

Fjármálakreppan sem skall á hér á landi haustið 2008 hafði mikil áhrif á þjóðarbúskapinn. Efnahagssumsvif drógust verulega saman, fjöldi starfa tapaðist og atvinnuleysi varð meira en það hafði mælst um langa hríð. Vorið 2010 náði þjóðarbúskapurinn loks viðspyrnu og efnahagsbati hófst. Framan af var hann hægfara og ójafn en sótti í sig veðrið þegar frá leið, ekki síst vegna mikils viðskiptakjarabata og ótrúlegs vaxtar í ferðaþjónustu.

Nú þegar tíu ár eru liðin frá því að fjármálakreppan skall á er ekki úr vegi að reyna að leggja mat á hve mikið framleiðslutapið í kjölfar fjármálakreppunnar var. Samanburður við áætlaðan leitnivöxt bendir til þess að uppsafnað framleiðslutap nemi um þriðjungi af landsframleiðslu eða sem samsvarar um 2½ m.kr. á hvern landsmann.

Samdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar hefur verið endurheimtur og gott betur

Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands dróst landsframleiðslan saman um 6,8% árið 2009 og um 3,4% til viðbótar árið 2010 eða samtals um 10%.¹ Samdráttur landsframleiðslu á mann var áþekkur eins og mynd 1 sýnir. Bæði var samdrátturinn djúpur og langan tíma tók að vinna hann til baka: það er ekki fyrr en árið 2015 að landsframleiðslan nær aftur því stigi sem hún var á fyrir fjármálakreppuna, þ.e. sex árum eftir að kreppan skall á. Mikill hagvöxtur undanfarin þrjú ár gerir það síðan að verkum að áætlað er að landsframleiðslan verði líðlega fimmtungi meiri í ár en þegar hún var mest fyrir fjármálakreppuna.

Þessi mikli hagvöxtur endurspeglar hins vegar að hluta til mikla mannfjöldaaukningu og því hefur vöxtur landsframleiðslu á mann verið hægari, sérstaklega undanfarin tvö ár. Landsframleiðsla á mann náði því ekki fyrra hámarki fyrr en árið 2016 og verður í ár ríflega 7% meiri en þegar hún var mest árið 2007.

Samdrátturinn var meiri hér á landi en í öðrum iðnríkjum en batinn var einnig kröftugri

Samdrátturinn hér á landi var töluvert meiri en meðal helstu iðnríkja og að jafnaði meðal helstu viðskiptalanda eða OECD-ríkja (sjá mynd 2). Samdrátturinn var tæplega 3% í Bandaríkjunum og um 3½% í helstu viðskiptalöndum og að meðaltali í OECD-ríkjum. Hann var öllu meiri á evrusvæðinu eða 4½% sem litaðist mjög af þróuninni á Írlandi, í Grikklandi og í löndunum á Pýreneaskaga. Ástæður þess að samdrátturinn varð meiri hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum eru margar og endurspeglar að verulegu leyti að mikið þjóðhagslegt og fjármálalegt ójafnvægi hafði byggst upp í aðdraganda fjármálakreppunnar. Birtist það t.d. í miklum viðskiptahalla og hraðvaxandi skuldsetningu, m.a. í erlendum gjaldmiðlum. Ólíkt því sem gerðist í öðrum iðnríkjum varð fjármálakreppan hér á landi því tvíþætt. Til viðbótar við viðtæka bankakreppu varð einnig alvarleg gjaldeyris-kreppa en rannsóknir sýna að þegar þetta tvennt fer saman (þ.e. svo kölluð tviburakreppa) verður efnahagssamdrátturinn jafnan mun dýpri og langvinnari.²

Mynd 2 sýnir hins vegar einnig hversu hraður efnahagsbatinn hér á landi hefur verið í alþjóðlegum samanburði. Það á sérstaklega við síðustu ár: meðalhagvöxtur á Íslandi undanfarin fimm ár hefur

