

Martin B. Carstensen

## Små stater i den perfekte storm: krisehåndtering og økonomisk troværdighed i Irlands og Islands finansielle kriser

Til trods for at Irland og Island siden 2008 har gennemlevet nogle af historiens største finansielle og økonomiske kriser, nyder de to små åbne økonomier nu relativt høje vækstrater og lav arbejdsløshed og anses som succeshistorier. I begge lande har krisehåndteringen haft fokus på at genoprette internationale kapitalmarkederes tillid til de to økonomier, men hvor Island har kompenseret befolkningen gennem en socialt afbalanceret sparepolitik og gældsftergivelse, har Irlands sparepolitik fulgt en mere ortodoks europæisk tilgang med betydelige ulighedsskabende effekter. Islands heterodokse tilgang var mulig gennem kapitalkontrol og en devaluering af valutaen, hvorimod Irland hverken kunne devaluere eller nedskrive bankernes gæld. Artiklen viser, hvordan afhængigheden af internationale kapitalmarkeder og opgivelsen af monetær politik begrænser den fleksibilitet, små stater tidligere har nydt, og øger afhængigheden af heldige udviklinger i verdensøkonomien.

Fra at have gennemgået et fuldstændigt kollaps i deres respektive banksektorer, en økonomisk krise, en krise i statens finanser og en krise i deres internationale omdømme, oplever Irland og Island otte år efter finanskrisens udbrud nogle af de vestlige økonomiers højeste vækstrater og laveste arbejdsløshed (IMF, 2015a/b). På den ene side er det et klassisk eksempel på Katzensteins (1985) argument om små staters evne til at klare sig på verdensmarkederne gennem fleksibel tilpasning baseret på de politiske og økonomiske elites villighed til at ofre sig på kort sigt for på lang sigt at opnå økonomiske resultater. Til trods for et højt konfliktniveau i det politiske system var der således efter indgåelsen af de to landes respektive låneprogrammer – Island med IMF og Irland med Troikaen (IMF, EU-Kommissionen og ECB) – udpræget enighed om både mål og midler i den økonomiske genopretning.

På den anden side nåede Irland og Island deres nuværende relativt positive position ad to forskellige veje. Efter i oktober 2008 at have garanteret alle indenlandske bankaktiver i de tre største – og på det tidspunkt nationaliserede – islandske banker og ladet udenlandske aktiver indgå i konkursboet samt

forhandlet en låneaf tale med IMF gennemførte Island kapitalkontrol og gælds-  
eftergivelse for husholdninger og virksomheder. Derudover søgte man i de om-  
fattende beskæringer af offentlige udgifter at opretholde Islands nordisk inspi-  
rerede universelle velfærdsstat, herunder niveauet for sociale ydelser. Dette er  
i overensstemmelse med Katzensteins (1985) compensationstese, nemlig at små  
åbne økonomier vil kompensere deres befolkninger for den øgede økonomiske  
turbulens, der følger af økonomisk åbenhed. I modsætning hertil gennemførte  
Irland omfattende nedskæringer i den offentlige sektor og foretog først sent i  
forløbet gældsnedskrivelse og ikke i samme omfang som i Island. Den irske  
krisehåndtering var i vid udstrækning baseret på, hvad man mente, internatio-  
nale kapitalmarkeder ønskede sig, og i langt mindre grad at beskytte befolk-  
ningen mod konsekvenserne af sparepolitikken.

Den følgende analyse af forskellene mellem Irlands og Islands håndtering  
af finanskrisen – som er baseret på interviews med i alt 25 beslutningstagere  
og eksperter i de to lande samt offentligt tilgængelig datamateriale – kaster lys  
over betydelige ændringer i små staters evne til at reagere effektivt og fleksi-  
belt på pludselige skift i verdensøkonomien. For det første viser begge cases,  
hvordan staters behov for gældsfinansiering gennem internationale kapitalmar-  
keder har øget betydningen af omverdenens opfattelse af landets økonomi og  
økonomiske politiks troværdighed betragteligt. I begge lande var det således et  
eksplicit og centralt mål for krisestyringen at vende tilbage til de internationale  
kapitalmarkeder ved at fremme landets anseelse blandt internationale investo-  
rer og kreditvurderingsbureauer.

For det andet viser sammenligningen, at den fleksibilitet, Island oplevede i  
krisestyringen, var betinget af at kunne føre selvstændig monetær politik – der  
på afgørende vis fremmede eksporten – og muligheden for at indføre kapital-  
kontrol. I modsætning hertil var Irland løbende nødt til at reagere på (opfat-  
tede) skift i markederne, der ofte var forbundet med eksterne udviklinger, i  
særdeleshed udviklingen i eurokrisen. Som medlem af euroen kunne Irland  
ligeledes ikke devaluere sig ud af krisen. Selvom vigtige institutionelle og or-  
ganisatoriske ændringer er blevet gennemført i Irland, har den økonomiske  
succes således mere at gøre med heldige udviklinger i amerikanske og britiske  
markeder end den gennemførte sparepolitik (Brazys og Regan, 2015). I be-  
tragtning af at Island med sin egen møntfod bør ses som outlier, peger den  
øgede finansielle integration og eksistensen af en fælles europæisk valuta i ret-  
ning af en betydelig indskrænkning i små, vestlige økonomiers økonomiske og  
finansielle manøvrerum, i særdeleshed deres evne til at kompensere befolkning-  
erne for konsekvenserne af økonomisk åbenhed.

## Små åbne økonomier og internationale kapitalmarkeder

Hvordan kan små, åbne Vesteuropæiske stater udvise både stor økonomisk fleksibilitet og omstillingsevne og samtidig være præget af en høj grad af politisk stabilitet? I sit klassiske studie af en række små åbne økonomiers håndtering af økonomisk ustabilitet i 1970'ernes Vesteuropa argumenterede Katzenstein for, at kombinationen af økonomisk fleksibilitet og politisk stabilitet er gensidigt konstituerende:

elites in the small European states, while letting international markets force economic adjustments, choose a variety of economic and social policies that prevent the costs of change from causing political eruptions. They live with change by compensating for it (Katzenstein, 1985: 24).

I studiet af små åbne økonomier tog Katzenstein udgangspunkt i vestlige landes øgede økonomiske åbenhed, især deres afhængighed af at eksportere til andre lande, et behov der givet størrelsen på deres hjemmemarkeder var og er særligt udtalt for små økonomier. I definitionen af små stater er disse økonomiske karakteristika – hvortil kan tilføjes størrelsen af landmassen og størrelsen af befolkningen (se Thorhallsson og Wivel, 2006) – ligeledes forbundet med mere subjektive faktorer, hvoraf den vigtigste er en *opfattelse* blandt politiske beslutningstagere af landet som udsat (Katzenstein, 2003; Campbell og Hall, 2015). Selvom der selvsagt er forskelle mellem Irland og Island, deler de således de definerende træk, nemlig nødvendigheden af at operere med en relativt åben økonomi og en kollektiv politisk forståelse af udsathed. Økonomisk succes for små åbne økonomier forudsætter en høj grad af tilpasningsevne til udviklinger i den internationale økonomi, og denne udsathed blandt små åbne økonomier fremmer en politisk kultur præget af en relativt høj grad af konsensus i forhandlinger blandt politiske og økonomiske eliter. Befolkningens støtte til økonomiske reformer afhænger omvendt af, at staten gennem social- og arbejdsmarkedspolitik i nogen grad kompenserer for den usikkerhed, en åben økonomi fører med sig.

