspurn. Verðbólga á árinu 2006 og fyrri hluta árs 2007 náði fyrri hæðum frá því er gengi krónunnar var látið fljóta umfram þau vikmörk sem genginu var haldið innan áður en ný peningastjórn um verðbólgu markmið var tekin upp árið 2001. Þó að slaknað hafi á verðbólgunni síðla árs 2007 með hækkandi gengi íslensku krónunnar vegna erlends fjármagnsflæðis, meðal annars jökla bréfaútgáfu erlendra fjárfesta, jókst hún hröðum skrefum úr 4% árið 2003 í ríflega 14% þegar bankarnir féllu síðla árs 2008 (mynd 70).

Þróun stýrivaxta Seðlabankans er sýnd á mynd 71. Stýrivextirnir eru hækkaðir frá því um mitt ár 2004 úr rúmum 5% í 15,5% í apríl 2008. Barátta Seðlabankans við verðbólguna er þó ekki árangursrík. Á myndinni sést að tölur á vaxtahækkunarferlinu á árinu 2005 og aftur á fyrri hluta árs 2006. Þá eru vextirnir óhreyfðir frá því haustið 2006 allt þar til í nóvember 2007. Eftir að hækkunarferlið staðnæmist 2006 veikist krónan og verðbólga í kjölfarið og þá er gripið til vaxtahækkana á ný og það sama er uppi á teningnum vorið 2008.

Atvinnuleysi hefur jafnan verið lítið á Íslandi (mynd 72). Í seinni tíð fór atvinnuleysi hæst í 5% árið 1995, en fór undir 1% á seinni hluta ársins 2007. Björn Rúnar Guðmundsson og Gylfi Zoëga mátu náttúrulegt atvinnuleysi á Íslandi sem 4%. Seðlabankinn hefur jafnan miðað við að náttúrulegt atvinnuleysi hér sé 2,5% til 3,0%. Þetta er kallað náttúrulegt atvinnuleysi þar sem það tekur tillit til þess að hluti vinnuaflsins er í atvinnuleit á hverjum tíma. Slíkt er eðlilegur og oftast hagkvæmur hluti af starfsemi vinnumarkaðar. Á árinu 2007 var atvinnuleysi hér á landi því langt undir því sem gæti talist eðlilegt. Þetta olli vanda fyrir fyrirtæki í ráðningum þar sem nýju starfsfólki var einfaldlega ekki til að dreifa. Slíkt kallar alla jafna á launaskrið þar sem launþegar hafa mun betri samningsstöðu en atvinnurekendur. Spennan á vinnumarkaðnum varð þó ekki eins mikil og efni stóðu til þar sem mikið af erlendu vinnuafl kom til landsins. Árið 2008 voru 18% allra karla á aldrinum 20–50 ára á Íslandi með erlent ríkisfang.

Mikil aukning kaupmáttar og útlánaþensla jók mjög á eftirspurn á Íslandi á árunum 2003–2008. Raunaukning einkaneyslu varð mest milli áranna 2005 og 2006, eða 12%. Vöxtur einkaneyslu á árinu 2007 var heldur minni, 3%, en aftur um 5% á árinu 2008. Hagstætt raungengi ýtti einnig undir innflutning en hann er eitt af því sem einkennir tímabil útlánaþenslu (mynd 73). Þannig varð raunvöxtur innflutnings um 30% á árunum 2004–2007 en þar munaði mest um fólksbílainnflutning.

Mikil aukning á heildareftirspurn í hagkerfinu, sem stafar meðal annars af útlánaþenslu, auðsáhrifum eða væntingum um betri tíð, getur tímabundið valdið því að heildarframleiðsla fari yfir þau mörk sem hagkerfið getur framleitt að jafnaði til lengri tíma. Þetta veldur svokallaðri framleiðsluspennu í þjóðarþúskapnum sem er mæld sem frávík á milli langtímaframleiðslugetu hagkerfisins og framleiðslu hverju sinni. Afleiðing viðvarandi framleiðsluspennu er aukin verðbólga, þar sem framleiðsluþættirnir (þ.e. vinnuafl, fjármagn og framleiðslutæki) ná ekki að hafa undan við að svara hinni miklu eftirspurn eftir vörum og þjónustu og verð hækkar. Í útreikningum Seðlabanka Íslands kom fram að framleiðsluspenna á Íslandi var einna mest árið 1987 þegar hið svokallaða skattlausu ár stóð yfir. Það er góður mælikvarði að miða við þegar litið er til framleiðsluspennunnar sem myndaðist í hagkerfinu þegar bankakerfið óx sem hraðast. Framleiðsluspennan fór úr því að vera neikvæð um rúm 2% í lok árs 2003 upp í rúm 3,5% í byrjun árs 2006 (sjá mynd 74). Ætla má að ef ekki hefði verið fyrir erlent vinnuafl sem lagðist á árarar með hinu innlenda að framleiðsluspennan hefði getað orðið mun hærri, þó að vitanlega hafi hinir erlendu launþegar einnig tekið þátt í því að skapa innlenda eftirspurn.

Útlán íslenska lánakerfisins tvöfölduðust sem hlutfall af landsframleiðslu á innan við tíu árum, frá 1998–2007. Þrjú fjórðu hlutar vaxtarins komu hins vegar fram á fimm árum þegar útlán íslenska lánakerfisins fóru úr því að vera 250% af landsframleiðslu í lok árs 2002 í 430% í lok árs 2007 (mynd 75). Þá ríflega tvöfölduðust skuldir heimilanna við lánakerfið á sama tímabili, úr 750 milljörðum í tæplega 1550 milljarða (sjá mynd 42).

Almennt er talið að hraður vöxtur útlána sé varhugaverður og ofpensla útlána geti beinlínis verið hættuleg hagkerfinu. Vikið er að þessu í Peningamálum Seðlabanka Íslands í febrúar 2000 en þar segir m.a. svo:

"Mikill vöxtur útlána. Mjög ör vöxtur hefur oft verið fyrirboði alvarlegrar fjármálakreppu. Samhliða örum vexti er hætt við að gæðum eignasafns lánastofnana hraki. Ör vöxtur í veðskulda- og öðrum neyslulánum og gengistryggðum lánum getur verið undanfari almennrar uppsveiflu."

Í hagrænni umræðu er óumdeilt að greitt aðgengi að lánsfé geri efnahagsþróun hraðari og vaxandi hagsæld mögulega. Þar er þeim tilvikum sem einkennast af hröðum vexti útlána skipt í þrennt: dýpkun fjármálamarkaða, hlut hagsveiflna og ofpenslu útlána.

Dýpkun fjármálamarkaða (e. financial deepening) er þegar framþróun efnahagskerfa leiðir til almennari skuldsetningar fyrirtækja og einstaklinga. Skuldsetningin er afleiðing þess að töf er á milli útlána til uppbyggingar og þess að sú uppbygging skili sér í aukinni framleiðslu.

Hraður útlánavöxtur er einnig hluti af hagsveiflunni þar sem útlán vaxa hraðar en framleiðsla í upphafi hagsveiflna vegna aukinna þarfa fyrirtækja sem eru að búa sig undir að mæta aukinni eftirspurn seinna í hagsveiflunni. Þetta er í samræmi við hröðunarlíkön (e. accelerator models) af hagsveiflum. Ofpensla útlána er hins vegar ekki hagkvæm útkoma efnahagsþróunar eða hagsveiflna. Hinn hraði vöxtur sem einkennir útlánaþensluna (e. credit boom) er ekki sjálfbær og mun að endingu leiða til samdráttar. Algeng orsök útlánaþenslu er vanmat markaðsaðila á áhættu, vegna of mikillar bjartsýni um framtíðartekjur. Þetta veldur hækkun á eignaverði, hækkun vaxta sem síðan veldur auknu innflæði lánsfjár. Við þetta hækkar verðmat eigna enn frekar en það gerir fyrirtækjum og heimilum síðan kleift að fá hærri lán gegn veðum í eignunum.

Þegar ofvöxtur útlána er metinn er nauðsynlegt að hafa í huga þau áhrif sem hann hefur á stöðugleika efnahagsstærða. Óhóflegur vöxtur útlána stuðlar að ofhitnun hagkerfisins þegar bankalán gera fyrirtækjum og einstaklingum kleift að neyta miklum mun meira en þau/þeir afla. Þá eykst innflutningur með óhjákvæmilegum áhrifum á viðskiptajöfnuð við útlönd. Samfara því fer verðbólga og að lokum óstöðugleiki gjaldmiðilsins. Áframhaldandi hnignun viðskiptajafnaðar kann að leiða til þess að erlendar lánalínur lokist sem og aðgengi að gjaldeyri. Slíkt leiðir til hnignunar bankakerfisins í heild sinni og það getur ekki lengur staðið við skuldbindingar sínar við erlenda lánardrottna. Þetta leiðir efnahagskerfið svo í heild sinni inn í fullburða fjármála- og efnahagskreppu. Undir þessum kringumstæðum er fjármálastöðugleiki í uppnámi.

Í nýlegri samantekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um útlánaþenslu kemur fram að raunveruleg hætta sé á að ofpensla útlána valdi skaða. Í þessari samantekt skoðuðu höfundar 28 tímabil í efnahagssögu landa þar sem útlánaofpensla mældist á síðustu 40 árum. Skýrsluhöfundar komust að því að tímabil ofpenslu útlána eru tiltölulega sjaldgæf. Þau eiga það til að gerast á svipuðum tíma í nálægum löndum, þ.e. flestar áttu sér stað í Austur-Asíu á tíunda áratug síðustu aldar og í Suður- og Mið-Ameríku á níunda áratugnum. Á þensluskeiðinu verður hraður vöxtur neyslu og fjárfestinga, hækkun vaxta, mikill halli á gjaldeyrisjöfnuði, samdráttur í gjaldeyrisforða og hækkun á raungengi. Útlánaþensla virðist hins vegar sjaldan fara samhliða verðbólgu þar sem ójafnvægi vegna aukinnar eftirspurnar er jafnað út með styrkingu gjaldmiðilsins til skamms tíma. Það er ekki fyrr en fer að halla á ógæfuhliðina og erlendir fjárfestar draga sig út úr hagkerfinu að verðbólga gerir vart við sig svo að um munar og gjaldmiðillinn fellur í verði í um helmingi tilvika samkvæmt rannsókninni. Hvað eftirköst útlánaþenslu áhrærir komust höfundar að þeirri niður-stöðu að þeim fylgdi raunveruleg áhætta þar sem niðursveifla hagkerfisins fylgdi yfirleitt í kjölfar hennar. Til að mynda féll landsframleiðsla að raungildi um 5% að meðaltali undir langtímaleitni vegna mikils samdráttar í neyslu og fjárfestingu. Í þremur af fjórum tilvikum fylgdi bankakreppa ofpenslu útlána og í sjö af átta fylgdi gjaldeyriskreppa í kjölfarið.

Höfundar skýrslunnar leggja til að ef sterkar vísbendingar séu um þenslu útlána þurfi yfirvöld að velta fyrir sér einni eða fleiri eftirfarandi aðgerða:

- Auka eftirlit með fjármálakerfinu. Þar sem þessu fylgir rýrnun á gæðum útlána, og að minnihluti fjármögnunar sé innlán, ættu eftirlitsaðilar að velta fyrir sér að auka eiginfjárkröfur, auka útlánaeftirlit og – í sumum tilvikum – að slá á getu bankanna til skammtímafjármögnunar.
- Auka eftirlit með skuldsetningu fyrirtækja. Fyrirtæki auka enn frekar á skuldsetningu sína í útlánaþenslu þannig að best væri að auka eftirlit með bókhaldi fyrirtækja.
- Auka aðhald í peninga- og ríkisfjármálum, jafnvel þó að ekki verði vart við verðbólguþrýsting. Útlánaþenslu fylgir aukning innlendrar eftirspurnar sem er ekki sjálfbær en búast má við hörðum samdrætti eftirspurnar.

Vöxtur útlána sem slíkur er leiðandi kennitala fyrir hagkerfið, og því einn meginmælikvarðinn sem stjórnvöldum og eftirlitsaðilum ber að fylgjast grannt með. Verðbólga, viðskiptahalli og fjárfestingar geta þá verið afleiddar stærðir. Einblíni eftirlitsaðilar á þær stærðir verða viðbrögð þeirra óviðeigandi eða í besta falli ranglega tímasett til að koma í veg fyrir afleiðingar sem af fjármálakreppu.

Starfsmenn spænska seðlabankans gerðu úttekt á útlánum spænskra banka yfir tvær hagsveiflur. Meginniðurstaðan var að skýr – en tafir – vensl séu á milli sveiflna í útlánum og útlánaáhættu. Hraður útlánavöxtur leiðir til aukinna vanskila seinna. Þar að auki voru lán, sem voru veitt í uppsveiflum, líklegri til að lenda í vanskilum en önnur lán.

