

## Viðauki 1 Skuldir Íslendinga

Íslendingar eru meðal skuldugustu þjóða heims, hvort heldur lítið er til skulda einkageirans, skulda heimila og fyrirtækja sérstaklega eða vergrar eða hreinnar skuldar þjóðarbúsins. Hins vegar eru skuldir hins opinbera ekki sérstaklega miklar. Hér verður reynt að varpa ljósi á hversu mikið Ísland sker sig frá öðrum þjóðum og hugsanlegar ástæður þess að skuldir einkageirans á Íslandi eru svo miklar. Þá er rætt um hugsanleg áhrif skuldasöfnunarinnar á hagvöxt á næstu árum.

Þótt skuldir einkageirans á Íslandi séu með því mesta sem þekktist á meðal þróaðra ríkja eru þær ekki einsdæmi. Alþjóðlegur samanburður er þó síður en svo auðveldur vegna skorts á fyllilega sambærilegum gögnum. Samkvæmt gögnum sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn birtir (International Financial Statistics) eru skuldir einkageirans við innlánsstofnanir, í hlutfalli við landsframleiðslu, meiri í fjórum þróuðum aðildarlöndum, þ.e.a.s. Danmörku, Þýskalandi, Hollandi og Bretlandi. Þetta er þó ófullkominn samanburður, því að stofnanir aðrar en innlánsstofnanir gegna mistóru hlutverki í lánakerfinu. Á Íslandi gegnir t.d. Íbúðalánasjóður mjög stóru hlutverki. Einnig má ætla að hlutur erlendra lánastofnana sé í stærra lagi hérlandis, því að lítið land sem stundar mikil utanríkisviðskipti og hefur búið við háa innlenda vexti hefur ríkari hvata en önnur til að leita á erlendan lánamarkað. Skuldir einkageirans við lánakerfið í heild eru meira en tvöfaldar skuldir hans við innlánsstofnanir. Þetta eru mun meiri skuldir en í Bandaríkjunum og Svíþjóð, sem eru einu löndin auk Íslands sem birta gögn um lánakerfið í víðum skilningi, en gögn skortir um þau lönd þar sem einkageirinn er skuldsettar við innlánsstofnanir en á Íslandi.

Íslensk heimili eru vissulega á meðal hinna skuldugustu í heimi. Samkvæmt upplýsingum *Eurostat* eru skuldir danskra og hollenskra heimila þó enn meiri í hlutfalli við ráðstöfunartekjur. Rétt er þó að hafa í huga að tölfræðigögn um skuldir heimila, hvort heldur á Íslandi eða erlendis, kunna að vera ónákvæm. Samkvæmt gögnum *OECD* virðist hrein eign íslenskra heimila (að eign í lífeyrissjóðum frátalinni) einnig í lægri kantinum, en þó ekki langt frá þeim fáu löndum sem eru til viðmiðunar.

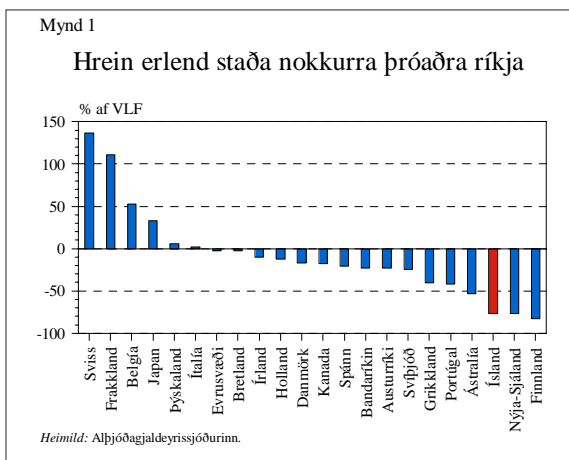
Skuldir íslenskra fyrirtækja eru ekki síður háar í samanburði við þau lönd sem hægt er að nálgast gögn um. Í árslok 2002 námu skuldir íslenskra fyrirtækja, annarra en fjármála-fyrirtækja, tæplega 1½ landsframleiðslu, sem eru meiri skuldir en í þeim löndum sem nokkuð sambærileg gögn fást um.<sup>1</sup> Skuldir hollenskra fyrirtækja eru litlu minni, en aðrar þjóðir eru talsvert þar fyrir neðan.

