



14. nóvember 2009

## Minnisblað

*Viðtakandi:* Fjárlaganefnd og Efnahags- og skattanefnd Alþingis

*Sendandi:* Hagfræðisvið og Alþjóða- og markaðssvið Seðlabanka Íslands

*Efni:* Icesave skuldbindingar og erlend skuldastaða

Í þessu minnisblaði er brugðist við beiðni frá fjárlaganefnd Alþingis sem barst 30 október. Í því er leitast við að svara nokkrum þeirra. Fyrst er fjallað um greiðsluferla vegna Icesave-lána m.v. þau ákvæði sem eru í fyrirbyggjandi samningi. Einnig er fjallað um skuldir og rekstur hins opinbera, eignir og skuldir aðila sem búsettir eru á Íslandi, athuganir hagfræðinga á skuldapóli ríkja, erlend langtímalán ríkisins og Seðlabankans og áætlun um greiðslubyrði erlendra lána og vaxtabyrði innlendra skulda ríkissjóðs. Að lokum er vikið að lagalegum hliðum málsins.

### Áhrif á greiðsluferla Icesave-lána

Í þeim samningi um Icesave - skuldbindingar sem nú liggur fyrir eru ákvæði um greiðsluhámark einsog þau sem Alþingi samþykkti í ágúst sl. Í tveim atriðum vikur samningurinn frá samþykktinni. Í fyrsta lagi er kveðið á um að alltaf skuli greiða áfallna vexti. Í öðru lagi er gert ráð fyrir að haldið verði áfram að greiða af lánunum miðað við regluna um greiðsluhámark þangað til lánin eru að fullu greidd.

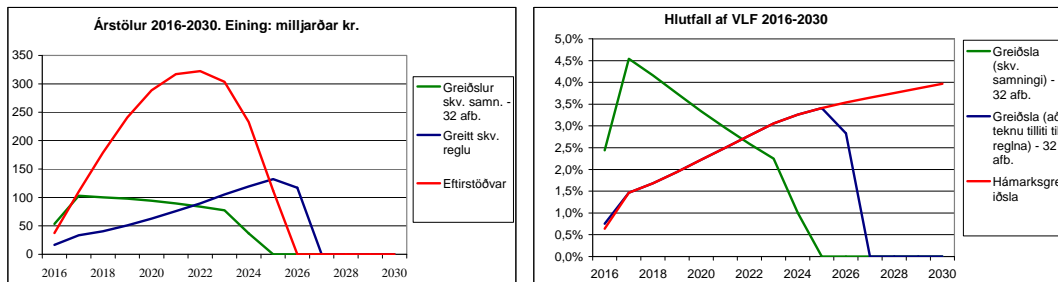
Í beiðni fjárlaganefndar er beðið um útreikninga miðað við 50%, 75% og 90% endurheimtur úr búi Landsbanka Íslands hf. Hér er gert ráð fyrir að með endurheimtuhlutfalli sé átt við samtölu þeirra fjármuna sem koma í hlut Tryggingarsjóðs innistæðueigenda og fjárfesta vegna sölu eigna gamla Landsbankans sem hlutfall af stöðu skuldbindinga sjóðsins vegna Icesave-reikninga í byrjun árs 2009, hvoru tveggja í erlendri mynt.

Ákvæði laga nr. 44/2009 um að kröfur í erlendum gjaldmiðli skuli umreikna í íslenskar krónur miða við gengi tiltekins dags hefur áhrif á endurheimtuhlutföll í krónum. Ef verðgildi íslensku krónunnar rýrnar þá hækka endurheimtuhlutföll í krónum. Ef verðgildið rýrnar mikið getur svo farið að Tryggingarsjóðurinn fái 100% af forgangskröfum sínum í krónum en endurheimtuhlutfall hans í erlendri mynt verði lágt.

Í útreikningum í þessu minnisblaði er gert ráð fyrir að gengi krónunnar styrkist lítillega á næstu árum frá því sem það er nú sem felur það í sér að endurheimtuhlutföll í krónum verða aðeins lægri en endurheimtuhlutföll í erlendri mynt. Einnig er gert ráð fyrir að verðbólga verði hér svipuð og verðbólga í Bretlandi og ESB. Ef þessar forsendur ganga ekki eftir, ef t.d. verðbólga verður há á næstu árum og gengi krónunnar lækkar til samræmis, getur endurheimtuhlutfall Tryggingarsjóðs, mælt í erlendri mynt, orðið lágt. Það má því segja að verðbólga á Íslandi á næstu árum gæti orðið enn dýrari en ella vegna Icesave-skuldbindinga.

Í útreikningum sem sýndir eru í mynd 1 hér fyrir neðan sést að þegar miðað er við 50% endurheimtur og forsendur í síðustu þjóðhagsspá Seðlabankans hafa viðbótarákvæðin áhrif á greiðsluferilinn. Útreikningarnir sem sýnir eru í mynd 1 sýna að lánin yrðu ekki að fullu greidd á árinu 2024, eins og gert var ráð fyrir í upphaflega samningnum heldur tveim árum síðar, eða 2026. Útreikningarnir sýna einnig að í þessu tilfalli veldur ákvæðið um að alltaf skuli greiða áfallna vexti því að tvö fyrstu árin verða greiðslur af lánunum lítið eitt hærri en hámarksgreiðslan skv. reglunni í samþykkt Alþingis segir fyrir um.

