



Handelshøyskolen BI i Oslo

BTH 16131

Bacheloroppgave - Anvendt makroøkonomi

Bacheloroppgave

BTH 16131 Bacheloroppgave - Anvendt Makroøkonomi

Stangeland, Håvard Midtun
Thorsen, Andreas
Engebretsen, Sarita

Utlevering: 04.01.2016 09.00

Innlevering: 01.06.2016 12.00

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

”Bad banking, bad policy and bad luck” – En case-studie av Islands lille, store
finanskrise

BTH1613- Anvendt Makroøkonomi

Innleveringsdato:

01.06.2016

Stuedsted:

BI Nydalen

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Forord | 5 |
| Introduksjon og sammendrag:..... | 6 |
| Økonomisk historie – Veien til et moderne finansielt system | 8 |
| Et overblikk | 10 |
| Figur 1.1 Kjerneinflasjon | 10 |
| Figur 1.2 Arbeidsledighet | 11 |
| Figur 1.3 Årlig BNP-vekst..... | 11 |
| Figur 1.4 Offentlige utgifter relativt til BNP | 12 |
| Figur 1.5 Styringsrente | 12 |
| Figur 1.6 Statsbudsjett | 13 |
| Figur 1.7 Lønnsvekst..... | 13 |
| Figur 1.8 Den Islandske kroná | 14 |
| Figur 1.9 Den Islandske og norske hovedindeksen..... | 15 |
| Figur 1.10 Eiendomspris-indeks..... | 15 |
| Figur 1.11 Eksport som andel av BNP..... | 16 |
| Hyman P. Minskys teori om Finansiell Ustabilitet..... | 18 |
| Fasene fremstilles som følgende:..... | 18 |
| Displacement | 18 |
| Overtrading / Monetary Expansion..... | 19 |
| Revulsion / Profit Taking..... | 19 |
| Discredit | 19 |
| Island..... | 20 |
| Betraktninger rundt modellen..... | 22 |
| Markedsfinansiering | 24 |
| Icesave og Edge | 25 |
| Problemet med markedsfinansieringen | 26 |
| ”Too big to fail” problematikk..... | 28 |
| På randen av kollaps: Redningsaksjon eller ”la det skure”? | 29 |
| Hva skjer når systemviktige banker kollapser?..... | 30 |
| Hvordan minske risikoen systemviktige finansinstitusjoner utgjør for øvrig finansiell stabilitet. | 31 |
| Kan boblen ha blitt forsterket av irrasjonell atferd? | 32 |
| Myndighetenes rolle i boom-årene | 36 |
| Finanstilsynet, FME | 36 |
| Sedlabanki | 37 |
| Sentralbankenes hovedoppgave..... | 37 |
| Kunne de gjort noe annerledes?..... | 38 |
| Kombinasjonen av penge-og finanspolitikk | 40 |
| Redningsaksjonen: - Superpolitikere eller begrenset handlingsrom? | 44 |
| Den islandske kroná | 44 |
| Myndighetenes respons: | 47 |

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Begynnelsen på veien ut av krisen..... | 47 |
| Ny regjering, nye veier | 48 |
| Ingen ”lender of last resort” | 50 |
| Nye banker kommer ut av ruinene til de gamle | 51 |
| Fokus på fortsatt velferd | 52 |
| Island reiser seg som en føniks ut av asken..... | 53 |
| Krisehåndteringen sett under ett: | 55 |
| Lærdommen fra den globale finanskrisen i 2008 - Behovet for endret tilsyn..... | 56 |
| Litteraturliste:..... | 59 |
| Vedlegg 1:..... | 63 |

Forord

Innledningsvis vil vi gjerne takke vår veileder, Terje Synnestvedt, for god veiledning og hjelp til alle døgnets tider. Vi er stolte og glade over å kunne levere denne oppgaven etter en lang, læringsrik, og interessant prosess. Vi har lært mye, og håper dette reflekteres i oppgaven.

Oslo, 31. Mai 2016.

Introduksjon og sammendrag:

Island var lenge en del av den nordiske suksesshistorien. Landet var preget av politisk stabilitet, lav arbeidsledighet, en solid økonomi og gode levekår.

Suksesshistorien fikk seg imidlertid en knekk i 2008, da landet opplevde en av de største økonomiske krisene i moderne tid. Hva skjedde?

Oppgaven er tredelt, og i første del vil vi gjennomgå Islands økonomiske reise forut for krisen, og gi et overblikk over sentrale temperaturmålere.

Del 2 omhandler oppbyggingen av krisen under de såkalte boomårene. Vi vil her gjennomgå krisen i rammeverket til Kindleberger-Minsky. Hovedfokuset er i denne delen på bankene, herunder deres finansiering, investeringer, og hvorfor bankenes størrelse kan bli problematisk. I dette avsnittet har vi også valgt å inkludere atferdsøkonomiteorier, for å prøve å forklare hvordan menneskelig atferd kan ha forsterket krisen. Avslutningsvis inkluderer vi myndighetenes rolle underveis, både i forhold til tilsyn, men også økonomisk politikk.

I den tredje delen flytter vi fokuset til hvilke realøkonomiske effekter krisen fikk, samt myndighetenes respons etter at krisen var et faktum. Island har som kjent kommet sterkt tilbake, og vi ser på hva de gjorde riktig, og hvorfor dette førte til en rask innhenting.

Formålet med oppgaven er å gi et innblikk i hva som skjedde på Island, med alternative innfallsvinkler og en diskusjon rundt makroøkonomisk politikk og finansiell stabilitet.

Del 1

Bakteppet

Økonomisk historie – Veien til et moderne finansielt system

Øyriket Island er et av Europas minst folkerike land, med omkring 320 000 innbyggere. Historisk sett har den islandske økonomien vært innenlandsk rettet med fokus på jordbruk, men eksport hovedsakelig av fisk har alltid stått sterkt, og utgjør i dag så mye som 70% av Islands totale eksportinntekter. Dette tilsvarer 12% av landets BNP. (Tradingeconomics, 2016) . På slutten av 1900-tallet så man på Island, i likhet med resten av Europa, en åpning og liberalisering av økonomien. Vi vil under gi en kort innføring i landets vei mot et moderne finansielt system, og vår historie starter på 70-tallet.

I 1970 ble islendingene en del av EFTA (European Free Trade Area). Da flere av de nærmeste handelspartneren var blitt en del av EU, valgte man på Island i likhet med blant annet Norge og Sveits en løsning som sikret videre handel med andre nasjoner uten fullt medlemskap i EU.

I 1979 mistet den islandske regjeringen kontroll på inflasjonen og man begynte sakte å se konturene av et moderne finansmarked. Realrenten hadde til nå ofte vært negativ, og banklån kunne nærmest sammenlignes med subsidier. Med negative realrenter var også andelen av depositum fra innskytere lav.

Myndighetene valgte å holde fast på styring av bankrentene, som de hadde gjort i lengre tid , men man fikk også et system for indeksering av finansielle obligasjoner, herunder bankinnskudd til det generelle prisnivået. Dette gjorde at islendingene igjen kunne sette depositum i bankene, med en visshet om at inflasjonen ikke ville ”spise opp” sparepengene deres. (Eggertsson and Herbertsson, 2009).

Først i 1984 valgte myndighetene å gå bort fra rentestyringen i bankene, og sammen med en andre former for dereguleringer, vokste det frem flere former for finansielle verdipapirer. Inntil dette hadde man ikke hatt et reelt marked for aksjer og obligasjoner.

I 1991 dannet Selvstendighetspartiet og Sosialdemokratene en koalisjonsregjering, som raskt startet en liberalisering av det økonomiske systemet med privatisering av små og store foretak, herunder bankene. Innen 2003 var alle de tre største bankene privatisert. På samme tid ble også selskapsskatten kuttet fra 50% til 18%, og reservekravene til bankene ble redusert fra 28% til 5%.

Liberaliseringsbølgen var på ingen måte unik for Island, og man så tilsvarende liberalisering av det finansielle systemet i store deler av den vestlige verden. I utgangspunktet var disse grepene også positive for den islandske økonomien, da man så en stabilisering i inflasjonen som i lang tid hadde vært et problem for sentralbanken, samtidig som man opplevde økt økonomisk stabilitet.

I 1994 tok Island et nytt steg mot liberalisering med medlemskap i EØS. Med EØS-avtalen forpliktet Island seg til fri flyt av varer, tjenester, mennesker og valuta mellom EU og EFTA landene. Samtidig innebar avtalen at Island måtte innføre flere av EUs lover og direktiver, noe som for Island betydde en videre liberalisering av det finansielle systemet. Islendingene hadde mulighet til å innføre strengere direktiver enn minstekravet i EU, men dette valgte de å ikke gjøre (Grøndahl, 2014).

Finanssektoren svarte på forandringene med fusjoner og reorganisering, inspirert av internasjonale trender. Etablerte kommersielle banker fusjonerte med nye verdipapirforetak, og skillet mellom kommersiell bankdrift og investeringsbankvirksomhet ble visket ut (Eggertsson and Herbertsson, 2009). På knappe 10 år, var banksektoren endret fra å være bygget på lokale depositumsinnskudd med statlig eierskap og styring, til tre betydelige internasjonale aktører med diskresjonær frihet til å opptre nærmest som hedgefond.

Men i likhet med de islandske sagaene, var drømmen om å skape et nytt globalt finanssentrum ala "City" eller "Wall Street" virkelighetsfjernt.

Et overblikk

Innledningsvis vil vi introdusere enkelte temperaturmålere og grafer som viser utviklingen i forskjellige deler av den islandske økonomien fra 1998 til og med 2016. Vi vil i løpet av oppgaven komme tilbake til de ulike figurene, og se på hvordan de bevegde seg under bobledannelsen og etter at krisen var et faktum.

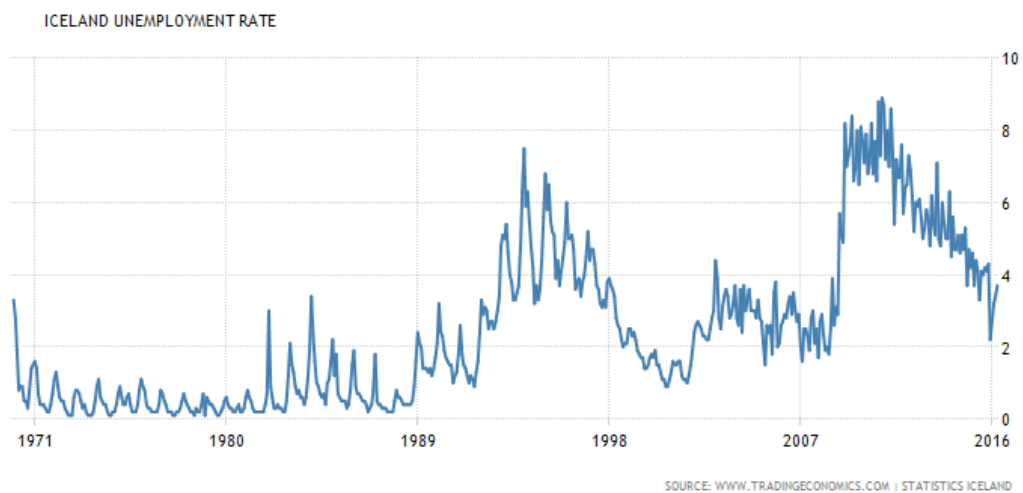
Figur 1.1 Kjerneinflasjon

Under vises kjerneinflasjonen for Island i perioden fra perioden 1990-2016. Som man kan se, har inflasjonsnivået fluktuert voldsomt, og Island har tradisjonelt sett slitt med volatil inflasjon. Dette var noe av bakgrunnen for at man innførte et inflasjonsmål i 2001.



