

SAMANTEKT UM GREINARGERÐIR VEGNA ICESAVE-SKULDBINDINGA

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands 3. ágúst 2009

Formáli

Fjárlaganefnd hefur farið þess á leit við Hagfræðistofnun Háskóla Íslands að stofnunin rýni skriflega gögn fjármálaráðuneytis og Seðlabanka Íslands sem notuð voru við úttekt á málum sem tengjast svonefndum Icesave-skuldbindingum. Hagfræðistofnun hefur yfirfarið forsendurnar og lagt mat á mikilvægi breytinga í forsendum á niðurstöður. Ekki er lagt mat á aðra þætti, svo sem lögfræðileg álitaefni. Þá er einungis litið til þeirra afmörkuðu áhrifa sem Icesave-skuldbindingarnar hafa í för með sér.

Ýmsir hafa komið að ritun þessa álits og hefur verið leitað ráða hjá sérfræðingum bæði hér innanlands og erlendis.

1. Inngangur

Þær efnahagslegu þrengingar sem þjóðin glímir nú við eru alvarlegri en hún hefur upplifað á síðari tímum. Saman hefur farið hrun fjármálakerfisins, fall gjaldmiðilsins, lækkun eignaverðs og slæm eiginfjárstaða fyrirtækja og einstaklinga sem síðan fylgir samdráttur framleiðslu, atvinnuleysi og skert lífskjör. Takmarkaður aðgangur að lánsfé gerir það erfiðara að milda áhrif þessara skella.

Það er mikilvægt að hafa í huga að sökum þess hve kreppan er djúp og víðtæk getur verið varasamt að styðjast við reynslu fortíðar þegar meta skal hvernig þjóðin mun vinna sig út úr þessum hremmingum. Að sama skapi getur einnig verið erfitt að draga lærdóm af reynslu annarra landa, eins og bent er á í nýlegri rannsókn um efnahagsbata í kjölfar áfalla. Raunar eru fá dæmi í hagsögu 20. aldar sem jafna má við þann vanda sem við höfum við að etja um þessar stundir. Þá má ætla að sökum bágs efnahagsástands í helstu viðskiptalöndum okkar geti reynst erfiðara en ella að byggja á auknum útflutningi til að endurreisa efnahagslífið.¹ Einnig er mikilvægt að reyna að átta sig á því hvort og þá hvernig þær fjárhagslegu ábyrgðir og greiðslur sem ríkið tekur á sig hafa áhrif á framleiðslugetu og lífskjör í landinu.

Greinargerð Hagfræðistofnunar er byggð þannig upp að fyrst er fjallað um forsendur í minnisblað Seðlabanka Íslands frá því 15.7. 2009. Því næst er farið yfir forsendur í greinargerð fjármálaráðuneytisins, dagsettri 8.7. 2009. Þá er vikið að helstu almennu athugasemdum við athuganir Seðlabanka og fjármálaráðuneytis og athugað hvaða áhrif breytingar í ýmsum forsendum, sem þær greiningar byggjast á, hafa í för með sér. Að endingu er fjallað um reynslu annarra landa af kreppum. Niðurstöður eru dregnar saman í lokakafla.

¹ Sjá Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2009), "The Aftermath of Financial Crises," American Economic Review: Papers & Proceedings, 99 (2), 466-472.

2. Minnisblað Seðlabanka Íslands

Í minnisblaði frá Seðlabanka Íslands, dagsettu 15.7. 2009, er lagt mat á greiðslubyrði og skuldastöðu þjóðarbúsins vegna Icesave-lána. Tekin eru dæmi af misháum endurheimtuhlutföllum, auk annarra fráviksdæma.

Helstu forsendur eru þessar:

- **Hagvöxtur frá 2010-16:** VLF eykst um 23% á tímabilinu, sem jafngildir 3,6% árlegum meðalvexti. Eftir það er gert ráð fyrir 3% vexti á ári.
- **Gengi:** Gert ráð fyrir styrkingu krónu, þannig að gengi evru verði að meðaltali 158 kr. á þessu ári og verði nálægt 150 kr. frá og með 2010. Raungengi, sett fram í vísitöluformi, sem hefur sveiflast umhverfis gildið 100 síðustu áratugi, verði um 80 út spátíma.
- **Viðskiptajöfnuður, erlendar skuldir:** Gert er ráð fyrir mun lægra raungengi en tíðkast hefur að jafnaði síðastliðna áratugi. Það helst í hendur við mikinn afgang á viðskiptajöfnuði án þáttatekna, þ.e. jöfnuði á vöru- og þjónustuviðskiptum. Nemur afgangurinn um 9-13% af VLF fram til 2015 og er hann áætlaður ríflegur næstu ár á eftir. Þetta leiðir til þess, að erlendar skuldir þjóðarbúsins, bæði vergar og hreinar, lækka verulega á spátíma. Brúttóskuldir lækka þannig úr 198% af VLF frá árslokum 2009 í 120% til ársloka 2015 (Icesave-skuldir meðtaldar og 75% endurheimtur). Nettóskuldir lækka úr 85% í 28% af VLF á sama tímabili.
- **Verðlag:** Lítil breyting 2009 og 2010, 2,5% verðbólga frá og með 2012. Er það í samræmi við verðbólguþétt Seðlabankans.

Í greinargerð Seðlabanka eru sýnd fimm dæmi um endurheimtuhlutföll, frá 10% upp í 75%. Auk þess eru tvö önnur dæmi tekin: „lakara dæmi“ og „betra dæmi“.

2.1 Mat á forsendum

Ef ekki koma til stórfelldir fólksflutningar úr landi má færa fyrir því rök að hagvöxtur á Íslandi geti til skamms tíma litið orðið meiri en spár Seðlabanka gera ráð fyrir ef og þegar uppsveiflan hefst, líklegast á árunum 2011-2012. Sú aukning myndi þá stafa af aukinni einkaneyslu og fjárfestingu. Þessi spá á rætur í nútímalíkönunum af almennu jafnvægi (e. general equilibrium), þar sem útgjöld til neyslu og fjárfestinga leita í ákveðið jafnvægi eftir áföll. Í ljósi þess að Seðlabankinn spáir því að einkaneysla muni dragast saman um nærri 30% á árunum 2008-9 ætti að vera þökkalegt svigrúm til aukningar á nýjan leik. Þessi spá byggist þó á því að það takist að endurvekja traust umheimsins á íslensku hagkerfi þannig að innlend fyrirtæki fái greiðari aðgang að erlendu lánsfé. Hagsaga flestra landa, sem lent hafa í áþekktum áföllum styður þetta einnig, svo sem nánar er rakið í kafla 6. Þó má benda á að fæst þeirra áfalla sem við höfum til viðmiðunar úr hagsögunni eru að fullu sambærileg við þann vanda sem að íslensku efnahagslífi steðjar nú um stundir.

Er frá líður gerir Seðlabankinn ráð fyrir að hagvöxtur verði 3% á ári. Hér kann að vera nokkuð of í lagt. Á árunum 1980-2004 óx landsframleiðsla að meðaltali um 2,8% á ári. Þar af mátti rekja 1,3% til fólksfjölgunar og 1,5% til aukinnar framleiðni. Samkvæmt mannfjöldaspá Hagstofunnar fram til 2050 mun landsmönnum öllum fjölga um 0,7% að meðaltali á ári fram til 2023 og fólki á vinnualdri (20-64 ára) um 0,5%. Ef framleiðni vinnu eykst með líku lagi og undanfarna áratugi má búast við að VLF aukist að jafnaði um 2-2,5% á ári næstu 15 árin sem er nokkuð minna en Seðlabanki gerir ráð fyrir. Einstakar framkvæmdir ættu ekki að breyta miklu um þetta mat.

Ef gert er ráð fyrir að aðgangur að erlendu lánsfé verði greiðari en Seðlabankinn miðar við og lánskjör verði okkur hagstæð gæti krónan styrkst meira en spár bankans gera ráð fyrir. Afgangur á viðskiptum við útlönd myndi þar af leiðandi verða minni en fram kemur í spánum. Að vísu má gera ráð fyrir miklum afgangi árin 2009 og 2010, en ólíklegt er að hann haldist í því horfi eftir það. Líklegra er, að afgangurinn minnki hratt um og upp úr 2011. Það er í samræmi við spásagnir úr flestum nútímalíkönnum af opnum smárikjum.² Reynsla annarra þjóða, sem lent hafa í banka- og gjaldeyriskreppum styður þetta einnig eins og nánar er greint frá í 6. kafla. Mikill afgangur myndast á utanríkisviðskiptum fyrst eftir áföll (og gengishrun), en fjarar síðan út.

Í minnisblaði Seðlabankans eru ekki könnuð frávik, sem fela í sér skyndilegar breytingar á aðstæðum, ef frá er talinn skellur sem felur í sér að á ríkið leggst óvænt 500 milljarða kr. byrði árið 2009. Dæmi um slíkar breytingar væru samdráttur í virði útfluttra sjávarafurða og skyndileg styrking sterlingspunds.

