

Alþingi  
Erindi nr. P 138/815  
komudagur 21.12.2009

## Álit

um frv. til l. um breyt. á l. nr. 96/2009, um heimild til handa fjármálaráðherra, fyrir hönd ríkissjóðs, til að ábyrgjast lán Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta frá breska og hollenska ríkinu til að standa straum af greiðslum til innstæðueigenda hjá Landsbanka Íslands hf.

Frá meiri hluta efnahags- og skattanefndar.

Efnahags- og skattanefnd barst 10. desember sl. beiðni formanns fjárlaganefndar um álit á tilgreindum efnisþáttum málsins og fékk nefndin af því tilefni á sinn fund Arnór Sighvats-son og Ásgeir Daniellsson frá Seðlabanka Íslands, Gunnar Haraldsson frá Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, Friðrik Mátursson frá Háskólanum í Reykjavík, Vilhjálm Egilsson frá Samtökum atvinnulífsins og Oddgeir Ágúst Ottesen, Snorra Jakobsson og Ólaf Ásgeirsson frá IFS Ráðgjöf ehf.

Á fundum nefndarinnar voru ræddar efnahagslegar forsendur sem Seðlabanki Íslands lagði til grundvallar í minnisblaði til nefndarinnar frá 9. nóvember 2009 og áhætta því samfara að í frumvarpinu skuli vextir undanþegnir fyrirvara um hámarksgreiðslubyrði íslenska ríkisins. Þá voru gestir inntir skriflegs álits á ýmsum áhættuþáttum eins og vaxtaáhættu, gengisáhættu og skuldaþoli þjóðarbúsins.

Meðfylgjandi eru gögn sem nefndin aflaði og koma þau frá Seðlabanka Íslands, Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, IFS ráðgjöf ehf. og Friðriki Máturssyni.

Alþingi, 21. des. 2009.

Helgi Hjörvar, form.  
Lilja Mósedóttir.  
Magnús Orri Schram.  
Ógmundur Jónasson.  
Sigríður Ingibjörg Ingadóttir.



11. desember 2009  
SI-58096

## Minnisblað

*Viðtakandi:* Efnahags- og skattanefnd

*Sendandi:* Seðlabanki Íslands

*Efni:* Nokkur atriði Icesave-málsins

Efnahags- og skattanefnd óskaði þess í tölvuskeyti dags. hinn 11. desember sl. að fulltrúi Seðlabanka Íslands mætti á fund nefndarinnar laugardaginn 12. desember og gæfi álit sitt á eftirtöldum atriðum á formi minnisblaðs. Ekki er tími né tilefni til ýtarlegra svara, en hér á eftir fara spurningarnar og svör bankans.

1. Lagt verði mat á efnahagslega áhættu af því að hafa skilyrðislausu greiðsluskyldu á vöxtum af Icesave-lánunum.

Svar: Að jafnaði er greiðsluskylda lánasamninga skilyrðislaus. Skilyrðislaus greiðsluskylda er augljóslega ævinlega áhættusamari fyrir skuldarann en greiðsluskylda sem er háð skilyrðum er gætu dregið úr greiðslubyrði hans. Lagt hefur verið mat á líklega greiðslubyrði vegna vaxta í fyrra minnisblaði frá Seðlabankanum (sjá fylgiskjal).

2. Lagt verði mat á þær breytingar sem gerðar hafa verið á efnahagslegu fyrirvörunum frá því í sumar.

Svar: Mat var lagt á breytingar sem gerðar hafa verið á efnahagslegu fyrirvörunum í minnisblaði frá Seðlabankanum, dags. 14. nóvember 2009, sem áður hefur verið rætt í fjárlaganefnd. Seðlabankinn telur hvorki tilefni né tíma til að bæta við það mat nú.

3. Gerður verði samanburður á föstum vöxtum og breytilegum. Enn fremur að leitað verði eftir samanburði á vöxtum á Icesave-samningunum og öðrum sambærilegum lánsamningum eða erlendum lánunum.

Svar: Hvort æskilegt er að samið sé um fasta vexti eða breytilega ræðst m.a. af væntri þróun skammtíma vaxta árum og í hve ríkum mæli aðrir lánsamningar ríkisins eru með föstum

eða breytilegum vöxtum. Vextir í lánasamningum við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn og Norðurlönd eru með breytilegum vöxtum. Að lánasamningar við Bretland og Holland séu á föstum vöxtum felur því í sér áhættudreifingu. Rétt er hins vegar að minna á að heimilt er að greiða upp lánin hvenær sem er án uppgreiðslulags, bjóðist Íslandi hagstæðari vextir á næstu árum. Áhættan af því að lánasamningurinn er með föstum vöxtum er því mun minni en ætla má við fyrstu sýn. Auk þess er rétt að nefna að á fjármálamörkuðum er vaxandi umræða um að komið geti til lækkunar láns hæfismats Bretlands. Kæmi til þess myndu vextir í Bretlandi hækka umfram það sem yrði t.d. á evrusvæðinu. Fastir vextir á pundláninu ver Ísland gagnvart þessari áhættu (sjá nánar meðfylgjandi minnisblað).

4. Að lagt verði mat á gengisáhættu samninganna.

Svar: Fjallað er um gjaldmiðlaáhættuna í fyrrgreindu minnisblaði.

5. Lagt verði mat á þýðingu nýrra upplýsinga um mat AGS á greiðsluþoli ríkissjóðs.

Svar: Samkvæmt nýjustu áætlunum verða skuldir ríkissjóðs heldur minni en áður var talið. Það stafar af því að kostnaður ríkissjóðs vegna endurfjármögnunar bankakerfisins verður minni en áður var áætlað. Greiðsluþol ríkissjóðs vegna annarra skuldbindinga verður þá samsvarandi meira.

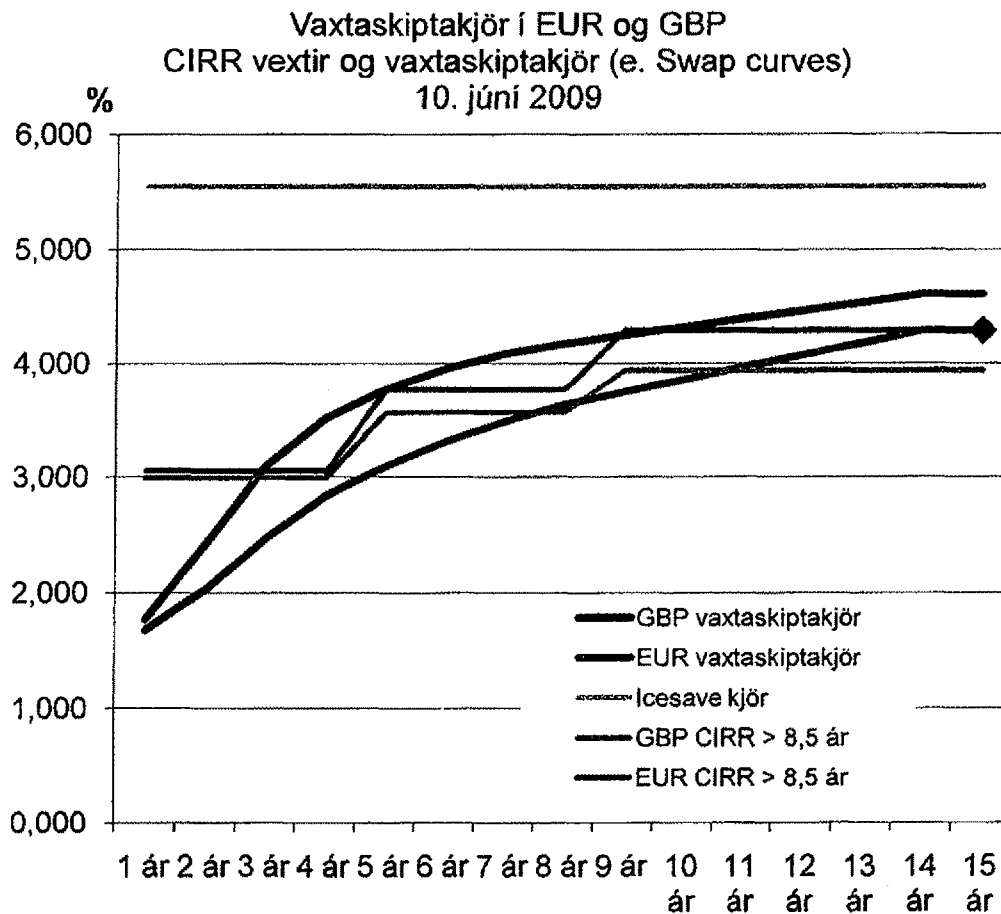
6. Lagt verði mat á afleiðingar þess að frumvarpið verði ekki samþykkt eða að það dragist.

Svar: Eins og áður hefur komið fram í svörum Seðlabankans felst áhættan meðal annars í því að láns hæfiseinkunn ríkissjóðs Íslands verði lækkuð og að lánveitingar Norðurlandanna stöðvist. Slíkt gæti tafið verulega afnám gjaldeyrishafta og torveldað mjög endurfjármögnun skulda ríkissjóðs. Í því sambandi má nefna að fulltrúar stórra erlendra banka sem hafa sýnt því áhuga að Ísland efni til kynningar á næstu mánuðum með þann möguleika í huga að opna erlenda fjármálamarkaði fyrir lántöku innlendra aðila hafa talið slík áform háð lausn deilunnar.

*Fylgiskjal:* Minnisblað SÍ frá 14. nóvember og minnisblað um fasta og breytilegavexti.

### Efni: Fastir eða fljótandi vextir?

Besta leiðin til að bera saman fljótandi og fasta vexti er að skoða vaxtaskiptakúrfuna (e. Swap curve) í viðkomandi gjaldmiðlum. Í stuttu máli má segja að kúrfan endurspeglir væntingar um vexti í framtíðinni og þar með kostnaðinn við það að festa vextina yfir ákveðið tímabil í stað þess að semja um breytilega vexti. Á myndinni hér að neðan má sjá samanburð á CIRR vöxtunum í GBP og EUR ásamt vaxtaskiptakjörum í sömu gjaldmiðlum m.v. 10 júní 2009. CIRR vextirnir lágu til grundvallar Icesave samningunum, en samið var um 125 punkta álag ofan á EUR CIRR vextina til lengri tíma en 8,5 ára, eða 5,55% fasta vexti út lánstímann. Til samanburðar eru kjörin á Norðurlandalánunum 275 punktar ofan á 3m EURIBOR, sem eru breytilegir vextir. Sambærileg fastvaxtakjör, m.v. Swap kúrvuna á þeim tíma er skrifað var undir Icesave samningana væru því u.þ.b.  $3,7\% + 2,75\% = 6,45\%$ . Er þá miðað við um 8,5 ára meðaltíma. Því má segja að kjörin á Icesave samningunum séu 90 punktum (0,9%) lægri en á Norðurlandalánunum.



Kostir fastvaxtasamninga umfram fljótandi (breytilega) vexti eru eftirfarandi:

- Vaxtagreiðslur eru þekktar að svo miklu leyti sem áætlanir um endurheimtur af eignum Landsbankans standast.
- Fastir vextir eru í sögulegu lágmarki ef litið er til síðustu 50 ára.

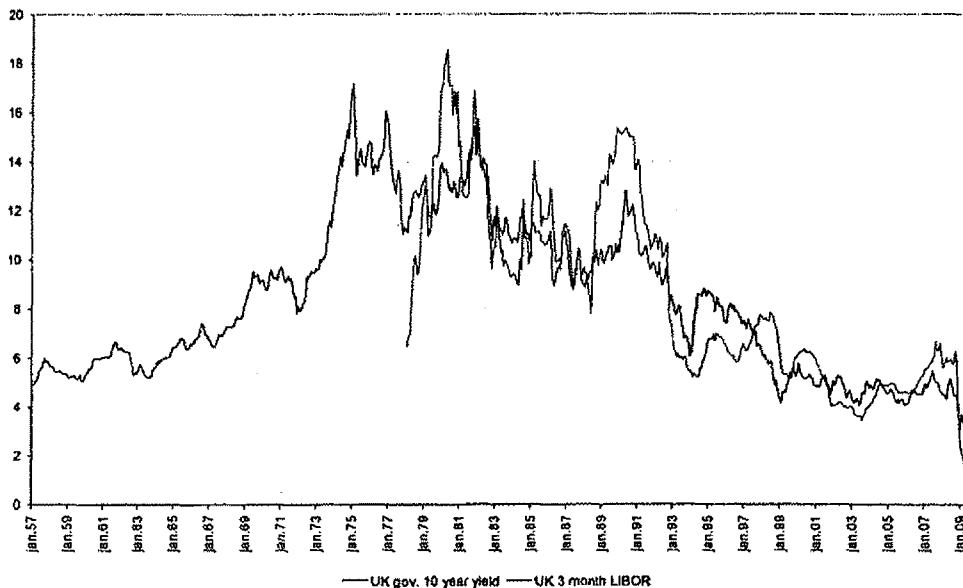
- Fljótandi vextir geta hækkað mikið á stuttum tíma sem yrði þungt áfall fyrir lausafjárstöðu og afkomu ríkissjóðs.
- Lausafjárinnspýting seðlabanka og mikil útgáfa ríkisbréfa víða um lönd gæti orðið til þess að valda verðbólguþykningu sem mætt yrði með hækkun skammtíma vaxta og þar með breytilegra vaxta.

Ókostirnir eru þessir:

- Yfirleitt eru fljótandi vextir lægri en fastir vextir, vaxtaferillinn hallar yfirleitt upp á við.
- Fljótandi vextir eru mjög lágir um þessar mundir og gætu verið það enn um sinn.
- Ef einkenni þeirrar bankakreppu sem nú ríkir verða svipuð og var í Japan á tíunda áratug síðustu aldar haldast breytilegir vextir lágir í langan tíma.

Á mynd 1 má sjá þróun breytilegra vaxta og fastra vaxta á 10 ára ríkisskuldabréfum í Bretlandi. Á tímum mikillar verðbólgu geta breytilegir vextir hækkað mjög mikið á skömmum tíma. Þótt verðbólga sé nú undir meðaltali bæði í Bretlandi og Hollandi er óvíst hvaða áhrif mikill halli á ríkissjármálum og aukin skuldsetning hins opinbera í þessum löndum, sem og flestum öðrum vestrænum ríkjum um þessar mundir, mun á endanum hafa í för með sér.