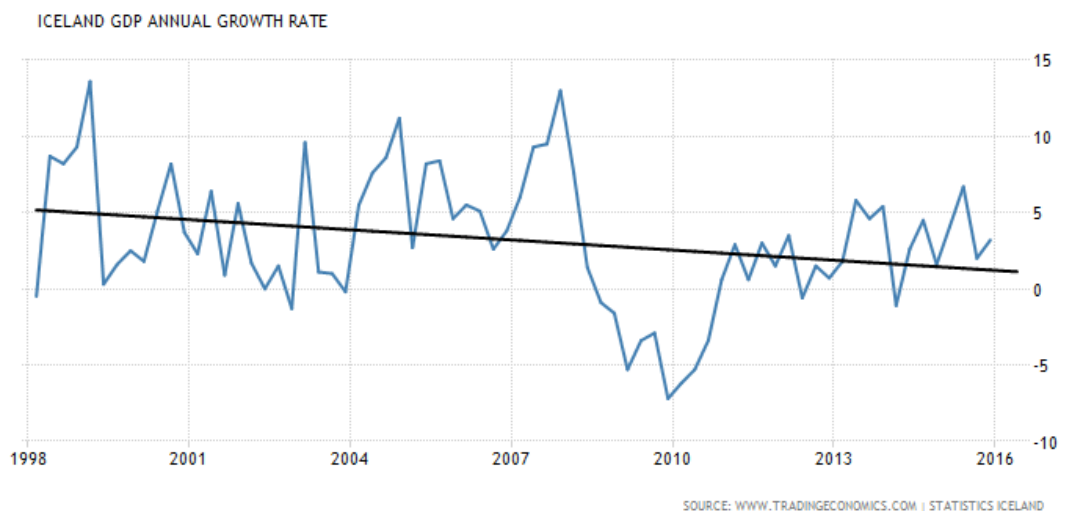
Figur 1.2 Arbeidsledighet

Arbeidsledigheten på Island har tradisjonelt vært lav, men i to perioder de siste tiårene har man sett en større økning. Den ene perioden fra 1989 til ca. 1995, og senest i forbindelse med den globale finanskrisen i 2008. Det er ennå for tidlig å konkludere om den siste krisen har gjort at strukturledigheten har nærmet seg et høyere permanent nivå, men man ser at landet i dag har en arbeidsledighet på rett under 4%. Arbeidsledigheten er som kjent en motsyklisk etterslepene indikator, og endres som regel sammenfallende med endringer i BNP-vekstraten.



Figur 1.3 Årlig BNP-vekst

BNP vekst uttrykker den økonomiske veksten et land generer. På Island har også BNP-veksten holdt et ganske svingende nivå, relativt til trend (Se grå linje som skjærer grafen).



Figur 1.4 Offentlige utgifter relativt til BNP

Vi har valgt å inkludere offentlige utgifter som et forholdstall relativt til BNP. Dette har vi gjort for å i størst mulig grad gi et bilde av den reelle økningen i offentlige utgifter. Vi ser at Island i perioden 1998-2003, økte offentlige utgifter (sett bort fra 1999). Sammenfallende med en sammenhengende positiv BNP-vekst i perioden tilsvarer dette ikke bare en nominell endring, men også en reell endring i nivået på offentlige utgifter.



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | STATISTICS ICELAND

Figur 1.5 Styringsrente

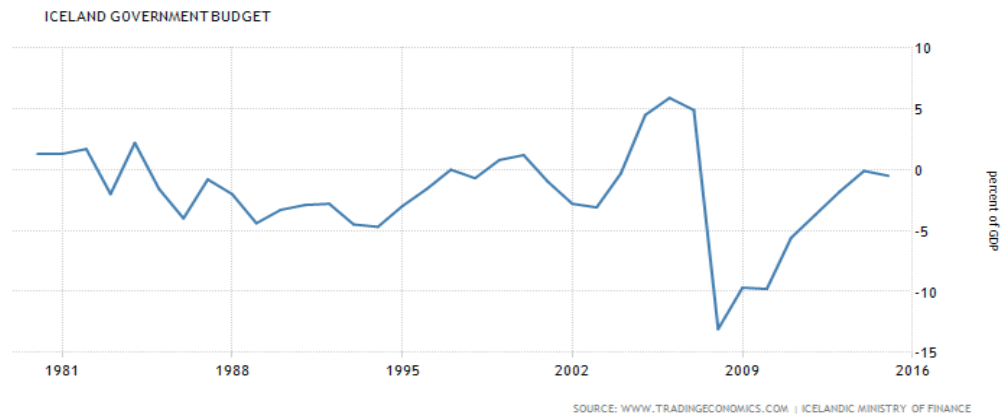
Under vises en oversikt over sentralbankens styringsrente i perioden 1998 – 2016. Frem til 2009 fungerte collateralised lending rate, eller utlån fra sentralbanken, som styringsrente. Etter 2008 har andre renter blitt brukt, med det formål å til en hver tid benytte seg av de rentene som har sterkest virkning på kortsiktige markedsrenter. Man kan se at sentralbankens rentesetting har holdt et svingende mønster, med en dramatisk økning i 2008, som var en direkte konsekvens av sterk inflasjon.



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL BANK OF ICELAND

Figur 1.6 Statsbudsjett

I grafen under vises det islandske statsbudsjettet. Man ser at man i perioden 2001 til 2004 hadde et budsjettunderskudd, som vil si at statens samlede utgifter overgår inntektene. Vi vil senere i oppgaven komme tilbake til hvorfor dette oppsto. Samtidig ser man større underskudd i årene etter 2007, som ikke enda er klart å bli snudd til et overskudd. Historisk sett ser man likevel at budsjettunderskudd har vært et vanlig fenomen på Island.



Figur 1.7 Lønnsvekst

Lønnsveksten henger tett sammen med arbeidsledigheten, og i høykonjunkturer hvor arbeidsledigheten er lav vil typisk lønnsveksten være positiv. Ditto negativt i en lavkonjunktur. Fra grafen ser man at reallønnsveksten i stor grad samsvarer med de økonomiske syklusene Island har gjennomgått de siste to tiårene.



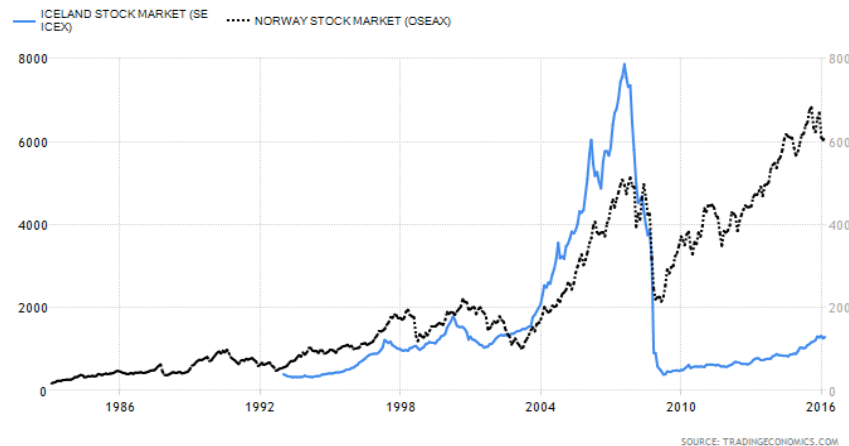
Figur 1.8 Den Islandske kroná

Grafen viser hvor mye en US dollar koster i islandske kroner. Kronekursen er den inverse verdien av valutakursen, og beveger seg derfor motsatt av hva valutakursen gjør. Som man ser styrket kroná seg jevnt i perioden 2006 – 2008, med en påfølgende sterk svekkelse i 2008. Man har ikke sett en innhenting her, og det stilles spørsmål om hvorvidt man vil se pre-finanskriser verdier igjen, noe som i og for seg vil være positivt for Islands eksportnæring.



Figur 1.9 Den Islandske og norske hovedindeksen

Denne grafen er i stor grad selvforklarende, og viser den islandske hovedindeksen, sammenlignet med den norske fra 1986 -2016. Ekstremveksten man ser fra 2004-2007 bygger opp under antakelser om at den islandske boblen i stor grad var drevet av spekulasjon. Særlig med tanke på total kollapsen man så i etterkant. Dette vil vi dog komme nærmere inn videre i oppgaven.



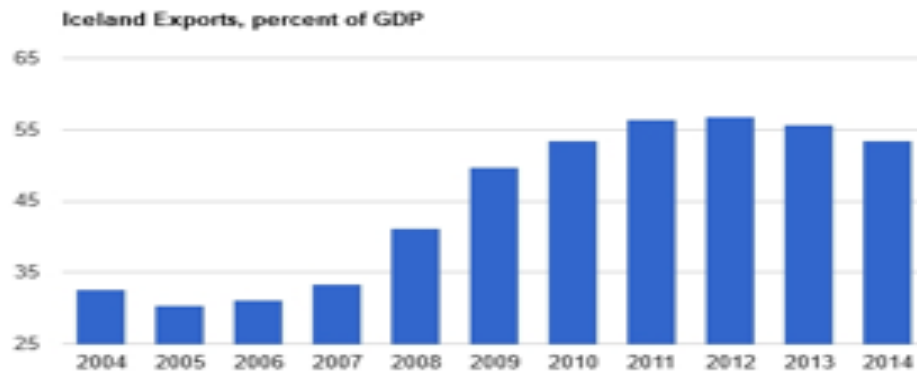
Figur 1.10 Eiendomspris-indeks

Eiendomspriser, i likhet med aksjepriser, er typiske eksempler på såkalte bobleindikatorer. Hvorav aksjeprisene hadde en spektakulær reise, var ikke utviklingen i boligprisene like ekstrem. Man ser like fullt en økning fra 2004-2008 på ca.80%. Som man ser var det en nedgang i boligpriser etter 2008, men langt fra noen total kollaps.



Figur 1.11 Eksport som andel av BNP

Figuren under illustrerer godt hvor avhengig eksportnæringen er av endringer i valutakursen. Den voldsomme økningen i forholdstallet i 2008, skyldtes ikke en brå økning i eksport, men at verdien av eksporten økte som følge av en sterkt svekket kronkurs.



Source: TheGlobalEconomy.com, The World Bank

Del 2

Boom årene

Hyman P. Minskys teori om Finansiell Ustabilitet

Minsky fikk mye oppmerksomhet under kredittkrisen og resesjonen av 2008, da hans fremstilling av de fem fasene av en boble ble relevant for å beskrive ustabiliteten verdensøkonomien sto overfor. Charles B. Kindleberger viderearbeidet Minskys modell, noe som resulterte i boken *Manias, Panics and Crashes*. Vi tar utgangspunkt i modellen Minsky først introduserte, med bakgrunn i at den i stor grad er dekkende for hensikten med vår oppgave, som er å analysere krisen og prøve å plassere de ulike hendelser som fant sted i ulike faser. Kindlebergers utvidede faser tjener ikke denne oppgavens formål, da fokuset der ligger mer på hvordan man kan unngå at en overoppheting i økonomien skal bryte ut i en krise. Like fullt vil vi ta med Kindlebergers betraktninger, herunder relevanskritikk mot modellen til Minsky.

Minsky identifiserte fem steg som kunne belyse hva som skjedde før og under en oppbygging av en boble, samt hvordan utfallet av boblen resulterer i ustabile økonomier. I vår oppgave har vi valgt å begrense antall faser til 4, da vi opplever at noen av de opprinnelige fasene glir inn i hverandre, og at 4 faser gir et mer klart overblikk. Vi benytter videre fasene til å overfladisk belyse oppbyggingen av boblen på Island.

Fasene fremstilles som følgende:

Displacement

Denne fasen innebærer at man opplever et positivt eksogent makroøkonomisk sjokk i økonomien. Det kan også forekomme at man får høy oppslutning rundt et nytt paradigme, eksempelvis ny teknologi. Dette kan for eksempel skyldes historisk lave renter, som la noe av grunnlaget for boligboblen i USA - eller entusiasmen rundt internett rundt århundreskiftet, som medførte dot-com-boblen. Med økt profitt som motivasjon vil mange velge å investere i det aktuelle markedet, og man opplever en gryende optimisme rundt fremtidig profitt (Grytten, 2008).

Overtrading / Monetary Expansion

Som følge av økt investering i finansielle aktiva eller varer, vil man oppleve at prisene stiger, ettersom etterspørsel på et tidspunkt vil overgå tilbud. Flere deltakere kommer inn i markedet på grunn av økt oppmerksomhet og mediedekning. Investorene handler ikke lenger rasjonelt, og man ser en klar økning i spekulasjon. Videre medfører dette at markedsprisene overgår de fundamentale verdiene, og man har en positiv boble. Man er villig til å betale høyere priser, kun motivert av en forventning om at prisene vil fortsette å stige.

Dette medfører økt penge- og kredittetterspørsel. I denne fasen blir bankene mer utlånsvillige, som til sist kan medføre en økning i pengemengden. Dette er en selvforsterkende prosess, og økt pengemengde og likviditet vil igjen kunne øke etterspørselen etter varer og finansielle aktiva. På grunn av optimisme kan aktører bli fristet til å ta opp lån for å investere videre. (Grytten, 2008)

Revulsion / Profit Taking

I denne fasen vil smarte investorer observere faresignalene, og ønske å trekke seg ut av markedet for å sikre profitt. Usikkerhet og pessimisme sprer seg og medfører at flere ønsker å likvidere sine investeringer, og prisene vil etter hvert synke. Dette medfører svekket likviditet i markedet, økte renter, og at bankene blir mer tilbakeholdne med sine utlån. (Grytten, 2008). Aktører med lån blir mer risikoaverse, ettersom lånekostnadene stiger.