Samspil gengis og mismunandi skuldabyrðar er óljóst í minnisblaði Seðlabankans. Gera má ráð fyrir því að þyngri byrði vegna Icesave-lána leiði til lægra raungengis krónunnar. Ekki kemur fram hvort eða hvernig þessi þáttur er metinn í líkani því sem lagt er til grundvallar reikningunum.

Hvað varðar vaxtakjörin þá er ekki gert ráð fyrir því að svigrúm sé til að breyta nafnvöxtum af Icesave-skuldunum. Ljóst er að raunvextir í íslenskum krónum ákvarðast af gengisþróun og verðbólgu á Íslandi.

3. Greinargerð fjármálaráðuneytis

Í greinargerð fjármálaráðuneytis um efnagsleg áhrif Icesave-samninganna, dagsettri 8.7. 2009, er lagt mat á þá greiðslubyrði sem ætla má að leiði af Icesave-lánunum. Gefin eru nokkur dæmi um áhrif mismunandi endurheimta á eftirstöðvar og greiðslubyrði.

Helstu forsendur reikninga ráðuneytisins eru sem hér segir:

² Sjá t.d. Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.

- **Hagvöxtur frá 2010-16:** Stuðst er við áætlanir Seðlabanka Íslands um þjóðarhag til 2011. Eftir það er byggt á forsendum sem notaðar hafa verið af Seðlabankanum við langtímaspár.
- **Gengi:** Óbreytt frá undirritun samnings. Íslenska krónan helst því veik út allan samningstímamann, þannig að hugsanleg styrking kemur ekki fram í niðurstöðum.
- **Verðlag:** Gert er ráð fyrir að verðbólga hérlendis sé að jafnaði 2,5% á ári og að verðlagsþróun í Bretlandi og Hollandi verði áþekk.
- **Ríkissjóður:** Jöfnuður náist 2013 og eftir það verði afgangur af heildarjöfnuði ríkissjóðs um 3% af VLF á ári. Sá afgangur svarar til 9% af tekjum ríkissjóðs.

Grunndæmi í greinargerðinni miðast við 75% heimtur af eignum Landsbankans, en að auki eru sett fram tvö fráviksdæmi, annað með 60% og hitt með 90% endurheimtum. Ekki eru reiknaðar út afleiðingar annarra frávíka í greinargerðinni.

3.1 Mat á forsendum

Hvað forsendur um hagvöxt varðar vísast til kafla 2 hér að framan um minnisblað Seðlabanka Íslands, þar sem greinargerð fjármálaráðuneytis virðist byggja á spá bankans um hagvöxt.

Í greinargerð fjármálaráðuneytis er gert ráð fyrir að gengisvísitala íslensku krónunnar haldist óbreytt allan spátímamann. Þar sem gert er ráð fyrir að gengi sterlingspunds og evru haldist óbreytt frá því sem það var í byrjun júní 2009 virðist einnig miðað við að gengi pounds gagnvart evru haldist óbreytt fram til 2023. Í ljósi veikrar stöðu pounds gagnvart evru nú um stundir kann þessi forsenda að vera umdeilanleg.

Af greinargerðinni má ráða að gert sé ráð fyrir að verðbólga á spátímabilinu verði svipuð í lánveitendalöndunum og hérlendis. Verðbólga í Bretlandi og á evrusvæðinu hefur verið í námunda við 2% undanfarinn áratug og verðbólguþáttur Englandsbanka og Seðlabanka Evrópu miðast einnig við þá tölu. Þessi forsenda virðist því eðlileg hvað þessi lönd varðar. Í ljósi sögulegrar reynslu má hins vegar ætla að verðlag muni að jafnaði hækka meira hérlendis en í Bretlandi og á evrusvæðinu og þessi þróun síðan koma fram í veikingu krónunnar.

Breytingar á raungengi krónu hefðu áhrif á greiðslubyrði vegna Icesave-samninga. Ef raungengið styrkist myndu skuldir og greiðslubyrði lækka í hlutfalli við VLF og öfugt ef raungengið veikist. Hér ber þó að hafa í huga að vegna þess að breytingar á raungengi myndu hafa áhrif á ýmsar þjóðhagsstærðir myndu áhrifin á skuldir og greiðslubyrði hugsanlega ekki vera jafn einhlít og hér er reiknað með.

Fráviksdæmin í greinargerð fjármálaráðuneytis lúta sem fyrr segir að mismunandi endurheimtuhlutföllum. En fleira getur breyst. Gengi sterlingspunds gagnvart evru hefur áhrif á greiðslubyrði Icesave-lánanna. Styrkist pundið gagnvart evrunni þyngist byrðin og öfugt. Þetta er skýrt nánar í 5. kafla. Óvænt áföll á greiðslutíma, svo sem alvarlegur aflabrestur eða verðlækkun á útflutningsvörum, geta þyngt byrðina verulega um tíma, vegna gengisfalls og minnkandi framleiðslu.

Sett er fram spá um greiðsluafkomu ríkissjóðs á spátíma. Mikilvægt er að fyrir liggi einnig mat á þróun ríkisskulda, bæði vergri stöðu og hreinni. Með því fengist gleggri mynd af ætlaðri skattbyrði í framtíðinni og möguleikum ríkisins til að standa straum af útgjöldum til velferðar- og menntamála, og fleiri málaflokka. Í greinargerðinni er reiknað með því að frá og með 2014 verði afgangur á ríkissjóði um 3% af VLF. Til þess að svo megi verða þarf mikill agi að vera á fjármálum ríkisins, mun meiri en að jafnaði hefur verið frá stofnun lýðveldis. Umtalsverðar líkur verða því að teljast á því að ríkið verði að gefa sér lengri tíma til að greiða niður skuldir sínar.

4. Aðrar forsendur: Hagvöxtur og áhætta

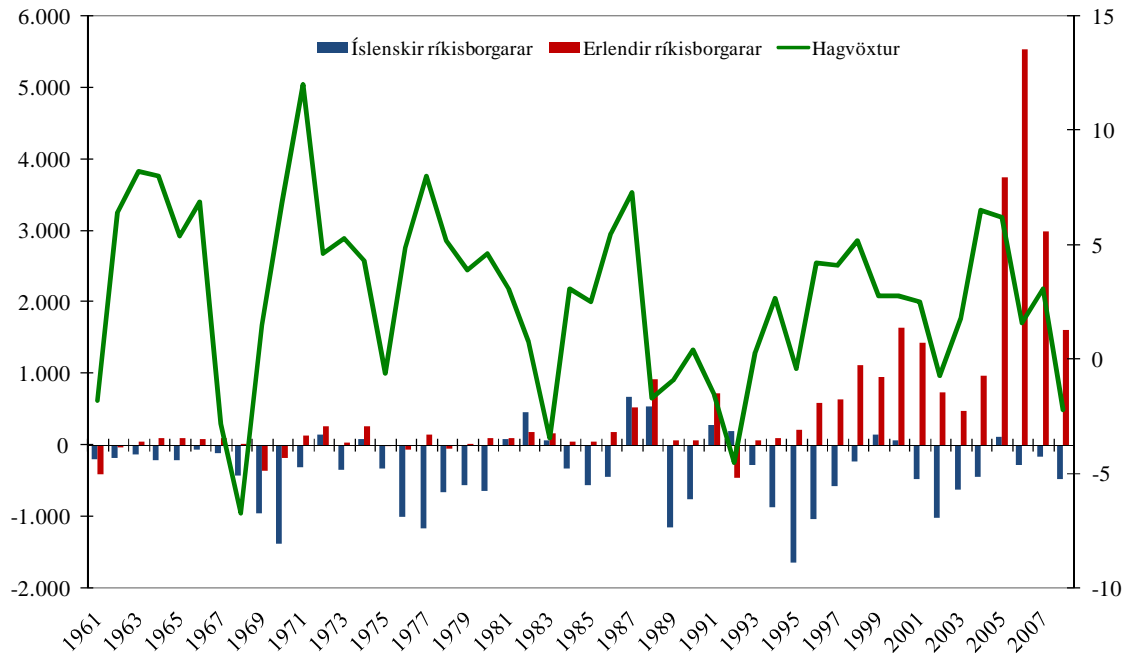
Í minnisblaði Seðlabanka Íslands og greinargerð fjármálaráðuneytis er að miklu leyti horft framhjá þeim áhrifum sem Icesave-skuldbindingarnar geta haft á hagvöxt. Þannig er hvorki fjallað um þær afleiðingar sem fólksflutningar til útlanda eða töf á uppbyggingu fjármagnsstofns gætu haft í för með sér fyrir hagvöxt. Ekki er heldur rakið hvaða áhrif Icesave-skuldbindingar gætu haft á áhættuna sem þjóðin tekur á sig með Icesave-lánnum. Hér verður stuttlega vikið að þessum atriðum.