**Mynd 1. Breytilegir 3ja mánaða vextir og 10 ára skuldabréfavextir í Bretlandi frá 1957.**



*Taka verður tillit til heildar vaxtaáættu erlendra skuldbindinga ríkisins.*

Fyrir bankahrunið voru nær allar erlendar skuldir íslenska ríkisins á föstum vöxtum. Þetta hefur breyst umtalsvert á undanförunum mánuðum. Til dæmis taka kjör á fyrirgreiðslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (alls 1,4 milljarður SDR eða um 266 ma.kr.) mið af breytilegum grunnvöxtum. Eins var samið um breytilega vexti á tvíhliða lánunum við Norðurlöndin. Verulegur hluti erlendra skulda ríkisins/Seðlabankans ber því breytilega vexti. Með tilliti

til þessa var talið óráðlegt að auka vaxtaáhættu ríkissjóðs enn frekar með frekari lántöku á breytilegum vöxtum.

Tafla 1.

	GBP vaxtaskiptakjör	EUR vaxtaskiptakjör	Icesave kjör	GBP CIRR > 8,5 ár	EUR CIRR > 8,5 ár
1 ár	1,767	1,676	5,55	2,99	3,05
2 ár	2,427	2,032	5,55	2,99	3,05
3 ár	3,097	2,471	5,55	2,99	3,05
4 ár	3,523	2,841	5,55	2,99	3,05
5 ár	3,775	3,093	5,55	3,57	3,77
6 ár	3,953	3,310	5,55	3,57	3,77
7 ár	4,084	3,489	5,55	3,57	3,77
8 ár	4,177	3,636	5,55	3,57	3,77
9 ár	4,253	3,750	5,55	3,94	4,29
10 ár	4,321	3,860	5,55	3,94	4,29
11 ár	4,392	3,967	5,55	3,94	4,29
12 ár	4,463	4,075	5,55	3,94	4,29
13 ár	4,533	4,182	5,55	3,94	4,29
14 ár	4,604	4,289	5,55	3,94	4,29
15 ár	4,604	4,289	5,55	3,94	4,29

Reykjavík, 12. desember 2009

## Minnisblað

Efnahags- og skattanefnd Alþingis hefur óskað eftir því að Hagfræðistofnun Háskóla Íslands gefi álit sitt á eftirtöldum atriðum í formi minnisblaðs:

1. Lagt verði mat á efnahagslega áhættu af því að hafa skilyrðislaus greiðsluskylda á vöxtum af Icesave-lánunum.
2. Lagt verði mat á þær breytingar sem gerðar hafa verið á efnahagslegu fyrirvörunum frá því í sumar.

Erindi þetta barst Hagfræðistofnun þann 11. desember 2009, kl. 10.22 en nefndarfundurinn er boðaður þann 12. desember, kl. 14.00. Ljóst er að ekki er hægt að gefa ítarlegt álit á þeim skamma tíma sem til ráðstöfunar er.

Hér verður einungis velt upp nokkrum álitaeftum varðandi þær spurningar sem lagðar eru fram af efnahags- og skattanefnd.

1. Í samantekt sem Hagfræðistofnun tók saman fyrir fjárlaganefnd og skilað var þann 3. ágúst sl. er bent á mikilvægi þess að fram fari mat á efnahagslegri áhættu skuldbindinga vegna Icesave. Upphæðirnar sem um ræðir eru háar, jafnvel í þjóðhagslegu samhengi, auk þess sem óvissan er mikið. Við slíkar aðstæður er varasamt að styðjast einungis við tiltekin grunndæmi og reyna ekki að meta líkurnar því að mismunandi aðstæður skapist. Slíkt mat hefur ekki verið framkvæmt.

Það væri óráðlegt að reyna að meta efnahagslega áhættu af skilyrðislausri greiðsluskylda á vöxtum af Icesave-lánunum á þeim skamma tíma sem stofnunin fékk til að skoða málið.

Almennt má segja að skilyrðislaus greiðsluskylda á vöxtum er verri en ekki fyrir ríkissjóð en hver aukningin er í áhættu er ómögulegt að meta að svo stöddu. Þá má hafa í huga að ef íslenska ríkið getur ekki staðið við afborganir vaxta skiptir fyrirvari um greiðsluskylduna í raun litlu. Ríkið er þá komið í greiðsluþrot og óljóst hvort skaðinn sé meiri en ef fyrirvarinn hefði ekki verið í samningnum.

2. Almennt eru breytingar á fyrirvörum frá því síðasta sumar í þá átt að greiðslubyrðin verði frekar þyngri en léttari frá því sem var í upphaflegu frumvarpi. Eftirfarandi atriði hníga öll í þá átt;
  - a. Skilyrðislaus greiðsluskylda á vöxtum óháð hagvexti á Íslandi.

- b. Engin tímamörk á ríkisábyrgðinni þannig að framlenging verður á lánunum verði þau ekki að fullu greidd árið 2024.

Þá ber að áréttu að mikil óvissa ríkir um hagvaxtarþróun næstu ára á Íslandi. Eins og samkomulagið lítur út núna er það svo að glæðist hagvöxtur hér verða greiðslur hærri en ella en lægri ef hagvöxtur er lítil. Óvissa ríkir um eiginlega greiðslubyrði af þessu samkomulagi eða hvaða áhrif það mun hafa á lífskjör í landinu. Almenn gildir að til að ríkið hafi hag af lántöku þarf hagvöxtur á Íslandi að vera hærri en vaxtabyrði lánanna.

Einnig verður að huga sérstaklega að áhrifum breytinga í forsendum á gengi íslensku krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum.



# Skuldastaða íslensku þjóðarinnar -Staða og horfur



RÁÐGJÖF

**Unnið af IFS greiningu**  
**Höfundar efnis:**  
Oddgeir Ágúst Ottesen, hagfræðingur PhD  
Snorri Jakobsson, hagfræðingur

**10. desember 2009**

## Efnisyfirlit

Inngangur .....	3
Helstu atriði núverandi skuldastöðu.....	5
Áhrif gengisbreytinga á vöruskipti.....	7
Áhrif gengisbreytinga á innflutning .....	7
Áhrif gengisbreytinga á útflutning .....	9
Þróun vöruskipta og greiðslugeta þjóðarbúsins .....	10
Greiðslugeta þjóðarbúsins .....	13
Niðurstaða sviðsmyndar 1 - Skuldastaðan í járnum.....	14
Sviðsmynd 2. –Fjármagnið heim .....	15
Sviðsmynd 3.- Léleg ávöxtun erlendra eigna.....	16
Sviðsmynd 4. – Mikil lífskjararýmrun .....	17
Sviðsmynd 5. – Gengisstyrking nær ómöguleg .....	18
Sviðsmynd 6 – Hækkun verðs áls og sjávarafurða .....	19
Óvissuþættir .....	20
Niðurstöður.....	21
Viðauki .....	23
Skuldir hins opinbera .....	23
Vergar erlendar skuldir ríkissjóðs .....	23
Hreinar erlendar skuldir ríkissjóðs .....	24
Vergar innlendar skuldir ríkissjóðs .....	25
Hreinar innlendar skuldir ríkissjóðs .....	26
Skuldastaða sveitarfélaga .....	26
Skuldastaða Seðlabanka .....	27
Skuldir fyrirtækja og annarra .....	28

## Inngangur

Veruleg óvissa ríkir um erlenda eigna- og skuldastöðu þjóðarinnar og þróun hennar á næstu árum. Við leggjum mat á skuldastöðu þjóðarinnar og ríkisins og áhrif hennar. Við matið notum við opinberar upplýsingar frá Seðlabankanum, Fjármálaráðuneytinu og Hagstofunni auk annarra opinberra upplýsinga. Ef nýjar upplýsingar koma fram, getur mat okkar breyst.

Í kjölfar hruns íslenska bankakerfisins, í október 2008, jukust erlendar skuldir ríkissjóðs og landsframleiðsla dróst saman. Erlendar lántökur vegna hruns bankakerfisins eru umtalsverðar, þar með talin lán frá Bretum og Hollendingum vegna Icesave reikninga Landsbankans. Halli verður á fjárlögum næstu þrjú árin a.m.k. og skuldir ríkisins munu aukast. Ríkið mun skera verulega niður útgjöld á næstu árum og hækka skatta. Þessar aðgerðir draga úr hagvexti og auka atvinnuleysi.

Afgangur af vöru- og þjónustuskriptum að viðbættum tekjum af erlendum eignum Íslendinga og að frádregnum þáttatekjum (greiðslur til erlendra eigenda eigna á Íslandi) mun þurfa að standa undir vöxtum og afborgunum af erlendum lánnum. Ef ekki er hægt að greiða niður erlendar skuldir með gjaldeyrstekjum þjóðarinnar, hækka skuldirnar. Þá er sagt að skuldastaðan sé ósjálfbær. Mat okkar á sjálfbærni skulda felst í að meta hvort gjaldeyrstekjur þjóðarbúsins dugi til að borga vexti af erlendum lánnum. Þetta er svipuð aðferðafræði og notuð er af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (sjá til dæmis fyrstu endurskoðun áætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins) og Alþjóðabankanum (World Bank).

Nokkrir hagfræðingar hafa fullyrt að ekki sé ástæða til að óttast að skuldastaða þjóðarinnar eða ríkisins sé svo slæm að til greiðslufalls geti komið. Í sumum tilfellum byggir þeirra mat á því að til séu lönd með svipað eða jafnvel hærra hlutfall erlendra skulda. Við vörum við þessari tegund af samanburðargreiningu. Líta þarf á hvert tilfelli fyrir sig, greina vaxtabyrði og leggja mat á mögulegt innflæði af gjaldeyri. Hvað varðar möguleikann á greiðslufalli þá er ekki hægt að reikna nákvæmlega út hversu miklar erlendar skuldir þjóðir eða ríkistjórnir geta ráðið við. Er það bæði út af óvissu um framtíðina og einnig vegna þess að ákvörðun um nauðasamninga er pólitísk ákvörðun byggð á mati um hvort hægt sé að leggja meiri álögur á þegna þjóðarinnar.

Vöru- og þjónustujöfnuður hefur farið úr halla árið 2008 í verulegan afgang 2009. Viðsnúningurinn stafar fyrst og fremst af miklum samdrætti í innflutningi eða um 46,5% á föstu

gengi. Margir flokkar innflutnings hafa dregist það mikið saman að frekari samdráttur er vart mögulegur án breytts lífstíls og frekari rýrnunar lífskjara. Til dæmis nemur bílannflutningur núna um 1% af heildarfjölda bifreiða í landinu, auk þess sem talsverður fjöldi notaðra bifreiða er fluttur úr landi. Óhjákvæmilegt er að innflutningur á bifreiðum muni aukast á næstu árum. Sama á við um marga aðra flokka innflutnings. Ótrúverðugt er því að gera ráð fyrir miklum viðbótarsamdrætti í innflutningi. Verðmæti útflutnings er háð verði á sjávarafurðum og áli í erlendri mynt því útflutningur af þessum vörutegundum nemur 82% af heildarútflutningi Íslendinga. Magn útflutnings þessara vörutegunda er ekki háð gengi krónunnar, heldur úthlutuðum fiskveiðikvóta og framleiðslugetu verksmiðja. Þjónustujöfnuður er einnig háður erlendum aðstæðum. Árið 2009 stóð fjöldi ferðamanna nokkurn veginn í stað sem og útgjöld þeirra í erlendri mynt. Veiking krónunnar olli því hins vegar að þeir eyddu meiru í krónum talið.

Niðurstaða okkar er að vegna erfiðar skuldastöðu þjóðarinnar sé afar ólíklegt að nafngengi eða raungengi íslensku krónunnar styrkist umtalsvert á næstu árum, nema ytri þættir verðir hagfelldir. Hugsanlegt er að lækkun raunlauna á Íslandi muni leiða til fjölbreyttari útflutningsgreina á næstu árum. Við sjáum þó fá merki þess í gögnunum enn sem komið er. Við teljum því að ál og sjávarafurðir verði án efa mikilvægustu útflutningsgreinar Íslands á komandi árum.

Til að standa skil á öllum okkar erlendum skuldbindingum þarf afgangur af vöru- og þjónustuskriptum að aukast. Okkar mat er að aukinn afgangur af vöruskriptum náist tæplega nema verð sjávarafurða og áls hækki eða magn útflutnings aukist. Þjónustujöfnuður gæti batnað ef fjöldi ferðamanna eykst. Ef að verð og magn á útflutninga af áli og sjávarafurðum helst óbreytt, er hugsanlegt að aukinn vöruskriptajöfnuður náist með frekari samdrætti í innflutningi. Sá samdráttur næst þó ekki nema með breyttri neysluhegðun og skertum lífsgæðum. Bjartsýni á mikinn afgang á vöru- og þjónustuskriptum vegna samdráttar í innflutningi felur því í sér mikla svartsýni á lífskjör og lífsgæði íslendinga sem líklega mun leiða til þess að umtalsverður fjöldi fólks flytur af landi brott.

## Helstu atriði núverandi skuldastöðu

Samkvæmt okkar greiningu munu heildar erlendar skuldir þjóðarbúsins nema um **295%** af vergri landsframleiðslu (VLF) í lok árs 2009. Samkvæmt okkar mati er hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins **80%** af VLF. Þetta er helmingi hærri fjárhæð en kom fram í síðasta yfirliti Seðlabankans um erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins. Megin ástæða þess er að í yfirliti Seðlabankans var ekki tekið tillit til kostnaður vegna Icesave, erlends gjaldeyrsláns Nýja Landsbankans, hlutafjár erlendra kröfuhafa í nýju bönkunum og krónueigna þrotabúa gömlu bankanna.

