

Morguninn eftir Ponzi

Gylfi Magnússon¹

Ágrip

Þessi grein fjallar um áhrif uppgangs íslenska útrásarhagkerfisins og hruns fjármálakerfisins í kjölfarið á ýmsa eignamarkaði og eign- og tekjuskiptingu í landinu. Dregið er fram að áhrifin af eignaverðbólunni eru um margt svipuð og í Ponzi-leik þar sem hreinn hagnaður rennur til þeirra sem byrja snemma og hætta snemma en aðrir tapa. Vegna þess hve stór hluti hagkerfisins var fjármagnaður með erlendu lánsfé lendir stærstur hluti tapsins á endanum á erlendum lánardrottnum en innlendir aðilar, þ. á m. hið opinbera koma að meðaltali furðuvel út. Meðaltölin segja þó ekki alla söguna því að einstakir hópar innlendra aðila koma afar illa út.

Abstract

This paper analyses the effects of the rise of the Icelandic bubble economy and the subsequent collapse of the financial sector on several asset markets and the domestic wealth and income. It is shown that the effects of the asset price bubble are in many ways similar to those of a Ponzi scheme, where net profits accrue to those that enter and exit early but others lose. Since the Icelandic economy was to a large extent financed by foreign creditors they end up with the bulk of the losses but domestic parties, including the government, escape on average surprisingly well. Such averages do however not tell the whole story since several segments of Icelandic society sustain heavy losses.

JEL flokkun: G01;G28;H6

Lykilhugtök: Fjármálakrísa, Ponzi

¹ Höfundur er dósent í viðskiptafræðideild Háskóla Íslands og fyrrverandi efnahags- og viðskiptaráðherra.

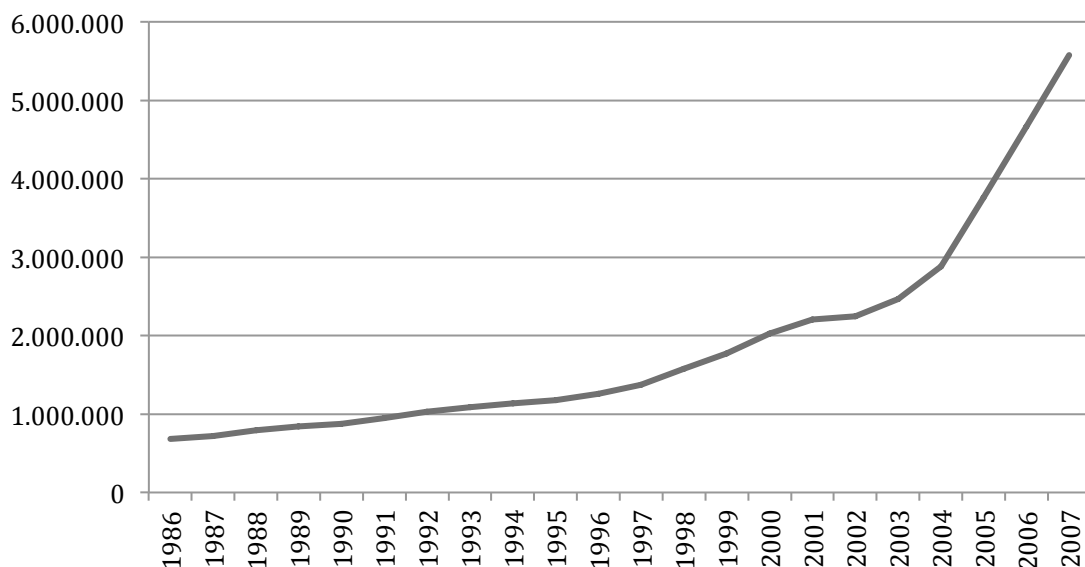
1 Inngangur

Ponzi-leikir eru nefndir eftir Charles Ponzi (1882-1949). Hann vann það sér til frægðar að reka í upphafi þriðja áratugs tuttugustu aldar fjárfestingasjóð í Boston sem þóttist geta skilað 100% ávöxtun á 90 dögum með viðskiptum milli landa með svokölluð alþjóðasvarmerki (international postal reply coupon). Því fór fjarri að þetta væri hægt en Ponzi gat greitt þeim sem skiptu fyrst við hann með því fé sem þeir sem síðar komu greiddu honum og þannig haldið svindlinu gangandi um skeið. Það var þó ekki hægt að gera að eilífu enda hefði fjárfestum þurft að fjölga út í hið óendanlega. Fyrirtæki Ponzi hrundi eftir nokkra mánuði og hann endaði í fangelsi. Síðan hafa ýmsar vafasamar viðskiptahugmyndir verið kenndar við Ponzi eða pýramída ef þær eiga það sameiginlegt að búin er til gerviávöxtun fyrir fé þeirra sem fyrstir koma með því að nýta framlag þeirra sem síðar koma og þannig koll af kalli.

Uppgangur útrásar- eða bóluhagkerfisins íslenska og hrun fjármálakerfisins í kjölfarið hefur mörg skýr einkenni Ponzi-leiks. Í þessari grein verða þessi einkenni dregin fram. Sérstaklega verður skoðað hvernig hagkerfið í heild kemur út úr þessum sviptingum og hvaða áhrif þær hafa á eigna- og tekjuskiptingu í landinu. Greinin er að nokkru byggð á ávarpi sem höfundur flutti sem efnahags- og viðskiptaráðherra þann 10. júní 2010 í Háskóla Íslands og fyrirlestri sem haldinn var þann 25. mars 2010 á sama stað.

2 Ponzi kemur og fer

Sviptingar í íslensku efnahagslífi undanfarin ár eiga sér fá, ef nokkur, fordæmi. Aðdragandinn er nú að verða vel þekktur. Gríðarlegt streymi fjár til landsins fyrstu árin eftir árpúsundamótin, fyrir tilstuðlan og milligöngu fjármálafyrirtækja, leiddi til verðbólgu á öllum helstu innlendu eignamörkuðum auk þess sem raungengi krónunnar hækkaði verulega. Eftir



Mynd 1. Innlend útlán og verðbréfaeign íslenska bankakerfisins á verðlagi í árslok 2007 (milljónir króna)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

að hafa vaxið um 7,8% á ári að raunvirði árlega frá 1986 til 2003 stækkaði bankakerfið um 22,6% á ári frá 2003 til 2007, sé miðað við samanlögð innlend útlán þess og verðbréfaeign. Sjá nánar mynd 1.

Árið 2006 fóru áhyggjur af stöðugleika íslenska fjármálakerfisins að hafa veruleg áhrif á getu þess til að soga til sín fjármagn þótt nýjar leiðir, sérstaklega netinnlánsreikningar í nokkrum Evrópulöndum, væru reyndar. Árið eftir, um mitt ár 2007, náði bólan hámarki.

Í kjölfarið hjaðnaði bólan hratt. Hlutabréfaverð, fasteignaverð og gengi krónunnar snarféll í lækkunarhrinu sem stóð yfir í rúmt ár. Viðskiptavinir og eigendur fjármálafyrirtækja komust hver á fætur öðrum í vandræði þegar eigið fé sem hafði verið til á pappír gufaði upp vegna hjöðnunar eignaverðsbólunnar. Sífelld meiri skortur varð á lánsfé, sérstaklega í erlendri mynt. Loks hrundi bankakerfið í október 2008 þegar erlent lausafé var uppuríð. Lokakaflinn í sögu bóluhagkerfisins íslenska er um margt svipaður og þegar Ponzi-leikur hrynur. Þegar trú manna á kerfið þverr hættir nýtt fé að streyma inn í það. Þeir sem fyrir eru reyna að ná fé sínu út án árangurs og kerfið hrynur.

Þessi saga verður ekki rakin hér enda hefur það þegar verið ágætlega gert annars staðar, sérstaklega í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (RNA). Hins vegar verða dregnar fram nokkrar afleiðingar þessarar atburðarásar, m.a. fyrir langtímaávöxtun á nokkrum eignamörkuðum sem hafa áhrif á eigna- og tekjuskiptingu í landinu. Þá verður sérstaklega reynt að draga upp framtíðarsýn fyrir íslenskt atvinnulíf og þjóðarþú í ljósi þess sem gerst hefur.

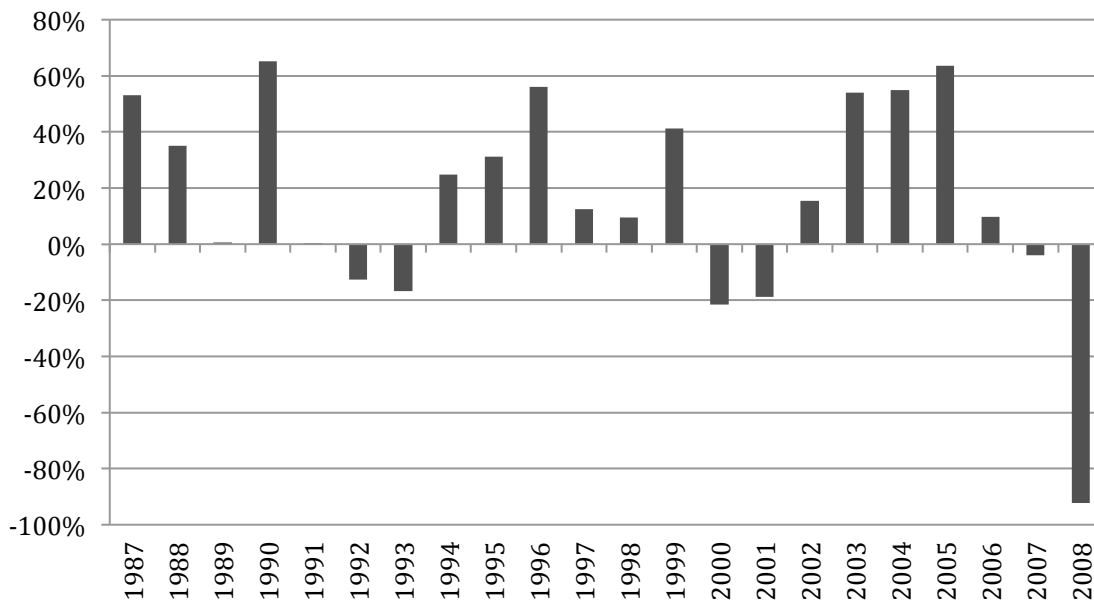
Eignaverðsbóla sem springur getur haft mikil áhrif á eigna- og tekjuskiptingu. Á uppgangstíma hennar verða margir ríkir, a.m.k. á pappír, og að sama skapi tapa margir miklu þegar hún hjaðnar eða springur. Ferlið er vitaskuld ekki svo snyrtilegt að þeir sem hagnast á uppganginum tapi því síðan einfaldlega aftur og allir séu eins staddir og áður þegar upp er staðið. Hluti þeirra sem hagnast á uppgangstímanum tapar að vísu öllu aftur. Aðrir ná að byggja upp auð og halda honum og enn aðrir enda með minna en þeir áttu í upphafi. Þetta er um margt svipað og í pýramídasvindli eða Ponzi-leik. Þeir sem hefja leik snemma og hætta snemma koma alla jafna vel út en þeir sem byrja seint og hætta seint koma undantekningalítið illa út. Það á við um alla þá markaði sem hér verða skoðaðir, hlutabréfamarkaðinn, fasteignamarkaðinn og markaðinn fyrir íslensku krónuna (eða erlent lánsfé).

2.1 Hlutabréfamarkaður

Hlutabréfamarkaðurinn íslenski hækkaði mest allra innlendra eignamarkaða í aðdraganda hrunsins. Meðalraunávöxtun, án arðs, á ári var rétt um 18,2% frá árinu 1986 til ársloka 2007. Það þýðir að raunvirði hlutafjár meira en þrítugfaldaðist á þessum tíma.² Sé tekið tillit til arðs hækkar mæld árleg raunávöxtun um u.þ.b. 2 prósentustig til viðbótar.³ Þegar vöxtur bankanna og útlána þeirra var hvað mestur, árin 2003 til 2005, var raunávöxtun íslenska hlutabréfamarkaðarins meira en 50% á hverju ári, þrjú ár í röð. Sjá nánar mynd 2. Hlutabréfamarkaðurinn náði hámarki í júlí 2007. Þá tók verð að lækka mjög skarpt, þrátt fyrir umsvifamiklar tilraunir fjármálafyrirtækja til að halda því uppi með eigin viðskiptum og lánum til hlutabréfakaupa, sem lýst er ágætlega í skýrslu RNA.

