

Marta Wajda-Lichy

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

LEKCJE Z DOŚWIADCZEŃ ISLANDII W PRZECIWDZIAŁANIU SKUTKOM KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Islandia była pierwszą spośród gospodarek krajów europejskich, która odczuła skutki światowego kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych. Wielkość aktywów sektora finansowego kilkakrotnie przekraczająca poziom PKB tej gospodarki oraz zła struktura portfela inwestycyjnego banków sprawiły, że system bankowy Islandii stanął wobec groźby bankructwa. Działania rządu oraz pomoc międzynarodowa ustabilizowały sytuację, jednak skutki działań interwencyjnych wiązały się m.in. ze wzrostem zadłużenia sektora finansów publicznych oraz silną deprecjacją waluty islandzkiej. Ze względu na odmienną, w porównaniu z krajami Unii Europejskiej, reakcją władz na zakłócenia na rynkach finansowych, jak również stosunkowo szybką poprawę kondycji gospodarczej doświadczenia Islandii są interesujące pod względem oceny skuteczności działań stabilizacyjnych, w tym wprowadzenia kontroli przepływów kapitału oraz wykorzystania kursu walutowego jako tzw. automatycznego stabilizatora koniunktury.

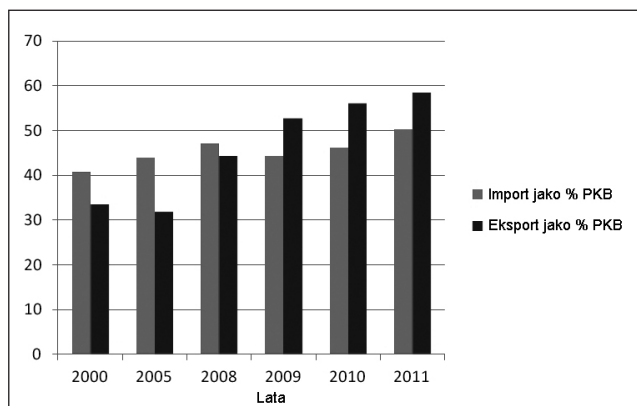
Gospodarka Islandii przed kryzysem

Islandia jest małą gospodarką europejską o wysokim stopniu otwartości. Silne powiązania z zagranicą obejmują nie tylko wymianę handlową, ale także rynki finansowe¹. Największymi partnerami handlowymi Islandii są kraje Unii Euro-

¹ W 2009 r. Islandia wprowadziła kontrolę kapitału, jednak do tego czasu była silnie zintegrowana z resztą świata pod względem finansowym.

pejskiej. Udział importu z Unii Europejskiej jako procent całości importu Islandii w okresie 2001-2011 wynosił średnio około 60%. Powiązania z Europą kontynentalną wynikają zarówno z bliskości geograficznej, jak i formalnoprawnych rozwiązań, które pozwalają Islandii, jako członkowi Europejskiego Obszaru Gospodarczego, korzystać z większości zasad funkcjonowania wspólnego rynku².

W ciągu ostatniej dekady stopień globalizacji gospodarki Islandii dynamicznie wzrastał. W 2000 r. import stanowił około 40% PKB, a eksport niespełna 33,5% (rys. 1). W 2011 r. udział eksportu w stosunku do PKB zwiększył się do 58%, a importu do 50%.



Rys. 1. Stopień otwartości gospodarki Islandii mierzony wielkością importu i eksportu do PKB

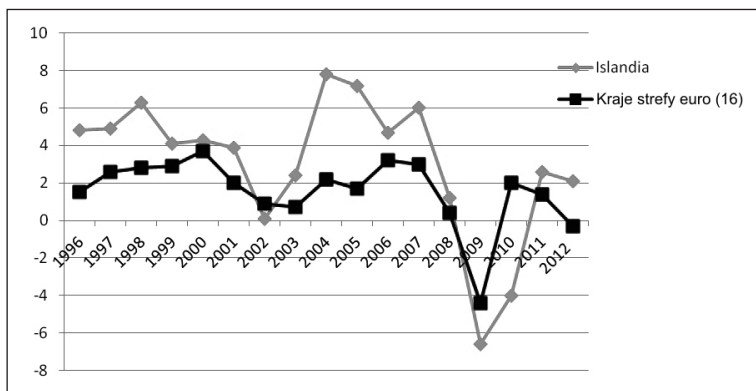
Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, April 2012 (06.2012).

Rosnące powiązania z zagranicą oznaczają, że koniunktura gospodarcza Islandii w dużej mierze jest uzależniona od kondycji ekonomicznej innych gospodarek, będących jej partnerami handlowymi oraz źródłem inwestycji zagranicznych. Obserwując dynamikę PKB można zauważyć, że tempo wzrostu gospodarczego Islandii charakteryzują większe amplitudy wahań w porównaniu ze średnią dla krajów strefy euro³ (rys. 2). Dynamiczny wzrost gospodarczy Islandii, sięgający w 2004 r. 8%, rozpoczął się w 2002 r. i trwał do 2007 r., kiedy tempo wzrostu PKB wyniosło 6%. Należy zauważyć, że dla gospodarki wysoko rozwiniętej, której średni poziom dochodu per capita, po uwzględnieniu parytetu siły

² Warto zauważyć, że mając w relacjach z krajami Unii Europejskiej swobodę w zakresie przepływu dóbr, usług, kapitału i siły roboczej Islandia do 2009 r. raczej sceptycznie odnosiła się do kwestii pełnego członkostwa w strukturach unijnych. Choć akcesja do Unii Europejskiej dzieliła i nadal dzieli zarówno polityków, jak i całe społeczeństwo, to w obliczu kryzysu finansowego w 2009 r. Parlament Islandii niewielką większością głosów podjął decyzję o złożeniu wniosku o członkostwo w Unii Europejskiej.