Fólksflutningar

Versnandi efnahagsaðstæður eru ein mikilvægasta ástæða þess að fólk kýs að flytjast búferlum og freista gæfunnar á nýjum stað. Þetta kemur glöggst fram á mynd 4.1 sem sýnir þróun flutninga íslenskra og erlendra ríkisborgara til landsins og hagvöxt undanfarna hálfu öld. Bláu súlurnar sýna hversu margir Íslendingar fluttust til landsins umfram þá sem þaðan fluttu og tákna neikvæðar tölur að fjöldi brottfluttra hafi verið meiri en aðfluttra. Rauðu súlurnar sýna flutninga erlendra ríkisborgara til landsins og græna línun hagvöxt á mann, þ.e. hlutfallslegar breytingar á vergri landsframleiðslu frá árinu á undan.

Svo sem sjá má aukast flutningar Íslendinga til útlanda ekki jafnskjótt og kreppir að heldur líða oftast eitt eða tvö ár frá því samdráttur gerir vart við sig þar til fólk flytur til útlanda. Tölfræðilegir fylgnireikningar staðfesta þetta; engin fylgni er á milli hagvaxtar og fólksflutninga sama ár, en marktæk jákvæð fylgni á milli fólksflutninga og hagvaxtar árið á undan og árið þar áður.³

³ Niðurstöður eru hinar sömu ef athuguð er fylgni á milli fólksflutninga og breytinga á kaupmætti.



Mynd 4.1 Fólksflutningar og hagvöxtur á Íslandi árin 1961-2008.

Af því sem hér hefur verið rætt má ráða að trúlegt er að á næstu árum muni margir Íslendingar og jafnvel útlendingar kjósa að flytja til útlanda, bæði í leit að vinnu og til náms. Hversu margir þeir verða er erfitt um að spá, en fjöldi þeirra ræðst líklega einkum af því hversu djúp og löng kreppa næstu ára verður hérlendis. Enda þótt gagnlegt sé að horfa um öxl til að meta þessa fólksflutninga eru ýmsar ástæður fyrir því að erfitt kann að reynast að styðjast við sögulega reynslu í því skyni.

Í fyrsta lagi er samdráttur landsframleiðslu nú meiri en dæmi eru um undanfarna hálfu öld og kaupmáttarrýrnunin verður líklega einnig meiri. Í öðru lagi ríkir nú einnig kreppa eða stöðnun í flestum nágrennalöndum okkar. Fyrir vikið getur reynst erfiðara fyrir Íslendinga að fá vinnu þar en áður sem leitt getur til þess að margir sem ella hefðu kosið að fara utan sitji þess í stað heima. Í þriðja lagi hefur fjöldi útlendinga komið til landsins undanfarin ár sem margir hverjir koma frá löndum þar sem almenn lífsskilyrði eru síðri en hér. Þótt verulega kunni að harðna á dalnum hérlendis á næstu árum er óvíst að hve miklu leyti sá samdráttur verði til þess að ýta undir brottflutning þeirra aftur heim eða til annarra landa. Í því sambandi skiptir einnig máli hvernig mál þróast í heimalöndum þessara útlendinga. Í fjórða lagi hefur aðild Ísland að EES opnað Íslendingum leið að mun stærri vinnumarkaði en áður. Af þeim sökum getur verið varhugavert að bera stöðuna nú við kreppur áður en Ísland gekk í EES.

Fjármagnsstofn

Fjölmörg íslensk fyrirtæki eru nú tæknilega gjaldþrota. Sum þeirra eiga vart framtíð fyrir sér, en önnur munu líklega vinna sig út úr erfiðleikunum. Miklu skiptir að fljótt takist að blása lífi í þau fyrirtæki og stofna önnur ný. Greiður aðgangur að fjármagni til rekstrar og fjárfestinga er lykilatriði í þeirri þróun. Takist illa að endurvekja traust á íslensku efnahagslífi á alþjóðavettvangi er hættu á að íslensk fyrirtæki líði fyrir fjármagnsskort og að hagvöxtur verði minni en ella. Æskilegt hefði verið að nánar hefði verið fjallað um þessa óvissuþætti og áhrif þeirra í skýrslum Seðlabanka Íslands og fjármálaráðuneytis.

Skulda- og greiðslubyrði

Í greinargerðum Seðlabanka Íslands og fjármálaráðuneytis er gert ráð fyrir að skulda- og greiðslubyrði vegna Icesave hafi ekki áhrif á þróun framleiðslunnar. Ljóst er að greiðslur vegna Icesave verða ekki notaðar til annarra hluta, s.s. til fjárfestinga í efnislegum eða óefnislegum gæðum eða til neyslu, hvort sem er einkaneyslu eða samneyslu. Af þessu má ráða að greiðslur vegna Icesave hafi bein neikvæð áhrif á hagvöxt og leiða til lakari lífskjara. Hægt er að milda þessi áhrif með endurfjármögnun og skuldbreytingum ef aðgangur opnast að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Þar sem um er að ræða stórar upphæðir er rétt að taka tillit til þessa við útreikninga á væntanlegri greiðslubyrði.

Óvissa

Þá er ekki lagt kerfisbundið mat á þá áhættu sem skuldbindingunum fylgir. Réttilega er bent á í áliti Seðlabanka Íslands að mikil óvissa ríki um skulda- og greiðslubyrðina og um þjóðhagslegar afleiðingar hennar. Í því sambandi má nefna óvissu varðandi forsendur um endurgreiðsluhlutfall vegna eigna Landsbankans. Þar sem upphæðir vegna Icesave-skuldbindinganna eru háar, jafnvel í þjóðhagslegu samhengi, og óvissan er mikil er varasamt að styðjast um of við tiltekin grunndæmi þegar meta á áhættuna. Hér nægir ekki að skoða einstök frávikstilvik án þess að lagt sé mat á hve líklegt sé að viðkomandi aðstæður myndist. Æskilegt hefði verið að meta þessa áhættu en slíkt er ekki gert í þeim álitum sem fyrir liggja. Við þessar aðstæður þar sem óvissan er mikil og upphæðir háar er það í raun og veru áhættan sem meginmáli skiptir.

5. Nokkur dæmi með breyttum forsendum

Í greinargerð fjármálaráðuneytis og minnisblaði Seðlabanka er fyrst og fremst kannað hvaða áhrif mismunandi endurheimtuhlutföll hefði á skuldastöðu og greiðslubyrði. Svo sem áður hefur verið vikið að getur þó ýmislegt annað gerst sem áhrif gæti haft þar á. Í þessum kafla eru notuð hagfræðileg líkön til að kanna hvernig skuldastaða og greiðslubyrði breytist ef endurheimtur eru 40% eða 75% og eftirfarandi breytingar á aðstæðum eiga sér stað: Greiðslur frá Landsbanka tefjast fram til ársins 2011, sterlingspund styrkist skyndilega gagnvart evru eða alvarlegur aflabrestur ríður yfir. Rétt er að benda á að í þessum útreikningum er einungis verið að athuga áhrif breytinga í þessum forsendum að öllu öðru óbreyttu.

Helstu forsendur eru að öðru leyti þessar:

Hagvöxtur. Enginn vöxtur 2010, 6% árin 2011-12 (meðaltal), 2% frá og með 2013. Um árin 2011-12 vísast til 2. kafla. Gert er ráð fyrir umtalsverðum vexti þau ár, meðan hagkerfið er að ná sér upp úr dýpstu lægðinni. Um vöxtinn frá og með 2013 vísast einnig til 2.kafla, þar sem byggt er á mannfjöldaspá Hagstofunnar (0,5% fjölgun í mannafla á ári) og framleiðniaukningu í neðri mörkum (1,5% á ári). Í þessu felst að VLF vex um 21% frá 2010-2016.

Verðlag. Miðað er við 2% verðbólgu í Bretlandi og á evrusvæði frá 2009-2023, í samræmi við verðbólgu markmið Englandsbanka og Seðlabanka Evrópu.

Gengi. Raungengi krónunnar, sem nú mælist um 67 (2000=100) hækkar í 80 árið 2010 og í 85 frá og með 2011. Gengi pundis gagnvart evru verði um 1,15 (evrur/pund).