Hlutfall skulda af eigin fé skráðra atvinnufyrirtækja, þ.e.a.s. skráðra fyrirtækja að undanskildum fjármála- og tryggingarfyrirtækjum, hefur verið mjög breytilegt á undanförunum árum. Þannig nam skuldahlutfallið 1,97 árið 1997, hækkaði skarpt í 2,32 árið 2000, féll síðan í 1,72 í lok sl. árs og í lok júnímánaðar var hlutfallið komið í 2,09. Svo virðist sem skuldahlutfall íslenskra atvinnufyrirtækja í heild, skv. atvinnuvegauppgjöri Hagstofunnar, sé nokkuð svipað, en þær tölur ná aðeins fram til ársins 2001. Á alþjóðlegan mælikvarða virðist skuldahlutfall íslenskra fyrirtækja vera í herra lagi og sveiflukenndara en víðast þekktist.

Beint sambengi er á milli hinna miklu skulda íslenskra fyrirtækja og skulda þjóðarbúsins í heild, því að meira en þriðjungur skulda fyrirtækja eru annaðhvort erlend lán eða erlent lánsfé endurlánað fyrir milligöngu lánakerfisins. Mikil ásókn heimilanna í lánsfé hefur væntanlega einnig stuðlað að háum innlendum vöxtum og þannig beint fyrirtækjum sem eiga þess kost, einkum þeim sem hafa útflutnings-tekjur, og hinu opinbera fremur á erlendan lánamarkað. Rétt er að nefna í þessu sambandi að orkugeirinn á Íslandi hefur hér nokkra sérstöðu. Vatnsaflsvirkjanir eru afar fjármagnsfrekar, kosta lítið í rekstri og endast mjög lengi. Svipað má segja um hitaveitur. Verulegur hluti orkuöflunarinnar er fyrir orkufrekan iðnað, sem greiðir verð sem er ákvarðað í erlendum gjaldmiðli og að hluta tengt erlendu markaðsverði stóriðjuafurða. Eðlilegt er að lánsfjáröflun orkugeirans sé mikil, til langs tíma og að mestu leyti í erlendum gjaldmiðlum. Vegna orkufreks iðnaðar vegur

1. Hér er tekið mið af tölum úr skýrslum Þjóðhagsstofnunar til ársins 1997 og þær framreiknaðar til ársins 2002. Skuldir við lánakerfið með hlíðsjón af lánakerfisgögnum Seðlabankans eru nokkru lægri.

orkugeirinn þungt í íslenskum þjóðarbúskap og vegna yfirgnæfandi vægis vatnsaflsvirkjana er hann mjög fjármagnsfrekur. Skuldir orkugeirans á Íslandi nema 92,1 ma.kr., sem eru nær eingöngu erlendar skuldir, eða 9,1% af vergum erlendum skuldum þjóðarinnar. Hrein skuldastaða þjóðarbúsins nam í árslok 2002 100,0% af landsframleiðslu og hrein erlend staða (þ.e.a.s. að viðbætti hreinni áhættufjárfestingu) -77,1%, en frá þeim tíma hefur létt nokkuð á skuldunum vegna gengishækkunar krónunnar. Eins og sjá má á meðfylgjandi mynd eru aðeins tvö þróuð lönd með álíka neikvæða eða neikvæðari eignastöðu gagnvart útlöndum.