Discredit

Prisene går ned like fort som de steg, og en ønsker å likvidere ens eiendeler til enhver pris. Prisene fortsetter å synke som følge av at tilbudet dramatisk overgår etterspørselen. Dette resulterer i store tap for både store og små aktører, og den tidligere positive boblen har blitt negativ da markedsprisene er betydelig lavere enn de fundamentale verdiene. Vi har en økonomisk krise. (Grytten, 2008)

Island

Liberaliseringen av finanssystemet og privatiseringen av bankene på Island, som foregikk fra 90-årene til 2003, ga grobunn til et positivt eksogent makroøkonomisk sjokk. Noen av årsakene til at man opplevde stor vekst og oppslutning rundt Island som en ”finansmetropol” var blant annet troen på deres banksystem som svært sikkert, på bakgrunn av god kredittrating og lav nasjonal gjeld. Svært høye renter, som fremkommer av figur 1.6, sammenlignet med resten av verden, skadet heller ikke. (Verdensbanken, 2016)

Islandske Krona ble stadig dyrere grunnet høy etterspørsel, da man forespeilet høy avkastning på Islandske verdipapirer. Ytterligere tilstrømming av kapital til Island var et resultat av vellykkede islandske investeringer i utlandet. (Aliber, 2015). Disse hendelsene kan enkelt plasseres i fasen Displacement.

Med tanke på fasene Overtrading og Monetary Expansion finner vi følgende: Islandske investeringer i innland og utland, samt salg av finansielle instrumenter og lånopptak i utlandet, medførte høy avkastning. Dette resulterte i økt utstedelse av lån til privatpersoner og firma på Island, høyere konsum, og ytterligere høy etterspørsel etter islandske krona. Bankene opptok gjerne nye lån for å finansiere rentekostnadene på gamle lån. Denne finansieringsmåten var sentral for at bankene klarte å oppnå størrelsene de gjorde, og vi vil under avsnittet om markedsfinansiering senere i oppgaven beskrive hvorfor dette var problematisk.

Prisen på krona økte i takt med at valutaen ble stadig mer ettertraktet. Videre innebar større tilgang på billige lån at ytterligere aktører kjøpte islandske aksjer. Aksjeprisene økte med rundt 65 – 70 % per år, og da islandske banker eide en stor andel av disse, økte også deres kapital betraktelig. (Aliber, 2015).

På grunn av blant annet økt innstramming av lånutstedelse i internasjonale finansielle markeder rundt 2007, ble man brått klar over at de islandske bankene ville ha store problemer med å betale tilbake på sine lån. Sett sammen med størrelsen på bankene i forhold til Islands økonomi som en helhet, førte dette til at aktørene med størst risikoaversjon trakk seg ut. På Island så man derimot ikke at såkalte ”smarte investorer” (se side. 27) trakk ut pengene sine før pilene hadde begynt å peke nedover. Dette passer godt med Minskys faser Revulsion / Profit Taking.

Den siste fasen er Discredit. Da Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008, forsvant de islandske bankenes lånemuligheter i internasjonale markeder. Aksjeprisene falt med 90 % (figur 1.9), og verdien på islandske Krona ble svekket med 50 % (figur 1.8). Bankene var så nedsunket i gjeld at de sto uten mulighet til å betjene rentekostnadene de hadde opparbeidet seg i utenlandske banker (Aliber, 2015). I tillegg var en redningsaksjon mer eller mindre umulig, på grunn av den islandske sentralbankens manglende valutareserver.

Da islandske banker ikke lenger hadde mulighet til å betjene sine lån kollapset banksystemet, og bankene ble overtatt av de islandske myndighetene. Mannen i gata, var i stor grad tunget av lån i utenlandsk valuta selv, uten noen form for inntekt i den aktuelle valutaen. (Yale, 2009). Da den islandske krona brått svekket seg hadde de ingen mulighet til å betale ned på lånene. De satt i stor grad igjen med lån de ikke kunne betjene, samt aksjer som var blitt praktisk talt verdiløse.

Betraktninger rundt modellen

Det er primært tre forskjellige kritikker som gjentatt blir rettet mot Minsky sin modell. Vi trekker disse fra boken *Manias, Panics and Crashes* av Aliber og Kindleberger. De to første kritikkene er rettet mot den generelle relevansen til modellen. For det første kan man argumentere for at modellen er utdatert ettersom den økonomiske verden har endret seg strukturelt og i natur etter den ble introdusert på 70-tallet. For det andre observerer man at alle finansielle kriser er unike, og at det derfor er lite hensiktsmessig å skulle få dem til å passe inn i en enkelt modell.

Ved å anvende modellen i sammenheng med bankkrisen på Island, ser vi at den i stor grad er relevant og forklarende for hvordan finansiell ubalanse vokste frem ved bobledannelse og et medfølgende krakk i 2008. Selv om krisen er nylig opplever vi at modellen ikke fremstår som utdatert, men heller generell og universell. Vi mener at forløpet til krisen på Island fremkommer som forholdsvis observerbart, og at vi enkelt kan plassere utviklingen i de ulike fasene. Vi har likevel valgt å sette sammen fasene overtrading og monetary expansion, da disse flyter noe over i hverandre. Det at modellen deler de ulike hendelsene inn i faser og trinn er en klar fordel med tanke på å sette en bobledannelse i et rammeverk. Samtidig byr det på utfordringer at mange av hendelsene i stor grad skjer glidende, og det er ikke alltid like klare skiller mellom fasene som de fremkommer i modellen.

Den tredje kritikken handler om at bobledannelse i aktivamarkeder er høyst usannsynlig, da man argumenterer for at markedspriser alltid vil reflektere fundamentale priser. Man mener at skarpe endringer og fall i prisene er et resultat av forutsetningene endres av ny politikk fra myndighetene eller sentralbanken.

Den globale finanskrisen av 2008, som Island var en del av, viser klart at teoriene om perfekte kapitalmarkeder ikke holder i praksis. Dette argumentet virker lite holdbart med tanke på informasjonen vi sitter på i dag, og vi vil komme tilbake til dette i delen som omhandler atferdsøkonomi.

En klar fordel med modellen er at den uttrykkes i skriftlig form i stedet for matematisk, noe som i større grad tillater bruk av modellen uten at en trenger å

ta forutsetninger. Forutsetningene man tar i visse matematiske økonomiske modeller er i flere tilfeller ikke realistiske, noe som innebærer at man ikke kan benytte modellen for forklare krisen i det hele tatt. Modeller basert på ord kan i større grad ta hensyn til komplekse problemstillinger, som rasjonalitet og usikkerhet. Dette er fordelaktig med tanke på den islandske bankkrisen, ettersom den i stor grad var tuftet på spekulasjon og irrasjonell atferd (BBC News, 2016) Minsky sin modell er her brukbar, men fasen beskrevet som revulsion/profit taking gir et noe forenklet bilde av virkeligheten, som vi håper å kunne belyse ytterligere i delen som omhandler atferdsøkonomi.

Markedsfinansiering

Som alle andre foretak, er banker avhengige av finansiering. En typisk bank vil normalt ha finansiering bestående av egenkapital, innenlandske innskudd og markedsfinansiering, hvorav de to sistnevnte utgjør de viktigste.

Markedsfinansiering er en samlebetegnelse for flere finansieringsformer, men utgjør primært innlån fra penge- og kapitalmarkedene. Eksempler på dette er interbanklån, sertifikatlån, obligasjonslån og lån i sentralbanker.

Før privatiseringen av Islands banker og innmeldingen i EØS og EFTA, var bankenes hovedoppgave å formidle kreditt til landets innbyggere og bedrifter, og var i stor grad finansiert ved innskudd fra kunder. Privatiseringen, sammen med tilgang til europeiske kapitalmarkeder med tilhørende reguleringer, la til rette for at de islandske bankene kunne benytte seg av de samme finansieringskildene som andre europeiske banker. Noe de gjorde til gangs.

Med de islandske bankenes vekstambisjoner var innlån fra penge- og kapitalmarkedene uunngåelig. Innskudd regnes som den sikreste, mest stabile, og tradisjonelt sett billigste formen for finansiering, men i årene før finanskrisen brøt ut var finansiering i europeiske og amerikanske kapitalmarkeder ikke bare lett tilgjengelig, men også relativt billig.

Problemet med markedsfinansiering er at det gjør bankene mer sårbare og utsatt for likviditetsproblemer, da kapitalmarkedene kan bryte sammen fort. Dette var tilfelle i høsten av 2007. I tillegg er det et risikomoment at bankene ofte henter finansiering fra mange ulike kilder med forskjellig løpetid (Norges Bank, 2015).

I tabellen under fremkommer det at de islandske bankene i perioden mellom 2000 – 2008 i snitt hadde utlån på opptil drøye tre ganger innskudd i banken (OECD, 2013). Da balansen må balansere, illustrer dette på en god måte hvor

stor andel av bankenes finansiering, innlån i kapital- og pengemarkedene utgjorde.

Table 3. Domestic Money Banks' loan-to-deposit ratios¹

| | Loans ¹ | Deposits ² | Ratio |
|----------------|--------------------|-----------------------|-------|
| 2003 | 918.6 | 474.8 | 1.9 |
| 2004 | 1 314.0 | 539.2 | 2.4 |
| 2005 | 2 202.8 | 699.1 | 3.2 |
| 2006 | 3 224.2 | 1 139.3 | 2.8 |
| 2007 | 5 140.5 | 2 515.1 | 2.0 |
| 2008-September | 8 168.4 | 3 123.3 | 2.6 |

1. End of year unless otherwise specified.

2. Billions of ISK.

Source: Central Bank of Iceland; OECD calculations.

Selv i internasjonal standard er disse tallene svært høye. Forholdstallet for HSBC, Europas største bank, har til sammenligning vært på mellom 0.84 og 1.0 de siste årene (OECD 2013).

Fra tabellen kan man se at forholdstallet etter 2006 sank noe, men dette kom ikke fra en plutselig økning i islandske innskudd.

Icesave og Edge

I 2006 hadde de islandske bankene lenge benyttet seg av ulike kilder til markedsfinansiering. Dette for å finansiere sin voldsomme ekspansjon med flere oppkjøp og etableringer i Europa. Nå endret man fokuset til utenlandske innskytere, og med Landsbanki sin "Internettbank" Icesave, sørget de for å øke andelen sin av depositum og endre finansieringsstrukturen. Selv om Icesave var størst i volum, opprettet også Kaupthing sin egen variant, kalt Edge.

Icesave var en ren depositumsbank som tilbydde kunder, fortrinnsvis i Storbritannia og Nederland, å gjøre innskudd til en markedsledende rente. Banken ble fort populær, og hadde på det meste 6,5 milliarder pund under forvaltning (Jännäri, 2009).

I løpet av 2007 lyktes dermed Landsbanki i å endre sin finansieringsstruktur, og trakk i årsrapporten for 2007 frem hvordan dette skulle skille dem fra konkurrentene. I slutten av året rapporterte de å ha 70% av sine utlån dekket av

innskudd. (Landsbanki, 2007) Ut fra tabellen ovenfor ser man at Landsbanki hadde et mye lavere forholdstall enn snittet, og de var det selskapet som satset hardest på utenlandsk depositumsfinansiering. Senere i oppgaven vil vi komme tilbake til hvilke følger dette fikk.

Problemet med markedsfinansieringen

Den store andelen av markedsfinansiering var ikke alene nok til å velte de islandske bankene, langt der i fra. Problemet var todelt. På den ene siden gjorde gjeldsfinansieringen de risikable investeringene til bankene enda mer risikable. Bankene drev med høy giring, og giring er som et tveegget sverd. Om man investerer 10 millioner i eiendom med 2 millioner i egenkapital og 8 millioner i gjeld, vil man med en prisøkning på eiendommen på 20% øke egenkapitalen med 100%. Om derimot prisene skulle gå ned 20% vil man i realiteten være konkurs. Giring fungerer i oppgangstider, noe man kan se ut i fra bankenes superprofitt på tidlig 2000-tallet, men i nedgangstider vil det kunne få katastrofale følger.

På den andre siden var strukturen i finansieringen mildt sagt sårbar. En av de islandske bankenes kilder til finansiering var sentralbanken i Luxembourg. Også denne form for markedsfinansiering er vanlig, men de islandske bankene lånte i relativt store mengder, med tvilsom sikkerhet. Dette bekymret blant annet den europeiske sentralbanken (Jännäri, 2009). Sikkerheten bankene stilte var i stor grad såkalte "kjærlighetsbrev", i form av pengekrav hos andre Islandske banker.

Avhengigheten av finansiering utenfra var på mange måter startskuddet for bankenes fall. Da Lehman kollapset i 2008, var det ikke innlysende at dette skulle påvirke de islandske bankene, da de i liten grad var involvert i Lehman og Subprime lån. Det som derimot ble problematisk var at Lehmans fall sendte sjokkbølger ut i kapitalmarkedene. De Islandske bankene slet allerede med lav kredibilitet, og det ble vanskeligere for bankene å fortsette lånepraksisen sin. I 2008 gjorde dette at Glitnir ikke klarte å møte låneforpliktelsene sine. Glitnirs forespørsel om et lån fra Sentralbanken ble avslått, og selskapet ble overtatt av de Islandske myndighetene. Denne beslutningen sendte islandske bankers

kredibilitet videre ned. Landsbanki, som ble truffet hardest, hadde store mengder Glitnir aksjer som sikkerhet for sine lån. Samtidig tok Icesave-kunder over en kort tidsperiode ut over 500 millioner pund fra sine depositumskontoer. Dette kommer vi tilbake til senere. Hovedpoenget er at bankenes enorme lånefinansiering hadde muliggjort at de ble store - veldig store.