Hvad Katzenstein (1985) til gengæld ikke vier tilstrækkelig opmærksomhed, er en anden central del af økonomiens internationalisering, nemlig liberaliseringen af kapitalmarkeder, som især tog fart i 1980'erne og 1990'erne (Helleiner, 1994). En yderligere vigtig tendens i forholdet mellem stater og markeder er mod en stigende statslig afhængighed af gældsfinansiering gennem internationale kapitalmarkeder (Streck, 2014), som er forbundet med en række grundlæggende ændringer i vestlige økonomier, såsom faldende vækstrater, stigende udgifter til velfærdsstaten og en svigtende evne til effektiv skatteinddrivelse

(se Schäfer og Streeck, 2013). Disse udviklinger har ført til, at internationale kapitalmarkeder – og i denne forbindelse mere konkret markeder for statsgæld – kom til at spille en langt mere central rolle, end Katzenstein (1985) tildeler dem.

Liberaliseringen af kapitalbevægelser giver stater adgang til finansiering fra investorer (eksempelvis banker, hedgefonde, centralbanker etc.), hvilket omvendt forudsætter, at staterne tilfredsstiller investorernes forskellige præferencer. Simpelt formuleret vil finansielle markeder henholdsvis belønne og straffe stater for deres politiske beslutninger, i den grad disse beslutninger påvirker opfattelsen af statens evne til at tilbagebetale sin gæld (Hardie, 2011; Tomz, 2007). Refinansieringen af offentlig gæld bliver således for alvor problematisk, når investorer mister tilliden til, at en stat på kort eller langt sigt kan tilbagebetale sin gæld. Et tydeligt eksempel på dette er Irland, der i 2010 led under voldsomt høje renter på ny gæld og dermed reelt blev lukket ude af markederne for offentlig gæld for i stedet at måtte søge hjælp fra Troikaen og dermed i betydelig grad mistede indflydelse på egen økonomisk politik. Herudover er der den effekt, at en højere rente på statsobligationer ikke alene forringer statens fiskale position men også typisk fører til et højere renteniveau i resten af økonomien, herunder finansielle institutioner, der søger at finansiere og refinansiere gæld for fortsat at kunne yde lån til virksomheder og husholdninger (Gros, 2012).

I takt med at vestlige stater – små såvel som store – er blevet mere afhængige af at finansiere offentlige udgifter gennem kapitalmarkeder, er de også blevet afhængige af, at investorer betragter deres statsobligationer som sikre investeringer. Det betyder imidlertid ikke, at beslutningstagere nødvendigvis lader sig diktere af markedernes signaler, eller at markeder reagerer rationelt på staters økonomiske politik (Rommerskirchen 2015). Nyere analyser viser således, at markedernes vurdering af statsobligationer – og dermed den rente der kræves for at købe gælden – ikke er rationelt fastsat i den forstand, at den præcis afspejler, hvor stærk eller svag økonomien er, men at investorer i stedet “evaluate borrowing governments based not only on what they do, but also on the riskiness of other sovereign borrowers that fall into the same category” (Brooks et al., 2015: 587). Det påvirkede fx renten på irske statsobligationer negativt at blive associeret med andre – og ganske anderledes – gældsplagede lande under betegnelsen PIIGS (Portugal, Irland, Italien, Grækenland, Spanien) (Brazys og Hardiman, 2015). Givet investorers begrænsede ressourcer og evner til informationsbearbejdning er *opfattelsen* af bæredygtigheden af statens gæld – som er struktureret af mere generelle idéer og teorier om økonomiske sammenhænge (Blyth, 2002) – med andre ord en afgørende faktor for at opnå favorable – eller blot tålelige – låneforhold (Mosley, 2003).

I forhold til Irlands og Islands håndtering af deres respektive kriser udgjorde forholdet til långivende internationale organisationer – i Irlands tilfælde Troikaen (ECB, EU, IMF) og i Islands tilfælde IMF – en yderligere komplicerende faktor. Disse låneprogrammer skabte umiddelbart et pusterum fra markedsturbulensen, men de betød også, at beslutningstagere i de to lande måtte opnå støtte fra disse organisationer for at få udbetalt deres lån, hvilket i flere tilfælde begrænsede (men ikke udraderede) de to landes manøvfrihed. De to landes deltagelse i et låneprogram med henholdsvis IMF (Island) og IMF og EU (Irland) var derudover også en vigtig ressource, idet låneprogrammerne skabte troværdighed om landenes økonomiske politik (Broome, 2008), især da det lykkedes de to lande at opfylde målene og – populært formuleret – tage ejerskab over låneprogrammerne.

Som nævnt spillede det internationale niveau også en afgørende rolle i Katzensteins (1985) teoretiske ramme, men argumentet er præget af en tendens til at betragte de beslutninger, som eliter i små åbne økonomier træffer i tilpasningen til internationale markeder, som strategiske og intentionelle og i vid udstrækning udformet indenfor en relativt autonom nationalstatslig ramme. For at forstå små åbne økonomiers håndtering af finanskrisen er det imidlertid nødvendigt at anerkende, hvor dynamisk et miljø det internationale niveau udgør. I tråd med Schwartz (2001) arbejdes der i det følgende med en distinktion mellem institutionelle udfald som intentionelle og strategiske (*pluck*), at beslutningstagere følger deres sædvanlige normer og rutiner i løsningen af institutionelle udfordringer (*stuck*), eller at eksogene og internationale udviklinger gør eksisterende nationale institutioner mere (eller mindre) funktionelle (*luck*). Oftest vil landestudier kombinere alle tre logikker, idet udfald sjældent kan tilskrives intentionelle strategiske beslutninger alene eller heldige/uheldige udviklinger i det internationale miljø. I dette perspektiv spiller det internationale niveau en mere dynamisk rolle, hvor nationale aktører løbende forholder sig til internationale aktørers handlinger – internationale organisationer såvel som markedsaktører – samt uforudsete konsekvenser af tidligere beslutninger. Som vist nedenfor var beslutningstagning og krisehåndtering i løbet af kriserne i Irland og Island således præget af, hvordan de to lande gik ind i krisen, stor usikkerhed om konsekvensen af beslutninger og direkte indflydelse fra internationale aktører og markedsudviklinger.

