



15. júlí 2009

Minnisblað

Viðtakandi: Fjárlaganefnd Alþingis

Sendandi: Seðlabanki Íslands, Seðlabankastjóri

Efni: Skrifleg umsögn Seðlabanka Íslands um Icesave-samningana og upplýsingar um greiðslubyrði af erlendum lánum

Fjárlaganefnd Alþingis óskaði eftir skriflegri umsögn Seðlabanka Íslands um Icesave-samningana og upplýsingum um greiðslubyrði af erlendum lánum. Beiðnin barst bankanum 6. júlí 2009. Seðlabanki Íslands hefur tekið saman álit og skiptist það í tvennt: umfjöllun um erlenda skuldastöðu Íslands og lögfræðilegt álit á ríkisábyrgð á skuldbindingu Tryggingarsjóðs innstæðueigenda.

I. Erlend skuldastaða

Mat á greiðslubyrði vegna þeirra lánasamninga sem undirritaðir hafa verið við Breta og Hollendinga til þess að standa við verðandi skuldbindingar vegna Icesave-reikninganna snýst einkum um tvennt:

1. Getu ríkissjóðs til þess að afla tekna og draga úr útgjöldum í því skyni að standa undir vaxtabyrði sem af samningunum hlýst.
2. Getu þjóðarbúsins til þess að afla afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum til þess að greiða vexti og afborganir á endurgreiðslutíma samningsins án þess að það leiði til umtalsverðrar lækkunar á gengi krónunnar.

Mat á þessum lykilþáttum er háð umtalsverðri óvissu. Nefna má óvissu um endurheimtu hlutfall eigna Landsbankans, sem reiknað er með að standi undir meginhluta skuldbindinga Tryggingarsjóðs innstæðueigenda. Þá er einnig talsverð óvissa um þróun hagvaxtar, sem hafa mun áhrif á tekjuöflun ríkissjóðs, og útflutningstekna, sem hefur áhrif á það hve afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verður mikill og þar með hvaða áhrif aukin greiðslubyrði hefur á gengi krónunnar. Gengi krónunnar hefur svo í sjálfu sér mikil áhrif á hlutfallslega greiðslubyrði miðað við landsframleiðslu í krónum talið. Allir framangreindir óvissuþættir eru mjög háðir framvindu efnahagsmála á heimsvísu, sem enn er í mikilli óvissu. Taka ber fram að ákvarðanir í hagstjórn munu einnig hafa veruleg áhrif á þróun hagvaxtar á lánstímanum sem um ræðir.

Skuldir vegna Icesave

Þegar Icesave-samningarnir eru metnir er gert ráð fyrir að í lok árs 2015 verði búið að selja allar eignir gamla Landsbankans erlendis en þá verði skuld íslenska ríkisins vegna samninganna 340 milljarðar króna ef

miðað er við 75% endurheimtur. Núvirði þessarar fjárhæðar miðast við 5,55% vexti og er 240 milljarðar króna eða sem svarar 17% af áætlaðri vergus landsframleiðslu (VLF) ársins 2009. Þessa fjárhæð á að greiða á 8 árum, þ.e. 30 milljarða á ári eða 2,1% af áætlaðri VLF ársins 2009.

Vegna þess hversu greiðslurnar vegna Icesave eru seint á samningstímanum hafa þær safnað verulegum vöxtum þegar kemur að gjalddögunum. Gert er ráð fyrir að fyrsta greiðslan, árið 2016, verði 3,1% af VLF þess árs en hlutfallið lækki svo hratt bæði vegna þess að áfallnir vextir lækka þegar lánið lækkar og vegna þess að gert er ráð fyrir að VLF hækki. Síðasta árið, 2023, er gert ráð fyrir að greiðslan verði 1,4% af VLF þess árs. Ef gjalddagar Icesave-skuldarinnar væru fyrr væru vextir vegna þessarar skuldar minni, en væntanlega mundi ríkissjóður í því tilfalli þurfa að taka meira af öðrum lánum til að greiða af öllum skuldbindingum sínum.