Í framhaldi af þessu ákvað spænski seðlabankinn að innleiða það sem hann kallar "dynamic loan loss provisions" eða kvikan afskriftareikning. Í hefðbundnum afskriftareikningum eru tveir þættir. Annars vegar sértækur (e. specific provision) fyrir útlánatap sem bankinn hefur orðið fyrir eða er búinn að koma auga á. Hins vegar almennur (e. general provision) sem er til að mæta útlánatapi sem er þegar orðið en bankinn er ekki búinn að koma auga á. Þessi liður er yfirleitt ákveðinn hluti af útlánabók. Í kvikum afskriftareikningi bætist við þriðji liðurinn sem er byggður á stöðu bankans í sveiflunni. Því hraðar sem útlán aukast, því meira þarf bankinn að setja til hliðar í afskriftareikning. Eftir því sem útlánaaukning er hægari, þeim mun meira má taka út úr afskriftareikningnum. Færsla í afskriftareikning var því gerð á eftirfarandi hátt:

Þar sem heildarupphæðin, sem þarf að leggja til hliðar, (LLP total) vegna afskriftahættu útlána á ákveðnu tímabili kemur úr þessum þremur liðum: 1) sértæki liðurinn (specif.) 2) almenni liðurinn (sem er ákveðið hlutfall "g" af nýjum lánnum sem hugsað er fyrir almennt útlánatap) og liður 3) sem er kviki liðurinn þar sem Delta C er útlánavöxtur á tímabilinu, gamma er sögulegur meðalútlánavöxtur lánakerfisins í heild. Þar með er þessi liður jákvæður ef lánasafnið vex umfram sögulegan meðalútlánavöxt en neikvæður ella. Þannig er lánastofnunum með útlánavöxt umfram sögulegan meðaltalsútlánavöxt gert að leggja til hliðar meiri fjármuni í afskriftareikninga en ella.

Hér á landi var lítið gert til að sporna við útlánavexti enda sjást þess fá merki að hann hafi verið talinn af hinu slæma. Eins og fram kemur hér til hliðar töldu bæði Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn sig ekki hafa nein bein tæki til að stöðva útlánavöxtinn. Eiginfjárlutföll lánastofnana voru ekki hækkuð og ekki var slegið á getu bankanna til skammtímafjármögnunar. Fjármálaeftirlitið gerði ítarlegar skýrslur um útlánaáhættu sex lánastofnana á árinu 2008 en í inngangi skýrslunnanna er ekki að sjá að það hafi verið gert á grundvelli útlánavaxtar heldur jókst skammtímafjármögnun þegar leið á tímabilið eins og lýst er í kafla 7.0. Eftirlit með skuldsettum fyrirtækjum var heldur ekki aukið. Lítils aðhalds gætti í fjármálastefnunni, eins og rakið var í kafla 4.4 og ýmsar aðgerðir hins opinbera kynntu undir þennslunni. Aðhald í peningastefnu var hins vegar aukið, en of seint og of lítið, samanber umfjöllun í

kafli 4.5. Færslur í afskriftareikning minnkuðu hlutfallslega á þessu tímabili, fyrst og fremst vegna þess að nýjar IFRS-reglur kváðu á um að söguleg gögn þyrftu að liggja fyrir til að meta afskriftaþörf lána. Í nýjum, vaxandi bönkum liggja slík gögn sjaldnast fyrir.

Peningamagn í umferð á Íslandi jókst hröðum skrefum á árunum 2003–2008. Ætla má að vöxt peningamagns á fyrri hluta þessa tímabils megi að einhverju leyti rekja til þess að árið 2003 var bindiskylda viðskiptabankanna færð úr 4% niður í 2%. Slíkt eykur alla jafna peningamagn í umferð. Of lágir vextir á síðari hluta tímabilsins, sem urðu til þess að veðlán Seðlabanka Íslands jukust verulega, juku peningamagn í umferð. Fjármálastofnanir gátu svarað aukinni eftirspurn eftir krónum, meðal annars vegna jöklabréfaútgáfu, með veðlánunum frá Seðlabanka Íslands sem voru veitt óháð lausafjárþörf bankakerfisins.

Þrátt fyrir að stýrivextir séu það sem nútíma seðlabankar nota til að ná markmiðum sínum um verðbólgu er algengt að þeir hafi líka auga með peningamagni í umferð, þá sérstaklega í því augnamiði að auka trúverðugleika. Seðlabanki Evrópu hefur til að mynda peningamagnsviðmið auk vaxtareglna (e. two pillar approach). Peningamagn er ekki síður notað sem millimarkmið þegar litið er til fjármálastöðugleika enda hafa rannsóknir sýnt að hraður vöxtur á peningamagni í umferð er mikilvæg vísbending um tvöfalda kreppu, það er gjaldmiðla- og fjármálakreppu. Hér á landi jókst peningamagn í umferð án þess að reynt væri að sporna við því (myndir 76 og 77). Má segja að eftir að verðbólguþolmið var tekið upp var með öllu horft framhjá því þenslumerki sem aukið peningamagn í umferð er. Þetta kom meðal annars fram í því að Seðlabankinn hafði ekki skýra mynd af því hvers vegna peningamagn var að aukast.

Eins og áður kemur fram jukust skuldir heimila og fyrirtækja verulega frá því um aldamótin. Skuldir heimilanna jukust úr um 500 milljörðum í byrjun árs 2000 í um 1550 milljarða í lok árs 2007. Fram að falli bankanna jukust svo skuldir heimilanna enn meir, eða upp í rúmlega 1800 milljarða (sjá mynd 42). Hluti af vexti skuldanna, sem átti sér stað í upphafi árs 2008, átti rætur að rekja til gengisfalls íslensku krónunnar en útlán til einstaklinga í erlendum myntum voru um 18–21% af heildarútlánunum til heimilanna hjá stóru bönkunum þremur, sjá nánar kafla 8.

Skuldsetning fyrirtækja hafði minnkað nokkuð samhliða samdrættinum sem var í hagkerfinu á árunum 2001 og 2003. Upp úr árinu 2004 jókst skuldsetningin aftur þegar hún fór úr því að vera um 250% af eigin fé fyrirtækja í rétt tæp 400% árið 2007. Þetta var þó eingöngu ef litið var til allra fyrirtækja. Ef fjármálafyrirtæki voru hins vegar ekki tekin með jókst skuldsetning annarra fyrirtækja óverulega (sjá mynd 78).

Á mynd 79 kemur fram að frá því 1999 var vöxtur í útlánunum til fyrirtækja stöðugt um og yfir 15% á ársgrundvelli að undanskildu árinu 2002. Þá dró úr vextinum er hann var á bilinu 3–6%. Skuldsetning fyrirtækja jókst þá verulega á árinu 2005 og var sú aukning nokkuð stöðug fram á fyrsta ársfjórðung 2006. Aukninguna frá því um mitt ár 2007 má að miklu leyti rekja til gengisfalls íslensku krónunnar. Skuldsetning heimilanna jókst lítið minna eða á bilinu 10–30% á ári 1997–2008 að undanskildum árunum 2002 og 2003.

Af framansögðu má sjá að innra ójafnvægið í hagkerfinu var orðið allverulegt þegar komið var fram á árið 2008. Framleiðsluspennan var mikil og hafði verið til staðar í um fjögur ár. Atvinnuleysi var mjög lágt og verðbólga var búin að vera yfir verðbólguþolmiði Seðlabanka Íslands allt frá því árið 2004, þrátt fyrir háa stýrivexti í alþjóðlegu samhengi. Á sama tíma höfðu útlán lánakerfisins, bæði til fyrirtækja og heimila, aukist verulega. Að lokum hafði peningamagn í umferð aukist mikið án þess að leitað væri skýringa á því. Innra ójafnvægið var því mikið og samhliða því jókst ytra ójafnvægið líka.

## 4.6.2 Ytra ójafnvægi

Nokkrum árum eftir Asíukreppuna gaf National Bureau of Economic Research (NBER) í Bandaríkjunum út greinasafn undir heitinu "Komið í veg fyrir gjaldeyriskreppur í nýmarkaðsríkjum". Lokakafli bókarinnar er ritaður af Rudi Dornbusch, hagfræðiprófessor hjá MIT. Þar dregur hann saman helstu lærdóma sem draga má af Asíukreppunni um aðdraganda og orsakir alvarlegra efnahagskreppa í nýmarkaðsríkjum og bendir á hvers konar athafnir, ákvarðanir og efnahagsstefnur séu svo slæmar að þær muni ávallt leiða til efnahagshruns. Dornbusch gerir greinarmun á gamaldags og hægfara kreppu þar sem fjármögnun viðskiptahallans er í forgrunni við aðstæður þar sem fjármagnsmarkaðir eru ekki fullproskaðir, og nýttisku "efnahagsreikningskreppu" í hagkerfi þar sem fjármagnsflutningar eru opnir og frjálsir. Þar er dregið fram hve mikill hraðinn er þegar nýttiskukreppur skella á og hve mikill skaðinn er sem af þeim hlýst.

Nýttiskukreppa skellur á þegar óvissa skapast um getu ákveðins geira hagkerfisins til endurgreiðslu skulda. Slíkar áhyggjur geta hvort heldur vaknað vegna efasemda um efnahag viðkomandi geira eða ákvörðun gengisins. Þar sem vantraust til annars kveikir líkur á fjármagnsflótta fylgir hitt með. Fjármagnsflótti getur þurrkað upp gjaldeyrisforða og valdið hruni gjaldmiðilsins á augabragði. Ástandið er ekki liðið hjá fyrr en skuldavandinn er leystur og peningastefnan hefur náð trúverðugleika. Utanaðkomandi aðstoð er æskileg og flýtir fyrir því að endurheimta trúverðugleika og tryggja aðgengi að nauðsynlegri fjármögnun.

Dornbusch bendir á að greiðslujöfnuður leiki lykilhlutverk í aðdraganda kreppu og því hvernig honum vindur fram. Í aðdragandanum streymi inn ofgnótt lánsfjár en þegar kreppan skellur á er það allt of lítið og jafnvel ekkert. Megineinkenni á kreppu í seinni tíð sé áhersla á efnahagsreikninga og fjármagnsflótta þar sem skakkir efnahagsreikningar með skuldum í erlendri mynt séu veikleikamerki jafnvel þótt eigið fé sé jákvætt. Gengislækkun þegar efnahagsreikningar eru skakkir valdi óstöðugleika og auki líkur á gjaldþrotum og flýti því fyrir fjármagnsflóttanum.

Í Asíukreppunni 1997–1998, þegar fjöldi ríkja í Asíu gekk í gegnum gjaldeyris- og fjármálakreppu, var ein aðalorsökin talin vera mikil skuldsetning í erlendri mynt. Ein helsta niðurstaða rannsókna á orsökum þeirrar kreppu var að mikil erlend skuldsetning einkageirans, hvort heldur er fjármálafyrir-tækja, annarra fyrirtækja eða heimilanna, magnaði kreppuna og yki kostnaðinn við hana verulega. Þessu lýsti Martin Feldstein, hagfræðiprófessor við Harvard-háskólann í Bandaríkjunum og forseti National Bureau of Economic Research, í bók sem NBER gaf út árið 2003. Hann hélt því fram að reynsla allra þjóða sem lentu í Asíukreppunni hefði verið sú að skuldir einkaaðila í erlendum gjaldmiðlum væri alvarlegasta rót efnahagsþrenginga sem hagkerfin glímdu við. Að forðast erlenda skuldsetningu einkaaðila væri líklega það gagnlegasta sem lönd og fyrirtæki gætu gert til þess að draga úr erfiðleikum vegna hruns gjaldmiðla. Vegna smæðar íslenska hagkerfisins geta stórar framkvæmdir haft umtalsverð áhrif í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Viðskiptahalli mældist töluverður á árunum 1998 til 2000 meðal annars vegna stóriðjuframkvæmda á þeim tíma. Mestur varð viðskiptahallinn í þeirri uppsveiflu 10% af VLF árið 2000 en hann snerist fljótt við í lok framkvæmdatímans og afgangur varð á viðskiptum við útlönd árið 2002. Hraður viðsnúningur viðskiptajafnaðar eftir hallann á þensluskeiðinu 1998 til 2000 var talinn til marks um sveigjanleika og aðlögunarhæfni íslensks efnahagslífs og getu þess til þess að glíma við tímabundið ójafnvægi, jafnvel þótt það væri gríðarmikið í samanburði við það sem þekkist í stærri löndum. Eftir að ákveðið var árið 2003 að ráðast í byggingu Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls var ljóst að viðskiptahalli yrði sennilega enn meiri á árunum 2005 og 2006 en hann varð árið 2000. Samkvæmt mati Seðlabankans stafaði um þriðjungur viðskiptahallans árin 2004 og 2005 af stóriðjuframkvæmdum. Fjármálaráðuneytið komst að svipaðri niður-stöðu í mati sínu. Á mynd 80 sést að viðskiptahalli jókst frá ári til árs 2002 til 2008. Hluta hallans má skýra með fyrrnefndum stórframkvæmdum sem þarfnast verulegs innflutnings fjárfestingarvöru. Framkvæmdirnar leiddu einnig til væntinga um vaxtahækkanir auk þess sem væntingar voru um aukið innstreymi fjármagns sem myndi styrkja krónuna. Þess vegna jókst innstreymi skammtíma fjármagns í þeim tilgangi að nýta