## Den islandske krisehåndtering

Den islandske krise kulminerede i oktober 2008, hvor tre banker – Landsbanki, Glitnir og Kaupthing – i løbet af tre dage gik under og blev nationaliseret. I kølvandet fulgte en valutakrise, en økonomisk krise, en fiskal krise og en

krise i omverdenens opfattelse af Island. Da bankerne krakkede, havde de tre største islandske banker samlede aktiver på i alt \$182 milliarder, svarende til omkring ti gange Islands BNP, hvilket gjorde krisen til en af de største i nyere økonomisk historie (Laeven og Valencia, 2012). Den voldsomme vækst, islandske banker havde oplevet i perioden op til krisen, er særligt bemærkelsesværdig taget i betragtning hvor relativt underudviklet det islandske finansielle system er. Liberaliseringen af bankvæsenet begyndte først i 1998, og i 2003 havde staten afgivet sit ejerskab af bankerne. Fra da af tog udviklingen i bankerne for alvor fart. Finansieret primært af internationale pengemarkeder steg bankernes balance i perioden 1998-2003 i gennemsnit med 29 pct. om året. De to følgende år fordobledes bankernes balance, så den i 2005 havde nået over seks gange Islands BNP (Wade og Sigurgeirsdottir, 2012).

Den makroøkonomiske udvikling i Island var en vigtig medvirkende faktor til omfanget af den islandske finanskrisen. 2000'erne var præget af høj BNP-vækst, en meget lav arbejdsløshed og fra 2004 en høj inflation. Dette var blandt andet båret af en procyklisk finanspolitik, eksempelvis gennem skattenedsættelser og store investeringer i infrastruktur. En husprisbobbel drevet frem af den største udbyder af huslån i Island, den statslige Boligfinansieringsfonden, der konkurrerede intensivt med bankerne om huslån, bidrog yderligere til overophedning af økonomien og stigende inflation (Benediktsdottir, Danielsson og Zoega, 2011). For at bekæmpe den høje inflation øgede centralbanken løbende renten fra 5,2 pct. i 2004 til hele 15,5 pct. i april 2008, hvilket til gengæld tiltrak betydelige investeringer i den islandske krone (såkaldt *carry trade*). Rentestigningen gjorde det også attraktivt blandt islændingene at placere bolig- og virksomhedslån i udenlandsk valuta, hvilket omvendt skabte stor valutarisiko (Baldursson og Portes, 2013: 42-44).

Da den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers' konkursbegæring den 15. september 2008 sendte chokbølger gennem de internationale kapitalmarkeder, havde de islandske banker allerede gennem længere tid oplevet betydelige problemer med at finansiere sig gennem de internationale pengemarkeder og var fra august 2007 praktisk talt udelukket fra international finansiering (Baldursson og Portes, 2013: 58). De islandske banker søgte i stedet at finansiere sig gennem indskud. Landsbanki åbnede i 2006 den internetbaserede bank Icesave for engelske kunder og åbnede i maj 2008 også en filial i Holland, som tilbød højrente konti. Da indskud i de islandske banker begyndte at forsvinde i løbet af 2007 og 2008, vendte bankerne sig i stedet mod kortsigtede lån (typisk med en uges løbetid) fra andre finansielle institutioner, herunder især Den Europæiske Centralbank (ECB), som bankerne havde adgang til via deres subsidier i Luxembourg (SIC, 2010).

De islandske bankers overlevelseskamp sluttede i oktober 2008. Da de islandske myndigheder indså, at det var umuligt at garantere bankerne fuldt ud, gennemførte det islandske parlament den 6. oktober 2008 en særlov, der havde som hovedmål at sikre den fortsatte eksistens af det islandske bankvæsen og betalingssystem samt indskud i bankerne blandt islandske kunder. Det styrende princip for håndteringen af bankerne var gennem nationalisering at dele de tre største islandske banker op i henholdsvis nationale og internationale aktiver og passiver, hvor størstedelen af førstnævnte (ca. 25 pct. af de samlede aktiviteter i banksektoren) ville blive overført til tre nyoprettede banker og være statsgaranterede, og sidstnævnte ville forblive i de gamle banker og udgøre krav til konkursboet. Boet efter de gamle banker administreredes af afviklingskomitéer, som repræsenterede kreditorernes interesser.

Selvom man med denne løsning undgik at garantere alle bankernes aktiver, skabte det alvorlige problemer for Islands troværdighed blandt andre lande. Særligt vigtigt var det, at man ikke garanterede indskyderne i Icesave, og at der på ingen måde var midler nok i den islandske indskydergarantifond til at dække tabene. Den engelske og den hollandske indskydergarantifond valgte at garantere indskudene i Icesave og endte dermed som kreditorer i boet efter Landsbanki. Det skabte så stor utilfredshed i den engelske regering, at man valgte at tage terrorlovgivning i brug for at indefryse de tre islandske bankers engelske aktiver. Den britiske finansministers reaktion forekommer ekstrem – og var i øvrigt skadelig for andre islandske bankers overlevelseschancer (SIC, 2010) – men skal ses i sammenhæng med Islands faldende internationale troværdighed i perioden op til krisens udbrud i september 2008 (Broome, 2011). Tabet af troværdighed sås ikke mindst blandt vestlige centralbanker, der var skeptiske overfor, at islandske banker i første del af 2008 fortsat tilbød høje renter på indskud (SIC, 2010: 108). Derudover udtrykte myndigheder i andre lande utilfredshed med den islandske krisehåndtering, især myndighedernes manglende vilje til at dele information om bankerne, hvilket blev tolket som et forsøg på at redde de islandske banker på bekostning af udenlandske banker (Jännäri, 2009: 12). Resultatet af den faldende troværdighed var, at den islandske stat ingen adgang havde til lån fra andre centralbanker (Baldursson og Portes, 2013: 14).

Island var afhængig af hjælp udefra for at undgå statsbankerot og sikre troværdigheden af statsgarantien på de nye bankers aktiver. Landet fik således den tvivlsomme ære at blive det første vestlige land i 30 år til at indgå en låneaftale med IMF. Det treårige låneprogram, der involverede en omstrukturering af banksektoren, konsolidering af de offentlige finanser og stabilisering af valutaen, blev annonceret den 24. oktober 2008 (IMF, 2008). Et låneprogram

hos IMF var nødvendig for at genoprette Islands internationale troværdighed (Jännäri, 2009: 21), og aftalen havde da også en umiddelbar positiv effektiv på tilliden til den islandske økonomi blandt internationale investorer (Baldursson og Portes, 2013: 87). En fremtidig positiv bedømmelse af den islandske kreditværdighed blev af kreditvurderingsbureauerne eksplicit kædet sammen med overholdelsen af låneprogrammets krav (Broome, 2011). Til trods for dette var det ingenlunde populært blandt de islandske vælgere eller politikere, at IMF var blevet del af krisehåndteringen. Efter omfattende folkelige protester trådte regeringen tilbage og måtte ved valget i april 2009 overlade magten til en regering bestående af Socialdemokraterne og den Rød-Grønne Bevægelse. Selvom de to partier begge havde været yderst skeptiske overfor IMF, accepterede regeringen nødvendigheden af at indgå i et konstruktivt samarbejde med IMF for at vende den islandske økonomi.