³ Porównanie Islandii z krajami strefy euro wydaje się bardziej właściwe niż odniesienie do Unii Europejskiej jako całości ze względu na zbliżony poziom rozwoju tych obszarów.

nabywczej, znacznie przekraczał średnią dla krajów strefy euro (o około 20 pkt. proc.)⁴, a poziom bezrobocia utrzymywał się poniżej 3%, a więc poniżej poziomu naturalnego bezrobocia, średnioroczne tempo wzrostu rządu 7% było wysokie i doprowadziło do przegrzania koniunktury. Dane OECD potwierdzają, że w gospodarce Islandii w latach 2005-2008 realny PKB przewyższał potencjalny PKB. Dodatnia luka PKB wynosiła od 2,0% do 3,6%. Na skutek szybkiego wzrostu gospodarczego pojawiły się presja inflacyjna, jak też deficyt w bilansie handlowym, który w 2006 r. sięgnął 17,5% PKB⁵.



Rys. 2. Tempo wzrostu PKB w gospodarce Islandii i krajach strefy euro (stopy średnioroczne)

Źródło: Dane Eurostat, dostęp na ec.europa.eu/eurostat (06. 2012).

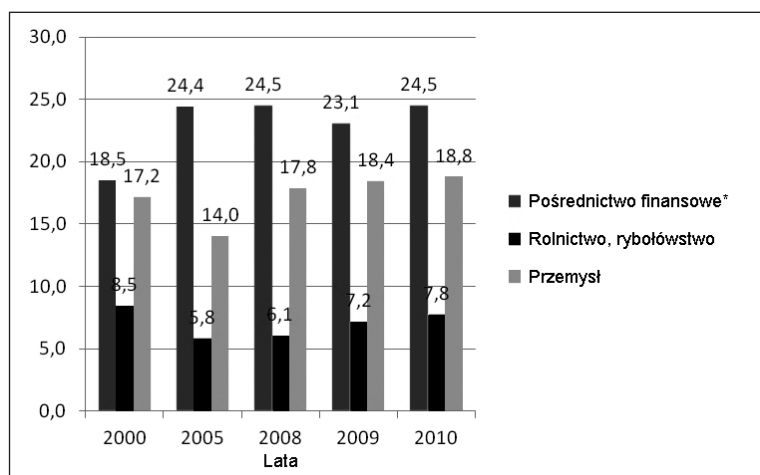
W odniesieniu do rynku pracy, gospodarkę Islandii w okresie przed kryzysem oprócz niskiego bezrobocia charakteryzowała wysoka stopa zatrudnienia, która w latach 2000-2008 była bliska 85%. Implikuje to stosunkowo niską skuteczność ewentualnych działań stymulujących wzrost gospodarczy poprzez zwiększenie aktywności zawodowej. Warto dodać, że kraje Unii Europejskiej w strategii Europa 2020 wyznaczyły jako poziom docelowy stopę zatrudnienia w wysokości 75%, wykazując jednocześnie udział ludności pracującej w liczbie ludności w wieku produkcyjnym na poziomie przeciętnie 62% (2011 r.).

Kolejną charakterystyczną tendencją obserwowaną w gospodarce Islandii przed kryzysem był intensywny napływ kapitału zagranicznego, zarówno w formie inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych. W okresie 2000-2004 wartość inwestycji bezpośrednich wynosiła w skali roku około 2-3% PKB, a w 2006 r.

⁴ Indeks porównujący PKB per capita według parytetu siły nabywczej stosowany przez Eurostat jako 100 traktuje średni dochód na osobę w 27 krajach UE. Islandia w okresie 1995-2011 wykazywała przeciętnie wartość indeksu 127, podczas gdy kraje strefy euro 110. Eurostat ec.europa.eu/eurostat

⁵ Dane OECD, OECD iLibrary na <http://stats.oecd.org/>

i 2007 r. napływ tej formy kapitału odnotowano na poziomie odpowiednio 24% i 33% PKB. Fala wzmożonego napływu kapitału portfelowego była związana z prywatyzacją sektora bankowego, zapoczątkowaną w 2000 r. oraz promowaniem Islandii jako światowego centrum finansowego, którego filarem miały być trzy banki: Glitnir, Landsbanki oraz Kaupthing Bank. Strategia ekspansji usług sektora finansowego trwała do 2007 r. W tym okresie wartość aktywów w bilansach banków islandzkich wzrosła z 200% PKB (2002 r.) do prawie 1000% PKB tego kraju (2008 r.)⁶. Korzystając z obowiązującej w krajach Unii Europejskiej zasady jednolitego paszportu banki islandzkie mogły oferować swoje produkty w innych krajach UE, bez konieczności uzyskania odrębnej licencji w każdym z nich. Prowadzona przez nie działalność transgraniczna (Icesave, Kaupthing Edge), jak i w formie oddziałów zakładanych w krajach Unii Europejskiej przyczyniła się do pozyskania wielu klientów, zwłaszcza z Wielkiej Brytanii i Holandii. Dynamiczny rozwój usług finansowych odzwierciedla zmiana udziału tego sektora w strukturze PKB. W 2000 r. wartość dodana sektora usług pośrednictwa finansowego była porównywalna z udziałem produkcji przemysłowej w tworzeniu PKB (rys. 3). W późniejszych latach usługi finansowe stanowiąc prawie 25% wartości dodanej znacznie przewyższyły produkcję przemysłową, której wartość dodana utrzymała się na poziomie około 18%.