Áhrif Icesave-samninganna á þjóðarbúið

Enn erfiðara er að meta afleiðingar Icesave-samninganna í heild fyrir stöðu þjóðarbúsins en áhrif þeirra á stöðu ríkissjóðs. Efnahagsreikningur þjóðarbúsins í heild er afar stór, jafnvel þegar eignir og skuldir gömlu bankanna hafa verið teknar til hliðar. Hér er nauðsynlegt að hafa í huga að straumur gjaldeyrstekna til að standa undir vöxtum og afborgunum af erlendum lánum einkaaðila ræðst ekki eingöngu af útflutningstekjum þjóðarinnar heldur einnig af arði af erlendum eignum einkaaðila. Griðarleg óvissa ríkir um þessa þætti. Því er í raun heppilegast að halda einkageiranum fyrir utan mat á sjálfbærni skuldastöðunnar eftir að skuldbindingar vegna Icesave-samninganna hafa bæst við. Hvað einkageirann áhrærir getur annað af tvennu gerst: viðkomandi fyrirtæki tekst að afla tekna, útflutningstekna eða hagnaðar af fjárfestingu, til að standa undir vöxtum og afborgunum, sem felur í sér að staða fyrirtækisins er sjálfbær, eða fyrirtækið verður gjaldþrota og eignir þess ganga upp í skuldir sem að lokum eru afskrifaðar. Svo lengi sem ríkissjóður forðast að taka á sig byrðar einkageirans munu skuldir einkageirans ekki hafa langvarandi áhrif á sjálfbærni skulda þjóðarbúsins. Óstöðugleiki í tengslum við endurfjármögnun skulda einkaaðila getur þó verið umtalsverður.

Beinar skuldir íslenskra aðila voru taldar 2.100 milljarðar í lok mars á þessu ári.¹ Þessi fjárhæð er rúmlega 140% af áætlaðri VLF ársins 2009. Í þessum tölum eru meðtalin nokkur lán sem tekin hafa verið til að styrkja gjaldeyrisvaraforðann en þarna eru ekki með skuldbindingar vegna Icesave. Ekki er heldur tekið með eigið fé erlendra aðila í fyrirtækjum hér á landi eða lán sem erlendir aðilar hafa lánað til fyrirtækja í þeirra eigu hér á landi (þ.e. „lán frá tengdum félögum“). Í lok mars sl. eru þessir liðir taldir nema tæplega 600 milljörðum eða 40% af áætlaðri VLF ársins 2009.²

1. Ástæða er til að vekja athygli á að þessar skuldir eru mun minni en þær skuldir sem taldar eru með í opinberum tölum Seðlabankans og finna má á heimasiðu bankans en þar eru skuldirnar taldar 13.059 milljarðar kr. í lok mars. Í opinberu tölunum eru skuldir (og eignir) gömlu bankanna og fleiri fyrirtækja sem orðið hafa bankahruninu að bráð taldar með í samræmi við alþjóðlegar reglur (AGS) um útreikning slíkra talna. Það er hins vegar ljóst að þessar tölur gefa ekki rétta mynd af skuldastöðunni nú. Tölur um skuldastöðuna í þessu minnisblaði endurspeglar mat Seðlabankans á því hvaða skuldir verði eftir þegar búið er að gera upp gjaldþrotabú gömlu bankanna og annarra fyrirtækja sem svipað er ástatt um. Þetta mat hefur verið unnið í samráði við sérfræðinga AGS.
2. Í fylgiskjali 3 hér fyrir neðan er sýnt yfirlit yfir hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins og útskýrt mismunandi hugtök og gögn sem notuð eru í þessu minnisblaði.

Fyrir liggja áætlanir um frekari erlendar lántökur á árunum 2009 og 2010 til að styrkja gjaldeyrisforðann en þessi lán þarf að greiða aftur frá og með árinu 2011.

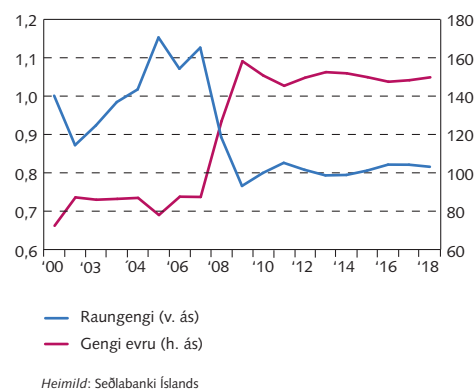
Á móti þessum skuldum eru nokkrar eignir. Í töflu 1 eru tilteknar þær eignir sem taldar eru öruggar. Þær eru gjaldeyrisvarasjóður Seðlabankans, veð Seðlabankans í FIH í Danmörku, hlutdeild í tekjum af sölu eigna gamla Landsbankans skv. samkomulaginu um Icesave og erlendar eignir lífeyrissjóðanna. Án efa eiga aðilar sem búsettir eru á Íslandi aðrar eignir erlendis en upplýsingar um verðmæti þeirra eru mjög á reiki. Í töflu 1 er því notuð sú varúðarnálgun að tilgreina einungis þær eignir sem taldar eru nær öruggar.