”Too big to fail” problematikk

Begrepet ”too big to fail” innebærer at en institusjon har blitt så stor og så innviklet i økonomien som en helhet, at en forutsetter at myndighetene eller sentralbanken vil opptre som medhjelpere for å få den på beina igjen dersom den skulle være i fare for å gå konkurs. Dette gjøres for å unngå konsekvensene av en kollaps, som vil kunne spre seg til resten av det økonomiske system (Bernanke, 2011) En institusjon av denne størrelsen er med andre ord systemviktig, og en sammenbrudd av den vil kunne medføre finansiell ubalanse i det økonomiske system som helhet.

For å illustrere hva som menes med ”systemviktig”, inkluderer vi det norske finansdepartements krav for å kunne identifisere en systemviktig finansinstitusjon:

”Finansinstitusjoner som oppfyller minst ett av følgende kriterier, skal anses som systemviktige:

- a. Finansinstitusjoner som ved utgangen av det foregående år hadde forvaltningskapital som utgjorde mer enn 10 prosent av Fastlands-Norges BNP,
- b. Finansinstitusjoner som ved utgangen av foregående år hadde utlån til publikum i Norge som utgjorde mer enn 5 prosent av samlede utlån til publikum i Norge.”

Utover dette finnes det mer generelle kriterier, som uttrykker at ”institusjoner kan også anses som systemviktige på grunnlag av blant annet deres størrelse, omfang av virksomhet i Norge og i andre land, kompleksitet, rolle i den finansielle infrastrukturen og i hvilken grad institusjonene er sammenvevet med resten av det finansielle systemet” (Finansdepartementet, 2014)

Disse kriteriene henvender seg selvsagt til norske institusjoner, men gir en god pekepinn på hvilke faktorer man skal lete etter for å kunne identifisere en systemviktig finansinstitusjon. Det er altså viktig å merke seg institusjoner med store forvaltningskapitaler i forhold til landets BNP, og som opptrer som kreditor for en stor del av landets innbyggere, og som dermed har stor innflytelse over samfunnet.

På randen av kollaps: Redningsaksjon eller ”la det skure”?

Hvorvidt store og systemviktige institusjoner skal bli reddet av myndighetene ved en eventuell konkurs er et kontroversielt tema. På en side argumenterer man for at systemviktige institusjoner skal reddes for å unngå at konsekvensene av konkursen skal slå ut i andre deler i økonomien. Fra motsatt hold mener man at ”too big to fail”-holdningen er ødeleggende fra et moralsk standpunkt og oppfordrer til opportunistisk atferd. I tillegg har man sett at myndighetenes intervensjoner i seg selv medfører store finansielle og realøkonomiske kostnader.

Den moralske faren ved holdningen at en finansiell institusjon er ”too-big-to-fail” er blant annet at det kan oppfordre til at systemisk viktige institusjoner påtar seg mer risiko enn optimalt i håp om høyere avkastning, og om at myndighetene vil bære en eventuell kostnad av tap. På annen side kan investorene opptre i den tro at også deres tap vil dekkes av myndighetene, og deres insentiv til å gjøre bevisste og gjennomtenkte trekk svekkes. På Island påpekte bankene selv at de var systemviktige, og dermed var så store at de hadde myndighetenes støtte, og benyttet dette til å oppnå god kredittvurdering (Yale, 2009) Dette medførte at de ble ansett som trygge låntakere, noe som ga grobunn for vekst utenfor det som var økonomisk bærekraftig, og som økte kostnadene ved krisen.

For å understreke kostnadene det innebærer å ”redde” banker fra kollaps, har vi hentet inn et eksempel fra riksrevisjonen i Storbritannia, det britiske ”National Audit Office”. I 2010 konkluderte de med at ”støtten til bankene har falt fra sitt toppnivå på 955 milliarder pund til 512 milliarder pund på tidspunktet 1. Desember 2010.” Videre forventet de at skattebetalerne ville måtte fortsette å

betale for dette i flere år fremover. Dette understreker de enorme kostnadene en redningsaksjon medfører, kostnader som i stor grad tilfaller skattebetalerne (NAO, 2010). Kostnadene ved alternativet – å la finansinstitusjoner feile - fremkommer av det neste avsnittet.

Hva skjer når systemviktige banker kolliderer?

Før sammenbruddet av de Islandske bankene, var deres størrelse på opp i mot 10 ganger størrelsen av Islands BNP (Worldfinance, 2012). I kjølvannet av finanssystemets kollaps i 2008, ble derfor følgene for Island som nasjon dramatiske.

Konsekvensene man ønsker å unngå ved å redde bankene kom tydelig til syne da Islands tre største banker gikk konkurs i 2008. Etter kun få dager opplevde man at den islandske valutaen kollapset. Aksjemarkedet falt med rundt 95% (se figur 1.11), og rentene måtte settes kraftig opp for å håndtere kraftig voksende inflasjon. Denne linken er viktig og notere seg. For valutakursen, som ble direkte påvirket av bankenes kollaps, kan også tenkes å ha hatt en direkte effekt på inflasjonsveksten man opplevde. Disse effektene, som er grafisk fremstilt i figurene innledningsvis, hadde en enorm realøkonomisk virkning, og disse vil vi komme tilbake til i del 3 av oppgaven.

Hvordan minske risikoen systemviktige finansinstitusjoner utgjør for øvrig finansiell stabilitet.

Etter finanskrisen av 2008 så man at det måtte nye strategier og reguleringer til for å styrke robustheten til økonomien som en helhet. En så viktigheten av at store og komplekse finansinstitusjoner opptrådte uaktsomt, og tok på seg mer risiko enn de kunne tåle. En illusjon om at man er ”too big to fail” skal ikke skape en falsk trygghetsfølelse som resulterer i opportunisme og ansvarsfraskrivelse. Samtidig ble kostnadene av myndighetenes redningsaksjoner svært store, og man ønsket på bakgrunn av dette å sette i gang nye forebyggende tiltak.

Som i mange andre land, har en også i Norge tatt visse reguleringer av store institusjoner i bruk for å opprettholde finansiell stabilitet. De banker som oppfyller en eller begge kriteriene for å klassifiseres som en systemviktig finansinstitusjon som nevnt overfor, vil bli utpekt av finansdepartementet, og må oppfylle et særskilt kapitalbufferkrav, altså har de et høyere krav til kjernekapital enn andre banker. Dette gjør dem mer motstandsdyktige i nedgangstider, noe som igjen vil gjøre økonomien som en helhet mer robust.

Et forslag til en løsning har også vært å dele de store institusjonene inn i mindre bestanddeler, og å separere tradisjonelle sparebanker fra banker hvis aktiviteter i større grad eksponerer dem for risiko. Videre lærdommer presenteres også avslutningsvis i oppgaven.

Kan boblen ha blitt forsterket av irrasjonell atferd?

”At one point, Iceland was importing more Range Rovers than the rest of Scandinavia, which is 100 times as large a market.”

– Jonathan T. F. Weisberg, 2009

Som vi til nå har gjennomgått i oppgaven var omstendighetene som tillot den islandske kollapsen mange. Billig og lett tilgjengelig kapital, manglende tilsyn, hasardiøse ekspansjonsplaner og subprimetriggeren blir gjerne trukket frem som hovedingrediensene. Spørsmålet vårt er om også irrasjonell menneskelig atferd har noen forklaringskraft? For å prøve å svare på dette har vi valgt å benytte oss av atferdsmodellen til LSE professor, Paul De Grauwe.

Av hensyn til oppgavens omfang, og begrenset forskningsmateriale innenfor atferdsøkonomi vil vi ikke gjennomgå modellen i detalj. I denne omgang vil vi forholde oss til de generelle funn De Grauwe har gjort, og prøve å forklare hvordan irrasjonell menneskelig atferd kan ha hatt en effekt i bobledannelser på Island. Det presiseres at dette vil være indisier, men vi mener at en oppgave skrevet i 2016 bør inneholde denne form for teorier.

Først og fremst fremhever De Grauwe at finansmarkedene er så komplekse, at man ikke kan forvente at alle agenter innehar kompetanse og informasjon til å treffe rasjonelle beslutninger basert på fakta. Samtidig har bjellessauinvestorer stor innflytelse. Fra hypotesen om effisiente markeder ligger det en antakelse om at en utvikling i aksjemarkedet som kommer fra overdreven optimisme, vil bli stagget av ”smarte penger” (Mishkin, 2013). Med smarte penger, menes investorer som regnes som velinformerte og erfarne. Ved en irrasjonell utvikling i aksjemarkedet vil disse fra hypotesen gå i short posisjoner. En shortposisjon, eller shortsalg, innebærer at man låner en aksje av en aksjonær for å umiddelbart selge denne i markedet. Aksjen må tilbakeleveres til aksjonæren på et forhåndsavtalt tidspunkt, til gjeldende markedspris. Bak et slikt kjøp hviler en forventning om at aksjen er overpriset og man får profitte ved at aksjekursen synker.

Psykologiske studier, viser derimot at risikoaversjon råder i finansmarkedene. Mennesker er mer ulykkelige når de taper penger, enn de er lykkelige når de tjener penger. Dette kan forklare hvorfor shortposisjoner er i et mindretall sammenlignet med long posisjoner. Hvis aksjekursen skulle stige, vil investoren være utsatt for et tap som potensielt kan overstige den opprinnelige investeringen. Videre har psykologistudier funnet at mange investorer har overdreven tro på egne ferdigheter (Mishkin, 2013). De antar at hypotesen om effisiente markeder ikke holder, og handler på egne overbevisninger fremfor rene fakta. Disse to fenomenene kan gi en forklaring på bobler i aksjemarkedet.

Ved overdreven optimisme og ”sosial smitte” vil investorer ubevisst piske opp markedet. Ved en oppgang i aksjepriser vil investorer tillegge dette sin egen intelligens, og snakke opp aksjemarkedet. En varm jungeltelegraf og medievinling kan skape et miljø hvor enda flere investorer, gjerne uerfarne, handler på bakgrunn av en tro på økte aksjepriser fremfor fakta. Det er dette som i modellen kan karakteriseres som irrasjonelle beslutninger. Resultatet er en loop hvor priser fortsetter å stige, i en spekulativ boble, helt til prisene er for langt fra fundamentale verdier og boblen sprekker. (Mishkin 2013)

Det er også denne antakelsen som har gjort at atferdsøkonomiteorier har fått mer fotfeste etter Subprimekrisen. Hvorav ny keynesianske makromodeller forklarer ”boom og bust” sykler utelukkende med eksogene sjokk, forklarer De Grauwes modell de samme svingningene, omtalt som optimistiske / pessimistiske ”animal spirits”, endogent.

I figur 1.9 vises den islandske hovedindeksen fra 1996 til 2016, og for sammenligningens skyld har vi inkludert den norske hovedindeksens utvikling i samme tidsperiode. Trenden var stort sett den samme i USA og flere andre europeiske land. Man så en voldsom økning i aksjepriser forut for 2007, med en påfølgende kollaps da krisen startet. Modellen til De Grauwe antyder at den amerikanske Subprimekrisen i 2007-8 inntraff som følge av en sterkt overdrevet optimisme i årene før. (De Grauwe, 2012). For enkelthetens skyld vil vi anta at også utviklingen i islandske aksjepriser var drevet av irrasjonell menneskelig atferd.

Dette er en grov overforenkling av situasjonen, men det er i denne omgang ikke så viktig. Vi ønsker som sagt å se på hvordan en overdreven optimisme kan ha bidratt til å forsterke den islandske krisen, og da er det nok å anta at kun deler av veksten i aksjepriser ikke forklares av vekst i underliggende verdier, noe man må sies å kunne ha belegg for med tanke på at den islandske hovedindeksen steg over 400%(!) Fra 2004 til 2007, med en påfølgende total kollaps. For sammenlignings skyld økte nominelt BNP i den samme perioden med henholdsvis 8.2, 6.0, 4.2 og 9.5,% (Se figur 1.2).

I første omgang konsentrerer vi oss om den aggregerte etterspørselseffekten av endringer i aksjepriser, og støtter oss fortsatt til De Grauwes litteratur. Den første mekanismen er en formueseffekt. Når aksjepriser stiger, øker konsumenters formue, noe som igjen bidrar til økt konsum. Den andre mekanismen ble gjort populær av Bernanke og Gertler (1995), og er konseptet om en finansiell akselerator. Kort oppsummert fungerer det på følgende måte: Når et selskap ønsker å låne penger, eksempelvis hos en bank, vil foretaket, så fremt banken ikke er fullt informert om risiko knyttet til foretakets investeringer, måtte betale en risikopremie. Jo høyere den antatte risikoen er, jo høyere vil denne risikopremien være.