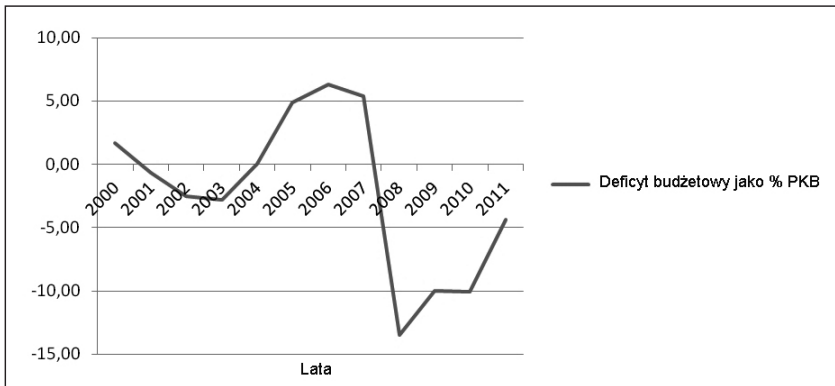
Rys. 3. Wartość dodana wytwarzana przez sektor pośrednictwa finansowego, produkcji przemysłowej i rolnictwa w gospodarce Islandii

Źródło: Dane OECD, <http://stats.oecd.org/> (06.2012)

* Sektor ten obejmuje także obsługę nieruchomości i usługi dla przedsiębiorstw.

⁶ Dane: Bank centralny Islandii (www.sedlabanki.is)

Islandia podobnie jak inne kraje nordyckie charakteryzuje się wysokim poziomem aktywności państwa w obszarze polityki społecznej, obejmującej m.in. ochronę socjalną obywateli. Oznacza to, że wysoki jest zarówno poziom wydatków państwa (42% PKB w 2005 r.), jak też dochodów (47% PKB w 2005 r.), w tym obciążeń z tytułu podatków (40% PKB w 2005 r.)⁷. Pomimo funkcjonowania państwa opiekuńczego Islandia przed kryzysem wykazywała nadwyżki budżetowe rządu 6% PKB (2006 r.), co w dużej mierze wynikało z wysokiego wzrostu PKB w okresie 2003-2007.



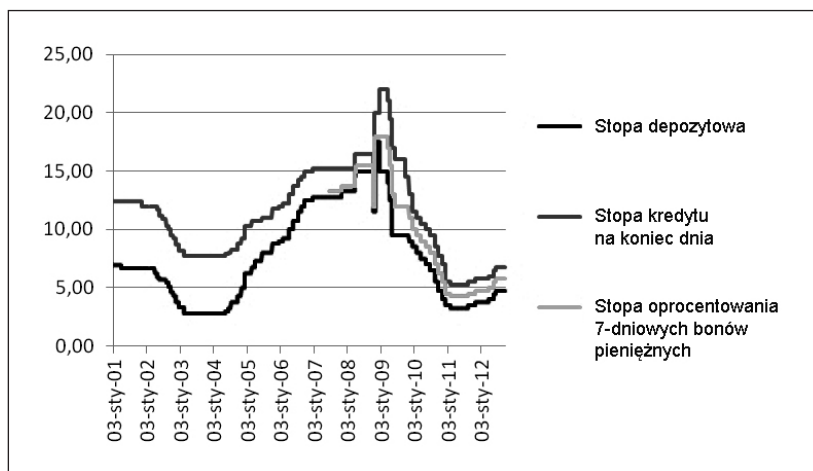
Rys. 4. Deficyt budżetowy Islandii w okresie 2000-2011

Źródło: Ibid.

W odniesieniu do polityki pieniężnej bank centralny Islandii od maja 2001 r. realizuje cel w postaci utrzymania stabilnego poziomu cen. Cel inflacyjny mierzony na podstawie indeksu cen konsumpcyjnych jest ustalany w porozumieniu z rządem i wynosi 2,5% w skali roku⁸. Niezależność banku ma zatem wymiar jedynie instrumentalny. Odpowiedzialność za realizację strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) bank centralny ponosi przed rządem. Jeśli inflacja odchyliła się o więcej niż 1,5 pkt. proc. od wyznaczonego celu, wówczas bank centralny musi przedstawić rządowi raport na temat przyczyn tej rozbieżności oraz wskazać planowane działania korygujące.

⁷ Dane OECD, <http://stats.oecd.org/>

⁸ Wysokość stopy inflacji wyznaczona jako cel polityki pieniężnej banku centralnego Islandii nie zmieniła się od początku przyjęcia tej strategii, czyli od 2001 r.



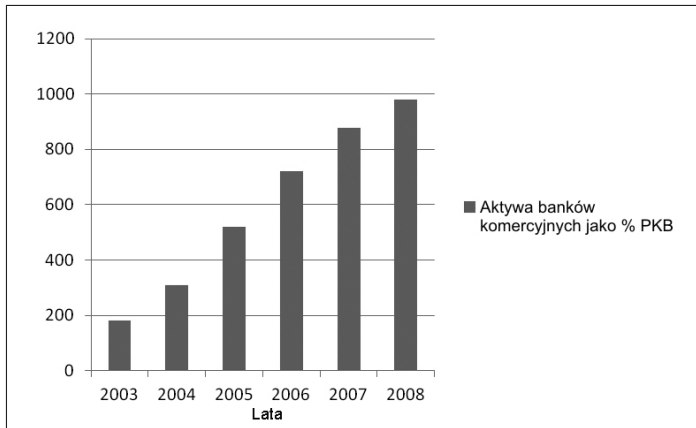
Rys. 5. Podstawowe stopy procentowe banku centralnego Islandii w latach 2001-2012

Źródło: Dane banku centralnego Islandii, www.sedlabanki.is (06.2012).

Decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmuje pięciosobowy Komitet Polityki Pieniężnej, którego członkowie, w tym prezes banku centralnego Islandii, mianowani są przez premiera. Przyjęcie w marcu 2001 r. strategii BCI okazało się skuteczną metodą ograniczenia inflacji. Stopa inflacji z ponad 6% w 2001 r. spadła do 1,4% w 2003 r. i do 2005 r. utrzymywała się poniżej celu inflacyjnego, jednak w latach bezpośrednio poprzedzających kryzys inflacja wzrosła do 4,6% (2006 r.) i 3,6% (2007 r.). Wobec powyższego Bank centralny Islandii (Sedlabanki) od 2005 r. zaczął podwyższać stopy procentowe, ale było to działanie zachęcające do napływu kapitału i okazało się niewystarczające do wyhamowania boomu popytowego i presji inflacyjnej.

Konsekwencje kryzysu finansowego dla gospodarki Islandii

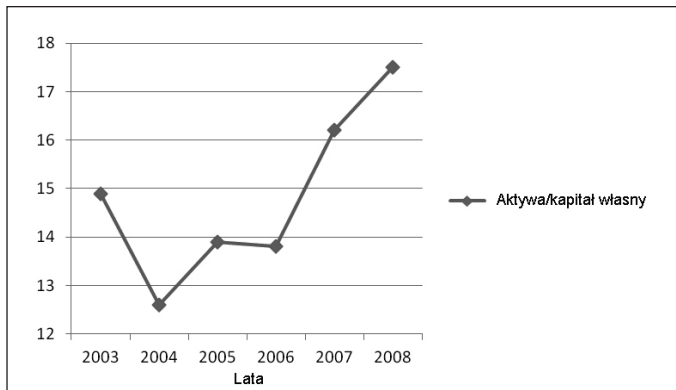
Kryzys finansowy w Islandii był nieuniknioną konsekwencją nadmiernie dynamicznej akcji kredytowej i inwestycyjnej prowadzonej przez islandzkie banki. Ryzykowne inwestycje w instrumenty finansowe znacznie przekraczające wartość posiadanych depozytów były możliwe dzięki ścisłej integracji finansowej z rynkami Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej, co z jednej strony umożliwiło zaciąganie przez banki islandzkie kredytów i przyjmowanie depozytów od podmiotów zagranicznych, a z drugiej nabywanie, jak się okazało w dużej mierze toksycznych, instrumentów finansowych.



Rys. 6. Aktywa finansowe sektora bankowego Islandii w latach 2003-2008

Źródło: Ibid.

Do 2006 r. inwestowanie w instrumenty finansowe oferowane przez banki islandzkie wydawało się bezpieczne m.in. za względu na stosunkowo niski wskaźnik aktywów do kapitału (poziom dźwigni), co potwierdzała wysoka ocena (AAA) tych instytucji dokonywana przez światowe agencje ratingowe, a także tzw. „stres-testy” opracowane przez instytucje nadzoru finansowego⁹. Jak pokazuje rys. 7, w latach 2007 i 2008 wskaźnik dźwigni gwałtownie wzrósł do poziomu ponad 16 i 17,5, co wskazywało na znaczne zwiększenie prawdopodobieństwa bankructwa banków w przypadku pojawienia się strat.



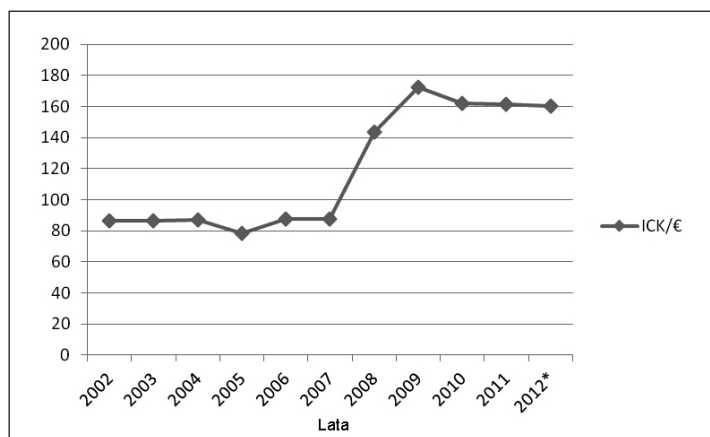
Rys. 7. Wskaźnik dźwigni finansowej banków komercyjnych Islandii w okresie 2003-2008

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych banku centralnego Islandii, www.sedlabanki.is (06.2012)

⁹ L. Ong, M. Čihák, *Of Runes and Sagas: Perspectives on Liquidity Stress Testing Using an Iceland Example*, IMF Working Papers nr 156, 2010.

Analizując sytuację sektora bankowego Islandii przed kryzysem należy także uwzględnić, że w 2007 r. 60% aktywów i ponad 75% depozytów złożonych w bankach komercyjnych tego kraju było denominowanych w walutach zagranicznych¹⁰, co w warunkach kursu płynnego sprawiało, że tzw. ekspozycja na ryzyko zewnętrzne była bardzo wysoka. Upadek we wrześniu 2008 r. banku Lehman Brothers i gwałtowny spadek cen instrumentów finansowych, w tym m.in. typu CDO (collateralized debt obligations), czy MBS (mortgage-based security), które w bilansach banków islandzkich stanowiły znaczny udział, wywołały poważne zakłócenia płynności sektora bankowego Islandii. Wobec problemów z płynnością w październiku 2008 r. trzy największe banki Islandii, stanowiące 95% sektora usług bankowych tego kraju, okazały się niewypłacalne. W wyniku szybko podjętej przez Parlament Islandii ustawy, tzw. Emergency Act, banki te zostały znacjonalizowane. W 2009 r. państwo przejęło kolejny bank islandzki – Straumur Burdars.