Tafla 1. Erlendar eignir og skuldir

Erlendar eignir í árslok 2009		
	(m.kr.)	VLF
<b>Eignir hins opinbera og S.Í.</b>	<b>1.111.857</b>	<b>76%</b>
Ríkið	508.800	35%
þar af Icesave	507.000	34%
Seðlabanki	603.057	41%
Sveitarfélög	0	0%
<b>Fyrirtæki, lífeyrissjóðir</b>	<b>2.105.235</b>	<b>143%</b>
<b>Heildar erlendar eignir (í milljónum kr.)</b>	<b>3.217.092</b>	<b>219%</b>

Erlendar skuldir í árslok 2009		
	(m.kr.)	VLF
<b>Skuldir hins opinbera og S.Í.</b>	<b>-1.740.559</b>	<b>-118%</b>
Ríkið	-1.402.134	-95%
1. þar af Icesave	-765.000	-52%
Seðlabanki	-280.760	-19%
Sveitarfélög	-57.665	-4%
<b>Fyrirtæki</b>	<b>-2.593.334</b>	<b>-176%</b>
2. Innlendar eignir erlendra kröfuhafa	-310.000	-21%
3. Skuldabréf Nýja Landsbankans	-127.041	-9%
4. Hlutabréfaeign kröfuhafa í Arion	-66.000	-4%
5. Hlutabréfaeign kröfuhafa í Íslandsbanka	-37.000	-3%
6. Ofmat skulda eignarhalsfélags	250.000	17%
<b>Heildar erlendar skuldir (í milljónum kr.)</b>	<b>-4.333.893</b>	<b>-295%</b>

## Hrein erlend staða í árslok 2009

	Millj. kr.	%
Skuldir hins opinbera og S.I.	-628.702	-43%
Ríkið	-950.999	-65%
þar af Icesave	-258.000	-18%
Seðlabanki	322.297	22%
Sveitarfélög	-57.665	-4%
Fyrirtæki	-488.099	-33%
Heildar erlendar skuldir (í milljónum kr.)	-1.174.466	-80%

- 1) **Icesave:** Skuld vegna Icesave-samninga er verulegur hluti af erlendum skuldum þjóðarinnar. Við notum áætlanir Seðlabankans um hvenær greiðslur úr þrotabú Landsbankans<sup>1</sup> geta gengið upp í lán Breta og Hollendinga. Varfærið mat á núvirtum kostnaði vegna Icesave miðað við óbreytt nafngengi krónunnar og 90% endurheimtur leiðir til spár um kostnað upp á 258 milljarða króna<sup>2</sup>.
- 2) **Innlendar eignir erlendra kröfuhafa:** Þrotabú gömlu bankanna eiga íslenskar eignir og eru þær að hluta til í eigu erlendra kröfuhafa og bætist sá hluti við erlendar skuldir þjóðarbúsins. Upplýsingarnar fáum við úr yfirlitum slitastjórna.
- 3) **Skuldabréf Nýja Landsbankans:** Nýi Landsbankinn hefur gefið út skuldabréf í erlendri mynt að verðmæti 260 milljarða kr. sem Gamli Landsbankinn fær afhent. Samkvæmt upplýsingum af heimasíðu Gamla Landsbankans eru um 49% af forgangskröfum í bú bankans kröfur erlendra aðila, þ.e. Breta og Hollendinga. Lánið er því um 49% erlend skuld þar sem erlendir forgangskröfuhafar fá 49% af vöxtum og höfuðstól lánsins.
- 4-5) **Hlutafjäreign erlendra kröfuhafa:** Möt á hlutabréfaeign erlendra kröfuhafa í Arion og Íslandsbanka eru fengin af heimasíðu Fjármálaráðuneytsins. Hlutafé í eigu erlendra aðila telst til erlendra skulda.
- 6) **Ofmat skulda eignarhaldsfélags:** Skuldir eins ótilgreinds eignarhaldsfélags eru taldar nema um 1000 milljörðum kr. Okkar mat er að fyrirtækið hafi neikvætt eigið fé sem nemi um 250 milljörðum kr.. Bein erlend fjárfesting þ.e. eignarhlutur Íslendinga í erlendum fyrirtækjum sem er umfram 10% nemur 888 milljörðum kr.. Flest alþjóðleg íslensk fyrirtæki eru með eignir og skuldir skráðar í sömu löndum. Eignarhaldsfélagið á því að okkar mati stærstan hluta beinna erlendra fjárfestinga.

<sup>1</sup> Sjá skriflega umsögn Seðlabankans um Icesave Samninginn.

<sup>2</sup> Í greiningu IFS ráðgjafar, „700 milljarða spákaupmennska –áhætta vegna Icesave eykst“ sem gefin var út þann 20. nóvember er nánar fjallað um fyrirhugaðar skuldbindingar vegna Icesave og gengisáhættu sammingsins.

Eign útlendinga í íslenskum verðbréfum eru hluti af erlendum skuldum þjóðarbúsins. Við notum upplýsingar um mat á þessum eignum frá Seðlabankanum. Erlent hlutafé er skráð á markaðsvirði en óskráðar eignir eru færðar á bókfærðu eigin fé. Við teljum að mat Seðlabankans á virði erlendra eigna sé nokkuð gott. Samkvæmt Daníeli Svavarssyni<sup>3</sup> var skráð verð óskráðra erlendra eigna hjá Seðlabankanum árið 2007, 50% undir markaðsverði en svipað markaðsverði árin 2002 til 2004. Nánari útlistun á skuldastöðu ríksins og erlendri skuldastöðu þjóðarinnar má finna í viðauka aftast.

## Áhrif gengisbreytinga á vöruskipti

Mikilvægt er að átta sig á áhrifum gengisbreytinga krónunnar á gjaldeyrishörf og gjaldeyrstekjur þjóðarinnar. Með lækkingu gengis íslensku krónunnar hefur innflutningur dregist saman og verðmæti útflutnings aukist í krónum talið. Vöru- og þjónustujöfnuður hefur snúist frá því að vera verulega neikvæður í að verða verulega jákvæður. Í erlendri mynt er munurinn þó ekki jafn mikill.

Helstu útflutningsgreinar Íslendinga eru ál og sjávarafurðir. Það magn sem er flutt út af sjávarafurðum og áli virðist ekki vera háð gengi krónunnar. Ákvörðun um heildarkvóta fer ekki eftir gengi krónunnar. Framleiðslugeta álverksmiðja á Íslandi er takmörkuð og kostnaður við framleiðslu er að mestu leyti í erlendri mynt. Ákvörðun um framleiðslumagn er því ekki háð gengi krónunnar. Gengisbreytingar virðast ekki hafa haft mikil áhrif á magn útflutnings eða á verðmæti útflutnings í erlendri mynt. Hvað þjónustujöfnuðinn varðar þá hefur ferðamönnum ekki fjölgað og tekjur af þeim lítið breyst, mælt í erlendum gjaldmiðli. Ef efnahagssumhverfið í heiminum batnar mun þó ferðamönnum ef til vill fjölga, eins og vonir standa til um.

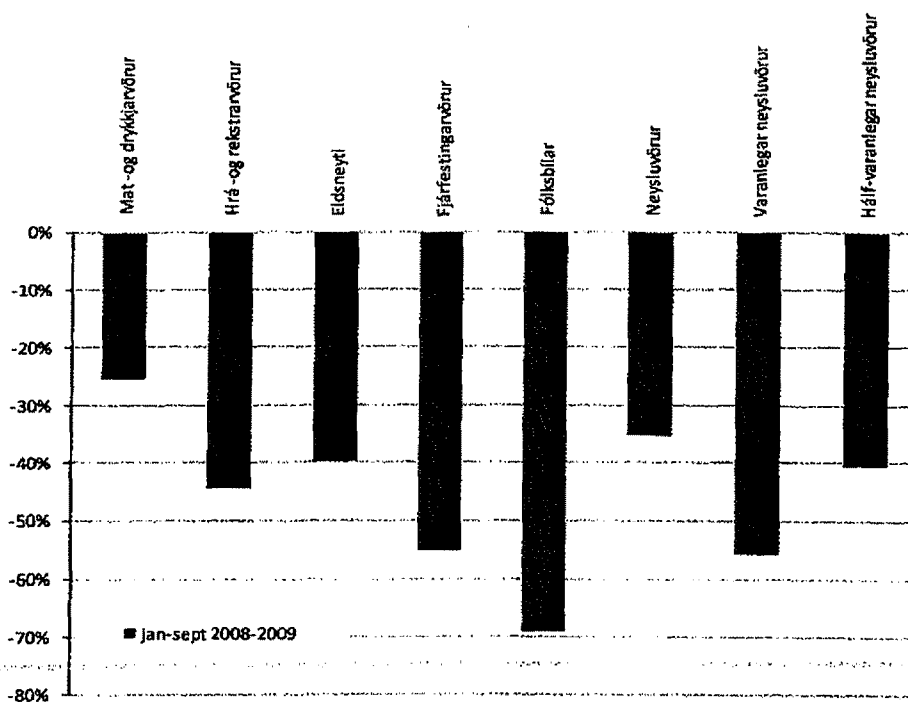
## Áhrif gengisbreytinga á innflutning

Áhrif gengisbreytinga á innflutning hefur verið mjög mikil, en þó mismikil eftir flokkum. Mestur hefur samdráttur verið í innflutningi á fólksbílum. Fjöldi bíla sem fluttur var inn á fyrstu

<sup>3</sup> Daníel Svavarson, 2008, „Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu“. Peningamál 1 hefti bls 89 - 99

níu mánuðum ársins 2009 nam 1% af heildarfjölda bifreiða á Íslandi. Útflutningur á notuðum bílum var umtalsverður. Innflutningur á mat og drykkjarvörum hefur dregist saman um 25% á föstu gengi. Tölurnar benda til þess að fólk neyti ódýrari tegunda innfluttra matvæla og meira af innlendri framleiðslu. Mynd 1 sýnir samdrátt í innflutningi á helstu vöruflokkum.

Mynd 1. Samdráttur á innflutningi eftir flokkum



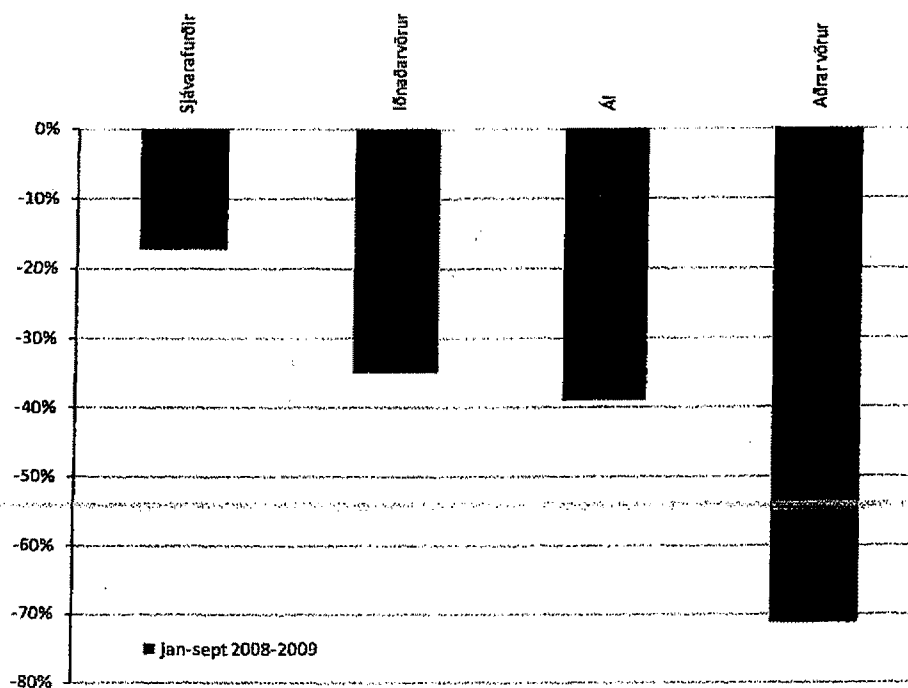
Heildarinnflutningur hefur dregist saman um 46,5% milli ára 2008 og 2009 samkvæmt okkar útreikningi. Við útreikninga notum við gengisvísitöluna. Ef notuð væri gengisvog innflutnings fengist svipuð niðurstaða. Ekki er hægt að sjá að innflutningur geti dregist mikið meira saman nema með verulegum breytingum á lífgæðum og neysluhegðun. Það er til dæmis ljóst að innflutningur á bílum verður að aukast á næstu árum, ef Íslendingar ætla áfram að nota bifreiðar sem samgöngutæki.



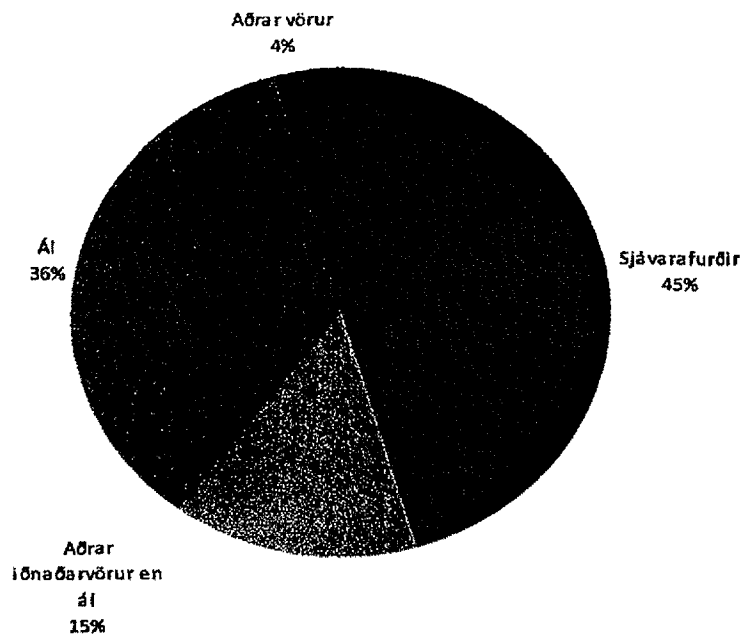
## Áhrif gengisbreytinga á útflutning

Áhrif krónunnar á útflutning hefur verið verið lítil. Stærstu útflutningsgreinar Íslendinga eru ál og sjávarafurðir. Mynd 3 sýnir að sjávarafurðir og ál sköpuðu 82% af útflutningstekjum Íslands á árinu 2009. Eins og sjá má af mynd 2 dróst verðmæti útflutnings verulega saman á föstu gengi. Samdrátturinn varð aðallega vegna lækkunar á verði sjávarafurða og áls. Heildarverðmæti útflutnings dróst saman um 32% á föstu gengi.

Mynd 2. Samdráttur í útflutningi eftir flokkum



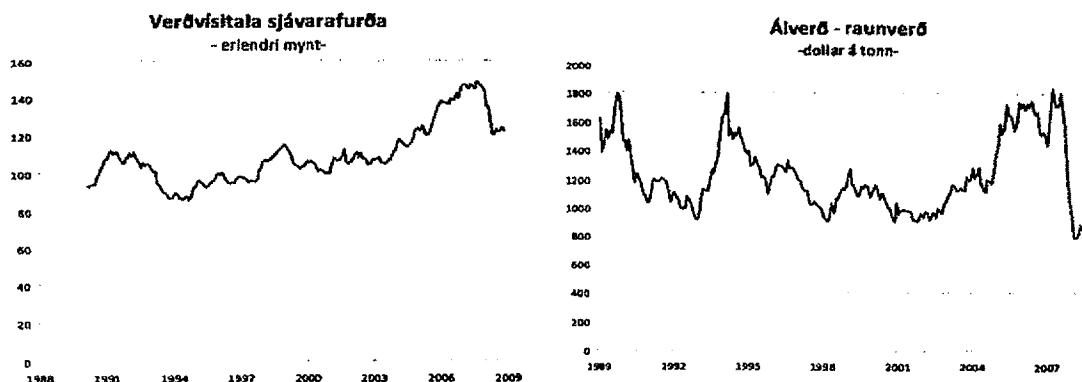
Mynd 3. Samsetning útflutnings 2009



### Þróun vöruskipta og greiðslugeta þjóðarbúsins

Vöruskiptajöfnuður á næstu árum mun að miklu leyti fara eftir heimsmarkaðsverði á áli og fiskverði í viðskiptalöndum Íslands. Myndirnar hér að neðan sýna þróun raunverðs á áli síðan 1989 (miðað við verðmæti dalsins árið 1989) og verðvísitölu (nafnverð) sjávarafurða í erlendri mynt. Af gröfunum má sjá að verð bæði áls og sjávarafurða hefur sveiflast umtalsvert. Ekki er auðvelt að spá fyrir um verðþróun framtíðarinnar og líklega er núverandi verð ágætt mat á framtíðarverði. Ekki er þó ólíklegt að efnahagsbata í heiminum gæti fylgt verðhækkunir á þessum vörum.