En økning i foretakets aksjepris, vil medføre en økning i verdien av foretakets egenkapital. Bankene vil da oppfatte at risikoen er lavere og risikopremien reduseres. Følgelig vil kapital bli mer tilgjengelig for selskapet, og stimulerer investeringsetterspørsel (Grauwe, 2012).

La oss nå gå tilbake til spørsmålet vårt. Hva hvis økningen i aksjeprisene ikke kommer som følge av en økning i underliggende verdier, men som et resultat av overdreven optimisme? Resultatet er at verdien av selskapets egenkapital vil være ”oppblåst”, og banken vil ha høyere risiko i utlånene sine enn oppfattet.

Samtidig vil man kunne anta at selskaper med lett tilgjengelig og billig kapital vil velge å investere mer, noe som gir høyere behov for arbeidskraft og lavere arbeidsledighet. Kombinert med den forannevnte formues effekten kan dette i sin tur legge press på andre aktivapriser, eksempelvis eiendom.

Eiendomsprisene på Island opplevde en voldsom økning, selv om den må sies å

være moderat sammenlignet med aksjeprisene. Like fullt var dette også en boble som sprakk i 2008.

Man skal dog ikke overvurdere den sistnevnte effekten. I samme periode var det flere andre faktorer som påvirket trykket i den innenlandske økonomien. Deriblant lave renter og en ekspansiv finanspolitikk (Se figur 1.3). Videre ble også flere store aluminiumsprosjekt satt i gang, og det var høy lønnsvekst kombinert med reduksjon i både direkte og indirekte skatt (Jännäri, 2009). Dette kommer vi mer tilbake til i neste del.

Myndighetenes rolle i boom-årene

” None of us realised at the time that there was something fishy within the banking system itself, as now appears to have been the case.” – Geir Haarde, 2012

Noe av den største kritikken i kjølvannet av den islandske krisen har rettet seg mot tilsynet av bankene. Oppgaven med å kontrollere og regulere bankene var ingen takknemlig oppgave. Politikerne på Island var optimistiske med tanke på bankenes vekst, og fremhevet de som en av økonomiens viktigste byggesteiner. Kritikere talte stort sett for døve øre, frem til det var for sent. (Jännäri, 2009)

Ansvar for å sikre finansiell stabilitet kan grovt sett deles inn i regjering og storting, som står for lovgivning og den islandske sentralbanken, som operer relativt fritt innenfor den lovfestede inflasjonsmålstyringen. I tillegg har man det islandske finanstillsynet, FME, som i 1999 ble opprettet for å være et uavhengig organ med hovedansvar for tilsyn og kontrollering av bankene. Sistnevnte har gjerne blitt trukket frem som en syndebukk, men vi vil under gjennomgå alle de tre instansenes rolle før krisen inntraff. Først ut er FME.

Finanstillsynet, FME

Med ansvar for et stort og internasjonalt rettet banksystem, er det i ettertid klart at FME var for få i antall og manglet de nødvendige kvalifikasjonene for å kontrollere bankene på en tilfredsstillende måte.

Fra Islands tid som en innenlandsk økonomi hadde det ikke vært behov for et større finanstillsyn, men etter hvert som bankene vokste, klarte ikke finanstillsynet å vokse i samme takt. Turnover-andelen var høy, og overgikk 25% i 2006. (Jännäri, 2009). Dette kom som en direkte konsekvens av at bankene tilbydde høyere lønninger, og tiltrakk seg de fremste ekspertene. Nyrekruttering ble vanskelig.

Samtidig var ikke FME bygd for å overvåke et så stort finanssystem. Den teknologiske infrastrukturen var dårlig, og utarbeidelsen av et nytt IT system

tilpasset rapportering og analyse, drøyde så lenge som til 2008, også dette med bakgrunn i manglende kompetanse. (Jännäri, 2009)

Et kuriosum er at FMEs regler for vurdering av egnethet hos direktører i finansforetak både er mer omfattende og strenge enn i mange andre land. Disse reglene ble dog ikke innført før i 2005. Dette gjorde at kun en av sjefene i de tre store bankene gjennomgikk denne vurderingen, da de andre hadde vært ansatt fra før 2005. Man har heller ikke sett tilsvarende krav til styremedlemmer. (Jännäri, 2009)

Sedlabanki

Sentralbankenes hovedoppgave

Den islandske sentralbankens hovedmål er som sagt å styre etter et inflasjonsmål, fastsatt av statsministerens kontor. Beslutningen om å innføre et inflasjonsmål ble fattet i mars 2001, omtrent samtidig med Norge.

Inflasjonsmålet er på 2,5% målt ved KPI. Man har dog sett at den øvre toleransegrensen har ligget høyere: I perioden 2001-2002 var den øvre grensen satt 3,5 % høyere til slutten av 2001, og 2% høyere til slutten av 2002 (Sedlabanki, 2016).

Fra figur 1.3 kan man se at inflasjonen har vært veldig volatil de siste ti årene, noe sentralbanken historisk har slitt med lenge. Rentesettingen til sentralbanken, har på mange måter fulgt et like svingende mønster. (Se figur 1.5). Man ser at renten ble holdt relativt lav på tidlig 2000-tallet, før den gradvis steg frem mot 2008. I dette avsnittet vil vi i all hovedsak fokusere på rentene frem til 2008.

Kunne de gjort noe annerledes?

En økt rente fungerer primært gjennom tre kanaler: Etterspørselskanalen, valutakurskanalen og forventningskanalen.

Fra etterspørselskanalen vil en økt styringsrente gi økte markedsrenter, og tendensen er at konsum og investeringer går ned, lønnsveksten avtar, og inflasjonen går ned. I forventningskanalen vil de økte markedsrentene en økt styringsrente medfører gi lavere inflasjonsforventinger, som bidrar til å styrke valutakursen, som igjen fører til lavere importert prisvekst og ditto lavere inflasjon. Samtidig vil de reduserte inflasjonsforventingene normalt gi redusert konsum og investeringer, som videre fører til at lønnsveksten avtar og inflasjonen går ned. For valutakurskanalen gjelder den samme effekten som beskrevet i forventningskanalen.

Fra teorien burde følgelig sentralbankens heving av renten fra og med 2004 ha virket dempende på inflasjon, og fjernet noe av presset i økonomien. Ser man dog på tabellene for henholdsvis inflasjon, boligpriser og hovedindeksen var ikke dette tilfelle. Hvorfor ikke?

En del av forklaringen kan være tidspunkt og dosering. Det virker endog ikke veldig sannsynlig. Renten ble holdt på rundt 6% fra 2003- 2004. Dette var det laveste rentenivået sentralbanken opererte med i årene før 2008. Sammenlignet med eksempelvis USA og andre vestlige land, var styringsrenten på Island relativt høy. Det er også her noe av kjernen i problemet ligger: Det var mye billigere å låne ute.

Med bankene som foregangseksempel ble også flere konsumenter observante på de internasjonale kapitalmarkedene, og man så en omfattende ”renteturisme”. Det var slett ikke uvanlig for islandske innbyggere å finansiere boligen sin med sveitsiske franc eller japanske yen. Når penge -og finansmarkedene i så stor grad er basert på utenlandsk valuta, vil også sentralbankens politikk påvirke en mindre del av det finansielle systemet.

Sentralbankens rentepolitikk var i dette øyemed vanskelig. I tillegg til en ustabil inflasjon, har også den islandske sentralbanken lenge måttet slite med en liten og sårbar valuta. Sentralbankens heving av renten, gjorde at utenlandske investorer trakk til Island. I sin tur bidro dette til å styrke den

islandske kronen ytterligere. For islendingene som hadde et japansk finansiert hus ble lånet de skulle betale tilbake igjen vesentlig billigere.

Et tredje moment som vanskeliggjorde sentralbankens arbeider var Housing Finance Fund, (HFF). HFF er en statseid organisasjon som har sin hovedoppgave i å tilby boliglån til den islandske befolkningen . Målet til HFF er å sikre at alle islendinger skal ha råd til å ha hus, og denne målsetningen kan til tider gå i mot sentralbankens (Jännäri, 2009).

Kombinert med den store andelen lån i utenlandsk valuta på Island, kan dette forklare hvorfor boligprisveksten ikke i særlig grad ble stagget av sentralbankens rentesetting.

Kan man da si at sentralbanken opptrådte på feil måte? Det er vanskelig å si. I motsetning til Alan Greenspan, som fikk kritikk for å holde renten for lav, for lenge, kan ikke det samme sies om Sedlabanki. Sentralbanken hadde vanskelige arbeidsforhold, og inflasjonsmålstyringen står som nevnt i forsetet, selv om man ikke kan si de lyktes nevneverdig med dette. Hvorvidt sentralbanken skal blande seg direkte i utviklingen i aktivapriser, har vi vist at ikke nødvendigvis ville vært så enkelt, samtidig som det er en diskusjon hvorvidt dette i det hele tatt bør være et mål i seg selv.

Kunne Sedlabanki i større grad fulgt en "leaning against the wind" strategi? I begrepet ligger det å forsiktig øke renten over det nivået man anser nødvendig for å sikre prisstabilitet (FT, 2016). Dette kan være et virkemiddel for å stagge eiendoms og aksjepriser.

Fra *Lectures on behavioral macroeconomics* heter det at en slik strategi kan være hensiktsmessig om inflasjonsmålet har en høy grad av troverdighet. Fra Island kan man ikke si at dette i utstrakt grad har vært tilfelle. Det virker også usikkert hvorvidt en enda høyere rente på et tidligere tidspunkt ville utgjort en forskjell på utviklingen i aktivapriser. Vi vil likevel diskutere hvorvidt kombinasjonen av pengepolitikk og finanspolitikk fra tidlig 2000 tall kunne vært ordnet annerledes.

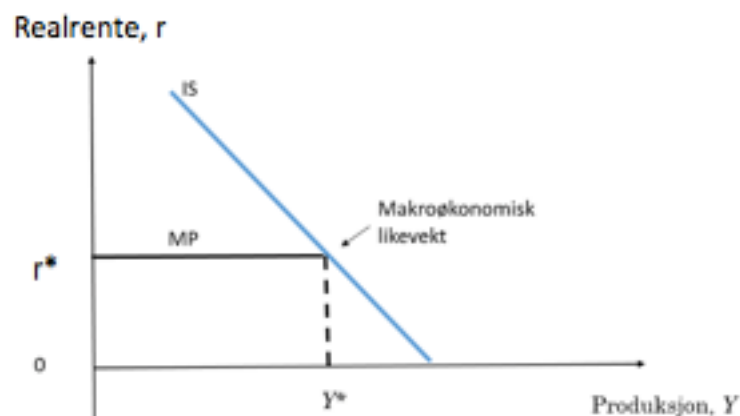
Kombinasjonen av penge- og finanspolitikk

Den islandske blandingen av finans og pengepolitikk har i senere tid blitt trukket frem som sub-optimal (IMF, 2013). Store deler av fokuset lå på pengepolitikken, som ikke i tilstrekkelig grad klarte å stagge aktivapriser og inflasjon. I tillegg hadde finanspolitikken fra 2001-2004 også et ekspansivt preg. Selskapsskatten ble kuttet fra 30% til 18% i løpet av 2001 (Tradingeconomics 2016), samtidig som de offentlige utgiftene som andel av BNP økte (Se figur 1.4). Dette førte igjen til underskudd på statsbudsjettet i hele perioden, en periode hvor det strengt tatt ikke virket nødvendig med slik stimuli i økonomien. Ironisk nok skjøt også inflasjonen fart i 2001, rett etter inflasjonsmålet ble fastsatt. Selv om renten, som tidligere nevnt, relativt til mange andre land var høy, var den likevel ekspansiv fra et islandsk perspektiv.

Effekten av ekspansiv penge- og finanspolitikk kan best beskrives innenfor rammen av en IS-MP modell.

IS-MP modellen er et godt hjelpemiddel for å vise hvordan endret finanspolitikk og eller endret rentenivå påvirker produksjonsnivået i økonomien. Gjennom MP-kurven, fremgår realrenten i økonomien gjennom sentralbankenes nominelle rentesetting. Fra IS kurven ser man hvordan en endring i realrenten påvirker BNP på kort sikt.