vaxtamun á meðan gengi krónunnar styrktist vegna vaxandi innstreymis. Afleiðing af því var enn frekari styrking krónunnar á árunum 2003 til 2005 en ella. Væntingar um tímabundinn aukinn kaupmátt gagnvart útlöndum vegna sterkara gengis leiddu til þess að heimilin og fyrirtækin tóku þá rökréttu ákvörðun að flýta kaupum á innfluttum vörum og þjónustu, á meðan þær voru ódýrar, vegna hagstæðs raungengis. Ætla má að um þriðjung viðskiptahallans megi rekja til slíkra ákvarðana. Viðskiptahalli vegna erlendra fjárfestingar er ekki áhyggjuefni á meðan fjárfestingin er sjálfbær, þ.e. ef arðsemi hennar er nægjanleg til að greiða erlendan fjármagnskostnað. Sama má segja um tímabundna tilfærslu á eftirspurn frá innlendum vörum til erlendra og flýtingu fjárfestingar í innfluttum fjárfestingarvörum og neysluvörum, einkum varanlegum og hálfvaranlegum neysluvörum, svo sem heimilistækjum og bílum. Aukning viðskiptahallans af þessum orsökum er tímabundin og gengur hratt til baka þegar hagsveiflan gengur sinn gang. Veiking gengisins þegar dregur úr þenslunni leikur mikilvægt hlutverk í þeirri aðlögun og til þess að hún gangi eðlilega fyrir sig er nauðsynlegt að gengið fái að veikjast rétt eins og það fékk að styrkjast í uppsveiflunni þegar vaxtahækkanir beindu eftirspurn úr landi. Veiking gengisins árið 2001 lék veigamikinn þátt í skjótri aðlögun hagkerfisins árin 2001 og 2002 í kjölfar uppsveiflunnar 1998 til 2000.

Viðvarandi og vaxandi halli á þáttatekjum myndaðist í uppsveiflunni sem hófst á árunum 2003 til 2004. Þrátt fyrir aukningu vöruskiptahallans vegna stórframkvæmdanna og vaxandi halla á viðskiptum með vöru og þjónustu vegna tímabundins aukins kaupmáttar gagnvart útlöndum jókst hallinn á þáttatekjum einnig verulega í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Töluverð breyting varð einnig á samsetningu á þáttatekjum á þessum árum. Þróun þáttatekna á árunum 1990 til 2008 er sýnd á mynd 81. Þar sést að skipting þáttatekna og upphæð þeirra í hlutfalli við VLF er nokkuð stöðug þar til 2002. Þá verður veruleg breyting á samsetningu þáttatekna sem og á vexti einstakra undirliða þeirra. Þessi breyting verður skýrari ef tímabilinu er skipt í tvennt. Skipting þáttatekna á árunum 1990 til 2002 er sýnd á mynd 82 en tímabilið 2002 til 2008 er sýnt á mynd 83.

Hreinar þáttatekjur á árunum 1990 til 2001 sveiflast í kringum 2% til 3% af VLF. Vaxtagjöldin á árunum 1990 til 2002 eru fyrst og fremst vegna erlendra skulda hins opinbera. Þessi vaxtagjöld eru að jafnaði nálægt 4% af VLF. Á móti koma launatekjur, fyrst og fremst vegna Varnarliðsins, sem nema að jafnaði tæplega 1% af VLF á þessu tímabili. Aðrir liðir, svo sem vaxtatekjur, ávöxtun hlutafjár sem flyst úr landi og launagreiðslur til útlanda eru óverulegir. Frá því um aldamótin bætist við ávöxtun af erlendri hlutafjäreign sem er aðallega vegna kaupa lífeyrissjóðanna í erlendum hlutabréfasjóðum. Vægi ávöxtunar erlends hlutafjár eykst hratt og 2002 er þessi liður orðinn rúm 2% af VLF og það ár er nánast jöfnuður á þáttatekjum. Næstu árin á eftir verður mikil breyting þar á.

Mynd 83 sýnir breytinguna sem verður á þróun þáttatekna eftir 2002. Ávöxtun hlutafjár er nokkuð stöðug árin 2002 til 2004 og þáttatekjur alls einnig en þær haldast í námunda við 3,5% af VLF á þessum árum. Töluverð aukning verður á sama tíma á gjaldahliðinni en 2003 fer fyrst að bera á útstreymi í þáttatekjujöfnuði vegna ávöxtunar innlends hlutafjár. Þessi liður vex mjög hratt, úr 1,5% 2003 í 3,8% 2004, 6,5% 2005 og 8,3% af VLF árið 2006. Stór hluti ávöxtunar innlends hlutafjár sem færast úr landi stafar af fjölgun eignarhaldsfélaga sem skráð eru erlendis á þessum árum. Sem dæmi má nefna að hlutdeild eignarhaldsfélaga FL Group og Exista í Hollandi og Samson á Kýpur í hagnaði bankanna olli útstreymi þáttatekna og þar með meiri viðskiptahalla án þess að sá halli kallaði í sjálfu sér á viðbótarfjármögnun. Að því marki sem slík félög voru í eigu Íslendinga átti að myndast samsvarandi tekjufærsla vegna hlutdeildar í hagnaði eignarhaldsfélagsins.

Mesta áhyggjuefnið varðandi þróun þáttatekna, sem kemur fram á mynd 83, er vöxtur vaxtagreiðslna til útlanda umfram vaxtatekjur og ávöxtun hlutafjár. Árin 2002 til 2004 nema vaxtagjöld greidd til útlanda alls um 3,5% til 4% af VLF en það er svipað hlutfall og að jafnaði næsta áratuginn þar á undan. Árið 2005 eru vaxtagjöld orðin 6% af VLF, yfir 14% 2006 og árin 2007 og 2008 eru vaxtagjöld um það bil 22–23% af

VLF.Vaxtatekjurnar aukast einnig á þessum tíma,úr um hálfri prósentu af VLF 2002 og 2003 í tíu til ellefu prósent 2007 og 2008. Aukning vaxtagjalda endurspeglar fyrst og fremst aukna skuldsetningu þjóðarinnar (mynd 84).

Hrein erlend staða þjóðarbúsins hefur löngum verið neikvæð, þ.e. erlendar skuldir eru meiri en erlendar eignir.Allt fram á fyrstu ár 21. aldar voru erlendar skuldir fyrst og fremst skuldir hins opinbera. Erlend fjármögnun bankanna jókst um það leyti sem einkavæðingu þeirra lauk. Bankarnir juku erlenda starfsemi með opnun útibúa og dótturfélaga og yfirtöku erlendra fjármálafyrirtækja. Erlend starfsemi bankanna fólst meðal annars í þjónustu við íslensk fyrirtæki sem, líkt og bankarnir, nýttu sér lága vexti á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og fjárfestu erlendis. Erlend starfsemi bankanna jókst hröðum skrefum og erlendar skuldir þjóðarbúsins uxu hratt eins og sést á mynd 84. Eignirnar uxu einnig og bankarnir skiluðu hagnaði af erlendri starfsemi en það benti til þess að eignir þeirra, sem að stórum hluta voru útlán til íslenskra fyrirtækja, skiluðu viðunandi ávöxtun.

Á fyrsta ársfjórðungi 2006 jukust erlendar skuldir um þúsund milljarða og fóru í 4360 milljarða sem var 1200 milljörðum umfram erlendar eignir þjóðarbúsins. Bankarnir höfðu gefið út mikið af erlendum skuldabréfum árin 2003 til 2005. Á fyrsta ársfjórðungi 2006 tók að bera á áhyggjum á meðal erlendra greiningaraðila sem voru farnir að veita hinum hratt vaxandi íslensku bönkum aukna athygli. Helstu áhyggjuefnin voru mikill og vaxandi viðskiptahalli á Íslandi sem kallaði á erlenda fjármögnun á sama tíma og bankarnir voru orðnir óþægilega stórir og háðir erlendum skuldabréfamörkuðum um endurfjármögnun. Leitað var leiða til að auka fjölbreytni í fjármögnun bankanna og haustið 2006 hófst innlánssöfnun í útibúum og dótturfyrirtækjum erlendis. Innlánssöfnunin sem fór aðallega fram í gegnum Icesave-reikninga Landsbankans í Bretlandi og síðar einnig í Hollandi, og Edge-reikninga Kaupþings í nokkrum löndum gekk mun betur en reiknað hafði verið með og erlendar skammtímaskuldir þjóðarinnar jukust mjög hratt tvö síðustu starfsár stóru bankanna. Bankastarfsemi felur í sér skammtímafjármögnun, fyrst og fremst með innlánum sem eru lánuð út til lengri tíma. Það er því eðlilegt að bankar taki við innlánum og öðru skammtímalánsfé og bindi það til lengri tíma í útlánum. Það sem var óvenjulegt og óheppilegt í tilviki íslensku bankanna er hve mikil innlánasöfnunin var erlendis á sama tíma og útlánavöxtur var hvað mestur á Íslandi. Meirihluti útlána bankanna var því á Íslandi á sama tíma og meirihluti fjármögnunar þeirra átti sér stað erlendis.

Með vaxandi áhyggjum af endurfjármögnunargetu íslensku bankanna og efasemdum um getu ríkisins til að styðja við þá ef á þyrfti að halda jókst áhættuálag á Ísland. Gengi krónunnar veiktist nokkuð á fyrri helmingi ársins 2006 og átti það þátt í vexti erlendra skulda og eigna í krónum talið.Vaxtamunarviðskipti með krónur höfðu aukist nokkuð á árunum 2003 til 2005 en ein birtingarmynd þeirra var útgáfa jöklabréfa sem fjallað var um hér að framan.Verulega hægði á útgáfu jöklabréfa á fyrsta ársfjórðungi 2006 og það sem eftir var af árinu var óveruleg útgáfa umfram það sem var á gjalddaga.

Ytra ójafnvægi hagkerfisins var verulegt í byrjun árs 2006. Krónan var mun sterkari en fékk staðist til lengdar, viðskiptahallinn var kominn yfir 16% af vergri landsframleiðslu og efnahagsreikningur þjóðarbúsins virtist veikur þar sem skuldir í erlendum gjaldmiðlum umfram eignir nálguðust VLF að stærð. Á þessum tíma voru því til staðar allar forsendur fyrir fjármálakreppu. Ástandið róaðist þó um mitt ár 2006 og bankarnir tóku að vaxa sem aldrei fyrr. Áhættusækni í heiminum jókst á ný og vaxtamunarviðskipti fengu nýjan byr í seglin. Íslensku bankarnir sóttu sér fjármögnun á nýja skuldabréfamarkaði, að mestu í Bandaríkjunum. Krónan tók að styrkjast á ný og innlend eftir-spurn eftir lánsfé færðist í aukana þrátt fyrir síhækkandi vexti. Áhættusækni íslenskra lántakenda jókst einnig og þeir leituðu í auknum mæli í erlend lán. Í fréttum á Stöð 2 þann 23. janúar 2007 var fjallað um gengisáhættu erlendra húsnæðislána og því haldið fram að hún væri "sáralítill" og var þar vitnað í sjálfstæðan fjármálaráðgjafa. "Sá sem vill eignast sem mest sem skjótast á hiklaust að taka erlent húsnæðislán segir Ingólfur H. Ingólfsson fjármálaráðgjafi." Ástæða fréttáflutningsins var að kvöldið áður

hafði hagfræðingur Alþýðusambands Íslands varað fólk við erlendum lánum í fréttatíma og benti á gjaldeyrísáhættuna af slíkum lántökum. Við því hafði fjármálaráðgjafinn þetta að segja: "Þessi teoría gengur bara ekki upp í vaxtaumhverfinu á Íslandi. Við erum að borga nú þegar í dag 5% vexti og 7% verðtryggingu og verðtryggingin er ekkert annað en vextir sem leggjast á höfuðstólinn. Þannig að áhættan af því að taka erlend lán er sáralítill." Fleiri tóku í sama streng. Í viðtali í Morgunblaðinu 19. febrúar 2007 sagði Vilhjálmur Bjarnason, formaður Félags fjárfesta: "Mér finnst hræðsluáróður íslensku bankanna um að Íslendingar verði að hafa tekjur í erlendum myntum undarlegur því öll höfum við tekjur í íslenskum krónum sem fylgja erlendum myntum þegar til lengri tíma er litið. Þær leiðbeiningar bankanna um að viðkomandi lántakandi verði að hafa tekjur í erlendum gjaldeyri til að geta tekið erlent lán eru að hluta til réttar, en byggjast á því að viðkomandi einstaklingur sé asni. Sá hinn sami hlýtur að geta stýrt fjármálum sínum og notfært sér í ofanálag lægri vexti í erlendum myntum en bjóðast hér heima. [...] Krónan stendur nú enn veik og þá árar vel til að taka lán í erlendum sterkum myntum." Enn var gengisáhætta erlendra íbúðalána í umræðunni undir lok árs 2007 og þann 12. desember birti sjónvarpsmaðurinn Egill Helgason eftirfarandi athugasemd á víðlesnu vefsvæði sínu: "Margir verða nú til að benda á að gengisáhætta fylgi því að taka lán í erlendri mynt – þ.e. ef lántakandinn hefur tekjur í íslenskum krónum. [...] Þetta er satt og rétt en auðvitað engin ný tíðindi. Fæstir eru svo heimskir að þeir taki lán í erlendum gjaldmiðli án þess að skilja að afborganirnar sveiflast með gengi krónunnar. Málið er bara það að kjörin á lánamarkaði hér eru með slíkum ólíkindum – okrið er því líkt – að krónan má falla ansi mikið áður en erlendu lánin verða dýrari en þau íslensku. Því eins og þeir vita sem hafa tekið gjaldeyrislán er það nánast eins og kraftaverk hversu fljótt fer að ganga á höfuðstólinn." Árið 2007 var því nægt framboð af "fjármálaráðgjöfum" utan bankanna sem hvöttu fólk heils hugar til erlendra lántöku. Í Fjármálastöðugleika 2008 sem Seðlabankinn gaf út kemur fram að í lok árs 2004 hafi 4,5% útlána banka til heimilanna verið gengisbundin en hlutfallið var komið í 23% í mars 2008.