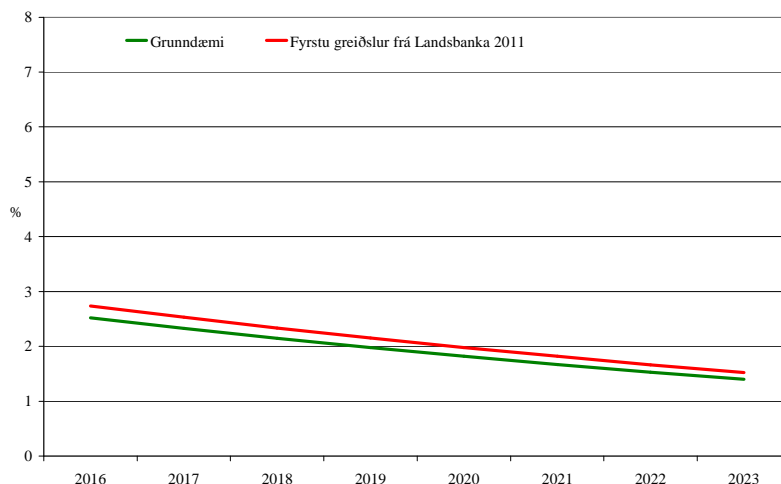
Upphæðir. Allar upphæðir í kr. miðast við áætlað meðalverðlag 2009.

Helstu niðurstöður eru eftirfarandi:

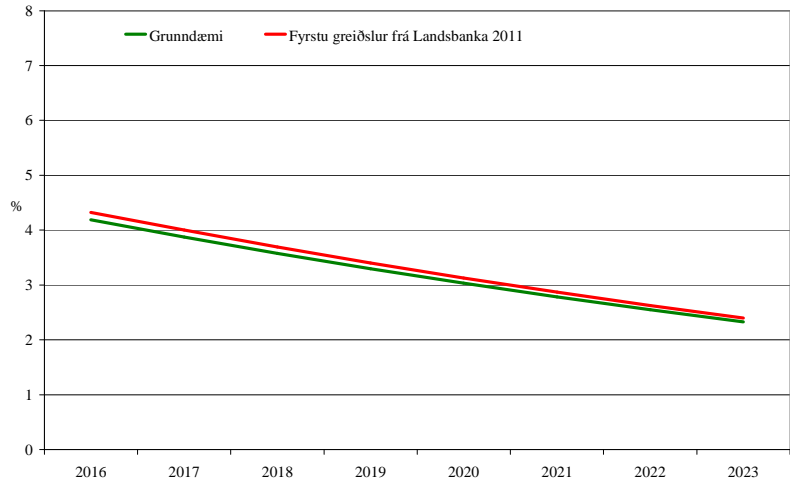
Skuldbindingar vegna Icesave-lána miðað við gengi í ársbyrjun 2009 er um 640 milljarðar kr. Hér er gert ráð fyrir lægra gengi krónunnar en í forsendum Seðlabankans. Miðað við gengi 24.7. 2009 reiknast skuldbindingin 724 milljarðar kr.

Greiðslubyrði, miðað við mismunandi forsendur um endurheimtur úr búi gamla Landsbankans, ásamt fráviksdæmum, er sýnd á myndum 5.1-5.8. Grænu línurnar sýna grunnþæmi í báðum tilvikum um endurheimtur, 75 og 40%. Rauðu línurnar túlka ýmis frávik.

Fyrsta fráviksdæmi felur í sér, að fyrsta greiðsla úr búi Landsbankans tefjist um tvö ár. Við það bætast hærri vextir við höfuðstól lánsins. Breytingin er þó óveruleg í báðum tilvikum. Við 75% endurheimtur eykst byrðin á fyrsta greiðsluári, 2016, úr 2,5% af VLF í 2,7%. Yrðu endurheimtur 40% eykst byrðin úr 4,2% af VLF í 4,3%.

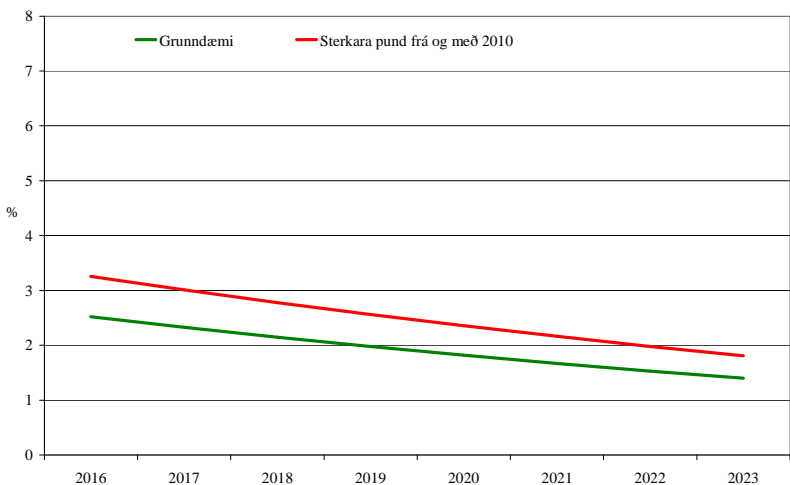


Mynd 5.1 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunnþæmi og fráviksdæmi miðað við að fyrsta greiðsla úr búi Landsbankans sé innt af hendi árið 2011. Gert er ráð fyrir 75% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

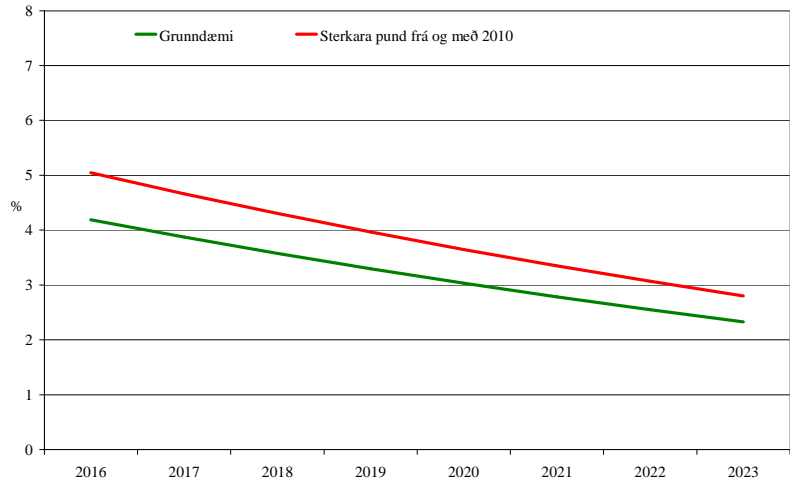


Mynd 5.2 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og frávíksdæmi miðað við að fyrsta greiðsla úr búi Landsbankans sé innt af hendi árið 2011. Gert er ráð fyrir 40% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

Annað frávíksdæmi byggist á því, að sterlingspundið styrkist um 25% gagnvart evru strax árið 2010 og haldist þannig til ársins 2023. Gengi pundins gagnvart evru og krónu skiptir miklu, því samsetning skuldbindinganna vegna Icesave er önnur en samsetning eignasafns gamla Landsbankans. Þannig eru um 67% skuldbindingarinnar í sterlingspundum, en einungis um þriðjungur eignasafnsins. Ef pundíð styrkist gagnvart öðrum gjaldmiðlum, þá eykst greiðslubyrðin að öðru jöfnu. Í hagstæðara dæminu um endurheimtum (75%) eykst greiðslubyrðin úr 2,5 í 3,3% af VLF. Í því lakara (40%) eykst byrðin úr 4,3 í 5,0% af VLF á fyrsta greiðsluári.

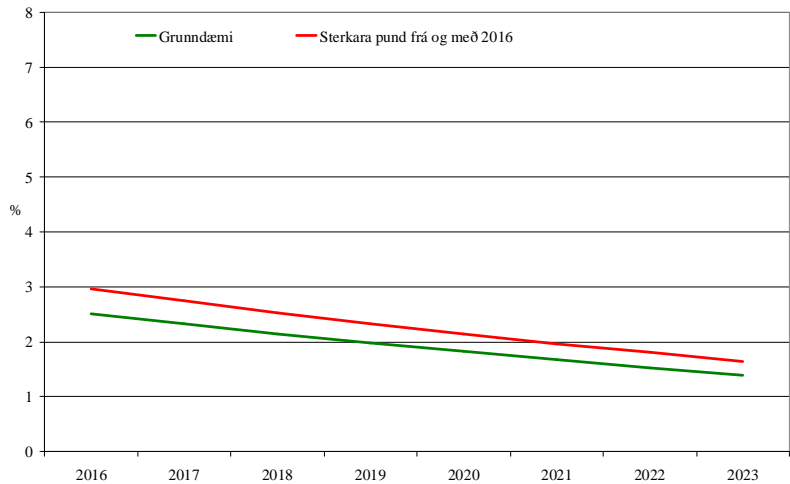


Mynd 5.3 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og frávíksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2010 og haldist þannig til ársins 2023. Gert er ráð fyrir 75% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