² Miðað er við svokallaða HMARK vísitölu fyrir árin 1986 til 1992 en ICEX-15 (Úrvalsvisitala) eftir það. Þess má geta að nafnverðið meira en hundraðfaldaðist frá 1986 til 2007.

³ Tölur um ávöxtun vegna arðs fyrstu ár markaðarins liggja ekki fyrir en hér er miðað við tölur frá og með árinu 1993.



Mynd 2. Raunávöxtun hlutabréfa frá 1987 til 2008

m.v. vísitölu neysluverðs án húsnæðis (án arðs)

Heimild: Kauphöll Íslands, HMARK og útreikningar höfundar.

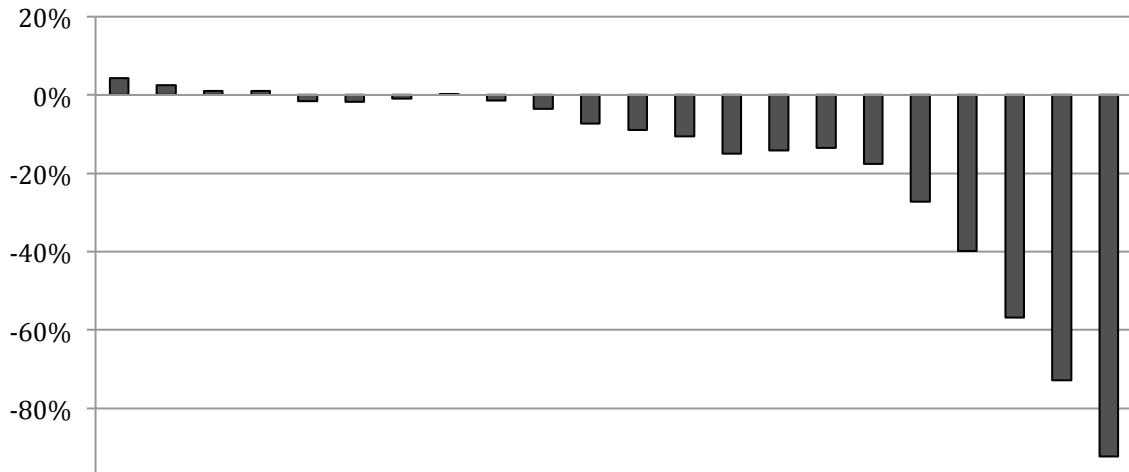
Loks lokaði hlutabréfamarkaðurinn alveg vegna óvissu, sérstaklega um stöðu fjármálafyrirtækja, í október 2008. Þegar viðskipti hófust að nýju eftir hrun bankakerfisins um miðjan október 2008 höfðu um 94% af markaðsvirði hans horfið á 15 mánuðum. Þegar markaðurinn náði lágmarki í apríl árið á eftir höfðu samtals 96,7% af markaðsvirði að raunvirði horfið frá því það náði hámarki í júlí 2007. Hrun hlutabréfamarkaðarins árið 2008 þýðir vitaskuld að söguleg meðalávöxtun íslenska hlutabréfamarkaðarins er orðin miklu lægri en hún mældist árið 2007. Langtímaraunávöxtunin er þó ekki verri en svo að hún mælist 4,4% frá árslokum 1986 til ársloka 2008, án arðs, og um það bil 6,4% á ári með arði. Sjá nánar mynd 3.

Á bóluárinum var algengt að tekin væri vöguð staða í hlutabréfum, þ.e. þau fjármögnuð að hluta með lánsfé. Í sumum tilfellum voru lánin í erlendri mynt og áhættan því tvíþætt, annars vegar vegna verðbreytinga á hlutabréfum í innlendri mynt og hins vegar vegna breytinga á gengi krónunnar gagnvart viðkomandi erlendum myntum.

Með þessum hætti var hægt að margfalda áhrif uppsveiflunnar á verði hlutabréfa. Sem dæmi má nefna ímyndaðan einstakling sem keypti hlutabréf í ársbyrjun 2002 fyrir eina milljón króna og fjármagnaði kaupin með 30% eigin fé og 70% lánsfé í krónum á REIBOR vöxtum. Þessi einstaklingur nýtti sér síðan vöxt eigin fjár á pappír vegna verðhækkunar hlutabréfa til að auka við hlutabréfasafn sitt einu sinni á ári með frekari lántöku þannig að eiginfjárhlutfallið varð aftur 30%.

Í upphafi ársins 2008 hefði upphaflega milljónin verið orðin á sex árum að rétt um 1,6 milljörðum króna, á sama verðlagi.⁴ Hefði fjárfestirinn tekið lán í erlendri mynt á LIBOR vöxtum hefði ávöxtunin getað orðið enn ævintýralegr. T.d. hefði eigið fé vaxið í 3,1 milljarð ef lán hefði verið tekið í evrum og 5,1 milljarð m.v. lán í japönskum jenum. Það er því ekkert skrítið að til varð fjöldi milljarðamæringa á þessum tíma. Það þurfti enga hæfileika til, hvað

⁴ Hér er ekki tekið tillit til fjármagnstekjuskatts eða annars kostnaðar eða þess ef fjárfestirinn þarf að greiða álag ofan á REIBOR vexti. Á móti kemur að ekki er tekið tillit til arðgreiðslna.



Mynd 3. Árleg meðalraunávöxtun hlutabréfa til ársloka 2008
m.v. mismunandi kaupdag (án arðs)

Heimild: Kauphöll Íslands, HMARK og útreikningar höfundar.

þá snilligáfu, bara heppni með tímasetningu, greiðan aðgang að lánsfé og áhættusækni.⁵

Árið 2008 snerist gæfan við og þeir sem voru með vogaða stöðu í hlutabréfum töpuðu undantekningalítið öllu eigin fé sínu og gott betur ef þeir seldu ekki bréfin tímanlega. Sá sem fjármagnaði hlutabréfakaup sín í krónum m.v. fyrrgreindar forsendur hefði þá í árslok skuldað 3,6 milljarða umfram eignir og sá sem gerði það í jenum hefði skuldað 8,4 milljarða umfram eignir.

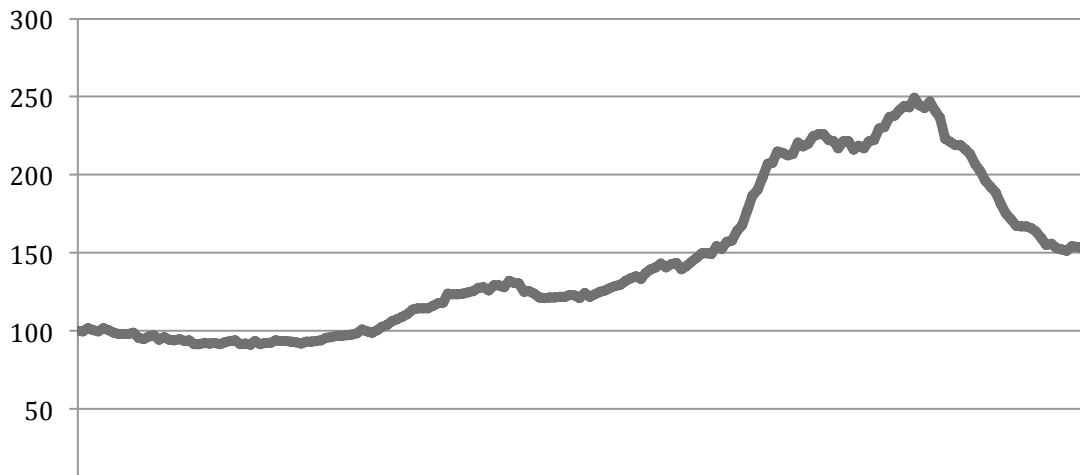
Í lækkunarhrinunni dugðu veðköll skammt til að verja hagsmuni lánveitenda. Kaupendur hlutabréfa fundust ekki nema þeir væru búnir til með lánveitingum. Það þýddi að þeir sem lánað höfðu til hlutafjárkaupa gátu ekki losnað við áhættuna af frekara falli hlutabréfaverðs. Þeir gátu bara fært hana af einu útláni til annars. Þegar hjörðin öll ætlar að troða sér út um neyðarútganginn á sama tíma kemst enginn neitt. Það átti við á flestum íslensku eignamörkuðunum, með hlutabréf, skuldabréf fyrirtækja, fasteignir og krónuna.

2.2 Fasteignir

Raunverð fasteigna hækkaði um 60% frá ársbyrjun 1998 til miðs árs 2004 eftir stöðnun mestallan tíunda áratuginn.⁶ Það stóð þó nokkurn veginn í stað 2001 og 2002. Um mitt ár 2004 tók verðið að hækka enn hraðar og hækkaði um 45% á um tveimur og hálfu ári. Skýring þess er augljós en á síðari hluta ársins 2004 hófu bankar og sparisjóðir að veita einstaklingum lán til fasteignakaupa í stórum stíl, bæði í krónum og í erlendri mynt eða með gengis-tryggingu. Þá rýmkaði Íbúðalánasjóður einnig útlánareglur sínar á þessu tímabili. Hagvöxtur

⁵ Þess má geta að sá sem hefði byrjað með sömu fjárfestingarstefnu tveimur árum áður, í ársbyrjun 1999, hefði klárað allt eigið fé sitt á árinu 2001, hvort sem hann hefði fjármagnað kaupin í krónum eða algengustu erlendu myntum. Árin 2000 og 2001 fór saman veiking krónunnar og lækkun hlutabréfaverðs, líkt og árið 2008, þótt sviptingarnar væru minni. Áhættan við þessi viðskipti hefði því átt að blasa við bæði lántakendum og lánveitendum. Það þurfti ekki að fara langt aftur í tímann til að sjá það.

⁶ Stöðnun fasteignaverðs framan af tíunda áratugnum á sér væntanlega fyrst og fremst þá skýringu að mjög illa áraði í efnahagslífinu. Þannig voru bæði landsframleiðsla og þjóðartekjur á mann lægri árið 1996 að raunvirði en þær höfðu verið 1987. Atvinnuleysi var einnig óvenjumikið framan af tíunda áratugnum.



Mynd 4. Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu m.v. vísitölu neysluverðs án húsnæðis 1994-2010 (vísitala í janúar 1994 = 100)

Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagstofan og útreikningar höfundar.

mældist mjög mikill árin 2004 (6,9%) og 2005 (6,4%) og ráðstöfunartekjur jukust að sama skapi. Eignaverðsbólan þandist út með mestum hraða á þessum tíma, þ.e. árin 2004 til 2006. Undir lok ársins 2006 hægði aftur mjög á hækkun fasteignaverðs. Það náði þó ekki hámarki fyrr en síðla árs 2007 og hafði þá hækkað um 167% á tæpum 9 árum eða að jafnaði um 10,5% á ári að raunvirði.⁷ Sjá nánar mynd 4.