Mynd 1

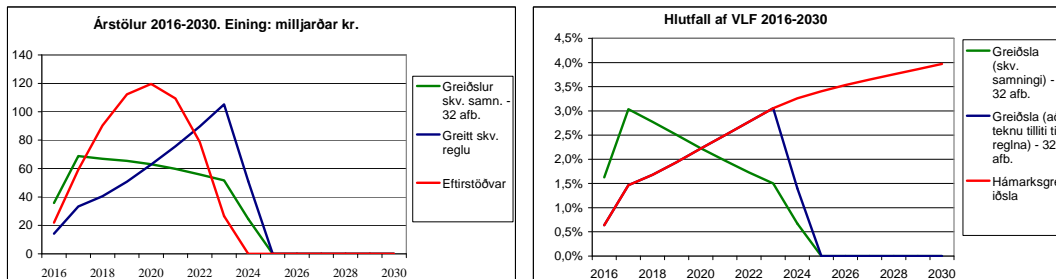


Í útreikningum í þessu minnisblaði er miðað við gengis- og verðlagsforsendur í spá Seðlabankans sem birt var 5. nóvember sl. í Peningamállum 2009/4. Vert er að vekja athygli á því að þar er gert ráð fyrir nokkru lægra gengi en gert var í umsögn Seðlabankans um Icesave-samningana sem birt var 15. júlí sl.. Þá var miðað við þær forsendur um gengi krónunnar sem notaðar voru í spá sem birt var í Peningamállum 2009/2 í maí. Allar krónutölur verða þess vegna nokkru hærri hér en í minnisblaðinu frá 15. júlí. Þetta gildir bæði um fjárhæðir greiðslna og skulda og verðmæti útflutnings og vergrar landsframleiðslu. Þessi breyttu gengis- og verðforsendur eiga því ekki að hafa áhrif á mat á sjálfbærni skuldanna eða hlutfall skulda af landsframleiðslu eða útflutningstekjum.

Samkvæmt þeirri spá sem hér er miðað við verður meðalhagvöxtur á tímabilinu 2008-2024 2,2%, en í máispánni var gert ráð fyrir 2,5% meðalhagvexti á tímabilinu. Gert er ráð fyrir að raungengi verði 2,5% lægra en spáð var í maí og gengi evru 13% herra að meðaltali.

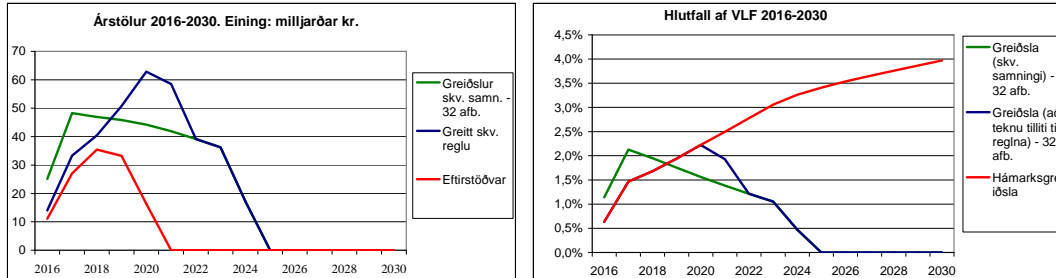
Mynd 2 sýnir greiðsluferla miðað við sömu forsendur og í mynd 1 nema hvað gert er ráð fyrir 75% endurheimtum.

Mynd 2



Og mynd 3 sýnir greiðsluferla miðað við sömu forsendur nema hvað gert er ráð fyrir 90% endurheimtum.

Mynd 3



Í myndum 2 og 3 sést að viðbótarákvæðin hafa engin áhrif í þessum tilfellum. Tafla 1 sýnir áætlað verðmæti Icesave-skuldarinnar miðað við mismunandi forsendur um endurheimtur úr eignum Landsbankans og miðað við forsendur um gengi í spá Seðlabankans frá nóvembermánuði. Tölurnar eru í milljörðum króna.

Á það hefur verið bent að kröfur í erlendum gjaldmiðli skuli umreikna í íslenskar krónur eftir opinberlega skráðu sölugengi hinn 22. apríl 2009, þegar lög nr. 44/2009 tóku gildi. Gildistaka laga 44/2009 markar skurðpunkt um vexti og kostnað. Samkvæmt því munu vextir og kostnaður af kröfum sem til falla eftir 22. apríl 2009 vera eftirstæðar kröfur. Slíkar kröfur greiðast þegar búið er að greiða forgangskröfur og almennar kröfur. Venjulega er þá ekkert eftir í þrotabúinu upp í eftirstæðar kröfur. Af því gæti leitt að lækkun krónu gagnvart bresku pundi leiddi til þess að aukið bil yrði á milli kröfu Tryggingarsjóðsins á eignir Landsbankans og skuldbindingar hans gagnvart ríkissjóðum Hollands og Bretlands. Það ætti þó ekki að valda tjóni nema gengislækkun krónu gagnvart pundi og evru leiði til þess að endurheimtuhlutfallið fari yfir 100%. Lægra gengi krónu leiðir til þess að erlendar eignir gefa fleiri krónur upp í kröfu Tryggingarsjóðs á Landsbankann, þ.e.a.s. endurheimtuhlutfallið miðað við kröfuna í krónum verður hærra. Á móti eykst munur á milli kröfu Tryggingarsjóðs á Landsbankann og skuldbindingar sjóðsins við Bretland. Hækkun á endurheimtuhlutfalli sem verður vegna lækkunar krónu breytir því engu um getu sjóðsins til þess að standa við skuldbindingar sínar við Breta. Fari endurheimtuhlutfallið hins vegar yfir 100% leiðir krónuþak á endurheimtur sjóðsins til þess að bilið á milli þess sem sjóðurinn hefur til umráða til þess að gera upp við Breta og Hollendinga og andvirðis eftirstöðva lánsins sem ríkissjóðir Bretlands og Hollands veita sjóðnum breikkar. Verði krónan sterkari gagnvart viðkomandi gjaldmiðlum en hinn 22. apríl sl. gefur það færri krónur upp í kröfu Tryggingarsjóðsins (endurheimtuhlutfall í krónum lækkar) án þess að það skerði getu sjóðsins til þess að gera upp við Breta og Hollendinga í erlendum gjaldmiðli. Verði endurheimtuhlutfallið hins vegar hærra en 100%, þrátt fyrir sterkara gengi, yrðu kröfur Tryggingarsjóðsins verðmætari í erlendum gjaldmiðli en nemur skuldbindingunni við Breta og Hollendinga. Ekki er tekið tillit til ofangreindrar óvissu í ofangreindum útreikningum.

