

Hrunið skýrt: Sjónarhorn klassískra kenninga um fjármálakreppur

Stefán Ólafsson, prófessor í þjóðfélagsfræði við Háskóla Íslands

Útdráttur

Hér er leitast við að skýra íslenska bóluhagkerfið og fjármálahrunið 2008 með lærdómi af klassískum kenningum um fjármálakreppur. Þar er einkum um að ræða kenningar Keynes, Minskys, Kindlebergers, Reinharts og Rogoffs. Spurt er hvers vegna bóluhagkerfið og hrunið komu til sögunnar á Íslandi; hvers vegna fjármálaþróunin hér fór jafn mikið afvega og raun ber vitni; hverjir voru helstu gerendurnir; og hvað þeim gekk til með háttarlagi sínu?

Sýnt er að stefnubreyting í stjórnámálum og skipulagsbreytingar í fjármálum og atvinnulífi gátu af sér bæði ný tækifæra og nýjar áhættur og greiddu jafnframt götu nýrra áhrifaaðila í samfélaginu, ekki síst með einkavæðingu ríkisbankanna. Mikil ofrú á óhefta markaðshætti einkageirans ýtti undir andvaraleysi stjórnvalda og annarra gagnvart nýju áhættunum, um leið og nýju tækifærin voru sótt af miklum krafti. Af hlaust klassísk en óvenju stór fjármálabóla, er náði hámarki á árunum 2003-2008, með ofurvexti bankakerfisins og aukinni áhættutöku er stefndi fjármálastöðugleika Íslands í hættu.

Helsta sérkenni íslensku bóluhagkerfisins var viðamikil spákaupmennska viðskiptalífsins með hlutabréf og aðrar eignir, sem einkum var fjármagnað með lántökum. Afleiðingin varð óhófleg söfnun erlendra skulda þjóðarbúsins, sem er einmitt algengasta beina orsök fjármálakreppa. Helstu gerendurnir voru hátekju- og stóreignafólk, sem hagnaðist gríðarlega á árunum að hruni. Tekjur þeirra jukust mjög langt umfram tekjur annarra, ekki síst fjármagnstekjurnar, sem spruttu öðru fremur af ósjálfbæra bóluhagkerfinu.

Efnisorð: Fjármálakreppa; bóluhagkerfi; skuldsetning; gerendur; ójöfnuður.



Icelandic Review of Politics and Administration Vol 12, Issue 1 (101-126)

© 2016 Contact: Stefán Ólafsson, olafsson@hi.is

Article first published online June 21st 2016 on <http://www.irpa.is>

Publisher: Institute of Public Administration and Politics, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík, Iceland

Stjórnámál & stjórnsýsla 1. töl. 12. árg. 2016 (101-126) Fræðigreinar

© 2016 Tengiliður: Stefán Ólafsson, olafsson@hi.is

Vefbirting 21. júní 2016 - Birtist á vefnum <http://www.irpa.is>

Útgefandi: Stofnun stjórnsýslufræða og stjórnmála, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík

DOI: <http://dx.doi.org/10.13177/irpa.a.2016.12.1.6>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 License.

Explaining Iceland's excessive boom and bust: a political economy approach

Abstract

We explain the Icelandic bubble economy and the financial crisis of 2008 with lessons from classical political economy theories (Keynes, Minsky, Kindleberger, Reinhart and Rogoff). We ask why and how the Icelandic bubble came about? Why it went so far off track? Who were the main actors? And why they did it?

At the base of these developments were changes in the policy environment and institutional changes in finance and economy, which produced both new opportunities and new risks, as well as paving the way for new powers to rise in the society, not least with the full privatization of the state banks in 2003. An overextended belief in the virtues of the free market of the private sector led to a laissez-faire attitude towards the new risks, while the new opportunities were pursued with great efforts.

This produced a classical but unusually large financial bubble, culminating in 2003-2008, with massive and risky growth of banks. The main characteristic of the Icelandic bubble was extensive business speculation with borrowed money. The consequence was excessive accumulation of foreign debt, which tends to be the ultimate cause of financial crises. The main actors were the top ten percent of income earners, who gained tremendously during the decade leading up to the collapse. Their incomes grew way beyond all others, not least their financial earnings, which sprang mainly from the activities of the unsustainable bubble economy.

Keywords: financial crisis; bubble economy; debt; actors; inequality.

Inngangur

Aðdragandi fjármálahrunsins sem skall á haustið 2008 var um flest dæmigerð fjármálabóla, eins og þeim hefur verið lýst af höfundum klassískra kenninga um fjármálakreppur, svo sem John Maynard Keynes (1936), Hyman P. Minsky (1986), Charles Kindleberger og Robert Z. Aliber (2005), Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2009). Hún hófst sem minniháttar bóla frá 1998 til 2001, en frá 2003 magnaðist hún upp í að verða ein stærsta bóla sinnar tegundar, í hlutfalli við stærð þjóðarþúsins. Þegar hún sprakk gat hún af sér eitt dýrasta fjármálahrún síðustu áratuga og djúpa kreppu (Laeven & Valencia 2012).

Kjarni vandans var óhófleg söfnun erlendra skulda, sem tengdist mikilli spákaupmennsku í atvinnu- og fjármálalífinu.¹ Það var einkum skuldasöfnun í einkageiranum, í fyrirtækjum og bönkum, sem magnaði upp bóluna frá 2003 til 2008 og eftir hrun breyttust einkaskuldir í opinberar skuldir, er ríkisvaldið þurfti að taka á sig mikinn kostnað vegna hrunsins og endurreisnar fjármálakerfis og atvinnulífs í landinu. Heimilin urðu fyrir mikilli kaupmáttarskerðingu vegna hruns krónunnar 2008 til 2009, sem gerði þeim illkleift að greiða af skuldum sínum sem höfðu aukist talsvert eftir 2003 og mögnuðust enn frekar í verðbólguþögn hrunsins.

Þó bóluáhrifa hafi gætt á húsnæðismarkaði frá 2004, þá var spákaupmennska með

lánsfé í atvinnu- og fjármálalífnum megin áhrifavaldur fjármálabólunnar (sbr. starfsemi „útrásarvíkinga“ bæði hér á landi og erlendis). Skuldasöfnunin reyndist að stórum hluta ósjálfbær og þegar harðnaði á dalnum í heimi alþjóðlega fjármálamarkaðarins, þá fóru íslensku bankarnir í þrot og gerðu stóran hluta atvinnulífsins tæknilega gjaldþrota í leiðinni. Skuldasöfnun og spákaupmennsla eru þannig í lykilhlutverkum í tvíþættri sögu bólunnar og hrunsins, sem hér er sögð og greind.

Rannsóknin sem grein þessi byggir á sýnir að klassískar kenningar um fjármálakreppur eiga vel við um íslensku þróunina. Greinin sýnir hvernig breytt stjórn málaumhverfi og breytt skipulagsumhverfi fjármála og atvinnulífs gerði mögulega þá afdrifaríku þróun sem varð á þessum árum, bæði fyrir og eftir hrun. Lykilspurningar sem við leitum svara við eru þessar: Hvers vegna gerðist þetta allt saman? Hvers vegna gekk þróunin jafn langt afvega og raun ber vitni? Hverjir voru helstu gerendurnir og hvað gekk þeim til með háttarlagi sínu?

1. Hvernig skýra má fjármálakreppur

1.1 Hneigð kapitalisma til óstöðugleika

Hyman P. Minsky er einna þekktastur seinni tíma fræðimanna sem hafa útfært kenningar um fjármálakreppur í anda John Meynard Keynes (Minsky 1986; Epstein & Wolfson 2013; Kindleberger & Aliber 2005). Við byggjum mikið á útfærslum hans í greiningu okkar. Minsky lagði áherslu á að kapítalísk hagkerfi hefðu undirliggjandi tilhneigingu til óstöðugleika. Hann afneitaði þannig grundvallarforsendu nýklassískrar hagfræði um að kapitalismi leitaði sífellt í jafnvægi. Uppsprettu óstöðugleikans taldi Minsky vera að finna í lykilhlutverki fjármálakerfisins í kapítalískum hagkerfum. Minsky fylgdi þeim skilningi Josephs Schumpeters að bankar væru í lykilhlutverki eignauppsöfnunar, með því að fjármagna nýsköpun framtaksmanna og viðskipti almennt. Hann skrifaði hins vegar ekki upp á skilning Schumpeters á reglum í hagsveiflunni. Í staðinn setti Minsky í öndvegi þann skilning að kapitalismi leiddi til sívaxandi hættu á óstöðugleika, einnig í venjulegu árferði. Þetta er skilningur á virkni markaðarins sem er í anda Thorsteins Veblens, Gunnars Myrdals, Johns M. Keynes og Nicholasar Kaldors (sjá Kregel 2013).

Óstöðugleikinn sprettur af nýsköpun og framtakssemi sem er kjarni efnahagsþróunar, það er með fjármögnun nýrra framleiðsluverkefna, stækkana og nýsköpunar. Framtaksmenn (lántakar) eru alla jafna bjartsýnir og þrýsta á um aukna starfsemi og aðgengi að lánsfé, en bankamenn (lánveitendur) ættu að vera íhaldssami og gagnrýni aðilinn í fjárfestingarsamstarfinu. Þegar hagkerfið er í vaxtarfasa í góðæri, er aukin hættu á óstöðugleika undirliggjandi. Ástæða þess er sú, að góð afkoma aðila á uppsveiflunni leiðir til aukinnar lausungar í lánveitingum, aðgengi að lánsfé eykst og kröfur um tryggingar og öryggi minnka. Skuldasöfnun getur þá magnast umfram vaxtarstig hagkerfisins. Þessi skilningur Minskys felur í sér að fjármálaóstöðugleiki sé óhjákvæmilegur hluti af venjulegri virkni kapítalíska hagkerfisins. Og það sem verra er, framboð lánsfjár magnar sveiflurnar í hagþróuninni (það er „pro-cyclical“). Það eykst á uppsveiflunni en dregst saman þegar hægir á hagþróuninni eða þegar kreppa legst yfir. Þannig magnar framboð lánsfjárins sveiflurnar til beggja átta, sem er óheppilegt frá sjónarhóli stöðugleika.

Uppsveiflan er oft rakin til einhverra nýmæla sem geta af sér bjartsýni. Þannig leiðir ný tækni oft til slíkrar bjartsýni (til dæmis bílategnin á þriðja áratug síðustu aldar í Bandaríkjunum eða upplýsingategnin og internet hagkerfið á tíunda áratugnum). Einnig eru nýmæli á fjármálamarkaði líkleg til að auka á bjartsýni með auknu aðgengi að lánsfé. Aukið frelsi og minna eftirlitsaðhald á fjármálamarkaði (afreglun, skuggabankakerfi, afskiptaleysisstefna stjórnvalda) og aukin fjármálavæðing með nýjum fjármálaafurðum sömuleiðis (afleiður, vafningar, nýjar leiðir til spákaupmennsku, o.fl.sl.). Aukið frelsi af þessum toga leiddi víðast til aukins óstöðugleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum upp úr 1980 (Taub 2013).

Hin nýja bjartsýni uppsveiflunnar í hagkerfinu örvar frekari fjárfestingar og þegar vel gengur og eignaverð fara að hækka meira en áður er alltaf hætta á aukinni spákaupmennsku og frekari bólu myndun, jafnvel með stigmögnun. Mikill gróði þátttakenda sér fyrir því. Ef þessi þróun gengur langt getur hún leitt af sér manískt ástand, segir Minsky, með því að dýrseðli græðginnar (sem Keynes kallaði svo —,animal spirits“) sleppur laust. Þá liggur leiðin til umframfjárfestingar, ofhitunar og mikilla bóluáhrifa á eignaverð (einkum á hlutabréf og húsnæði). Allt lítur vel út á uppsveiflunni, allir þátttakendur græða vel og lausatök magnast. Aðgengi að lánsfé eykst, því bankamenn hagnast líka á miklum lánveitingum.

Keynes benti á það, að fjárfestar sem eru á markaðinum í uppsveiflu ímynda sér gjarnan að þeir séu snillingar, frekar en að þeir njóti þeirrar heppni að hagnast á uppsveiflunni eins og allir aðrir fjárfestar. Aukinn hagnaður hefur einnig áhrif á bankamennina, sem ættu að vera varkárir og íhaldssamir, og losar um aðhaldið hjá þeim. Bónusar vegna aukinnar veltu og útlána magna þau áhrif, en þeir urðu algengari í vestrænum bankakerfum eftir 1980.