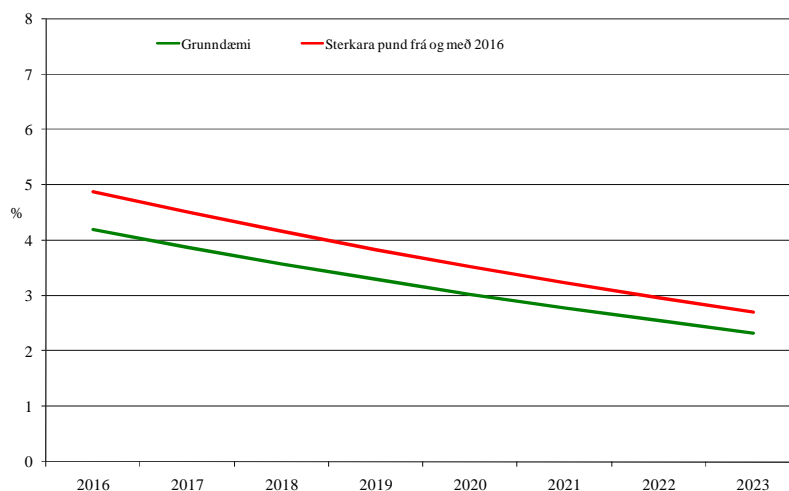


Mynd 5.4 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og fráviksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2010 og haldist þannig til ársins 2023. Gert er ráð fyrir 40% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

Í þriðja fráviksdæminu er miðað við fjórðungsstyrkingu pundsins eins og í fyrra dæmi, með þeirri breytingu, að hún gerist síðar, þ.e. óvænt árið 2016. Áhrifin eru mildari, þar sem breytingin kemur síðar.

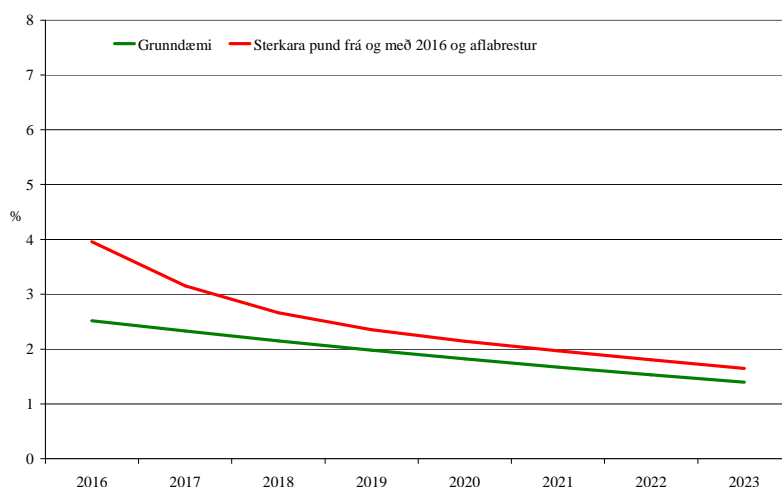


Mynd 5.5 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og fráviksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2016 og haldist þannig til ársins 2023. Gert er ráð fyrir 75% endurheimtum. Hlutfall af VLF.



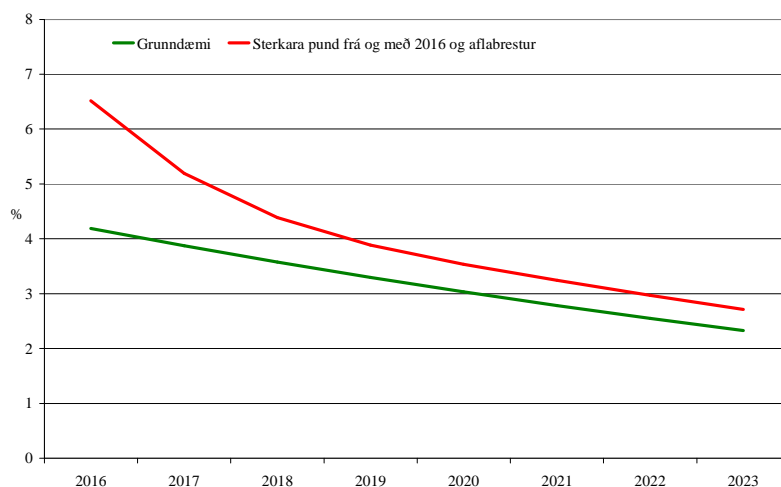
Mynd 5.6 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og fráviksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2016 og haldist þannig til ársins 2023. Gert er ráð fyrir 40% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

Í fjórða og síðasta dæminu eru tvinnuð saman tvö konar frávik, sterlingspund styrkist óvænt árið 2016, og að alvarlegur aflabrestur skelli óvænt á sama ár.⁴ Við 75% endurheimtur þyngist byrðin úr 2,5% í 4,0% af VLF. Ef heimtur verða 40% þyngist byrðin úr 4,2% í 6,5% af VLF.



Mynd 5.7 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og fráviksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2016 og haldist þannig til ársins 2023 og að aflabrestur skelli óvænt á árið 2016. Gert er ráð fyrir 75% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

⁴Tór Einarsson (2002). „Small Open Economy Model with Domestic Resource Shocks: Monetary Union vs. Floating Exchange Rate”, Central Bank of Iceland Working Papers, No. 18 (November).



Mynd 5.8 Greiðslubyrði Icesave-lána. Grunndæmi og fráviksdæmi miðað við að sterlingspund styrkist um 25% árið 2016 og haldist þannig til ársins 2023 og að aflabrestur skelli óvænt á árið 2016. Gert er ráð fyrir 40% endurheimtum. Hlutfall af VLF.

Greiðslubyrði og eftirstöðvar Icesave-lána árin 2016-2023 má einnig sjá í töflum 5.1 og 5.2. Þar er stillt saman hagstæðasta tilvikinu, 75% endurheimtum, og því óhagstæðasta, 40% heimtum, ásamt háu gengi pundsins og aflabresti.

Tafla 5.1 Eftirstöðvar og greiðslubyrði árin 2016-2023 miðað við 75% endurheimtur. Skuldbindingar vegna Icesave myndu þá nema 300 milljörðum kr. í árslok 2015.

	Eftirstöðvar í árslok		Greiðslubyrði	
	Milljarðar kr.	% af VLF	Milljarðar kr.	% af VLF
2016	216	12,2	44	2,5
2017	181	10,1	42	2,3
2018	148	8,1	39	2,1
2019	116	6,2	37	2,0
2020	85	4,5	35	1,8
2021	56	1,9	32	1,7
2022	27	1,4	30	1,5
2023	0	0,0	28	1,4

Tafla 5.2 Eftirstöðvar og greiðslubyrði árin 2016-2023 miðað við 40% endurheimtu, hátt gengi sterlingspunds og alvarlegan aflabrest. Skuldbindingar vegna Icesave myndu þá nema 582 milljörðum kr. í árslok 2015.

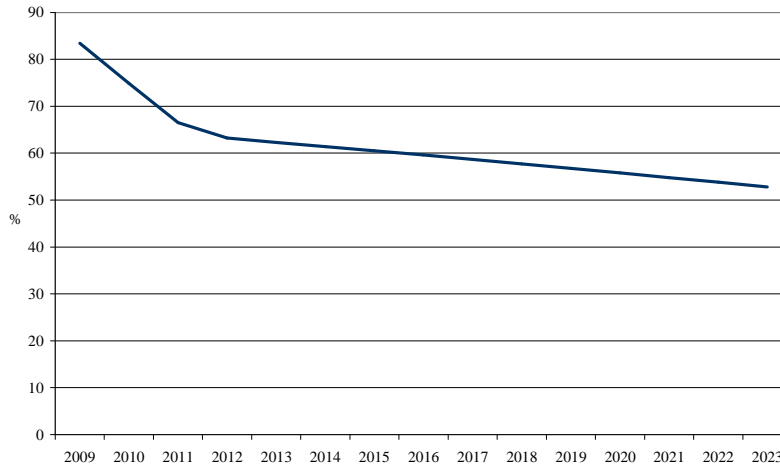
	Eftirstöðvar í árslok		Greiðslubyrði	
	Milljarðar kr.	% af VLF	Milljarðar kr.	% af VLF
2016	502	31,6	103	6,5
2017	380	22,5	88	5,2
2018	293	16,5	78	4,4
2019	225	12,2	72	3,9
2020	165	8,7	67	3,5
2021	108	5,6	63	3,2
2022	53	2,7	59	3,0
2023	0	0,0	55	2,7

Samkvæmt þessu gætu eftirstöðvar Icesave-lánsins orðið á bilinu 300 til tæpir 600 milljarðar kr. í árslok 2015, eftir endurheimtum og öðrum aðstæðum. Heildargreiðslur í upphafi greiðslutíma gætu orðið 40-100 milljarðar kr., allt eftir aðstæðum. Í seinna tilvikinu nema heildargreiðslur um 6,5% af áætlaðri landsframleiðslu 2016. Spurningin hvort sú greiðsla er viðráðanleg ræðst öðru fremur af aðstæðum á lánamarkaði í útlöndum. Ef lánsfé er fánlegt við viðunandi kjörum, ætti að vera unnt að dreifa byrðinni á lengri tíma.