Den nye regering stod overfor en gigantisk opgave for at redde den islandske økonomi. Hvad der i den forbindelse gør Island særlig bemærkelsesværdig, er brugen af en række såkaldt heterodokse politikker, der med stærk keynesiansk inspiration gik imod den gængse neoklassisk baserede krisehåndtering i den vestlige verden på det tidspunkt (Blyth, 2013). Udover at låneaftalen lod regeringen vente et år med at gennemføre de omfattende budgettilpasninger og accepterede regeringens fokus på at opretholde den islandske velfærdsstat, gennemførte man omfattende gældsrestrukturering for de dybt forgældede husholdninger og virksomheder. Til trods for problemer med et overbebyrdet retsvæsen, en tendens blandt skyldnere til at afvente mere favorable tilbud og behovet for ny konkurslovgivning, havde staten i perioden 2008-2010 med kontrollen over de nye banker, og dermed deres aktiver, gode muligheder for at gennemføre gældsrestruktureringen (IMF, 2010a).

Endnu en stor gældsrestrukturering blev gennemført i 2014. Selvom IMF, OECD og kreditvurderingsbureauer var skeptiske overfor denne gældsrestrukturering – man mente, at den ikke i høj nok grad var rettet mod de mest udsatte husholdninger, og man frygtede, at den potentielt kunne øge statens i forvejen høje gæld (Financial Times, 2013) – valgte regeringen alligevel at gennemføre gældsrestruktureringen. Man valgte imidlertid at finansiere tre fjerdedele af den gennem en særlig skat på de gamle banker, med det resultat at den offentlige gæld kun blev marginalt forøget af tiltaget, og at kreditvurderingsbureauet Standard & Poor's vurderede tiltaget positivt (S&P, 2014).

For det andet indførtes der med IMF's låneprogram kapitalkontrol. Dette var et markant brud på IMF's normale orientering mod fremmelse af frie kapitalstrømme (Broome, 2015), men på IMF's insisteren gennemførtes kapitalkontrol for at undgå massiv kapitalflugt. Især den betydelige mængde kapital,



der havde bevæget sig ind i økonomien, mens renten havde været relativt lav (*carry trade*), skabte problemer. Kunne denne kapital frit bevæge sig ud af den islandske økonomi, ville det med centralbankens manglende valutaeserver føre til et kollaps i den islandske krone og dermed sætte voldsomt pres på virksomheder og husholdninger, der havde gældsats sig i udenlandsk valuta. (Sigursgeirsdóttir og Wade, 2015) En yderligere årsag til, at kapitalkontrol var nødvendig, var, at islandske huslån er indekseret til inflationen, og at der er en stærk forbindelse mellem valutakurs og prisniveauet i Island (Baldursson og Portes, 2014). Med indførslen af kapitalkontrol, blev værdier fra *carry trade* på omkring 40 pct. af BNP fanget i Island, også kaldet offshore kronebeholdninger. I 2012 viste problemet med at løfte den islandske kapitalkontrol sig endda at være større end først antaget. Efter at boet efter de gamle banker så småt var gjort op, viste det sig, at udbetalingen til kreditorerne ville blive beløbe sig til omkring det samme som for offshore kronebeholdningerne. I 2014 var kapital svarende til 42 pct. af BNP fanget bag kapitalkontrollen (Baldursson og Portes, 2014: 42). Striden mellem Island og England om, hvem der skulle dække indskudene i Icesave, skabte også usikkerhed om omfanget af Islands statsgæld. Dette var en afgørende hindring for at opnå den fornødne stabilitet til at liberalisere kapitalkontrollen, men sagen faldt ud til Islands fordel med en lavere statsgæld som resultat.

Med den tredje strategi valgte centralbanken og regeringen at fremskynde processen. Staten tilbød således kreditorerne at indgå en aftale om at aflevere en betydelig del af deres islandske aktiver eller at betale en exitskat på 39 pct., en aftale som kreditorerne fra de tre gamle banker valgte at acceptere. Ejere af offshore kroner vil derudover få mulighed for at skaffe sig af med disse i auktioner, også her med en exitskat i omegnen af 39 pct. Strategien var udviklet af en taskforce for liberalisering af kapitalkontrollen, som konsulterede med kreditorerne i de gamle banker for at mindske risikoen for, at kreditorerne ikke ville gennemføre en aftale med staten. Kreditvurderingsbureauerne vurderede strategien positivt – i særdeleshed at man var lykkedes med at få kreditorerne til at tilslutte sig strategien – og kvitterede med en forhøjelse af Islands kreditvurdering (eksempelvis Moody's, 2015).

Udover at kapitalkontrollen var afgørende for at undgå en yderligere valutakrise for den islandske krone har kapitalkontrollen også været vigtig for at kunne finansiere gældseftergivelse, nedbringelse af offentlig gæld gennem beskatning af boerne og billig finansiering for staten (Baldursson og Portes 2014). Omvendt har kapitalkontrollen også været til skade for Islands kreditværdighed, fordi den relativt store mængde kapital fanget bag kontrollen udgjorde en så stor risiko for valutaen. For at håndtere dette dilemma og sikre troværdighed

omkring den islandske valutapolitik har de islandske myndigheder valgt en strategi, der fokuserer på at opnå betingelser for en bæredygtig liberalisering af kapitalkontrollen frem for at udstikke en egentlig tidsplan (Gudmundsson, 2016). Der har løbende været pres på centralbanken fra indenlandske aktører – eksempelvis boerne fra de gamle banker, islandske pensionskasser med ønske om at investere udenfor Island og politikere med ønsker om at beskutte – men gennem et forhandlingsbaseret forløb har man fastholdt en politik om ligebehandling af ejere af offshore kroner. Forhandlingsforløbet med kreditorerne har været afgørende for at undgå det fiskale pres og tab af troværdighed, der kunne opstå, hvis kreditorerne havde lykkedes med at udfordre den juridiske basis for behandlingen af boerne efter de gamle banker (IMF, 2009: 33).

Som det er tilfældet for Irland (se nedenfor), betragtes det islandske låneprogram som en succes (IMF, 2015b). Succesen har flere årsager. For det første kunne Island gennemføre en stor devaluering af kronen, hvilket fremmede eksporten af islandske varer. For det andet ventede IMF og de islandske myndigheder med at gennemføre de værste nedskæringer indtil midten af 2009 og lod derfor de automatiske stabilisatorer virke i starten af krisen, hvilket sammen med den forbedrede eksport og en boomende turistsektor allerede i midten af 2010 førte til positive vækstrater og fald i arbejdsløsheden (Ólafsson, 2011). For det tredje hjalp de to omgange af gældseftergivelse indsatsen med at fjerne dårlige aktiver fra de nye banker med et betydeligt fald i låntab i de nye banker som følge (FME, 2015). For det fjerde gav låneprogrammet hos IMF – og de islandske myndigheders evne til at følge målene i låneprogrammet – Island øget troværdighed (Matthiason og Davidsdottir, 2013: 11). Allerede i 2010 – og igen i 2011 – udstedte den islandske stat således statsobligationer, og i 2013 vendte Arion Banki som den første islandske bank tilbage til de internationale lånemarkeder, hvilket blev bekræftet med endnu en udstedelse i 2015, denne gang med en ganske favorabel rente (Financial Times, 2015).