Þannig er aukin hætta á að lánveitingar fari í óheillavænlegri farvegi eftir því sem líður á uppsveifluna. Minsky segir þróunina vera á þann veg, að lán fari stig af stigi frá því að vera vel tryggð (*hedge financing*), til áhættusamari fjárfestinga (*speculation financing*) og endanlega til ósjálfbærra lánveitinga fyrir afborgunum af fyrirbyggjandi lánnum (*Ponzi financing*). Þannig leiðir tilhneigingin til óstöðugleika sjálfkrafa til aukinnar áhættutöku, að mati bæði Hyman Minskys og Johns M. Keynes. Ekki er hægt að kenna einangruðum ytri áföllum eða inngrípum um þessa þróun, þó slíkt geti skipt máli til að setja bjartsýnisbylgjur af stað.

Hagfræðingar Austurríska skólans, sem alla jafna aðhyllast óhefta markaði, lýsa bólu myndun og fjármálakreppum að mörgu leyti á svipaðan hátt og Keynes og Minsky, nema hvað þeir leggja meira upp úr ytri áhrifum og inngrípum ríkisvalds og seðlabanka sem frumorsökum bóla og fjármálakreppa (Kregel 2013; Blyth 2013; Bagus & Howden 2011). Í umfjöllunum þeirra fá seðlabankar gjarnan hlutverk helsta sökudólgins, sem eykur fé í umferð um of, sem svo skilar sér í of miklu framboði lánsfjár á markaðinum, með sömu afleiðingum og við höfum lýst hér að framan.

Síðan þegar bólan hefur náð hámarki dregur á ný úr bjartsýni (til dæmis vegna þess að arðsemi minnkar, tækifæri dragast saman, vextir hækka eða aðgengi að fjármagni þrengist). Þá er hætta á að til örvæntingar geti komið hjá markaðsaðilum (sbr. notkun

hugtaksins „*panic*“ í heiti frægrar bókar Kindlebergers og Alibers 2005: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*). Fjárfestar og fyrirtæki sem hafa spent bogann of hátt og lenda í vandræðum með afborganir skulda geta þurft að losa eignir til að lækka skuldabyrði. Ef mikil brögð verða að slíku er hætta á lækkunum eignaverðs, sem geta þá leitt til vítahrings samdráttar, gjaldþrota og bankakreppu, með eða án gjaldmiðilskreppu. Svo þegar bankamenn draga saman framboð lánsfjár magnast samdráttarspirallinn frekar. Við slíkar kreppuáðstæður er það fyrst og fremst ríkisvaldið sem getur gripið inn í og veitt örvun og tryggingar inn í hagkerfið, eins og Keynes sýndi í umfjöllun sinni um kreppuviðbrögð á fjórða áratug síðustu aldar (Keynes 1936).

1.2 Reglun og reynslan af henni

Hyman Minsky lagði einnig ríka áherslu á mikilvægi gagnvirkra áhrifa í blandaða hagkerfinu. Með því átti hann við það, að öflugt ríkisvald þyrfti að annast reglun og eftirlit á fjármálamörkuðum og seðlabankar þyrftu að veita öryggi sem lánveitendur til þrautavara. Þannig taldi Minsky að aðhald opinberra stofnana væri nauðsynlegt til að sporna við innbyggðum tilhneigingum til óhófs og græðgi í fjárfestingarstarfsemi og spákaumennsku. Þeim mun öflugri sem þessi aðhaldsöfl eru þeim mun minni er hættan á að markaðirnir fari afvega (Wolfson 2013; Silvers 2013; Minsky 1986).

Kreppan mikla á fjórða áratug síðustu aldar kom í Bandaríkjunum í kjölfar góðæris á þriðja áratugnum, sem spratt af nýmælum í atvinnu- og fjármálalífi og óheftari markaði, samhlíða auknu afskiptaleyssi ríkisvaldsins. Þessi blanda leiddi til bóluhagkerfis („the Roaring Twenties“), með óhóflegri skuldasöfnun og auknum ójöfnuði tekna. Bólan sprakk svo með hruninu á Wall Street haustið 1929. Aukin lausatök og minna aðhald, það er aukið frelsi, leiddi fjármálageirann þannig afvega, með alvarlegum afleiðingum fyrir þjóðarbúskapinn og heimilin.

Síðan varð umsnúningur í stefnunni með aðgerðum Roosevelt stjórnarinnar frá og með árinu 1933. Þá var reglun eflað og aðhald stjórnvalda aukið á ný, meðal annars með Glass-Steagal lögunum sem aðskildu áhættusama fjárfestingastarfsemi frá venjulegri viðskiptabankastarfsemi. Sú skipan miðaði að því að forða fjármálageiranum frá óhófi og of mikilli áhættutöku, sem er sífelld ógn við stöðugleikann. Til viðbótar juku stjórnvöld eftirlit með bönkum til að geta gripið inni ef þeir væru að fara afvega. Þessi regluskipan fjármálageirans hélst fram á áttunda áratuginn og skilaði miklum árangri, ekki bara í Bandaríkjunum heldur á Vesturlöndum öllum (Kotz 2013; Wolfson 2013; Gorton 2012).

Árangurinn hefur sýnt sig í víðtækum rannsóknum Carmens Reinhart og Kenneths Rogoff (2009) á tíðni og einkennum fjármálakreppa í heiminum. Þau sýna glögglega að á tíma hins aukna aðhalds, frá lokum seinni heimsstyrjaldarinnar til áttunda áratugarins, heyrðu fjármálakreppur til algerra undantekninga á Vesturlöndum, ef þær þá yfirhöfuð sáust þar. Reglunin og eftirlitið, ásamt hinni alþjóðlegu skipan fjármála (Bretton Woods skipaninni), skiluðu sem sagt miklum árangri. Óhefti markaðurinn var haminn, hagnýtturinn blómstraði, lífskjör almennings bötunðu sem aldrei fyrr og fjármálakreppur hurfu nær alveg af sjónarsviðinu. Þetta var eitt mesta hagsældarskeið í sögu mannkyns, það sem Angus Maddison kallaði „gullöld blandaða hagkerfisins“ og sem Frakkar kölluðu

„Les Trente Glorieuses“ (Maddison 2000; Piketty 2014). Síðan þegar reglun var létt á ný, með minna aðhaldi hins opinbera og auknu frelsi á fjármálamörkuðum frá og með áttunda áratugnum, þá snéri þróunin fljótt til fyrra horfs, með aukinni tíðni fjármálakreppa og vaxandi óstöðugleika í heimshagkerfinu. Hámarki náði sú þróun svo með kreppunni sem hófst árið 2008, en hún var sú stærsta sinnar tegundar frá kreppunni miklu á fjórða áratug síðustu aldar.²

Margvísleg nýmæli og breytingar á vestrænum fjármálamörkuðum frá og með áttunda áratugnum grófu undan regluskípan og stöðugleika eftirstríðsáranna. Það ásamt vaxandi nýfrjálslygguáhrifum og hnattvæðingu gerðu útslagið og opnuðu á grundvallar breytingar. Skuldasöfnun og spákaupmennska tóku að aukast á ný og tíðni fjármálakreppa sömuleiðis, eins og Reinhart og Rogoff sýna á skýran hátt.

Minsky (1986) fjallar einnig um hlut tekjuójafnaðar í bóluþróun og fjármálakreppum. Hann taldi að tekjuójöfnuður hefði sjálfstæð áhrif til að auka óstöðugleika í fjármálakerfinu. Minsky benti á að neysla sem fjármögnuð er með skuldum frekar en launum (sem fylgja framleiðni aukningu hagkerfisins) sé sjálfstæður áhættuþáttur óstöðugleika, sem einmitt gætti í miklum mæli í mörgum löndum í aðdraganda fjármálakreppunnar árið 2008 (Kregel 2013). Skuldasöfnunin á sviði fjárfestinga í atvinnulífinu hefur sams konar áhrif, er leiða auðveldlega til ofhitunar eða ofþenslu, en þar eru hátekuþópar (atvinnurekendur og stóreignafólk) yfirleitt helstu gerendurnir, þeir sem hæstu tekjurnar hafa. Friðlaus leit eftir skammtímagróða, sem byggir á of mikilli skuldsetningu og spákaupmennsku, er þannig stór áhættuþáttur, í greiningu Minskys. Aukinn ójöfnuður, með hækkunum hæstu tekna umfram alla aðra, magnar slíka spákaupmennsku og skuldasöfnun enn frekar.

Minsky fjallaði loks um það að þegar út í kreppu er komið, ættu stjórnvöld helst að beina aðgerðum sínum til að létta undir með heimilunum, frekar en að bjarga bönkum sem komnir eru í þrot. Þarna er samhljómur með sjónarmiði Keynes um mikilvægi virkrar eftirspurnarstjórnunar í kreppuaðstæðum. Megin lærdómurinn af kenningum Minskys og Keynes um bólur og fjármálakreppur er eftirfarandi:

- Tilhneigingin til óstöðugleika er eðlislæg í kapítalískum hagkerfum. Framboð lánsfjár magnar sveiflur (“lending is pro-cyclical”) frekar en að vinna gegn þeim.
- Án virks aðhalds af reglunarstofnunum og eftirliti hættir fjármálakerfinu til of mikilla lausataka, með of mikilli áhættu.
- Óhófleg skuldasöfnun leiðir til bólu myndunar í markaðshagkerfinu.
- Of mikil áhættutaka með spákaupmennsku fellir banka og getur af sér efnahagskreppur.
- Atvinnurekendur og fjárfestar eru helstu gerendurnir í því ferli sem getur af sér bólu myndun. Þeim hættir til að fara offari í leit sinni að skjóttæknum gróða, sem er oftast frumorsök tilhneigingarinnar til óstöðugleika.
- Afleiðingar óhófsins lenda síðan á herðum stjórnvalda og almennra skattgreiðenda, þegar spákaupmennskubólur springa og efnahagskreppa leggst yfir samfélagið.

Í næsta hluta beitum við þessum klassísku kenningum um fjármálakreppur á reynslu Íslands. Við gerum það með því að útlista áhrif stefnubreytingar í stjórnámálum, breytinga á stofnanaumhverfi fjármála, tilfærslu valdsins í samfélaginu (frá stjórnvöldum til fjármálaafila og atvinnurekenda) og sýnum hvernig þessar breytingar tengjast aukinni skuldasöfnun, spákaupmennsku og fordæmalausum vexti hæstu tekna. Afleiðingin var heimsins stærsta bóluhagkerfi og hrunið 2008. Þetta var einstök óhófsþróun á alla mælikvarða. Helstu þátttakendur ævintýrsins nutu gríðarlegs ávinnings, en almenningur sem lítills ábata hafði notið á uppsveiflunni axlaði byrðar afleiðinganna, sem lögðust á þjóðarbúið eftir hrun.

2. Bólan og hrunið skýrð

2.1 Stefnubreyting í stjórnámálum: Aukin áhrif nýfrjálshyggu

Þekkt er að Ísland fylgdi öðrum vestrænum samfélögum inn í kerfi mikilla ríkisafskipta á árum kreppunnar miklu á fjórða áratug síðustu aldar og að lengri tíma tók að trappa landið út úr þeirri skipan en algengast var í grannríkjunum, það er í átt aukins markaðsbúskapar (Stefán Ólafsson 2011; Jónar Haralz 2002; Jakob F. Ásgeirsson 1988). Frá og með árinu 1960 hófst þó slík breyting hér á landi, þar sem úr beinum ríkisafskiptum var dregið, ekki síst hvað snerti inngríp í viðskipti. Í staðinn kom breytilegt gengi krónunnar, sem áfram laut þó beinum ríkisafskiptum og var beitt til að aðlaga þjóðarbúið að breytilegri afkomu útflutningsgreina atvinnulífsins. Frelsi til viðskipta var aukið, en heimilín voru látin taka skellinn með gengisfellingum og tilheyrandi kaumáttarrýrnun ef bæta þurfti afkomu útflutningsfyrirtækjanna. Sú skipan magnaði upp verðbólgu umfram það sem áður hafði tíðkast og stóð það ástand meira og minna til um 1990. Ríkisafskiptin breyttu þannig í fyrstu meira um form en að úr þeim hafi dregið.

Óhætt er að segja að þrátt fyrir aukið viðskiptafrelsi eftir 1960 hafi umfangsmikil ríkisafskipti af efnahagslífi og fjármálum staðið lengur á Íslandi en víða á Vesturlöndum. Það þýðir að þegar tók að gæta aukinna nýfrjálshygguáhrifa (aukinnar markaðsvæðingar, afskiptaleysisstefnu, afreglunar, einkavæðingar og aukinna fríðinda fyrir atvinnulíf og fjárfesta)³ þá var lengri leið að fara til að koma slíkum umskiptum á hér á landi. Það þýðir að áhættan sem slíku fylgdi gæti verið meiri hér en víða annars staðar, einkum ef hratt væri farið í breytingarnar.