Tafla 1

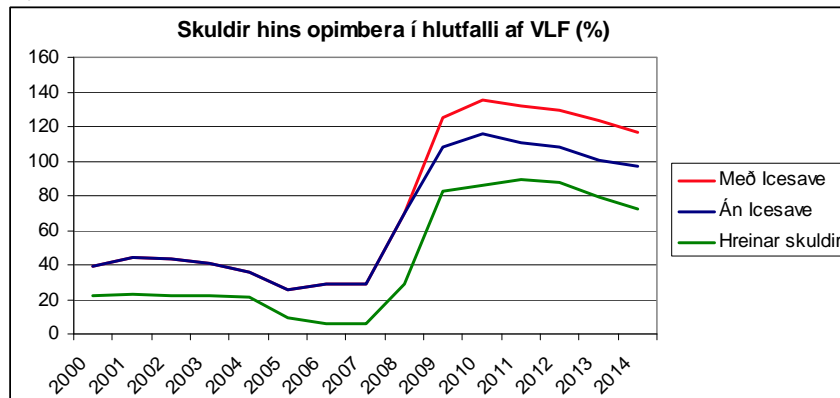
<b>Icesave-skuldin m.v. mismunandi forsendur um endurheimtur, heimtur og gengisforsendur í spá Seðlabankans frá í nóvember</b>			
<b>Endurheimtur:</b>	50%	75%	90%
Virði við lok árs 2015	608	406	285
Virði við lok árs 2009 <sup>1)</sup>	441	295	207
- í hlutfalli af VLF 2009 (%)	29,9	20,0	14,0

<sup>1)</sup> Núvirt verðmæti 2015 m.v. 5,55% vexti.

### Skuldir hins opinbera

Mynd 4 sýnir hlutfall skulda hins opinbera af landsframleiðslu (VLF) 2000-2014.<sup>1</sup> Þar af nema skuldir sveitarfélaga árin 2009 og 2010 tæplega 10% af landsframleiðslu. Í þessum tölum er virði Icesave-skuldbindingarinnar metið út frá væntum útgjöldum vegna ríkisábirgðar að gefnum 75% endurheimtum.

Mynd 4



Mikil skuldabyrði hins opinbera hér á landi á næstu árum er ögrandi viðfangsefni. Það er t.d. langt yfir 60% hlutfallinu sem miðað er við í svonefndum Maastricht skilyrðum. Hins vegar er skuldabyrði nokkurra annarra þróaðra ríkja svipuð eða meiri. Þar á meðal eru nokkur Evrópuríki, einsog sést í töflu 2. Taflan sýnir einnig hvernig AGS spáði fyrir um skuldir hins opinbera í lok árs 2009, fyrir og eftir fjármálakreppuna. Það gefur vísendingu um áhrif kreppunnar á skuldastöðu hins opinbera í þessum ríkjum.

<sup>1</sup> Sams konar mynd er í Peningamálum 2009/4, bls. 37 (Mynd V-7). Tölurnar í myndinni eru í viðauka hér fyrir aftan.

**Tafla 2<sup>2</sup>**

<b>Spár AGS um skuldir hins opinbera í nokkrum ríkjum. Hlutföll af vergri landsframleiðslu (%)</b>			
	<b>Spáð fyrir</b>		
	<b>fjárm.kreppu</b>	<b>Spá nú</b>	<b>Spá nú</b>
	<b>um 2009</b>	<b>um 2009</b>	<b>um 2014</b>
Ástralía	7,8	11,3	16,6
Bandaríkin	63,4	87,0	106,7
Belgía	79,2	98,0	109,8
Bretland	42,9	62,7	87,8
Frakkland	63,0	74,9	89,7
Grikkland	75,0	104,3	109,7
Írland	23,6	63,6	126,0
<b>Ísland</b>	<b>28,8</b>	<b>125,2</b>	<b>114,7</b>
Ítalía	104,1	115,3	129,4
Japan	194,2	217,2	234,2
Kanada	61,0	75,4	66,2
Spánn	32,4	51,8	69,2
Svíþjóð	33,6	39,9	39,3
Þýskaland	61,1	79,4	91,0

Tafla 2 sýnir að skuldir hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu eru helmingi hærrí í Japan en þær eru hér. Sumir hagfræðingar telja að orsakanna fyrir lágum hagvexti í Japan undanfarna tvo áratugi sé að leita, a.m.k. að hluta, í miklum skuldum hins opinbera. Þær skuldir mynduðust í kjölfar eignabólu og fjármálakreppu, eins og á Íslandi. Hins vegar er rétt að hafa í huga að japanska hagkerfið er ekki eins opið og hið íslenska. Hlutföll opinberra skulda hafa jafnan verið hæst við lok styrjalda. Þannig skuldaði hið opinbera í Bretlandi nærri þrefalda landsframleiðslu eftir seinni heimsstyrjöldina og hið opinbera í Bandaríkjunum skuldaði rúmlega landsframleiðslu. Hafa ber í huga við mat á þessum upplýsingum að á þeim tíma voru tekjur hins opinbera í þessum ríkjum mun minni en þær eru í dag.