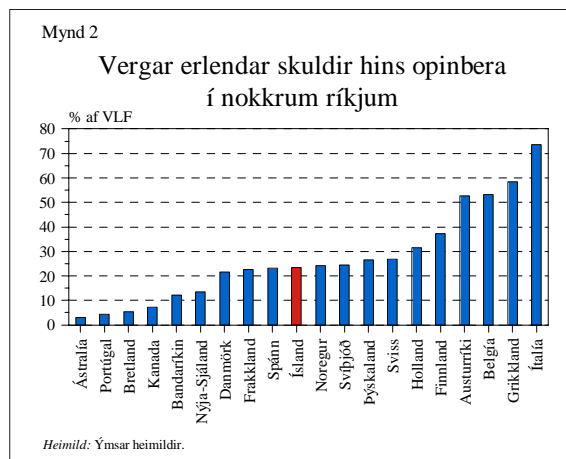


Í áhættumati erlendra matsfyrirtækja er töluvert lagt upp úr neikvæðri skuldastöðu landsins, sem hefur neikvæð áhrif á lánshæfiseinkunn íslenska ríkisins og fjármálastofnana. Í því sambandi er Ísland gjarnan borið saman við lönd í svipuðum áhættuflokki. Þannig kemur fram í skýrslu *Standard&Poors* frá því í júní sl. að hreinar skuldir Íslands eru meiri sem hlutfall af erlendum tekjum (e. current account receipts – þ.e.a.s. tekjur af útflutningi að viðbættum þáttatekjum) en í nokkru þeirra landa sem eru í svipuðum áhættuflokki. Aðeins Nýja-Sjáland er í svipaðri stöðu. Þó er þess getið í skýrslu matsfyrirtækisins að staða Nýja-Sjálands sé að því leyti betri að erlendar skuldir Nýja-Sjálands séu í innlendum gjaldmiðli. Sama má segja um Finnland, sem notar evruna.

Af hverju skulda Íslendingar svona mikið? Svarið við þeirri spurningu getur skipt nokkru máli þegar reynt er að meta líkur þess að skuldaföfnunin snúist

fljótlega við, annaðhvort hægfara eða með kreppu sem ósjálfbær þróun gæti kallað yfir þjóðina.

Hægt er að útiloka strax einn þátt sem hefur skýrt laka skuldastöðu sumra þjóða. Skuldir hins opinbera eru ekki sérstaklega miklar í alþjóðlegum samanburði, né heldur er erlendur þáttur þeirra sérstaklega stór. Erlendar skuldir ríkisins eru svipað hlutfall af landsframleiðslu og hjá þorra Evrópulanda. Hins vegar er rétt að hafa í huga að stór hluti erlendra ríkisskulda þeirra Evrópuþjóða sem skulda umtalsvert meira erlendis en Íslendingar er í evrum. Einnig er sennilegt að nokkuð stór hluti erlendra skulda annarra þjóða sé í innlendum gjaldmiðlum. Þar sem engin gjaldmiðlaáhætta er til staðar í því tilviki hefur hugtakið erlendar skuldir takmarkaða efnahagslega þýðingu.<sup>2</sup>



Miklar skuldir heimilanna er e.t.v. að ýmsu leyti auðveldara að skýra en háar skuldir fyrirtækja. Íslenska þjóðin og hagkerfið ber óneitanlega ýmis ein-kenni sem ýta undir skuldaföfnun. Eitt þessara einkenna er tiltölulega ungur aldur þjóðarinnar. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var sl. sumar,<sup>3</sup> er ungur aldur þjóðarinnar talinn geta skýrt allt að 60%

2. Þó er ekki sjálfgefið að búseta skuldareiganda skipti engu máli þegar um skuld í innlendum gjaldmiðli er að ræða. Gjaldmiðlaáhættan hefur í því tilviki færst yfir á skuldareigandann, sem kann að hafa litlar skuldbindingar sjálfur í viðkomandi landi eða gjaldmiðlasvæði. Viðbrögð þeirra á tímum óvissu geta því verið snörg og haft í för með sér sviptingar á gjaldeyrismarkaði, eins og fjölmörg dæmi eru um.