## Den irske krisehåndtering

Den irske krise består af fem forbundne kriser (Ó'Riain, 2014; Donovan og Murphy, 2013). For det første en finansiel krise, hvor faldende tillid til det irske banksystems solvens i løbet af 2007 og 2008 medførte akutte finansieringsproblemer for bankerne og sidenhen voldsomme nedskrivninger af aktiverne i de irske banker, som førte til forhøjede kapitalkrav, alene staten ville tilføre. For det andet en økonomisk krise, der fulgte i kølvandet på den irske byggebranches kollaps, flere års procyklisk finanspolitik og den verdensomspændende økonomiske nedtur. For det tredje en fiskal krise som følge af en udpræget afhængighed af skatter og afgifter relateret til byggebranchen, høje

offentlige udgifter samt de enorme udgifter der fulgte af rekapitaliseringen af bankerne. For det fjerde en social krise med voldsom stigning i hjemløshed, børnedødelighed og fattigdom. Og for det femte en krise i Irlands omdømme, dvs. et betydeligt fald i anseelse blandt internationale investorer, internationale organisationer samt regeringsledere i andre lande. Denne krise viste sig tydeligst i udviklingen i renten på irsk statsgæld og prisen på at forsikre sig mod irsk statsbankerot, men også i en skepsis blandt europæiske beslutningstagere, ikke mindst ledelsen af den Europæiske Centralbank, overfor Irlands evne til krisehåndtering (Pisani-Ferry, Sapir og Wolff, 2013).

Håndteringen af den irske krise har haft nedbringelsen af budgetunderskud og offentlig gæld samt en afvikling af dårlige aktiver i irske banker som hovedfokus (Ó'Riain, 2014). Den dominerende tolkning blandt irske beslutningstagere var således, at vejen til at opnå internationale investorers tillid til irsk statsgælds bæredygtighed gik gennem en mindskelse af usikkerheden om de store irske bankers aktiver (FitzGerald, 2012). Fra regeringen i september 2008 valgte at give en toårig garanti på seks irske bankers aktiver – og dermed også bankernes gældsforpligtelser – var udfordringen, at tabene i bankerne viste sig langt større end forventet. Hovedformålet med krisehåndteringen var altså at skabe tillid til bankerne, så internationale investorer igen ville låne penge til bankerne. Hvad den irske regering ikke havde forudset, var imidlertid, at en fuld statsgaranti på irske banker ville skabe usikkerhed om den irske stats egen solvens.

Første alvorlige problem – at der lå store, urealiserede tab i bankerne – viste sig således kort efter, at garantien var blevet givet. Allerede i januar 2009 førte dette til nationalisering af Anglo Irish Bank og indskydelse af kapital fra statens side i Bank of Ireland og Allied Irish, således at staten stod med en 25 pct. ejerandel i de to sidstnævnte banker. Man besluttede i april 2009 at oprette et såkaldt skraldespandsselskab kaldet National Asset Management Agency (NAMA), hvor bankernes ejendomsrelaterede aktiver skulle overføres til med nedskrivning af lånets nominelle værdi og sidenhen afvikles med håb om en fortjeneste til staten. Problemet var, at bankerne – og dermed også myndighederne – havde ringe information om de mange lån, der var blevet givet til især ejendomsudviklere i perioden 2003-2007, hvilket var en udløber af de ringe lånestandarder i de store irske banker og myndighedernes meget tilbageholdende og ukritiske regulering af bankerne (Honohan, 2012).

I takt med afsløringen af den ringe kvalitet af lånene og den sikkerhed der var blevet stillet, var løbende statslige rekapitaliseringer af bankerne nødvendige – eksempelvis i juni 2009 (Anglo Irish Bank), februar 2010 (Bank of Ireland), marts 2010 (Anglo og Irish Nationwide), maj 2010 (Allied Irish Bank)

etc., hvilket skabte usikkerhed om den irske stats evne til at redde sine banker. De irske myndigheder stod i et svært dilemma: På den ene side ønskede man at skabe tillid til bankerne gennem rekapitalisering, og på den anden side førte løbende nedskrivninger af værdien af bankernes aktiver til faldende tillid til statsgældens bæredygtighed.

De nye kapitalkrav skulle fastsættes af den irske centralbank gennem en samlet vurdering af bankernes solvens – et såkaldt Prudential Capital Assessment Review (PCAR) – og her blev særligt PCAR 2010, som blev offentliggjort i marts 2010, afgørende. Idet man ikke kendte værdien af bankernes lånebøger, måtte den irske centralbank, som havde ansvaret for at fastsætte bankernes kapitalniveau, basere bankernes kapitalkrav på de nedskrivninger af bankernes aktiver, som NAMA foretog. Fordi EU-regulering krævede, at hvert lån, der blev overført til NAMA, skulle vurderes individuelt, tog det lang tid at få overblik over kvaliteten af lånene og dermed omfanget af kapitaltilførsel til bankerne. På grund af tidspresset for at fastslå behovet for yderligere kapital til bankerne valgte centralbanken at gennemføre sin analyse af bankernes behov for ny kapital på den første tranche af lån, som NAMA havde overført og nedskrevet. Det var myndighedernes vurdering, at denne første gruppe af lån – som bestod af de største ejendoms lån i bankernes portefølje – ville udgøre de største nedskrivninger og dermed også generere relativt høje krav til rekapitalisering. Resultatet af PCAR 2010 blev et krav om yderligere €31 milliarder statslig kapital (se Central Bank of Ireland, 2011).

Beslutningen om at basere beregningerne på første tranche af NAMA-lån skulle vise sig skæbnsvanger, idet nedskrivelserne på de lån, NAMA sidenhen overførte, viste sig større end den første tranche og således genererede yderligere krav om kapitaltilførsel til bankerne allerede i løbet af efteråret 2010. Den 30. september 2010 måtte regeringen annoncere, at regningen for at afvikle Anglo Irish Bank ville løbe op i €30 milliarder, hvilket førte til stigende rente på irsk statsgæld. Det hjalp ikke, at statsgarantien udløb i september 2010, og at bankerne dermed stod overfor ganske omfattende refinansieringsbehov (Honohan, 2012).

Internationale udviklinger spillede også afgørende ind som et yderligere pres på den irske stat. Her viste den såkaldte Deauville-erklæring, der blev annonceret af den tyske kansler Angela Merkel og Frankrigs præsident Nicolas Sarkozy i oktober 2010, sig særlig vigtig. Deauville-erklæringen åbnede for muligheden for, at bankers gæld skulle nedskrives som første led i afviklingen af en bank. Selvom princippet ikke var rettet mod eksisterende gæld men alene gæld stiftet fra 2013, skabte erklæringen stor usikkerhed i markederne og resulterede

i stigende renter på statsgæld i Grækenland, Portugal og Irland (Bastasin 2013; Banking Crisis Inquiry, 2016: kap. 10).