Ef fjármálakreppa ríkir í heiminum á þessum tíma, eða traust á íslensku hagkerfi brestur af einhverjum ástæðum, gæti málið vandast. Þetta gildir vitaskuld um endurfjármögnun erlendra lána almennt, ekki einungis Icesave-lán. Almennt má því segja að útkoman ráðist af trausti umheimsins á íslensku efnahagslífi. Nauðsynlegur liður í því að efla það traust er, að skuldir þjóðarbúsins haldist innan skaplegra marka á næstu árum.

Þróun skulda við útlönd

Mynd 5.9 sýnir dæmi um það hvernig hreinar skuldir við útlönd gætu þróast á tímabilinu 2009-2023. Þar er gengið út frá því að ríflegur afgangur verði á viðskiptajöfnuði án vaxtagreiðslna árin 2009 og 2010, en minnki eftir það þannig að frá og með 2013 verði jöfnuður að vöxtum meðtöldum sem næst núlli. Forsendur eru m.a. þessar: (1) Raunvextir af erlendum lánum verði 3,5% allt tímabilið. (2) Engar stórframkvæmdir (sem kosta yfir 80- 100 milljarða kr. á ári) fari fram. (3) Ekki er byggt á einu dæmi sérstaklega hvað varðar Icesave-lán. Skoða ber þetta sem eins konar meðaltal dæmanna að framanverðu, að öðru leyti en því, að óvæntar breytingar (t.d. árið 2016) koma ekki fram. Almennt má segja, að því hærra sem Icesave-skuldin stefnir í, þeim mun lægra verður gengi krónunnar. Það dregur úr innflutningi og við það lækkar nettóskuld þjóðarbúsins þegar frá líður. Óvíst er því að skuldaferillinn breytist ýkjamið þegar til lengdar lætur. Bættar endurheimtuhorfur ættu að öðru jöfnu að styrkja gengi krónunnar, lakari horfur að veikja það. Leggja ber áherslu á, að þessir reikningar byggjast á afar lauslegu mati.



Mynd 5.9 Greiðslubrði Icesave-lána. Hreinar skuldir við útlöndum sem hlutfall af VLF.

Aðgengi að alþjóðlegum fjármálamörkuðum á næstu árum og þau kjör sem bjóðast munu að miklu leyti ráðast af lánshæfismati landsins og þeirra fyrirtækja sem hér starfa. Mestu skiptir að bjartsýni ríki og mun lánshæfismat ráðast af því. Miklar skuldir munu að öðru óbreyttu leiða til verra lánshæfismats. Þó verður ekki einungis litið til heildarskulda á hverjum tíma heldur framtíðarmöguleika þjóðarinnar til að borga af skuldum.

Áhrif á lífskjör

Að lokum er slegið afar lauslegu máli á það hver séu líkleg áhrif Icesave-skuldbindingarinnar á hagsæld þjóðarinnar á komandi árum. Eins og dæmin í þessum og fyrri köflum sýna, er mjög líklegt að einhver byrði falli á ríkissjóð árið 2016, þá er greiðslur hefjast af Icesave-lánunum. Eins og áður var getið má búast við að raungengi krónunnar á spátíma verði lægra en ella vegna byrðarinnar. Enn fremur er ljóst að ef erlendur lánamarkaður hefur trú á framtíð íslensks hagkerfis þá má dreifa byrðinni á lengri tíma en hér er gert ráð fyrir. Þetta gildir bæði um ríkissjóð og þjóðarþúið í heild. Hér má skoða eitt dæmi (en alls ekki hið eina). Segjum sem svo, að æskilegt sé talið, að þjóðarþúið verði jafnskuldsett gagnvart útlöndum í lok greiðslutímans, það er í árslok 2023, og stefndi í án Icesave. Samkvæmt dæmunum að framanverðu gæti skuldbindingin verið á bilinu 300-580 milljarðar kr. í árslok 2015, eða um 17-33% af VLF. Til að ná jafnri stöðu árið 2023 þyrfti afgangur á viðskiptajöfnuði að aukast um 1-2% á ári af VLF að jafnaði á tímabilinu. Þjóðarútgjöld þyrftu að lækka sem því nemur, yrðu þannig 13-26 milljörðum kr. lægri miðað við útgjöld ársins 2009 en ella. Það útheimtir lækkun á raungengi krónunnar. Hve mikið er vandmetið, en lauslega má ætla, að lækkunin þyrfti að vera 3-7%. Miðað við hlutdeild innflutnings í neyslu landsmanna yrði kaupmáttur 1-2% rýrari en ella á tímabilinu 2009-2023. Það ræðst m.a. af viðbrögðum ríkisins, hvernig lægri þjóðarútgjöld skiptast á einstaka þætti; einkaneyslu, samneyslu og fjárfestingu.

Aftur skal á það bent að í þessum útreikningum er gert ráð fyrir að skuldabyrðin sjálf hafi ekki áhrif á framleiðslugetu hagkerfisins. Ljóst er að lífskjör skerðast vegna aukinna skulda og afborgana af þeim.

Lauslegt mat á sögulegum gögnum sýnir að ef kaupmáttur minnkar um 2% í 15 ár þýðir það um hálf þúsund prósent fólksfækkun yfir tímabilið af þeim sökum einum.

6. Aðrar fjármálakreppur

Fjármálakreppur hafa svipað mynstur hvar í heiminum sem þær gerast.⁵ Forleikur fjármálakreppu gerist á góðæristíma þegar gengi gjaldmiðils hækkar, verð hlutabréfa og fasteigna hækkar, skuldsetning fyrirtækja og einstaklinga eykst, viðskiptahalli myndast, ákveðnar atvinnugreinar dafna svo sem byggingaiðnaður, fjármálastarfsemi og innflutningsverslun, og hagvöxtur er mikill.

Í nýlegri ritgerð lýsa Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff nokkrum fjármálakreppum. Þau beina athyglinni að breytingum hlutabréfaverðs og fasteignaverðs, hagvexti, atvinnuleysi og þróun ríkisskulda á meðan á kreppunni stendur.⁶ Helstu niðurstöður eru dregnar saman í töflu 6.1. Framleiðsla nær að jafnaði lágmarki eftir aðeins 1,9 ár, atvinnuleysi nær hámarki eftir 4,8 ár að meðaltali, fasteignaverð lækkar í um sex ár að meðaltali og hlutabréfaverð í um 3,4 ár. Framleiðsla hefur lengst dregist samfelt saman í fjögur ár, í Finnlandi eftir 1991, Argentínu eftir 2001 og Bandaríkjunum eftir 1929. Í öllum öðrum tilvikum nær hagvöxtur sér á strik fyrr. Í Noregi eftir eitt ár í kjölfar bankakreppu 1987, í Svíþjóð eftir þrjú ár í kjölfar kreppu árið 1991 og eftir eitt til tvö ár í löndum Austur Asíu eftir kreppuna 1997.

Hins vegar tekur töluvert lengri tíma fyrir atvinnuleysi að ná hámarki, lengst í Japan en um fjögur ár í Finnlandi og Svíþjóð og ein sex ár í Noregi eftir 1987 þótt aukningin sé yfirleitt hröðust á fyrstu stigum kreppunnar.

Fasteignaverð tekur sömuleiðis nokkurn tíma að ná botni. Í Noregi, Finnlandi og Svíþjóð tók það á bilinu þrjú til fimm ár og það lækkaði um 30% í Noregi og Svíþjóð og yfir 50% í Finnlandi.

Stytttri tíma tekur fyrir hlutabréfaverð að ná sér eða 3,4 ár að meðaltali, tvö ár í Noregi, þrjú í Svíþjóð og einnig í Finnlandi.

Skuldir ríkisins aukast ávallt í kjölfar fjármálakreppu, að meðaltali um 86,3% á fyrstu þremur árum kreppunnar í úrtaki þeirra Reinhart og Rogoff. Í Finnlandi jukust þær um tæplega 180%, í Svíþjóð um 60% og í Noregi um tæplega 50%. Þessi skuldaaukning stafar sumpart af kostnaði við að endurfjármagna bankakerfið en fyrst og fremst af hallarekstri ríkissjóðs á kreppuárunum.

⁵ Charles Kindleberger. *Manics, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New York: John Wiley & Sons, 2001).

⁶ Þeir hafa eftirfarandi lönd með, upphaf kreppu ritað innan sviga: Austurríki (1991), Ungverjaland (2008), Bandaríkin (1929), Bretland (2007), Ísland (2007), Malasía (1997), Tæland (1997), Kórea (1997), Írland (2007), Noregur (1899), Argentína (2001), Bandaríkin (2007), Svíþjóð (1991), Spánn (1977), Japan (1992), Noregur (1987), Indónesía (1997), Finnland (1991), Kólumbía (1998), Filippseyjar (1997) og Hong Kong (1997).