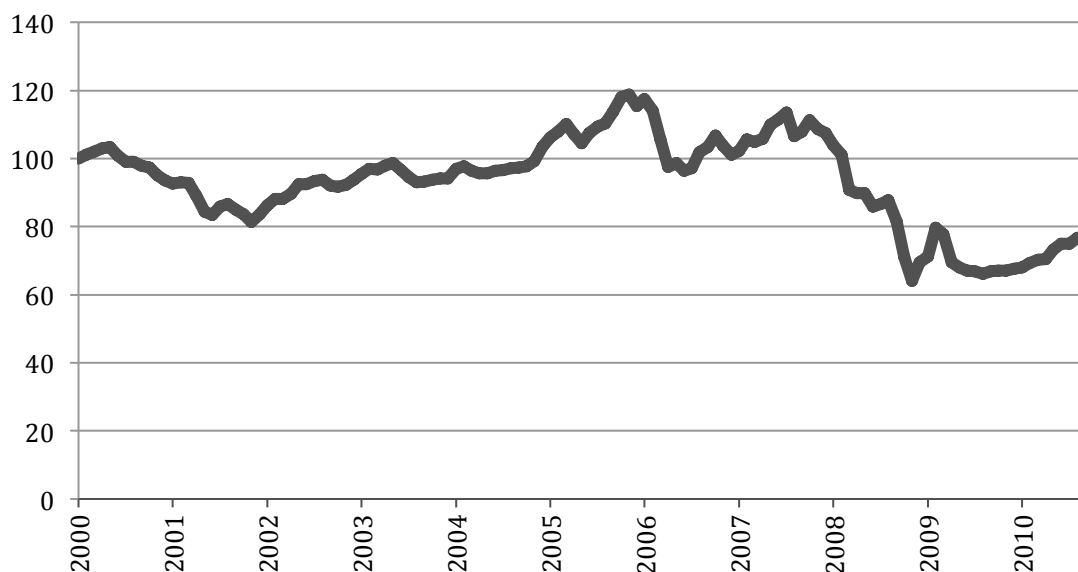
Líkt og á hlutabréfamarkaðinum skipta tímasetningar kaupa og sölu höfuðmáli á fasteignamarkaðinum. Sá sem hefði keypt 10 milljón króna fasteign í ársbyrjun 1998 og selt hana þegar markaðurinn náði hámarki í október 2007 hefði fengið samanlagt 166% raunávöxtun á eignina. Er þá ekki tekið tillit til afnota viðkomandi af íbúðinni eða leigutekna.

Hefði fasteignakaupandinn byrjað með 3 milljónir í eigið fé en tekið 7 milljónir að láni í krónum á REIBOR vöxtum hefði hann endað með 15 milljónir í eigið fé, á föstu verðlagi m.v. vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Hann hefði fengið um 18% meðalraunávöxtun á ári á sitt fé, auk afnota af húsinu. Þetta er gríðarleg aukning á eigin fé á pappír. Verðmiði hússins breyttist þótt húsið gerði það ekki. Líkt og á hlutabréfamarkaðinum var hægt að nýta þetta eigið fé sem til varð á pappír til ýmissa hluta, t.d. taka aukin lán út á eignina eða selja hana og innleysa þar með hagnað.

Hefði fyrrnefndur fasteignakaupandi ekki selt í október 2007 heldur í ágúst 2010, þegar markaðurinn hafði aftur lækkað verulega, hefði hann engu að síður fengið því sem næst allt eigið fé sitt að raunvirði til baka við sölu. Afnot hans af íbúðinni hefðu því verið honum afar ódýr.

Sá sem hefði hins vegar keypt þegar markaðurinn var í hámarki árið 2007 hefði í ágúst 2010 verið búinn að tapa öllu eigin fé sínu og gott betur. Hann myndi þá skulda um 1,1 milljón umfram markaðsverð íbúðarinnar, sem væri komið í rétt rúmar 6 milljónir, allt á föstu verðlagi. Þetta er m.v. lán í krónum, hefði hann tekið lán í erlendri mynt fyrir kaupunum væri staðan enn verri. Lán í japönskum jenum stæði t.d. í um 215% af markaðsverði íbúðarinnar og eigið fé neikvætt um rétt tæpar 7 milljónir.

⁷ Miðað er við hækkun vísitölu alls íbúðarverðs á höfuðborgarsvæðinu umfram hækkun vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Rétt er að hafa í huga að fasteignaverð hækkaði almennt meira á höfuðborgarsvæðinu en utan þess á þessu tímabili.



Mynd 5. Raungengi íslensku krónunnar 2000-2010 m.v. neysluverð
(vísitala janúar 2000 = 100)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

2.3 Krónan og erlendar myntir

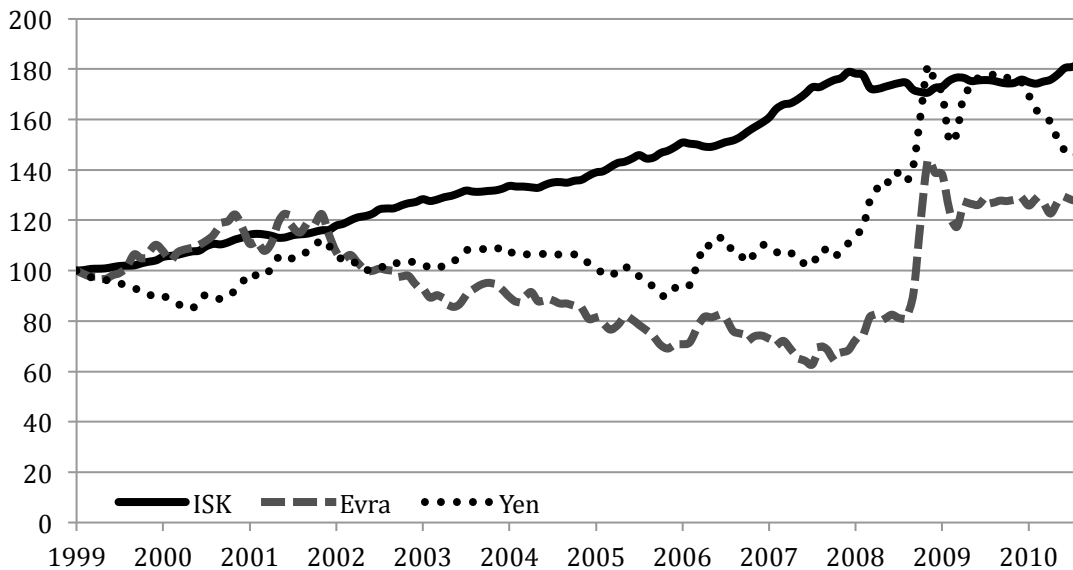
Raungengi krónunnar féll nokkuð árin 2000 og 2001 vegna umtalsverðs falls nafngengis eftir að Seðlabankinn hætti að reyna að standa á gengisviðmiði sínu í mars árið 2000. Raungengið styrktist síðan verulega aftur næstu fjögur árin. Það varð hæst síðla árs 2005 og hafði þá hækkað um tæp 50% á fjórum árum. Það sveiflaðist síðan talsvert næstu tvö árin uns við tók mikil lækkunarhrina sem hófst haustið 2007. Henni lauk ekki fyrr en bankakerfið hrundi í október 2008 og gjaldeyrishöftum var komið á. Sjá nánar mynd 5.

Hér verður ekki reynt að greina orsakir þessara gengissveiflna þótt það sé út af fyrir sig mjög áhugavert viðfangsefni. Þó verður að benda á hið einfalda samhengi að þegar mikið erlent fé streymdi til landsins styrktist krónan en þegar streymið hætti og snerist við veiktist krónan. Það er í grundvallaratriðum bara spurning um framboð og eftirspurn.

Hér verður hins vegar skoðað hvernig fjárfesting eða lántaka í erlendri mynt kom út í ljósi sveiflnanna. Sagan er um margt svipuð og á hinum tveimur mörkuðunum sem áður voru skoðaðir. Þeir sem tóku lán í erlendri mynt snemma koma vel út, jafnvel þótt þeir hafi enn skuldað þegar krónan veiktist hvað mest, en þeir sem tóku erlend lán skömmu áður en krónan veiktist koma illa út, a.m.k. ef lánin voru tekin til skamms tíma.

Grundvallarskýringin á mikilli sókn íslenskra aðila í erlent lánsfé er einfaldlega sá munur sem sögulega hefur verið á milli nafn- og raunvaxta í krónum annars vegar og ýmsum erlendum myntum hins vegar. Lántaka í erlendri mynt var nær undantekningalaust mun hagkvæmari á tíunda áratugnum og fyrstu árin eftir aldamótin, allt til ársins 2007. Sem dæmi má nefna að sá sem hefði tekið lán í japönskum jenum með LIBOR vöxtum snemma árs 1999 og greitt það upp um mitt ár 2007 hefði að jafnaði greitt um -5,1% raunvexti á ári, mælt í krónum á föstu verðlagi, á tímabilinu og þannig einungis þurft að endurgreiða um tvo þriðju hluta upphaflegs höfuðstóls að raunvirði. Hefði lánið verið í dollurum hefðu raunvextirnir verið aðeins hærri, eða -1,1% og í evrum 0,3%. Á þessu tímabili vann saman vaxtamunur og styrking raungengis krónunnar.

Áhættan var þó talsverð eins og sjá mátti árin 2000 og 2001 þegar bæði nafn- og



Mynd 6. Uppsafnaður höfuðstóll lána á föstu verðlagi frá febrúar 1999 m.v. REIBOR vexti (ISK) eða LIBOR vexti (evra, jen)

raungengi krónunnar féll töluvert eða um rétt rúman fimmtung á einu og hálfu ári. Það kom mörgum íslenskum fyrirtækjum sem þá skulduðu í erlendri mynt í mikinn vanda um skeið. Það sýndi vel hve áhættusöm stöðutaka í erlendri mynt var fyrir þá sem hvorki höfðu tekjur né eignir í erlendri mynt á móti. Sú reynsla virtist þó að mestu gleymd skömmu síðar en gengisfall árána 2000 og 2001 gekk til baka og gott betur árin á eftir.

Gengisfall krónunnar síðari hluta ársins 2007 og árið 2008 var talsvert meira en árin 2000 og 2001. Auk þess hafði skuldsetning íslenskra aðila í erlendri mynt eða með gengistryggingu aukist gríðarlega árin á undan. Til að bæta gráu ofan á svart höfðu margir lántakendur veðjað á lágvaxtamýntir, sérstaklega japanskt jen og svissneskan franka og þær mýntir styrktust verulega á þessum tíma gagnvart öðrum mikilvægum mýntum, svo sem evru, pundi og dollara. Þannig hækkaði jenið um 180% gagnvart krónu frá júlí 2007 til mars 2010 á meðan evran hækkaði um 108%, dollar 110% og pundið um 56%. Áhrif gengisfallsins 2007 og 2008 voru því mjög mikil.

Enn skipta tímasetningar höfuðmáli. Sá sem hefði tekið lán í jenum í júlí 2007 með LIBOR vöxtum og greitt það upp í desember 2009 hefði t.d. þurft að greiða sem samsvarar um 76% raunvöxtum á ári, mælt í krónum á föstu verðlagi.

Þrátt fyrir þetta mikla gengisfall krónunnar 2007 og 2008 hafa erlend lán þegar til langs tíma er litið þó sögulega verið hagstæðari en lán í krónum. Þetta endurspeglar fyrst og fremst kerfisbundið háa raunvexti hérlendis sem með tíð og tíma vega meira en skammtíma gengissveiflur. Sá sem hefði tekið lán á LIBOR vöxtum í jenum snemma árs 1999 hefði í september 2010 verið búinn að fá reiknaða raunvexti í íslenskum krónum upp á 2,1%.⁸ Hefði

⁸ Í öllum tilfellum eru raunvextir reiknaðir út frá vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Miðað er við LIBOR og REIBOR vexti til eins mánaðar. Rétt er að hafa í huga að almennir lántakendur þurfa alla jafna að greiða álag ofan á LIBOR eða REIBOR vexti. Bæta má því ofan á fyrrnefnda vexti en það breytir ekki samanburðinum á milli einstakra mýnta í grundvallaratriðum. Hér verður ekki farið út í að skoða verðtryggða íslenska vexti en að jafnaði má gera ráð fyrir að þeir séu þegar til lengdar lætur nokkuð hagstæðari fyrir lántakendur en vextir á óverðtryggðum lánnum auk þess sem greiðslubyrði er

Tafla 1: Raunvextir á lánum í nokkrum myntum

<i>ISK Meðalraunvextir m.v. mismunandi lántöku- og uppgreiðslutíma</i>					
Inn \ Út	Feb. 2001	Júní 2004	Júlí 2007	Des. 2009	Sept. 2010
Feb. 1999	6,91%	5,48%	6,52%	5,32%	5,35%
Feb. 2001		4,63%	6,40%	4,96%	5,02%
Júní 2004			8,36%	5,16%	5,23%
Júlí 2007				1,08%	2,20%
Des. 2009					5,75%

<i>Jen Meðalraunvextir m.v. mismunandi lántöku- og uppgreiðslutíma</i>					
Inn \ Út	Feb. 2001	Júní 2004	Júlí 2007	Des. 2009	Sept. 2010
Feb. 1999	5,19%	-2,42%	-5,13%	2,34%	2,12%
Feb. 2001		-6,71%	-8,13%	1,70%	1,49%
Júní 2004			-9,65%	7,25%	6,22%
Júlí 2007				34,53%	24,87%
Des. 2009					-0,96%

<i>Evra Meðalraunvextir m.v. mismunandi lántöku- og uppgreiðslutíma</i>					
Inn \ Út	Feb. 2001	Júní 2004	Júlí 2007	Des. 2009	Sept. 2010
Feb. 1999	-0,51%	1,21%	0,34%	5,42%	3,26%
Feb. 2001		2,25%	0,60%	6,83%	4,08%
Júní 2004			-1,15%	9,75%	5,08%
Júlí 2007				26,01%	11,69%
Des. 2009					-23,25%

hann á sama tíma tekið lán í krónum á REIBOR vöxtum hefðu vextirnir verið 5,3%. Aðrar erlendar myntir hefðu einnig verið hagstæðari en krónan yfir þetta tímabil, lán í dollurum hefði kostað 2,5%, í evrum 3,2%, pundum 3,6% og svissneskum frönkum 3,4%. Sjá nánar mynd 6 og töflu 1.