Mynd 4. Verðþróun sjávarafurða og áls



Við munum nú fjalla um nokkrar mögulegar sviðsmyndir sem lýsa áhrifum breyttra forsenda á gjaldeyrisinnflæði og greiðslur af erlendum lánunum. Við spáum að afgangur af vöru- og þjónustuskiptum nemi 105 milljörðum árið 2009 og vaxi um 2% eftir það. Við byggjum spána fyrir afgang á vöru- og þjónustuskiptum ársins 2009 á gögnum fyrir 10 mánuði og spá fyrir 2 mánuði. Við metum sjálfbærni skulda út frá mismunandi forsendum um þróun gjaldeyrisinnflæðis.

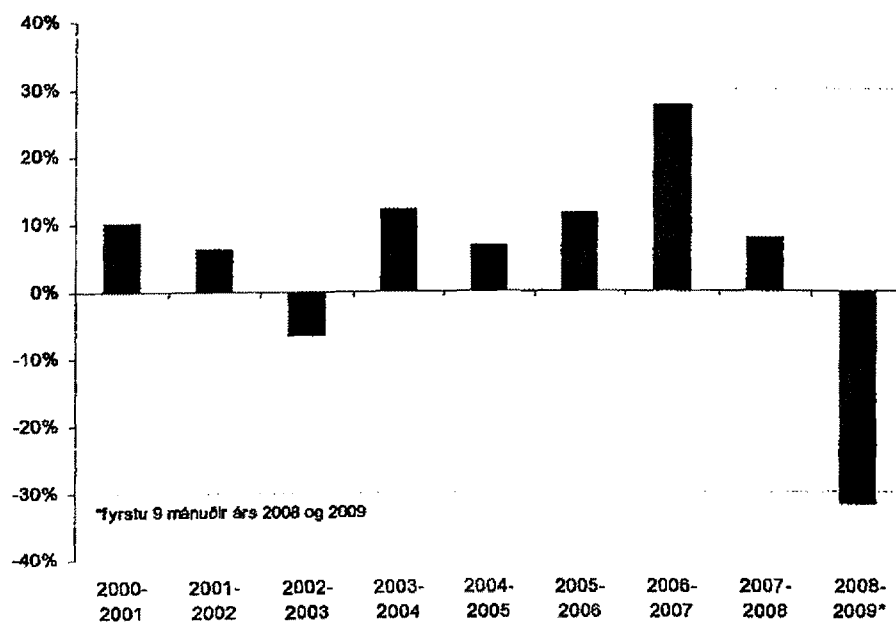
AGS lýsir álagsprófi til að meta sjálfbærni skulda í fyrstu endurskoðun á áætlun sjóðsins. Einn hluti af álagsprófinu er að kanna áhrif frávíks í spá á vöru- og þjónustujöfnuði. Þeirra niðurstaða er að Íslendingar geta greitt erlendar skuldir þó að vöru- og þjónustujöfnuður yrði fimm prósentum lægri en þeir hafa spáð. Okkar spá fyrir árið 2009, eftir að 11 mánuðir eru liðnir af árinu, er 17% lægri en spá AGS. Verðmæti útflutnings dróst saman um 31% á föstu gengi milli fyrstu níu mánaða ársins 2008 og 2009, vegna lækkunar á verði á áli og sjávarafurðum. Mynd 5, hér á eftir, sýnir breytingar í útflutningi milli ára.

Í ljósi mikilla sveifla á verðmæti útflutnings og innflutnings er ljóst að greining á áhrifum af 5% frávíki frá bjartsýnni spá AGS er ekki sérlega sterkt „álagspróf“. Söguleg gögn benda því til þess að verulegar líkur séu á miklu meira en 5% frávikum með alvarlegum afleiðingum fyrir greiðslugetu þjóðarinnar.

**Tafla 2.** Spár AGS og IFS greiningar um vöruskiptajöfnuð

Vöruskiptjöfnuður í ma. kr.						
AGS	127	144	149	152	137	114
IFS	105	107,1	109,2	111,4	113,7	115,9

**Mynd 5: Sveiflur í útflutningi í erlendri mynt**



## **Greiðslugeta þjóðarbúsins - Nokkrar sviðsmyndir**

Þar sem töluverð óvissa ríkir um þróun helstu hagstærða munum við líta á nokkrar sviðsmyndir sem lýsa mögulegri þróun. Sviðsmyndirnar byggja á mismunandi forsendum.

### **Forsendur sviðsmyndar 1:**

#### **1) Óbreytt gengi krónunnar.**

#### **2) Ávöxtun erlends hlutafjár verður 7%**

Samkvæmt Seðlabankunum eiga Íslendingar um 1.766 milljarða kr. í erlendum fyrirtækjum, þ.m.t. hlutafé. Við gerum ráð fyrir að erlent og innlent hlutafé muni skila um 7% ávöxtun á ári. Í grunnspá okkar gerum við ráð fyrir að ávöxtun af 1.800 kr. skapi innflæði gjaldeyris. Gert er ráð fyrir að helmingur af ávöxtun af erlendu hlutafé og fyrirtækja Íslendinga erlendis skili sér til Íslands.

#### **3) Lánsvextir 4,5%**

Samkvæmt forsendu í grunnspá munu vextir af 3.516 milljarðar kr. greiðast út fyrstu 6 árin. Í grunddæmi okkar mun ávöxtun af helmingi hlutafjár erlendra aðila á Íslandi greiðast út. Icesave skuldbinding er ekki talin til vaxtaberandi skulda fyrr en árið 2016 er greiðslur vegna Icesave hefjast. Við gefum okkar að skuldir fyrirtækja beri um 4,5% erlenda vexti. Við gerum ráð fyrir að erlend lán fyrirtækja verði endurfjármögnuð á svipuðum kjörum og eignir erlendra aðila í íslenskum skuldabréfum beri 7,5% vexti. Vextir af lánum vegna gjaldeyrisforða eru 2,5%. Líkt og með hlutabréfaverð ríkir mikil óvissa með þau kjör sem núverandi lán verða endurfjármögnuð á.

#### **4) Afgangur af vöruskiptum – og þjónustu vex um 2%**

Við gerum ráð fyrir að afgangur af vöruskiptum– og þjónustu verði um 105 milljarðar í ár en vaxi svo um 2% á ári eða í takt við verðbólgu. Verðbólguforsenda okkar byggir á að gengi krónunnar verði óbreytt.

### **5) Hagnaður erlendra aðila af stóriðju**

Íslensk álfyrirtæki eru í eigu erlendra aðila og ljóst að ekki munu allar tekjur vegna álútflutnings skila sér til landsins. Samkvæmt Hagstofu Íslands var hagnaður erlendra aðila í íslenskri stóriðju um 21 milljarður árið 2007. Óvarlegt er að gera ráð fyrir að hagnaður erlendra aðila af sölu áls sé jafn mikill nú þar sem álverð var mjög hátt árið 2007. Við gerum ráð fyrir að hagnaðarhlutur útlendinga í vöru- og þjónustujöfnuði sé um 10,5 milljarðar kr.

### **6) Icesave 90% endurheimtur**

Við gerum ráð fyrir 90% endurheimtum af Icesave, óbreyttu gengi og að eftirstöðvar láns greiðist niður í lok áráanna 2015 til 2023.

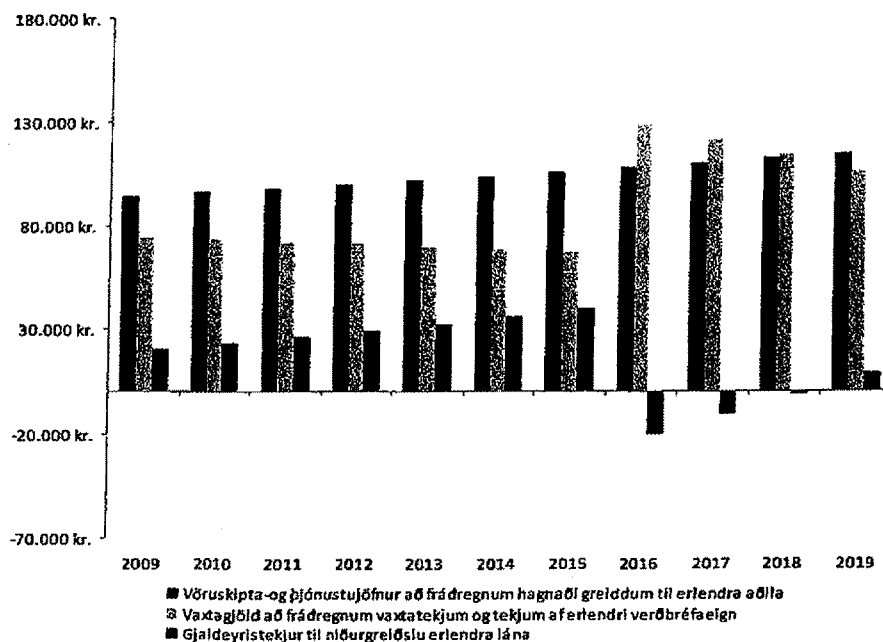
### **7) 50% af ávöxtun hlutafjár skilar sér til landsins sem innflæði gjaldeyris**

## ***Sviðsmynd 1 - Skuldastaðan í járnum***

Framangreindar forsendur leiða til þess að erlendar vaxtagreiðslur umfram erlendar vaxtatekjur og tekjur af hlutabréfum munu nema um 74 milljörðum kr í ár. Fyrstu árin mun afgangur af vöruskiptum- og þjónustu umfram hreinar erlendar vaxtagreiðslur vera um 15 til 20 milljarðar kr. á ári, sjá mynd 6. Með tímanum vex afgangur til að greiða niður erlendar skuldir, vegna auknis afgangis af vöru- og þjónustuskiptum. Samkvæmt útreikningum okkar mun þó ekki vera nægur afgangur árið 2016 til að borga vexti og afborganir af Icesave láni. Þannig mun íslenska ríkið þurfa frekari lántökur árið 2016 til að geta staðið við skuldbindingar sínar vegna Icesave-samningsins.

Miðað við þessar forsendur lækkar erlend skuldastaða hægt og má segja að skuldastaðan sé í járnum. Mynd 6 lýsir þróun afborgana, vaxtagjalda og afgangi vöru- og þjónustuskiptum til greiðslu erlendra lána.

Mynd 6. Helmingur ávöxtunar hlutafjárskilar sér í gjaldeyristekjum



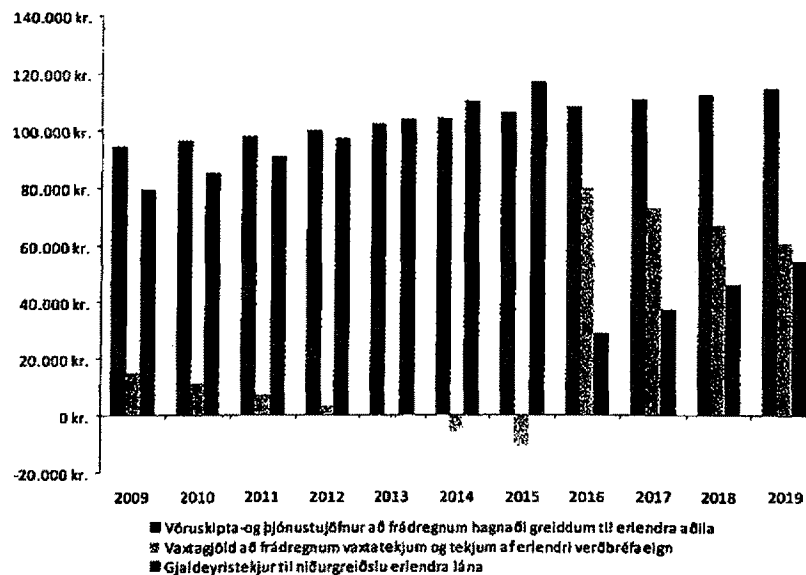
## Sviðsmynd 2. –Fjármagnið heim

### Engin eða neikvæð raunávöxtun á hlutafé

Í þessari sviðsmynd gerum við ráð fyrir að öll ávöxtun erlendra verðbréfa verði skipt í krónur, hvort sem ávöxtunin sé vegna arðgreiðslna eða söluhagnaðar. Að öðru leyti eru forsendur óbreyttar frá sviðsmynd 1.

Mynd 7 sýnir niðurstöðu þessarar sviðsmyndar. Forsendurnar leiða til þess að erlendar vaxtagreiðslur verða litlu meiri en tekjur af erlendum hlutabréfum og fyrirtækjum. Í lok árs 2013 verða erlendar tekjur litlu meiri en vextir af erlendum skuldum. Erlendar skuldir munu því greiðast hratt niður og engin fyrirsjáanleg vandamál verða vegna afborgana Icesave. Sviðsmynd 2 verður þó að teljast nær óhugsandi en ríkið getur varla þvingað fjárfesta og fyrirtæki til að nýta alla ávöxtun verðbréfa og hagnað af erlendum fyrirtækjum til niðurgreiðslu erlendra skulda.