Stjórnámálamenn á hægri vængnum voru helstu talsmenn breytinga í átt nýfrjálshyggiuskipanar. Margir fjafnaðarmenn í Alþýðuflokknum voru þó einnig jákvæðir gagnvart slíkum breytingum og töldu að „heilbrigðari samkeppnismarkaður“ væri góð leið til að draga úr fyrirgreiðsluspillingu sem hafði tengst ríkisafskiptunum til lengri tíma, ekki síst í landbúnaði og sjávarútvegi og í byggðaðþróun almennt.

Sjálfstæðisflokkurinn var þó helsti vettvangur aukinna nýfrjálshyggiuáhrifa á Íslandi. Flokkurinn hafði lengst af verið aðeins hægra megin við miðju á pólitíska litrófinu, en eftir sem áður helsti talsmaður hagsmuna atvinnurekenda og efri millistéttarinnar. Ásýnd flokksins gaf þó til kynna að hann væri fulltrúi allra stétta (sbr. slagorðið klassíska „stétt með stétt“), hvort sem það var raunsönn lýsing eður ei. Breytingarnar innan Sjálfstæðisflokksins tengdust í fyrstu tilkomu hóps innan flokksins sem gerðist virkur

málsvari aukinnar nýfrjálshyggju, en það var „Eimreiðarhópurinn“ sem dró frjálshyggju-lestina og barðist fyrir minni ríkisafskiptum, auknum markaðsbúskap, einkavæðingu og skattalækkunum og talaði jafnframt um að velferðarríkið væri á villigötum (Jónas Haralz 1981). „Báknið burt!“ varð þekkt slagorð hópsins, sem Sjálfstæðisflokkurinn gerði að sínu (Eiríkur Bergmann 2014). Yfirlýst markmið Eimreiðarhópsins var að sveigja Sjálfstæðisflokkinn markvert til hægri á pólitíska litrófinu.

Talsverð tímamót voru í stjórnmalunum á Íslandi með útkomu bókarinnar „Uppreisn frjálshyggjunnar“ árið 1979. Þar voru birtar ritgerðir um frjálshyggjubodskapinn eftir nokkra einstaklinga sem allir urðu síðar áhrifamiklir í Sjálfstæðisflokknum og samfélaginu. Í þeim hópi voru meðal annarra Davíð Oddsson og Hannes Hólmsteinn Gissurarson, en sá síðarnefndi hefur verið helsti talsmaður róttækrar nýfrjálshyggju allt til samtímans.⁴ Kjartan Gunnarsson lögfræðingur og fjárfestir ritstýrði og gaf bókina út, en hann varð síðan áhrifamikill framkvæmdastjóri Sjálfstæðisflokksins í um 26 ár, frá og með árinu 1980. Kjartan sat lengi í stjórn Landsbankans á meðan hann var í ríkiseigu og hélt stöðu sinni þar eftir fulla einkavæðingu bankans 2003. Hann var á vissan hátt áberandi fulltrúi þess samgangs milli efstu laga viðskiptalífsins og stjórnmalanna sem lengi hefur tíðkast á Íslandi (Jóhann Hauksson 2011). Aðrir úr Eimreiðarhópnum urðu áhrifamenn í stjórnmalum, atvinnulífi og fjölmiðlum.

Aukning frjálshyggjuáhrifa var ekki bundin við Ísland, heldur var það almenn þróun á Vesturlöndum (sbr. Evans & Sewell 2013; Harvey 2007; Blyth 2002). Frjálshyggjan fékk sérstaklega mikinn byr í seglin með tilkomu ríkisstjórna Margrétar Thatcher í Bretlandi og Ronalds Reagan í Bandaríkjunum, í kringum 1980.

Í kjölfar útgáfu „*Uppreisnar frjálshyggjunnar*“ gengust talsmenn frjálshyggju fyrir útgáfu tímarita, bóka og greina og buðu mörgum nafntoguðum hugmyndafræðingum nýfrjálshyggjunnar til fyrirestrahalds á Íslandi, svo sem Friedrich von Hayek, Milton Friedman og James Buchanan, svo nokkrir séu nefndir. Þessi sigandi en markvissa útbreiðsla nýfrjálshyggjuáhrifa stóð allan níunda áratuginn og náði að hluta út fyrir Sjálfstæðisflokkinn, enda gætti lítillar fyrirstöðu frá vinstri væng stjórnmalanna og launþegahreyfingunni á þessum tíma. Raunar tók lengri tíma hér á landi fyrir þessar hugmyndir að ná alvöru áhrifum en í Bretlandi og Bandaríkjunum. Áhrif nýfrjálshyggjunnar jukust sérstaklega í kjölfar þess að Davíð Oddsson varð forsætisráðherra, ekki síst frá og með öðru ráðuneyti hans er kom til sögunnar árið 1995. Þá sköpuðust möguleikar á að koma slíkum stefnumálum í framkvæmd, enda urðu þessar hugmyndir einnig smám saman áhrifamiklar í fyrirtækja- og fjármálaarmi Framsóknarflokksins, sem settist í stjórn með Sjálfstæðisflokknum árið 1995. Áhrif nýfrjálshyggju í íslenskum stjórnmalum voru þannig mjög vaxandi frá þeim tíma og allt að hruninu 2008, ekki síst vegna þess að öflugir talsmenn atvinnulífs og fjármála (Viðskiptaráð, Samtök atvinnulífsins, bankarnir og hægri pressan) tóku þessar hugmyndir kröftuglega upp á sína arma og héldu þeim að ríkisstjórnnum, sem sjálfar voru móttækilegar gagnvart þeim þrýstingi.

2.2 Breytt stofnanaumhverfi fjármála og efnahagslífs

Hin nýja hugmyndafræði skaut sem sagt rötum á níunda áratugnum og fyrri hluta þess

tíunda. Þó áhrifa þeirra breytinga hafi mest gætt eftir 1995 þá má nefna tengd umskipti í stofnanaumhverfinu í íslensku atvinnulífi sem komu til fyrir. Aukin markaðsvæðing sjávarútvegsgeirans, sem hófst með upptöku kvótakerfisins um 1984, var mjög undir áhrifum frá hinu nýja sjónarhorni nýfrjálshyggjunnar. Það má skoða sem tímamóta-breytingu í átt aukinnar nýfrjálshyggjuskipunar (Eiríkur Bergmann 2014; Stefán Ólafsson 2011).

Í reynd var upptaka kvótakerfisins fyrsta skrefið í einkavæðingu sjávarauðlindarinnar. Áður hafði verið litið á sjávarauðlindina sem sameign þjóðarinnar sem allir gátu sótt í, en með kvótakerfinu var aðgangur að auðlindinni takmarkaður við þá sem höfðu stundað útgerð í þrjú ár fyrir kerfisbreytinguna. Síðar var þetta skref fullnustað um 1990 með því að gera veiðiréttindin (kvótann) framseljanleg og nýtanleg sem veð. Þegar hægt var að láta veiðiréttindin ganga í arf má segja að eiginleg einkavæðing auðlindarinnar hafi verið nær fullkomnuð. Eigendur kvóta gátu aflað sér tekna með því að leigja út kvóta sinn, í stað þess að sinna sjálfir útgerð fiskiskipa, ef svo bar undir. Auðlindarentan rann til kvótahafa. Með þessu voru mikil verðmæti færð á hendur einkaaðila og greidd gata aukinnar verðbréfa- og peningavæðingar í íslensku samfélagi. Menn fóru að tala um „kvótakónga“ og „útgerðaraðal“.

Framsal veiðiréttindanna var réttlætt sem hagkvæm skipan, sem myndi auðvelda aðlögun veiðiflotans að takmarkaðri afkastagetu fiskistofna. Það átti að leiða til fækkunar fiskiskipa og stækkunar, í kjölfar aukinnar samþjöppunar eignarhalds í sjávarútvegi, sem og í kvótaeign. Færri og stærra útgerðaraðilar voru rökrétt afleiðing. Þeir sem einkum nutu hagkvæmninnar sem hin nýja skipan fól í sér voru útvegsmenn og kvótahafar, en síður sjómenn og landverkafólk. Mörg byggðarlög misstu frá sér réttinn til að sækja í sjávarauðlindina, oft með neikvæðum afleiðingum fyrir byggðapróun á svæðinu.

Önnur mikilvæg breyting á stofnanaumhverfi fjármála og efnahagslífs á Íslandi, sem greiddi götu frekari nýfrjálshyggjuáhrifa, var innganga Íslands í Evrópska efnahags-svæðið sem tók gildi árið 1995. Grunnur að því var lagður í samstarfi Sjálfstæðisflokks og Alþýðuflokks í Viðeyjarstjórninni (1991-1995) og lögðu Alþýðuflokksmenn mikla áherslu á það mál, sem leið til að bæta samkeppnisstöðu útflutningsgreina á evrópskum mörkuðum með lækkun tolla og nútímavæðingu samkeppnislaga. Hins vegar var algert frelsi til fjármagnsflutninga milli Íslands og ESB-landa hluti af fjórfrelsinu svokallaða sem fylgdi aðildinni og var það afdrifaríkasta nýmælið sem fólst í þessu nýja stofnanaumhverfi hins íslenska fjármála- og atvinnulífs.

Gjaldeyrishöft og opinber stýring lánsfjár heyrði þá sögunni til, því íslenskum fjármálamönnum og atvinnurekendum var þar með veittur fullur aðgangur að alþjóðlegum fjármálamarkaði í fyrsta sinn frá því fyrir tíma kreppunnar miklu á fjórða áratugnum. Þetta var grundvallarbreyting, með miklum nýjum tækifærum, en einnig með nýjum áhættum. Eftir á má sjá að bæði íslensk stjórnvöld og stjórnendur fjármála og fyrirtækja gerðu sér betri grein fyrir tækifærunum en áhættunum sem í hinni nýju skipan fólust. Oftrúin á sjálfstillandi afl hins óhefta markaðar kann að hafa átt ríkan þátt í andvaraleysinu sem ríkti gagnvart hinum nýju áhættum á Íslandi á þessum tíma.

Ef til vill hefði mátt ætla að Ísland væri vel varið af reglugerðarverki Evrópusam-

bandsins á þessum tíma, því Ísland gekkst undir stóran hluta þess með aðild sinni að Evrópska efnahagssvæðinu – en þó ekki allt. Ísland hafði til dæmis ekki skjól af Evrunni né af Evrópska seðlabankanum.

Reynslan bæði í Evrópu og Bandaríkjunum kennir hins vegar að fjármálamarkaðirnir voru búnir að þróa margvíslegar leiðir framhjá þeim hindrunum sem reglun fjármálamarkaðanna var, allt frá því að hið aukna frelsi markaðshyggjunnar og hnattvæðingarinnar breiddist út upp úr 1980. Ný skipan og fjöldi nýrra afurða á fjármálamarkaði, auk hins svarta bankakerfis, auðvelduðu mönnum margar hjáleiðir á svig við reglurnar (Gorton 2012; Posner 2010).

Megin niðurstaða Rannsóknarnefndar Alþingis (2010) um fall íslensku bankanna var einmitt sú, að þó stjórnendur bankanna bæru stærsta ábyrgð á fjármálahruninu þá hefðu framkvæmdaraðilar opinbera eftirlitsins með fjármálaágeiranum algerlega brugðist starfsskyldum sínum, bæði í Seðlabankanum og Fjármálaeftirlitinu. Seðlabankinn átti að tryggja fjárhagslegan stöðugleika í landinu og Fjármálaeftirlitið átti að tryggja að bankarnir færu að lögum og reglum og fylgjast náið með gerðum þeirra, til að tryggja að þeir væru greiðsluhæfir. Stjórnendur þessara opinberu stofnana töldust vera sekir um alvarlega vanrækslu í þessum störfum sínum, samkvæmt niðurstöðum Rannsóknarnefndar Alþingis. Hið sama gilti um þá ráðherra sem báru ábyrgð á viðkomandi sviðum (Guðrún Johnsen 2014).