3. *Iceland – Staff Report for the 2003 Article IV Consultation*, 31 júlí, 2003.

mismunarins á milli erlendra skuldbindinga Íslendinga og annarra iðnríkja.<sup>4</sup>

Annar þáttur sem skipta kann máli er hversu stór hluti íbúðarhúsnæðis á Íslandi er í einkaeign. Á Íslandi hefur verið rekið öflugt húsnæðislánakerfi sem felur í sér umtalsverðan stuðning við kaupendur húsnæðis. Leigumarkaður fyrir húsnæði er að sama skapi afar þunnur og ótryggur frá sjónarhóli leigjenda. Af þeim löndum sem tekist hefur að afla gagna um er hlutdeild leigumarkaðarins næst minnst á Íslandi, eða u.þ.b. fimmtungur. Aðeins á Spáni er hlutfall íbúðarhúsnæðis í eigu ábúenda hærra, en svipuð eru hlutföllin í Grikklandi og Írlandi.<sup>5</sup> Í Þýskalandi hins vegar er u.þ.b. 60% íbúðarhúsnæðis leiguhúsnæði.

Vegna þess að íbúðareign er eins algeng og raun ber vitni felst stærri hluti húsnæðiskostnaðar hérlandis í vaxtakostnaði en í löndum þar sem leigumarkaðurinn er umfangsmeiri. Ætla má að u.þ.b. 60% af skuldum íslenskra heimila séu húsnæðis-skuldir. Því nema húsnæðisskuldir þeirra u.þ.b. 65% af íbúðareign þeirra.<sup>6</sup> Ef helmingur þeirra sem nú eiga íbúðarhúsnæði leigði húsnæði í staðinn myndu skuldir heimilanna lækka um 250 ma.kr. og hlutfall skulda þeirra af ráðstöfunartekjum lækka úr u.þ.b. 183% í lok sl. árs í 133%. Minni skuldir myndu hins vegar ekki endilega fela í sér minni greiðslubyrði, því þess í stað þyrftu heimilin að greiða húsaleigu. Þetta dæmi sýnir hve mikilvægt er að skoða skuldir heimilanna í ljósi þess hve algeng einkaeign á húsnæði er.

Í þriðja lagi skiptir máli að á Íslandi er stuðningur við námsmenn einkum í formi námslána sem bera lága eða enga vexti. U.þ.b. 7% skulda heimilanna í árslok 2002 voru námslán. Ísland er reyndar ekki eina landið þar sem stuðningur við námsmenn er á þessu formi, en óvída er jafn stór hluti stuðningsins með þessum hætti.<sup>7</sup>

Í fjórða lagi hafa verið leidd rök að því að lífeyrissjóðakerfi með sjóðssöfnun, sem fela í sér varin eignarréttindi, yti undir skuldassöfnun. Í því sambandi má benda á að lönd þar sem skuldir heimila virðast álíka háar eða hærra en á Íslandi búa einnig við öflug lífeyriskerfi. Lífeyrissparnaður er þvingaður sparnaður. Ef heimilin eru þvinguð til að spara meira og eyða minna í neyslu af tekjum hvers árs en þau myndu gera af eigin hvötum er líklegt að þau bregðist við því með því að flýta neyslu á móti með skuldassöfnun.<sup>8</sup> Öflugt lífeyriskerfi kann einnig að veita öryggiskennnd um framtíðartekjur til að standa undir skuldbindingum, en það getur ýtt undir bæði framboð og eftirspurn eftir lánsfé.