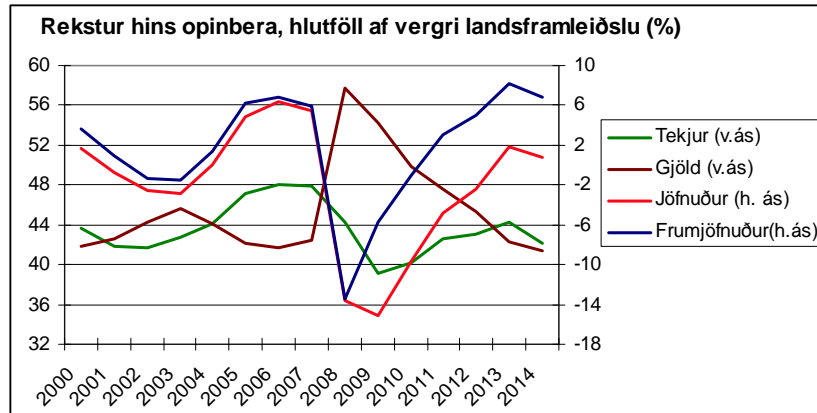
### **Rekstur ríkissjóðs og hins opinbera**

Mynd 5 sýnir tekjur, gjöld og jöfnuði hins opinbera 2000-2008 og spá um þróun þessara stærða 2009-2014.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Heimild: IMF, Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis Prepared, IMF staff position note, birt 9. júní 2009, tafla 6.1 bls. 35. Tölur um opinberar skuldir á Íslandi eru úr nýbirtri skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF country report nr. 9/306, október 2009, tafla 7, bls. 48). Í fyrri skýrslu sjóðsins (IMF staff position note frá 9. júní) voru sambærilegar tölur fyrir Ísland 128,3% árið 2009 og 79,7% árið 2014.

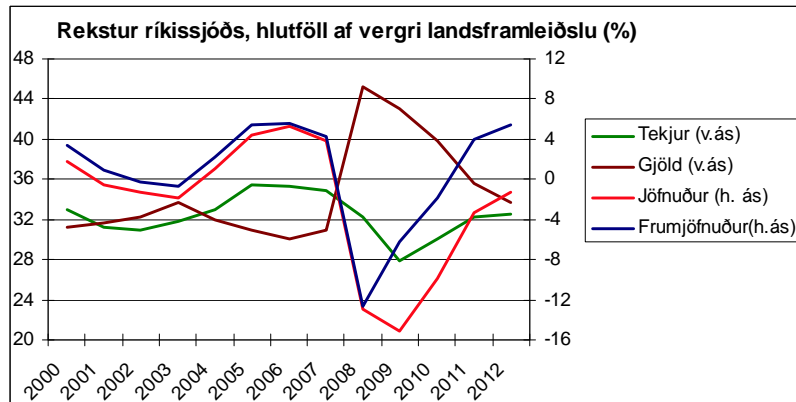
<sup>3</sup> Sams konar mynd er í Peningamálum 2009/4, bls. 36 (Mynd V-4). Tölurnar í myndinni eru í viðauka hér fyrir aftan.

Mynd 5



Mynd 6 sýnir tekjur, gjöld og jöfnuði hins opinbera 2000-2008 og spá um þróun þessara stærða 2009-2012.<sup>4</sup>

Mynd 6



### Eignir og skuldir aðila með búsetu á Íslandi

Í töflu 3 eru sýndar eignir og skuldir íslenska þjóðarbúsins í lok árnanna 2007 og 2008 og í lok annars ársfjórðungs ársins 2009.

<sup>4</sup> Sams konar mynd er í Peningamálum 2009/4, bls. 36 (Mynd V-5). Tölurnar í myndinni eru í viðauka hér fyrir aftan.

**Tafla 3**

<b>Erlend staða þjóðarbúsins (International Investment Position)</b>				
<i>Eining: milljónir kóna</i>				
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009, II opinberar tölur</b>	<b>2009, II án gömlu bankanna</b>
Erlendar eignir, alls	6.434.183	8.631.991	8.388.624	2.715.813
þar af gjaldeyrisforði	162.802	430.560	384.053	384.053
Erlendar skuldir, alls	8.185.398	14.086.942	14.342.526	3.322.306
Hrein staða við útlönd	-1.751.215	-5.454.951	-5.953.902	-606.493
<b>Í hlutfalli af vergri landsframleiðslu (%)</b>				
Erlendar eignir, alls	494,4	584,6	568,2	184,0
þar af gjaldeyrisforði	12,5	29,2	26,0	26,0
Erlendar skuldir, alls	629,0	954,1	971,5	225,0
Hrein staða við útlönd	-134,6	-369,5	-403,3	-41,1

Heimild: Seðlabanki Íslands

Þetta eru nokkru meiri skuldir en sýndar voru í minnisblaðinu frá 15. júlí. Fyrir því eru í meginatriðum tvennar ástæður. Annars vegar eru nú taldar með skuldir fyrirtækja í eigu erlendra aðila við móðurfélög eða tengda aðila erlendis og hlutafé í þessum fyrirtækjum hér á landi. Hins vegar er tekið tillit til nýrra upplýsinga um skuldir einkafyrirtækja sem ekki lágu fyrir í sumar. Mögulegt eru erlendar eignir þessara fyrirtækja vanmetnar í yfirlitinu vegna ónógra upplýsinga. Skuldir fyrirtækja í eigu erlendra aðila við móðurfélög eða tengda aðila erlendis og hlutafé í þessum fyrirtækjum hér á landi er áætlað 1.091 milljarður kr. eða 74% af landsframleiðslu ársins 2009.

Í töflu 3 eru ekki taldar með skuldbindingar vegna Icesave. Einsog sýnt var í töflu 1 er áætlað núvirði hreinna skuldbindinga vegna Icesave 14% af landsframleiðslu ef miðað er við 90% endurheimtur en 30% ef miðað er við 50% endurheimtur. Áætlað virði vergrar skuldar vegna Icesave nemur u.þ.b. 50% af landsframleiðslu ársins 2009, ef miðað er við gengi evru og punds um þessar mundir.