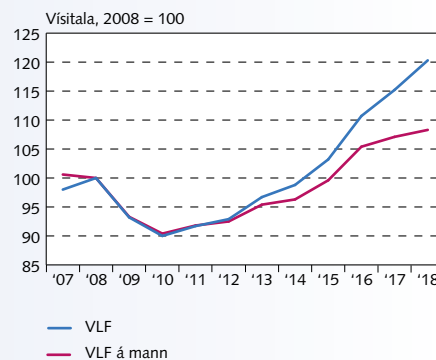
1. Samdrátturinn er meiri ef miðað er við ársfjórðungslegar tölur en samkvæmt þeim dróst landsframleiðslan saman um 13% frá fjórða ársfjórðungi 2007 til fyrsta ársfjórðungs 2010 en frá þeim tíma tók landsframleiðslan að aukast á ný.
2. Sjá t.d. Bordo o.fl. (2001) og Hutchinson og Noy (2005). Ítarlegri umfjöllun um fjármálakreppuna hér á landi og ástæður hennar, auk alþjóðlegs samanburðar, má t.d. finna í Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011), Bjarni G. Einarsson o.fl. (2015) og Sigríður Benediktsdóttir o.fl. (2017). Í rammagrein IV-2 í *Peningamálu* 2010/4 er samdrátturinn hér á landi einnig borinn saman við reynsluna úr öðrum alvarlegum fjármálakreppum eins og t.d. norrænu bankakreppunni og Asíukreppunni.

Rammagrein 2

Þjóðarbúskapurinn áratug eftir fjármálakreppuna

Mynd 1

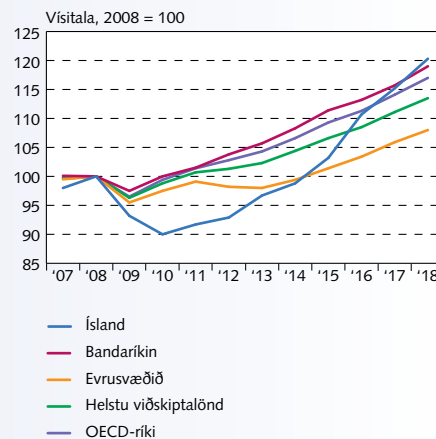
Efnahagssamdráttur og -bati á Íslandi í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Efnahagssamdráttur og -bati í alþjóðlegum samanburði¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018 fyrir öll ríkin nema OECD-svæðið sem byggist á spá OECD.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

verið 4,4% en einungis um 2% í helstu viðskiptalöndum og enn minni eða 1½% á evrusvæðinu.

Framleiðslutap í kjölfar fjármálakreppunnar verulegt og langvarandi

Þróun landsframleiðslunnar frá fjármálakreppunni og sú staðreynd að hún hefur nú náð fyrra hámarki segir þó ekki alla söguna um alvarleika fjármálakreppunnar. Til að fá betri mynd af því framleiðslutapi sem varð í kjölfar kreppunnar þarf að leggja mat á hver þróun landsframleiðslunnar hefði verið ef ekki hefði orðið fjármálaáfall. Slíkt mat er alltaf háð mikilli óvissu en hefðbundin leið til að meta tapið er að bera raunverulega þróun landsframleiðslunnar saman við mat á leitniferli hennar og áætla framleiðslutapið sem uppsöfnuð frávik framleiðslunnar frá leitniferlinu í kjölfar fjármálakreppunnar.