Eftir að óróinn sem var á íslenskum fjármálamörkuðum í upphafi árs 2006 gekk yfir hélt ójafnvægi í þjóðarþúskaðum áfram að aukast en nú á meiri hraða en fyrr. Bankakerfið hélt áfram að vaxa, erlend skuldsetning þjóðarinnar jókst, hlutfall erlendra skammtímaskulda jókst einnig og skuldir fyrirtækja og heimila í erlendum gjaldmiðlum jukust verulega á árinu 2007. Þjóðin var ekki aðeins háð erlendri fjármögnun til að standa undir ósjálfbærum viðskiptahalla. Á sama tíma og viðskiptahallinn hélt áfram að aukast réðust helstu fyrirtæki landsins undir forystu bankanna þriggja í sífellt umfangsmeiri fjárfestingar á erlendri grundu og voru þær einnig fjármagnaðar með erlendu lánsfé. Vilji Íslendinga til lántöku var gríðarlegur á tímum sögulega lágra vaxta og lausfjárgnóttar á heimsvísu þegar einsýnt var að fyrr eða síðar myndu vextir fara hækkandi og aðgengi að lánsfé myndi þyngjast á ný.

Nokkur fyrirtækjanna sem voru umfangsmikil í erlendum fjárfestingum, Actavis, Eyrir Invest, Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn ásamt Útflutningsráði, styrktu sérstakt rannsóknarverkefni við viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands. Heiti verkefnisins var "Útrás íslenskra fyrirtækja" og var því ætlað að leita svara við því hvað stæði á bak við góðan árangur íslenskra fyrirtækja af hinni miklu lánsfjárdrifnu fjárfestingu erlendis, "útrásinni" svo kölluðu. Verkefninu stýrðu Snjólfur Ólafsson, Gylfi Dalmann Aðalsteinsson og Þórhallur Örn Guðlaugsson en Auður Hermannsdóttir starfaði með þeim. Niðurstöður rannsóknarinnar birtust í nokkrum rannsóknarritgerðum sem komu út á vegum viðskiptafræðistofnunar Háskólans. Ein niðurstaða úr þessu rannsóknarverkefni er að sérstök íslensk viðskiptamenning (e. organizational culture) eigi stóran þátt í hinum góða árangri útrásarfyrirtækjanna en henni má lýsa með nánnum tengslum milli fólks, stuttum boðleiðum, alþýðlegum (e. informal) stjórnendum með gott aðgengi að stjórnámálum og fjármálum. Frumkvöðlamenning innan fyrirtækjanna er einnig talin hafa leikið stórt hlutverk í alþjóðavæðingu íslenskra fyrirtækja. Viðskiptaráð gaf einnig út ítarlega skýrslu um erlendar fjárfestingar íslenskra fyrirtækja og kom hún út í febrúar 2007. Þar er lögð áhersla á

að afnám margvíslegra hafta í íslenskum þjóðarbúskap á undangengnum áratugum, samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið, sterkt lífeyrissjóðakerfi, alþjóðleg menntun íslenskra sérfræðinga og einkavæðing bankanna eigi stóran þátt í árangri íslenskra fyrirtækja af erlendum fjárfestingum.

Það voru ekki aðeins fræðimenn í Háskólanum og forkólfar atvinnulífsins sem töldu að vel hefði tekist til við útrásina. Í ræðu þann 18. maí 2006 lét Davíð Oddsson, þáverandi seðlabankastjóri, eftirfarandi orð falla: "Bankarnir hafa farið mikinn í útrás sinni á undanförunum misserum. Seðlabankinn telur að flest bendi til að vel hafi tekist til í fjárfestingum þeirra í útlöndum. Dótturfyrirtæki þeirra eru traust fjármálafyrirtæki sem sæta ströngu eftirliti í heimalöndunum líkt og móðurbankarnir gera heima fyrir. Þessi fyrirtæki eru sömuleiðis í löndum þar sem efnahagslegur stöðugleiki ríkir og horfur um framvindu efnahagsmála eru bjartar. Í lok síðasta árs voru tveir þriðju útlána bankanna á samstæðugrunni til erlendra lánþega. Útrás bankanna hefur því í reynd styrkt undirstöður þeirra. Þeir eru ekki lengur háðir sveiflum í efnahagslífi á Íslandi eða í nokkru einu landi. Þvert á móti er áhættan dreifð." Hver svo sem árangur úrárásarfyrirtækjanna var og hverju sá árangur var að þakka er óumdeilt að erlend fjárfesting íslenskra fyrirtækja var gríðarleg og kallaði á umfangsmiklar erlendar lántökur og kann að hafa stuðlað að því að skekkja frekar efnahagsreikning þjóðarinnar.

Hraður vöxtur innlendra eftirspurnar árin 2002 til 2007 endurspeglast í fallandi þjóðhagslegum sparnaði (mynd 85). Frá því um miðjan níunda áratuginn hafði sparnaðarhlutfallið haldist nokkuð stöðugt, oftast nær í rétt rúmum 17% af vergri landsframleiðslu. Í eftirspurnardrífnu uppsveiflunni 1998 til 2000 féll hlutfall sparnaðar niður í 13% en hækkaði svo á tveimur árum í tæp 20%. Á árunum 2002 til 2007 dróst þjóðhagslegur sparnaður nokkuð hratt saman úr um það bil 20% af VLF í tæp 9%. Þetta lága sparnaðarhlutfall er enn ein birtingarmynd ytra ójafnvægis í hagkerfinu. Því minni sem innlendir sparnaður er, því meira af innlendum framkvæmdum þarf að fjármagna með erlendu fé, hvort heldur lánsfé eða beinni fjárfestingu. Hið mikla ójafnvægi sem birtist í ósjálfbærum viðskiptahalla, lágu sparnaðarhlutfalli, ofþöndum vinnumarkaði og sívaxandi erlendri skuldsetningu leysist ekki nema eitthvað gefi. Þar sem gengi krónunnar var fljótandi var eðlilegast að áætla að það gæfi eftir og veiktist en veikara gengi dregur úr kostnaðinum við það að endurheimta jafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Nánast samfellda styrkingu krónunnar frá því snemma á árinu 2002 fram undir áramót 2005 og 2006 má rekja til innlendra eftirspurnarþenslu. Stórframkvæmdir, aukið aðgengi að lánsfé vegna einkavæðingar bankanna og samkeppni þeirra og Íbúðalánasjóðs um lánveitingar, sem kom fram í lækkandi vöxtum og hækkandi veðhlutföllum, auk skattalækkana og of slakrar peningastefnu, ollu miklum vexti í innlendri lánsfjáreftirspurn. Mikið framboð erlends lánsfjár á lágum vöxtum átti því greiða leið inn í íslenskt efnahagslíf og krónan styrktist langt umfram jafnvægisgildi. Veiking krónunnar í mars og apríl 2006 færði hana í átt að jafnvægi en hún styrktist fljótlega aftur og breytti ekki um stefnu fyrr en um mitt ár 2007 þegar áhættufælni á erlendum fjármálamörkuðum jókst. Þegar krónan loks gaf eftir á árinu 2008 var erlend skuldsetning orðin mun útbreiddari meðal almennings en hún var aðeins tveimur árum fyrr. Efnahagsreikningar fyrirtækja, sem ekki voru með tekjur í sömu mynt og skuldir, sem og heimila, sem voru með verulegar skuldir í erlendum gjaldmiðlum, þöldu illa miklar breytingar í gengi krónunnar. Þróun erlendra stöðu þjóðarbúsins, viðskiptajafnaðar, krónunnar og skekking efnahagsreikninga á þensluárunum 2004 til 2007 var eins og skólabókardæmið sem lýst var í ritum NBER og vitnað var til hér að framan og fjalla um það hvernig aðdragandi gjaldeyris- og fjármálakreppu Asíuríkjanna var á árunum 1997 og 1998.

Reynsla af flotgengistímanum eftir að Bretton-Woods fyrirkomulag fastgengis leið undir lok snemma á áttunda áratugnum sýnir að fljótandi gengi getur verið afar sveifflugjarnt. Svo mjög að á því getur leikið vafi hvort gengið sinnir hlutverki sínu sem sveiflujöfnunartæki fyrir raunhagkerfið eða hvort breytingar

á genginu séu sjálfstæð uppspretta sveiflna í raunkerfinu. Þórarinn G. Pétursson velti upp þeirri spurningu hvort verðbólguþáttur geti verið uppspretta aukinna sveiflna í genginu. Niðurstaða hans var að svo væri ekki en innganga í myntbandalag dragi aftur á móti úr slíkum sveiflum.