Ef Icesave-skuldbindingunni er bætt við stöðuna í lok annars ársfjórðungs í töflu 3 fást að vergar skuldir nema um 275% af landsframleiðslu ársins 2009 en hrein staða væri á bilinu frá -54% til -71%. Í áætlunum stjórnvalda er gert ráð fyrir verulegri lántöku á næstunni vegna gjaldeyrisforða. Nokkur óvissa er um það hversu miklar þessar lántökur verða. Mögulega gætu þær numið 25-35% af landsframleiðslu ársins. Á móti þessum lántökum kemur gjaldeyriseign. Þessar lántökur eiga þannig ekki að hafa áhrif á hreina skuldastöðu en verg skuldastaða eykst sem nemur lántökunni. Áætlað er að hún verði ríflega 300% af landsframleiðslu ársins 2009. Í áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að vergar skuldir íslenska þjóðarbúsins nemi 310% af landsframleiðslu ársins.<sup>5</sup> Tekjur af útflutningi eru um helmingur af vergri landsframleiðslu þannig að hlutföll skulda af útflutningstekjum eru helmingi hærri en hlutföll af landsframleiðslu.

<sup>5</sup> IMF country report nr. 9/306, október 2009, bls. 2.

Í þjóðhagsspá Seðlabankans er gert ráð fyrir að raungengi íslensku krónunnar verði mjög lágt á næstu árum sem leiði til verulegs afgangar af vöru- og þjónustuviðskiptum. Gert er ráð fyrir að þáttatekjujöfnuður verði verulega neikvæður en eigi að síður afgangur á undirliggjandi viðskiptajöfnuði, þ.e.a.s. þegar gömlu bönkunum er haldið til hliðar. Þessar upplýsingar eru í töflu 4.

**Tafla 4**

<b>Hlutföll útflutnings umfram innflutning, þáttatekna og viðskiptajafnaðar af landsframleiðslu (%)</b>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
Útflutn.-innflutningur	-2,8	6,7	10,6	12,0	13,1	13,7	11,8
Þáttatekjur (hreinar)	-39,4	-20,7	-20,8	-20,3	-18,7	-16,1	-14,6
Viðskiptajöfnuður	-42,2	-14,0	-10,2	-8,3	-5,6	-2,4	-2,8
<b>Undirliggjandi stærðir</b>							
Þáttatekjur (hreinar)		-7,7	-8,5	-9,0	-8,5	-8,3	-8,0
Viðskiptajöfnuður		-1,0	2,1	3,0	4,6	5,4	3,8
Hagvöxtur (fast verðl.)	1,3	-8,5	-2,4	2,2	3,4	3,4	3,6

Önnur lína í töflu 4 sýnir spá um það sem reikna má með að verði opinberar þáttatekjur fyrir árin 2009-2014. Í þeim áætlunum er gert ráð fyrir vaxtatekjum og gjöldum gömlu bankanna. Þar hafa einnig verið settar inn vaxtatekjur og gjöld hjá fyrirtækjum sem ekki hafa skilað inn öllum upplýsingum sem til er ætlast. Í mati á undirliggjandi viðskiptahalla hafa reiknaðar vaxtatekjur og vaxtagjöld vegna gömlu bankanna verið tekin út. Einnig er fyrirtækjum sleppt ef verulega skortir á upplýsingar. Í áætlunum sjóðsins er reiknuðum vaxtatekjum og -gjöldum vegna gömlu bankanna sleppt einsog hér er gert í spánni fyrir undirliggjandi stærðirnar en hins vegar telja þeir rétt að hafa með fyrirtæki þótt einungis liggja fyrir hluti þeirra upplýsinga sem máli skipta. Ekki er ágreiningur á milli sjóðsins og Seðlabanka Íslands um að þessar vaxtatekjur og -gjöld beri að færa í þáttatekjujöfnuð þegar allar helstu upplýsingar um viðkomandi fyrirtæki sem máli skipta við mat á þáttatekjum liggja fyrir. Í öllum áætlunum um viðskiptajöfnuð eru gjaldfærðir áfallnir vextir vegna Icesave-skuldbindinganna færðir einsog alþjóðlegri staðlar kveða á um þótt þessir vextir verði ekki greiddir fyrr en á árunum eftir 2015.

Ef afgangur er á viðskiptajöfnuði þá er sparnaður umfram fjárfestingu í landinu sem leiðir til þess að eignastaða þess gagnvart útlöndum batnar. Ef áætlunin um undirliggjandi viðskiptajöfnuð í töflu 3 gengur eftir þá mun afgangur á viðskiptajöfnuði gefa færi á því að greiða niður erlendar skuldir um sem nemur rúmlega fimmtungi landsframleiðslu ársins 2009. Hlutföll tiltekinn stærða af landsframleiðslu lækka einnig þegar landsframleiðslan vex. Áætlunin gerir ráð fyrir að nafnvirði landsframleiðslu ársins 2014 verði þriðjungur herra en það var árið 2009. Að öðru óbreyttu lækkar þessi vöxtur landsframleiðslunnar skuldahlutföll um fjórðung. Ef spáin gengur eftir og afgangur á viðskiptajöfnuði verður notaður til að lækka erlendar skuldir mun skuldabyrði sem nemur 300% af landsframleiðslu í ár lækka í 207% árið 2014.