Tvö álitaefni vakna hins vegar sem geta haft veruleg áhrif á endanlegt mat á framleiðslutapinu. Í fyrsta lagi þarf að ákveða við hvaða leitnivöxt eigi að miða en hið metna framleiðslutap verður því meira sem leitnivöxturinn er talinn meiri. Æskilegt er að valið á leitnivextinum endurspegli sem best það sem raunhæft er að ætla að þjóðarþvíð hefði getað vaxið um að meðaltali hefði fjármálakreppan ekki skolið á. Oft er notast við meðalhagvöxt árána í aðdraganda fjármálakreppunnar en æskilegt er að forðast að láta það mat litast um of af hagvaxtarþróun rétt fyrir áfallið ef mikill hagvöxtur árána fyrir fjármálakreppuna endurspeglar undirliggjandi ójafnvægi sem byggðist upp í aðdraganda kreppunnar. Þetta á sérstaklega við hér á landi þar sem verulegt ójafnvægi hafði byggst upp í aðdraganda fjármálakreppunnar og hagvöxtur um langt skeið verið vel yfir því sem raunhæft er að samræmist langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þetta sést t.d. í nýlegri greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2018) á framleiðslutapi í kjölfar fjármálakreppunnar þar sem notast er við meðalhagvöxt árána 2000-2008 til að meta leitnivöxtinn. Hér á landi var meðalhagvöxtur á þessu tímabili 3,6% sem er varla raunhæft að ætla að hefði getað staðist til lengdar. Alþjóðlegur samanburður Laeven og Valencia (2013) á framleiðslutapi í kjölfar fjármálakreppunnar er sama marki brenndur þegar kemur að mati á þróuninni hér á landi.

Hitt álitaefnið snýr að því að ákveða við hvaða tímamark á að miða upphaf leitniferilsins en sú ákvörðun felur í sér þá afstöðu að aukning landsframleiðslunnar fram að þeim tímamarki sé varanleg og því ekki birtingarmynd þess ójafnvægis sem var að byggjast upp í aðdraganda kreppunnar. Matið á framleiðslutapinu verður því meira sem upphafspunktur leitniferilsins er nær upphafi kreppunnar í tíma og hætta á ofmati á tapinu verður því meiri sem ójafnvægið í aðdraganda kreppunnar er meira.

Laeven og Valencia (2013) miða upphaf leitniferilsins við fjögur ár áður en kreppan skellur á sem er árið 2004 í tilfalli Íslands og er því fylgt hér. Það rímar ágætlega við þá staðreynd að hið efnahagslega og fjármálalega ójafnvægi tók að byggjast hratt upp í kjölfar umbreytinga á innlendu fjármálakerfi seint árið 2004 og hins hraða útlánavaxtar sem varð í kjölfarið. Þessu til viðbótar bendir mat Seðlabankans til þess að árið 2004 hafi framleiðslustig þjóðarbúsins verið nálægt framleiðslugetu og framleiðsluþættir því nálægt fullri nýtingu.

Til að forðast að láta mat á leitnivextinum litast um of af miklum hagvexti í aðdraganda fjármálakreppunnar er hér miðað við meðalhagvöxt yfir nokkuð langt tímabil sem undanskilur árin fyrir fjármálakreppuna þegar ójafnvægið í þjóðarþvínu var sem mest. Fyrir valinu varð tuttugu ára tímabil sem miðast við tímabilið fram að upphafspunkti leitniferilsins, þ.e. árin 1984-2003. Meðalhagvöxtur á þessu tímabili er 2,8% sem er nálægt 2,7% mati Seðlabankans á langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins.

Mynd 3 sýnir samanburð á þróun landsframleiðslunnar og leitniferli hennar. Eins og myndin sýnir fela ofangreindar forsendur í sér að nokkuð af hagvexti árána fyrir fjármálakreppuna er talið vera ósjálfbært en árið 2009 fellur landsframleiðslan niður fyrir leitniferil sinn og er undir honum þar til árið 2017. Uppsafnað framleiðslutap (svæðið undir leitniferlinum) yfir þetta tíu ára tímabil (árin 2009-2018) er um 35% sem er áþekkt því 32% framleiðslutapi sem Laeven og Valencia meta að meðaltali meðal þróaðra ríkja í kjölfar fjármálakreppna frá árinu 1970 en meira en það 25% tap sem fæst að meðaltali í síðustu fjármálakreppu.³ Efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar voru því veruleg: áætlað er að uppsafnað framleiðslutap nemi liðlega þriðjungi af landsframleiðslu sem samsvarar varanlegu tekjutapi sem nemur um 2½ m.kr. á hvern landsmann.