Miðað er við nafnhækkun umfram vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Nafnvextir eru REIBOR vextir á lánum í krónum en LIBOR í erlendri mynt. Inn=lántökutími, út=uppgreiðslutími.

Haldist þessi raunvaxtamunur á milli krónunnar og erlendra mynta næstu árin þá munu jafnvel þau lán sem tekin voru í erlendri mynt á versta tíma, um mitt ár 2007, þegar til lengdar lætur verða mun hagstæðari en nú virðist. Þetta gerist jafnvel þótt raungengi krónunnar hækki ekki frá því sem nú er.

Sem dæmi má miða við þær forsendur að raungengi krónunnar haldist óbreytt frá september 2010 og að meðalraunvextir á lánum í hinum ýmsu myntum verði þeir sömu og undanfarin 12 ár. Þá verða raunvextir á láni sem tekið var í krónum í júlí 2007 að jafnaði 4,8% yfir 20 ára tímabil en 4,1% í dollurum, 4,5% í evrum og 4,0% í pundum.⁹ Jen og svissneskir frankar verða aðeins óhagstæðari en krónur en þó munar ekki miklu. Meðalraunvextir á láni

jafnari.

⁹ Miðað er við að ekkert sé greitt af höfuðstól lánanna á lánstímanum. Niðurstaðan verður svipuð ef gert er ráð fyrir lánum til 35 ára sem greitt er af jafnt og þétt á lánstímanum. Áhrif af skammtímagengissveiflum eru mun meiri á lánum til skamms tíma og þá skiptir vaxtamunur minna máli.

Tafla 2: Eignabóla, nokkrar lykilstærðir

	Hækkun hefst	Hækkun lýkur	Raunhækkun	Lækkun lýkur*	Raunlækkun
Hlutabréf	Ágúst 2001	Júlí 2007	694%	Apríl 2009	97%
Fasteignir	Apríl 2002	Október 2007	106%	Apríl 2010	39%
Króna	Nóvember 2001	Nóvember 2005	46%	Nóvember 2008	46%

*M.v. upplýsingar í október 2010.

í jenum verða m.v. þessar forsendur 5,3% og í frönkum 5,7%. Sé reiknað miðað við lántökudag nokkru fyrir júlí 2007 eða nokkru síðar verða lán í jenum og frönkum einnig hagstæðari en lán í krónum þegar til lengdar lætur.

2.4 Tímasetningar og vogun

Eins og sjá má á umfjölluninni að framan þá skipta tímasetningar höfuðmáli við að ákvarða hvernig einstakir fjárfestar verða fyrir áhrifum af sveiflum undangenginna ára á eignamörkuðum. Þeir sem keyptu hlutabréf eða fasteignir eða tóku erlend lán nógu snemma og losuðu þessar stöður áður en bólan sprakk hafa væntanlega í flestum tilfellum komið afar vel út.

Í þessu samhengi er áhugavert að bein þátttaka almennings á hlutafjarmarkaði jókst mjög á níunda og tíunda áratug síðustu aldar, m.a. vegna skattfríðinda sem í boði voru og vegna svokallaðrar kennitölusöfnunar í tengslum við sölu ríkisfyrirtækja. Hins vegar fækkaði þeim einstaklingum sem áttu hlutabréf í skráðum fyrirtækjum mjög upp úr aldamótum. Skýringar á því liggja ekki fyrir. Væntanlega skiptir þó m.a. máli að talsvert var um að fyrirtæki væru keypt og í kjölfarið skráð af hlutabréfamarkaði.

Þeir einstaklingar sem keyptu bréf á níunda og tíunda áratugnum og seldu fljótlega upp úr aldamótum hafa að jafnaði fengið mjög góða ávöxtun á sitt fé og auk þess í mörgum tilfellum skattaafslátt. Svipað á við um marga lífeyrissjóði sem tóku snemma þátt á íslenska hlutabréfamarkaðinum en seldu meira en þeir keyptu síðustu árin fyrir hrún, m.a. til að halda hlutfalli hlutabréfa í eignasafni sínu innan tilskilinna marka. Þeir hafa væntanlega að jafnaði komið ágætlega út úr viðskiptum sínum með íslensk hlutabréf til langs tíma þótt ávöxtun sé talsvert minni en hún var á pappír um mitt ár 2007. Lífeyrissjóðirnir hafa þó á móti einnig tapað á öðrum viðskiptum, t.d. með skuldabréf fyrirtækja og vegna gengisvarna árin 2007 og 2008.

Þeir sem hins vegar keyptu þegar eignaverð var hvað hæst eða tóku erlend lán þegar gengið var hvað hæst hafa að jafnaði komið illa út. Í öllum tilfellum hafa þeir sem voru með mjög lengi þó einnig komið ágætlega út að meðaltali, jafnvel þótt þeir hafi ekki losað stöður sínar áður en bólan sprakk. Þannig er meðalávöxtun hlutabréfa ágæt ef horft er allt til upphafsára markaðarins á níunda áratugnum. Það sama má segja um fasteignamarkaðinn ef horft er aftur til ársins 2004 eða fyrr. Loks koma erlend lán þrátt fyrir allt enn betur út en íslensk fyrir lántakendur sem tóku lán snemma, t.d. árið 2003 eða fyrr.

Vogun ýkir allar verðsveiflur. Þeir sem notfærðu sér sífellda hækkun eignaverðs til að taka sífellt meiri lán hafa væntanlega flestir tapað mestu af eigin fé sínu þegar bólan sprakk. Oft er tapið hjá þessum aðilum mun meira en eigið fé lántaka og lendir þá á lánveitendum – og raunar á endanum hjá þeim sem lánuðu lánveitendunum. Afskriftirnar verða

fyrirsjáanlega í krónum talið langmestar hjá þeim þegar upp verður staðið.

Ponzi-leikur þar sem framlag þátttakenda er að mestu lánsfé og þeir hafa annað hvort takmarkaða ábyrgð eða takmarkað tapsþol endar fyrirsjáanlega með ósköpum fyrir lánveitendur. Ef lánveitendurnir eru sjálfir mjög skuldsettir og hafa takmarkað tapsþol endar tapið að uppistöðu til hjá lánveitendum þeirra og þannig koll af kolli. Það varð enda niðurstaðan á Íslandi, eins og nánar verður vikið að síðar.

Þau fyrirtæki sem veðjuðu djارفast, svo sem Baugur, Exista, FL, Samson og Milestone, fóru á hausinn eða þurftu nauðasamninga. Það sama átti við um fjölmörg smærri fyrirtæki. Tjónið fyrir lánveitendur þeirra varð miklu meira en þeir réðu við og þeir fóru líka á hausinn. Á endanum liggur þorri tapsins hjá þeim sem lánuðu lánveitendunum og eru nú kröfuhafar í þrotabú þeirra með enga von um að fá nema brot af fé sínu til baka. Sumir þeirra eru raunar líka komnir í vandræði eða jafnvel þrot þannig að tap lendir þá einnig á lánveitendum þeirra eða skattgreiðendum í heimalandi viðkomandi ef hið opinbera hefur komið til bjargar.

Á endanum þarf allt tap að koma niður á eigin fé einhvers staðar í keðju fjármögnunaraðila. Þetta má skýra með dæmi.

Gerum ráð fyrir að á hápunkti eignaverðsbólu séu viðskiptavinir banka á pappírnum með eignir upp á 12 þúsund milljarða, þar af 10 þúsund milljarða að láni og 2 þúsund milljarða í eigið fé. Bankinn sé sjálfur með 1 þúsund milljarða í eigin fé og 9 þúsund milljarða að láni. Þegar eignaverðsbólan springur verða eignir viðskiptavinanna 5 þúsund milljarða virði. Þá tapa viðskiptavinirnir öllu sínu eigin fé og raunar 5 þúsund milljörðum betur. Bankinn tapar öllu sínu eigin fé og 4 þúsund milljörðum betur. Því tapa lánveitendur bankans 4 þúsund milljörðum. Standi eigið fé þeirra ekki undir því þá tapa lánveitendur þeirra því sem út af stendur og þannig koll af kolli.

2.5 Hvert fóru peningarnir?

Ein áleitnasta spurningin þegar litið er yfir hrúnið Ponzi-kerfi er: *Hvert fóru peningarnir?* Svárið við því er í grunninn einfalt. Þeir sem ná sínu fé út áður en halla tekur undan fæti geta hagnast verulega. Þar endar féð.

Íslenska dæmið er flóknara en hið einfalda kerfi Charles Ponzi en sama grundvallarlögmál gildir þó. Því er eðlilegt að spyrja: *Hverjir náðu sínu fé út?* Og ennfremur: *Hvar er fé þeirra?*

Í grófum dráttum má lýsa skiptingu hinna ýmsu hópa sem áttu fé undir í hinu íslenska hagkerfi eitthvað á þá leið sem gert er í töflu 3. Taflan er þó engan veginn tæmandi og í henni felst veruleg einföldun.

Tafla 3: Þátttakendur í íslenska Ponzi-leiknum

	Hlutabréfamarkaður	Fasteignamarkaður	Krónumarkaður	Lánveitandi
Hið opinbera	+ Fékk verulegar skatttekjur í uppsveiflunni. + Seldi ýmsar eignir á háu verði, t.d. Símann.	+ Fékk verulegar tekjur í uppsveiflunni, m.a. af lóðasölu, stimpilgjöldum. - Sat uppi með offjárfestingu vegna hálfbyggðra hverfa.	+ Langtímalán í erlendri mynt hagstæð. - Einstaka sveitarfélög í vanda vegna hækkunar erlendra skulda.	- Tapaði stórfé vegna veðlana Seðlabanka og vegna Icesave.
Lífeyrissjóðir	+ Tóku stöðu snemma og voru síðan nettóseljendur.		+ Högnuðust á gengisvörnum framan af. - Töpuðu á gengisvörnum undir lokin. + Fjárfestu erlendis á hagstæðu gengi.	- Töpuðu stórfé á lánum til banka og fyrirtækja.
Heppnir útrásarvíkingar (seldu snemma)	+ Seldu áður en verð lækkaði.	+ Seldu áður en verð lækkaði.	+ Komu fé sínu í erlenda mynt snemma.	
Óheppnir útrásarvíkingar	+ Græddu ótæpilega framan af. - Sátu uppi með vogaðar stöður þegar markaður hrundi.	+ Græddu ótæpilega framan af. - Sátu uppi með vogaðar stöður þegar markaður hrundi.	+ Græddu ótæpilega framan af. - Sátu uppi með vogaðar stöður þegar markaður hrundi.	
Smáir hluthafar / stofnfjáreigendur	+ Keyptu snemma og voru keyptir út snemma.			
Óheppnir smáir hluthafar / stofnfjár-eigendur	- Sátu uppi með vogaðar stöður þegar markaður hrundi.		- Sátu uppi með erlend lán þegar markaður hrundi.	
Heppnir fasteignaeigendur (keyptu fyrir 2004)		+ Hafa fengið ágæta ávöxtun á fasteignamarkaði og afnot af húsnæði.		
Óheppnir fasteignaeigendur (keyptu fyrstu íbúð eftir 2004)		- Hafa fengið neikvæða ávöxtun á fasteignamarkaði en þó afnot af húsnæði.		
Erlendir seljendur eigna	+ Brosa út að eyrum yfir verðinu sem Íslendingar greiddu.	+ Brosa út að eyrum yfir verðinu sem Íslendingar greiddu.		
Heppnir krónubréfa-spákaupmenn (fóru snemma af markaðinum)			+ Græddu á vaxtamun og gengisþróun.	
Óheppnir krónubréfa-spákaupmenn (brunnu inni)			- Töpuðu á gengisþróun og sitja nú fastir vegna hafta.	
Erlendir lánveitendur bankanna				- Töpuðu gríðarlegu fé.