### **Um efri mörk skuldabyrði og gjaldþrot ríkja**

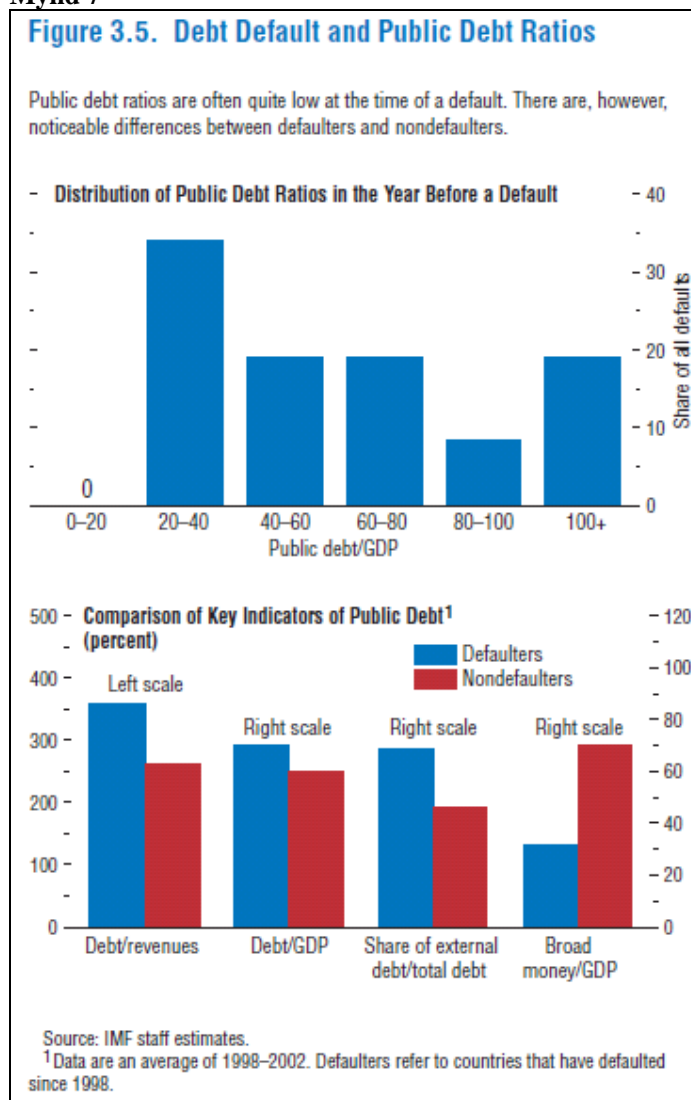
Á síðari árum hefur margt verið skrifað um skuldaþol ríkja og hættu á gjaldþrotum. Mikið af þeim rannsóknum hefur farið fram á vegum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, enda byggðar á mikilli vinnu við öflun gagna sem sjóðurinn hefur bolmagn til. Athyglin hefur eðlilega beinst mikið að skuldaþoli þróunarríkja, en einnig eru mörg álitamál varðandi skuldastöðu annarra ríkja. Sem dæmi má nefna að rannsókn á óbeinum skuldbindingum hins opinbera í Evrópu komst að þeirri niðurstöðu að hrein óbeinar skuldbindingar hins opinbera næmu allt frá 84% af landsframleiðslu í Bretlandi til því sem næst 400% á Spáni.<sup>6</sup> Slíkar áætlanir eru auðvitað mjög óvissar. Lífeyrisskuldbindingar eru stór hluti þessara skuldbindinga. Öflugt lífeyriskerfi hér á landi og áætlanir um áfallnar lífeyrisskuldbindingar hins opinbera gera það að verkum að óbeinar skuldbindingar hins opinbera af þessu tagi eru mun minni hér á landi. Þetta skiptir verulegu áli þegar sjálfbærni skulda hins opinbera er metin.

Það hefur vakið athygli þeirra sem skoðað hafa skuldir þeirra ríkja sem farið hafa í gjaldþrot að skuldirnar hafa verið tiltölulega lágar. Mynd 7 sýnir upplýsingar um þetta.

---

<sup>6</sup> World Economic Outlook 2003, gefið út af AGS, bls. 126-7.

## Mynd 7



Efri hlutinn í mynd 7 sýnir að hjá þriðjungi allra ríkja sem lentu í greiðsluferfiðleikum á tímabilinu 1998-2002 voru skuldir innan við 40% af landsframleiðslu og hjá rúmlega 80% landnann voru þær innan við 100% af landsframleiðslu. Neðri hlutinn af mynd 7 sýnir að þótt þau ríki sem lentu í greiðsluferfiðleikum hafi vissulega skuldað nokkru meira en hin sem ekki fóru í gjaldþrot þá er munurinn sennilega minni en flestir hefðu búist við.

Reinhart og Rogoff (2003) telja að „það hversu vel ríkjum hefur tekist við að standa við skuldbindingar sínar og gæði efnahagsstjórnar sem þau hafi beitt hafi áhrif á getu þeirra til að standa undir mikilli skuldabyrði yfir lengri tíma. Þeir kynna til sögunnar hugtakið „skuldaóþol“ (e. debt intolerance), sem birtist í spennu sem mörg þróunarríki upplifa þegar skuldabyrðin nær tilteknum mörkum, sem teljast viðráðanleg hjá þróuðum iðnríkjum. Skuldaóþol getur leitt til þess að lönd lenti í síendurteknum gjaldþrotum, sem

mörg dæmi eru um á undanföllum tveimur öldum. Hjá ríkjum með skuldaþól er skipulag opinberra fjármála yfirleitt lélegt og fjármálakerfið veikburða. Saga greiðsluþrota leiðir til þess að skuldavandi verður erfiðari viðureignar en ella, sem aftur eykur líkur á endurteknum greiðsluerfiðleikum.

Undir venjulegum kringumstæðum endurfjármagna ríki stóran hluta skulda sinna ár hvert. Fæst þeirra eru í þeirri stöðu að geta greitt öll lán, sé þess krafist. Endurfjármögnun skulda er háð því að viðkomandi ríki geti sannfært lánardrottna um að það ætli að standa við skuldbindingar sínar. Ríki sem skortir traust vegna síundurtekinna greiðsluerfiðleika eiga oft erfitt með að endurfjármagna tiltölulega litlar skuldir þegar þau þurfa á því að halda vegna áfalla. Greiðslubyrðin getur þá skyndilega aukist svo mikið að landið lendi í greiðsluerfiðleikum.