2.3 Frá einkavæðingu banka til bóluhagkerfis og hruns

Ríkisstjórnin sem kom til valda árið 1995 var samsteyptstjórn Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks. Þessir flokkar voru með mest fylgi á þessum tíma og áttu það sameiginlegt að vera þeir stjórnmalaflokkar sem mest tengsl hafa haft við fyrirtækjaheim atvinnulífs og fjármála á Íslandi til lengri tíma. Þeir stýrðu samfélagi sem var nýkomið inn í algerlega nýtt umhverfi alþjóðlegra fjármála og aukinnar nýfrjálshyggju, þar sem ríkjandi voru hugmyndir um einkavæðingu, samkeppnishæfni, frelsi til fjármagnsflutninga, aukna markaðsvæðingu og minna hlutverk fyrir lýðkjörið ríkisvald.

Leiðin til aukinna áhrifa nýfrjálshyggjuhugmynda í íslenska samfélaginu var þannig orðin mun greiðari en áður hafði verið. Flokksleiðtogar stjórnarflokkanna, Davíð Oddsson og Halldór Ásgrímsson, virtust báðir fylgja þessari hugmyndafræði að mestu leyti. Framsóknarflokkurinn átti sér þó sterka arfleifð félagshyggju, með langvarandi tengslum sínum við samvinnufélög og landsbyggðina. En þegar þarna var komið sögu var samvinnuhreyfingin rústir einar og sjónarmið flokksforystunnar var að þéttbýlið á suðvestur horninu ætti að gegna stærra hlutverki sem fylgisgrunnur flokksins en verið hafði, enda gætti viðvarandi fækkunar íbúa víða á landsbyggðinni. Framsóknarflokkurinn skilgreindi sig því í auknum mæli sem miðjuflokk og millistéttarflokk sem gæti höfðað til íbúa á höfuðborgarsvæðinu og í öðru þéttbýli. Félagshyggja flokksins veiktist því nokkuð um leið og tengsl við fyrirtækjageirann urðu líkari því sem lengst af hafði viðgengist í Sjálfstæðisflokknum. Fyrirtækjamenn og fjármálaöfl innan flokksins urðu því opnari fyrir nýfrjálshyggjuáhrifum en áður hafði verið.

Einkavæðing bankanna, sem stóð frá um 1998 til byrjunar árs 2003, sýndi sig síðar

að hafa verið ein afdrifaríkasta umbreytingin í stofnanaumhverfi fjármálageirans, á eftir opnun landsins fyrir alþjóðlega fjármálamarkaðinum. Einkavæðingin sjálf var sérkennileg. Leiðtogar stjórnarflokkanna voru beinir aðilar að framkvæmdinni, með setu í ráðherranefnd sem tók endanlegar ákvarðanir um málið. Landsbankinn var seldur aðilum sem voru með nán tengsl við Sjálfstæðisflokkinn og framkvæmdastjóri flokksins hélt áfram áhrifastöðu sinni í bankaráðinu eftir einkavæðingu. Þetta var niðurstaðan þrátt fyrir að hinir endanlegu kaupendur hafi ekki verið með hæsta tilbodsverðið í bankann (Ingi Freyr Vilhjálmsson 2014; Guðrún Johnsen 2014; Rannsóknarnefnd Alþingis 2010).⁵ Viðskiptamenn nátengdir Framsóknarflokknum fengu að kaupa Búnaðarbankann, sem síðan var sameinaður verðbréfafyrirtækinu Kaupþingi og kallaðist þá Kaupþing banki. Hann varð á endanum stærstur íslensku bankanna. Sitthvað fleira var óhreint við einkavæðingu bankanna, svo sem atriði er tengjast fjármögnun kaupanna. Allur ferillinn ein kenndist af miklum og óheppilegum tengslum stjórnmála og viðskipta (Jóhann Hauks-son 2011; Rannsóknarnefnd Alþingis 2010).

Eftir að ríkisbankarnir voru að fullu einkavæddir, í byrjun árs 2003, tóku hinir nýju eigendur til óspilltra málanna og juku snarlega fjárfestingastarfsemi þeirra, enda voru eigendurnir sjálfir virkir fjárfestar og spákaupmenn. Þeir stórjuku þátttöku bankanna í skuldsettum yfirtökum fyrirtækja, fyrst á Íslandi en síðan í auknum mæli erlendis. Eigendurnir notuðu bankana meðal annars til að auka sitt eigið eignarhald og áhrif í íslensku atvinnulífi. Þeir beittu sér einnig fyrir viðtækri notkun erlendra skattaskjóla fyrir efnaða viðskiptavinum bankanna.

Þrjár stærstu einkabankarnir á Íslandi settu allir upp útibú í Lúxemborg til að þjóna íslensku efnafólki með einkabankaþjónustu, meðal annars með viðtækri notkun skattaskjóla í Panama, á Bresku jómfrúreyjum, á Kýpur og á eyjum í Karabíska hafinu (Guðrún Johnsen 2014; Rannsóknarnefnd Alþingis 2010). Með birtingu Panama-skjalanna árið 2016, er sýna notkun skattaskjóla í gegnum fyrirtækið Mossack Fonseca í Panama, kom í ljós að Íslendingar voru með hlutfallslega meiri notkun skattaskjóla í Panama en aðrar vestrænar þjóðir. Ísland varð sem sagt viðamikill vettvangur spákaupmennsku og spilavítiskapitalisma á bóluárunum fram að hruni (Strange 1997). Sjá einnig umfjöllun tveggja þátttakenda í bankastarfseminni á þessum tíma um vöxt og starfshætti bankanna (Ármann Þorvaldsson 2009; Ásgeir Jónsson 2009). Sá fyrri kallar bók sína „Ævintýraeyjan“, sem virðist við hæfi því framgangur bankastarfseminnar á þessum árum var ævintýrlegur (Guðrún Johnsen 2014).

Þannig lögðust mörg áhrif til sömu áttar. Stefnumbreyting í stjórnmálum greiddi götu einkavæðingar, markaðsvæðingar og fjármálavæðingar, samhliða aukinni afskiptaleysisstefnu hjá stjórnvöldum, með tilheyrandi veikingu eftirlits og opinbers aðhalds. Oftrú á óhefta markaði varð ríkjandi. Síðan bættust við skipulagsbreytingar sem hneigðust til sömu áttar. Tilkoma kvótakerfisins sem nálgadist það að fela í sér einkavæðingu sjávarauðlindarinnar, frelsi til fjármagnsflutninga milli landa sem fylgdi aðild að Evrópska efnahagssvæðinu og loks einkavæðing bankanna, sem hleypti mikilvirkum spákaupmönnum leið að dýpstu hirzlum fjármálakerfisins.

Á alþjóðlegum fjármálamarkaði var á þessum tíma mikið framboð af fjármagni á

lágum vöxtum, sem skapaði tækifæri til aukinna umsvifa með lánsfé og vaxtar banka-kerfisins. Þetta nýttu hinir nýju eigendur og stjórnendur íslensku bankanna ótæpilega, enda jukust umsvif bankanna óvenju hratt frá 2003 til 2007. Krosseignatengsla gætti í miklum mæli. Síðar kom í ljós að rót hins öra vaxtar byggði ekki síst á mikilli áhættu-töku og ofurskuldsetningu, auk vafasamra starfshátta, sem stefndu fjármálastöðugleika Íslands í afar mikla hættu (Guðrún Johnsen 2014; Rannsóknarnefnd Alþingis 2010).

Af öllu þessu hlaust klassísk fjármálabóla, eins og fjallað er um í klassískum kenning-um á því sviði (Minsky 1986, Kindleberger & Aliber 2005, Reinhart & Rogoff 2009). Þó bólu-einkenna hafi vissulega gætt á húsnæðismarkaði þá voru sérkenni íslensku bólu- einkum spákaupmennska viðskiptalífsins með hlutabréf og aðrar eignir, sem einkum var fjármagnað með lántökum. Afleiðingin varð óhófleg söfnun erlendra skulda þjódarbús- ins, sem er einmitt algengasta beina orsök fjármálakreppa. Þegar fyrirtækjum, bönkum eða ríkisvaldi er drekkt í skuldum er alla jafna stutt í gjaldþrot eða fjármálakreppu. Bólu- einkenna gætti frá 1998 til 2001, með tvöföldum erlendra skulda þjódarbúsins, en síðan fór bóluþróunin á fullan skrið frá 2003. Það tók þá einungis um fimm ár að reka hina einkavæddu banka í þrot, með fjármálahruni sem var með þeim stærri og dýrari í seinni tíma sögu heimsins. Við skoðum þróun skuldsetningarinnar í íslenska þjódarbúinu í næsta hluta greinarinnar.

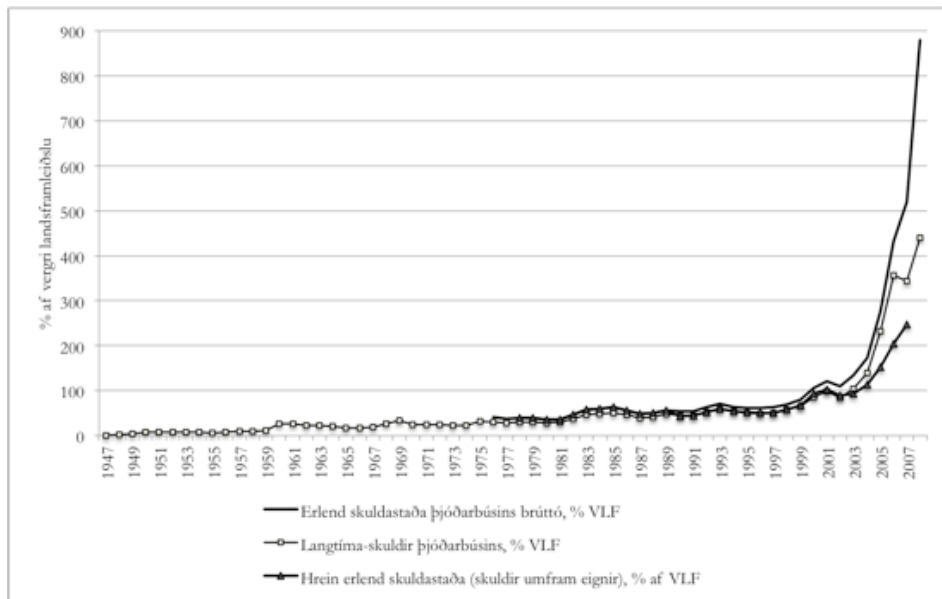
3. Skuldasöfnun: Hve mikil og hverjir voru helstu gerendur?

Á mynd 1 er sýnd þróun erlendra skulda íslenska þjódarbúsins frá fyrstu árum lýðveldis- ins til hrunsins árið 2008. Íslendingar hófu feril sinn sem sjálfstæð og næstum skuldlaus þjóð árið 1945, sem að auki átti sjóði erlendis er safnast höfðu á stríðsárunum, einkum með útflutningi fiskafurða til Bretlands. Eins og myndin sýnir breyttust erlendar skuldir þjóðarinnar, í hlutfalli við landsframleiðslu, lítið lengst af fram á tíunda áratuginn, en hækkuðu þó lítilla eins og algengast var á Vesturlöndum. Hækkunin jókst örar eftir 1980 en tímamótin komu svo á síðasta áratug tuttugustu aldarinnar.

Í reynd tvöfölduðust erlendar skuldir frá um 1997 til 2001, sem er mikið á alla mæli- kvarða. Á því tímabili var byrjað að selja hluti í ríkisbönkunum. Samhliða því fór lánsfé frá útlöndum að streyma til landsins í meira mæli en áður. Strandhögg útrásarvíkinga viðskiptalífsins hófst á þessum tíma, þó í litlum mæli hafi verið samanborið við það sem síðar varð, eftir að ríkisbankarnir voru að fullu komnir í eigu einkaaðila. Því marki var náð í byrjun árs 2003 og má segja að það séu stærstu tímamótin í þessari sögu sem hér er sögð. Frá og með þeim tíma jukust erlendar skuldir þjódarbúsins með fordæmalausum hætti, raunar á ógnarhraða, rétt eins og aldrei kæmi að gjalddögum. Myndin sýnir þetta glögglega og hversu mikla breytingu var þarna um að ræða.

Þegar á árinu 2004 var Ísland komið í hóp skuldugustu þjódarbúa í heiminum (Sedla- banki Íslands 2007). Eftir það margfaldaðist skuldastigið og var komið hátt í nífalda landsframleiðslu í aðdraganda hrunsins á árinu 2008. Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff (2010), sem lagt hafa ríka áherslu á að of mikil skuldasöfnun magni hættu á fjármálakreppu, segja í nýlegri rannsókn að þau hafi aldrei fyrr í átta alda sögu fjármála-

Mynd 1. Erlendar skuldir íslenska þjóðarbúsins 1947 til 2008. Brúttó skuldastaða alls, langtímaskuldir og hrein erlend skuldastaða (skuldir umfram eignir), sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.