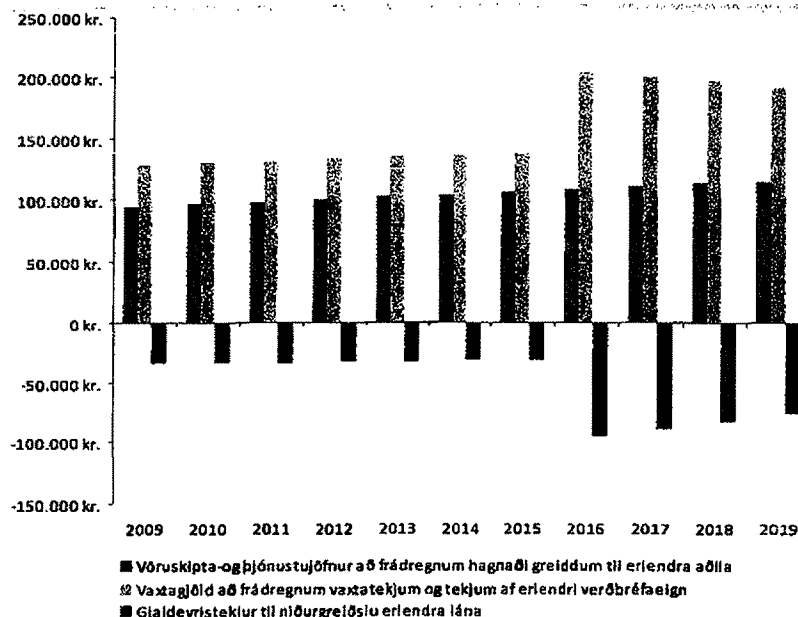
**Mynd 7: Öll ávöxtun hlutfjár skilar sér í gjaldeyrstekjum**



### **Sviðsmynd 3.- Léleg ávöxtun erlendra eigna**

Ef ávöxtun hlutfjár verður neikvæð eða engin á næstu 10 árum, eru horfur í íslensku efnahagslífi ekki bjartar. Þetta á einnig við ef tekjur af erlendri verðbréfaeign skila sér ekki til Íslands. Skuldir munu aukast jafnt og þétt og staða þjóðarbúsins versna ár frá ári.

**Mynd 8: Engin eða neikvæð ávöxtun hlutfjár**





## **Sviðsmynd 4. – Mikil lífskjararýrnun**

### **2,5% raungengisveiking á ári**

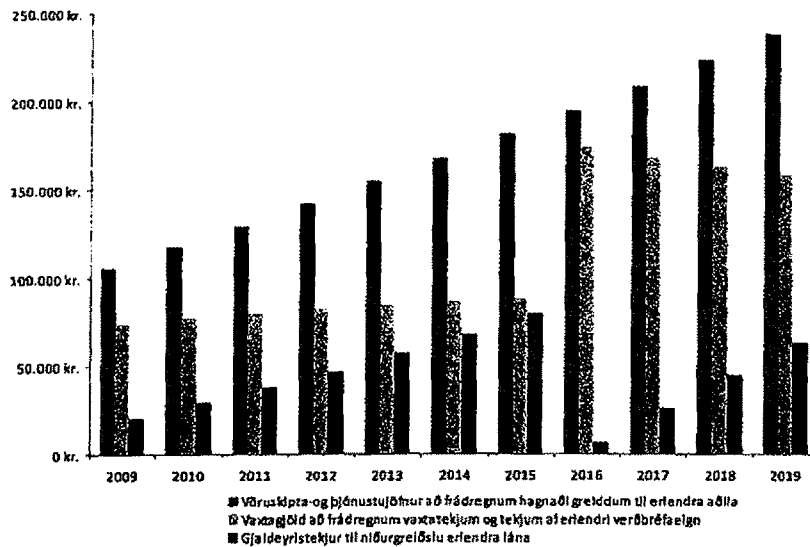
Í sviðsmynd 4 gerum við ráð fyrir um 2,5% raungengisveikingu á ári sem þýðir að raungengi krónunnar verði tæplega 23% veikara eftir 10 ár en það er í dag eða 52 stig. Ljóst er að með gengisveikingu munu erlendar skuldir hækka og vaxtagreiðslur einnig. Hins vegar ættu framangreind áhrif að hafa jákvæð áhrif á afgang af vöru- og þjónustuskiptum. Við gerum ráð fyrir að gengisbreytingar hafi ekki áhrif á magn útflutnings. Við búumst við að frekari gengisveiking dragi úr magni innflutnings en hafi engin áhrif á heildarinnflutning í krónum talið.

Ef aðeins væri um nafngengisveikingu að ræða en raungengi væri óbreytt (67 stig) myndi innflutningur aukast í takt við gengisveikingu og vöruútflutningur einnig. Áhrif á vöru- og þjónustuskipti væru lítil.

Við gerum við ráð fyrir raungengisbreytingu sem mun leiða til þess að afgangur af vöru- og þjónustuskiptum vaxi mjög mikið. Hins vegar mun frekara fall raungengis rýra kjör almennings. Kaupmáttur almennings yrði rýr og lífsgæði verulega skert. Líklega myndu þessar aðstæður leiða til verulegra fólksflutninga frá Íslandi með ófyrirséðum afleiðingum.

Vegna mikils vaxtar í afgangi af vöru- og þjónustuskiptum mun ríkið auðveldlega ráða við vaxtagreiðslur í erlendri mynt. Hins vegar munu skuldir hækka lítilsháttar í íslenskum krónum en lækka sem hlutfall af VLF er framlíða stundir.

**Mynd 9: 2,5% raungengis veiking á ári**

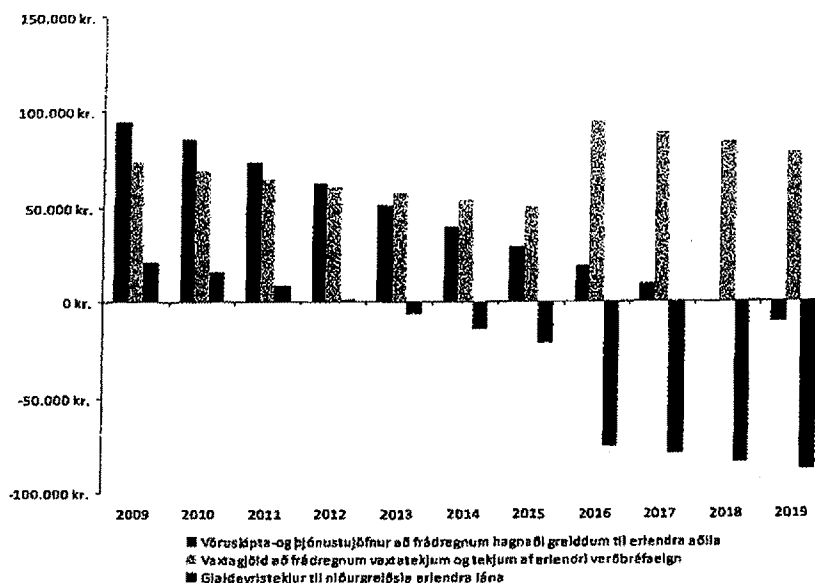


### Sviðsmynd 5. – Gengisstyrking nær ómöguleg

#### 2,5% raungengis styrking á ári

Öfugt við fyrri sviðsmynd myndu kjör almennings batna ár frá ári og raungengið yrði komið í um 86 stig árið 2019. Lífskjör myndu því batna. Hins vegar myndu vöruskipti sífellt versna vegna lægra verðs innfluttra vara og betri lífskjara. Skuldabyrði yrði óviðráðanleg. Í raun er ómögulegt að raungengi krónunnar sé að styrkjast samhliða óviðráðanlegum vexti skulda. Þessi sviðsmynd sýnir því fyrst og fremst að styrking raungengis krónunnar er verulega ólíkleg við núverandi skuldastöðu, nema ytri þættir verði hagfelldir.

Mynd 10: 2,5% raungengis styrking á ári

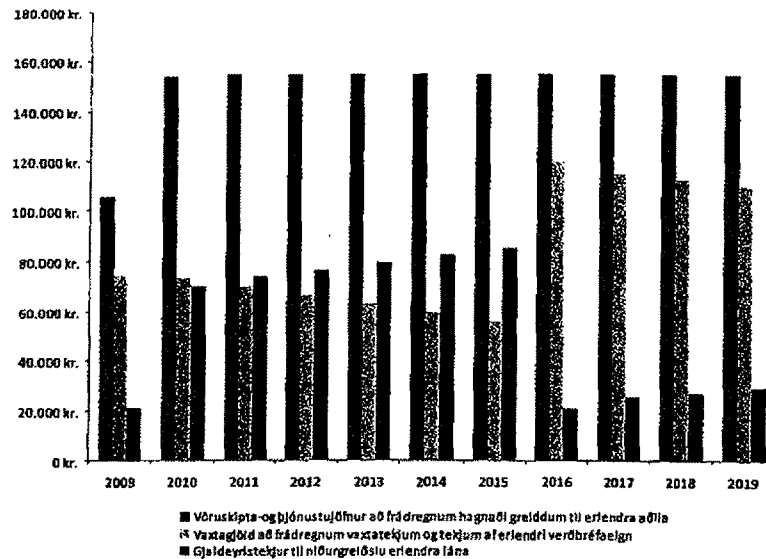


## Sviðsmynd 6 – Hækkun verðs áls og sjávarafurða

### Hækkun verðs áls og sjávarafurða í erlendri mynt

Rúmlega 80% af útflutningstekjum landsmanna er vegna útflutnings á sjávarafurðum og áli. Vegna þess hve vægi þessara liða er hátt mun hækkun á heimsmarkaðsverði þessara vara hafa mikil áhrif á útflutningstekjur. Í sviðsmynd 6 gerum við ráð fyrir að verð áls og sjávarafurða hækki fljótlega um 10% í erlendri mynt og haldist þannig út spátímann. Hækkunin mun leiða til þess að afgangur af vöru- og þjónustuskiptum mun fara upp í 154 milljarða sem er heldur hærra en gert er ráð fyrir í spá AGS. Ef okkar helstu útflutningsafurðir hækka varanlega, þó ekki væri nema um 10%, ætti erlend skuldastaða þjóðarbúsins og Icesave-skuldbinding ekki að valda verulegum vandræðum. Meiri útflutningur af sjávarafurðum og áli hefði einnig jákvæð áhrif. Við tókum ekki tillit til þess að hagnaður álfyrirtækja mun líklega hækka hlutfallslega meira en hækkun álverðs. Því gæti heldur lægra hlutfall vöruskiptaafgangs skilað sér til landsins.

**Mynd 11. Hækkun verðs áls- og sjávarafurða um 10% í erlendri mynt**



## Óvissuþættir

Í sviðsmyndum 1- 6 gerðum við ráð fyrir að vextir af eignum erlendra aðila í innlendum skuldabréfum yrðu færðir úr landi. Ef til vill verða ekki allar vaxtagreiðslur færðar úr landi. Einnig er hugsanlegt að Seðlabankinn nota hluta af sínum gjaldeyrisforða til að kaupa upp innlendar vaxtaberandi eignir erlendra aðila. Slíkar aðgerðir myndu draga úr vaxtakostnaði þar sem vextir erlendra lána vegna gjaldeyrisforða verða væntanlega lægri en vextir íslenskra skuldabréfa. Vaxtamunurinn er u.þ.b. 5% og myndi því sparast um 15 milljarðar í árlegar vaxtagreiðslur ef helmingur núverandi gjaldeyrisforða yrði notaður í þessum tilgangi.

Vonandi verður afgangur af vöru- og þjónustu hærrí í ár en við gerum ráðum fyrir. Þó svo að afgangur yrði 5 milljörðum kr. meiri og vaxtagreiðslur heldur minni breytast megin niðurstöður lítið en framtíðarhorfur yrðu heldur bjartari. Nýjar fjárfestingar útlendinga á Íslandi gætu auka innstreymi gjaldeyris og auðvelda greiðslur erlendra lána.

Síðustu mælingar Hafrannsóknarstofnunnar lofa góðu. Vonandi verður hægt að auka heildar fiskveiðikvóta á næstu árum. Aukningin gæti haft töluverð jákvæð áhrif á greiðslugetu Íslendinga.

## Niðurstöður

Í kjölfar hruns allra stærstu banka Íslands í október 2008 hafa erlendar skuldir íslenska ríkisins aukist verulega. Erlendar skuldir Íslendinga eru mjög miklar hvort sem litið er á vergar eða hreinar skuldir. Við teljum að erlendar skuldir Íslendinga nemi um 295% af vergri landsframleiðslu. Okkar mat er að hreinar skuldir Íslendinga nemi um 80% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2009. Við mat á sjálfbærni skuldastöðunar höfum við byggt á þeirri forsendu að Íslendingar þurfi að skapa gjaldeyri til að greiða vexti og afborganir af erlendum lánum. Við notum svipaða aðferðafræði og AGS og Alþjóðabankinn (World Bank). Við mat á sjálfbærni erlenda skulda þarf að taka tillit til nokkura þátta, t.a.m. verðmæti útflutnings, innflutnings, lánskjara erlendra lána og ávöxtun erlendra eigna íslendinga.

Hrun íslenska bankakerfisins hefur haft veruleg áhrif á líf Íslendinga. Gengi íslensku krónunnar féll, sem hækkaði erlendar skuldir í krónum talið, kaupmáttur launa minnkaði og lífsgæði versnuðu. Innflutningur hefur dregist verulega saman. Ef Íslendingar ná ekki að skapa gjaldeyri til að mæta vöxtum og afborgunum verður þörf á frekari lántöku, sölu á íslenskum eignum til útlandinga eða erlendri fjárfestingu.

Ef bornir eru saman fyrstu níu mánuði ársins 2008 og ársins 2009, fæst að útflutningur dróst saman um 32% á föstu gengi. Samdrátturinn í útflutningi skýrist að mestu leyti af lægra verði á áli og sjávarafurðum. Hvorki magn útflutnings af áli og fisk né heimsmarkaðsverð þeirra vara virðist háð gengi krónunnar. Verð áls og sjávarafurða er stærsti áhættuþátturinn varðandi verðmæti útflutnings.

Fyrstu níu mánuði ársins 2009 hefur heildar innflutningur dregist saman um 46,5% á föstu gengi samanborið við fyrstu níu mánuði ársins 2008 en mismikið eftir flokkum. Til dæmis má nefna að innflutningur á matar og drykkjarföngum hefur dregist saman um 25%. Bílainnflutningur dróst saman um 70% á milli 2008 og 2009 í kjölfar samdráttarársins 2008. Fjöldi bíla sem fluttur var inn á fyrstu níu mánuðum ársins 2009 nam 1% af heildarbílafjölda landsmanna. Íslendingar hafa einnig flutt út talsvert af notuðum bílum. Ef Íslendingar ætla að halda áfram að nota bifreiðar sem farartæki er ljóst að bílainnflutningur mun aukast verulega á næstu árum. Ekki er hægt að sjá að hægt sé að draga verulega úr innflutningu án þess að neysluvenjur breytist umtalsvert og lífkjör skerðist.