Enda þótt hagvöxtur taki yfirleitt fljótt við sér tekur mun lengri tíma fyrir verð hlutabréfa og fasteigna að ná sér aftur á strik, atvinnuleysi getur haldist hátt um árabil og skuldir ríkisins aukast hratt og mikið. Það er í fjármálum ríkisins sem lengst má sjá merki um fjármálakreppu.

Tafla 6.1 Þróun fasteignaverðs, hlutabréfaverðs, atvinnuleysis, hagvaxtar og ríkisskulda í fjármálakreppum.

	Meðalbreyting frá toppi uppsveiflu þar til botni er náð	Meðaltími þangað til botni er náð	Land þar sem kreppan var dýpst	Land þar sem kreppan varði lengst
Fasteignaverð (raunvirði)	-35,5%	6,0 ár	Hong Kong (-54%)	Japan, 1992 (6 ár)
Hlutabréfaverð (raunvirði)	-55,9%	3,4 ár	Ísland (-91%)	Spánn, 1977, Malasía og Tæland (5 ár)
Atvinnuleysi	7,0%	4,8 ár	USA, 1929 (22%)	Japan, 1992 (11 ár)
VLÍ á föstu verðlagi	-9,3%	1,9 ár	USA, 1929 (-30%)	Finnland, Argentína, 2001, og USA, 1929 (4 ár)
Ríkisskuldir*	86,0%	--	Finnland, Kólumbía	--

Heimild: Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financies Crises," American Economic Review: Papers & Proceedings, 99 (2), 466-472. * Aukning ríkisskulda á þremur árum eftir upphaf kreppu.

En hver eru sérkenni Íslands í þessu samhengi? Segja má að hér hafi áfallið verið mun meira en dæmi eru til að því leyti að svo til allt bankakerfið hrundi á örskömmum tíma, hlutabréfamarkaður féll saman á fáum mánuðum, gengi gjaldmiðils hefur fallið um helming og rúmlega helmingur fyrirtækja orðið tæknilega gjaldþrota auk fjölda annarra sem eru í vanskilum. Á hinn bóginn má nefna að Ísland hefur ekki þurft að leggja miklar fjárhæðir í að endurfjármagna bankakerfið þannig að það fjárhagslega tjón sem varð við fall bankanna lendir að mestu á erlendum lánardrottnum. Þannig minnka erlendar skuldir (brúttó) úr um 13 þúsund milljörðum í lok árs 2008 í um þrjú þúsund milljarða í lok ársins 2009 ef Icesave-skuldbindingar eru teknar með.

Aðlögunin var að mörgu leyti erfiðari eftir bankakreppuna í Færeyjum í upphafi títunda áratugarins en í þeim löndum sem hér hafa verið skoðuð. Þátt í því á myntsamstarfið við Danmörku, þótt fleira komi vafalaust til. Færeyingar gátu ekki rétt sig af með því að láta gengi gjaldmiðils síns falla heldur varð aðlögunin að gerast eftir öðrum leiðum. Atvinnuleysi fór í 19% árið 1993 og um 12% landsmanna fluttu úr landi á nokkrum árum. Færeyingar

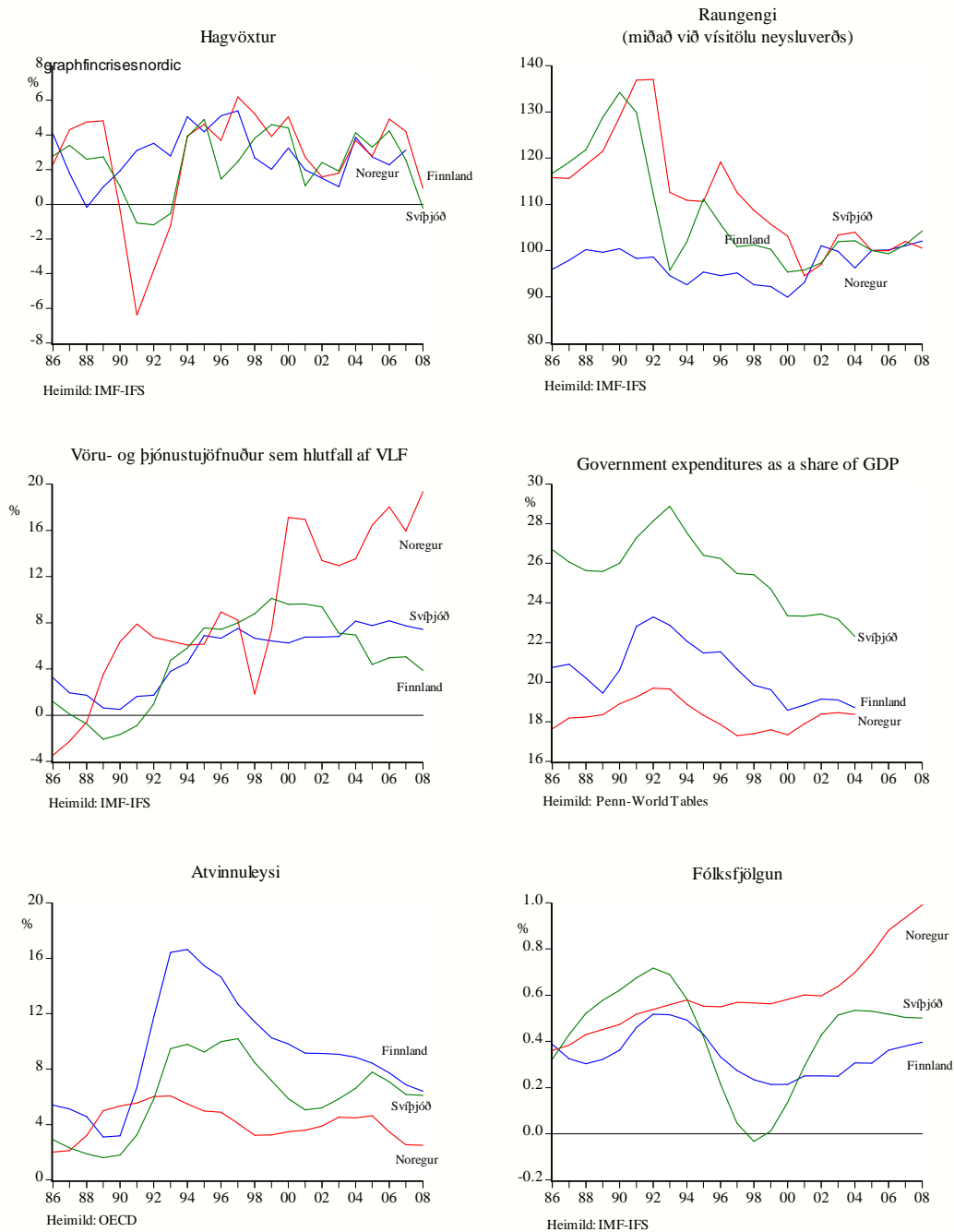
greiddu skuldir sínar við útlönd á skömmum tíma og efnahagur landsins virðist traustur, en stór skörð eru í hópi þeirra sem eru undir miðjum aldri.⁷

Norðurlönd

Hér verður fjallað stuttlega um þróun helstu hagstærða í Finnlandi, Noregi og Svíþjóð í kjölfar fjármálakreppunnar sem hófst árið 1991. Á mynd 6.1 sést glöggð hvernig hagvöxtur snarminnkar í skamman tíma, atvinnuleysi eykst um lengri tíma, raungengi snarfellur og vöru- og þjónustujöfnuður batnar. Jafnframt hækka ríkisútgjöld sem hlutfall af VLF tímabundið en lækka síðan niður fyrir það sem var fyrir kreppu. Það er athyglisvert að fólki fjölgar meira á meðan á kreppunni stendur en bæði áður og eftir.

⁷ Hermann Óskarsson (2008): Þinkulönd í kreppu, fyrirlestur á vegum Hagfræðideildar Háskóla Íslands.