Tafla 3 dregur fram að ýmsir hópar hafa að öllum líkindum komið nokkuð vel út fjárhagslega úr sviptingum undanfarinna ára. Enn eru enda til nokkrir íslenskir milljarðamæringar þótt þeim hafi fækkað til muna og milljörðunum fækkað. Þá högnuðust ýmsir erlendir aðilar augljóslega mjög mikið þegar þeir seldu íslenskum aðilum eignir á háu verði. Ljóst er að kaup íslenskra aðila á fyrirtækjum og öðrum eignum, svo sem fasteignum erlendis, voru einkum gerð þegar verð þeirra var mjög hátt. Því má ekki gleyma að þótt íslenska eignaverðsbólan hafi verið í nokkrum sérflokki var bólan alþjóðleg. Því til viðbótar var flumbrugangur íslensku útrásarvikinganna slíkur að þeir virðast hafa gert verri kaup en almennt tíðkaðist. Seljendurnir hafa því í mörgum tilfellum hagnast vel, a.m.k. ef söluverðið er borið saman við kaupverð nú, eftir að hin alþjóðlega eignaverðsbóla hefur hjaðnað. Hið lága verð nú skiptir hins vegar sköpum fyrir endurheimtur úr þrotabúum viðskiptavelda útrásarvikinganna og banka þeirra.

Það er verðugt verkefni að reyna að kortleggja þessa ýmsu hópa betur en það verður þó ekki gert hér. Hins vegar er hægt að draga fram ýmsar heildartölur úr þjóðhagsreikningum sem varpa ljósi á það hvernig þjóðarbúið sem heild kemur út úr þessu fjárhagslega. Þótt einstakir hópar verði ekki skoðaðir verður þó einnig dregið fram hvernig hið opinbera kemur út fjárhagslega.

3 Bankastræti og Laugavegur

Peningalegar eignir (t.d. hlutabréf og skuldabréf) eru ekki raunveruleg verðmæti heldur eins konar ávísanir á slík verðmæti. Eyðileggingu peningalegra eigna fylgir ekki sjálfkrafa eyðilegging raunverulegra verðmæta en hins vegar fylgir þeim mikil eignatilfærsla. Frá sjónarhóli þeirra sem áttu slíkar eignir er tjónið raunverulegt.

Þegar tölur um þjóðarbúskapinn eru skoðaðar, t.d. um landsframleiðslu, kaupmátt, eignir og skuldir, er rétt að hafa í huga að heildartölur eða meðaltöl segja ekki alla söguna. Tekju- og eignaskiptingin skiptir ekki minna máli.

Róttækustu áhrif bóllunnar og hrunsins eru vegna breytinga á tekju- og eignaskiptingu. Breytingar á meðaltölum eru oftast miklu minni.

Tjón í fjármálakerfnum fyrir hagkerfið (eða þjóðarbúið) í heild verður fyrst og fremst við það að raunveruleg verðmæti glatast eða ef framleiðsla dregst saman um lengri eða skemmri tíma. Hugsanlegur samdráttur vergrar landsframleiðslu skiptir hér mestu. Hann er óneitanlega raunverulegt tjón.

Brynt er að ná tökum á atvinnuleysi og vannýtttri framleiðslugetu vegna þessa.

Langtímahagvöxtur skiptir einnig miklu máli. Hugsanleg aukning erlendra skulda eða tap erlendra eigna getur einnig vegið þungt.

Til að átta sig betur á muninum á raunverulegum eignum og peningalegum er ágætt að styðjast við tvískiptingu hagkerfisins sem oft er notuð í Bandaríkjunum. Þar ræða menn annars vegar um fjármálakerfið, *Wall Street*, og hins vegar um raunhagkerfið, *Main Street*. Á Íslandi hefði eitt sinn mátt tala á sama hátt um Bankastræti og Laugaveg en nú er langt síðan banki hefur verið í Bankastræti og Laugavegur hefur látið nokkuð á sjá sem miðstöð verslunar.

Hið íslenska fjármálakerfi, *Wall Street*, hrundi vissulega. Öll helstu fjármálafyrirtæki landsmanna fóru í þrot. Einu undantekningarnar voru nokkur smá fyrirtæki. Jafnframt eyðilagðist eða stórskemmdist stór hluti þeirra eigna sem þessar stofnanir höfðu sýslað með, þ.e. hinar ýmsu peningalegu eignir. Eyðilegging peningalegra eigna varð slík að aldrei hefur neitt sambærilegt gerst í öðru landi, í hlutfalli við stærð viðkomandi hagkerfis.

Hins vegar hrundi íslenska raunhagkerfið, Main Street, ekki. Það heldur áfram að framleiða vörur og þjónustu og veita atvinnu. Vitaskuld hefur það orðið fyrir þungu höggi og þarf að taka ýmsum breytingum en í öllum grundvallaratriðum er það vel starfhæft. Á þeim tveimur árum sem liðin eru frá hruni fjármálakerfisins, frá október 2008, hefur íslenska hagkerfið framleitt vörur og þjónustu fyrir meira en þrjú þúsund milljarða króna. Það er í raun ótrúlegt afrek í ljósi þess sem kom fyrir fjármálakerfið.

Til þess að þetta væri hægt þurfti margt að takast. Það sem skipti mestu var að fá að nýju starfhæft fjármálakerfi og sérstaklega að halda greiðslumiðlun og innstæðukerfi gangandi. Það tókst. Án þess hefði raunhagkerfið að öllum líkindum einnig hrunið. Nútíma hagkerfi gæti ekki starfað á grundvelli reiðufjárviðskipta nema í örstuttan tíma. Innlend greiðslumiðlun stöðvaðist aldrei. Erlend greiðslumiðlun gekk mjög illa um skeið en síðan tókst einnig að koma henni í ásættanlegt horf. Viðskipti við útlönd virðast því almennt ekki hafa orðið fyrir varanlegum skakkaföllum. Helsta undantekningin er að aðgangur íslenskra aðila að erlendum fjármálamörkuðum er langt frá því að vera kominn í ásættanlegt horf aftur. Það skiptir vitaskuld verulegu máli. Með samvinnu við Alþjóða gjaldeyrissjóðinn og samningum við Norðurlöndin og Pólland í tengslum við hana hefur þó verið tryggt nægt fjármagn til að mæta fjárförf hins opinbera.

3.1 Eyddum við öllu þessu fé?

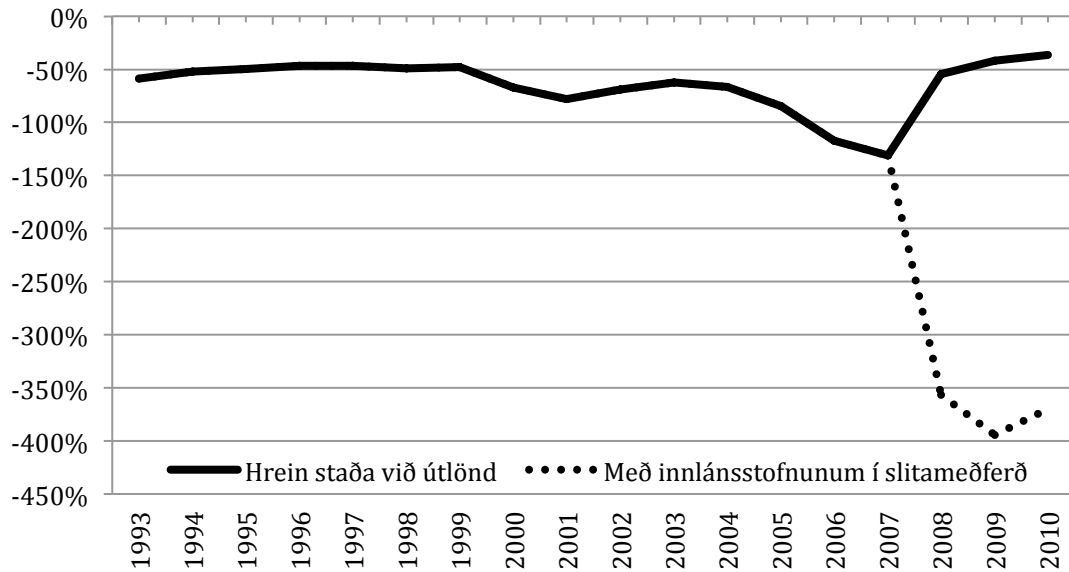
Þegar þetta er ritað, haustið 2010, liggur ekki fyrir uppgjör vegna hruns íslenska fjármálakerfisins. Raunar er fyrirsjáanlegt að það mun taka nokkur ár áður en myndin verður orðin sæmilega skýr. Þar skiptir mestu hvernig uppgjöri þrotabúa hinna föllnu banka miðar áfram. Við það kemur í ljós hvaða kröfur í þau verða viðurkenndar og hve mikið verður á endanum greitt upp í þær. Á meðan niðurstaðan úr því ferli liggur ekki fyrir verða íslenskir þjóðhagsreikningar allnokkurri óvissu háðir. Sérstaklega þýðir þetta að mat á erlendum skuldum þjóðarbúsins og hreinni erlendri stöðu þess verður ónákvæmt. M.a. vegna þess verður mat á þáttatekjum til og frá útlöndum ónákvæmt og þar með mat á þjóðartekjum. Ekki verður eingöngu óvissa um þessar stærðir í nútíma, heldur einnig hverjar þær voru í raun á nýliðnum árum.

Þrátt fyrir þetta verður hér reynt að leggja mat á helstu stærðir, þ.e. hvernig skellurinn vegna hruns íslenska fjármálakerfisins skiptist á nokkra lykilaðila. Það verður þó aldrei annað en gróft mat og gera verður ýmsa fyrirvara við það.

Farin verður sú leið að miða við sem byrjunarreit stöðu sem er nokkuð vel þekkt, þ.e. mat á hreinni stöðu þjóðarbúsins gagnvart útlöndum í lok árs 2002. Á þeim tíma var íslenska bólan lítt þanin og hafði raunar hjaðnað aðeins árin 2000 og 2001 með lækkun hlutabréfaverðs og gengis krónunnar og rólegum fasteignamarkaði. Einkavæðingu bankanna var rétt að ljúka en mestu vaxtarár þeirra voru framundan. Árið 2002 voru utanríkisviðskipti einnig í óvenju góðu jafnvægi, lítilsháttar afgangur var á viðskiptum við útlönd í fyrsta sinn síðan árið 1995.

Í lok ársins 2002 var svokölluð hrein staða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum neikvæð um 562 milljarða króna. Það þýðir að allar erlendar skuldir landsmanna, bæði einkageira og hins opinbera, að viðbættum öðrum eignum erlendra aðila hérlendis, t.d. eigin fé fyrirtækja sem eru að hluta eða öllu leyti í erlendri eigu, voru þetta mikið hærri en sú upphæð sem erlendir aðilar skulduðu íslenskum að viðbættum eignum Íslendinga í útlöndum. Á verðlagi ársins 2009 gerir þetta rétt um 860 milljarða króna.