ECB havde også over en længere periode lagt pres på den irske regering. Irske banker havde på dette tidspunkt længe været afhængige af likviditetsstøtte fra ECB og stod nu for en markant del af de lån, ECB havde ydet til finansielle institutioner i Europa. ECB's ledelse begyndte at tvivle på, at disse midler ville finde vej tilbage til ECB. Som det fremgår af breve mellem daværende direktør for ECB, Jean-Claude Trichet, og den irske regering – breve der blev offentliggjort i 2014 – lagde ECB pres på den irske regering ved at stille krav om indtræden i et EU-IMF låneprogram som betingelse for fortsat likviditetsstøtte til irske banker (ECB 2010a/b). En yderligere bekymring for ECB's ledelse var den irske regerings ønske om ikke at betale alle de irske bankers obligationer, i særdeleshed obligationer der hverken var garanterede af staten eller på anden vis sikret, hvilket ville give en potentiel gevinst til den irske stat på omkring €19 milliarder (Eichengreen, 2015). Det var ECB's frygt, at dette kunne føre til en alvorlig destabilisering af de allerede urolige markeder for bankobligationer med voldsomme konsekvenser for banker i Europa, og ECB modsatte sig derfor den irske regerings ønske om at gennemføre en sådan nedkrivning (Pisani-Ferry, Sapir og Wolff, 2013).

Det blev i starten af november 2010 klart for de irske myndigheder at for at genskabe både bankerne og statens adgang til kapital, modgå udstrømningen af indskud i irske banker og mere generelt signalere, at der var styr på krisehåndteringen i Irland, var et låneprogram med EU og IMF den eneste vej frem. Den 21. november 2010 bad den irske regering officielt om støtte fra IMF, EU-Kommissionen og ECB og annoncerede syv dage efter låneprogrammet på i alt €85 milliarder. Låneprogrammet havde to overordnede mål: en omstrukturering af det irske bankvæsen og en sikring af den irske stats fiskale bæredygtighed (IMF, 2010b). Det langsigtede mål var, at den irske stat og bankerne kunne vende tilbage til normal finansiering via de internationale kapitalmarkeder.

En central del af låneprogrammet var en ny fastsættelse af kapitalkrav til bankerne, kaldet PCAR 2011, som skulle annonceres allerede i marts 2011. Risikoen var, at man igen ville undervurdere fremtidige tab i bankerne og dermed igen måtte annoncere nye kapitalindskud, som ville undergrave tilliden til bankerne og statens krisehåndtering og i øvrigt skade den nytiltrådte regerings popularitet i befolkningen. Fordi tidligere analyser af bankernes kapitalbehov havde haft meget begrænset information at læne sig op ad, havde den irske centralbank siden den nye centralbankdirektør var tiltrådt i 2009 arbejdet på at skabe overblik over bankernes lån, vurdere kvaliteten af bankernes aktiver

og udvikle mere sofistikerede modeller for beregning af fremtidige tab på lån. I et håb om at fremme troværdigheden af PCAR 2011 hyrede man også eksterne konsulenter, Blackrock Solutions, til at udvikle en model for udviklingen i tab i bankerne. Blackrock Solutions anlagde relativt konservative bud på bankernes profitabilitet, hvilket var medvirkende til, at PCAR 2011 mandede ud i høje kapitalkrav til bankerne, nemlig yderligere €24 milliarder (Central Bank of Ireland, 2011). Selvom de fornyede krav om kapitaltilførsel selvsagt ikke var gode nyheder for en i forvejen presset irsk stat, viste PCAR 2011 sig siden at være tilpas konservativ i beregningen af tab i bankerne, idet det var den sidste annoncering af store krav til rekapitalisering af de irske banker og var afgørende for at kunne genopbygge troværdigheden af den irske krisehåndtering.

Den anden store blok i låneprogrammet, der sigtede mod at genoprette de statslige finanser og sikre statsgældens langsigtede bæredygtighed, bestod i en blanding af beskæringer af offentlige udgifter – herunder betydelig løntilbagegang for offentligt ansatte – og skattestigninger samt udvidelse af skattegrundlaget med primær vægt på førstnævnte. I lighed med den dominerende tolkning af eurokrisen som et spørgsmål om statslig ødselhed i perioden op til krisen (Blyth, 2013), opfattede den politiske elite i Irland det største problem som uholdbart høje offentlige udgifter, som man til gengæld ikke forbandt med det lave beskatningsniveau i Irland. Fokus for reformindsatsen rettedes dermed mod begrænsninger i sociale ydelser såvel som lavere offentlige lønninger (Dukelow, 2015: 105), og Irland fulgte således en række andre europæiske lande ved at forholde sig til markedspanik ved at gennemføre omfattende nedskæringer i forsøg på at nedbringe budgetunderskud og offentlig gæld (De Grauwe og Ji, 2013). Både høj-, lav- og middelindkomstgruppen blev ramt negativt af krisebudgetterne i perioden 2009-2015, men analyser viser, at især indkomsten for høj- og lavindkomstgrupperne blev ramt (Keane et al., 2015).

Når Irland i de seneste år er blevet holdt frem af ECB og EU-Kommissionen som et mønstereksempel på, hvordan et låneprogram bør gennemføres, henvises der ofte til det ejerskab, skiftende regeringer tog i løbet af programmets tre år. At låneprogrammet ville blive betragtet som succesfuldt blandt EU's toneangivende medlemslande og EU-institutioner som EU-Kommissionen og ECB, var afgørende for regeringen, fordi man mente, at dette var nøglen til at genopbygge Irlands omdømme i Europa (Dukelow, 2015: 103). En vigtig yderligere årsag til regeringens velvillighed var, at låneprogrammet var i overensstemmelse med det økonomiske reformprogram, den siddende regering allerede havde planlagt (Banking Crisis Inquiry, 2016). Derudover var regeringen ikke fremmed overfor nedskæringspolitik, idet man mellem 2008 og 2010 havde gennemført betydelige finanspolitiske stramminger (Dellepiane og

Hardiman, 2015). Ifølge den reformpakke regeringen havde forberedt, før man trådte ind i låneprogrammet, var målet endda at gennemføre nedskæringer hurtigere og voldsommere, end Troikaen ønskede, men det lykkedes at overbevise den irske regering om, at det ikke var nødvendigt at gennemføre nedskæringer med så stor hast (Pisani-Ferry et al., 2013: 85). Da en ny regering bestående af Fine Gael og Labour tiltrådte i april 2011 – efter et valg hvor det ellers traditionelt dominerende parti Fianna Fáil praktisk talt blev udraderet – var der ingen nævneværdig forskel i den økonomiske politik, der blev ført (DG ECFIN, 2011; Mair, 2013), hvilket vidner om den høje grad af konsensus om nedskæringer som vejen til at genoprette tilliden til den irske økonomi (Dukelow, 2015).