Następstwem załamania się systemu bankowego był gwałtowny odpływ kapitału, spadek o 90% obrotów na giełdzie w Rejkiawiku¹¹ oraz silna deprecjacja korony islandzkiej, która w IV kwartale 2008 r. straciła ponad 75% wartości wobec dolara i euro (rys. 8). W kolejnym roku presja na osłabienie waluty islandzkiej utrzymała się, jednak stopa deprecjacji była mniejsza i w skali roku wyniosła około 25%.



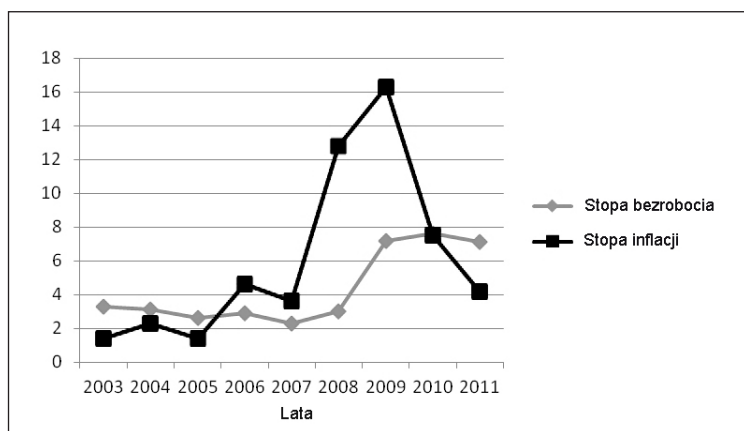
Rys. 8. Nominalny kurs korony islandzkiej do euro (kurs średnioroczny)

Źródło: Eurostat, ec.europa.eu/eurostat (06.2012)

¹⁰ M. Guðmundsson, *Iceland's crisis and recovery and the crisis in the eurozone*, BIS Speeches, 20.07.2010, <http://www.bis.org/country/is.htm>

¹¹ IMF, *World Economic Outlook*, Database April 2012, www.imf.org/external/pubs/ft/weo

Konsekwencją silnej deprecjacji waluty islandzkiej była presja inflacyjna. Stopa inflacji wzrosła z 3,6% w 2007 r. do 12,9% w 2008 r., a w 2009 r. do 16,3%, co znacznie odbiegało od celu banku centralnego (rys. 9). W warunkach utraty płynności przez sektor bankowy oraz przy wzroście kosztów obsługi zadłużenia wynikającym z powszechnej indeksacji o wskaźnik kursu walutowego bądź inflacji, zmniejszyła się ilość udzielanych kredytów oraz konsumpcja i PKB. Recesja utrzymywała się w 2009 r. i 2010 r., kiedy PKB skurczył się odpowiednio o 6,6% oraz 4% w stosunku do poziomu z roku poprzedniego (rys. 2). Ujemne tempo wzrostu gospodarki Islandii skutkowało gwałtownym wzrostem bezrobocia, które w 2007 r. było na poziomie 2,3%, a w 2009 r. wzrosło do ponad 7% (rys. 9).

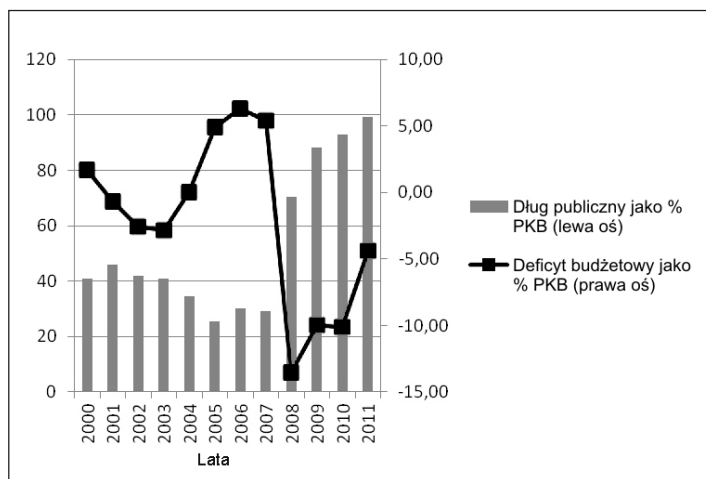


Rys. 9. Bezrobocie i inflacja w gospodarce Islandii w okresie 2003-2011

Źródło: Ibid.

Dalszą konsekwencją nagłego „wyhamowania” gospodarki Islandii („sudden stop”) oraz działań interwencyjnych rządu było pogorszenie stanu finansów publicznych, a co za tym idzie wzrostu rentowności obligacji rządowych¹². Z nadwyżki budżetowej w wysokości 5,4% PKB w 2007 r. Islandia przeszła w stan deficytu, który w 2008 r. wyniósł 13,5% PKB, a w kolejnych dwóch latach utrzymywał się blisko 10% PKB. Wzrost zobowiązań rządu spowodowany m.in. nacjonalizacją banków i restrukturyzacją zadłużenia zwiększył się z 29% w 2007 r. do 70% w 2008 r. i w 2011 r. osiągnął poziom 100% PKB (rys. 10).