Skuldbindingar vegna Icesave eru í erlendri mynt. Það veltur því á því hvaða gengi er notað hverjar fjárhæðirnar verða í krónum. Hér er valin sú leið að miða við spá Seðlabankans sem birt var í Peningamálaum 2009/2. Í þeirri spá er gert ráð fyrir að gengi evru verði að meðaltali 158 kr. á þessu ári. Þetta gengi er mun lægra en núverandi gengi, sem er 180 kr., og lægra en gengið í byrjun júní þegar samningurinn um Icesave var undirritaður en þá var gengið 175 kr. Þetta er þó ekki langt frá meðalgengi evru á þeim rúma helmingi ársins 2009 sem er liðinn en þá var það tæpar 164 krónur. Með því að miða við gengi í spám Seðlabankans er tryggt að samræmi er á milli gengisforsendna í matinu á Icesave og verðforsendna í þeim tölum um landsframleiðslu og útflutning sem eðlilegt er að nota sem viðmiðun. Ef gengi krónunnar verður áfram jafn lágt og það er nú má gera ráð fyrir að verðlag á Íslandi aðlagist því og verði hærra sem því nemur.

Í mynd 1 er sýnd spá Seðlabankans um þróun evru fram til ársins 2018. Einnig er sýnd spá um þróun raungengis.

Eins og sést er því spáð að raungengið verði um 0,8 á tímabilinu en það hefur sveiflast í kringum 1,0 í langan tíma fyrir hrun þegar viðskiptahalli og skuldaförnun einkenndu íslenskt efnahagslíf.

Mynd 1
Raungengi og gengi evru 2000-2018



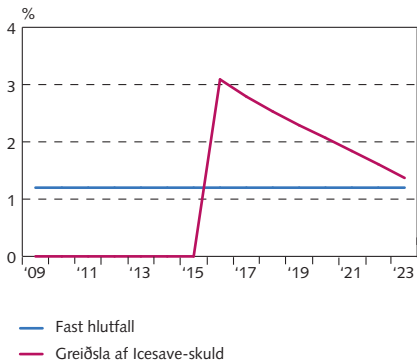
Tafla 1. Erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins

Eining: milljarðar kr.	31/3 2009	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlendar eignir:	1.009	1.625	1.857	1.689	1.752	1.755	1.710	1.728	1.613	1.608	1.632
Icesave-eignir (75% endurheimtur)	.	376	322	269	250	221	110	89	0	0	0
Gjaldeyrisstaða í lok árs (reiknuð)	429	673	986	845	956	956	996	1.018	966	922	904
Aðrar erlendar eignir (FIH)	82	81	74	74	0	0	0	0	0	0	0
Erl. eignir annarra aðila (lífeyrissjóða)	498	496	476	501	547	578	603	621	647	686	728
Erlendar skuldir hins opinbera:	767	1.520	1.718	1.502	1.456	1.240	1.151	998	899	812	724
Icesave-skuld	.	575	527	530	522	427	419	342	301	261	220
Erlendar skuldir vegna gjaldeyrisforða	406	584	836	617	576	454	374	299	241	194	147
Aðrar erlendar skuldir í erlendri mynt	59	59	54	54	56	56	56	55	54	55	55
Erlend skuld SÍ utan forða (ISK)	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97
Aðrar ISK-skuldir hins opinbera	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206
Opinber fyrirtæki og einkaaðilar:	1.322	1.312	1.235	1.238	1.270	1.276	1.270	1.254	1.248	1.256	1.265
þar af Forex-eignir útlendinga	896	886	809	812	844	850	844	828	822	830	839
þar af ISK-eignir útlendinga	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426
Skuldir í erlendum gjaldeyri alls	1.361	2.104	2.225	2.012	1.997	1.788	1.694	1.524	1.418	1.339	1.261
Skuldir í ISK alls	728	728	728	728	728	728	728	728	728	728	728
Erlendar skuldir alls	2.089	2.832	2.953	2.740	2.725	2.516	2.422	2.252	2.146	2.067	1.989
Hrein skuld (umfram tilgr. eignir)	1.080	1.207	1.096	1.051	973	761	711	524	533	460	357