Heimildir: Þjóðhagsstofnun og Hagstofa Íslands

kreppa séð jafn öra skuldasoöfnun og á Íslandi og Írlandi á áratugnum að hruni. Raunar var skuldasoöfnunin á Íslandi heldur örari en á Írlandi, en báðar þjóðirnar fóru síðan afar illa út úr fjármálakreppunni.

Mynd 1 er með þrjár línur. Fyrst er það svarta hreina línur er sýnir heildarskuldir þjóðarbúsins erlendis (bæði langtíma- og skammtímaskuldir), svo er það línur með ferningnum er sýnir langtímaskuldirnar einar og loks línur með þríhyrningnum er sýnir skuldir umfram eignir erlendis. Af þessu má lesa að frá um 2006 hafi langtímaskuldir þjóðarbúsins hætt að aukast (línur með ferningnum) en skammtímaskuldir haldið áfram hinum öra vexti. Lengst af voru erlendar skuldir Íslands eingöngu langtímaskuldir, sem alla jafna eru viðráðanlegri.

En eftir viðvaranir frá matsaðilum í lok árs 2005 og frá dönskum bankamönnum í byrjun árs 2006 lokuðust alþjóðlegir fjármálamarkaðir fyrir Íslandi í vaxandi mæli (Rannsóknarnefnd Alþingis 2010; Valgreen & Christensen 2006). Þá gripu íslensku bankarnir (Landsbanki og Kaupþing) til þess ráðs að safna sparifé frá almenningi í Bretlandi og Hollandi á internetinu, með gylliboðum í ávöxtun (Icesave reikningar Landsbankans og Kaupþing Edge reikningar). Með því tókst að viðhalda lengur fjármögnun bankanna, sem höfðu þanið skuldapol sitt til hins ítrasta (Guðrún Johnsen 2014). En áhættan jókst að sama skapi því hið nýfengna fé var mjög hvíkt og viðkvæmt fyrir breyttu orðspori og

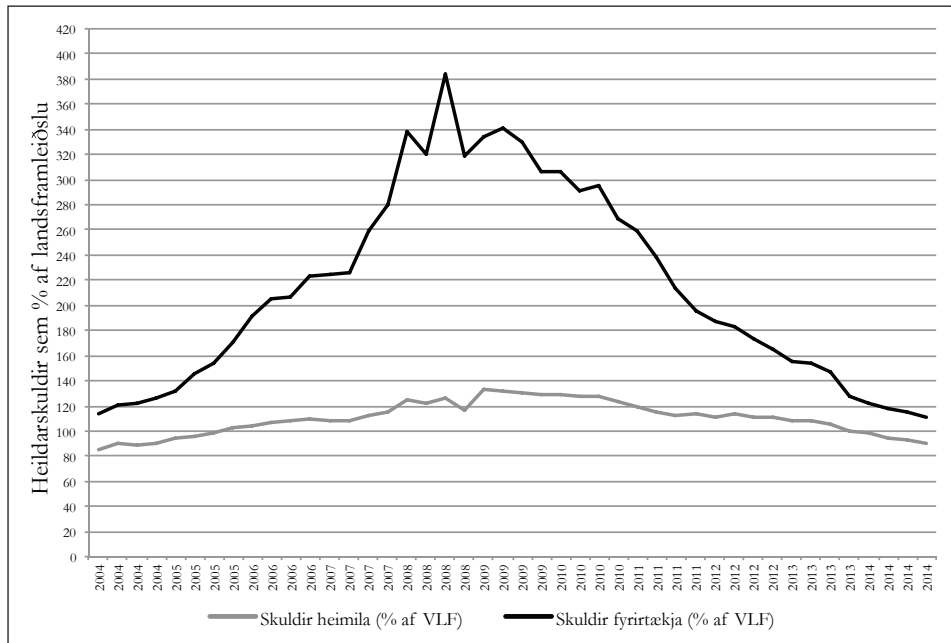
áföllum í rekstri bankanna. Áhættustigið var sem sagt verulega aukið frá og með árinu 2006, raunar langt umfram getu Seðlabankans til að vera öryggisventill bankanna sem lánveitandi til þrautavara.

Talsmenn fjármálageirans, Viðskiptaráð, Samtök atvinnulífsins og ríkisstjórnin fóru til varnar íslensku bönkunum þegar hér var komið sögu. Gáfu þeim traustsyfirlýsingar og létu gera skýrslur „sérfræðinga“ sem sögðu stöðu bankanna góða, þrátt fyrir að dökkar blikur væru á lofti (sbr. Frederick S. Mishkin & Tryggvi Þór Herbertsson 2006). Ráðherrar fóru með slíkar skýrslur til kynningar á erlendum fjármálamörkuðum og virtust hafa náð því að lægja öldurnar og þar með kaupa íslensku bönkunum lengri líftíma. Sá framlengdi líftími virðist hins vegar hafa verið notaður til að gera ástandið enn verra, meðal annars með söfnun sparifjár frá almenningi í Bretlandi og Hollandi. Lítið var tekið á rót vandans sem byggst hafði upp með óhóflegum og ótraustum vexti bankanna frá 2003, í skjóli afskiptalíttilla stjórnvalda, Seðlabanka og Fjármálaeftirlits (Guðrún Johnsen 2014; Rannsóknarnefnd Alþingis 2010). Það var og niðurstaða Rannsóknarnefndar Alþingis að síðasta vonin til að afstýra falli bankanna hafi verið á árinu 2006.

Mynd 1 sýnir loks einnig að skuldasöfnun Íslands erlendis var langt umfram virði þeirra eigna sem að baki stóðu. Skuldir umfram eignir slöguðu hátt í þrefalda landsframléiðslu. Virði eigna er þó ætíð viðkvæmara en virði skulda, ekki síst í umhverfi bóluhagkerfa. Þetta sýnir hversu óvarlega íslenski fjármálageirinn fór fram á árunum í aðdraganda hrunsins. Það sannaðist svo við upphaf fjármálakreppunnar, þegar eignir féllu stórlega í verði en skuldir héldu virði sínu eða jukust með gengisbreytingum og verðbólguþroti. Veð sem byggðu á uppblásnum eignaverðum og skáldaðri viðskiptavild hreinlega gufudu upp í mörgum tilvikum, eftir að vítahringur fjármálahrunsins og kreppunnar tók við.

Hið íslenska „alþjóðlega fjármálakerfi“ sem blés út á áratugnum að hruni var augljóslega byggt á sandi, ekki síst frá og með árinu 2003, þegar óhófið keyrði um þverbak. Niðurstöður fjölmargra dómsmála er starf sérstaks saksóknara í málum föllnu bankanna skilaði sýna jafnframt að á síðustu árum og misserum fyrir hrun gripu stjórnendur bankanna ekki bara til áhættusamra gerninga heldur beinlínis til lögbrota í mörgum tilvikum. Hið sama á við um suma þátttakendur atvinnulífsins í spákaupmennskuveislunni, jafnvel stjórnendur stærstu fyrirtækja landsins.

Að framan var nefnt að fjármálabólan á Íslandi hafi ekki í jafn miklum mæli verið húsnæðisbóla og í öðrum kreppulöndum (Írlandi, Bandaríkjunum, Bretlandi, og Spáni), heldur var stærsti hluti hennar tengdur spákaupmennsku í atvinnulífinu, með skuldsettum yfirtökum og samruna fyrirtækja. Það er stutt þeim gögnum sem sjá má á mynd 2, en þar er sýndur vöxtur skulda fyrirtækjanna annars vegar og heimilanna hins vegar. Skuldir fyrirtækja jukust miklu örar en skuldir heimila, eða frá um 114% af landsframléiðslu 2004 upp í 380% árið 2008. Skuldir heimilanna fóru frá um 85% af landsframléiðslu upp í um 133% þegar hámarki var náð. Auk erlendra skulda jukust einnig innlendar skuldir, til dæmis við lífeyrissjóðina sem töpuðu ríflega 20% af eignum sínum í hruninu. Stærð bankakerfisins var nálægt tífaldri landsframléiðslu við hrun, þegar allt er talið.

Mynd 2. Skuldir fyrirtækja og heimila, 2004 til 2014 (hlutfall vergrar landsframleiðslu).

Heimild: Seðlabanki Íslands (2015)

Önnur hlið á skuldasöfnuninni lýtur að flæði fjármagns úr landi. Aðilar sem keyptu hlutabréf eða aðrar eignir fyrir lánsfé gerðu það iðulega í nafni hlutafélaga er þeir voru skráðir fyrir. Ein leið við slík kaup var að sameina hið skulduga einkahlutafélag sem keypti til dæmis burðugt fyrirtæki í alvöru rekstri við keypta fyrirtækið sjálft (þetta var til dæmis gert af kaupendum Landssímans). Þar með voru skuldir vegna kaupa fyrirtækisins gerðar að skuldum fyrirtækisins sjálfs og þaðan í frá varð það verkefni viðskiptavina þess fyrirtækis að greiða kaupverðið á lengri tíma. Hinir nýju „eigendur“ gátu þannig hugsanlega sloppið við að greiða kaupverðið sjálfir.

En algengast varð á bóluárunum að athafnasömustu gerendurnir væru með keðjur hlutafélaga eða einkahlutafélaga, sem röktu sig í gegnum erlend skattaskjól. Þar með sköpuðust nýjar leiðir til að komast undan eftirliti skattayfirvalda á Íslandi og jafnframt til að fela eignir og aðskilja eignir og skuldir. Þannig varð auðveldara að koma eignum undan og skilja skuldir eftir í ósjálfbærum fyrirtækjum.

Þekkt er að í kjölfar hrunsins var stór hluti fyrirtækja á Íslandi tæknilega gjaldþrota, eins og kallað var (Rannsóknarnefnd Alþingis 2010). Þetta þýddi að eigendurnir eða fyrirtæki þeirra á Íslandi áttu ekki fyrir skuldum fyrirtækjanna. Áður höfðu menn þó oft komið eignum úr landi og í skattaskjól, og voru Íslendingar óvenju mikilvirkir notendur erlendra skattaskjóla á þessum tíma, eins og Panama-skjölín benda til. Niðurstaðan er sú, að ýmsir sem voru ábyrgir fyrir stórum gjaldþrotum og miklu tjóni samfélagsins á Íslandi áttu áfram umtalsverðar eignir erlendis.

Síðan fengu fyrirtækjaeigendur oft afar miklar niðurfellingar skulda og gátu jafnvel haldið áfram rekstri fyrirtækja sem þeir höfðu áður drekkt í skuldum, vegna eigin spákaupmennsku og brasks. Mynd 2 sýnir einmitt að skuldir fyrirtækja lækkuðu miklu meira en skuldir heimila á kreppuárunum. Fjárstreymið úr landi á árunum að hruni var gríðarlegt og margt óhreint við það ferli allt, bæði frá sjónarmiði heilbrigðrar skattlagningar og sjálfbærni íslenska þjóðarbúsins. Það er því ljóst að fyrirtækin og bankarnir eiga langstærstan hluta af hinni ógnvænlegu skuldasoöfnun sem á endanum felldi bankana og setti þjóðarþúið á hliðina í hruninu. Þróunin var í senn óvenjuleg og öfgakennd – og afleiðingarnar eftir því.

4. Spákaupmennskan: Wall Street á Norðurhjaranum

„Spákaupmennska“ sem leið til eigin ábata er frávik frá venjulegri framleiðslu og viðskiptastarfsemi. Hún er frávik frá skynsamlegri hegðum, enda á hún meira skylt við hegðun fjárhættuspilara í spilavítum. Byggt er á heppni og væntum ábata í framtíðinni, sem í eðli sínu eru óviss. Önnur hugtök sem notuð eru um ástand í fjármálageiranum á ofþennslutíma, eins og „manía“, „óskynsamlegt oflæti“ („*irrational exuberance*“)⁶ og „bólur“ eru allt hugtök sem vísa til ástands sem er utan hins venjulega og eðlilega (Kindleberger & Aliber 2005). Þau vísa til óhófs og hjarðhegðunar, sem hafa meira með sálfræði en hagfræði og verkfræði framleiðslunnar að gera.