Greiðslubyrði af erlendum lánum er þung og hátt hlutfall af vöru- og þjónustujöfnuði. Ef fisk og álverð helst svipað og það er um þessar mundir, munu Íslendingar eiga í erfiðleikum með að borga af erlendum lánum. Ef á hinn bóginn, ál- og fiskverð hækkar umtalsvert á næstu árum, þá geta Íslendingar borgað sínar erlendu skuldir. Þá reddast þetta allt saman. Aukning á fiskveiðikvóta myndi einnig hafa jákvæð áhrif.

Fyrir hrun bankanna var allt tal um veika skuldastöðu bankanna talið óábyrgt þar sem umræðan var talin geta veikt enn frekar stöðu þeirra. Það virðist sem að sumir telji að sömu rök gildi nú um erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins. Ljóst er að staðan er mjög erfið og við teljum að greining og umræður um stöðuna séu æskilegar. Ef ytri þættir verða Íslendingum ekki hagfelldir mun reynast erfitt að standa skil á lánagreiðslum. Erfið skuldastaða verður þá til þess að raungengi krónunnar lækki enn frekar og líf skjör versni. Samfara versnandi lífgæðum gæti mikill fjöldi flutt úr landi.

Á hinn bóginn, ef vel spilast úr þeirri stöðu sem við eru í nú og ytra umhverfi reynist okkur hagstætt ættum við með samstilltu átaki að geta komist í gegnum þennan stóra skafi og séð bjarta framtíð hér á landi fyrir komandi kynslóðir.

## Viðauki

### Skuldir hins opinbera

#### Vergar erlendar skuldir ríkissjóðs

Erlendar skuldir ríkissjóðs árslok 2009		
	mm.kr.	% VLF
Skuldir í erlendri mynt	-396 600	-27%
Erlendar skuldir í innlendri mynt	-240 000	-16%
Skuld vegna Icesave	-765 534	-52%
<b>Samtals erlendar skuldir</b>	<b>-1402 134</b>	<b>-95%</b>

#### Erlendar skuldir ríkissjóðs má greina í þrennt.

1. **Erlendar skuldir í erlendri mynt:** Framangreind skuld er fyrst og fremst tilkomin vegna lána til styrkingar gjaldeyrisvaraforða. Samkvæmt mati Fjármálaráðuneytisins mun þessi tala nema um 396 milljörðum kr. í lok árs 2009.
2. **Erlendar skuldir í innlendri mynt:** Erlendir aðilar áttu tæplega 235 milljarða kr. í ríkisbréfum og ríkisvélum útgefnum af ríkissjóði í lok ágúst á þessu ári samkvæmt upplýsingum Lánasýslu Ríkisins, áætlaður vaxtakostnaður til loka árs eru um 5 milljarðar kr. Samkvæmt skilgreiningu AGS telst framangreind eign til erlendra skulda, þrátt fyrir að skuldin sé í íslenskum krónum. Ríkið þarf að greiða erlendum skuldunautum sínum í krónum sem munu væntanlega skipta fjárhæðinni yfir í erlenda mynt sem setur þrýsting á krónu til veikingar.
3. **Skuld vegna Icesave:** Skuld vegna Icesave nemur um 765 milljörðum kr. miðað við gengi pounds og evru þann 19. nóvember síðastliðinn.

Okkar mat er að erlendar skuldir ríkissjóðs nemi um 1.402 milljörðum kr. eða um 95% af VLF í lok árs 2009.

## Hreinar erlendar skuldir ríkissjóðs

Hreinar erlendar skuldir ríkissjóðs, árslok 2009		
Vegna gjaldeyrisforða	Í m. kr.	% VLF
Lántaka vegna gjaldeyrisforða	-233 700	-16%
Lán Norðurlanda og annarra þjóða	-73 700	-5%
<b>Skuldir vegna gjaldeyrisforða</b>	<b>-307 400</b>	<b>-21%</b>
Vegna Icesave	Í m. kr.	% VLF
Skuld vegna Icesave	-765 000	-52%
Eignamat vegna Icesave*	507 000	34%
<b>Skuld vegna Icesave</b>	<b>-258 000</b>	<b>-18%</b>
*sjá umfjöllun í texta		
Annað	Í m. kr.	% VLF
Önnur erlend lán	-89 200	-6%
Erlendar skuldir í innlendri mynt*	-240 000	-16%
Erlendar kröfur	1 800	0%
<b>Aðrar erlendar skuldir</b>	<b>-327 400</b>	<b>-22%</b>
<b>Nettó erlendar skuldir</b>	<b>892 800</b>	<b>61%</b>

1. Hreinar skuldir vegna gjaldeyrisforða er stærstur hluti erlendra skulda ríkisins. Skuldir vegna gjaldeyrisforða eiga eftir að vaxa. Bæði á eftir að afhenda hluta af lánnum vegna gjaldeyrisforða, auk þess sem vaxtakostnaður á eftir að aukast vegna lántöku. Á móti erlendri skuld vegna gjaldeyrisforða á þó ríkið kröfu á Seðlabankann. Sú krafa telst þó til innlendra eigna þar sem Seðlabankinn er innlend ríkisstofnun.
2. Icesave-skuldbinding: Við metum að heildar núvirtur kostnaður vegna Icesave nemi 258 milljarða kr. Við gerum ráð fyrir bjartsýnum forsendum eða að endurheimtur verði 90% og gengi haldist óbreytt. Sjá má frekari umfjöllun um Icesave-samninginn í „700 milljarða spákaupmennska“ sem kom út þann 20. nóvember. Icesave-skuld stendur nú í 765 milljörðum. Í stað þess að framreikna skuldina, kjósum við frekar að núvirða eignir og bókuð við því eignina á 507 milljarða kr. Hvor aðferð sem farin er gefur sömu hreina skuldastöðu.
3. Aðrar erlendar skuldir ríkissjóðs eru aðallega skuldir vegna eigna erlendra aðila í innlendum ríkisbréfum og víxlum.



Hreinar erlendar skuldir ríkissjóðs eru 892 milljarðar kr. eða 61% af VLF.

## Vegar innlendar skuldir ríkissjóðs

### Innlendar skuldir ríkissjóðs falla að mestu undir eftirfarandi flokka

Innlendar skuldir ríkissjóðs árslok 2009		
	kr.	VLF
Vegna ríkisbréfaútgáfu	-436 200	-30%
- eign erlendra aðila	240 000	16%
Tap vegna bankahruns	-160 000	-11%
Tap vegna veðlána	-292 400	-20%
Aðrir innlendir aðilar	-35 300	-2%
<b>Samtals innlendar skuldir</b>	<b>-683 900</b>	<b>-47%</b>

- Skuldir vegna ríkisbréfaútgáfu:** Að stórum hluta er núverandi skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs notuð til að fjármagna halla ríkissjóðs. Að mati Fjármálaráðuneytisins mun heildarskuld ríkissjóðs vegna skuldabréfaútgáfu nema 435 milljörðum kr. í lok árs. Erlendir aðilar eiga um 240 milljarða kr. í ríkisbréfum og víxlum og dregst fjárhæðin frá innlendum skuldum ríkissjóðs.
- Tap vegna bankahruns:** Upphaflega var kostnaður vegna bankahruns metinn á bilinu 270 til 300 milljarða kr. Hins vegar hafa kröfuhafar bæði í Glitni og Kaupþingi kosið að eignast hlutafé í nýju bönkunum. Það þýðir að kostnaður ríkisins vegna gjaldþrots gömlu bankanna þriggja verður mun lægri en í fyrstu var áætlað. Hins vegar telst hlutafé kröfuhafanna til erlendra skulda þjóðarbúsins þar sem erlendir aðilar munu eiga kröfu á innlenda aðila.
- Tap vegna veðlána S.Í.:** Tap vegna veðlána S.Í. eru metin 292 milljarðar kr.

Innlendar skuldir ríkisins eru 684 milljarðar kr. eða 47% af VLF, heildarskuldir ríkissjóðs ættu því að standa í 2.086 milljörðum kr. eða 142% af VLF í lok árs 2009.

## Hreinar innlendar skuldir ríkissjóðs

<b>Hreinar innlendar skuldir ríkissjóðs árslok 2009</b>		
<b>Vegna bankahruns</b>	<b>í m. kr.</b>	<b>% VLF</b>
Tap vegna bankahruns	-160 000	-11%
Tap vegna veðlána	-292 400	-20%
Yfirtekin tryggingarbréf	110 700	8%
<b>Kostnaður vegna hruns</b>	<b>-341 700</b>	<b>-23%</b>

<b>Vegna Reksturs</b>	<b>í m. kr.</b>	<b>% VLF</b>
Skuld aðrir innlendir aðilar	-35 300	-2%
Vegna ríkisbréfaútgáfu	-436 200	-30%
- eign erlendra aðila	240 000	16%
- Krafa Fjármálaráðuneytis á S.Í.	297 000	20%
Viðskiptareikningar, nettó	71 600	5%
Handbært fé, nettó	187 000	13%
Veitt lán tengd innlendu verðlagi	78 100	5%
<b>Kostnaður vegna hallarekstur</b>	<b>402 200</b>	<b>27%</b>

<b>Nettó innlendar skuldir</b>	<b>60 500</b>	<b>4%</b>
--------------------------------	---------------	-----------

1. Tap vegna bankahruns er um 340 milljarðar kr. þ.e. vegna taps S.Í. á veðlánnum, svokölluðum ástarbréfum, til gömlu bankanna og svo kostnaður vegna eiginfjárframlags í nýju ríkisbankana.
2. Ríkissjóður stóð vel fyrir hrun og átti mikið handbært fé. Ríkissjóður hefur eignast kröfur á Seðlabanka. Hreinar innlendar eignir ríkisins eru því hærri en hreinar innlendar skuldir

Hreinar innlend staða ríkisins er jákvæð upp á 60,5 milljarðar kr. eða 4% af VLF. Kostnaður vegna hruns er um 340 milljarðar kr. en góð staða ríkissjóðs vegna reksturs fyrri ára og há innlend krafa á Seðlabankann vegna gjaleyrisláns vegur þungt.

### Skuldastaða sveitarfélaga

Þegar rætt er um hið opinbera er oftast átt við ríki og sveitarfélög. Samkvæmt okkar mati munu erlendar skuldir sveitarfélaga standa í um 58 milljörðum kr. í árslok 2009 eða 4% af VLF. Skuldir sveitarfélaganna er mjög lítill hluti heildarskulda hins opinbera. Stærstur hluti erlendra

skulda sveitarfélaga liggur hjá þremur stóru bæjarfélögum á höfuðborgarsvæðinu, Reykjavík, Kópavogi og Hafnarfirði eða um 40 milljarðar kr.

Skuldastaða sveitarfélaga í árslok 2009		
	m. kr.	% VLF
Innlendar skuldir	-79 031	-5%
Erlendar skuldir	-57 665	-4%
<b>Samtals skuldir</b>	<b>-136 696</b>	<b>-9%</b>

Vergar erlendar skuldir hins opinbera, þ.e. sveitarfélaga og ríkis nema því um 1460 milljörðum kr. eða um 99% af VLF. Hrein erlend staða hins opinbera er neikvæð sem nemur 65% af VLF.

### Skuldastaða Seðlabanka

Erlendar skuldir S.Í. í árslok 2009			
	2009	2008	% VLF
Skuld við IMF	-132 253	-152 794	-10%
Stutt bankalán	-38 679	-38 679	-3%
Innstæður erlendra aðila	-31 362	-31 362	-2%
Aðrar erlendar skuldir	-57 925	-57 925	-4%
<b>Erlendar skuldir samtals</b>	<b>-260 219</b>	<b>-280 760</b>	<b>-19%</b>

Erlendar eignir S.Í. í árslok 2009			
	2009	2008	% VLF
Gjaldeyrisforði	450 957	548 373	37%
Aðrar erlendar eignir	54 684	54 684	4%
<b>Erlendar eignir samtals</b>	<b>505 641</b>	<b>603 057</b>	<b>41%</b>
<b>Hrein erlend staða</b>	<b>245 422</b>	<b>322 297</b>	<b>22%</b>

Erlendar skuldir Seðlabanka þann 30. september voru 260 milljarðar kr. og voru að stærstum hluta skuld við AGS vegna gjaldeyrisforða og vegna útgáfu innstæðubréfa í eigu erlendra aðila. Erlendar eignir Seðlabankans námu 505 milljarðar kr. samkvæmt mati bankans og eru þær að stærstum hluta gjaldeyrisforði bankans. Samkvæmt Seðlabankanum var erlend staða bankans því jákvæð um 245 milljarða kr. þann 30. september.

Út frá væntingum um afhendingu gjaldeyrislána frá Norðurlöndunum og AGS höfum við framreiknað stöðu Seðlabankans til loka árs 2009. Samtals mun gjaldeyrisforðinn styrkjast um 98 milljarða kr. sem bókast til eignar. Á móti kemur þó að aukinn gjaldeyrisforði er fjármagnaður með lántöku af hálfu ríkissjóðs. Erlendar skuldir Seðlabanka eru um 19% af VLF en hrein erlend staða bankans er jákvæð um sem nemur 22% VLF.

Samtals nema því vergar erlendar skuldir hins opinbera og Seðlabanka 118% af VLF. Hrein erlend skuldastaða ríkisins, Seðlabanka og sveitarfélaga er neikvæð upp á 43% af VLF.

## Skuldir fyrirtækja og annarra

Samkvæmt skilgreiningu eru þau erlendu lán sem tekin eru á íslenska kennitölu skuldir íslenska þjóðarbúsins. Sama á við um erlendar eignir. Þannig eru skuldir erlendra dótturfélaga fyrirtækja með starfsemi á Íslandi ekki íslenskar skuldir heldur erlendar. Ef eignir eru líka skráðar erlendis kemur starfsemi fyrirtækisins ekkert íslenskum efnahag við að öðru leyti en að móðurfélagið var skráð á Íslandi. Framangreint fyrirkomulag var og er æði algengt, sérstaklega á meðal hinna svokölluðu útrásarfyrirtækja.

Í lok þriðja ársfjórðungs þessa árs voru erlendar skuldir fyrirtækja og annarra um 2.303 milljarðar kr. samkvæmt samantekt Seðlabanka Íslands. Við þetta bætist svo að Nýi Landsbankinn hefur gefið út skuldabréf í erlendri mynt að verðmæti 260 milljarða kr. sem Gamli Landsbankinn fær afhent. Samkvæmt upplýsingum af heimasíðu Gamla Landsbankans eru um 49% af forgangskröfum í bú bankans kröfur erlendra aðila þ.e. Breta og Hollendinga. Það má því færa rök fyrir því að lánið sé um 49% erlend skuld þar sem erlendir forgangskröfuhafar fá 49% af vöxtum og höfuðstól lánsins.