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Greiðslur vegna Icesave í hlutfalli við VLF ársins



Heimild: Seðlabanki Íslands

4

Tafla 1 sýnir einnig framreikning á eignum og skuldum íslenskra aðila til ársins 2018. Í þessum framreikningi er miðað við forsendur í þjóðhagsspá Seðlabankans þar sem gert er ráð fyrir verulegum afgangi af viðskiptum við útlönd næstu árin. Gert er ráð fyrir að höfuðstóll skulda við erlenda aðila í krónum verði óbreyttur frá því sem hann var 31. mars s.l. en að eigendurnir flytji vexti af þessum skuldum til útlanda. Áætlaðar eru vaxtatekjur af gjaldeyrisvarasjóði og endurgreiðslur af þekktum lánnum sem tekin hafa verið eða verða tekin á næstunni til að efla hann. Einnig eru áætluð vaxtagjöld af öðrum lánnum í erlendri mynt, bæði opinberra aðila og einkaaðila. Ekki er gert ráð fyrir arðgreiðslum inn eða út úr landinu. Gert er ráð fyrir að erlendar eignir lífeyrissjóðanna verði áfram ávaxtaðar erlendis og hvorki höfuðstóll, vextir né arður verði flutt til landsins. Þá er gert ráð fyrir að hægt verði að endurfjármagna erlendar skuldir fyrirtækja og aðrar skuldir hins opinbera en þær sem stofnað var til í því skyni að fjármagna gjaldeyrisvarasjóðinn. Næstneðsta línan í töflu 1 sýnir að miðað við þessar forsendur verða erlendar skuldir þjóðarbúsins lítið eitt lægri í krónum við lok ársins 2018 en þær voru í lok mars í ár. Á þessum tíma minnka skuldirnar sem hlutfall af VLF úr 143% í 87% en þær eignir sem eru tilfærðar í töflu 1 aukast á sama tíma úr 69% í 71% af VLF.

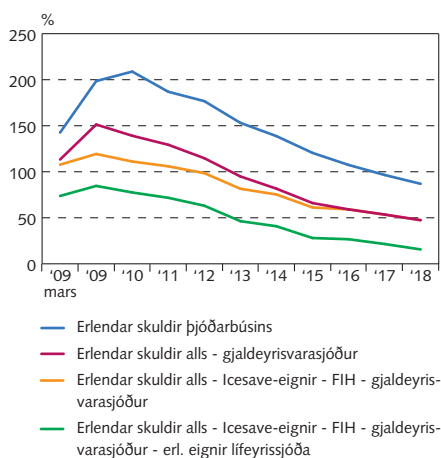
Tafla 2. Greiðsluflæði gjaldeyris

Eining: milljarðar kr.	31/3 2009	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Útflutningur – innflutningur	-43	154	135	151	189	222	200	167	135	134	141
Hreinar vaxtat. (án lífeyrissj. og arðgr.)	.	-103	-105	-94	-100	-92	-87	-80	-75	-90	-86
- " - í hlutf. af útlf.-innflutningi (%)	.	68,3	69,9	66	48,8	39	40,2	44,8	66,5	64,3	46,2
Afborgun af Icesave-skuldabréfi	.	0	0	0	0	0	0	0	-43	-43	-43
Lántaka og eignasala (hrein)	.	195	272	-192	14	-135	-79	-71	-54	-49	-50
Gjaldeyrisvarasj., staða í lok árs	429	673	986	845	956	956	996	1.018	966	922	904
VLF (til viðmiðunar)	1.465	1.427	1.414	1.466	1.543	1.643	1.746	1.870	1.998	2.141	2.289

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Staða í lok árs í hlutfalli við VLF ársins



Heimild: Seðlabanki Íslands

Tafla 2 sýnir hvernig gert er ráð fyrir að framboð og eftirspurn eftir gjaldeyri muni þróast. Tölurnar um mismun útflutnings og innflutnings byggja á þjóðhagsspá Seðlabankans. Þarna er gert ráð fyrir mjög miklum afgangi í mjög langan tíma.³ Einnig er gert ráð fyrir að raungengi haldist mjög lágt lengi. Á þeim tíma sem liðinn er frá gerð spárinna hefur raungengið verið heldur lægra en þarna er gert ráð fyrir.