¹² W październiku 2008 r. rentowność 5-letnich obligacji skarbowych wynosiła ponad 15%, podczas gdy miesiąc wcześniej około 9%. Bank Islandii, www.sedlabanki.is



Rys. 10. Deficyt budżetowy i dług publiczny jako % PKB

Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, April 2012.

Działania stabilizacyjne i strategia wyjścia z kryzysu

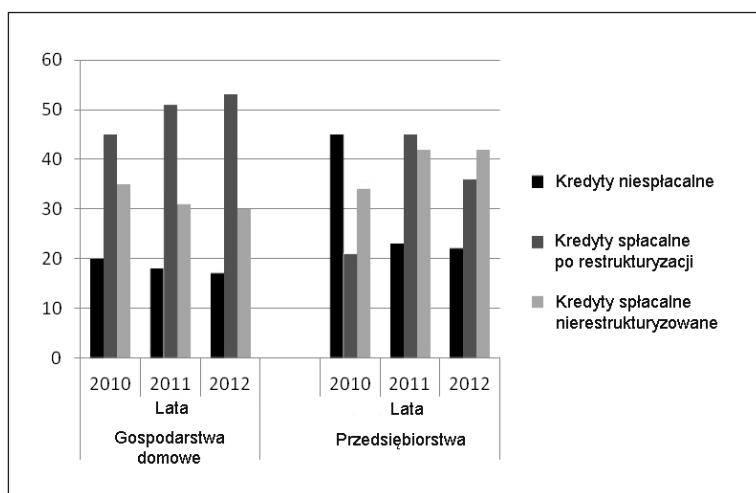
Przyjmując rozwiązania prawne Unii Europejskiej w zakresie integracji finansowej, w tym tzw. skonsolidowaną dyrektywę bankową, Islandia miała zorganizowany nadzór bankowy oraz system gwarancji depozytów na szczeblu narodowym. Skala środków, jakie islandzki fundusz gwarancji depozytów musiałby posiadać chcąc zaspokoić w 2008 r. wiarytelności klientów banków znacznie przekraczała możliwości dokonania skutecznych interwencji. Fakt, że wiarytelności wobec trzech największych islandzkich banków były denominowane w 75% w walutach zagranicznych sprawiał, że nawet po przejęciu upadłych banków przez państwo rząd Islandii nie był w stanie wypłacić wszystkich depozytów, ponieważ ich wartość znacznie przekraczała wielkość funduszu gwarancyjnego, a także poziom rezerw banku centralnego. Rozwiązaniem tego problemu mogła być pomoc międzynarodowa. Pożyczka udzielona w 2008 r. z MFW wyniosła 2,1 mld USD. Pomocy finansowej udzieliły także inne kraje nordyckie, w tym Szwecja i Norwegia oraz Polska¹³, której obywatele stanowią w Islandii jedną z największych grup emigrantów. Otrzymując pomoc z MFW Islandia zobowiązała się do realizacji planu obejmującego: stabilizację waluty, finansów publicznych

¹³ IMF, *Iceland Country Report* No. 12/89, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012cr1289.pdf>

oraz restrukturyzację systemu finansowego, który po reformie miał być ukierunkowany na rynek krajowy. Aby zrealizować powyższe cele wprowadzono kontrolę przepływu kapitału, która była kluczowym elementem strategii przeciwdziałania skutkom kryzysu. To niekonwencjonalne działanie oznaczało, że zamrożono depozyty podmiotów zagranicznych. Ustawa z 2008 r. wyodrębniła trzy nowe banki – New Landsbanki, Arion Banki i Islandsbanki oraz powołała dwie komisje zajmujące się likwidacją starych banków i rozpatrywaniem wobec nich roszczeń. Z kolei ustawa o regulacji zobowiązań zagranicznych, tzw. ustawa o Icesave, podjęta przez nowo wybrany w 2009 r. Parlament przewidywała spłatę zobowiązań wobec rządów Wielkiej Brytanii i Holandii, które wypłaciły swoim obywatelom pieniądze (prawie 3,9 mld EUR) – zdeponowane w bankach islandzkich¹⁴. Ustawa ta została jednak zawetowana przez prezydenta Grimssona, który w swej decyzji powołał się na dwa referenda, w których Islandczycy odmówili spłaty zobowiązań powstałych w wyniku źle nadzorowanego systemu bankowego. Powyższe decyzje świadczyły o silnej determinacji Islandczyków do ochrony interesów narodowych. Reakcja władz była zatem odmienna od działań zastosowanych w Grecji, Hiszpanii czy Irlandii, gdzie system bankowy ratowano wprowadzając rządowe gwarancje dla depozytów oraz luzując politykę pieniężną. Banki Islandii choć były duże, to jednak zasada „too big to fail” nie sprawdziła się.

Nowo powstałe banki islandzkie zagwarantowały wypełnienie zobowiązań tylko wobec krajowych firm i osób prywatnych. Długi zagraniczne zaciągnięte przez stare banki nie zostały uregulowane. Program antykryzysowy obejmował także restrukturyzację zadłużenia. Większość kredytów hipotecznych była udzielona na warunkach indeksacji o kurs walutowy. Silna deprecjacja waluty islandzkiej drastycznie zwiększyła koszty obsługi zadłużenia. Władze Islandii zdecydowały o umorzeniu części kredytów przekraczających 110% wartości nieruchomości oraz o zawieszeniu indeksacji opartej na zmianach kursu walutowego. Szacuje się, że umorzono długi gospodarstw domowych na kwotę około 200 mld ISK (12% PKB) i firm na kwotę 900 mld ISK (ponad 50% PKB). Oprócz tego wydłużono okresy zapadalności udzielonych kredytów.