Tafla 1 Skuldir heimila og fyrirtækja annarra en fjármálastofnana

	Fyrirtæki, % af VLF	Heimili, % af ráðstöf- unartekjum	Upplýsingar miðast við árið
Danmörk.....	71,9	201,9	2000
Noregur.....	91,7	141,8	2001
Þýskaland.....	88,3	112,7	2001
Frakkland.....	82,1	73,2	2000
Holland.....	140,8	191,4	2001
Finnland.....	72,8	69,7	2001
Bretland.....	105,9	120,4	2001
Bandaríkin.....	93,7	92,9	2001
Nýja Sjáland.....	.	120 <sup>1</sup>	2000
Ísland.....	147,1	169,3	2001

1. Samkvæmt ræðu dr. Alan Bollard bankastjóra Seðlabanka Nýja-Sjálands frá 14. október 2003 hafa skuldir heimila þar í landi farið ört vaxandi undanfarin ár. Þannig var þetta hlutfall komið í 130% fyrir árið 2002.

Heimildir: Fyrirtæki: Eurostat fyrir meginland Evrópu, National Statistics fyrir Bretland, Federal Reserve Flow Of Funds Releases fyrir Bandaríkin. Fyrir Ísland er byggt á gögnum Þjóðhagsstofnunar til ársins 1998, framreiknuðum af Seðlabankanum til 2001.

4. Aðferðin sem beitt er í skýrslu sendinefndarinnar er byggð á Lane, Philip R., Milesi-Ferreti og Gian Maria, 2001, „Long-term Capital Movements“, *IMF Working Paper* 01/107.5.

5. *Structural Factors in the EU Housing Markets*, ECB, mars 2003.

6. Er þá miðað við fasteignamat. Markaðsvirði fasteigna er umtalsvert hærra.

7. Á margan hátt er aðstoð við námsmenn á Norðurlöndum þó með líku sniði og á Íslandi, nema hvað auk lána eru vettir beinir námsstyrkir til námsmanna. Í ýmsum tilvikum eru styrkir mun umfangsmeiri en

lánin. Að öðru leyti tekur aðstoðin mið af aðstæðum hvers og eins, t.d. heimilisaðstæðum, tekjum foreldra, hjúskaparstöðu, fjölda barna á framfæri námsmanns o.s.frv. Í sumum tilvikum er heimilt að breyta láni í styrk ef svo ber undir, háð aðstæðum. Þótt námsstyrkir á hinum Norðurlöndunum séu mun umfangsmeiri en á Íslandi koma þeir ekki að öllu leyti í stað námslána.

8. Hér má vissulega koma fram með þá mótbáru að veruleg þátttaka í viðbótarlífeyrissparnaði sýni að lífeyrissparnaður á Íslandi sé ekki sérlega þvingandi. Í honum fólst þó verulegur skattalegur hvati sem flækir myndina enn frekar.

Fimmti þátturinn sem kann að skipta sköpum er útbreiðsla verðtryggingar á Íslandi. Hún gerir lántakendum kleift að fá lánsfé til mun lengri tíma en ella væri mögulegt og hefur í för með sér lægri vexti en ef lánin væru óverðtryggð, auk þess sem vaxtabætur lækka vaxtakostnað stórs hluta lántakenda umtalsvert.<sup>9</sup> Jafngreiðsluform íbúðalána gerir greiðslubyrði þeirra enn afturhlaðnari en ella og líklegt er að það leiði til þess að heimilin verða tiltölulega mikið skuldbætt lengur en ella.