Þetta er svipað tap og Laeven og Valencia (2013) áætla en þeir telja að framleiðslutapið hér á landi hafi verið um 42% en er töluvert minna en þau 86% sem Sigríður Benediktsdóttir o.fl. (2017) áætla.⁴ Mismunandi mat endurspeglar ólíkar forsendur um undirliggjandi leitnivöxt landsframleiðslunnar og upphafspunkt leitniferilsins. Heldur hærra mat Laeven og Valencia (2013) endurspeglar að þeir miða við töluvert hærra leitnivöxt en hér er miðað við en á móti vegur að þeir meta tapið einungis fyrir fyrstu þrjú árin eftir að kreppan skellur á. Hærra mat Sigríðar Benediktsdóttur o.fl. (2017) skýrist af því að þau miða upphafspunkt leitniferilsins við árið 2007, sem felur í sér töluvert hærra upphafspunkt leitniferilsins en hér er miðað við þótt á móti vegi að þau gera ráð fyrir minni leitnivexti. Forsendur þessara tveggja rannsókna endurspeglar líklega að greining þeirra einblínir á alþjóðlegan samanburð þar sem mikilvægt er að forsendur séu samræmdar milli landa. Það mat sem hér er birt horfir hins vegar eingöngu til þróunarinnar hér á landi sem gerir það auðveldara að velja forsendur sem eiga betur við innlenda hagþróun. Þessar mismunandi niðurstöður bera þess glögglega merki hve matið á framleiðslutapinu í kjölfar fjármálakreppunnar er háð þeim tveimur undirliggjandi forsendum sem fjallað var um hér að framan. Þær sýna hins vegar allar hve alvarleg og langvarandi áhrif fjármálakreppunnar voru.

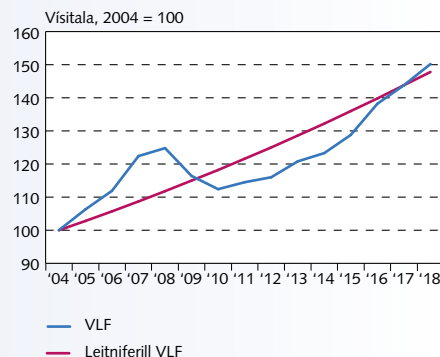
Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018). The global recovery 10 years after the 2008 financial meltdown. *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2018.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 68.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001). Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, apríl 2001, 52-82.
- Hutchinson, M. M., og I. Noy (2005). How bad are twins? Output costs of currency and banking crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37, 725-752.
- Laeven, L., og F. Valencia (2013). Systemic banking crises database. *IMF Economic Review*, 61, 225-270.
- Sigríður Benediktsdóttir, Gauti B. Eggertsson og Eggert Þórarinnsson (2017). The rise, fall, and resurrection of Iceland: A postmortem analysis of the 2008 financial crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, haustið 2017, 191-281.
- Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.

3. Matið á framleiðslutapinu hér á landi lækkar hins vegar í 23% ef frávikid fyrir árið 2008 er einnig talið með eins og Laeven og Valencia (2013) gera en þá var landsframleiðslan liðlega 11% yfir leitniferli sínum (munurinn er þó talsvert minni hjá Laeven og Valencia). Þar sem fjármálakreppan skellur á seint árið 2008 er hins vegar talið réttara að miða útreikning framleiðslutapsins við tímabilið frá og með árinu 2009.

4. Bordo o.fl. (2001) mæla framleiðslutapið með uppsöfnuðum mun hagvaxtar og leitnivaxtar (mældum með meðalhagvexti fimm ár fyrir áfallið) frá því að fjármálakreppan hefst og þangað til að hagvöxtur nær aftur leitnivextinum. Á þennan hátt fæst framleiðslutap sem nemur um 44%.

Mynd 3
Landsframleiðslan í samanburði við leitniferil¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.