Áður hefur verið vikið að gengisáhættunni sem hlýst af skuldsetningu í erlendri mynt. Það er ekki nýtt vandamál og var afar hugleikið Joseph Stiglitz er hann skrifaði ritgerð fyrir Seðlabanka Íslands árið 2001 þar sem hann benti á ýmsar hættur við frelsi í flutningum skammtíma fjármagns milli landa. Til að mynda getur gengisáhætta einstakra fyrirtækja verið veruleg þrátt fyrir að hagkerfið í heild sé í ágætu jafnvægi og með litla nettó gjaldeyrisstöðu. Þótt eitt fyrirtæki hagnist á sveiflum í genginu bætir það ekki fyrir tap annars. Miklar gjaldeyrisveiflur geta því leitt til gjaldþrota og haft þannig áhrif á fjármálakerfið þótt heildargjaldeyrisstaða hagkerfisins, og jafnvel fjármálakerfisins, hafi verið í jafnvægi ef einstök fyrirtæki eru með mjög stórar stöður. Stiglitz benti á að ef fyrirtæki eða fjármálastofnanir eru mjög skuldsett í erlendum gjaldmiðlum getur gengislækkun haft neikvæð áhrif fyrir hagkerfið. Í staðinn fyrir að draga úr innflutningi og auka útflutning og laga þannig viðskiptajöfnuð kemur kostnaðaraukinn fyrir skuldsett fyrirtæki í veg fyrir að þau geti aukið framleiðslu og þar með útflutning. Í sérstaklega slæmum tilvikum verða fyrirtækin gjaldþrota og vandinn flyst yfir á fjármálafyrirtækin sem geta lent í erfiðleikum. Hann bendir á að það sé venja að bregðast við gjaldeyrisþreppum með hækkun vaxta. Þegar fyrirtæki eru skuldsett í erlendri mynt aukist kostnaður þeirra af þeim sökum. Háir vextir í ofanálag geta þá gert illt verra og jafnvel sett fyrirtækin í þrot. Versnandi efnahagsástand sé ekki til þess fallið að auka traust á hagkerfinu. Útflæði fjármagns geti því aukist og gengið fallið enn frekar. Bjarni Bragi Jónsson, sem var aðalhogfræðingur Seðlabankans, ritaði um gengisfyrirkomulag árið 1985: "Við breytilegt gengi voru upphaflega bundnar þær vonir, að það mundi auðvelda þjóðríkjum að hafa vald á ytri mörkum efnahagsstarfsemi sinnar og þar með efla valfrelsi í hagstjórn. Þessar vonir eru að verulegu leyti taldar hafa brugðist. Annars vegar hafi stjórnvöld ekki vogað sér að láta gengi breytast svo sem þurfti til þess að veða upp ytri áhrif, af ótta við innri röskun og ytri fjármagnshreyfingar. Hins vegar hafi vaxtamunur og fjármagnshreyfingar tekið völdin og orsakað stórfelldar gengis-breytingar af allt öðrum toga en þeirri efnahagsnaúðsyn, sem hér er við að miða. [...] Höfuðvandinn er ljóslega sá að komast að niðurstöðu um gengi, sem uppfyllir jöfnum höndum skilyrði og þarfir vöru- og þjónustuviðskipta og fjármagnshreyfinga. Hvarflað hefur að mönnum, hvort tvöfalt gengi, endurreisn fastgengis eða opinber stjórn fjármagnshreyfinga væri framkvæmanleg. Milli fjármagns og framleiðslu eru ótal tengsli, svo að til tví-gengis þýðir ekki að hugsa. Fastgengið verður í raun aldrei fast, og er þá sí- og stigbreytileg aðlögun betri kostur til þess að bægja frá stórum áföllum. Um bæði fastgengi og stjórn fjármagnshreyfinga gildir það, að hægara er að halda í og losa um af varkárni heldur en kippa að sér hendinni um fengið frelsi. [...] Komist hefur verið að þeirri niðurstöðu, að fjármagns- og peningamarkaðir helztu þjóðanna fljóta saman, svo að engin hrein skil eru milli innri peningamála og ytri gjaldeyrisamála. Utan á þennan kjarna raðast svo smærri og veikari þjóðlönd, sem tengjast gjaldeyrislega og í gengisákvörðun sinni tilteknum helztu ríkjum eða samstæðum þeirra og girða sig í meira mæli af með hömlum á fjármagnshreyfingar og opinberri gengisákvörðun. Allt heimskerfið stefnir þó til meiri samruna eftir þessum leiðum, nema þegar sérstaklega kreppir að og þjóðirnar kippa að sér hendinni í samskiptum sín á milli. Sá samruni er þó engan veginn til samstæðrar og þjóðernislega hlutlausrar heildar, heldur gætir stórveldisaðstöðu sumra þjóða með tækifærum til þess að koma fram stjórnvaldsmarkmiðum þeirra, um leið og aðrar eiga ördugt með að stýra sér í flauti alþjóðlegs fjármagnsstreymis og efnahagsframvindu. Einkum er hætt við, að með opnum fjármagnsmarkaði geti smærri þjóðir í reynd hvorki ráðið vöxtum sínum né gengi og þar með ekki heildstæðustu þáttum efnahagsmála sinna." Mynd 87 sýnir gjaldeyrisjöfnuð bankastofnana. Nústaða er almennt neikvæð en hún er varin með framvirkum samningum. Þannig héldu bankarnir almennt hlutlausri stöðu allt þar til í lok árs 2005. Seðlabankinn breytti reglum um gjaldeyrisjöfnuð í maí 2005 og frá þeim tíma var heimilt að hafa sérstakan gjaldeyrisjöfnuð, utan við heildargjaldeyrisjöfnuð, til þess að verja eiginfjárlutfall fyrir gengisbreytingum. Á næstu misserum fóru bankarnir hver af öðrum að byggja upp sérstaka gjaldeyrisstöðu í þessum tilgangi en það hefur þau hliðaráhrif að hagnaður eykst

og arðsemi þar með ef gengi krónunnar fellur. Gengisveiking leiddi einnig óbeint til þess að reiknuð arðsemi bankanna jókst enn frekar þar sem þeir áttu meira af verðtryggðum eignum en skuldum. Bankarnir voru þarna komnir með tækifæri til verulegrar stöðutöku gegn krónunni í þeim tilgangi að verja eigið fé gegn sveiflum í genginu. Reglur um gjaldeyrisjöfnuð voru upphaflega settar til þess að koma í veg fyrir slíka skekkingu á efnahagsreikningi hagkerfisins. Banki, sem er með stóran hluta starfsemi sinnar í erlendum gjaldmiðli en eigið fé í krónum, þarf að auka eiginfjárlutfallið til að eiga borð fyrir báru svo að hann geti mætt gengisveikingu án þess að fara niður fyrir lögbundin mörk um lágmarks eiginfjárlutfall. Ef hann getur aftur á móti tekið stöðu gegn krónunni, eins og bönkunum var mögulegt frá og með maí 2005, þarf hann ekki að skeyta um slíkar varúðarráðstafanir. Hins vegar gat veruleg stöðutaka bankanna gegn krónunni á endanum, þótt hún væri hugsuð sem vörn fyrir eigið fé, leitt til veikingar krónunnar og þar með rýrt eignagæði og jafnvel keyrt bankana í þrot. Ef slík vörn hefði verið óheimil hefði aftur á móti þurft að auka eiginfjárlutfallið og það hefði dregið úr útlánagetu og arðsemi. Í slíku umhverfi hefðu bankarnir eflaust haldið aftur af vexti á erlendri grundu.

Í Peningamálum 2007/1 var birt umfjöllun Seðlabankans um viðmiðunargjaldmiðil innlends fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar. Þar kemst Seðlabankinn að þeirri niðurstöðu að það hefði óveruleg áhrif á miðlun peningastefnunnar ef fjármálafyrirtæki færðu bókhald, og þar með eigið fé, í öðrum gjaldmiðli. Þar segir meðal annars: "Að hindra þessa þróun með boðum og bönnum er ekki líklegt til að skila árangri. Efnahagslegur kostnaður hafta á fjármagnshreyfingum er að líkindum meiri en ábatinn." Í ljósi þessarar skoðunar Seðlabankans er athyglisvert að í umsögn Seðlabankans til Ársreikningaskrár 3. desember 2007 segir: "Seðlabankinn er móttfallinn því að innlend fjármálafyrirtæki taki alfarið upp erlendan gjaldmiðil í reikningshaldi sínu. Stefni fjármálafyrirtæki jafnframt að því að ákveða hlutfé sitt í erlendum gjaldmiðli og draga úr viðskiptum sínum með innlendan gjaldmiðil telur Seðlabankinn fulla ástæðu til að staldra við og gaumgæfa afleiðingar þessa fyrir peningakerfi þjóðarinnar." Síðar í bréfinu er bent á að ekki sé ljóst að starfrækslugjaldmiðill móðurfélagsins sé evra, a.m.k. áður en kaupin á NIBC hafa gengið eftir. Lokaniðurstaðan var því að "forsendur séu ekki til þess að fallast á umsókn Kaupþings banka hf. um heimild til þess að færa bókhald sitt í evrum frá og með rekstrarárinu 2008". Hugsanlega hefur sú ákvörðun haft áhrif á stöðutöku bankanna í erlendum gjaldmiðlum sem sýnd er á mynd 87.

Mynd 88 sýnir alþjóðlega lausafjárviðtölu sem er tekin saman af Englandsbanka. Þessi vísitala er ótengd efnahagsástandi á Íslandi. Það er því einkar athyglisvert að hún virðist hafa ákveðinn skýringarmátt fyrir eignarverð á Íslandi. Á meðan lausafjárviðtalan er há og hækkanandi er eignaverð að hækka, gengi krónunnar styrkist og hlutabréfaverð hækkar. Miní-krísan sem varð í febrúar, mars og apríl 2006 á hins vegar uppruna í íslenskum efnahagsstærðum og lækkun eignaverðs á Íslandi og endurspeglar því ekki hreyfingar á alþjóðlegu framboði lausafjár. Lækkun eignaverðs á árinu 2008 verður aftur á móti á svipuðum tíma og alþjóðlegt lausafjárframboð þurrkast upp. Það er því greinilegt að alþjóðlegar fjármagnshreyfingar hafa mikið að segja um þróun innlendra hagstærða og geta valdið viðsnúningi í þróun þeirra. Það breytir þó ekki því að áhættusækni innlendra aðila og ófullnægjandi efnahagsstjórn ráða mestu þegar upp er staðið. Það er mikilvægt að umgjörð efnahagslífsins feli í sér rétta hvata til þess að koma í veg fyrir ósjálfbæra þróun og stuðli í það minnsta ekki að henni. Heppilegasta hagstjórnin felst ekki í einhverjum skyndilausnum þegar efnahagsáföllin dynja á heldur í óflugu eftirliti með mörkuðum, æfðum viðbrögðum og aðgerðum þegar vísbendingar um ójafnvægi koma fram.

## 4.7 Þáttur fjármálakerfisins

Sú viðhorfsbreyting átti sér stað á Íslandi upp úr 2000 að í stað þess að líta á fjármálaþjónustu sem þjónustu fyrir raunhagkerfið fóru Íslendingar að líta á fjármálaþjónustu sem atvinnugrein sem gæti aflað tekna ein og sér fyrir þjóðarbúið. Jókst þannig hlutdeild fjármálaþjónustu í vergri landsframleiðslu jafnt

og þétt á þessu tímabili og varð hlutdeildin árið 2005 hærri en hjá bæði útgerð og málmframleiðslu.

Árið 2007 greiddu fjármálafyrirtæki um 18,2 milljarða króna í tekjuskatt sem var meira en aðrar atvinnugreinar, sjá mynd 90. Til samanburðar voru heildarskatttekjur ríkissjóðs þetta ár 409 milljarðar króna. Við þetta bættist tekjuskattur starfsmanna fjármálafyrirtækja, tryggingagjald og ýmis önnur gjöld. Árið 2008 voru 9000 manns á Íslandi starfandi við fjármálaþjónustu en það samsvarar um 5% allra starfandi Íslendinga. Störf í fjármálageiranum voru almennt talin eftirsótt enda launin há í sumum tilvikum, sjá nánar umfjöllun í kafla 10. Bankarnir drógu til sín mikið af fólki með sérfræðipækkingu á sviði fjármála en einnig tæknimenntað fólk. Þetta hafði áhrif á möguleika annarra fyrirtækja til að fá hæft fólk til starfa og varð til þess að þrýsta launum upp á við. Fyrir aldamótin voru íslensku bankarnir þrír, Búnaðarbanki Íslands, Íslandsbanki og Landsbanki Íslands, hefðbundnir viðskiptabankar að stærstum hluta sem byggðu starfsemi sína á innlánnum og útlánnum og sóttu seðlabankaþjónustu eingöngu til Seðlabanka Íslands. Þeir breyttust á örfáum árum í alþjóðlega banka sem ráku bæði hefðbundna viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi. Allir bankarnir buðu upp á verðbréfamíðlun, verðbréfasjóði, eigin viðskipti, eignastýringu og fyrirtækjaráðgjöf. Allir voru með einhverja starfsemi í hlutabréfum, skuldabréfum, gjaldeyri, skiptasamningum og afleiðum. Þeir höfðu einnig allir hafið smíði nýrra fjármálagerna, svo sem skuldavafninga, í einhverjum mæli. Hver um sig var með starfsemi í ótal löndum, ýmist í gegnum skrifstofu, útibú eða dótturfyrirtæki.

Þegar stærð og flækjustig banka er komið á þetta stig er mjög erfitt að hafa yfirsýn yfir starfsemina. Þetta á bæði við um stjórn bankanna, áhættustýringu og eftirlitsaðila.

Buiter og Siebert komust að þeirri niðurstöðu í skýrslu sem þau unnu fyrir Landsbankann vorið 2008 að íslenska fjármálakerfið gæti ekki lifað af í þeirri mynd sem það var þá orðið. Meginástæðan væri sú að Ísland væri öfgafyllsta dæmið um lítið land með stórt alþjóðlegt bankakerfi, sína eigin mynt og takmarkaða greiðslugetu ríkisins miðað við hugsanlegt tap fjármálakerfisins.

Jafnvel þó að bankarnir væru greiðslufærir væri ólíklegt í svo litlu landi með svo lítinn gjaldmiðil að Seðlabankinn gæti sinnt starfi sínu sem lánveitandi til þrautavara í erlendum gjaldmiðli. Án lánveitanda til þrautavara í erlendum gjaldmiðli er viðvarandi hættu á að áhlaup valdi greiðsluþroti, óháð eiginfjárstöðu í lausafjárkrísu. Eina leiðin fyrir lítið land eins og Ísland til að vera með stórt alþjóðlegt bankakerfi, sem væri ónæmt fyrir þessari hættu, yrði að vera fullgildur meðlimur í myntbandalagi Evrópu og ganga í Evrópusambandið. Þau töldu að ef Ísland hefði þannig alþjóðlegan varagjaldmiðil og nyti lausafjárþjónu greiðslu evrópska seðlabankans myndi enginn íslenskur banki falla vegna lausafjársvanda eingöngu. Væri Ísland ekki tilbúið að taka þetta skref hefði það aldrei átt að leyfa svo stóru alþjóðlegu fjármálakerfi að byggjast upp. Að sögn Buiters og Siebert var staðan að þessu leyti ljós í júlí 2008, apríl 2008 og janúar 2008 þegar þau fyrst hófu greiningu á íslensku fjármálakerfi. Þau segja jafnframt að sérfræðingum hafi átt að vera hið sama ljóst árið 2006, 2004 og jafnvel árið 2000.