Selvom den standhaftige nedskæringspolitik havde den ønskede effekt – nemlig at genoprette Irlands økonomiske troværdighed hos Troikaen – er det mere tvivlsomt, om internationale investorer opfattede den økonomiske politik som lige så ønskværdig. Som påpeget af Dellepiane og Hardiman (2015), nedvurderede en række kreditvurderingsbureauer den irske kreditværdighed i takt med, at de omfattende nedskæringer blev gennemført, og mest afgørende for succesen var formentlig, at ECB i september 2012 annoncerede sit ubegrænsede opkøb af statsobligationer, hvilket mere generelt skabte ro på de europæiske gældsmarkeder (Eichengreen, 2015). Derudover var stigningen i eksport fra omkring 2012 afgørende for den irske økonomis succes. Uafhængigheden af de generelt stagnerende europæiske markeder, den stærke forbindelse til især den engelske og amerikanske økonomi og at en række irske industrier ikke oplevede et voldsomt fald i efterspørgsel, viste sig således afgørende for den overraskende stærke økonomiske udvikling i Irland (OECD, 2015: 17, Brazys og Regan, 2015)

## Konklusion

Godt otte år efter finanskrisens udbrud er Irland og Island på sporet mod økonomisk genopretning. En betydelig del af krisehåndteringen i Irland og Island sigtede på at genskabe troværdigheden af de respektive landes økonomiske politik og finansielle systemer, om end de nåede dette resultat ad forskellige veje. Selvom Islands selvstændige valutapolitik var en vigtig årsag til kollapset i den islandske økonomi, var den også årsag til den relativt succesfulde krisehåndtering, idet Island til dels kunne devaluere sig ud af krisen og indenfor rammerne af kapitalkontrollen gennemføre gældseftergivelse for husholdninger og virksomheder. Man gennemførte også en i europæisk kontekst progressiv nedskæringspolitik, der i nogen grad kompenserede befolkningen for de voldsomme omstillinger i økonomien, med faldende ulighed i kølvandet på finanskrisen

som resultat (IMF, 2015b). Denne kompensation er løbende blevet balanceret med hensynet til at genskabe tilliden til den islandske økonomi for igen at gøre den attraktiv som investeringsmål for internationale kapitalmarkeder.

Den store udfordring for irske beslutningstagere var, at der gemte sig mange tab i bankerne, som krævede drypvise kapitaliseringer af bankerne, hvilket underminerede troen på bæredygtigheden af statens finanser. Derudover var man også begrænset af ikke at kunne devaluere sig ud af krisen, og man måtte i stedet forlade sig på voldsomme nedskæringer i de offentlige udgifter og fordelagtige skift i verdensøkonomien, i særdeleshed de amerikanske og engelske markeder, der var relativt upåvirkede af krisen i eurozonen. Til trods for politisk uro og et regeringsskifte i 2011, var støtten til låneprogrammet og strategien for økonomisk genopretning stærk i den politiske og økonomiske elite. Centralbankens magt øgedes også i løbet af krisen, og med tiltrædelsen af en stærk centralbankdirektør, opbygningen af betydeligt større analytisk kapacitet og en vellykket rekapitalisering i 2011 lykkedes det med et gryende opsving allerede i 2012 at genskabe tilliden til den irske banksektor. Til gengæld holder kompensationstesen ikke i en irsk kontekst, hvor omfattende offentlige nedskæringer ikke har været socialt afbalancerede, og de omfattende problemer med restancer på boliglån ikke er blevet håndteret gennem gældsfortergivelse.

Forskellen mellem de to landes krisehåndtering har vigtige implikationer for forståelsen af små åbne økonomiers manøvrerum i nudagens internationale økonomi. Ifølge Katzenstein (1985) er de små åbne økonomiers succes baseret på en evne til at reagere dynamisk på skift i verdensøkonomien, en fleksibilitet baseret på de politiske og økonomiske elites opfattelse af fælles udsathed og en deraf følgende motivation til at samarbejde om fælles mål, men også at kompensere befolkningen for den usikkerhed, der følger af hurtige omstillinger. Den øgede betydning af gældsfinansiering gennem internationale kapitalmarkeder har sat denne dynamik under yderligere pres. I Island gjorde kompensationsdynamikken sig gældende, men Island er netop en særlig case for krisehåndtering: Man kunne i ly af IMF's støtte gennemføre såkaldt heterodokse politikker, fordi man havde en selvstændig valutapolitik. Denne mulighed havde Irland ikke, og sammen med den betydelige indflydelse fra ECB, EU-Kommissionen og toneangivende lande i eurozonen var der et mindre rum for kompensation. I stedet søgte man at øge troværdigheden ved at appellere til, hvad man opfattede som markedernes ønsker. Den egentlige kilde til den relative økonomiske succes var imidlertid en stigende tiltro til euroen og det generelle fald i renteniveauet, der fulgte af en mere aktivistisk linje fra ECB's side samt styrket vækst i amerikanske og britiske markeder. Selvom den irske og islandske succeshistorie viser, at små åbne økonomier relativt hurtigt kan



gennemføre omfattende ændringer i deres økonomier i kølvandet på volatilitet i verdensmarkederne, peger de således også på hver deres måde på et mindsket manøvrerum for små åbne økonomier.

## Litteratur

- Baldursson, Fridrik M. og Richard Portes (2013). Gambling for resurrection in Iceland: the rise and fall of the banks. *CEPR Discussion Paper No. DP9664*. London: Centre for Economic Policy Research
- Baldursson, Fridrik M. og Richard Portes (2014). Capital controls and the resolution of failed cross-border banks: the case of Iceland. *Capital Markets Law Journal* 9 (1): 40-54.
- Banking Crisis Inquiry (2016). *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis*. Dublin: Houses of the Oireachtas.
- Bastasin, Carlo (2013) *Saving Europe: Anatomy of a Dream*. Washington DC: Brookings Institution Press.
- Benediktsdottir, Sigridur, Jon Danielsson og Gylfi Zoega (2011). Lessons from a collapse of a financial system. *Economic Policy*, April, 183-231.
- Blyth, Mark (2002). *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*. Cambridge: Cambridge University Press
- Blyth, Mark (2013). *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. New York: Oxford University Press.
- Brazys, Samuel og Aidan Regan (2015). These little PIIGS went to market: enterprise policy and divergent recovery in European periphery. *UCD Geary WP2015/17*. Dublin: University College Dublin.
- Brazys, Samuel og Niamh Hardiman (2015). From "Tigers" to "PIIGS": Ireland and the use of heuristics in comparative political economy. *European Journal of Political Research* 54: 23-42.
- Brooks, Sarah M., Raphael Cunha og Layna Mosley (2015). Categories, creditworthiness, and contagion: How investors' shortcuts affect sovereign debt markets. *International Studies Quarterly* 59: 587-601.
- Broome, Andre (2008). The importance of being earnest: the IMF as a reputational intermediary. *New Political Economy* 13 (2): 125-151.
- Broome, Andre (2011). Negotiating crisis: the IMF and disaster capitalism in small states. *The Round Table* 100 (413): 155-167.
- Broome, Andre (2015). Back to Basics: the great recession and the narrowing of IMF policy advice. *Governance* 28 (2): 147-165.
- Campbell, John L. og John A. Hall (2015). Small states, nationalism and institutional capacities: an explanation of the difference in response of Ireland and Denmark to the financial crisis. *European Journal of Sociology* 56 (1): 143-174.