Árin 2003 til 2008 eyddu Íslendingar mun meiru erlendis en þeir öfluðu. Það var mjög mikill halli á viðskiptajöfnuði öll árin og sum árin hefur hann sjálfsagt nálgast heimsmet, í



Mynd 7. Hrein staða við útlönd í hlutfalli við verga landsframleiðslu

Heimild: Seðlabanki Íslands.

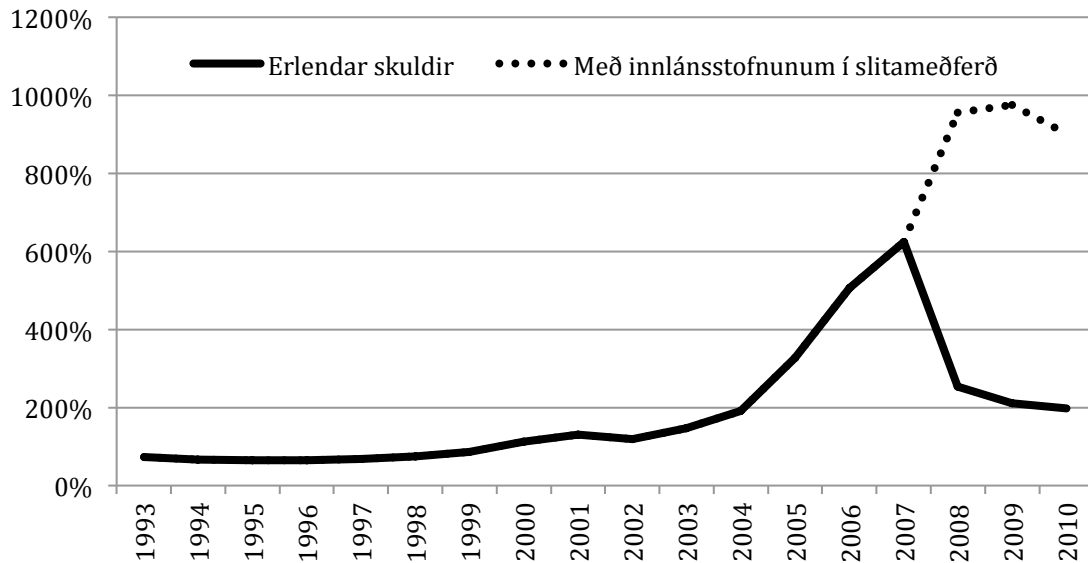
hlutfalli við landsframleiðslu. Árið 2009 dró loks verulega úr innflutningi svo að utanríkisviðskipti færðust nær jafnvægi aftur.¹⁰ Uppsafnaður halli á viðskiptajöfnuði árin 2003 til 2009 var rétt um 1.380 milljarðar króna á verðlagi ársins 2009.

Eftir svo ofboðslegan hallarekstur ætti hrein staða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum að hafa versnað til muna, raunar um svipaða upphæð og hallinn var. Sé horft á þjóðarbúið í heild, með þrotabúum hinna föllnu banka, er það einnig niðurstaðan. Raunar eru opinberar tölur Seðlabankans mun verri en þetta. Skv. þeim var hrein staða þjóðarbúsins neikvæð um 5.911 milljarða í lok ársins 2009. Myndir 7 og 8 sýna annars vegar vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins frá 1993 til miðs árs 2010 og hins vegar hreina peningalega stöðu þess gagnvart útlöndum, annars vegar með þrotabúum hinna föllnu banka og hins vegar án þeirra.

Hinir föllnu bankar eru þrotabú í slitameðferð. Þegar henni lýkur hverfa eignir þeirra og skuldir að mestu úr reikningum þjóðarbúsins. Það sem eftir mun standa og máli skiptir verða þær íslensku eignir eða kröfur á íslenska aðila sem erlendir aðilar eignast í uppgjörinu og þær eignir sem innlendir aðilar (kröfuhafar) eignast. Fyrir liggur að erlendir aðilar eru í miklum meiri hluta meðal kröfuhafa föllnu bankanna og jafnframt að megnið af eignum þrotabúanna eru erlendir. Megnið af greiðslum vegna uppgjörs bankanna verður því fólgíð í því að afrakstur af sölu erlendra eigna rennur til erlendra aðila en það hefur ekki bein áhrif á íslenskt þjóðarbú.

Sé horft á hreina stöðu þjóðarbúsins gagnvart útlöndum án hinna föllnu banka kemur allt önnur mynd í ljós. Skv. mati Seðlabankans var þessi staða neikvæð um 628 milljarða í lok ársins 2009. Sé þessi tala borin saman við töluna í árslok 2002 á sama verðlagi kemur í ljós að staðan hefur batnað um u.þ.b. 230 milljarða króna. Það er vitaskuld með hreinum ólíkindum ef íslenskir aðilar hafa eytt 1.380 milljörðum króna meiru en þeir öfluðu árin 2003 til 2009 en

¹⁰ Það er nokkur óvissa um það hver viðskiptajöfnuður ársins 2009 var í raun vegna þess að erfitt er að leggja mat á greiðslur sem snúa að hinum föllnu bönkum, t.d. áfallna vexti á skuldir þeirra sem fyrirsjáanlega verða aldrei greiddir. Enginn vafi er hins vegar á því að sé horft framhjá hinum föllnu bönkum var ríflegur afgangur af viðskiptajöfnuði þetta ár.



Mynd 8. Erlendar skuldir í hlutfalli við verga landsframléiðslu

Heimild: Seðlabanki Íslands.

enda engu að síður með 230 milljörðum króna meira íhreina peningalega eign í lok tímabilsins en í upphafi þess.

Við þessa útreikninga verður sem fyrir segir að gera allnokkra fyrirvara. Þeim verður hér skipt í nokkra liði.

3.2 Mat á hreinni stöðu

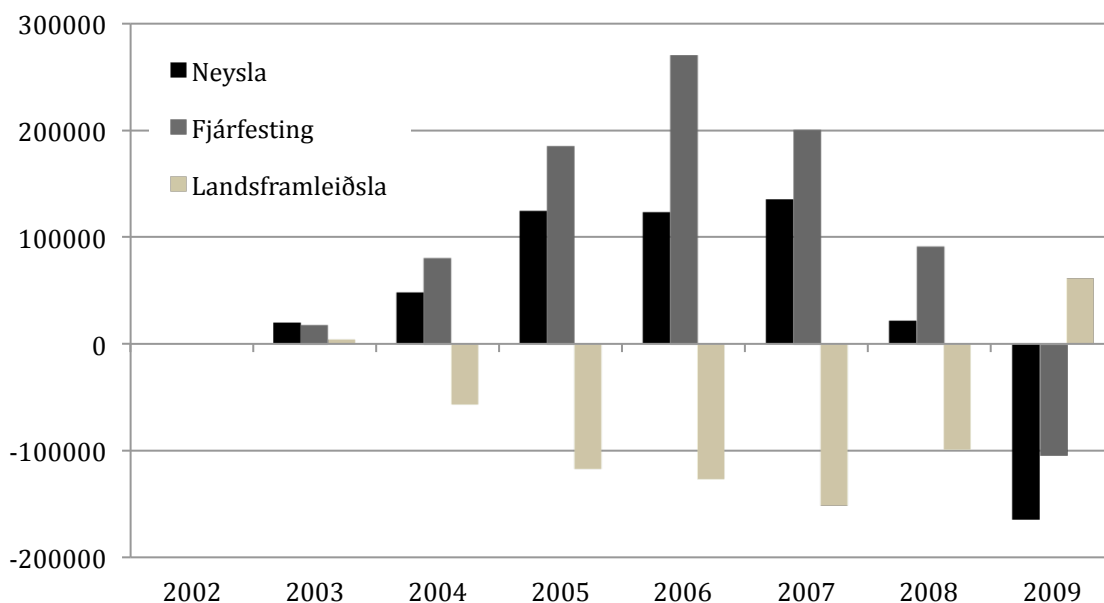
Hugsanlegt er að innlendar eignir þrotabúa föllnu bankanna verði þegar upp er staðið meiri en það sem innlendir aðilar fá greitt upp í kröfur sínar á hendur búunum. Sé það raunin þá er fyrrnefnd tala, 628 milljarðar, vanmat á því hve neikvæð hrein staða þjóðarbúsins (án þrotabúanna) er gagnvart útlöndum. Rétt er að hafa í huga í þessu samhengi að þrotabú Kaupþings og Glitnis eiga óbeint megnið af hlutfé Arion-banka og Íslandsbanka. Það er helsta innlenda eign þrotabúanna. Á móti kemur að ríkið á verulegar kröfur á þrotabúin, sérstaklega vegna veðlána sem Seðlabankinn veitti í aðdraganda hrunsins. Lífeyrissjóðir og fleiri innlendir aðilar eiga einnig umtalsverðar kröfur á þrotabúin.

Þá verður að taka tillit til væntanlegs uppgjörs vegna Icesave reikninga Landsbankans í mati á hreinni stöðu þjóðarbúsins. Sá hluti þess uppgjörs sem lendir á ríkissjóði bætist við fyrrnefnda tölu, 628 milljarða.

Þegar tekið er tillit til alls þessa er hugsanlegt að 628 milljarðar séu vanmat. Því hafi hrein staða gagnvart útlöndum ekki batnað um 230 milljarða á árunum 2002 til 2009 heldur batnað um eitthvað minna eða jafnvel versnað lítillega. Um það verður ekki fullyrt hér enda liggja tölurnar ekki fyrir. Hitt er óhætt að fullyrða að hrein staða gagnvart útlöndum hefur ekki versnað um neitt nálægt því sem samsvarar uppsöfnuðum halla, 1.380 milljörðum. M.v. svartsýnasta mat á áhrifum uppgjörs þrotabúa bankanna og Icesave á hreina stöðu þjóðarbúsins gæti sú staða varla hafa versnað um meira en 200 milljarða frá árinu 2002.

3.3 Mat á halla

Mat á uppsöfnuðum halla á viðskiptajöfnuði byggir m.a. á mati á þáttatekjum á tímabilinu. Það veldur verulegri óvissu, sérstaklega árið 2009 og síðustu mánuði ársins 2008, þegar óljóst er hvernig reikna á og meta tekjur og gjöld sem tengjast þrotabúum bankanna. Jafnvel fyrir



Mynd 9. Umframneysla, fjárfesting og landsframleiðsla m.v. 2002 sem grunnár (milljónir króna á verðlagi 2009)

Þann tíma var þó nokkrum erfiðleikum háð að ná utan um þáttatekjur.

Vegna þessa verður hér einnig skoðuð önnur leið sem byggir á vergri landsframleiðslu. Nokkuð auðveldara ætti að vera að leggja mat á verga landsframleiðslu en þjóðartekjur við aðstæður eins og þær sem hafa verið hérlendis undanfarin ár.¹¹

Aftur var byggt á árinu 2002 sem grunnári þar sem hagkerfið var að flestu leyti í þokkalegu jafnvægi. Síðan var reiknað út hvernig landsframleiðsla og þjóðarútgjöld hefðu þróast m.v. að í stað hins gríðarlega vaxtar sem hljóp í þessar stærðir hefðu þær vaxið að raunvirði á mann með sama hraða og verg landsframleiðsla á mann gerði að jafnaði árin þar á undan, frá 1980 til 2001. Árin 1980 til 2001 var hagvöxtur, þ.e. vöxtur vergrar landsframleiðslu á mann að raunvirði, um 2,08% á ári. Það var því valinn viðmiðunurvöxtur landsframleiðslu og þjóðarútgjalda í þessu dæmi. Í reynd óx landsframleiðsla miklu örar en þetta árin 2003 til 2007 og þjóðarútgjöld enn örar en landsframleiðslan sem olli mjög miklum viðskiptahalla.

Niðurstaðan er teiknuð upp á mynd 9. Í viðmiðunardæminu er landsframleiðslan á árunum 2003 til 2009 480 milljörðum minni en hún varð í raun, allt á verðlagi ársins 2009. Þetta er því sú upphæð sem það skilaði að þenja hagkerfið á yfirsúningi þessi ár. Hins vegar varð fjárfesting 741 milljarði meiri í raun en í viðmiðunardæminu og neysla (einkaneysla og samneysla samanlögð) 307 milljörðum meiri. Athyglisvert er að í viðmiðunardæminu var samneysla örlítið meiri en hún varð í raun en einkaneysla þeim mun minni. Það er því ekki hægt að skrifa þenslu árána 2003 til 2009 á mikinn vöxt samneyslu. Hins vegar jukust bæði einkaneysla og fjárfesting gríðarlega á þessum árum.