John M. Keynes talaði um „dýrslegt eðli“ í þessu sambandi („*animal spirits*“), sem lykilafli í starfsemi fjármálamarkaða. Hyman Minsky leit einmitt svo á að þessi frávikseinkenni væri óhjákvæmilegur þáttur í starfsemi kapítalískra hagkerfa og rót óstöðugleika. Þetta þýðir auðvitað að villandi er að lýsa slíkum hagkerfum eins og þau séu byggð á skynsamlegri og hagkvæmri hegðun og leiti jafnvægis og stöðugleika. Réttara er að segja, með Minsky, að þau leiti sífellt til óstöðugleika, enda eru hagkerfin hluti af mannlegum heimi, þar sem saman fara skynsamleg og óskynsamleg öfl, tilfinningar jafnt sem rökvisi, áhætta og varkárni. Kenning hagfræðinnar um hinn hagkvæma og skilvirka markað (*efficient market hypothesis*) er að þessu leyti úr sambandi við stóran hluta veruleikans. Hún elur á hættulegri oftrú á hinn óhefta markað, sem hneigist til að sleppa óhófi og áhættu lausri, einmitt í spákaupmennsku og braski (Crotty 2013).

Á tuttugustu öldinni voru flestar spákaupmennskubólur tengdar fasteignum og hlutabréfum, sitt í hvoru lagi eða saman. Þekktar fasteignabólur voru til dæmis í Japan á níunda áratugnum og í aðdraganda núverandi fjármálakreppu má nefna bólurnar á Írlandi, Spáni, Bandaríkjunum og Bretlandi. Það var nefnt hér að framan að bólan á Íslandi hafi einkum verið tengd hlutabréfum (fyrirtækjakaupum með samrunum og yfirtökum), en einnig var hér mikið brask með fasteignir, þar á meðal með íbúðarhúsnæði. Síðastnefndi þátturinn var þó minnihluti bóluáhrifanna á Íslandi.

Í apríl 2009 skrifaði hinn þekkti bandaríski fjármálaþáttamaður Michael Lewis grein um íslensku fjármálaþóluna í tímaritið *Vanity Fair* undir heitinu „Wall Street on the Tundra“. Meginskilaboð greinarinnar voru um það, hversu umsvifamikil íslenska bólan hafði verið – og hrunið sömuleiðis –, ekki síst í samanburði við þróunina í Bandaríkjunum. Þar í landi þykir mörgum alla jafna nóg um umfang og áhrif fjármálageirans

(sem iðulega er einfaldlega vísað til sem *Wall Street*). Heildarskuldir bandaríska þjóðar-búsins fóru upp í um 350% af landsframleiðslu í aðdraganda fjármálakreppunnar 2008, en samsvarandi tala fyrir Ísland var nær 850% af landsframleiðslu. Munurinn var mikill.

Annar mælikvarði a umfang bóluáhrifanna er hvernig úrvalsvísitala hlutabréfa þróað-ist í aðdraganda hrunsins. Frá 2003 til síðsumars 2007 sjöfaldadist íslenska úrvalsvísitan, sem endurspeglar gríðarlega mikla hækkun hlutabréfa á stuttum tíma. Í Bandaríkjunum tvöfaldadist Dow Jones hlutabréfavísitalan á sama tíma – og þótti nóg um þar í landi. Svipuð hækkun (tvöföldun) var algeng meðal helstu vestrænu hagsældarríkjanna. Í góð-ærinu í Noregi var þó meiri hækkun en víða annars staðar, en þó talsvert minni en á Íslandi (um fjórföldun á móti sjöfölduninni á Íslandi). Leita þarf til suður-amerískra ríkja til að finna sambærilega hlutabréfabólu og varð á Íslandi, landa eins og Argentínu, Mexíkó og Brasilíu og til hinna nýfrjálsu Eyrstrasaltsríkja, sem fóru offari í frjálshyggju-skipan eftir að þau losnuðu undan oki Sovétríkjanna (Stefán Ólafsson 2011; Aliber & Zoega 2011; Reinhart & Rogoff 2009). Til samanburðar má nefna að verð íbúðarhús-næðis hækkaði aðeins um 65% á Íslandi frá 2003 til 2007, eða einungis brot af því sem hlutabréfavísitalan hækkaði.

Þessir tveir mælikvarðar á stærð bóluhagkerfis (skuldasöfnun og hlutabréfaverð) benda þannig til að íslenska bólan hafi verið óvenju stór á alþjóðlegan mælikvarða, svo ekki sé meira sagt. Þegar eignaverð hækka jafn mikið og þarna var magnast græðgi og gróðasókn, því til mikils er að vinna með þátttöku í spákaupmennsku við slíkar að-stæður. Ástandið á Íslandi líktist „maníu“, eins og Hyman Minsky og Charles Kindle-berger lýsa því. Willem Buijer, þekktur fjármálahagfræðingur, lýsti ástandinu á Íslandi á árunum að hruni sem „allsherjar geggjun“ („*collective insanity*“), en Robert Aliber sagði íslensku bóluna hafa verið „hina fulkomnu bólu“, vegna stærðar sinnar.⁷

Mikið framboð lánsfjár og viðtæk skuldasöfnun gerði spákaupmennskuna mögulega. Það leiddi beint til hækkunar eignaverða, sem svo aftur möggnuðu spákaupmennskuna enn frekar, í spirál sem var óstöðvandi uns flæði lánsfjár stöðvaðist og bankarnir féllu. Rannsóknarnefnd Alþingis (2010) sakaði stjórnendur og eigendur bankanna um mistök, með því að gera jafn öfgafulla skuldasöfnun og hér varð mögulega. Féð streymdi frá bönkunum, að mestu leyti til fyrirtækja og að minna leyti til heimila, en eigendur og stjórnendur bankanna tóku einnig sinn skerf, enda voru eigendurnir sjálfir mikilvirkir í spákaupmennsku, bæði á Íslandi og erlendis. Stjórnvöld, Seðlabanki og Fjármálaeftirlit voru síðan sökuð af Rannsóknarnefnd Alþingis um að hafa leyft þessu öllu að fara jafn langt afvega og raun ber vitni (sjá einnig Guðrúnu Johnsen 2014; Eirík Bergmann 2014). Ófullkominn hlutabréfamarkaður átti að auki sinn þátt í óförunum.

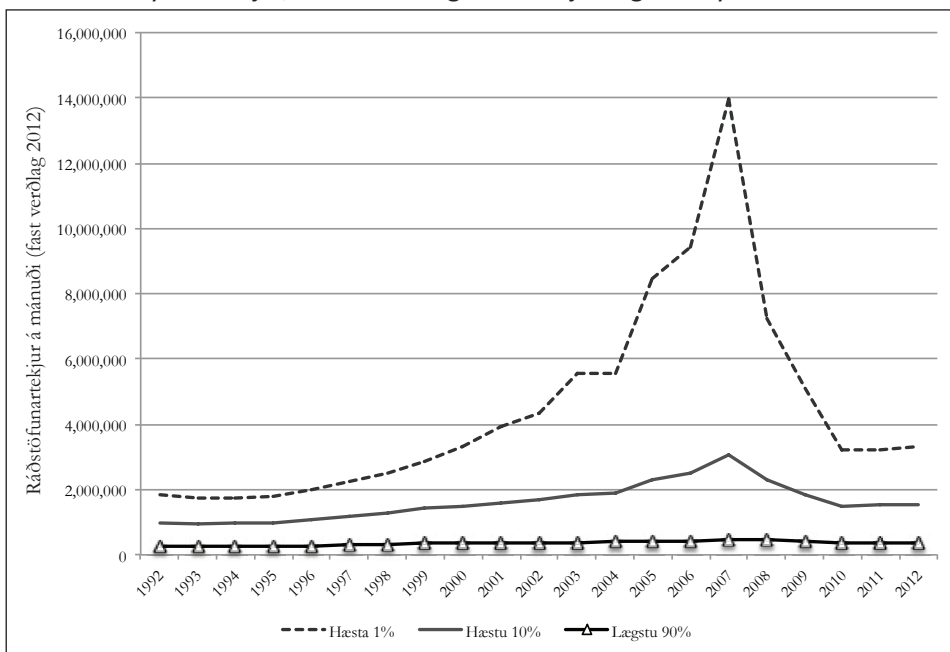
Peningavæðing samfélagsins varð alger og ekki síður á sviði menntunar og menn-ingar en á sviði atvinnulífs og stjórnmála (Ingi Freyr Vilhjálmsson 2014; Jóhann Hauks-son 2011). Vald fjármálaaflla og atvinnurekenda stórjókst og hagsmunasamtök þeirra (Viðskiptaráð, Samtök atvinnulífsins, Samtök fjármála-fyrirtækja o.s.frv.) höfðu gríðarleg áhrif á stefnu og framkvæmd ríkisstjórna. Það sem rak helstu gerendur fjármálageirans og atvinnulífsins áfram á áratugnum að hruni var taumlaus gróðasókn, eins og Hyman Minsky, John M. Keynes og Charles Kindleberger lýsa. Leit eftir skjótfengnum gróða.

Eins og við sýnum í síðasta hluta greinarinnar þá náðu hátekju- og stóreignamenn Íslands þeim markmiðum sínum með mjög afgerandi hætti. Hæstu tekjur jukust með fordæmalausum hætti, langt umfram alla aðra í samfélaginu. Fordæmalaust ríkidæmi sá dagsins ljós á Íslandi og ójöfnuður magnaðist.

4. Uppskera hátekju- og stóreignafólks

Mynd 3 sýnir mánaðarlegar ráðstöfunartekjur hátekjuhópanna (hæstu tíu prósent hjóna og sambýlisfólks og hæsta eina prósentid) og annarra, það er hinna níutíu prósentanna sem hafa lægri tekjur en hæstu tíu prósentin. Þarna eru taldar allar skattskyldar tekjur, eins og fram koma á skattframtölum. Tölurnar eru á föstu verðlagi ársins 2012. Sjá má að háu tekjurnar hækkuðu gríðarlega á meðan meðaltekjur lægstu níutíu prósentanna virðast varla hreyfast (línan með þríhyrningum, neðst á myndinni). Þær hækkuðu þó um nærri 68%, úr um 265 þúsund á mánuði árið 1994 í um 446 þúsund árið 2007. En meðaltekjur hæstu tíu prósentanna þrefölduðust á sama tíma og tekjur hæsta eina prósentensins áttfölduðust. Þetta var þannig gríðarlegur gósentími fyrir hátekjufólk og stóreignafólk (sjá einnig Stefán Ólafsson og Arnaldur Sölvi Kristjánsson 2013, 2012 og 2009).

Mynd 3. Mánaðarlegar ráðstöfunartekjur hátekjuhópa og annarra, 1992 til 2012. Allar skattskyldar tekjur, eftir skatta og bætur. Hjón og sambýlisfólk.



Heimild: Ríkisskattstjóri (útreikn. höf.)

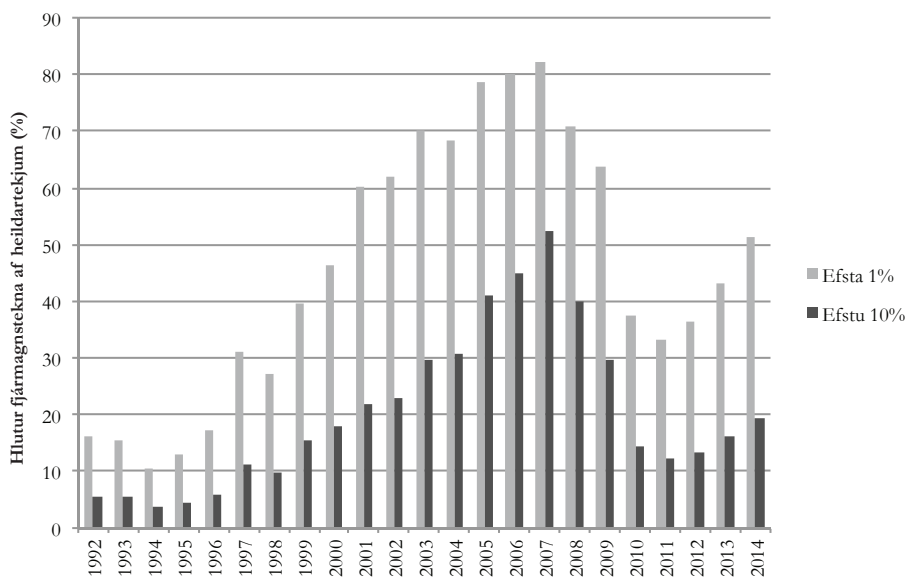
Hluttur efsta eina prósentensins jókst úr um 4-5% af heildartekjum allra í næstum 20% á þessum tíma. Í Bandaríkjunum, þar sem ójöfnuður tekna hefur lengi verið með mesta

móti í hópi vestrænna hagsældarríkja, fór tekjuhlutdeild efsta eina prósentans frá um 10% heildartekna allra um 1980 í rúm 23% árið 2007. Ísland fór úr minni hlutdeild en með umtalsvert meiri hraða en samsvarandi hópur í Bandaríkjunum.