Kröfuhafar bæði í Glitni og Kaupþingi hafa kosið að gerast hluthafar í hinum nýju bönkum og hafa fengið hlutafé að verðmæti 103 milljarða kr. Hlutafé í eigu erlendra aðila telst til erlendra skulda. Samkvæmt okkar mati byggt á opinberum upplýsingum frá skilaneftum bankanna nemur hlutur erlendra kröfuhafa í innlendum eignum þrotabúa gömlu bankanna 310 milljörðum kr.

Erlendar skuldir fyrirtækja og annarra mun því vera um 2.593 milljarða kr. í lok ársins eða um 176% af VLF. Samkvæmt okkar mati sem byggir á upplýsingum frá Seðlabanka nema erlendar eignir fyrirtækja og lífeyrissjóða um 2.105 milljörðum kr. eða 143% af VLF. Nettó erlend staða fyrirtækja, lífeyrissjóða og annarra er neikvæð sem nemur 33% af VLF.

## Helstu skuldir fyrirtækja og annarra aðila

Erlendar skuldir fyrirtækja og annarra 2009		
	ln, kr.	% VLF
Erlendar skuldir fyrirtækja og annarra	-2.593.334	-176%
Ótilgreint eignarhaldsfélag	-750.000	-51%
Landsvirkjun	-320.000	-22%
Innlendar eignir erlendra kröfuhafa	-310.000	-21%
Aðrar Innlánsstofnanir en gömlu bankarnir*	-272.093	-19%
Orkuveita Reykjavíkur	-205.000	-14%
Verðtryggð bréf í eigu erlendra aðila	-180.000	-12%
Nýi Landsbankinn	-127.041	-9%
Verðbréfafyrirtæki og tryggingarfélag	-111.000	-8%
Hlutabréfaeign kröfuhafa í Arion	-66.000	-4%
Hlutabréfaeign kröfuhafa í Íslandsbanka	-37.000	-3%
HS Orka	-20.000	-1%
Annað	-195.200	-13%

\*Erlendir aðilar eiga um 237 milljarða á innstæðureikningum Innlendra Innlánsstofnana

### Skuldir einstakra fyrirtækja

Stærsta einstaka skuld íslensks fyrirtækis erlendis er lán skráð á innlent eignarhaldsfélag samkvæmt okkar heimildum. Félagið á hins vegar einnig verulegar erlendar eignir sem taldar eru með erlendum eignum þjóðarbúsins. Aðrar erlendar skuldir, þ.e.a.s. skuldir við erlendar lánastofnanir eru fyrst og fremst vegna opinbera fyrirtækja. Við getum ekki útilokað vanmat á þessari tölu.

Erlendir aðilar eiga um 270 milljarða kr. í innlánnum og 180 milljarða kr. í verðtryggðum skuldabéfum, öðrum en ríkisbréfum og ríkisvixlum. Önnur verðbréfafyrirtæki en gömlu bankarnir skulda um 111 milljarða kr. erlendis. Álfyrirtækin fyrir utan álverið í Straumsvík skulda erlendis en þar sem félögin gefa ekki upp ársreikninga er ekki gefin upp erlend skuldastaða. Líklegt er að skuldir þeirra útskýri um stóran hluta af þeim 195 milljörðum kr. er eftir standa.



Greining

## 700 milljarða spákaupmennska -Áhætta vegna Icesave eykst-

### Nýjar upplýsingar um Icesave-samning

Á síðustu dögum hafa komið fram nýjar upplýsingar er varða Icesave-samninginn. Kröfur innlánstryggingarsjóðs voru settar fram í íslenskum krónum miðað við gengi krónunnar þann 22. apríl. Það sem í þessu felst er að hámarki fær innlánstryggingarsjóður 674 milljarða króna óháð gengisþróun íslensku krónunnar. Skuldir vegna Icesave-samningsins eru hins vegar í pundum og evrum. Gjalddeyrisáhætta Íslenska ríkisins hefur því verið aukin með því að festa hámarks endurheimtur úr þrotabúi Landsbanks í íslenskum krónum. Þetta þýðir að mat á bæði skuldastöðu og áhættu hefur gjörbreyst.

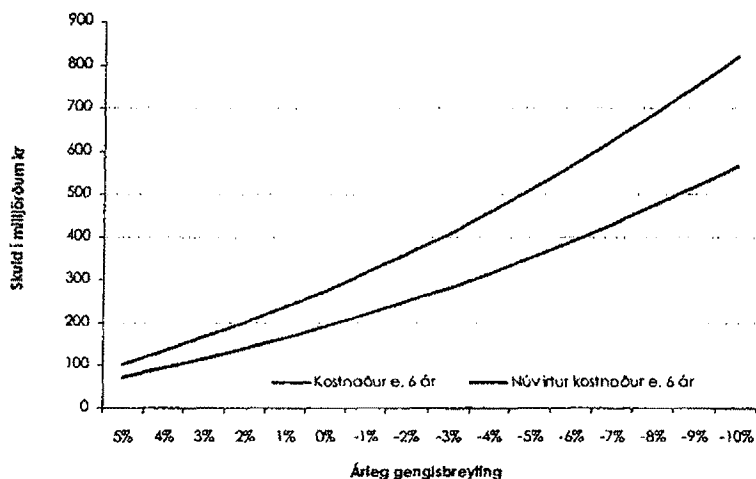
### Miklar hækkunar á Icesave láni nú þegar

Frá 22. apríl hefur gengi krónunnar veikt og lán vegna Icesave hækkað um 56 milljarða kr. einungis vegna gengislækkunar. Til samanburðar eiga fyrirhugaðar skattahækkunar að skila ríkinu 50 milljörðum og afgangur af vöruskiptum hefur verið 43,7 milljarðar kr. á fyrstu níu mánuðum ársins. Á næstu árum er þörf á afgangi af vöruskiptum til að geta staðið undir greiðslum vegna erlendra skulda þjóðarbúsins. Icesaveskuldin er aðeins hluti af heildar erlendum skuldum þjóðarbúsins og veur því gjalddeyrisáhætta vegna Icesave-samnings ugg. Í dag stendur lán vegna Icesave-samningsins í 765 milljörðum sem er meira en hálf landsframleiðsla. Á síðustu árum hafa margir Íslendingar brennt sig illa á gjalddeyrisviðskiptum og óútskýrt af hverju ríkið taki framangreinda áhættu.

### Mikil gengisáhætta

Á mynd 1 má sjá skuld vegna Icesave eftir 6 ár miðað við mismunandi þróun íslensku krónunnar og fullar endurheimtur. Sjá má að ef nafngengi krónunnar veiktist að meðaltali um 6% á ári eða 31% yfir 6 ára tímabil mun skuld vegna Icesave standa í 570 milljörðum í lok tímabilsins.

Mynd 1: Skuld vegna Icesave miðað mismunandi þróun gengis



#### Höfundur

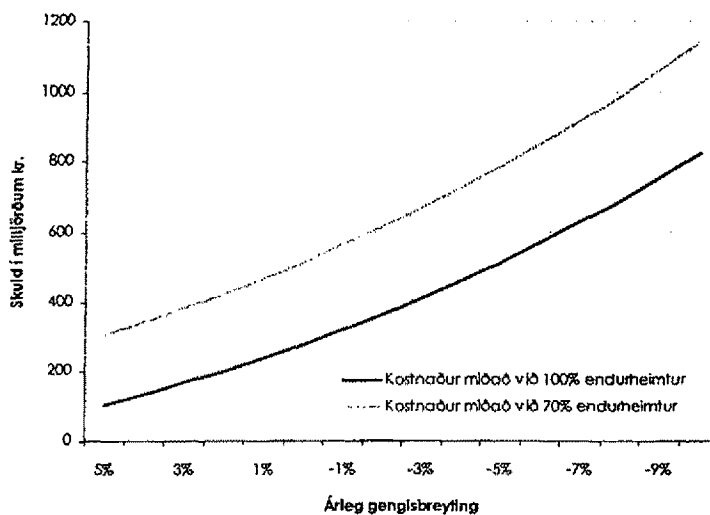
Snorri Jakobsson  
snorri@ifs.is  
Sími: 533-4607

Oddgeir Ottesen  
oddgeir@ifs.is  
Sími: 533-4607

### Lélegar heimtur og mikil gengisveiking ólíkleg

Á mynd 1 er sýnd skuld Icesave miðað við fullar heimtur. Á mynd 2 má sjá áhrif mismunandi endurheimta á skuldastöðu eftir 6 ár. Benda má á að bæði líflar endurheimtur og mikil veiking gengis er ólíkleg. Ef krónan veikist, verða eignir Gamla Landsbankans verðmætari í krónum talið. Að sama skapi er mikil gengisstyrking og fullar endurheimtur ólíklegar. Miðað við núverandi aðstæður, þ.a.m. háa erlenda skuldastöðu, er veiking krónunnar ekki ólíkleg. Ef krónan styrkist gætu endurheimtur orðið minni. Ef gengið styrkist um 5% á ári eða 34% yfir 6 ára tímabil og heimtur verða 70% mun skuldin standa í 306 milljörðum kr.

Mynd 2: Skuld vegna Icesave miðað mismunandi endurheimtur og gengisbreytingar



### Mikil óvissa um skuldastöðu

Til að meta hver jafngild skuld væri í dag þurfum við að núvirða skuldastöðu eftir 6 ár. Núvirðing getur gefið okkur hlutfall skulda af landsframleiðslu. Miðað við að árleg veiking krónunnar verði frá 0 til 10% og það verði fullar endurheimtur verður Icesave skuldin frá 13% til 39% af vergri landsframleiðslu (VLF). Við núvirtum með 5,5%. Engin ástæða er þó til að nota samningsvexti lánsins til að núvirða upphæðina (samningsvextirnir hefðu getað verið 0%). Í þessu tilfalli eru samningsvextir svipaðir og nafnvöxtur landsframleiðslu gæti verið.

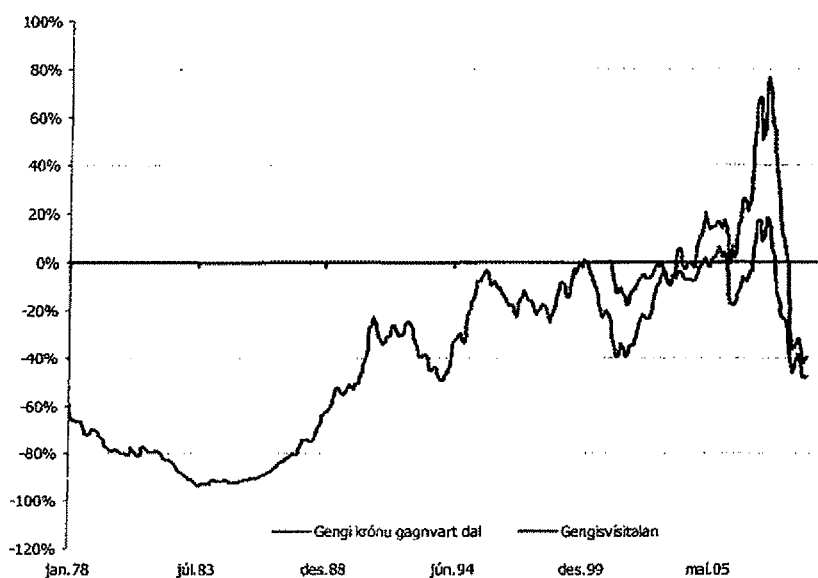
### Krónan sjaldan styrkst yfir 6 ára tímabil

Við erum ekki að spá árlegri gengisveikingu upp á 6% eða jafnvel meiri en bendum á að slík veiking hefur oft átt sér á Íslandi og mörgum öðrum löndum. Á mynd 3 má sjá gengisbreytingar á 6 ára tímabili krónu gagnvart dal frá 1971 og gagnvart gengisvísitölunni síðan 1995. Í sögu íslenska lýðveldisins virðist það einungis hafa gerst örfáum sinnum að krónan hafi styrkst gagnvart evru og dollar yfir 6 ára tímabil. Nú þurfa Íslendingar að treysta á styrkingu nafngengis íslensku krónunnar.

### Gjaldeyrishöft til að hindra veikingu

Í dag erum við með gjaldeyrishöft til að hindra veikingu krónunnar. Erlendir fjárfestar eiga 600 milljarða króna í vaxtaberandi íslenskum eignum. Það verður veruleg áskorun fyrir Seðlabankann að aflétta gjaldeyrishöftum án þess að krónan veikist. Icesave-samningurinn gerir það enn mikilvægara að halda gengi krónunnar sterku. Í ljósi nýrra upplýsinga um Icesave þarf að meta skuldastöðu þjóðarinnar m.t.t. sjálfbærni skulda.

Mynd 3: Gengisbreytingar krónu yfir 6 ára tímabil







#### Fyrirvarar útgáfu

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem IFS ráðgjöf hefur undir höndum þegar skýrslan er rituð. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingamar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur IFS ráðgjöf, eða starfsmenn IFS ráðgjafar ekki tekið ábyrgð á villum. IFS ráðgjöf og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

IFS ráðgjöf, starfsmenn IFS ráðgjafar, stjórnarmenn eða aðilar tengdir IFS ráðgjöf kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatskýrslur og annað útgáfuefni IFS ráðgjafar lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, eða hagsmunir sem lúta að annari veittri þjónustu.

© Copyright 2009 by IFS.  
All rights reserved.

IFS Ráðgjöf á höfundarétt að öllum þeim upplýsingum sem fram koma í þessari skýrslu, nema annað sé sérstaklega tekið fram. Það er með öllu óheimilt að birta upplýsingar sem fram koma í þessari skýrslu, dreifa þeim, afrita þær eða nota þær með öðrum hætti án skriflegs samþykkis IFS Ráðgjafar.

## Minnisblað

Viðtakandi: Efnahags- og skattanefnd

Umsagnaraðilar:

Oddgeir Ágúst Ottesen, Phd

Snorri Jakobsson

Fyrirspurn:

1. Lagt verði mat á efnahagslegri áhættu af því að hafa skilyrðislausa greiðsluskyldu á vöxtum Icesave-lánsins.
2. Lagt verður mat á þær breytingar sem gerðar hafa verið á efnahagslegu fyrirvörum frá því í sumar.