Frá tímum síðustu heimsstyrjaldar hefur enginn ríkissjóður í þróðu landi staðið frammi fyrir greiðsluþroti. Á sama tíma hafa mörg ríki í öðrum heimshlutum lent í vanskilum og sum oft. „Reynsla nýmarkaðsríkja af vanskilum er gerólík reynslu þróðu iðnríkjana þar sem engin bein vanskil ríkissjóðs hafa átt sér stað frá lokum seinni heimsstyrjaldar (þótt vissulega hafi verðbólga rýrt raunvirði skulda, sérstaklega á áttunda áratugnum). Sumir telja að þessi munur á vanskilahegðun þessara ríkja sýni að einkenni nýmarkaðsríkjana – þar með taldar meiri sveiflur, veikari stofnanir og saga vanefnda á skuldbindingum – valdi því að þau geta ekki staðið undir jafn hárrí skuldabyrði og iðnríkin.“<sup>7</sup>

### **Greiðslubyrði skulda ríkissjóðs**

Í mynd 8 er tekin saman áætluð greiðslubyrði erlendra skulda ríkissjóðs og Seðlabankans. Heildargreiðslubyrði erlendu lánanna skiptist annarsvegar í afborgannir af höfuðstól lána og hinsvegar í vaxtagreiðslur. Í útreikningunum er miðað við að dregið verði á öll umsamin lán til fulls. Á myndinni er einnig sýnd áætluð heildargreiðslubyrði vegna Icesave miðað við 75% endurheimtur og sömu forsendur og ofan. Myndin sýnir einnig spá um vaxtabyrði af innlendum skuldum ríkissjóðs. Afar erfitt er að áætla með nokkurri vissu þróun skulda ríkissjóðs langt fram í tímann. Hér er miðað við áætlaða útgáfuþörf ríkisskuldabréfa fram að þeim tíma er áætlað er að fjárlög verði í jafnvægi en eftir það er gert ráð fyrir að innlendi skuldastofninn breytist lítið út tímabilið. Línan á myndinni sýnir áætlaða heildargreiðslubyrði fyrrgreindra þátta í hlutfalli við landsframleiðslu.

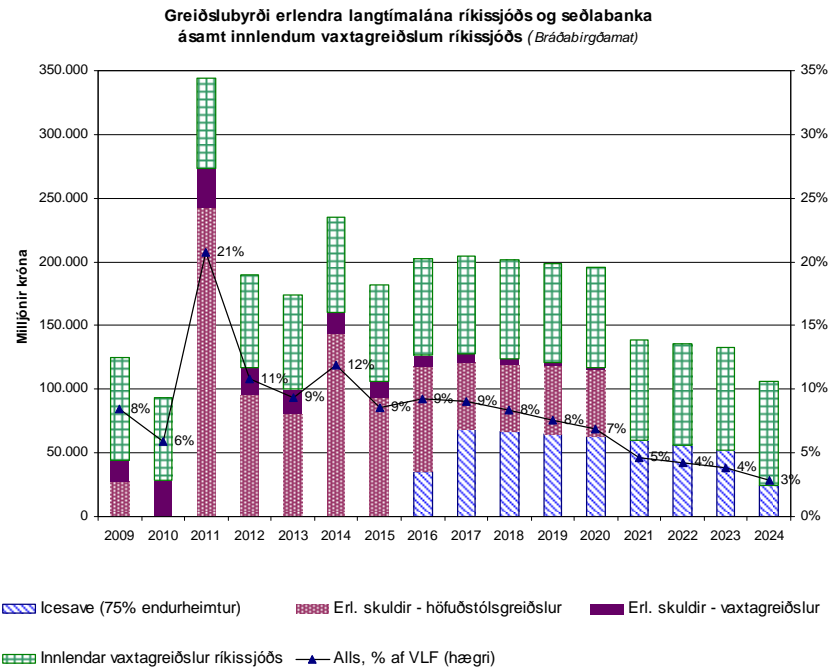
Í töflu 5 er yfirlit yfir allar erlendar langtímaskuldir ríkissjóðs og Seðlabankans. Öll lánin eru umreiknuð yfir í evrur miðað við skráð gengi 6. nóvember 2009 og gert er ráð fyrir óbreyttu gengi út tímabilið. Í töflunni kemur fram upprunaleg lánsfjárhæð, gjaldmiðill viðkomandi láns og vaxtakjör. Greiðslubyrði á lánnum með breytilegum vöxtum gerir ráð fyrir óbreyttum vöxtum út lánstímann, miðað við vexti 6. nóvember 2009. Ekki

---

<sup>7</sup> IMF, World Economic Outlook – Public debt in emerging markets, September 2003, bls. 119-120. Varðandi fullyrðinguna í málsgreininni er vísað í Reinhart, Rogoff og Savastano (2003) og ritið Assessing Sustainability sem AGS gaf út 2002 (<http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>).

er gert ráð fyrir endurfjármögnun erlendra lána í þessu yfirliti, aðeins umsömdum lánum á þessum tímapunkti. Því gefur myndinn ekki rétta mynd af raunverulegri greiðslubyrði. Þannig verður lán að andvirði 1 ma. evra sem tekið var árið 2006 til þess að styrkja gjaldeyrisforðann og er á gjalddaga árið 2011 væntanlega ekki greitt upp, þótt til séu eignir í forða sem gerðu það mögulegt. Mikilvægt er að árétta er að hér er ekki um hreinar vaxtagreiðslur að ræða því umtalsverðar vaxtatekjur af eignum í forða koma á mótí.