Hvaða banki sem er getur orðið fyrir áhlaupi. Eins og Buiter og Siebert benda á í skýrslu sinni: "There is no such thing as a safe deposit-taking bank on its own, even if its assets are of good quality and it has enough liquid assets to cope with normal variations in the net flow of deposits and other short-term liabilities. The events since August 2007, and in particular the demise of Northern Rock in the United Kingdom and Bear Stearns in the United States, have made it clear that any highly leveraged institution with assets that are mostly long term and illiquid and liabilities that are mostly short term can be subject to a catastrophic liquidity shortage."

Enginn banki getur staðist áhlaup einn síns liðs. Í sumum tilfellum hefur það gerst að aðrir bankar taka sig saman og veita aðstoð með því að lána peninga eða opna lánalínur. Hins vegar voru á Íslandi einungis þrír stórir alþjóðlegir bankar samstíga í lausafjársvandræðum sínum svo að sú lausn var ekki

fær. Spurningin var því hvort ríkið gæti sinnt þessu en fyrst og fremst hvort íslensku bankarnir voru í raun greiðsluhæfir, sjá nánar umfjöllun um eigið fé bankanna í kafla 9.0.

Á mynd 91 sjáum við heildarskuldbindingar viðskiptabankanna þriggja (samkvæmt þriggja mánaða uppgjörum þeirra) sem hlutfall af vergri þjóðar-framleiðslu. Í mars 2004 voru heildarskuldbindingar þeirra metnar á um 1.500 milljarða króna sem voru 160% af þjóðarframleiðslu Íslands það árið. Skuldbindingar bankanna jukust gríðarlega á einungis fjórum árum. Í júní 2008 námu skuldbindingar þeirra 13.600 milljörðum króna sem voru 920% af þjóðarframleiðslu það ár.

Hlutfall erlendra og innlendra skulda innlánsstofnana breyttist umtalsvert á þeim tímum sem mestur vöxtur var í íslenska fjármálakerfinu, sjá myndir 92–93. Í lok árs 1998 voru erlendar skuldir innlánsstofnana um 22% af heildarskuldum en í lok júní 2008 voru þær hins vegar orðnar tæplega 70% af heildarskuldum þeirra, sjá mynd 92. Að krónutölu voru erlendar skuldbindingar íslenskra innlánsstofnana um 8.335 milljarðar króna en innlendar 4.259 milljarða króna á þessum tíma. Landsframleiðsla þetta árið var 1.476 milljarðar króna. Til samanburðar voru erlendar eignir þeirra hlutfallslega minni en erlendar skuldir, eða um 50% af heildareignum. Þá eru áhöld um hvort hinar erlendu eignir hafi í reynd verið erlendar, þ.e. að afkoma þeirra og áhætta hafi verið óháð íslensku efnahagslífi, sjá nánar kafla 8 og þá sérstaklega kaflann um dótturfyrirtæki bankanna í Lúxemborg.

Ef bankar eru með innlán og aðrar skammtímaskuldbindingar í innlendri mynt er loforð ríkisins um að tryggja innstæður og veita skammtímalán trúverðugt þó að banki lendi í lausafjávanda. Séu skuldbindingarnar hins vegar í erlendri mynt er líklegt að ríkið geti hvorki á trúverðugan hátt sagst tryggja innstæður né veitt nægilegt skammtímalán til að bregðast við áhlaupi. Geta ríkisins til þess að koma í veg fyrir áhlaup með trúverðugu loforði um aðstoð við bankana takmarkast því af aðgengi þess að erlendum gjaldmiðlum. Þetta aðgengi takmarkast af vilja markaðarins til að skipta innlendum gjaldeyri í erlendan og af vilja markaðarins til að lána ríkinu erlendan gjaldmiðil. Seðlabankinn hélt að sér höndum í kaupum á erlendum gjaldmiðli þegar fjármagnsflæðið frá útlöndum var sem mest á árunum 2004–2007, sjá mynd 66. Þannig hefði Seðlabankinn getað stemmt stigu við styrkingu krónunnar. Seðlabankinn byrjaði ekki að huga að styrkingu gjaldeyrisvaraforða síns fyrr en árið 2006 þegar bankarnir lentu í skammvinnnum lausafjávandræðum í erlendri mynt. Þegar á reyndi og styrkja átti loks gjaldeyrisvaraforða bankans í byrjun árs 2008 til að hægt væri að leggja fram trúverðugt loforð um stuðning við fjármálakerfið var gripið í tómt, eins og áður hefur verið getið í umfjöllun um gjaldeyrisvaraforða Seðlabankans hér að framan. Að uppfylltum skilyrðum um efnahagslegar aðgerðir, sem erlendir seðlabankar settu íslenskum stjórnvöldum, var skiptasamningi komið á milli Íslands og Norðurlandanna. Á ögurstundu var Seðlabanki Íslands hins vegar skilinn eftir þegar systurstofnanir á Norðurlöndunum gerðu gjaldeyrisskiptasamning við Bandaríkjamenn á haustdögum 2008 þegar gæfuleysið féll að síðum. Nánast skuldlaust íslenska ríkið og seðlabanki þess nutu ekki lánafyrirgreiðslu á erlendum fjármagnsmörkuðum þegar mest á reyndi, enda fjármálakerfi þess orðið um tífold landsframleiðsla og hvorki ríkið né Seðlabankinn fært um að styðja við það með trúverðugum hætti.

## 4.8 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Hagstjórnin átti, að minnsta kosti frá því á árinu 2004, þátt í því að ýkja hið efnahagslega ójafnvægi sem leiddi til hrunsins.

Undanfarna áratugi fetaði þjóðin brautina frá umfangsmiklum haftabúskap og íhlutun hins opinbera í atvinnulífinu til markaðshagkerfis og viðskiptafrelsis. Smám saman var dregið úr atvinnurekstri hins opinbera og skapað umhverfi fyrir einkarekstur þar sem því var við komið. Hlutverk hins opinbera við framleiðslu almennagæða, svo sem heilsugæslu, löggæslu og menntunar, var eflt.

Fjölmargt var vel gert í endurskipulagningu efnahagslífsins þegar horfið var frá haftastefnu til markaðsvæðingar og aukins viðskiptafrelsis. Að sumu var unnið markvisst, annað kom fram eftir endurteknar tilraunir og enn annað fyrir heppni. Hagkerfið var orðið þróað, efnað og framsækið. Frá því á sjötta áratugnum var byggt upp lífeyrissjóðakerfi sem að mestu er fjármagnað fyrirfram og felur því ekki í sér framtíðarskuldbindingu fyrir hið opinbera, líkt og í mörgum löndum þar sem iðgjöld fara beint í fjármögnun útgreiðslna. Útfærsla fiskveiðilögsögunnar á árunum frá 1954 til 1976 var mikilvægur drifkraftur hagvaxtar. Eftir ýmsar tilraunir til að stemma stigu við ofveiði og offjárfestingu í sjávarútvegi var tekin upp fiskveiðistjórnun í formi úthlutunar veiðiheimilda og síðar opnað fyrir ákveðna möguleika til framsals þeirra. Hefur það fyrirkomulag síðustu áratugi orðið frekari drifkraftur hagvaxtar. Opnun hagkerfisins með auknu viðskiptafrelsi og afnámi eða verulegri lækkun, samhæfingu og einföldun tolla, skatta og annarra viðskiptahindrana stuðlaði einnig að hagvexti og bættum lífskjörum.

Áherslan í hagstjórn á lokaáratugum síðustu aldar snerist um að skapa sem best skilyrði til viðvarandi hagvaxtar og vaxandi kaupmáttar á sama tíma og dregið var úr skuldsetningu hins opinbera eftir getu. Þá var reynt að efla og viðhalda velferðarkerfi á heimsmælikvarða. Í grunninn miðaðist efnahagsstefnan við það að viðhalda stöðugleika og stuðla á sama tíma að hagvexti.

Sterkir innviðir, þróað samfélag og stöðugt stjórn málaástand leiddu til góðs lánshæfismats íslenska ríkisins. Bankarnir héldu góðum lánshæfis-einkunnum eftir einkavæðingu enda talið að ríkið styddi við þá ef á bjátaði. Bankarnir stækkuðu efnahagsreikning sinn hröðum skrefum eftir einkavæðingu þeirra. Samkeppnin jókst. Fljótlega beindist hún að öðrum markaðssvæðum en því íslenska. Afar takmarkað rými var til vaxtar þar og fljótt nánast fullnýtt. Sókn bankanna í fjármögnun og yfirtökur fjármálafyrirtækja í ríkjum á Evrópska efnahagssvæðinu gekk vel þar sem nægt framboð lánsfjár á lágum vöxtum var í boði á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og íslensk fyrirtæki með heimild til að starfa á evrópskum markaðssvæðum á jafnréttis-grundvelli. Bankarnir uxu svo ört að athygli eftirlitsaðila hefði átt að vakna. Það misvægi sem varð milli stærðar fjármálakerfisins og hagkerfisins á öðrum sviðum kallaði á hagstjórnarviðbrögð. Ör hagvöxtur skapaði þenslu. Enn örari vöxtur bankanna, með tilheyrandi útlánþenslu, jók á ójafnvægið og þar með líkurnar á snörpum samdrætti.

Frá því eftir síðari heimsstyrjöld hefur almennt verið lögð áhersla á mikilvægi hagstjórnar við að jafna út sveiflur í hagkerfinu, meðal annars til þess að draga úr líkunum á alvarlegri kreppu. Hér á landi hafa ríkisfjármálin ekki verið notuð til þess að dempa hagsveifluna nema í tilvikum þar sem ytri aðstæður versna skyndilega. Sem dæmi um slíkt tilvik leið ekki langur tími frá því að verulegur samdráttur aflaheimilda var kynntur í júní 2007 þar til víðtækur efnahagspakki var kynntur með aðgerðum sem ætlað var að vinna gegn hugsanlegum samdrætti. Þannig hefur verið brugðist við samdrætti með þensluaðgerðum en hins vegar ekki, á sama hátt, við þenslu með samdráttar-aðgerðum. Þetta er dæmi um varhugavert misræmi í hagstjórn.

Ekki bar á aðgerðum hins opinbera til að sporna við þenslunni. Þvert á móti voru ýmsar aðgerðir ríkisins til þess fallnar að auka enn frekar á þensluna. Umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir kölluðu á viðbrögð þar sem gripið yrði til aðgerða sem myndu skapa rými fyrir framkvæmdirnar í hagkerfinu. Með verulegum samdráttaraðgerðum og aðhaldssamri peningastefnu hefði hugsanlega verið hægt að rýma fyrir stóriðjuframkvæmdum á Austurlandi en það krafðist þá þess að ekki hefði verið farið í aðrar slíkar framkvæmdir samtímis. Á þetta benti til að mynda Seðlabankinn snemma árs 2003. Eftir því var ekki farið. Þess í stað var ráðist í miklar virkjanaframkvæmdir á Reykjanesi og Hellisheiði og þreföldun álversins á Grundartanga. Þá voru útlánareglur Íbúðalánasjóðs rýmkaðar verulega og skattar lækkaðir í framhaldinu. Vaxtahækkanir Seðlabankans voru hóflegar samanborið við fyrirséða þenslu vegna þessa. Þær miðuðust alla tíð við að ríkið væri í þann mund að hrinda í framkvæmd mótvægisáðgerðum. Margvíslegar þensluhvetjandi aðgerðir hins opinbera ásamt of litlu aðhaldi peningastefnunnar ýktu ójafnvægið í hagkerfinu og knúðu fram aðlögun með afar harðri lendingu.

Peningastefnunni hefur verið ætlað það hlutverk að stuðla að stöðugu verðlagi. Vaxtaákvarðanir peningastefnunnar miðast við verðbólguþröskulmörk þannig að Seðlabankinn áætla feril stýrivaxta sem er líklegur til að ná verðbólguþröskulmörk innán ásettans tíma. Peningastefnan er því í reynd framkvæmd samkvæmt nokkurs konar reglu. Svo virðist sem efnahagsstefnunni hafi að öðru leyti verið hagað þannig að peningastefnan myndi sjá um sveifluaðlögunina þar sem aðhaldið yrði aukið ef verðbólguhorfur versnuðu en dregið úr því ef útlit væri fyrir að verðbólga færi annars undir þröskulmörk. Þrátt fyrir ítrekaðar ábendingar Seðlabankans allt frá 2003 um nauðsyn þess að beita ríkisfjármálum til þess að draga úr þensluáhrifum stóriðjuframkvæmda var það ekki gert nema að litlu leyti en tiltölulega einfalt hefði verið að ganga langt í því og draga þannig verulega úr þörfinni fyrir miklar vaxtahækkningar. Þessi skortur á samspili ríkisfjármálanna og reyndar efnahagsstefnu hins opinbera í heild annars vegar og peningastefnunnar hins vegar átti þátt í því að auka á ójafnvægi efnahagslífsins.