## Umsögn:

### Icesave

- Vegna mikillar erlendrar skuldabyrði þjóðarinnar mun gengi krónunnar óhjákvæmilega veikjast nema ytri aðstæður batni (t.d. hækkun verðs sjávarafurða, hækkun álverðs, aukinn fiskveiðikvóti). Til að gjaldeyrisinnflæði sé mikið í samanburði við útfæði af gjaldeyri þurfa innflutningsvörur að vera hlutfallslega dýrar miðað við innlenda framleiðslu m.ö.o má raungengi krónunnar ekki styrkjast til að afgangur af vöru- og þjónustuskiptum dragist ekki saman.
- Í skriflegri umsögn Seðlabankans um Icesave-samningana frá 15. júlí er ekki tekið tillit til þess að allar kröfur í þrotabú Landsbankans eru umreiknaðar yfir í Íslenskar krónur miðað við gengi gjaldmiðla 22. apríl. Þessi umreikningur skapar umtalsverða gengisáhættu. Væntur kostnaður vegna Icesave hefur nú þegar aukist verulega vegna þessa. Nánar var fjallað um þetta atriðið í útgefnu efni IFS greiningar frá 20. nóvember 2009. Vegna opinberra og óvæntra viðbragða frá Efnahags- og viðskiptaráðuneytinu við greining IFS á gengisáhættu, var niðurstaðan ítrekuð í efni sem sent var út 24. Nóvember.

### Skuldabyrði erlendra lána:

- Seðlabankinn gerði ráð fyrir því í umsögn um greiðslubyrði af erlendum lánum frá því 15. júlí 2009 að gengi íslensku krónunnar styrktist verulega án þess að afgangur af vöruskiptum drægist saman. Eina leiðin til að þetta geti gerst er að Íslendingar verði heppnir og ytri

aðstæður batni verulegu. Að öðru óbreyttu mun styrking krónunnar fela í sér að vöruskiptajöfnuður mun dragast saman. Nýlegar yfirlýsingar aðalhogfræðings Seðlabankans og Seðlabankastjóra sýna að starfsmenn Seðlabankans hafa áttað sig á að ekki er raunhæft að gera ráð fyrir gengisstyrkingu krónunnar vegna hárra erlendra skulda þjóðarbúsins. Þeir hafa þá væntanlega einnig gert sér grein fyrir því að áðurnefnd umsögn Seðlabankans vanmetur erlendra skuldastöðu.

- Lítið er framhjá skuldum og eignum gömlu bankanna í umsögn Seðlabankans um erlendar skuldir þjóðarbúsins. Eign útlendinga á íslenskum verðbréfum eru hluti af erlendum skuldum þjóðarbúsins. Því er ekki hægt að líta framhjá eignum gömlu bankanna. Erlendar skuldir þjóðarinnar hafa aukist frá umsögn Seðlabankans.
- Skuldabyrði þjóðarinnar er verulega þung og tilraun til að standa skil á öllum lánum mun leiða lækkunar raungengis, raunlauna og minni lífgæða. Afleiðingarnar af lækkun raunlauna mun leiða til þess að fjöldi fólks mun flytja úr landi með ótilgreindum afleiðingum. Nánar er fjallað um skuldastöðu þjóðarinnar í greiningu IFS sem gefin var út 11. desember og fylgir þessum minnispunktum. Við teljum að heildarskuldir þjóðarbúsins nemi 295% og brúttó skuldir nemi 80%.

### **Efnahagslegir fyrirvarar Icesave samningsins:**

- Notkun hagfræðihugtaka í efnahaglegum fyrirvörum er óhefðbundin. Hagvöxtur er iðulega skilgreindur sem vöxtur landsframleiðslu á föstu verðlagi. Hagvöxtur er því raunstærð.
- Í efnahagslegum fyrirvörum var miðað við vöxt vergrar landsframleiðslu mældri í evrum og pundum. Vöxturinn er ekki raunstærð og hefur verðbólgan áhrif á hann.

Vegna lítils fyrirvara höfum við ekki haft nægan tíma til að gera ítarlega greinargerð fyrir áhrifum breyttra fyrirvara. Ljóst er þó að staða þjóðarbúsins er mjög erfið og veiking á öllum fyrirvörum til hins verra.

## **Minnisblað**

**Dags.: 12.12.2009; yfirfarið 21.12.2009**

**Viðtakandi: Efnahags- og skattanefnd**

**Sendandi: Friðrik Már Baldursson**

**Efni: Nokkur atriði er varða Icesave málið**

Efnahags- og skattanefnd hefur óskað eftir áliti mínu á eftirtöldum atriðum varðandi Icesave málið:

1. Lagt verði mat á efnahagslega áhættu af því að hafa skilyrðislausu greiðsluskyldu á vöxtum á Icesave-lánunum.
2. Lagt verði mat á þær breytingar sem gerðar hafa verið á efnahagslegu fyrirvörunum frá því í sumar.

Rétt er að setja þann fyrirvara við það sem hér fer á eftir að fresturinn sem mér var gefinn til þessarar athugunar var rétt rúmur sólarhringur. Óþarft er að fjölyrða um að ekki gefst tími til ítarlegrar skoðunar á þessu mikla og flókna máli á þeim tíma. Einnig er rétt að taka það fram að ég tek enga afstöðu til lagalegra eða pólitískra álitaefna er varða Icesave.

Varðandi mat á greiðslubyrði vegna Icesave vísast fyrst til minnisblaðs Seðlabankans dags. 9. nóv. 2009. Þar eru sýndar greiðslur vegna Icesave skuldbindinganna, bæði eins og þær yrðu með og án greiðsluhámarks. Greiðsluhámark – sem helst frá fyrri lögum skv. fyrirbyggjandi frumvarpi – hefst skv. útreikningum Seðlabankans í um 0,6% af landsframleiðslu árið 2016, hækkar síðan í 1,5% af landsframleiðslu, fer stighækkandi og endar í um 4% af landsframleiðslu árið 2030. Þetta hámark byggir á tilteknum forsendum um hagvöxt, verðlagsþróun og gengi. Ég hef farið yfir þessar efnahagslegu forsendur og tel þær raunsæjar en í íhaldssamara lagi þó. Til að mynda er reiknað með minni hagvexti en verið hefur á Íslandi á undanförunum áratugum og að raungengi krónunnar verði verulega undir meðaltali undanfarinna ára.

Greiðsluferlar fara síðan eftir samningum um greiðslur, þ.e. greiðsluhámarki, að teknu tilliti til vaxta, ásamt forsendu um endurheimtur úr eignasafni Landsbankans. Ég hef engin tók á að leggja sjálfstætt mat á fyrirbyggjandi spár um endurheimtur, en skv. fréttum þar um virðist sem þær verði betri en áður var talið, jafnvel hátt í 100%.

Það ríkir óvissa um þær efnahagslegu forsendur sem reikningar Seðlabankans byggir á; þetta gildir um alla slíka útreikninga. Greiðsluhámarkið gerir það hins vegar að verkum að frávik í forsendum til hins verra – t.d. veikara gengi krónunnar, lakari hagvöxtur og minni endurheimtur - leiða til lægri hámarksgreiðslu mælt í hlutfalli af vergri landsframleiðslu. Greiðslubyrðin tekur því mið af þróun lífskjara í landinu. Fjármögnun á því sem út af stendur virðist tryggð með samkomulaginu. Áhættan kemur því fyrst og fremst fram í óvissu um hve lengi þarf að greiða af viðkomandi skuldbindingum.

Setja ber þann fyrirvara við þessar niðurstöður að vextir skulu ávallt greiðast að fullu. Þetta skapar ákveðna áhættu. Nauðsynlegt er að framkvæma vandaða áhættugreiningu til að leggja

mat á þessa áhættu. Slík áhættugreining felur í sér að reiknaðar eru út sviðsmyndir sem byggja á mismunandi forsendum. Þetta má gera á forni frávikagreiningar og slembihermunar á efnahagsforsendum.

Mér er ekki kunnugt um að áhættugreining af þessu tagi hafi farið fram. Því hef ég sett upp lítið reiknilíkan til að gera a.m.k. einföldustu útgáfu slíkrar greiningar, þ.e. frávikagreiningu þar sem kannað er hvernig niðurstöður breytast með breytingu á þremur mikilvægum forsendum, þ.e. endurheimtum, hagvexti og raungengi. Niðurstöður úr reikningum með þessu líkani eru sýndar í eftirfarandi töflu. Í reikningunum er gert ráð fyrir að greiðslur úr þrotabúi Landsbankans berist jafnt og þétt á árunum 2010-2015. Greiðsluhámark er reiknað út samkvæmt reglum þar um, en þó þannig að vextir eru ávallt greiddir að fullu. Þann fyrirvara verður að setja við þessa reikninga að þeir eru gerðir á skömmum tíma og hafa ekki fengið tilhlýðilega yfirferð og rýni; því geta leynst villur í útreikningunum sem gætu haft áhrif á niðurstöður.

	Endurheimtur			Hagvöxtur		Raungengi		Alt þrennt	
Endurheimtur (+/- 20%)	75,0%	95,0%	55,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	95,0%	55,0%
Hagvöxtur 2010-2025 (+/- 1%)	2,6%	2,6%	2,6%	3,6%	1,6%	2,6%	2,6%	3,6%	1,6%
Raungengi 2010-2025 (+/- 10%)	81,3	81,3	81,3	81,3	81,3	90,1	74,0	90,1	74,0
Jafnaðargreiðsla 2016-2025, % af VLF	2,0%	1,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,6%	2,0%	0,7%	1,9%
Hámarksgræiðsla 2016-2025, % af VLF	2,7%	1,6%	3,3%	2,7%	2,8%	2,0%	2,9%	1,0%	2,6%
Eftirstöðvar í lok árs 2025, % af VLF	2,6%	1,0%	10,5%	1,7%	7,2%	1,9%	6,4%	0,5%	26,9%

Samkvæmt niðurstöðum í grunndæminu – með öllum fyrirvörum – eru greiðslur á árunum 2016-2025 að jafnaði um 2% af landsframleiðslu; hæstar verða þær 2,7% af landsframleiðslu og eftirstöðvar í árslok 2025 eru 2,6% af landsframleiðslu. Þegar frávikagreiningin er skoðuð sést að greiðslubyrði er mismunandi eftir forsendum um endurheimtur og efnahagsþróun. Þannig liggur jafnaðargreiðsla á ári vegna Icesave á bilinu 0,7-2,3% af landsframleiðslu á ári; hæsta greiðsla á árabílinu 2016-2025 liggur á bilinu 1%-3,3%. Eftirstöðvar skuldar í lok árs 2025 verða lægst 0,5% af landsframleiðslu – það gerist þegar forsendurnar þrjár eru allar hagstæðari en í grunndæmi. Hæstar verða eftirstöðvar 26,9%; það gerist í því dæmi þar sem allar forsendur eru óhagstæðari en í grunndæmi. Eins og áður sagði felst því áhætta vegna greiðsluákvæða í fyrirbyggjandi frumvarpi því fyrst og fremst í óvissu um hve lengi þarf að greiða af Icesave skuldunum.

Taka verður fram að forsendur í grunndæmi verða að teljast fremur íhaldssamar. Forsendur í því dæmi þar sem allt gengur Íslandi í hag (2. dálkur frá hægri) eru e.t.v. í bjartsýnni kantinum, en þó alls ekki útilokaðar: Endurheimtur eru í takt við það sem fréttir herma að búast megi við, hagvöxtur er hóflegur – bæði miðað við sögulegan hagvöxt á Íslandi og reynslu landa sem lent hafa í efnahagskreppum – og raungengi er 10% lægra en sögulegt langtímaeðaltal. Dæmið þar sem allt fer á versta veg (dálkurinn lengst til hægri) verður að teljast afskaplega ólíklegt (líklega myndu aðrir atburðir koma til áður en þessi sviðsmynd gengi eftir).

Til að fá skýrari mynd af þeirri áhættu sem felst í greiðsluákvæðum fyrirbyggjandi frumvarps/samnings er nauðsynlegt að gera fullkomna áhættugreiningu. Sér í lagi verður að beita slembihermun til að leggja líkindamat á mismunandi útkomur verður að beita slembihermun.

Ég hef ekki haft tæk á því að gera samsvarandi útreikninga byggt á þeim skilmálum sem fyrirbyggjandi lög um Icesave (þ.e. með fyrirvörum Alþingis frá því sumarið 2009) fela í sér. Breyting frá þeim lögum felst aðallega í tveimur atriðum: 1) Vextir skulu nú ávallt greiðast að fullu óháð reiknuðu greiðsluhámarki, og 2) takmörkun á greiðslutíma er aflétt, þ.e. í stað þess að greiðslur hætti eftir 8 ár geta þær haldið áfram ótímabundið. Áhrif síðari breytingarinnar koma að nokkru fram í töflunni að ofan þar sem eftirstöðvar skuldar í árslok eru sýndar. Ef tekið væri tillit til áhrifa af breytingunni hvað vexti áhrærir þá myndi það væntanlega koma fram í eitthvað léttari greiðslum í þeim dæmum þar sem þróun verður óhagstæðari en reiknað er með í grunndæmi, en að sama skapi yrðu eftirstöðvar í lok árs 2025 hærri því það sem út af stendur (vextir umfram greiðsluhámark) bætist við höfuðstól lánsins.

Reynslan sýnir að það tekur lönd 2-3 ár að ná sér á strik eftir efnahagskreppur. Ekkert bendir til annars en að þróunin verði svipuð hér takist að skapa réttar forsendur. Fyrirbyggjandi spár um hagvöxt næstu ára byggja á þeirri forsendu að hægt verði að fjármagna fjárfestingar – beint eða óbeint – með erlendu fé. Ef frestun Icesave málsins veldur því að slík fjármögnun fái ekki meðan málið er enn í vinnslu þýðir það samsvarandi frestun á áformum um fjárfestingar. Þetta ber að hafa í huga þegar sviðsmyndir um þróun efnahagsmála eru skoðaðar.

Áhættu af því að ganga nú að greiðsluákvæðum Icesave verður að veita á móti áhættunni sem felst í að fresta málinu enn frekar. Mjög erfitt er að meta þessa áhættu, en líkt og gildir um fjárfestingaráform virðist hún felast að miklu leyti í því hvaða áhrif frestun hefði á erlenda fjármögnun. Framundan eru miklar greiðslur ríkissjóðs og aðila með ríkisábyrgð, sérstaklega árin 2011 og 2012. Núverandi gjaldeyrisforði kann að duga til að standa skil á þessum greiðslum en það virðist þó háð verulegri óvissu. Komi ekki til annarrar fjármögnunar virðast því líkur á greiðslufalli ríkis, fyrirtækja með ríkisábyrgð eða sveitarfélaga eftir 2-3 ár og er þá ekki reiknað með greiðsluþörf vegna nýrra fjárfestinga. Í þessari stöðu felst mikil áhætta sem brýnt er að leysa úr með því að tryggja fjármögnun greiðslna þessara opinberu aðila með góðum fyrirvara.