Á meðan ríkasta eina prósentíð í Bandaríkjunum rúmefta tvöfaldaði tekjuhlutdeild sína (frá 1980 til 2007) þá um það bil fjórfaldaði samsvarandi hópur á Íslandi tekjuhlutdeild sína og það á mun skemmri tíma (frá 1994 til 2007). Tekjuaukning hátekjufólksins á Íslandi var þannig einstaklega mikil, samanborið við önnur vestræn þjóðríki, rétt eins og gildir um þróun bóluhagkerfisins íslenska.

Tengsl þessarar miklu aukningar háu teknanna á Íslandi við þróun bóluhagkerfisins er einnig mikilvæg, vegna þess að stór hluti af tekjuaukningunni á Íslandi var vegna fjármagnstekna, sem spruttu einmitt af bóluhagkerfinu og spákaupmennskunni. Þessi áhrif eru sýnd á mynd 4. Þar má sjá hversu stór hluti heildartekna hátekjuhópanna (efsta eina prósentans og efstu tíu prósentanna) samanstóð af fjármagnstekjum (arði, söluhagnaði vegna hlutabréfa og annarra eigna, vaxtatekjum og leigutekjum).

Mynd 4. Hlutfall fjármagnstekna af heildartekjum fyrir skatta, hjá tekjuhæstu tíu prósentunum og hæsta eina prósentinu. Allir framteljendur, 1992 til 2014.



Heimild: Ríkisskattstjóri (útreikn. höf.)

Áður en bóluhagkerfisins fór að gæta var hlutf. fjármagnstekna af heildartekjum hæsta eina prósentans um 10-18%. Frá og með 1997 (er nýr fjármagnstekjuskattur tók gildi, með lægri álagningu en gildi um aðrar tekjur) þá stórvókst hlutf. fjármagnstekna, fyrst fór hann í 30% árið 1997 en hækkaði síðan stig af stigi í meira en 80% þegar hámarki var náð á toppi fjármálabólunnar árið 2007. Frá árinu 2000 voru fjármagnstekjur meira en

helmingur heildartekna efsta eina prósentans. Hlutur fjármagnstekna af heildartekjum efstu tíu prósentanna fór yfir 50% árið 2007.

Hinn mikli vöxtur hæstu tekna á Íslandi á bóluárunum var þannig að miklu leyti vegna bóluáhrifanna á fjármagnstekjur. Söluhagnaður (*capital gains*) var meira en helmingur fjármagnstekna eftir 2004, en það eru hinar eiginlegu spákaupmennskutekjur. Gögn OECD benda til þess að vægi fjármagnstekna hafi verið óvenju mikið á Íslandi á árunum fram að hruni (Förster & fl. 2014; OECD 2011). Það er einnig í takti við hið einstaka vægi bóluhagkerfisins á Íslandi. Fjármagnstekjur nutu að auki lægri skattlagningar en atvinnutekjur og lífeyristekjur, sem magnaði ójöfnuðinn í tekjuskiptingunni þegar litið er til ráðstöfunartekna (eftir skatt og bætur), samanborið við heildartekjur fyrir skatt. Stóreignafólk er alla jafna með mestu fjármagnstekjurnar.

Svarið við spurningunni um hvers vegna helstu gerendur fjármálabóllunnar og hrunsins gerðu það sem þeir gerðu liggur því fyrir í þessum gögnum, sem og í kenningum Hyman Minskys og fleiri klassískra sérfræðinga á sviði fjármálakreppa. Gerendurnir leitundu skjóttekins gróða og náðu gríðarlegum árangri í þeirri viðleitni sinni á Íslandi. Margir þeirra fluttu einnig mikið fé úr landi og í erlend skattaskjól. Þeir fjármunir koma ekki inn í þá mynd sem hér hefur verið sýnd. Hún byggir á íslenskum skattagögnum, en inn í þau vantar allt það fé er rann í erlend skattaskjól. Tekjur hátekjuhópanna voru því örugglega hærri en hér hefur verið sýnt og ójöfnuður í tekjuskiptingunni meiri en ætla mátti.

Eftir hrunið 2008 stórlækkuðu fjármagnstekjur í fyrstu til 2011, vegna hruns hlutabréfamarkaðar og kreppuáhrifa á atvinnulífið. En eins og sjá má af mynd 4 hefur hlutur fjármagnstekna í heildartekjum hátekjuhópanna aukist á ný á árunum 2012 til 2014. Árið 2014 er hlutur fjármagnstekna hjá tekjuhæsta eina prósentinu kominn yfir 50%, sem er herra en verið hafði árið 2000. Flest bendir til að fjármagnstekjur muni hafa vaxið frekar á árinu 2015 og horfur er á frekari vexti á næstu árum.

Tengsl gríðarlegs vaxtar hátekna á Íslandi við bóluhagkerfið eru þannig afar skýr og afgerandi. Í ljósi þess hversu mikið hátekju- og stóreignafólk bar úr bítum á bóluárunum má búast við að marga freisti að geta endurtekið leikinn á næstu árum. Spurningin er þá, hvort aðhald reglunar, eftirlits og stjórnsýslu verði nægilega öflugt til að afstýra því að illa fari á ný? Erfitt er um það að spá, en næsta ljóst er að það mun reyna.

Niðurstöður og ályktanir

Klassískar kenningar um fjármálakreppur byggja á reynslu af fjármálabólum og fjármálakreppum í fjölda landa og til langs tíma. Í þeim felst uppsöfnuð þekking og skýring á þessum fyrirbærum sem fylgja kapítalískum hagkerfum. Kenningarnar leggja til viðmið um hvaða þættir skipta máli, hvaða skilyrði auka líkur á fjármálakreppum, hvernig samfélagsumhverfi fjármála og efnahagslífs hefur áhrif (stjórnsmál, skipulag og stofnanir, hefðir og tíðarandi) og hverjir helstu gerendurnir eru. Þær fjalla einnig um hvaða þættir séu mikilvægir til að sporna við hættum á fjármálakreppum, eins og reglun, eftirlit og aðhald.

Íslenska fjármálabólan sem náði hámarki á árunum frá 2003 til 2008 var klassísk bóla,

en óvenju stór og öfgakennnd. Fjármálahrunið 2008 var einnig óvenju stórt, en engu að síður rökrétt afleiðing hinnar ósjálfbæru bólu sem básið hafði út í aðdragandanum. Það er því mjög viðeigandi að beita lærdómi klassískra kenninga á þennan mikla viðburð sem íslenska hrunið var og aðdraganda þess.

Við höfum kannað helstu áhrifaþætti sem hinar klassísku kenningar fjalla um og metið skýringarmátt þeirra og heildarsamhengið í þróuninni sem varð á Íslandi. Niðurstöður okkar sýna, að helstu mögulegu áhrifaþættir gengu margir til sömu áttar og greiddu götu all öfgafullrar þróunar fjármálabólunnar, með miklum hækkunum eignaverðs (einkum hlutabréfa í fyrirtækjum) og fordæmalausri skuldasöfnun, sem reyndust ósjálfbær og felldu íslenska bankana og steypu efnahagslífi og stjórnmálum landsins í djúpa kreppu. Þetta var hluti af alþjóðlegri þróun í átt til aukins frelsis og óheftari markaðshátta, sem á rætur í breyttum tíðaranda í stjórnmálum og hnattvæðingu alþjóðlega fjármálakerfisins, er gætt hefur í heimshagkerfinu frá um 1980. Íslenska þróunin gekk lengra en víðast annars staðar og afleiðingarnar voru eftir því.

Helstu gerendurnir voru fjármálamenn og viðskiptamenn sem höfðu mikið umleikis og áttu greiðan aðgang að lánsfé. Í reynd var það stór hluti hinnar efnahagslegu yfirstéttar samfélagsins sem stýrði för. Þeir aðilar leituðu einkum skjótfengins gróða og högnuðust gríðarlega á bóluárunum. Þessum aðilum voru búin afar hagstæð skilyrði með aukinni afskiptaleysisstefnu stjórnvalda og aðhaldsstofnana í aðdraganda hrunsins, meðal annars með mjög auðveldadri notkun skattaskjóla og arðvænlegum skilyrðum fyrir fjárfesta innanlands. Afleiðingin var fordæmalaus hækkun hæstu tekna, mjög langt umfram allan almenning, ekki síst fjármagnstekna sem spruttu af ósjálfbærri starfsemi bóluhagkerfisins.

Kenningarnar skýra íslenska hrunið vel og setja það bæði í samhengi við innlenda samfélagsþróun og alþjóðlegt umhverfi. Reynslugögn sýna mikilvægi helstu skýringarþátta sem kenningarnar benda til. Mikilvægur hluti lærdómsins af þessari umfjöllun er sá, að tilhneigingin til fjármálabóla og fjármálakreppa er innbyggð í kapítalísk hagkerfi, líkt og Minsky, Kindleberger og Keynes ítreka, og eykst með frjálsari og óheftari markaðsháttum, samhliða veikingu reglunar, eftirlits og opinbers aðhalds. Þá vaknar sú spurning hvort þetta gæti gerst aftur á Íslandi í næstu framtíð?

Þó endurreisn íslenska efnahagslífsins hafi gengið vonum frammar, samanborið við aðrar kreppuþjóðir, þá búum við í megindráttum við sama skipulag og fyrr, sama kerfi fjármála sem starfar eftir sömu meginreglum. Að vísu hefur umgjörð fjármálakerfisins verið hert með varúðarreglum (svo sem kröfum um meira eiginfé banka og meiri heimildum Seðlabanka til inngripa o.fl. sl.). Þó hefur ekki verið lokað fyrir þátttöku banka og dótturfyrirtækja þeirra í spákaumenskufjármögnun og þegar hafa sýnt sig gagnrýni-verðar uppkomur í fjármálakerfinu sem minna á gerninga frá villtustu bóluárunum (til dæmis umdeilanlegar ráðstafanir eigna út úr bönkum, háar bónusgreiðslur, miklar arðgreiðslur og slíkt). Í reynd má segja að við búum í megindráttum við sama kerfið, en hraðahindrunum ýmsum hefur verið fjölgað, í þeirri von að aftra því að allt fari aftur á versta veg. Væntanlega verður erfitt á næstunni að hlaða upp erlendum skuldum í sama mæli og á árunum frá 2003 til 2007, en hneigðin er þó til þeirrar áttar.

Víst má teljast að freistingar þeirra sem högnuðust ótæpilega á áratugnum að hruni séu áfram miklar. Þeir munu án efa þrýsta á um gerninga og þróun sem skilar skjótteknum ofurhagnaði á ný, hverjar sem leiðirnar verða. Þess sjást raunar þegar merki í gögnunum á mynd 4 að fjármagnstekjur eru nú mjög vaxandi hjá hátekjufólki, bæði arðgreiðslur og söluhagnaður. Þær voru þegar árið 2014 komnar um eða upp fyrir það stig sem hafði verið árið 2000. Síðan þá hafa þær vaxið enn frekar.

Nú stefnir í afnám gjalddeyrishafta sem eykur frelsi til fjármagnsflutninga milli landa á ný og miklar einkavæðingar opinberra eigna eru framundan, þar á meðal er nær fullt eignarhald tveggja banka. Slíkir þættir léku stór hlutverk í að greiða götu þeirrar óheillaþróunar sem hér varð á áratugnum að hruni. Þá var ríkjandi mikið andvaraleysi gagnvart þeim áhættum sem fylgja óheftari markaðsháttum, einkavæðingu og taumlausri gróðasókn.

Spurningin nú er hvort lærdómur Íslendinga af bóluhagkerfinu og hruninu sé slíkur að vilji verði til að stemma stigu við endurtekinni slíkri óheillaþróun? Og jafnvel þó vilji væri fyrir hendi, þarf einnig að spyrja hvort næg geta verði hjá lýðkjörnum stjórnvöldum og opinberum aðhaldsstofnunum til að taka á þeim málum? Yfirstéttin sem hefur beinan hag af því að blása upp bóluhagkerfi hefur almennt mikil völd í samfélaginu og sættir sig illa við reglun, eftirlit og opinbert aðhald.

Miðla þarf farsælega milli frelsis og öryggis, markaða og stjórnmála, ef finna á eðlilegt jafnvægi í umhverfi fjármála og efnahagslífs, sem hefur ríkar tilhneigingar til ójafnvægis og villuráfs. Þarna mun því aftur reyna á grunnstoðir samfélags og stjórnmála, líklega fyrir en síðar. Síðast brugðust stjórnmálin og samfélagið. Munu hinar nýju hraðahindranir fjármálakerfisins duga til að hemja óhófsöflin?