¹⁴ Komisja Europejska, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, Opinia Komisji w sprawie wniosku Islandii o członkostwo w Unii Europejskiej, Bruksela, 24.2.2010, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52010DC0062:PL:NOT>



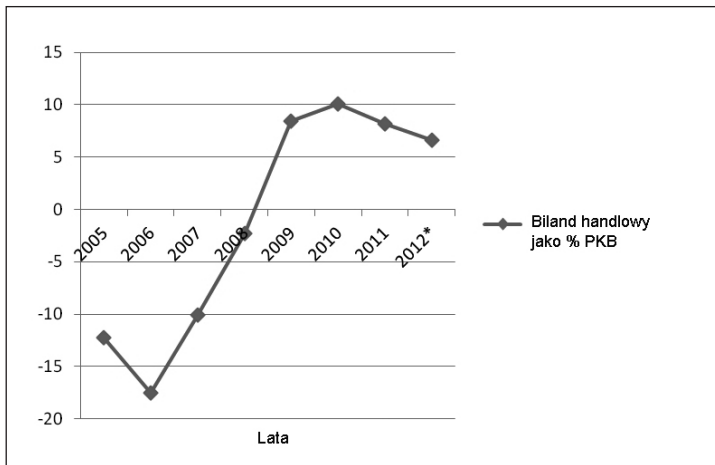
Rys. 11. Struktura kredytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w gospodarce Islandii (w %)

Źródło: Bank Centralny Islandii, The financial system: outlook and major risks, czerwiec 2012.

Istotnym obszarem działań stabilizacyjnych w Islandii była polityka fiskalna. Dobry stan finansów publicznych w okresie poprzedzającym kryzys pozwolił na wykorzystanie działania automatycznych stabilizatorów koniunktury. Progresywny system podatkowy przyczynił się do zmniejszenia obciążeń fiskalnych osobom o niższych dochodach. Władze Islandii preferowały także utrzymanie na wysokim poziomie ochrony socjalnej obywateli, szczególnie wobec szybko rosnącego bezrobocia i spadku płac realnych, dlatego zwiększono wydatki rządowe, w tym transfery, co pozwoliło podtrzymać popyt wewnętrzny. Wobec wzrostu deficytu budżetowego do ponad 13% w 2008 r., w 2009 r. opracowano działania konsolidujące stan finansów publicznych, przy czym ciężar dostosowań skierowano na wzrost podatków pośrednich, zwiększenie progresywności systemu podatkowego, wprowadzenie podatku od czynności finansowych oraz redukcję wydatków w obszarach, gdzie możliwe było zwiększenie efektywności. Wielkość deficytu w 2011 r. udało się zmniejszyć do 4,4%, jednak dług publiczny w relacji do PKB nadal sięgał prawie 100% PKB. Uwzględniając niekorzystny wpływ tak dużego zadłużenia na wzrost gospodarczy, władze Islandii zadeklarowały jego redukcję do poziomu 60% PKB do 2016 r.¹⁵

¹⁵ Badania C. Reinharta, V. Reinharta i K. Rogoffa nad zależnością wielkości długu publicznego i wzrostu gospodarczego pozwoliły sformułować wnioski mówiące o niższym o 1,2 pkt. proc. wzroście gospodarczym w krajach, gdzie zadłużenie było większe niż 90% PKB, *Debt Overhangs: Past and Present*, NBER Working Paper nr 18015, April 2012.

Obok kontroli kapitału, restrukturyzacji zadłużenia i narzędzi fiskalnych istotnym instrumentem stabilizacji gospodarki islandzkiej był kurs walutowy. Silna deprecjacja waluty islandzkiej (rys. 8) okazała się korzystna dla poprawy konkurencyjności eksportu.



Rys. 12. Saldo bilansu handlowego Islandii (jako % PKB)

Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, April 2012.

Gospodarka Islandii, która w okresie silnego wzrostu dochodu narodowego wykazywała ujemne saldo obrotów handlowych sięgające 17% PKB, w 2009 r. i 2010 r. odnotowała nadwyżki rzędu 10%. Strategia przeciwdziałania skutkom kryzysu zakładała stabilizację kursu, głównie ze względu na redukcję inflacji i kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego, jednak w ciągu dwóch lat pozwolono na silne osłabienie waluty. Od 2010 r. korona islandzka zaczęła zyskiwać na wartości, przy czym jej cena w 2012 r. (160 ISK = 1 EUR) pozostawała znacznie poniżej poziomu z 2007 r. (około 87 ISK = 1 EUR), co pozwalało utrzymywać dodatni eksport netto.