Með því að draga þá umfram landsframleiðslu sem þenslan bjó til (481 milljarðar) frá umfram neyslu og fjárfestingu (1.048 milljarðar) fæst nettó aukning upp á 567 milljarða. Líta má á það sem þann hluta þjóðarútgjaldanna sem í reynd var fjármagnaður með erlendu fé. Það er umtalsvert lægri upphæð en samanlagður reiknaður viðskiptahalli (1.380

¹¹ Bæði verg landsframleiðsla og vergar þjóðartekjur eru gallaðir mælikvarðar á efnahagslíf þjóðar af ýmsum ástæðum sem ekki verða raktar hér. Þessir gallar skipta þó ekki höfuðmáli í því samhengi sem hugtökin eru notuð hér.

milljarðar).¹² Það er þó það há upphæð að þegar breyting á hreinni stöðu gagnvart útlöndum (án hinna föllnu banka) er skoðuð blasir við að íslenskir aðilar hafa ekki eða munu ekki greiða þetta nema e.t.v. að litlu leyti.

3.4 Hvað situr þá eftir?

Mikil fjárfesting undanfarinna ára skilur eftir gríðarleg mannvirki. Virkjanir og álver hafa verið mest í umræðunni en fleira skiptir máli, íbúðir, atvinnuhúsnæði, vegir, jarðgöng, hafnir og svo mætti lengi telja. Á árunum 2003 til 2008 voru t.d. öll met slegin í nýbyggingu íbúðarhúsnæðis. Samtals bættust ríflega 17 þúsund íbúðir við þessi sex ár sem er um 6 þúsund umfram það sem búast hefði mátt við að jafnaði í venjulegu árferði. Þessi viðbót, 6 þúsund íbúðir, samsvarar rétt ríflega þriggja ára framleiðslu í meðalári.

Á verðlagi ársins 2009 var uppsöfnuð verg fjármunamyndun árána 2003 til 2009 2.505 milljarðar króna. Hreinar tölur eru lægri, sem nemur afskriftum, en þó telst raunaukning fjármunaeignar vera 1.274 milljarðar árin 2003 til 2009, á verðlagi ársins 2009.

Ekki var bara fjárfest í steypu, sem betur fer. Veruleg fjölgun hefur orðið á útskrifuðum úr framhaldsskóla, háskóla og starfsnámi undanfarin ár. Frá árinu 2003 til ársins 2009 fjölgaði t.d. háskólamenntuðum Íslendingum um meira en 14 þúsund eða rúmlega þriðjung. Þessi mannaúður er raunar ekki talin með í fjármunaeign landsmanna.

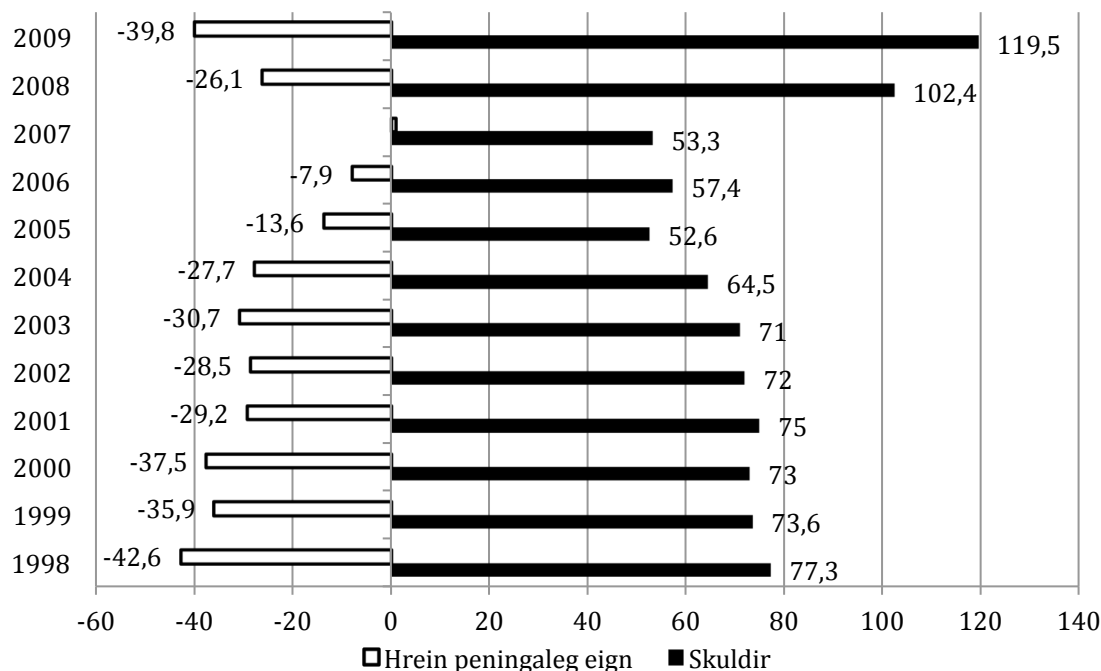
Neyslan skilur kannski minna eftir en mikil fjárfesting. Það er þó ljóst að hún var einnig gríðarleg. Auðkýfingar og hátt launaðir starfsmenn, sérstaklega í bankakerfinu, bást margir mikið á. Þeirra neysla var því áberandi og birtist m.a. í snekkjum, einkaþotum og þyrlum, kaupum á erlendum fótboltaliðum, veislum sem Loðvík 14. hefði verið fullsæmdur af og mörgu fleiru. Það er þó ljóst að ekki er hægt að skrifa nema hluta aukningar einkaneyslu árin 2003 til 2008 á þá. Afgangurinn liggur hjá almenningi sem hreifst með og naut meiri kaupmáttar, í utanlandsferðum, bílum, tjaldvögnum, flatskjám og svo mætti lengi telja. Árin 2005 til 2007 voru þannig fluttar inn meira en 20 þúsund bifreiðar á ári, langt yfir því sem tíðkast í meðalári. Sérstaklega var mikil aukning í innflutningi á dýrari tegundum bifreiða. Í lok ársins 2008 voru ökutæki á skrá á landinu 84% fleiri en þau höfðu verið 14 árum áður.

3.5 Range Rover vandinn

Margt af því sem keypt var eða reist í mesta uppganginum og þjóðin á nú hefði ekki verið fjárfest í undir eðlilegum kringumstæðum. Dýrir og óhagkvæmir bílar, t.d. Range Rover jeppar, eru eitt einkenni þessa en einnig margt af því sem tengdist auðkýfingum sérstaklega, svo sem mörg hundruð milljóna króna einbýlishús eða sumarhallir. Hjá hinu opinbera má t.d. nefna tónlistarhúsið Hörpu. Sumt var hægt að selja úr landi þegar halla tók undan fæti, t.d. einkaþotur. Þá má vitaskuld selja erlendar fasteignir. Annað er ekki hlaupið að því að selja heldur verður það að öllum líkindum nýtt innanlands framvegis, af fólki sem hefði ekki keypt það fullu verði við núverandi aðstæður. Við mat á verðmæti þessa eignasafns verður að taka tillit til þessa og færa það verulega niður.¹³ Það er þó ekki hlaupið að því að finna gott mat á verðmæti þessara eigna.

¹² Munurinn liggur m.a. í því hvernig tekið er tillit til þáttatekna frá útlöndum. Þær eru neikvæðar (nettó) alla jafna á Íslandi sem veldur því að þjóðartekjur eru minni en landsframleiðsla.

¹³ Á sama hátt má færa rök að því að hluti mikilla neysluútgjalda bóluáranna hafi verið hrein sóun, þ.e. nyt þeirra sem neyttu hafi engan veginn réttlætt fjárútlátin. Margir þeirra sjá án efa eftir kostnaðinum. Hér verður ekki reynt að leggja mat á þetta.



Mynd 10. Hrein peningaleg eign og vergar skuldir hins opinbera. Hlutfall af VLF.

Heimild: Hagstofan.

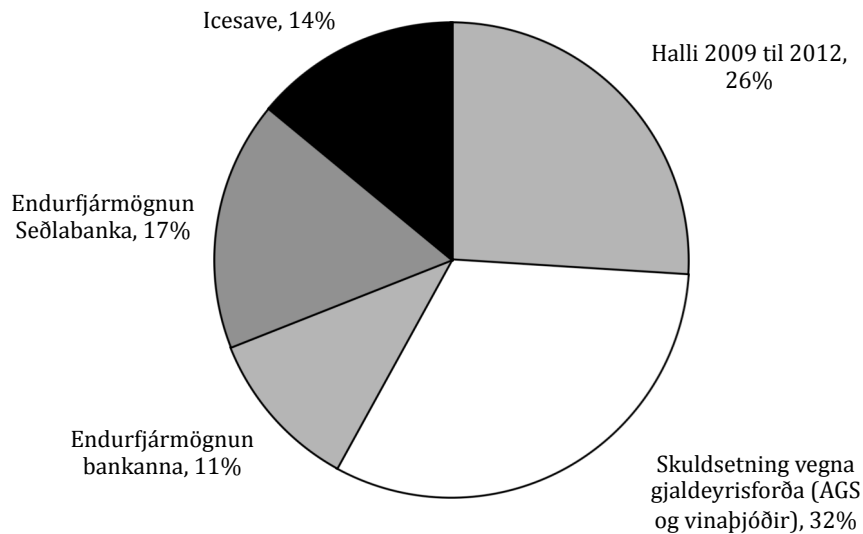
Annað skylt vandamál er að lagt hefur verið í margs konar fjárfestingar í húsnæði, bæði íbúðar- og atvinnuhúsnæði og sumarhúsum, sem er talsvert umfram það sem þörf er fyrir nú. Þótt þetta húsnæði verði væntanlega á endanum í flestum tilfellum tekið í notkun verður það vart fullnýtt næstu árin. Í sumum tilfellum er þó jafnvel ekki einu sinni ljóst hvort fasteignir eða fjárfestingar vegna þeirra verða nokkurn tíma nýttar. Það á t.d. við um undirbúning vegna hverfa sem hugsanlega munu aldrei rísa, t.d. lagna- og gatnakerfi vegna þeirra, og í einhverjum tilfellum nýrisnar eða hálfkláraðar fasteignir utan höfuðborgarsvæðisins. Taka verður tillit til þessa við mat á verðmæti sem getur verið talsvert undir þeim kostnaði sem lagt hefur verið í. Mjög líklega eru einhver nýleg mannvirki í reynd einskis virði.

3.6 Skuldir hins opinbera

Við mat á hvort heldur er hreinni stöðu þjóðarbúsins við útlönd eða heildarskuldum er rétt að hafa í huga að þjóðin eða þjóðarbúið er ekki lögaðili og hvorki skuldar né á eignir. Það gera hins vegar einkaaðilar, ríkið og sveitarfélög. Almennt gildir vitaskuld að hver ber ábyrgð á sínum skuldum og á sínar eignir. Því skiptir ekki endilega höfuðmáli hvað kemur út ef öllum eignum og öllum skuldum allra er steyppt saman, líkt og gert er í þjóðhagsreikningum. Skuldir einkafyrirtækja eru þannig fyrst og fremst áhyggjuefni þeirra og lánardrottna þeirra. Geti slíkur lántaki ekki staðið í skilum kemur það öðrum oftast lítt við. Tölur um heildarskuldir þjóðarbúsins verður því að túlka með varúð. Það þarf ekkert endilega að vera áhyggjuefni þótt þær séu umtalsverðar.¹⁴

Öðru máli gegnir um skuldir hins opinbera. Þær eru í raun sameiginlegt vandamál

¹⁴ Í þessu samhengi má t.d. benda á að vergar skuldir Lúxemborgara teljast vera ríflega fertugföld landsframleiðsla þeirra og því líklega hátt í tuttugu sinnum hærra hlutfall en vergar skuldir Íslendinga í hlutfalli við landsframleiðslu. Þetta þykir þó ekkert sérstakt áhyggjuefni í Lúxemborg.