Gert er ráð fyrir því að vextir af skuldbindingum vegna Icesave séu taldir með þegar þær eru greiddar. Ekki er gert ráð fyrir öðrum lántökum eða afborgunum lána en þeim sem búið er að semja um til að efla gjaldeyrisvarasjóð. Ekki er gert ráð fyrir sölu erlendra eigna nema hvað gert er ráð fyrir að Seðlabankinn selji FIH á árinu 2012.

Næstneðsta línan í töflu 2 sýnir að miðað við forsendurnar í framreikningunum hafa menn gott borð fyrir báru í gjaldeyrisvarasjóði allt tímabilið.

3. Í spánni er gert ráð fyrir að útflutningur dragist saman um 3% í ár og verði nær óbreyttur árið 2010 en vaxi um nálægt 3% á ári frá þeim tíma. Í spánni er gert ráð fyrir stækkun álversins í Straumsvík og nýju álveri í Helgúvík. Innflutningur minnkar einnig mikið en gert er ráð fyrir að innflutningur minnki um 36% í ár. Eftir það vex innflutningur hægt en þó heldur meira en útflutningur. Gert er ráð fyrir því að lágt raungengi leiði til þess að útflutningur verði umfram innflutning á spátímanum.

Í fylgiskjali 3 er gerð grein fyrir hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins en þar er búið að taka út gömlu bankana og þau fyrirtæki sem eru í greiðslustöðvun. Þar eru leiddar líkur að því að hrein erlend staða sé viðunandi. Þess ber þó að geta að nauðsynlegt er að skoða eignahliðina betur og því eru þetta bráðbirgðatölur.

Hér fyrir neðan eru nokkrar myndir sem sýna niðurstöður úr töflum 1 og 2 í hlutfalli af VLF. Mynd 2 sýnir áætlað hlutfall greiðslu skv. Icesave-samkomulaginu. Rauða línan sýnir áætlað hlutfall út frá áætlunum um greiðslubyrðina skv. samkomulaginu en bláa línan sýnir hvaða hlutfall af VLF þyrfti að leggja til hliðar til að standa undir greiðslunum miðað við að hlutfallinu væri haldið föstu á tímabilinu 2009-2023. Á þeim tíma þyrfti að leggja tæplega 1,2% af VLF til hliðar á hverju ári í þessi 15 ár.

Mynd 3 sýnir hlutföll skulda af VLF. Bláa línan sýnir hlutfall heildarskuldanna. Þetta hlutfall fer hæst í 210% árið 2010. Rétt er að ítreka að þetta hlutfall er heldur lægra en ella vegna þess að ekki eru teknar með skuldir fyrirtækja hér á landi sem eru í eigu erlendra aðila við móðurfélög eða fjárfesta erlendis og ekki heldur eigið fé í þessum fyrirtækjum.

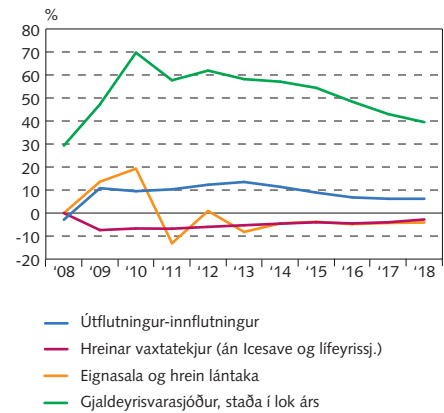
Aðrar línur í myndinni sýna hlutfall heildarskuldanna að frádregnum einhverjum þeirra eigna sem tilgreindar eru í töflu 1.