Hér að framan hefur verið leitað svara við þeirri spurningu hvers vegna skuldir Íslendinga eru svo miklar í alþjóðlegum samanburði. Önnur og skyld spurning er hvers vegna þær hafa aukist jafn ört og raun ber vitni. Þótt ungur aldur þjóðarinnar skýri háar skuldir miðað við önnur lönd eru þau rök tæpast sannfærandi sem skýring á stöðugum vexti skuldanna um tveggja áratuga skeið, því að ekki hefur þjóðin yngst á tímabilinu – þvert á móti. Eðlilegra virðist að skýra þá þróun út frá afnámi hafta á lántökur, aukins aðgangs að erlendu lánsfé, tilkomu verðtryggingar og breytinga á húsnæðiskerfi. Á tímum neikvæðra raunvaxta var lánsfé skammtað og það fé sem lánað var brann hratt upp á verðbólguþálinu. Aukið frjálsræði á fjármálamarkaði sneri þessu við. Fjármálastofnanir juku framboð sitt á lánsfé, verðtrygging gerði lántakendum kleift að fá lánsfé til mun lengri tíma en áður án þess að það yrði greiðslugetu þeirra ofviða og vegna jafngreiðslueðlis húsnæðislána voru húsnæðisskuldir greiddar afar hægt niður, sem fyrr segir. Þegar verðtrygging kom til skjalanna hafði kynslóð húsbýggjenda eignast húsnæði sem var fjármagnað með neikvæðum raunvöxtum. Skuldir voru því orðnar óeðlilega litlar miðað við eignir. Þessir húsnæðiseigendur höfðu yfir að ráða miklu veðrymi, sem væntanlega hefur ýtt undir skuldafélaginu. Í sumum tilfellum gerist slíkt e.t.v. ekki fyrr en nýjar kynslóðir taka við eignunum. Þess vegna getur slík aðlögun tekið langan tíma, jafnvel áratugi.

Skuldaaukningu íslenskra fyrirtækja má sennilega að einhverju leyti skýra með svipuðum hætti. Rökin um ungan aldur þjóðarinnar eiga hins vegar síður við sem skýring á háum skuldum um þessar mundir. Ástæður þess að skuldahlutfall íslenskra fyrirtækja virðist hátt og sveiflukennt miðað við erlend fyrirtæki geta verið margvíslegar. Hugsanlegt er að sjávarútvegsfyrirtæki, sem vega þungt í íslensku atvinnulífi, séu fjármagnsfrekari en gengur og gerist með iðnað annarra þjóða, sem kann að leiða til þess að skuldsetning þessara fyrirtækja verði tiltölulega há. Á því skortir þó rannsóknir. Þá hafa mörg þessara fyrirtækja fjárfest verulega í veiðiheimildum á undanförunum árum og oftast fjármagnað kaupin með lánsfé, eins og áður hefur komið fram.

Stór hluti langtímaskulda fyrirtækja er í erlendri mynt. Gengisbreytingar hafa því mikil áhrif á fjárhæð skuldsetningar í krónum talið og eiga stóran þátt í snörpum sveiflum í skuldahlutfallinu, enda eru eignir verðmetnar í íslenskum krónum.

Þá er líklega algengt að bókhaldslegt verðmæti eigna sé til muna lægra hjá íslenskum fyrirtækjum en raunverulegt markaðsverðmæti. Sérstaklega á þetta við um sjávarútvegsfyrirtækin vegna dulinna eigna í veiðiheimildum. Þar með raskast raunverulegt samband milli eigna og skulda og hefur áhrif til lækkunar á bókfærðu eigin fé.

Loks er þess að geta að skipulagður hlutabréfamaarkaður er tiltölulega ungur á Íslandi og fyrirtæki eru flest smá. Fjármögnun fyrirtækja hefur því aðeins að litlu leyti farið fram í gegnum almenna hlutabréfaútgáfu. Fyrirtækin hafa því þurft að treysta mjög á fjármögnun í gegnum banka, og kann það að hafa leitt til hærri skuldsetningar en víðast þekktist í þróuðum efnahagskerfum. Höft á fjárfestingu erlendra aðila í íslenskum sjávarútvegi ýta svo enn frekar undir fjármögnun í gegnum lánakerfið.

9. Í öðrum löndum þar sem tíðkast að veita afslátt af vaxtagjöldum í gegnum skattkerfi er slíkur afsláttur víðast á undanhaldi sbr. viðauka 2 um stuðning hins opinbera við húsnæðiskaupendur.