- Central Bank of Ireland (2011). *The Financial Measures Programme Report*. Dublin: Central Bank of Ireland.
- De Grauwe, Paul og Yuemei Ji (2013). Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. VoxEU.org, 21. februar, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>
- Dellepiane, Sebastian og Niamh Hardiman (2015). The politics of fiscal effort in Spain and Ireland: market credibility versus political legitimacy, i Georgios Karyotis og Roman Gerodimos (red.) *The Politics of Extreme Austerity: Greece in the Eurozone Crisis*. Palgrave MacMillan.
- DG ECFIN (2011). *The Economic Adjustment Programme for Ireland Spring 2011 Review*. Brussels, Belgium: European Commission
- Donovan, Donal og Antoin E. Murphy (2013). *The Fall of the Celtic Tiger: Ireland and the Euro Debt Crisis*, Oxford: Oxford University Press.
- Dukelow, Fiona (2015). "Pushing against an open door": Reinforcing the neo-liberal policy paradigm in Ireland and the impact of EU intrusion. *Comparative European Politics* 13 (1): 93-111.
- ECB (2010a). Letter to Minister of Finance Brian Lenihan, 15 October, Frankfurt: European Central Bank. <http://www.ecb.europa.eu/press/html/irish-letters.en.html> (20. juni 2016).
- ECB (2010b). Letter to Minister of Finance Brian Lenihan", 19. November, Frankfurt: European Central Bank. <http://www.ecb.europa.eu/press/html/irish-letters.en.html> (20. juni 2016).
- Eichengreen, Barry (2015). The Irish crisis and the EU from a distance. Paper, CBI-CEPR-IMF Conference Ireland – Lessons from its Recovery from the Bank-Sovereign Loop, 19 January, Dublin.
- Financial Times (2013). S&P warns Iceland over debt write-off plan, 26. juli.
- Financial Times (2015). Investors snap up Icelandic bonds, 3. marts.
- FitzGerald, John (2012). Restoring credibility in policy-making in Ireland. *Public Money & Management* 32 (1): 27-34.
- FME (2015). *Annual Report of the Financial Supervisory Authority*. Reykjavik: Financial Supervisory Authority
- Gros, D. (2012). On the stability of public debt in a monetary union. *Journal of Common Market Studies* 50 (2): 36-48.
- Gudmundsson, Már (2016). *Lifting Capital Controls in Iceland*. Speech by Governor of the Central Bank of Iceland Már Gudmundsson at a meeting organized by the European Economics and Financial Centre. London: Bank of International Settlements.

- Hardie, Ian (2011). How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy* 18 (2): 141-167.
- Helleiner, Eric (1994). *States and the Reemergence of Global Finance*. Ithaca: Cornell University Press.
- Honohan, Patrick (2012). Recapitalisation of failed banks: some lessons from the Irish experience. Presentation at the 44th Annual Money, Macro and Finance Conference, Trinity College, Dublin, 7. september.
- IMF (2008). IMF Executive Board approves US\$2.1 billion stand-by arrangement for Iceland. *Press Release no. 8/296*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2009). *Iceland: Staff Report for First Review*. IMF Country Report no. 09/306, Washington, DC: The International Monetary Fund.
- IMF (2010a) *Iceland: Staff Report for Second Review*. IMF Country Report no. 10/95, Washington, DC: The International Monetary Fund.
- IMF (2010b). IMF approves €22.5 billion loan for Ireland. *IMF Survey Magazine*. Washington, DC: International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR121610A.htm> (20. juni 2016).
- IMF (2015a). *Ireland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2010 Extended Arrangement*. Washington, DC: The International Monetary Fund.
- IMF (2015b). *2014 Article IV Consultation and Fifth Post-Program Monitoring Discussions*. Washington, DC: The International Monetary Fund.
- Jännäri, Karlo (2009). *Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: Past Present and Future*. Reykjavik, Prime Minister's Office,
- Katzenstein, Peter J. (1985). *Small States in World Markets: Industrial Policy in Europe*. Ithaca: Cornell University Press.
- Katzenstein, Peter J. (2003). Small states and small states revisited. *New Political Economy* 8 (1): 9-30.
- Keane, Claire, Tim Callen, Michael Savage, John R. Walsh og Brian Colgan (2015). Distributional impact of tax, welfare and public service pay policies: budget 2015 and budgets 2009-2015. ESRI Special Article.
- Laeven, Luc og Fabián Valencia (2012). Systemic banking crises database: an update. *IMF Working Paper 12/163*. Washington, DC: The International Monetary Fund.
- Mair, Peter (2013). Smaghi versus the parties: representative government and institutional constraint, pp. 143-168 i Armin Schäfer og Wolfgang Streeck (red.), *Politics in the Age of Austerity*. Cambridge: Polity Press.
- Matthiasson, Thorolfur og Sigrun Davidsdottir (2013). Five years on: myths and lessons from post-collapse Iceland – and the Eurozone debt crisis seen from the North. *Institute of Economic Studies Working Paper Series W13:09*. Reykjavik: University of Iceland.

- Moody's (2015). Moody's upgrades Iceland's sovereign rating to BAA2; outlook stable. *Global Credit Research*, 25. juni.
- Mosley, Layna (2003). *Global Capital and National Governments*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ó'Riain, Seán (2014). *The Rise and Fall of Ireland's Celtic Tiger: Liberalism, Boom and Bust*. Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD (2015). *Economic Survey: Iceland 2015*. Paris: OECD Publishing.
- Ólafsson, Stefán (2011). Iceland's financial crisis and level of living consequences. *Social Research Centre Working Paper no. 3:2011*. Reykjavik: University of Iceland.
- Pisani-Ferry, Jean, André Sapir og Guntram B. Wolff (2013) *EU-IMF Assistance to Euro-area Countries: an Early Assessment*. Bruxelles: Bruegel.
- Rommerskirchen, Charlotte (2015). Debt and punishment: market discipline in the Eurozone. *New Political Economy* 20 (5): 752-782.
- S&P (2014). Republic of Iceland outlook revised to stable from negative on receding fiscal risk; "BBB-/A-3" ratings affirmed. *Ratings Direct*, 24. januar. [http://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Government-debt-management/RatingsDirect\\_Research%20Update\\_1248240\\_Jan-24-2014\\_02\\_02.pdf](http://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Government-debt-management/RatingsDirect_Research%20Update_1248240_Jan-24-2014_02_02.pdf).
- Schwartz, Herman (2001). The Danish 'miracle': luck, pluck, or stuck. *Comparative Political Studies* 24 (2): 131-155.
- Schäfer, Armin og Wolfgang Streeck (red.) (2013) *Politics in the Age of Austerity*. Cambridge: Polity Press.
- SIC (2010) *Report of the Special Investigation Commission*. Reykjavik: Althingi.
- Sigurgeirsdóttir, Silla og Robert H. Wade (2015). From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package. *Review of International Political Economy* 22 (1): 103-133.
- Streeck, Wolfgang (2014). *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*. London: Verso.
- Thorhallsson, Baldur og Anders Wivel (2006). Small states in the European Union: What do we know and what would we like to know. *Cambridge Review of International Affairs* 19 (4): 651-668.
- Tomz, Michael (2007). *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*. Princeton: Princeton University Press.
- Wade, Robert H. og Silla Sigurgeirsdottir (2012). Iceland's rise, fall, stabilisation and beyond. *Cambridge Journal of Economics* 36: 127-144.