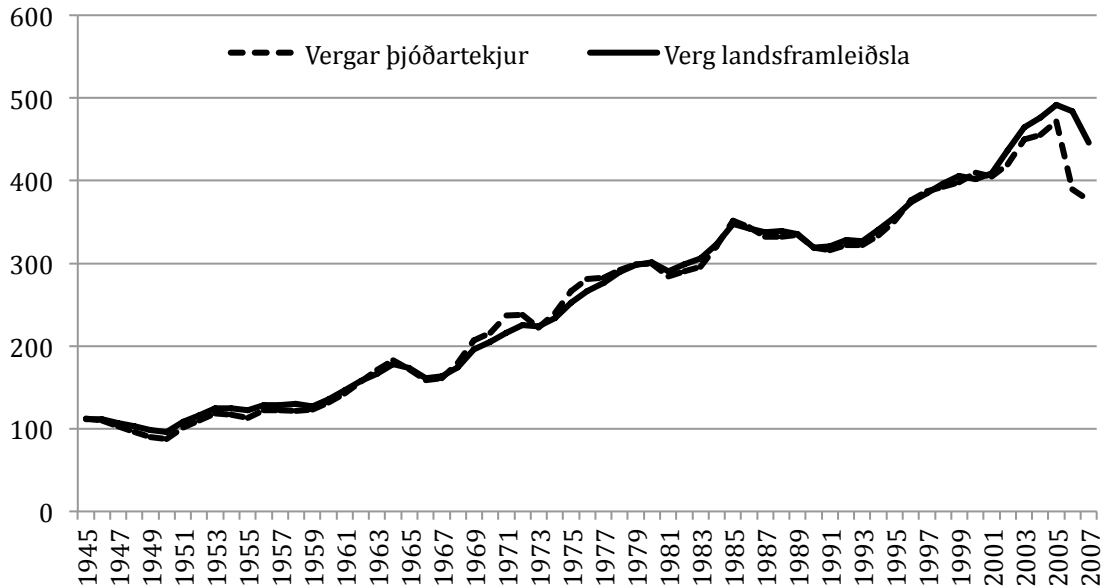
Mynd 11. Helstu ástæður aukningar skulda hins opinbera.
Hlutföll af vergri landsframleiðslu (mat vorið 2010)
Heimild: Efnahags- og viðskiptaráðuneytið.

skattgreiðenda. Skuldir hins opinbera á Íslandi hafa aukist mjög mikið frá lokum ársins 2007. Staðan er hins vegar ekki verri en svo að hrein peningaleg eign hins opinbera, þ.e. bæði ríkis og sveitarfélaga, er nánast sú sama og hún var árið 1998, í hlutfalli við landsframleiðslu. Með hreinni peningalegri eign er eins og nafnið gefur til kynna átt við peningalegar eignir (skuldabréf, innstæður, hlutabréf o.þ.u.l.) að frádregnum skuldum. Þessi stærð taldist neikvæð um sem samsvarar 39,8% af landsframleiðslu í lok ársins 2009 en var neikvæð um 42,6% af landsframleiðslu í lok ársins 1998.¹⁵ Sjá nánar mynd 10

Á þessu árabili gekk vitaskuld talsvert á. Frá 1998 til 2007 jókst hrein peningaleg eign nánast á hverju ári uns hún var orðin örhlítuð jákvæð í lok ársins 2007. Að uppistöðu til má segja að þessi bati hafi verið vegna áhrifa eignaverðsbólunnar á rekstur hins opinbera. Flestir skattstofnar bólgnuðu út. Hagnaður fyrirtækja og aukning kaupmáttar skilaði tekjusköttum, hækkun fasteignaverðs skilaði fasteignagjöldum, aukin velta virðisaukaskatti, aukinn innflutningur aðflutningsgjöldum, aukin umsvif á lánamarkaði stimpilgjöldum og svo mætti lengi telja. Auk þess fékk ríkið talsverðar tekjur af sölu eigna, sérstaklega Símans. Hið opinbera fékk svo sannarlega sinn skerf af góðærinu þrátt fyrir lækkun á ýmsum skatthlutföllum.

Staðan versnaði síðan til muna árin 2008 og 2009. Þar komu einkum þrjú liðir við sögu. Hallarekstur hins opinbera skipti mestu, þá tap Seðlabankans vegna veðlana og loks fyrirsjáanlegur kostnaður vegna Icesave. Auk þess jukust heildarskuldarnar vegna lána í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og AGS og vegna endurfjármögnunar bankanna, sérstaklega Landsbankans. Síðastnefndu tveir liðirnir hafa þó fyrst og fremst áhrif á vergar skuldir en ekki hreina peningalega eign vegna þess að eignir koma á móti skuldum. Sjá

¹⁵ Staðan á fyrirsjáanlega eftir að versna eitthvað frá því sem hún var árið 2009 áður en hún batnar aftur. Þar skiptir m.a. máli væntur hallarekstur hins opinbera árin 2010 og 2011. Líklegt er að hrein peningaleg staða náí lágmarki í ríflega -50% af landsframleiðslu m.v. þær áætlanir sem nú eru uppi.



Mynd 12. Vergar þjóðartekjur og verg landsframleiðsla
að raunvirði á mann 1945-2009 (vísitölur 1945=100)

Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar höfundar.

nánar mynd 11.

Í grófum dráttum tapaði hið opinbera við hrun fjármálakerfisins því aftur sem uppgangurinn hafði skilað. Skiptingin á milli ríkis og sveitarfélaga flækir þó málið aðeins og sérstaklega það að nokkur sveitarfélög koma mjög illa út, m.a. vegna mikilla fjárfestinga og skuldsetningar í erlendri mynt sem þau eiga í erfiðleikum með að standa undir. Heildartölurnar fyrir hið opinbera segja því ekki alla söguna.

4 Niðurstaða og umfjöllun

Þótt ekki sé búið að gera upp íslenska bóluhagkerfið er myndin smám saman að koma í ljós. Það sem helst kann að koma á óvart við þá mynd er hve fjárhagslegt tjón þjóðarbúsins sem heildar er lítið. Raunar sýna tölurnar hér að framan að þjóðarbúið í heild átti í árslok 2009 umtalsvert meiri mannvirki og mannaúð en í lok ársins 2002 og hrein peningaleg staða þess gagnvart útlöndum var svipuð. Það er með ólíkindum í ljósi þess hve mikil neysla landsmanna var á árunum 2003 til 2007.

Tjónið vegna bóluhagkerfisins er engu að síður mjög raunverulegt en það lendir að uppistöðu til á erlendum lánardrottnum hinna föllnu banka og útrásarfyrirtækjanna. Þeir greiða þegar upp er staðið fyrir stóran hluta af íslensku neyslu- og fjárfestingarveislunni og að auki fyrir hagnað þeirra ýmsu erlendu aðila sem seldu íslensku útrásarvikingunum eignir. Endanlegur reikningur vegna þess liggur ekki fyrir en líklega verður hann á milli 3 og 4 þúsund milljarðar.¹⁶

Meðaltöl eða heildartölur segja þó ekki nema hálfu söguna. Þótt íslenskt þjóðarþú komi

¹⁶ Hafa má í huga að sumir þeirra sem tapa sem kröfuhafar íslensku bankanna högnuðust áður, jafnvel verulega, á viðskiptum við íslenska bóluhagkerfið. Hreint tap slíkra aðila er því ekki jafnmikið og þær kröfur sem afskrifa þarf. Þetta er hliðstætt við þá innlendu aðila sem högnuðust fyrst á eignaverðbólunni en töpuðu síðan þegar hún hjaðnaði.

sem heild furðu vel út, og þar með meðal-Íslendingurinn, og hið opinbera á Íslandi komi nokkurn veginn út á sléttu fjárhagslega bera ýmsir innlendir hópar skarðan hlut frá borði.

Eignaverðsbólan raskaði mjög tekju- og eignaskiptingu á Íslandi, bæði meðan hún þandist út og þegar hún hjaðnaði. Þeir sem koma illa út eru fyrst og fremst þeir sem fjárfestu seint á eignamörkuðum og seldu ekki fyrir hrun. Þ.á m. þeir sem keyptu sínar fyrstu íbúðir eftir 2004 og flestir þeirra sem keyptu hlutabréf eða stofnfjárbréf á bólu tímanum. Þeir sem sátu uppi með vogaðar stöður eða stutt erlend lán þegar fjaraði undan fjármálakerfinu komu sérstaklega illa út. Þá kemur samdráttur á vinnumarkaði mjög misilla við fólk. Margir verða hans lítt varir, nema e.t.v. í tímabundnum samdrætti kaupmáttar, en aðrir verða illa úti og missa miklar tekjur vegna atvinnuleysis. Það mun taka talsverðan tíma að vinna úr þessari stöðu og eins og þegar er orðið ljóst þá geta orðið um það nokkrar deilur hvernig standa skal að málum.

Í ljósi þess að allir helstu framleiðsluþættir hagkerfisins eru lítt eða ekkert skaddaðir þrátt fyrir hrun fjármálakerfisins er framleiðslugeta þess meira eða minna öll til staðar. Það verður þó vitaskuld að færa framleiðsluþætti frá atvinnugreinum sem dragast saman, svo sem byggingariðnaði eða þjónustu við innflutning, til annarra atvinnugreina og gera ýmsar breytingar á opinbera geiranum í ljósi nýrrar stöðu. Slík aðlögun tekur alltaf tíma og þess er ekki að vænta að hún verði sérstaklega ánægjuleg, a.m.k. ekki framan af.

Ísland var fyrir hrun eitt allra ríkasta land í heimi á mælikvarða kaupmáttar, landsframleiðslu á mann og raunar einnig ef breiðari mælikvarðar eru notaðir. Það er afrakstur gríðarlegs vaxtar meira eða minna alla 20. öldina eins og sjá má að hluta á mynd 12. Bakslagið nú færir landsmenn nokkur ár aftur í tímann á þennan mælikvarða, líklega til ársins 2004 ef kaupmáttur almennings er skoðaður en 2005 ef kaupmáttur landsframleiðslu er skoðaður. Það er þrátt fyrir allt mjög góð staða, bæði í sögulegu samhengi og alþjóðlegum samanburði. Ekki eru neinar efnahagslegar ástæður fyrir því að ekki ætti að vera hægt að halda þeirri stöðu að Ísland verði áfram eitt þeirra landa heims sem búa þegnum sínum best lífskjör.

Við uppgjör sem þetta er freistandi að velta því fyrir sér hvort hægt hefði verið að breyta gangi máli til hins betra með öðrum ákvörðunum en þeim sem í raun voru teknar. Írar tóku t.d. ákvörðun að bjarga sínu bankakerfi og hættu vegna þess gríðarlega miklu af fé hins opinbera. Íslendingar áttu ekki þennan valkost í raun en gældu þó við hann í aðdraganda hrunsins. Nú er of snemmt að segja til um það hvor þjóðin mun á endanum koma betur út úr þessum hildarleik, þ.e. hvort það hefði verið affarasælla fyrir Íra að láta sína banka fara í þrot, líkt og þá íslensku. Ljóst virðist a.m.k. að írska leiðin er miklu ódýrari fyrir lánardrottna bankakerfisins en sú sem Íslendingar neyddust til að fara þegar í óefni var komið.

Að lokum er rétt að hafa í huga að ýmis skaði getur orðið sem ekki kemur fram í hagtölum, a.m.k. ekki til skamms tíma. Félagslegir innviðir skipta ekki minna máli en margar efnahagsstærðir, bæði fyrir efnahagslífið sem slíkt og mannlíf almennt. Hafi þeir skemmst illa í sviptingum undanfarinna ára getur verið að sá skaði verði ekki ljós að fullu fyrr en langt er um liðið. Það sama má segja um orðspor Íslendinga í augum umheimsins. Það hefur að ýmsu leyti beðið hnekki. Margir hafa tapað miklu á íslenska útrásarhagkerfinu og verða vart jafnfúsir til viðskipta við íslenska aðila í framtíðinni. Erfitt er að meta afleiðingar þess nú.

Heimild