IS-MP Modellen



(IS-MP 1) Kilde: okonomiskeblikk.com

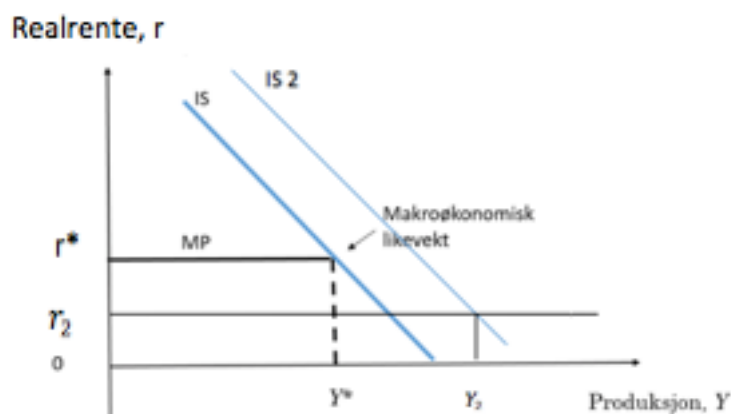
Ovenfor ser man en grafisk fremstilling av modellen i likevekt. r^* uttrykker realrenten som gir et produksjonsgap lik null. Et produksjonsgap lik null tilsvarer en situasjon hvor normalt BNP og BNP er det samme. Et positivt produksjonsgap vil derimot gi uttrykk for at samlet etterspørsel er større enn det som er forenelig med en normal konjunktursituasjon, og BNP overstiger normal BNP. Det er da høykonjunktur, og arbeidsledighetsraten er mindre enn den strukturelle ledighetsraten (Steigum, 2004) Tilsvarende vil et negativt produksjonsgap gi en motsatt effekt.

Modellen i sin likevekt er gitt ved:

$$Y = \frac{1}{1 - a + at - v + q} G - \frac{n + h + x_2}{1 - a + at - v + q} r + \frac{1}{1 - a + at - v + q} [x, Y^* + x_2 r^* - x_2 + b + e]$$

(Fullstendig notasjon og relasjoner for modellen, finnes i vedlegg 1, side. 55)

Som det fremgår i figuren vil størrelsen på den nøytrale renten være avhengig av beliggenheten til IS-kurven, som igjen avhenger av finanspolitikk, og av konstantleddet til funksjonen for privat etterspørsel av varer og tjenester (Steigum 2004).



(IS-MP 2)

Som beskrevet kjørte Island på med både en ekspansiv pengepolitikk og finanspolitikk samtidig. Det vil gi (og ga) følgende effekter (Se IS-MP 2). IS

kurven vil skifte utover, og uten at renten settes opp vesentlig vil dette føre til et positivt produksjonsgap. Her blir effekten mye sterkere når renten samtidig settes ned. Da vil man få et ganske vesentlig positivt produksjonsgap, som i sin tur vil presse inflasjonen opp.

Sammenhengen mellom inflasjonen og konjunktursituasjonen kan beskrives ved følgende uttrykk: (Steigum 2004).

$$\pi = \pi^e + ay \quad (a > 0)$$

hvor a er en positiv konstant. Denne ligningen sier at inflasjonen er summen av forventet inflasjon og et ledd som er proporsjonalt med produksjonsgapet.

Inflasjonen vil bli høyere enn forventet inflasjon dersom man har et positivt produksjonsgap, og vice versa. Det kan være nyttig å notere seg at det ikke er noen automatikk i at en lavkonjunktur medfører deflasjon. Så lenge det er inflasjonsforventninger, er det eneste man kan si sikkert at et negativt produksjonsgap vil gi lavere inflasjon enn forventningene tilsier.

Som en del av en motkonjunkturpolitikk vil de forannevnte finans- og pengepolitiske grepene kunne forsvares, og ut fra den lave BNP veksten i 2001- og 2002 (se figur 1.2, side 8) virker dette også å ha vært formålet. Om dette var den rette medisinen for Island på det daværende tidspunktet er en annen sak.

DEL 3

Når krisen er et faktum

Redningsaksjonen: - Superpolitikere eller begrenset handlingsrom?

I denne avsluttende delen vil vi introdusere implikasjonene krisen fikk for den islandske økonomien, sammen med myndighetenes krisehåndtering. Som vi har gjennomgått i oppgaven var det flere forutsetninger som i det hele tatt muliggjorde den islandske bankkrisen. På samme måte var Island i en unik situasjon når krisen først var et faktum. I motsetning til blant annet Hellas, hadde de egen valuta som depresierte. Samtidig hadde de ikke en sterk nok sentralbank til å kunne redde bankene slik USA til dels valgte å gjøre. En kombinasjon som skulle vise seg å være gull verdt. I gjennomgangen av krisehåndteringen vil vi se på de politiske og økonomiske valg som ble tatt etter 2008, og det ledende spørsmålet vil være hvorvidt Islandske myndigheters respons var et resultat av fremragende krisehåndtering eller begrenset handlingsrom. Først av alt vil vi introdusere hovedrollen i den islandske tragedien, valutaen.

Den islandske kroná

Den islandske kroná spilte på mange måter første fiolin i økonomien årene etter krakket. En svekket krone førte med seg flere effekter, deriblant en økning i inflasjon;

Som man kan se av figur 1.1 (side 8), bevegde inflasjonen seg i løpet av perioden 2007 til 2009 fra omtrent 5% til så høyt som 18%. Hvor mye av dette som var importert eller ikke, er vanskelig å slå fast. Men det er nærliggende å tro at den voldsomme økningen i inflasjon kan ha kommet fra at den islandske valutaen svekket seg dramatisk.

Da Island er en veldig liten og åpen økonomi, er det naturlig at mye importvarer inngår i KPI-en de har. I boken *Moderne Makroøkonomi* finner vi uttrykket for vekstraten i KPI som en veiet sum av prisstigningstakten på innenlandske varer og tjenester til privat konsum, og prisstigningen på importerte konsumvarer:

$$\pi_{kpi} = (1 - v)\pi + v(\pi^* + g_E)$$

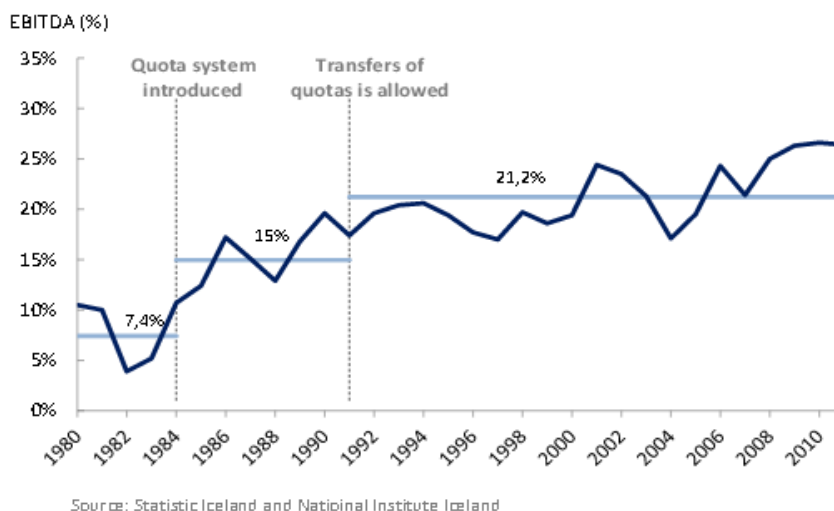
Hvis andelen importerte konsumvarer er høy, (som i Islands tilfelle), vil v her være høy, og følgelig vil dette gi en sterk korrelasjon til samlet KPI inflasjon.

Ut fra ligningen ser vi at en endring i nominell valutakurs (g_E) vil gi en effekt på KPI. Med en høy v til siste ledd, vil en større nominell endring i valutakurs gi et sterkt utslag i KPI. En tilnærming til at inflasjonen skjøt kraftig fart etter 2008, er at mye av økningen kom som følge av økt pris på importerte konsumvarer gjennom svekket kronekurs.

Linken til inflasjon var klart negativ. At de islandske bankene (og som tidligere nevnt, også konsumentene) hadde lån i utenlandsk valuta, og dermed skyldte mer penger, var heller ikke heldig.

Det at valutaen svekket seg så kraftig som den gjorde, var dog på mange måter positivt og utslagsgivende for landets gjenreising.

Da den islandske eksportnæringen har sine kostnader i islandske kroner, men mottar inntekter hovedsakelig i euro og dollar, førte kronesvekkelsen til en økning i verdien av eksportvarer (Se figur 1.11, side 13). Dette gjenspeiles blant annet i fiskerisektorens rapporterte EBITDA margin (Resultat før renter, skatt nedskrivninger og avskrivninger).



Økte inntekter og reduserte kostnader, vil følgelig øke fortjenestemarginen.

Det er her viktig å notere seg at økningen var en ren valutagevinst, og at det ikke fant sted en vesentlig økning i produksjon.

Dette ble muligjort av at den islandske valutaen var selvstendig. Effektene av økonomiske sykluser blir større ved selvstendige, særlig små, valutaer. Frie valutaers verdi bestemmes som kjent av tilbud og etterspørsel. Et land som er med i en pengeunion med felles valuta, som EU, vil ha mindre fluktasjoner i valutakursen om de er det eneste landet i unionen som har økonomiske problemer. For Island som står utenfor EU, ble derimot kroná sendt i bakken som følge av sviktende etterspørsel. De islandske myndighetene lot likevel ikke kroná kollapse helt, og satt styringsrenten til 18!% i slutten av 2008 (se figur 1.5 side 10). Formålet med dette var å begrense et videre fall i valutaen, samtidig som man ønsket å få stagge den tiltagende inflasjonen. Men dette var langt fra det eneste myndighetene gjorde.

Myndighetenes respons:

Begynnelsen på veien ut av krisen

Innen midten av oktober 2008 hadde Islands banksystem kollapset og landet var mer eller mindre finansielt ruinert. For å hindre at økonomien skulle stoppe helt var Island desperate etter innskudd fra utlandet. Island fant fort at de fleste dører fortsatt var stengt etter å ha blitt tvunget ut av internasjonale markeder under innledningen til den finansielle krisen.

Det var Nederland og Storbritannia som ledet utestengelsen av Island, samtidig som de presset Island til å oppsøke hjelp fra IMF, hvilket som effektivt ble det eneste stedet å gå for å få lån. Dette bortsett fra Færøyene som sendte et lån på 45 millioner uten betingelser. IMF derimot nektet å hjelpe Island, og mente at Island måtte klarne opp i Icesave skandalen før de var villige til å sende penger. Ettersom Island ikke var del av EU, kunne de ikke snu seg til the European Court of Justice, og siden EFTA-domstolen ikke hadde jurisdiksjon i Nederland og Storbritannia, virket det som at ingen kunne, eller ville, dømme i saken.

Det kom derimot hjelp fra Norge og Polen etter lange måneder, da de valgte å gå bort fra IMF sin anmodning om å la Island ordne opp i sine egne problemer, og henholdsvis sendte \$500 millioner og \$200 millioner.

Island valgte til slutt å godta en betalingsplan for Icesave-pengene etter press fra bedrifter og husholdninger som følge av mangel på valuta. Det var også en genuin frykt for at Island skulle gå tom for mat og medisiner hvis blokaden ble opprettholdt. Island skulle betale tilbake pengene over ti år, med første innbetaling tre år etter signering av avtalen og med 6.7% rente.

Tre dager etter å ha blitt tvunget til å signere på den såkalte «Brussels Guidelines» ble Island den første utviklede økonomien som gikk inn i et IMF nødsprogram etter Storbritannia gjorde det i 1976. Mange andre land ville følge etter som følge av krisen. Programmet gikk ut på at Island mottok \$2.1 milliarder fra IMF og \$3 milliarder fra sentralbankene til Danmark, Finland, Norge og Sverige, hvor de allerede hadde mottatt \$500 millioner fra Norge.

Regjeringen på Island rettferdiggjorde signeringen av avtalen med at de ble tvunget til det, og at de ville blitt nektet importvarer, samt bli kastet ut av EØS dersom de ikke signerte (Bergmann, 2014). Ettersom Island hadde behov for mest mulig pengemengde i økonomien, og ønsket å stabilisere valutakursen, innførte de kapitalkontroll i september 2008. Kapitalkontrollen forhindret både nasjonale og internasjonale aktører å utføre pengeutstrømninger i form av lån, verdipapirer, derivater og andre finansielle produkter (Gudmundsson, 2013).

Ny regjering, nye veier

Regjeringen ble sett på som svak av befolkningen, som ikke var fornøyde med signeringen av «Brussels Guidelines». 2008 endte med flere protester fra befolkningen, og den 26. januar 2009 ble regjeringen tvunget ut og statsministeren fikk sin oppsigelse.

1. februar 2009 fikk Island sin første venstre-ving regjering noensinne.

Da den nye regjeringen tok over styringen av landet var gjelden godt over BNP, CDS(Credit Default Swap) var 820 punkter over Libor (London interbank offered rate of return), og valutaen hadde depreciert med mer enn halvparten av verdien før krisen. Dette til tross for at den var låst bak kapitalkontroll (se tidligere avsnitt).

Den nye regjeringen begynte den store oppgaven de hadde foran seg med å restrukturere detaljene i «Brussels Guidelines». Etter forhandlingene fikk Island en periode på 7 år før de måtte begynne å betale tilbake Icesave pengene, noe som skulle begynne i 2016 og vare til 2023. Samtidig ble renten satt ned til 5.5%. En klausul av den nye restrukturerte avtalen var at Island måtte garantere å dekke kostnader på opptil \$4.5 milliarder til Nederland og Storbritannia. Først etter dette ble gjort ville Island bli fjernet fra en liste over terrorister som Storbritannia førte, hvor de sto oppført blant navn som Al-Qaida og Daesh.