### Mynd 8



Tafla 5. Endurgreiðsluferill erlendra langtímalána Ríkissjóðs Íslands og Seðlabankans												8.11.2009	
(upphæðir í milljónum evra)	lánsfjárhæð	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EMTM (EUR - 4,375%)	150	150											
Vaxtagreiðslur		4,9											
EMTM (EUR - 3,750%)	1.000			1.000									
Vaxtagreiðslur		37,5	37,5	34,4									
EMTM (EUR - 5,375%)	250				250								
Vaxtagreiðslur		13	13	13	3								
EMTM (USD - 4,375%)	134						134						
Vaxtagreiðslur		5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	1,0						
Skuldabréf (GBP - 14,5%)	33										33		
Vaxtagreiðslur		4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	0,4				
Sambankalán (EUR -EURIBOR +0,9%)	300			300									
Vaxtagreiðslur		7	7	6									
IMF SBA (SDR)	1.396				261	433	356	220	126				
Vaxtagreiðslur og gjöld		12,1	24,3	35,5	34,5	27,1	16,8	8,4	2,8				
Færeyjar (DKK -fjárm.kostn +0,15%)	40						6	6	6	6	6	6	6
Vaxtagreiðslur		1,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8	1,5	1,2	0,9	0,6	0,3
Danmörk (EUR - 3m EURIBOR + 2,75%)	480						69	69	69	69	69	69	69
Vaxtagreiðslur		0,3	12,6	16,8	16,8	16,8	16,8	14,4	12,0	9,6	7,2	4,8	2,4
Finnland (EUR - 3m EURIBOR + 2,75%)	320						46	46	46	46	46	46	46
Vaxtagreiðslur		0,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	9,6	8,0	6,4	4,8	3,2	1,6
Noregur (EUR - 3m EURIBOR + 2,75%)	480						69	69	69	69	69	69	69
Vaxtagreiðslur		0,3	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	14,4	12,0	9,6	7,2	4,8	2,4
Svíþjóð (EUR - 3m EURIBOR + 2,75%)	495						71	71	71	71	71	71	71
Vaxtagreiðslur		0,4	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	14,8	12,3	9,9	7,4	4,9	2,5
Pólland (PLN 2%-1,3%) <sup>1</sup>	148						21	21	21	21	21	21	21
Vaxtagreiðslur		0,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,5	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3
<b>Samtals</b>		238	155	1.467	627	538	860	572	490	318	309	299	290
þar af greiðsla höfuðstóls		150	0	1.300	511	433	770	501	440	281	281	281	281
þar af vaxtagreiðslur		88	155	167	116	105	90	71	50	38	28	19	9

1. Kjörin miða við hreinan vaxtakostnað. Ísland fengi 5,93% vexti af pólskri skuldabréfaeign sinni og greiddi sömu vexti að viðbættu úlaginu.

### **Nokkrar heimildir um skuldaþol hins opinbera:**

IMF, World Economic Outlook – Public debt in emerging markets, gefið út af AGS í september 2003. (Kafli 3, Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High? er á slóðinni: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter3.pdf>).

IMF, Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis Prepared, IMF staff position note, birt 9. júní 2009 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf>).

Reinhart, C. M., K.S. Rogoff og M. A. Savastano, Debt intolerance, rannsóknarritgerð (Working Paper) nr. 9908, gefið út af National bureau for economic research (NBER), ágúst 2003 (<http://www.nber.org/papers/w9908>).

Reinhart, C. M. og K.S. Rogoff, The forgotten history of domestic debt, rannsóknarritgerð (Working Paper) nr. 13946, gefið út af National bureau for economic research (NBER), Apríl 2008 (<http://www.nber.org/papers/w13946>).

### **Viðauki. Tölur að baki myndum**

Tafla A1 sýnir tölur að baki mynd 4

**Tafla A1**

	Skuldir hins opinbera í hlutfalli af vegri landsframleiðslu (%)		
	Vergar skuldir	Skuldir án Icesave	Hreinar skuldir
2000	39,2		21,8
2001	43,9		23,0
2002	43,3		22,2
2003	40,6		22,3
2004	35,4		21,4
2005	25,4		9,1
2006	28,8		6,3
2007	28,7		5,9
2008	70,0		29,1
2009	125,2	108,0	82,3
2010	134,9	115,4	86,0
2011	131,9	111,0	89,3
2012	129,5	107,8	87,5
2013	123,5	100,3	79,3
2014	116,7	96,8	72,5

Tafla A2 sýnir tölur að baki mynd 5

**Tafla A2**

	Rekstur hins opinbera, hlutföll af vergri landsframleiðslu (%)			
	Tekjur	Gjöld	Jöfnuður	Fumjöfnuður
2000	43,6	41,9	1,7	3,7
2001	41,9	42,6	-0,7	1,0
2002	41,7	44,3	-2,6	-1,3
2003	42,8	45,6	-2,8	-1,4
2004	44,1	44,1	0,0	1,4
2005	47,1	42,2	4,9	6,2
2006	48,0	41,7	6,3	6,8
2007	47,9	42,5	5,4	5,9
2008	44,3	57,8	-13,6	-13,4
2009	39,1	54,3	-15,2	-5,8
2010	40,1	49,8	-9,7	-1,1
2011	42,7	47,5	-4,9	3,0
2012	43,0	45,4	-2,4	5,0
2013	44,2	42,3	1,9	8,2
2014	42,2	41,4	0,8	6,8

Tafla A3 sýnir tölur að baki mynd 6

**Tafla A3**

	Rekstur ríkissjóðs, hlutföll af vergri landsframleiðslu (%)			
	Tekjur	Gjöld	Jöfnuður	Fumjöfnuður
2000	33,0	31,2	1,8	3,4
2001	31,2	31,7	-0,5	0,8
2002	31,0	32,2	-1,3	-0,3
2003	31,9	33,7	-1,8	-0,6
2004	33,0	32,0	1,0	2,2
2005	35,4	31,0	4,4	5,5
2006	35,3	30,0	5,3	5,6
2007	34,9	31,0	3,9	4,3
2008	32,3	45,3	-13,0	-12,7
2009	27,9	43,1	-15,2	-6,3
2010	30,0	39,8	-9,8	-1,8
2011	32,3	35,6	-3,3	4,0
2012	32,5	33,8	-1,3	5,5