Ekki var nóg með að fjármálastefnan tæki ekki þátt í að auka aðhaldið heldur var fjármálum hins opinbera í víðasta skilningi ítrekað beitt þannig að þenslan í hagkerfinu færðist í aukana. Hið opinbera er þátttakandi í stóriðjuframkvæmdum. Eftir að ákveðið var að hefja framkvæmdir við Kárahnjúka og Seðlabankinn hafði komist að því að framkvæmdirnar væru svo umfangsmiklar að stórauka þyrfti peningalegt aðhald var hafist handa við frekari virkjana- og stóriðjuframkvæmdir. Seðlabankinn hafði lagt á það áherslu í greiningu sinni að mikilvægt væri að ekki yrðu hafnar fleiri stóriðjuframkvæmdir á sama tíma og bygging Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls stæði yfir. Ljóst var að þörfin fyrir aukið aðhald ykist verulega við þetta.

Þær breytingar sem gerðar voru á útlánareglum Íbúðalánasjóðs árið 2004 voru þensluhvetjandi. Þau áhrif bættust við það ofþensluástand sem var að skapast vegna umfangsmikilla stóriðjuframkvæmda. Seðlabankinn var beðinn um að meta væntanleg efnahagsleg áhrif af ákveðnum tillögum félagsmálaráðherra um breytingar á útlánareglum Íbúðalánasjóðs. Í tillögum ráðherrans sem lagðar voru fyrir Seðlabankann var bæði gert ráð fyrir rýmkingu á útlánareglum sjóðsins, sem voru til þess fallnar að auka eftirspurn eftir útlánunum, og aðgerðum á móti sem drægju úr slíkri eftirspurn. Niðurstaða Seðlabankans var að ekki væri ráðlegt að gera þessar breytingar á útlánakjörum sjóðsins að svo stöddu þar sem þær myndu auka á þensluna í hagkerfinu sem þegar væri of mikil. Hagfræðistofnun Háskólans lagði einnig mat á efnahagsleg áhrif breytinga á útlánareglum og fjármögnun sjóðsins. Líkt og Seðlabankinn komst stofnunin að þeirri niðurstöðu, að lántökur myndu aukast, húsnæðisverð myndi hækka mikið og íbúðafjárfesting aukast en þegar frá liði myndu breytingarnar ganga til baka og eftir sætu lántakendur með sama húsnæði á herra verði og með meiri skuldir. Eigi að síður ákváðu stjórnvöld að hrinda ekki aðeins boðaðri rýmkingu á útlánareglum sjóðsins í framkvæmd heldur var einnig ákveðið að sleppa áður fyrirhuguðum mótvægisáðgerðum til þess föllnum að draga úr eftirspurn. Því var ljóst að efnahagsleg áhrif af þessum áðgerðum stjórnvalda yrðu miklu meiri en lagt hafði verið fyrir Seðlabankann að meta og mat hans tók þannig mið af enda lagði bankinn á það mikla áherslu í niðurstöðu sinni að ef farið væri út í þessar áðgerðir á annað borð mætti alls ekki sleppa þeim hluta þeirra sem ætlað var að vera til mótvægis við rýmkinguna og draga úr lánaeftirspurn.

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis lýsti Geir H. Haarde, þáverandi fjármálaráðherra, því að hann teldi síðastnefndar áðgerðir stjórnvalda hafa verið "hrein mistök". Hann sagðist viðurkenna það hreinskilnislega að hann hefði haft miklar efasemdir um þær við ríkisstjórnarmyndun 2003 en tók jafnframt fram að ekki hefði tekist að mynda hana nema þetta stefnumál sem mjög hafði verið uppi í kosningabaráttunni fengi framgang. Af þessum og frekari sjónarmiðum Geirs í þessu samhengi, sem nánar er vitnað til í megin-máli kaflans, má ráða að hann hafi gert sér grein fyrir því að þensla myndi aukast við þessar áðgerðir ríkisstjórnarinnar. Sjá mátti að slíkar afleiðingar fælu í sér að grípa þyrfti til enn frekari aðhaldsaðgerða en að öðrum kosti takast á við þeim mun alvarlegri samdrátt þegar þensluskeiðinu lyki. Af gögnum rannsóknarnefndarinnar er einnig ljóst að félagsmálaráðherra fékk skjalfestar upplýsingar og kynningu á áðurnefndum niðurstöðum Seðlabankans um efnahagsleg áhrif

áætlana stjórnvalda um aðgerðirnar varðandi Íbúðalánasjóð eins og þær áætlanir voru lagðar fyrir bankann, sbr. skýrslu Seðlabankans til félagsmálaráðherra þar um og sérstaka kynningu bankans á efni skýrslunnar fyrir ráðherranum en fjallað er nánar um hvort tveggja í kaflanum. Eftir að útlánareglur Íbúðalánasjóðs voru rýmkaðar brugðust viðskiptabankarnir við með því að bjóða íbúðalán á samkeppnishæfum kjörum við sjóðinn. Íbúðalánasjóður beitti sér þá af hörku í samkeppni við bankana. Sjóðurinn átti þannig þátt í því að keyra niður raunvexti á lánunum til heimilanna á þenslutímum þegar Seðlabankinn var að reyna að auka aðhaldið með vaxtahækkunum.

Á meðan að eftirspurn jókst hröðum skrefum, sem og þörfin fyrir aukið aðhald í stjórn efnahagsmála, var hrint í framkvæmd viðtækum skattalækkunum. Áhrif þeirra voru enn auknar framkvæmdir, aukin eftirspurn og meiri þensla. Af skýrslu Geirs H. Haarde, fyrir rannsóknarnefndinni má ráða að hann hafi gert sér grein fyrir óæskilegum áhrifum skattalækkana við þessar aðstæður. Bakgrunni þeirra áforma um skattalækkunir sem stjórnvöld hrintu í framkvæmd á þessum tíma lýsir hann svo að þeim hafi verið lofað í því sem hann kallaði "kapphlaupi" um skattalækkunir í kosningabaráttunni 2003. Enn jókst því þörfin fyrir aukið aðhald.

Ráðstafanir hins opinbera í efnahagsmálum í þeirri uppsveiflu sem varð í aðdraganda falls bankanna varð til þess að auka á þensluna, þegar efnahagsstjórn hefði átt að miða að því að draga úr þenslu. Tilgangurinn með því að vinna á móti þenslunni er sá að koma í veg fyrir of snarpa og djúpa niðursveiflu í kjölfarið. Eitt af einkennum þenslunnar var mjög lágt atvinnuleysi, töluvert undir öllu mati á náttúrulegu atvinnuleysi. Verðbólguþrýstingur óx stöðugt. Ljóst var að framleiðslustigið var yfir því sem fengi staðist til lengdar. Eftirspurnarstigið var enn hærra, eins og kom fram í sívaxandi viðskiptahalla og erlendri skuldsetningu. Það er engin "eftiráspeki" að benda á að mjög umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir, rýmkuð útlánareglur Íbúðalánasjóðs og róttækar skattalækkunir voru allt saman þensluhvetjandi aðgerðir. Þær voru hver fyrir sig, hvað þá í sameiningu, eins og þarna var raunin, til þess fallnar að hafa verulegar efnahagsafleiðingar, leiða til aukinnar verðbólgu og á endanum til mikilla vaxtahækkana. Þetta lá fyrir áður en ákvarðanir stjórnvalda um að ráðast í áðurgreindar aðgerðir voru teknar.

Seðlabankinn var svo gott sem látinn einn um að berjast við þensluna. Þess vegna hóf hann að hækka vexti vorið 2004. Bankinn fór sér að engu óðslega við vaxtahækkunir. Við ákvarðanir um umfang vaxtahækkana virðist bankinn sífellt hafa reiknað með að fram kæmu aðhaldsaðgerðir af hálfu hins opinbera enda kallaði hann eftir þeim hvað eftir annað. Á seinni hluta árs 2005 var orðið ljóst að vextir Seðlabankans væru of lágir. Verðbólga jókst og verðbólguvæntingar einnig en mikilvægt er fyrir bankann að hemja þær. Það er lykillinn að því að halda verðbólgu nærri markmiði. Þegar ljóst var að hið opinbera tæki ekki þátt í aðhaldinu en væri þvert á móti sífellt að auka á þensluna hefði Seðlabankinn átt að herða aðhald peningastefnunnar verulega. Miðað við efnahagshorfunar og verðbólguhorfunar á árunum 2005, 2006 og 2007 hefðu vextir Seðlabankans þurft að vera töluvert hærri en þeir voru. Árin fyrir fall bankanna tók einnig að bera á því að vaxtaákvarðanir bankastjórnar Seðlabankans væru hóflegri en þær sem samrýmst hefðu eigin greiningu bankans sem gefin var út í riti hans, Peningamálum. Einnig liggur fyrir að á árunum 2007 og 2008 ákvað bankastjórnin ítrekað að hækka vexti minna en aðalhafþæðingur bankans lagði til eða að hækka þá ekki þrátt fyrir tillögur aðalhafþæðings bankans um hærri vexti.

Vaxtabreytingum Seðlabanka er ætlað að hafa áhrif á aðra vexti í hagkerfinu og í gegnum þá á eftirspurn og verðbólgu. Þetta er sá hluti af miðlunarferli peningastefnunnar sem kallaður er "vaxtakanallinn" og er megin-miðlunarleið stýrivaxta. Þessi leið var ekki greið hér vegna þess að framboð ríkisskuldabréfa var mjög lítið. Víða í öðrum löndum heldur ríkið úti lágmarksstærð ákveðinna skuldabréfaflokka óháð því hver lántökuþörf ríkisins er. Lítið er á útgáfu staðlaðra ríkisskuldabréfa sem grunnfarveg vaxta og liggja vextir ríkisskuldabréfa til grundvallar verðlagningu fjármálagerninga. Segja má að ríki, sem ekki vill

skulda í eigin mynt, hafi ekki vilja til að halda henni úti. Seðlabankinn benti embættismönnum í fjármálaráðuneyti á þetta en viðhorfið var óbreytt, þ.e. að draga úr skuldsetningu frekar en að stuðla að virkni peningastefnunnar. Kostnaðurinn af óvirkri peningastefnu má þó telja mun meiri en lágmarksvaxtakostnað af því að gefa út nægjanlega mikið af ríkisskuldabréfum til að miðla stýrivaxtaákvörðunum út í hagkerfið. Ef miðlunarferlið er stíflað verður hvort tveggja í senn, vextir hærri og verðbólga meiri en ella. Til viðbótar var skuldabréfamarkaður tvískiptur. Hin óverðtryggðu ríkisbréf voru með skemmri líftíma en verðtryggð íbúðabréf, en vextir hinna síðarnefndu eru einhverjir mikilvægustu vextir fyrir heimilin í landinu. Þessa tvískiptingu hefði mátt brúa að miklu leyti og þar með greiða fyrir áhrifum stýrivaxta á langa raunvexti ef ekki væri bannað með lögum að verðtryggja skuldabréf til skemmri tíma en fimm ára.

Tregðan í virkni peningastefnunnar um vaxtakanalinn leiddi til þess að virkni hennar um gengiskanalinn varð allsráðandi. Hærri vextir styrktu gengið og drógu þannig úr verðbólgu, annars vegar með því að lækka verð á innfluttum varningi og hins vegar með því að draga úr samkeppnishæfni innlendra framleiðslu. Haustið 2005 hófst útgáfa jöklabréfa sem eru evró-bréf (e. Euro bonds) gefin út í íslenskum krónum. Þessi bréf auðvelduðu íslenskum bönkum að snúa því fjármagni sem þeir höfðu sótt á erlenda markaði yfir í íslenskar krónur og lána það út á Íslandi án þess að bankarnir tækju á sig gjaldeyrisáhættu. Aukið framboð lánsfjár á Íslandi leiddi því til lækkunar markaðsvaxta og dró enn frekar úr virkni peningastefnunnar eftir vaxtarófinu. Eftirspurn eftir krónum jókst og þar með jókst virkni peningastefnunnar um gengiskanalinn. Eftir því sem gengið styrktist og viðskiptahallinn versnaði jukust líkurnar á því að ójafnvægið leiðréttist með snarpri gengislækkun og verðbólguþykningu. Seðlabankinn brá á það ráð að beita nógu háum vöxtum til að sporna við skyndilegu útlæði fjármagns. Þótt tilgangur Seðlabankans með slíkri stefnu væri að koma í veg fyrir skyndilegan fjármagnsflóttu var hún túlkuð sem loforð Seðlabankans um að hann myndi ekki leyfa genginu að falla. Áhrifin urðu því eins og um sölurétt á krónum væri að ræða. En líkt og með Greenspan-söluréttinn, sbr. nánar í kafla 4.2.2, var "söluréttur" Seðlabankans ekki til staðar þegar á reyndi enda loforðið aðeins túlkun markaðsaðila á orðum og gerðum bankans. Vegna þessarar túlkunar sem festi rætur á markaðnum magnaðist ójafnvægið enn frekar og fallið varð hærra þegar það kom.