Med et sjokkerende trekk nektet presidenten på Island, Ólafur Ragnar Grímsson, å signere den nye avtalen. Dette var ekstremt usedvanlig da

presidenten var mer en symbolsk person enn en med ekte makt, sammenlignbar med kongen i Norge.

Før presidenten skulle ha signert avtalen mottok han 60.000 signaturer fra innbyggere som ba han om å avvise den, et betydelig høyt tall, tatt i betraktning at Islands totale innbyggertall er på rett over 300.000. Dette var andre gang i historien til Island at presidenten nektet å signere et lovforslag.

Ettersom presidenten nektet å signere, måtte saken bli bestemt via folkeavstemning, hvor 90% av befolkningen stemte mot den nye avtalen. Regjeringen forhandlet seg til en ny avtale med lavere rente, presidenten nektet nok en gang å signere, og når den gikk til folkeavstemning ble den igjen nedstemt, denne gangen med 75% av stemmene.

Etter Island hadde nektet de to nye avtalene ble saken endelig tatt opp i EFTA-retten. EU støttet kravene til Nederland og Storbritannia, men EFTA-domstolen fastslo at de islandske myndighetene ikke hadde opptrådd klanderverdig i håndteringen av Icesave saken, og heller ikke var ansvarlige for tilbakebetalingen av pengene som Icesave innskyttere hadde tapt. Det at man nå hadde jurisdiksjon til å fatte en slik dom, var med bakgrunn i et samarbeid med EU-kommisjonen. Denne dommen var viktig med tanke på rehabiliteringen av den Islandske økonomien (Bergmann, 2014).

Ingen ”lender of last resort”

Når man leser artikler om bankkrisen på Island, kan det noen ganger virke som om islandske myndigheter fikk en brilliant alternativ idé til de store redningsaksjonene som foregikk i store deler av resten av verden, og enkelt og greit lot sine egne banker feile. Vi har tidligere diskutert kostnader ved det å skulle redde store og systemviktige banker, og man kan tenke seg at man bevisst ønsket å unngå disse på Island.

Den naturlige långiveren av siste instans i ethvert land vil være det aktuelle landets sentralbank. Sentralbanken har muligheten til å skape ny likviditet, og utstede lån til banker som på grunn av økonomiske uroligheter skulle trenge dette. Da Glitnir, Landsbanki og Kaupthing Bank kollapset høsten 2008, var altså Sedlabanki deres mulige redning.

Finansieringen av den store veksten på Island kom i stor grad fra lån i utenlandsk valuta, hovedsakelig i Euro og Britiske pund, og man opererte i internasjonale markeder hvor de fikk billige lån med gode vilkår. (Yale, 2009). Til slutt satt islandske banker med forpliktelser til utlandet som var 9 ganger størrelsen på Islands BNP. (Hegnar, 2008) Da de Islandske bankene fikk betalingsproblemer og det internasjonale finansmarkedet strammet igjen på utlånsiden, hadde de ikke mulighet til å ta opp flere lån i utenlandsk valuta, og dermed heller ikke mulighet til å betjene sine andre lån. Ettersom at Island har egen valuta, og ikke opererer med Euro, har de ikke tilgang på den Europeiske Sentralbanks valutareserver for å sikre likviditet. Det som kunne reddet Island var en sentralbank med valutareserver i utenlandsk valuta, noe Sedlabanki sårt manglet.

Våren av 2008, da man i stor grad hadde fått øynene opp for de store betalingsproblemene de islandske bankene sto overfor, og deres størrelse i forhold til størrelsen på den islandske økonomien som en helhet, ønsket den islandske sentralbanken tilgang på mer utenlandsk valuta for å øke deres likviditet. Davíð Oddsson, den islandske sentralbanksjefen, sendte en formell etterspørsel om en valutabytteavtale til Bank of England. (SIC, 2010) (RNA, 2010) Forespørselen ble avslått, og Bank of England foreslo at internasjonale sentralbanker kunne assistere Island med å redusere størrelsen på deres banksystem. Dette ble så avslått av Oddsson, som til slutt kun fikk tilbud om

valutabytteavtaler med de norske, danske og svenske sentralbankene, mot at den islandske statsministeren skulle sette press på de islandske bankene om å redusere deres størrelse.

Resultatet var en formell avtale som aldri ble overholdt, og som, for å gjøre en lang historie kort, videre resulterte i at den islandske sentralbanken aldri hadde store muligheter til å redde sine banker da de kollapset. Banksystemets vekst på Island var med andre ord tuftet på utenlandsk valuta, uten en långiver i siste instans med valutareserver i aktuell valuta. I neste avsnitt vil vi vise til hva dette manglende "sisteleddet" medførte.

Nye banker kommer ut av ruinene til de gamle

Mange andre land gikk igjennom finansielle kriser, akkurat som Island. Alle de andre landene valgte å redde bankene som kollapset ved å pumpe kapital inn i systemet og utstedelse av offentlige garantier til private banker.

Irland, for eksempel, valgte å garantere for all gjeld til banker som opererte i landet. Dette gjorde de med støtte fra ECB, noe som vil si at Tyskland finansierte dem.

Island hadde ikke mulighet til å gjøre det samme ettersom de ikke hadde tilgang til nok kapital. Som vi beskrev i det forrige kapittel manglet de en reell låner i siste instans. Dette førte til at tre nye innenlandske banker kunne reise seg ut av ruinene til de gamle internasjonale bankene. De lokale innskuddene som hadde vært i de gamle bankene ble overført til de nye, mindre bankene. Resten av pengene som ble skutt inn i de nye bankene kom fra utenlandsk valuta som fortsatt var i Island på grunn av kapitalkontrollen.

Den kombinerte balansen til de nye bankene var verdt omtrent to ganger Islands BNP, ned fra ti ganger BNP. Selv om Island var i stand til å unngå det meste av bankenes gjeld til utlandet, endte de fortsatt opp med en gjeld verdt 20% av BNP.

Den største andelen av to av de nye bankene ble solgt til kreditorer. Disse kreditorene var hovedsakelig utenlandske hedgefond som hadde kjøpt aksjer da

bankene gikk til bunns, og var på jakt etter rask fortjeneste. Den siste banken ble tatt over av det offentlige (Bergmann, 2014).

Fokus på fortsatt velferd

Til tross for at Island hadde mistet en fjerdedel av statens inntekter, hadde regjeringen fokus på å bevare den nordiske velferdsmodellen. Derfor foretok den islandske staten flere små endringer i perioden 2008-2010. Et av hovedfokusene var å beskytte de med minst inntekter og føre mer kostnader over på de med mest. Gjennomsnittsskatten på Island ble økt til 46% i løpet av nesten hundre små forandringer på skatteraten, dette var fra et skattenivå på 35.7% i 2008. Skatten til de med lavest inntekt minsket, til tross for en økning i gjennomsnittsskatten. Skatten til de med høyest inntekter må dermed ha økt kraftig. Flere tiltak ble tatt for å beskytte de som hadde minst. Blant annet ble de beskyttet mot nominelle lønnskutt (Bergmann, 2014).

I den samme perioden falt den gjennomsnittlige disponible inntekten med 27%, men bare med 9% hos de med minst inntekt. Dette skilte seg veldig fra de strenge tiltakene hos mange andre land, hvor de med minst ofte ble straffet mest. Disse landene har ikke hatt en like «mirakuløs» økonomisk oppreisning som Island har hatt (Bergmann, 2014).

Islands justering av skattene i ren Robin Hood stil er en velkjent strategi for å utnytte de forskjellige grupperes konsumtilbøyelighet. En med høy inntekt vil ha mye lavere marginal konsumtilbøyelighet enn en lavtlønnet, og vil dermed ikke kutte sitt konsum i like stor grad som en lavtlønnet, ved en økning i skattene. Alt annet likt vil en skatteøkning føre til et lavere aktivitetsnivå. Med måten Island løste skatteøkningen, fikk man økt statens inntekter, samtidig som aktivitetsnivået ikke falt så mye som det ville gjort med en lik skatteøkning for alle arbeidere.

Island reiser seg som en føniks ut av asken

Etter 3 år med negative økonomiske sykluser begynte økonomien å vokse sent i 2010. Videre ekspanderte den så med 2.6% og 2.4%, henholdsvis i 2011 og 2012.

Veksten i økonomien viste tegn til å minske i 2013, men den ble så dyttet fremover av privat konsum og investeringer, samt eksporten som ble presset opp av den lave valutaen. BNP per innbygger og disponibel inntekt begynte i 2013 å nærme seg nivåene fra 2005. Det langvarige handelsunderskuddet under den økonomiske vekstperioden før krisen inntraff ble snudd til ett overskudd etter krisen, med gjennomsnittsvekst i regionen på 6-7% per år.

I 2011 fikk Island det siste lånet fra IMF, som var slutten på det 33-måneders lange redningsoppdraget. Representanten fra IMF, Nemat Shafik, konkluderte med at sterk lokal politikk hadde sørget for at offentlige finanser var på en bærekraftig bane og valutakursen hadde blitt stabilisert. Samtidig trakk han frem at finanssektoren var blitt restrukturert med nye banker som hadde god likviditet, og var lønnsomme.

De tre store bankene som falt i 2008 utgjorde tre fjerdedeler av Islands utenlandsgjeld, noe som forsvant fra bøkene når de ble avvirket. Ved ferdigstillingen av avviklingsprosessen ble Islands utenlandsgjeld satt til å bli redusert til et bærekraftig nivå. Allerede i 2013 hadde Island betalt ned mer enn halvparten av Icesave gjelden til Britiske og Nederlandske myndigheter, resten skulle betales under avviklingsprosessen. Dette til tross for EFTA-domstolens avgjørelse om Islands uskyld i Icesave saken, hvilket betyr at Island ikke trengte å betale tilbake Icesave gjelden. Man valgte likevel å gjennomføre, da de gamle bankene hadde bedre avkastning enn forventet. Det også kan antas at Island valgte å betale tilbake gjelden sin for å bygge opp forholdet sitt med de Britiske og Nederlandske myndighetene, samt andre medlemmer av EU (Bergmann, 2014).

En annen indikasjon på en stigning fra ruinene finnes i tallene som viser at emigreringen hadde stoppet. Arbeidsledigheten nådde en topp på over 9% i 2010, dette var opp fra bare 1% i vekstperioden før krisen. (se figur 1.2 side 9)

Regjeringen iverksatte flere tiltak for å skape arbeidsplasser og fremme høyere arbeidsdeltagelse, for eksempel subsidiering av lønn for bedrifter som ansatte personer som var registrert som ledige. Faren ligger i at arbeidsledige som har vært arbeidsledige over lengre tid kommer lengre og lengre unna muligheter til å få nye jobber. Islandske myndigheter har gjort en veldig god jobb med å gjøre arbeidsledige attraktive for bedrifter og holde dem i kontakt med arbeidsmarkedet (Bergmann, 2014).

En aktiv arbeidsmarkedspolitikk har vært avgjørende for å holde arbeidsledighetsraten så lav som mulig. Politikken har vært fokusert på unge og langtids arbeidsledige, og det kreves at arbeidsledige er med på kurs, har læreplasser, praksisplasser eller midlertidige kontrakter. Rundt 20% av den arbeidsledige befolkningen deltar ikke i noen av disse alternativene. Støtten de arbeidsledige får i de første månedene av arbeidsledigheten er knyttet opp mot inntekten fra deres tidligere jobb, innenfor ett visst nivå, deretter faller det til ISK 150.000 per måned. Dette tilsvarer ca. 60% av gjennomsnittsinntekten, og holder seg på dette nivået i fire år. Etter ett år med arbeid kvalifiseres personer for fire nye år med støtte. Dette kan medføre at personer jobber i ett år før de går tilbake på arbeidsledighetsstøtte i 4 nye år, men denne støtten er såpass liten at det ikke er et veldig attraktivt alternativ (OECD, 2010).

Ved hjelp av tiltakene nevnt overfor falt arbeidsledigheten til under 5% innen begynnelsen av 2013. Tiltakene førte også til at islendinger som hadde dratt for å finne jobber i andre land begynte å returnere (Bergmann, 2014). Som vi nevnte innledningsvis, er det for tidlig å si om strukturledigheten på Island potensielt kan ha lagt seg på et høyere permanent nivå, men ut i fra utviklingen i arbeidsmarkedet, er vår a priori oppfatning at dette ikke er tilfelle.