Niekonwencjonalne rozwiązania antykryzysowe przyjęte w Islandii przyniosły pozytywne efekty. W 2011 r. odnotowano wzrost PKB o 2,6%. Warto odnotować, że w 2011 r. wzrost w strefie euro wyniósł 1,4%, a na 2012 r. prognozowano ujemną stopę -0,3%¹⁶, przy czym kondycja gospodarcza krajów, które podobnie jak Islandia doświadczyły silnych zaburzeń na skutek kryzysu finansowego, tj. Grecji, Irlandii, Hiszpanii była znacznie gorsza, ponieważ stopy wzrostu PKB w 2011 r. wyniosły odpowiednio -6,7%, 0,7% i 0,4%. Stopa inflacji w 2011 r. wyniosła w Islandii 4,2%, co przekraczało cel inflacyjny, jednak oznaczało znaczną

¹⁶ Dane z Eurostat, ec.europa.eu/eurostat.

redukcję wobec poziomu z 2009 czy 2010 r. Wejście Islandii na ścieżkę dezinflacji wydaje się wiarygodne ze względu na utrzymanie przez bank centralny strategii BCI oraz prowadzenie od 2011 r. działań restrykcyjnych w zakresie polityki pieniężnej. Ponadto, redukcji inflacji sprzyja konsolidacja finansów publicznych. Należy zauważyć, że Islandia nadal utrzymuje kontrolę przepływu kapitału, co zgodnie z tzw. trójkątem niespójności umożliwia prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej i stabilizację kursu walutowego¹⁷. Rozwiązania w tym zakresie miały być jednak doraźne, dlatego w miarę zyskiwania stabilności makroekonomicznej należy oczekiwać, że Islandia zliberalizuje przepływy kapitału, przy czym w warunkach wzmocnienia nadzoru nad krajowymi rynkami finansowymi nie powinno to wywoływać zakłóceń.

Zakończenie

Model islandzkiej reakcji na kryzys skłania do pytania, czy przyjęte rozwiązania mogłyby być zastosowane w innych gospodarkach, np. należących do strefy euro. Strategia wyjścia z kryzysu opierająca się na:

- przejęciu upadłych banków przez państwo, jednak bez regulacji zobowiązań wobec podmiotów zagranicznych,
- wykorzystaniu w pierwszej fazie kryzysu narzędzi fiskalnych oraz kursu jako automatycznych stabilizatorów koniunktury,
- wprowadzeniu kontroli przepływu kapitału,
- restrukturyzacji zadłużenia podmiotów krajowych, łącznie z umorzeniem części kredytów,
- konsolidacji finansów publicznych

okazała się dla Islandii skutecznym sposobem wyjścia z recesji. Traktowanie powyższych rozwiązań jako uniwersalnych nie byłoby jednak właściwe. Zastosowanie tak drastycznych posunięć, jak kontrola kapitału czy odmowa zaspokojenia wiarygodności osób zagranicznych było w przypadku Islandii podyktowane skalą zobowiązań, które znacznie przekraczały możliwości finansowe tej małej gospodarki. Ponadto deprecjacja kursu nie jest możliwa w przypadku krajów strefy euro, które nie posiadają odrębnej waluty, a wymianę handlową prowadzą głównie z innymi krajami Unii Gospodarczej i Walutowej. Przeszkodę w wykorzysta-

¹⁷ O zasadzie określanej mianem trójkąta niespójności szerzej w: R. Baldwin, Ch. Wyplosz, *Economics of European Integration*, McGrawHill Companies, Berkshire 2009; P.J. Montiel, *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012; O. Blanchard, *Makroekonomia*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

niu strategii Islandii przez kraje takie, jak Grecja czy Irlandia stanowią także ograniczenia formalnoprawne, które wynikają z funkcjonowania tych państw w Unii Europejskiej. Na przykład Pakt Stabilności i Wzrostu oraz jego pochodne regulacje przyjęte po 2009 r. (m.in. tzw. sześciopak) ograniczają swobodę w zakresie wykorzystania instrumentów fiskalnych. Zatem, choć z ekonomicznego punktu widzenia rozwiązania Islandii, zaakceptowane zresztą przez MFW, wydają się korzystne, to w przypadku gospodarek uczestniczących w unii walutowej nie są możliwe do zastosowania.

Literatura

- Baldwin R., Wyplosz Ch., *Economics of European Integration*, McGrawHill Companies, Berkshire 2009.
- Bank Centralny Islandii, *The financial system: outlook and major risks*, <http://www.cb.is/financial-stability/the-financial-system--outlook-and-major-risks/>
- Blanchard O., *Makroekonomia*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Eurostat, *ec.europa.eu/eurostat*.
- Guðmundsson M., *Iceland's crisis and recovery and the crisis in the eurozone*, BIS Speeches, 20.07.2010, <http://www.bis.org/country/is.htm>
- IMF, *Iceland Country Report* No. 12/89, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1289.pdf>
- IMF, *World Economic Outlook*, Database April 2012, www.imf.org/external/pubs/ft/weo
- Komisja Europejska, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, *Opinia Komisji w sprawie wniosku Islandii o członkostwo w Unii Europejskiej*, Bruksela, 24.02.2010
- Montiel P.J., *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.
- OECD, *Economic Outlook 2011*, <http://www.oecd.org/eco/economicoutlookanalysisandforecasts/>
- Ong L., Čihák M., *Of Runes and Sagas: Perspectives on Liquidity Stress Testing Using an Iceland Example*, IMF Working Papers No. 156, 2010.
- Reinhart C.M., Reinhart V., Rogoff K., *Debt Overhangs: Past and Present*, NBER Working Paper No. 18015, April 2012.

LESSONS FROM ICELAND'S EXPERIENCE IN ANTICRISIS ACTIVITIES

Summary

Iceland was the first European country which was severely hit by the financial crisis of 2008. The consequences of rapid increase in financial services and fast economic growth led to overheating in Icelandic economy and collapse of the banking sector. Iceland formulated a recovery program focused on unusual element – capital control. Moreover, exchange rate stability, restructurization of debts and consolidation of public finance were also introduced as stabilization measures. Comparing to others European economies, like Greece or Spain, in 2011 the condition of Icelandic economy was better (higher rate of GDP growth, lower unemployment rate and public deficit). The strategy adopted by Iceland turned out to bring successful results, but there is a question whether it could be implemented in others economies.