Háum stýrivöxtum var ætlað að draga úr innlendri eftirspurn með því að hækka fjármagnskostnað og auka sparnað. Treg miðlun Seðlabankavaxta yfir í markaðsvexti, sérstaklega langa raunvexti, og aukið aðgengi að lánsfé á sama tíma og stöðugt var aukið á þensluna í hagkerfinu olli því að lánsfjáreftirspurn hélst mjög mikil þrátt fyrir hækkandi stýrivexti. Áhrif stýrivaxtahækkana komu meðal annars fram í vaxandi vaxtamunarviðskiptum. Framboð erlends lánsfjár mætti mikilli innlendri lánsfjáreftirspurn og stuðlaði að hækkun eignaverðs innanlands og óhóflegri styrkingu krónunnar. Útlán til innlendra fyrirtækja höfðu um árabíl að miklu leyti verið í erlendum gjaldmiðlum. Framan af var það haft að viðmiði að viðkomandi fyrirtæki væru með tekjur í þeim gjaldmiðli sem lánin voru veitt í. Seinni árin vék það viðmið að nokkru leyti og útlán í erlendum gjaldmiðlum tóku að miðast við það að tekjur væru að hluta í erlendum gjaldmiðlum þótt þeir væru aðrir en lánað var í. Fyrirtækin sem tóku slík lán voru þar með í reynd farin að stunda spákaupmennsku á gjaldeyrismarkaði samhliða rekstri sínum. Síðustu árin fyrir fall bankanna jukust lán í erlendum gjaldmiðlum til innlendra aðila verulega, einkum til eignarhaldsfélaga og til heimilanna, og var þá með öllu farið að horfa fram hjá því hvort tekjustreymi væri fyrir hendi í mynt sem lánað var í. Athyglisvert er að bankar sem lána öðrum bönkum gjaldeyri, til að mynda með framvirkum samningum, notast ávallt við vaxtamun við verðlagningu slíkra lána. Þegar erlendir gjaldmiðlar voru lánaðir til einstaklinga og fyrirtækja innanlands var vaxtamunurinn hins vegar ekki tekinn með í reikninginn. Gjaldeyrisáhættan var því undirverðlögð.

Á meðan Seðlabankinn reyndi að sporna við innlendri eftirspurn með vaxtahækkunum jókst lausafjárþyrngreiðsla hans við fjármálastofnanir verulega. Í uppsveiflunni 1999 til 2001 fór staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum upp í um 80 milljarða króna. Hún féll niður í 30 milljarða kr. haustið 2005.

Þá jókst sókn bankanna í lán gegn veði á ný. Frá hausti 2005 þar til í byrjun október 2008 hækkaði staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum úr um 30 milljörðum króna í rúmlega 500 milljarða. Reglur um veðhæf bréf voru rýmkaðar nokkrum sinnum seinustu árin. Annaðhvort mátti því vera ljóst að vextir voru allt of lágir eða að einhverjir bankar voru í reynd að sækja sér neyðarlán í Seðlabankann í sívaxandi mæli um árabíl. Að nokkru leyti gat aukning lausafjárþyrirgreiðslunnar verið að endurspegla vöxt bankanna á þessum tíma en ef svo var ætti að hafa verið ljóst að sá vöxtur var allt of hraður.

Efnahagsstjórn ríkisfjármála átti þátt í því að skapa ofþenslu, eignaverðsbólu og lánsfjáreftirspurn í aðdraganda falls bankanna. Stefna í ríkisfjármálum var ósveigjanleg og ýmsum ákvörðunum um þensluaðgerðir hrint í framkvæmd þótt efnahagsaðstæður gæfu ekki tilefni til slíkra aðgerða. Í einhverjum tilvikum virðist sem viljinn til að efna kosningaloforð hafi orðið skynseminni yfirsterkari. Þótt ljóst hafi verið að skattalækkanir og rýmkun útlánareglna Íbúðalánasjóðs hefðu verulegan kostnað í för með sér fyrir þjóðarbúið vegna efnahagsaðstæðna breytti ríkisstjórnin ekki um stefnu varðandi slíkar aðgerðir, þótt þörfin á því væri brýn og augljós, og hrinti þeim í framkvæmd engu að síður. Stefnan í ríkisfjármálum mótaðist því af skammsýni. Nauðsynlegt er að auka samvinnu ríkisfjármála og Seðlabankans við hagstjórnaraðgerðir þannig að annarri stefnunni sé ekki beitt markvisst gegn hinni líkt og gert var undanfarin ár þegar ríkisfjármálin miðuðu stöðugt að því að auka á ójafnvægið og ofþensluna og láta Seðlabankanum einum eftir að glíma við afleiðingarnar. Til þess að skapa hlutlausan grundvöll fyrir samhæfingu efnahagsstefnunnar mætti fela sjálfstæðri ríkisstofnun það hlutverk að spá fyrir um efnahagshorffurnar og meta ástand efnahagsmála og líklega þróun að gefnum forsendum um mismunandi efnahagsstefnu. Mikilvægt er í slíku samstarfi að virða sjálfstæði Seðlabankans til ákvarðanatöku og beitingar stýritækja sinna en nokkuð hefur skort á það að ráðherrar hafi tekið nægt tillit til stefnu Seðlabankans. Sjálfstæði seðlabanka er mikilvægt fyrir árangursríka hagstjórn. Hvað sem líður hæfni manna telur rannsóknarnefndin óæskilegt að í starf seðlabankastjóra veljist fyrrverandi stjórnmalamenn líkt og tíðkast hefur um árabíl í Seðlabanka Íslands. Það er til þess fallið að rýra trúverðugleika Seðlabankans, einfaldlega þar sem það kallar á efasemdir um einurð slíkra manna við að vinna að lögbundnu markmiði bankans, einkum ef slíkt er í andstöðu við efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar eða framkvæmd tiltekinna kosningaloforða.

Aðgerðir Seðlabankans áttu einnig þátt í því að stuðla að efnahagslegu ójafnvægi. Peningastefnan var hvergi nærri nógu aðhaldssöm, þ.e. stýrivextir voru allt of lágir, að minnsta kosti frá því um mitt ár 2005. Svo virðist sem Seðlabankinn hafi lengi vel beðið eftir aðhaldsaðgerðum frá hinu opinbera og miðað hóflegar stýrivaxtahækkanir við það að stjórnvöld legðu með stefnumörkun í ríkisfjármálum sitt af mörkum til þess að draga úr þenslunni. Þá er ljóst að innan Seðlabankans voru uppi mismunandi skoðanir um hversu háir stýrivextirnir ættu að vera. Bankastjórn Seðlabankans kaus oft minna aðhald en aðalhogfræðingur bankans lagði til. Tekið er fram að fundargerðir bankastjórnarinnar varpa ekki ljósi á það hvort og þá á hvaða gögnum eða upplýsingum bankastjórnin byggði ákvarðanir sínar um aðra stefnumörkun en þá sem aðalhogfræðingurinn lagði til. Seðlabankinn afgreiddi einnig lán gegn veði í sívaxandi mæli án þess að meta lausafjárþörf kerfisins. Aukin ásókn í lausafjárþyrirgreiðslu hjá Seðlabankanum hlaut að öðru jöfnu að benda til þess að vextir væru of lágir, að gefnu því markmiði bankans að draga úr þenslunni. Til að ná betri tökum á aðhaldsstigi peningastefnunnar þyrfti Seðlabankinn að meta lausafjárþörfina og hugsanlega að vera með magntakmarkanir á lánnum gegn veði, líkt og á innstæðubréfum.

Áhersla Seðlabankans á að halda genginu sterku og loforð um að hækka vexti ef þörf væri á í þeim tilgangi að sporna við veikingu krónunnar voru óæskileg. Þessi "söluréttur" á krónum virðist hafa stuðlað að sterkara gengi, meira innstreymi skammtímafjármagns og aukinni útlánaþenslu og að endingu magnað niðursveifluna þegar hún varð. Krónan tók að styrkjast árin 2003 og 2004 og hélt því áfram 2005. Þegar Seðlabankinn taldi krónuna vera orðna töluvert sterkari en samræmdest jafnvægi í þjóðarbúskapnum hefði hann átt að auka kaup sín á gjaldeyri verulega. Það hefði sent skilaboð um að

bankinn teldi krónuna of sterka auk þess sem þannig hefði safnast upp gjaldeyrisforði. Á hliðstæðan hátt gat Seðlabankinn þá selt gjaldeyri þegar hann taldi krónuna of veika og notað þannig eigin gjaldeyrisjóð sem nokkurs konar jöfnunarsjóð til að dempa sveiflur í raungenginu án þess að fylgt væri markmiðum um nafngengi.

Rannsóknarnefndin telur að stýrivextir hafi verið of lágir í uppsveiflunni. Vissulega áttu háir stýrivextir þátt í því að auka arðsemi af vaxtamunarviðskiptum og laða þannig erlent skammtímafjármagn til landsins. Seðlabankanum voru þó færar aðrar leiðir til að bregðast við neikvæðum áhrifum vaxtamunarviðskipta með öðrum hætti en stýrivöxtunum. Hann hefði getað dregið úr arðsemi erlendar lántöku, til að mynda með því að herða lausafjárkröfur og/eða auka bindiskyldu vegna erlendar fjármögnunar bankanna.

Það vekur einnig athygli að samkvæmt stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar, sem mynduð var vorið 2007, var eitt af markmiðum hennar að stuðla að frekari vexti bankanna. Á þeim tíma gat stjórnvöldum ekki dulist að bankarnir voru orðnir svo stórir að í hugsanlegum stuðningi við hvern þriggja stóru bankanna fólst svo stór óbein skuldbinding að hún var ríkinu um megn. Að auki hafði ríkisstjórnin að markmiði að tryggja það að útrásarfyrirtæki, og þar með bankarnir, sæju sér áfram hag í því að hafa höfuðstöðvar á Íslandi. Ýmsir höfðu bent á það að bankakerfið væri vaxið fram úr Seðlabankanum og hann væri ekki fær um að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara. Stór hluti skuldbindinga íslensku bankanna var í öðrum gjaldmiðlum en íslenskum krónum. Skammtímaskuldir þjóðarinnar voru orðnar um fimmtánfaldur gjaldeyrisforði Seðlabankans en stærstur hluti þeirra var vegna fjármögnunar bankanna. Því var ljóst að annaðhvort þyrfti að stækka gjaldeyrisforðann verulega eða draga úr tengslum bankanna við Ísland, til dæmis með því að skipta þeim í innlandan og erlendan hluta og flytja þann erlenda úr landi. Gjaldyrisforði á stærð við erlendar skammtímaskuldir þjóðarinnar var ekki raunhæf lausn. Gjaldyrisforði af þeirri stærð hefði verið margföld landsframleiðsla en kostnaður af honum verulegur. Því hefði verið heppilegra að stuðla að því að einn eða fleiri af stóru bönkunum flyttu höfuðstöðvar sínar úr landi. Slíkt var hins vegar ekki í samræmi við stefnuyfirlýsingu þeirrar ríkisstjórnar sem mynduð var vorið 2007. Seðlabankinn lýsti því ítrekað yfir á árinu 2008 að hann ynni í því að stækka gjaldeyrisforðann þannig að hann væri betur til þess fallinn að styðja við bankana. Við söfnun gjaldeyrisvara-forðans var farið of seint af stað og of lítið að gert. Æskilegra hefði verið að koma því til leiðar að bankarnir drægju úr erlendri starfsemi sinni þegar komið var fram á árin 2007 og 2008.

Það er ljóst að aðhald peningastefnunnar miðlaðist ekki um markaðsvexti eins og til var ætlast. Mikill útlánavöxtur í uppsveiflunni samfara hækkandi vöxtum er til vitnis um það. Vöxtur útlána endurspegladist í vexti innlendar eftirspurnar þrátt fyrir hækkandi vexti. Mikill vöxtur útlána hefur valdið áhyggjum víðar en á Íslandi og reynslan er sú að útlánavöxtur stjórnast ekki aðeins af skammtíma vöxtum heldur ræðst hann ekki síður af stöðunni í efnahagssveiflunni. Hækkandi eignaverð leiðir til aukins veðrýmis, meiri lántöku en ella og vaxandi verðbólgu. Ein þeirra leiða sem verið er að skoða til þess að dempa útlánavöxt í uppsveiflum er að setja reglur um hámarks veðhlutföll og jafnvel að stýra veðhlutföllum með tilliti til eignaverðs og tekna þannig að hámarkshlutfallið sé lækkað í uppsveiflu og hækkað í niðursveiflu (sjá til dæmis The Turner Review, breska fjármálaeftirlitið (FSA), 2009, bls. 106–111). Rannsóknarnefndin telur að það beri að athuga hvort veita eigi Seðlabanka Íslands heimild til að setja reglur um hámarks veðhlutföll eignaflokka í því augnamiði að auka virkni peningastefnu til að slá á þenslu.

[Tweet](#)[Deila](#)[Kann að mei](#)