Mynd 4 sýnir hlutföll stærða í töflu 2 af VLF. Fjólubláa línan sýnir útflutning að frádregnum innflutningi, rauða línan hreinar vaxtatekjur (án tekna af eignum lífeyrissjóðanna eða annarra aðila búsettra á Íslandi og án arðs af beinum fjárfestingum útlendinga hér á landi), gula línan hreina lántöku og eignasölu eins og gerð var grein fyrir hér að framan og græna línan sýnir gjaldeyrisstöðuna í lok árs.

Hér að framan var miðað við að sala á eignum Landsbankans gæfi íslenskum stjórnvöldum fjárhæð sem nemur 75% af fjárhæð lánsins vegna Icesave nú. Í mynd 5 kemur fram hvernig greiðslur vegna Icesave breytast ef endurheimtur verða aðrar en þau 75% sem miðað var við hér að framan.

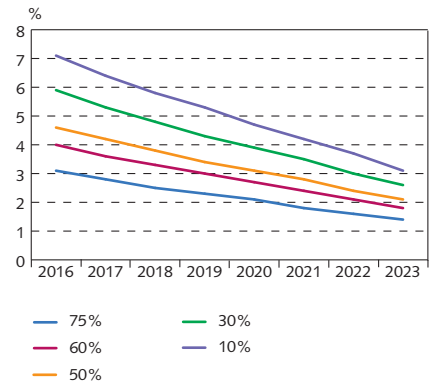
Mynd 6 sýnir hvernig skuldastaðan breytist og mynd 7 sýnir hvernig þróun gjaldeyrisvarasjóðsins þróast í þessum tilfellum. Í öllum tilfellum sýna myndirnar viðkomandi stærð í hlutfalli af VLF.

Mynd 4
Hlutföll af VLF 2008-2018



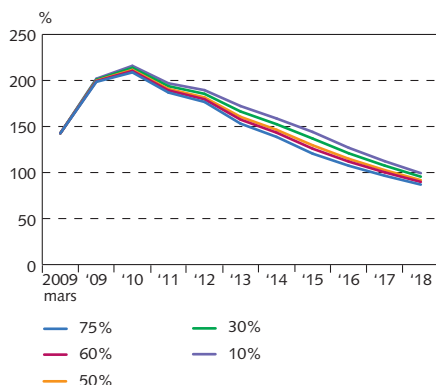
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Greiðslur vegna Icesave í hlutfalli af VLF m.v. mismunandi endurheimtur eigna Landsbankans



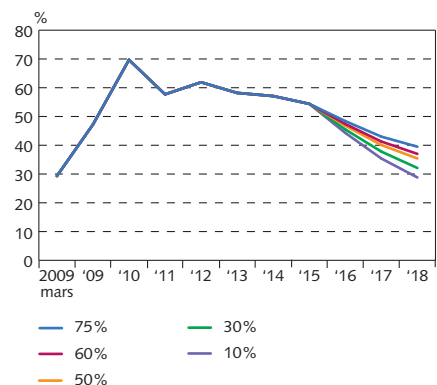
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Erlendar skuldir þjóðarbúsins í hlutfalli af VLF m.v. mismunandi endurheimtur eigna Landsbankans



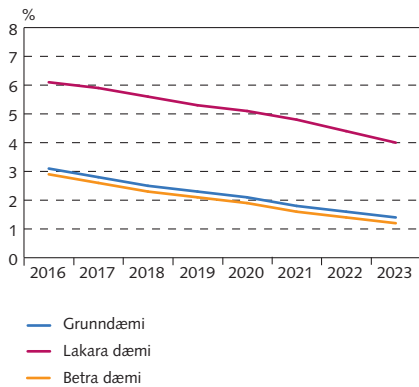
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Gjaldeyrisvarasj. í lok tímabils í hlutfalli af VLF m.v. mismunandi endurheimtur eigna Landsbankans



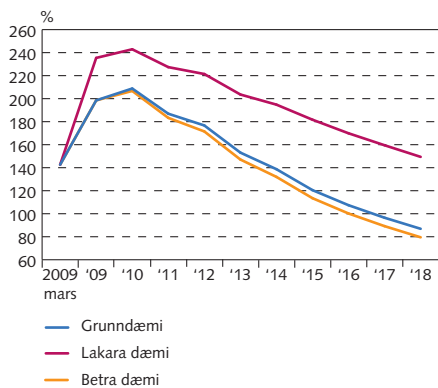
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Greiðslur vegna Icesave í hlutfalli við VLF ársins