Fjármálakreppur á Norðurlöndum



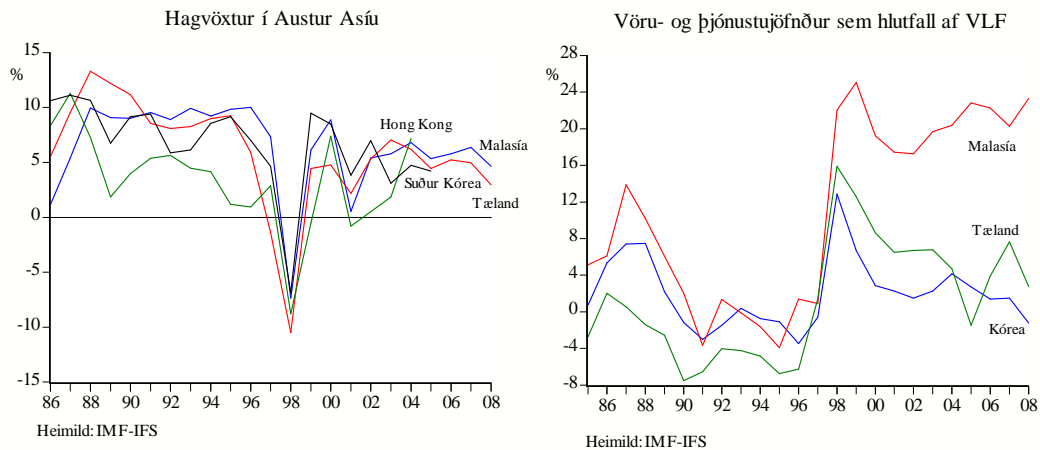
Mynd 6.1 Fjármálakreppur í Finnlandi, Noregi og Svíþjóð. Þróun helstu hagstærða.

Austur-Asía

Næst er litið til Asíuríkjanna Tælands, Malasíu og Suður-Kóreu. Sama mynstur kemur þar upp. Hins vegar jókst atvinnuleysi ekki eins mikið og lengi (ekki sýnt hér), sennilega vegna skorts á félagslegu tryggingakerfi. Hagvöxtur var mikill í þessum löndum í kjölfar

fjármálakreppunnar og töluverður afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði um tíma í Suður-Kóreu og Tælandi, en mikill og langvarandi í Malasíu.

Fjármálakreppur í Austur Asíu

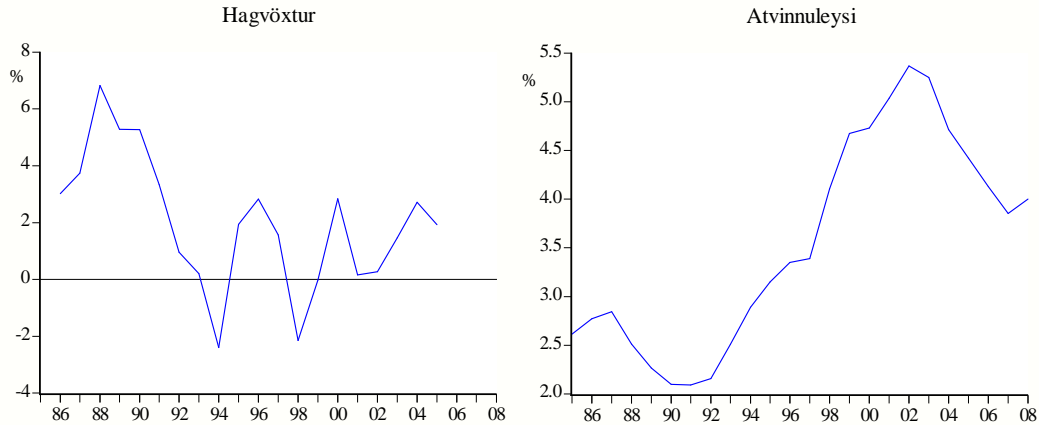


Mynd 6.2 Fjármálakreppur í Asíu.

Japan

Mikill hagvöxtur var í Japan allt fram á tíunda áratuginn. Í lok þessa tímabils varð gríðarleg eignaverðbólga sem náði bæði til fasteignaverðs og hlutabréfaverðs. Orsakir hennar var að finna innanlands vegna þess að Japanir hafa lengstum haft jákvæðan viðskiptajöfnuð og neikvæðan fjármagnsjöfnuð. Það var því ekki innflæði fjármagns sem orsakaði bóluna heldur útlán innlendra fjármálastofnana í kjölfar afnáms hafta (e. deregulation) á fjármálamörkuðum. Bólan sprakk árið 1992 í kjölfar vaxtahækkana seðlabanka Japans. Afleiðingarnar fyrir hagvöxt og atvinnuleysi má sjá á mynd 6.3. Hagvöxtur snarlækkaði og hefur haldist lágur á meðan atvinnuleysi jókst og hélst hátt í fjölda ára.

Japan



Mynd 6.3 Hagvöxtur og atvinnuleysi í Japan.

Mikið hefur verið skrifað um orsakir stöðunar í japanska hagkerfinu. Þrennt hefur verið nefnt til sögunnar. Í fyrsta lagi risu upp um svipað leyti og fjármálakreppan skall á önnur Asíuríki sem framleiddu iðnvarning fyrir markaði á Vesturlöndum. Hér er fyrst og fremst átt við Kína en einnig Tæland, Suður-Kóreu og fleiri smærri ríki. Í öðru lagi voru hagstjórnarviðbrögð hæg og ómarkviss. Þannig tók langan tíma að lækka vexti og auka ríkisútgjöld. Í þriðja lagi hefur verið bent á að fyrirtæki og fjármálastofnanir sem urðu tæknilega gjaldþrota hafi ekki verið gerð gjaldþrota í nægilega miklum mæli, t.d. vegna umfangsmikils krosseignarhalds. Þannig héldu bankar áfram að starfa þótt þeir væru lítt starfhæfir vegna slæmrar eiginfjárstöðu og hið sama átti við um mörg önnur fyrirtæki.

7. Niðurstöður

Íslenska hagkerfið er að ganga í gegnum hremmingar sem eiga sér vart fordæmi á síðustu áratugum. Af þeim sökum er varasamt að líta til fortíðar til að meta horfur næstu ára og óvissa er mikil hvað varðar allar spár og útreikninga.

Í álitum Seðlabanka Íslands og fjármálaráðuneytis er ekki tekið tillit til þess að aukin skuldabyrði mun að öðru óbreyttu hafa neikvæð áhrif á hagvöxt sem aftur leiðir til verri lífskjara. Þau neikvæðu áhrif mætti milda með lengingum lána og skuldbreytingum. Greiðslur til lúkninga skulda er fé sem ekki verður notað til annarra hluta, s.s. í fjárfestingar eða til neyslu.

Þá er ekki lagt kerfisbundið mat á þá áhættu sem skuldbindingunum fylgir. Þar sem upphæðir vegna Icesave-skuldbindinganna eru háar, jafnvel í þjóðhagslegu samhengi, og óvissan er mikil er varasamt að styðjast um of við tiltekin grunndæmi þegar meta á áhættuna. Hér nægir ekki að skoða einstök frávikstilvik án þess að lagt sé mat á hve líklegt sé að viðkomandi aðstæður myndist. Æskilegt hefði verið að meta þessa áhættu en slíkt er ekki gert í þeim álitum sem fyrir liggja. Við þessar aðstæður þar sem óvissan er mikil og upphæðir háar er það í raun og veru áhættan sem meginmáli skiptir.

Ef litið er til reynslu fortíðar má ætla að hagvaxtarspár þær sem fyrir liggja séu of lágar til skamms tíma en of bjartsýnar sé litið lengra fram á veginn. Þá má ætla að raungengi krónunnar verði hærra en gert er ráð fyrir í spám Seðlabanka og fjármálaráðuneytis.

Erfitt er að rökstyðja að afgangur af vöruskiptum við útlönd haldist svo lengi og svo mikill sem gert er ráð fyrir í álitum Seðlabanka Íslands auk þess sem það stangast á við reynslu annarra þjóða.

Hvað varðar greiðslubyrði afborgana og vaxta ræðst hún mjög af aðgengi að erlendu lánsfé á þeim tíma sem endurgreiðslurnar eiga sér stað. Ólíklegt er að afgangur af ríkisrekstri verði svo mikill sem gert er ráð fyrir í greinargerð fjármálaráðuneytisins. Það ætti ekki að koma að sök verði aðgengi að fjármagni tryggt þegar fram líða stundir þar sem hægt yrði að endurfjármagna greiðslurnar. Engu að síður er ljóst að miðað við breytingar í forsendum sem ekki eru ólíklegar getur greiðslubyrði af lánunum orðið þungbær ef aðgangur að erlendum fjármagnismörkuðum er takmarkaður á endurgreiðslutímanum.

Mesta hættan liggur í því ef efnahagshremmingar þær sem við glímum nú við verða til þess að fólk flytji úr landi í stórum stíl. Slíkt myndi minnka framleiðslu í framtíðinni og þyngja skuldabyrðina enn frekar. Reynsla fyrri ára bendir til þess að áhrif hagsveiflu á fólksflutninga séu marktæk en ekki stórvægileg. Hvort það samband helst enn er óvíst. Hvað varðar skuldbindingar vegna Icesave einar sér má ætla að áhrifin verði einhver en ekki mikil. Lausleg athugun, byggð á hagsögu síðustu áratuga, bendir til þess að fólksfjöldinn yrði um hálfu prósentu lægri en ella við lok greiðslutímans. Fólksflótti í stórum stíl vegna almennrar ótíðar þyngir skuldabyrðina hjá þeim sem eftir sitja.