Aftanmálgreinar

- 1 Með „spákaupmennsku“ er átt við áhættusöm viðskipti og fjárfestingar, sem miða að skjótteknum hagnaði. Hugtakið „brask“ er einnig oft notað um þetta. Meginmarkmiðið er ekki að auka nýja framleiðslu eða þjónustu heldur að spila á markaðsöflin. Veðjad er gjarnan á breytingar markaðsverðs á viðkomandi eignum.
- 2 Fjármálahagfræðingurinn Gary B. Gorton (2012) segir sögu reglunar og frelsis í Bandaríkjunum frá 19. öld til nútímans í athyglisverðri bók sinni *Misunderstanding Financial Crises – Why We Don't See Them Coming*. Á 19. öldinni var frelsi á fjármálamarkaði í Bandaríkjunum oft mikið og tengdist það gjarnan miklum óstöðugleika, með tíðum bankakreppum. Sambandið milli virkni reglunar og fjármálaóstöðugleika var í reynd afar sterkt og sýndi mikilvægi reglunar og aðhalds, bæði til skemmri og lengri tíma.
Það er einnig athyglisvert að lesa skýringar markaðshyggjumannsins Richards A. Posner á nýjustu fjármálakreppunni, í bókinni *A Failure of Capitalism – The Crisis of '08 and the Descent into Recession* (2010). Þar kennir hann afnámi reglunar og opinbers aðhalds, í reynd of miklu frelsi, um óheillaþróunina sem náði hámarki með kreppunni sem hófst 2008. Þó hann sé mikill talsmaður markaðshyggju aftar það honum ekki að sjá mikilvægi reglunar og opinbers aðhalds í markaðsumhverfi fjármálanna. Sjá einnig seinni bók hans um efnið, *The Crisis of Democratic Capitalism* (2011).
- 3 Ég tala jöfnum höndum um frjálshyggju og nýfrjálshyggju í þessu sambandi, þó þær hugmyndir sem hér um ræðir eigi mest sameiginlegt með nýfrjálshyggju, því sem á ensku kallast „neoliberalism“ eða „libertarianism“. Talsmenn frjálshyggju hér á landi hafa þó oft tilhneigingu til að tala um frjálshyggju sína sem klassíska vestræna frjálslýndisstefnu, en það er mjög villandi því hugmyndir þeirra

eru mest um nýfrjálshyggju (afskiptaleysisstefnu og hugmyndina um óheftan markað). Þetta eru kimahugmyndir innan vestrænnar frjálslyndisstefnu sem víkja talsvert frá því sem almennt er kallað „frjálslyndisstefna”.

- 4 Árið 2001 birti Hannes Hólmsteinn bókina *Hvernig getur Ísland orðið ríkasta land í heimi?*. Það var eins konar stefnuyfirlýsing og málsvörn fyrir pólitíska áætlun um að gera Ísland að sérstöku skattaskjóli og fjármálamiðstöð, byggt á rökum nýfrjálshyggjunnar um óheftan markað, aukna bankaleynd, skattalækkanir og víðtæka einkavæðingu í anda bandarískra nýfrjálshyggjumanna, eins og Arthurs Laffer og talsmanna Cato Institute, en Hannes hefur verið í samstarfi við þá aðila. Bók þessi varð áhrifamikil á hægri væng stjórnmálanna. Á vissan hátt má segja að bókinni hafi lagt fram vegvisinn að nýfrjálshyggjuþróuninni sem varð ríkjandi á árum bóluhagkerfisins í aðdraganda hrunsins, en aukinna nýfrjálshyggjuáhrifa hafði gætt á Íslandi með stigvaxandi þunga eftir að Davíð Oddsson varð forsætisráðherra árið 1991.
- 5 Í frægum tölvupósti sem opinberaður var kemur fram að Styrmir Gunnarsson, þáverandi ritstjóri Morgunblaðsins og áhrifamaður í Sjálfstæðisflokknum, lagði áherslu á að Landsbankinn yrði seldur aðilum sem væru „í góðu talsbandi“ við Sjálfstæðisflokkinn.
- 6 Þetta orðalag notaði Alan Greenspan seðlabankastjóri Bandaríkjanna til að lýsa spákaupmennskunni í Bandaríkjunum á umræddum tíma, eins og frægt var, því það þótti mjög hófstíllt lýsing á óhóflegu ástandi.
- 7 Þetta kom fram á alþjóðlegri ráðstefnu AGS og Seðlabanka Íslands um árangurinn af endurreisn Íslands, sem haldin var í Hörpu haustið 2011. Ummæli Alibers má finna í bók hans og Gylfa Zoega (2011), kafla 1.

Heimildir

- Aliber, Robert Z. og Zoega, Gylfi (ritstj. 2011). *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*. New York: Palgrave-Macmillan.
- Ármann Þorvaldsson (2009). *Ævintýraeyjan- uppgangur og endalok fjármálaveldis*. Reykjavík: Bókafélagið.
- Ásgeir Jónsson (2009). *Why Iceland? How One of the World's Smallest Countries Became the Meltdown's Biggest Casualty*. New York: McGraw-Hill.
- Atkinson, A. B. og Piketty, T. (ritstj. 2010). *Top Incomes – A Global Perspective*. Oxford: Oxford University Press.
- Atkinson, A. B., Piketty, T. og Saez, E. (2011). „Top Incomes in the Long Run of History“. *Journal of Economic Literature*, 49 (1), 3-71.
- Bagus, P. og Howden, D. (2011). *Deep Freeze – Iceland's Economic Collapse*. Auburn Alabama: Ludvig von Mises Organization.
- Blyth, M. (2002). *Great Transformations – Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Crotty, J. (2013). „The Realism of Assumptions Does Matter: Why Keynes-Minsky Theory Must Replace Efficient Market Theory as the Guide to Financial Regulatory Policy“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Eiríkur Bergmann (2014). *Iceland and the International Financial Crisis. Boom, Bust and Recovery*. New York: Palgrave Macmillan.
- Epstein, G. A. og Wolfson, M. H. (ritstj. 2013). *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Evans, P. og Sewell, W. H. jr. (2013). „The neoliberal era: ideology, policy, and social effects“, í P. A. Hall og M. Lamont (ritstj.) *Social Resilience in the Neoliberal Era*. Cambridge: CUP.
- Förster, Michael, Llena-Nozal, Ana og Nafilyan, Vahé (2014). Trends in Top Incomes and Their Taxation. OECD Social, Employment and Migration Working Papers, maí 2014 (aðgengilegt á: www.oecd.org).
- Gorton, Gary B. (2012). *Misunderstanding Financial Crises – Why We Don't See Them Coming*. New York: Oxford University Press.

- Guðrún Johnsen (2014). *Bringing Down the Banking System – Lessons from Iceland*. New York: Palgrave Macmillan.
- Hall, Peter A. og Lamont, Michéle (ritstj. 2013). *Social Resilience in the Neoliberal Era*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hannes H. Gissurarson. (2001). *Hvernig getur Ísland orðið ríkasta land í heimi?* Reykjavík: Nýja bókafélagið ehf.
- Harvey, D. (2007). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Ingi Freyr Vilhjálmsson (2014). *Hamskiptin – Þegar allt varð falt á Íslandi*. Reykjavík: Bjartur.
- Jakob F. Ásgeirsson (1988). *Þjóð í hafni*. Reykjavík: Almenna bókafélagið.
- Jóhann Hauksson (2011). *Þræðir valdsins. Kunningjavelði, aðstöðubrask og brun Íslands*. Reykjavík: Veröld.
- Jónas H. Haralz, (ritstj. 2002). *Frá kreppu til viðreisnar: Þættir um bagstjörn á Íslandi á árunum 1930 til 1960*. Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag.
- Jónas H. Haralz (1981). *Velferðarríki á villigötum*. Reykjavík: Almenna bókafélagið.
- Katrín Ólafsdóttir og Stefán Ólafsson (2014). *Economy, Politics and Welfare in Iceland. Booms, Busts and Challenges*. NordMod 2030. Rannsóknarrit. Oslo: Fafo.
- Keynes, John Meynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan Press.
- Kindleberger, C. P. og Aliber, R. Z. (2005). *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. New York: John Wiley and Sons.
- Kjartan Gunnarsson (ritstj. 1979). *Uppreisn frjálshyggjunnar*. Reykjavík: Kjartan Gunnarsson.
- Kotz, D. M. (2013). „Changes in the Postwar Global Economy and the Roots of the Financial Crisis“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Kregel, J. (2013). „Political Economy Approaches to Financial Crisis: Hyman Minsky’s Financial Fragility Hypothesis“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Laeven, L. og Valencia, F. (2012). „Systemic Banking Crisis Database: An Update“. IMF, Working Paper, 2012:163.
- Lewis, Michael (2009). „Wall Street on the Tundra“, í *Vanity Fair*, Apríl (aðgengilegt á: <http://www.vanityfair.com/politics/features/2009/04/-iceland200904>).
- Maddison, Angus (2001). *The World Economy. A Millennial Perspective*. París: OECD.
- Magnús S. Helgason (2010). „Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið“. Rannsóknarnefnd Alþingis um fall bankanna, Viðauki 5. Reykjavík: Alþingi.
- Minsky, Hyman Philip (2008/1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mishkin, F. S. og Tryggvi Þór Herbertsson (2006). „Financial Stability in Iceland“. Skýrsla til Viðskiptaráðs Íslands. Reykjavík: Viðskiptaráð.
- OECD (2008). *Growing Unequal?* París: OECD.
- OECD (2009). *Employment Outlook*. París: OECD.
- OECD (2011). *Divided We Stand. Why Inequality Keeps Rising*. París: OECD
- Piketty, Thomas (2014). *Capital in the Twenty First Century*. Boston: Harvard University Press.
- Posner, Richard A. (2010). *A Failure of Capitalism – The Crisis of '08 and the Descent into Recession*. Boston: Harvard University Press.
- Posner, Richard A. (2011). *The Crisis of Democratic Capitalism*. Boston: Harvard University Press.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). Um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008. Reykjavík: Alþingi (aðgengilegt á: <http://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/>).
- Reinhart, C. M. og Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. og Rogoff, K. S. (2010). „A Decade of Debt“. NBER Working Paper, nr. 16827 (sótt 15. janúar 2016 á: <http://www.nber.org/papers/w16827>).

- Saez, E. (2014). Update on statistics on income inequality (sótt 12. febrúar 2014 á: <http://elsa.berkeley.edu/users/saez/>).
- Seðlabanki Íslands (2015). *Fjármálastöðugleiki 2015*, nr. 1. Reykjavík: Seðlabanki Íslands.
- Seðlabanki Íslands (2007). *Fjármálastöðugleiki 2007*, nr. 1. Reykjavík: Seðlabanki Íslands.
- Silvers, D. (2013). „Deregulation and the New Financial Architecture“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Strange, S. (1997). *Casino Capitalism*. Manchester: Manchester University Press.
- Stefán Ólafsson (2011). „Icelandic Capitalism: From Statism to Neoliberalism and Financial Collapse“, í Lars Mjøsset (ritstj.), *Nordic Varieties of Capitalism*, sérhefti af *Comparative Social Research*, árg. 28. Amsterdam: Emerald.
- Stefán Ólafsson og Arnaldur Sölvi Kristjánsson (2013). „Income Inequality in Boom and Bust: A Tale from Iceland’s Bubble Economy“, í Janet Gornick og Markus Jäntti (ritstj.), *Income Inequality: Economic Disparities and the Middle Class in Affluent Countries*. Palo Alto: Stanford University Press.
- Stefán Ólafsson og Arnaldur Sölvi Kristjánsson (2012). „Þróun tekjuskiptingarinnar á Íslandi 1993 til 2010“, í *Stjórnmal og stjórnsýsla* 8 (1), 39-72.
- Stefán Ólafsson og Arnaldur Sölvi Kristjánsson (2009). „Heimur hátekjuhópanna – Um þróun tekjuskiptingar á Íslandi 1993 til 2007“, í *Stjórnmal og stjórnsýsla* 5 (1), 93-121.
- Styrmir Gunnarsson (2009). *Umsátrið – fall Íslands og endurreisn*. Reykjavík: Veröld.
- Taub, J. S. (2013). „What We Don’t Talk About When We Talk About Banking“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Valgreen, C. og Christensen, L. (2006). „Iceland: Geysir Crisis“. Den Danske Bank, Research Brief, 21. mars 2006 (Aðgengilegt á: <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>).
- Wolfson, M. H. (2013). „An Institutional Theory of Financial Crises“, í Epstein og Wolfson (ritstj.) *The Handbook of Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.