Krisehåndteringen sett under ett:

At Islandske myndigheter burde ha grepet inn tidligere under boom årene, for å hindre bankenes ekstremvekst fremstår for oss, ganske klart. Men når først krisen var et faktum, gjorde de mye rett. En lavere marginalsatt for lavtlønnede, arbeidsstimulerende virkemidler som lønns subsidiering og innføring av kapitalkrav var bevisste valg myndighetene tok. Disse grepene bidrog med stor sannsynlighet at islandsk næringsliv har klart seg så godt som det har i årene etter 2008.

Samtidig må man ikke undervurdere den sterke effekten kronesvekkelsen hadde. Her må også myndighetene krediteres, for å ha reagert slik at valutaen ikke falt lavere enn den gjorde, blant annet gjennom de nevnte kapitalkravene og en høy styringsrente. Følgene av en fullstendig kollaps i valutaen kunne fort blitt dramatiske.

Sist men ikke minst, er det faktum at man ”lot” bankene feile. Som vi har belyst i oppgaven, hadde man egentlig ikke noe valg, sett i lys av bankenes kolossale størrelse. At det derimot var gunstig for den islandske økonomien, virker i retrospekt helt klart. Ser man på for eksempel Irland, som valgte å redde sine banker, finner man ikke en tilsvarende suksesshistorie. Et annet moment er at man sender et signal til fremtidige ”banksters”, og innskrenker moral hazard problematikken.

Lærdommen fra den globale finanskrisen i 2008 - Behovet for endret tilsyn

Avslutningsvis ønsker vi si noen ord om hva vi mener er lærdommen man bør ta med seg fra finanskrisen i 2008. Vi har hatt fokus på Island i oppgaven, men finanskrisen var sammensatt og på mange måter et utslag av systematisk risiko i hele det moderne finansielle systemet.

Tittelen på denne oppgaven er ”Bad banking, bad policies and bad luck”. Sitatet ble første gang brukt i forbindelse med den nordiske bankkrisen på 80-tallet, men må sies å passe skremmende godt med den islandske bankkrisen.

Vi har i stor grad dekket de tre hovedkomponentene som til sammen utgjorde Islands største økonomiske nedsmelting i moderne historie. Kunne man så gjort noe for å unngå at det gikk som det gikk? Det innlysende svaret i retrospekt, er at bankene aldri burde ha fått mulighet til å bli så store som de ble. På den andre siden var Island langt fra alene om å la banksektoren løpe løpsk. ”Gramm-leach-bliley act” av 1999 (FTC, 2016) satt på mange måter startskuddet for nedbyggingen av barrierer mellom ordinær bankdrift og investeringsbanker i USA. I senere tid har denne loven blitt referert til som Citycorp release act, da den muliggjorde at de to bankene Citicorp og Travelers kunne fusjonere, og danne en av Amerikas største investeringsbanker. Dette hadde dog lite med Islands finanskrisen å gjøre. Poenget er at liberalisering av finanssektoren, både i USA og på Island, var utslagsgivende for at de to landene gjerne blir stående som de fremste eksemplene på en finanssektor ut av kontroll, hvor tilsyn og reguleringer var tilpasset enkeltbanker fremfor systemet under ett. Sistnevnte har post-finanskrisen blitt omtalt som ”Macroprudential supervisory”.

Øystein Olsen hadde dette som hovedagenda under en tale for Norske sparebanker i 2013. Blant tiltakene han fremhevet var økte kapitalkrav til bankene, hardere direkte skattlegging av spekulative finansprodukter, alt med sikte på å begrense systematisk risiko, samtidig som banksektoren er robust mot sjokk (Norges bank 2016).

Hvordan myndigheter velger å praktisere dette vil være individuelt, men Basel III av 2009, kom med reformer for kapitalkrav til banksektoren. Flere land (Herunder Norge og Island), har valgt å innføre tilleggskrav til flere banker, i sær de som regnes som systemviktige.

Inntrykket vårt etterhvert som vi har jobbet med oppgaven, er at finansielle kriser er vanskelige å identifisere og forhindre. Uttrykket ”sort svane”, har ofte blitt brukt om finanskriser, det med rette. De er sjeldne, de slår til med stor kraft, er overraskende, og blir ofte rasjonalisert i etterkant. Man vil nok nesten garantert oppleve flere finanskriser, gjerne større enn den globale krisen av 2008. Island har nok fått sin lærepenge, hvert fall i forhold til bankdrift.

Det fremstår klart at en forsiktighet rundt dereguleringer innenfor finansnæringen vil være viktig for å unngå og minimere fremtidige kriser. Samtidig må myndigheter bruke de virkemidler de har for å sikre finansiell stabilitet, og nøytralisering av ”moral hazard”. Det være seg Island eller USA, men også resten av verden.

Vi ønsker å avslutte denne oppgaven med et noe spissformulert og overdrevet sitat fra Paul Volcker, tidligere sentralbanksjef i USA. Sitatet fra 2009 lyder som følger;

”The only useful financial innovation of the last 40 years, has been the ATM.”

Litteraturliste:

1. Aliber, Robert Z., and Charles P. Kindleberger. *Manias, Panics and Crashes a History of Financial Crises*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2015.
2. BBC News "*Did Hyman Minsky Find the Secret behind Financial Crashes?*". 24 Mar. 2014 Web. 25 Feb. 2016.
3. Bergmann, Eiríkur. *Iceland and the International Financial Crisis: Boom, Bust and Recovery*. Reykjavik: Centre of European Studies, Bifröst U, 2014.
4. Bernanke, Ben S. "*Testimony.*" *FRB: --Chairman Ben S. Bernanke*. 2 Sept. 2010. Web. 14 Mar. 2016.
5. Carey, David. "*Iceland: The Financial and Economic Crisis.*" - Papers. 9 Oct. 2009. Web. 30 May 2016.
<http://www.oecd-ilibrary.org/economics/iceland-the-financial-and-economic-crisis_221071065826>.
6. De Grauwe, Paul. *Lectures on Behavioral Macroeconomics*. Princeton: Princeton UP, 2012.
7. Eggertsson, Thráinn, and Tryggvi Thor Herbertsson. *System Failure in Iceland and the 2008*
8. *Global Financial Crisis*. University of Iceland and University of Reykjavik, 2009.
9. Federal Trade Commission. "*Gramm-Leach-Bliley Act.*". Web. 31 May 2016. <<https://www.ftc.gov/tips-advice/business-center/privacy-and-security/gramm-leach-bliley-act>>.

10. Financial Times. *"Tactic of 'lean against the Wind' Has Failed Sweden - FT.com."* 29 Oct. 2014. Web. 31 May 2016.
11. Fridriksson, Ingimundur. *"Seðlabanki."* Speech. 6 Feb. 2009. Web. 5 Mar. 2016. <<http://www.seðlabanki.is/?PageId=e925cd1a-0de7-11e5-93fd-005056bc2afe>>.
12. Grytten, Ola H. *Krakk og Kriser i Historisk Perspektiv*. 2008
13. Grøndahl, Pernille. *En Empirisk Analyse Av Krisehåndteringen På Island*. Norges
14. Guðmundsson, Már. *"Iceland's Crisis and Recovery and Current Challenges."* Bank of International Settlements, 28 Feb. 2013. Web. 11 Apr. 2016. <<http://www.bis.org/review/r130312d.pdf>>.
15. Hegnar.no *"Dette Er Finanskrisen På Island - Hegnar.no."* 22 Oct. 2008. Web. 31 May 2016. <<http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2008/10/Dette-er-finanskrisen-paa-Island>>.
16. Hoff, Erna. *"Bankers Likviditet Og Finansiering."* Norges Bank. Web. Mar. 2011. <http://www.norges-bank.no/pages/87618/Bankers_likviditet_og_finansiering.pdf>.
17. IMF *"Iceland: Selected Issues."* Staff Country Reports. IMF Country Report No. 06/297 (2006). *International Monetary Fund*. Web. 19 Mar. 2016.
18. Jännäri, Kaarlo. *Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: Past, Present and Future*. 2009.
19. Magnússon, Gylfi. *"What's the Lesson of Iceland's Collapse?"* Yale Insights. 22 May 2009. Web. 02 May 2016.

- <<http://insights.som.yale.edu/insights/whats-lesson-icelands-collapse>>.
20. Mankiw, N. Gregory. *The Macroeconomist as Scientist and Engineer*. May: Harvard U, 2006.
21. Matsangou, Elisabeth. "Failing Banks, Winning Economy: The Truth about Iceland's Recovery." *World Finance*. 15 Sept. 2015. Web. 18 Mar. 2016. <<http://www.worldfinance.com/infrastructure-investment/government-policy/failing-banks-winning-economy-the-truth-about-icelands-recovery>>.
22. Mishkin, Frederic S., and Stanley G. Eakins. *Financial Markets and Institutions*. 8th ed. Boston: Pearson Prentice Hall, 2015.
23. NAO. "Maintaining the Financial Stability of UK Banks: Update on the Support Schemes - National Audit Office (NAO)." *Maintaining the Financial Stability of UK Banks: Update on the Support Schemes*. 15 Dec. 2010. Web. 13 Feb. 2016. <<https://www.nao.org.uk/report/maintaining-the-financial-stability-of-uk-banks-update-on-the-support-schemes/>>.
24. Olsen, Øystein. "Macroprudential Policy and Financial Stability." *Macroprudential Policy and Financial Stability*. 31 Oct. 2013. Web. 4 Feb. 2016.
25. Regjeringen.no. "Forskrift Om Identifisering Av Systemviktige Finansinstitusjoner." 12 May 2014. Web. 7 Apr. 2016.
26. <<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Forskrift-om-identifisering-av-systemviktige-finansinstitusjoner-/id759122/>>.
27. SIC. "Report of the Special Investigation Commission." *Rannsóknarnefndir Alþingis*. 12 Apr. 2010. Web. 12 Mar. 2016.

28. <<http://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/english/>>
29. Steigum, Erling. *Moderne Makroøkonomi*. Oslo: Gyldendal, 2004.
Print.
30. The World Bank. "Real Interest Rate (%)." Data. Web. 31 May 2016.
<<http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?page=1>>.
31. Trading Economics. "Iceland | Economic Indicators." Iceland | Economic Indicators. Web. 31 May 2016.
<<http://www.tradingeconomics.com/iceland/indicators>>.

Vedlegg 1:

IS-MP modellen benyttet i oppgaven bygger på følgende relasjoner:

$$(1) Y = Z$$

- I likevekt er BNP lik samlet etterspørsel ($Y=Z$)

$$(2) Z = C + I + G + NX$$

- Samlet etterspørsel

$$(3) C = a(Y - T) - nr + b$$

- Her er konsumfunksjonen utvidet med en renteeffekt. Leddet ($-nr$) er en negativ renteeffekt, gitt at konstanten n er positiv.

$$(4) T = tY$$

- Store T , vil si nettoskatt. (skattesats*BNP)

$$(5) I = vY - hr + e$$

- Den positive konstanten v er den marginale investeringstilbøyeligheten og måler hvor mye investeringsetterspørselen øker, når BNP øker med 1 enhet. Videre måler konstanten h , renteeffekter på investeringsetterspørselen, mens e er et konstantledd som kan være positivt eller negativt. (Steigum 2004)

$$(6) NX = x_1Y^* - x_2(r - r^* + 1) - qY$$

- Fra det siste leddet ser vi at realrenten får en negativ effekt på nettoeksport gjennom leddet $-x_2r$. Tolkningen er at en strammere pengepolitikk som øker realrenten, fører til svekket konkurranseevne ved at realkronekursen øker. Dermed svekkes nettoeksporten. Når valutakursen er fleksibel, vil derfor pengepolitikken påvirke nettoeksporten i tillegg til innenlandsk konsum og bruttoinvestering i realkapital. Oppsummert er det virkningen av økt konkurranseevne som følge av endret rentedifferanse som fanges opp i uttrykket. (Steigum 2014)

Følgende notasjon benyttes:

På et overordnet nivå: C= konsum etterspørsel, I =Investeringssetterspørsel, G= Offentlig sektors etterspørsel etter varer og tjenester, NX = Netto eksport.

Videre har vi at:

h = uttrykker investeringenes rentefølsomhet

n = Første runde effekt, privat konsum. Uttrykker konsumenters rentefølsomhet

a = størrelse på marginal konsumtilbøyelighet

t = skattesats

q = marginal importtilbøyelighet

q og t = automatiske stabilisatorer

v = marginal investerings inntektsfølsomhet

Vi har valgt å bruke denne modellen for å beskrive hvordan finans- og pengepolitikk påvirker produksjon. Alternativt kunne man anvendt IS-LM modellen, som benytter at pengemengde bestemmer renter, og ikke motsatt. Kritikken mot IS-MP, som blant annet er ytret av Harvard professor Greg Mankiw går på at viktige sammenhenger mellom pengemengde, renter og økonomisk aktivitet blir tilsidesatt i IS-MP modellen (Gregory Mankiw, 2006). Da de fleste land i dag har gått bort fra pengemengdestyring (Inklusiv Island), føler vi likevel at IS-MP modellen i størst grad beskriver situasjonen på Island.