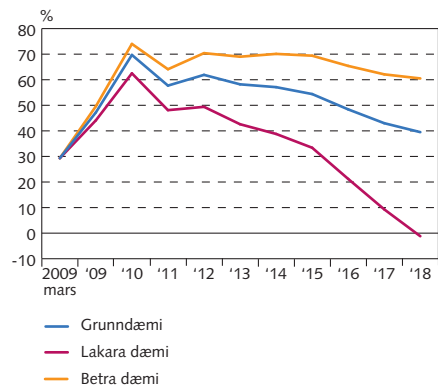
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Erlendar skuldir alls í hlutfalli af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10
Gjaldeyrisvarasjóður í lok árs í hlutfalli af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í umræðunni hefur endurheimtuhlutfallið verið miðað við sam-
tölu endurgreiðslna án núvirðingar. Vegna vaxtanna væri eðlilegra
að miða við núvirði endurgreiðslnanna. Áætlun um dreifingu endur-
greiðslnanna er þannig að ef miðað er við 75% endurheimtuhlutfall
jafngildir það því að núvirði endurgreiðslnanna, miðað við 5,55%
vexti, sé 60% af höfuðstóli lánsins nú eða 322 ma. kr. Vegna vaxtanna
skiptir ekki einungis máli hve há heildarfjárhæðin er heldur einnig hve-
nær hún fellur til. Ef endurheimturnar næmu 75% af heildarfjárhæð-
inni en greiðslan kæmi öll í lokin, þ.e. árið 2015, væri núvirði hennar
51% af höfuðstóli lánsins nú eða 222 ma. kr.

Tímasetning endurgreiðslnanna getur einnig haft áhrif ef höfuð-
stóll Icesave-lánsins er forgangskrafa en vextirnir sem bætast við eru
það ekki. Þess vegna geta tveir endurgreiðsluferlar sem hafi sama nú-
virði leitt til mismunandi stöðu lánsins árið 2015. Þetta getur aðeins
gerst ef endurheimtur eru það háar að það heimtist upp í allan höfuð-
stól lánanna nú, þ.e. ef endurheimtur verða nokkuð góðar, a.m.k. 70%
og sennilega nokkuð hærra en það.

Hér að framan var miðað við þjóðhagsspa Seðlabankans í Pen-
ingamálum 2009/2. Til samanburðar hefur verið reiknað út hvernig
dæmið liti út ef þróunin verður lakari og einnig ef þróunin verður betri
en spa bankans gerir ráð fyrir.

- Lakari spáin gerir ráð fyrir að vöxtur VLF verði enginn á tímabilinu
2010-2123, að endurheimtur með sölu á eignum Landsbank-
ans verði 50%, að ríkissjóður verði að taka á sig óvæntar byrðar
í erlendri mynt sem nema 500 milljörðum ísl. kr. á árinu 2009, að
þróun efnahagsmála í umheiminum verði þannig að viðskiptakjör
landsins verði 5% lakari en í spá bankans og að verðhjöðnun verði
í Bretlandi sem leiði til þess að gengi pundins hækki um 2% á ári
gagnvart krónu. Þetta er því augljóslega mjög svartsýnt dæmi
- Betra dæmið er í bjartsýnna lagi en þar er gert ráð fyrir að hag-
vöxtur verði 1% meiri á ári en í grunddæminu, að endurheimtur af
eignum Landsbankans verði 75% eins og í grunddæminu, og að
þróun efnahagsmála verði þannig að viðskiptakjör landsins verði
5% betri en í spá bankans

Mynd 8 sýnir þróun endurgreiðslna vegna Icesave-lánsins í hlut-
falli af VLF í þessum þremur tilfellum.⁴

Mynd 9 sýnir þróun heildarskuldanna í hlutfalli af VLF.

Mynd 10 sýnir þróun gjaldeyrisvarasjóðsins í hlutfalli af VLF í
þessum þremur sviðsmyndum:

Það er eftirtektarvert að þrátt fyrir að skilyrði séu mjög óhagstæð
í lakara dæminu er gjaldeyrisvarasjóðurinn ekki uppurinn fyrr en í lok
ársins 2018. Rétt er að ítreka að í þessum dæmum er reiknað með að

4. Rétt er að geta þess að í hvorugu dæminu er útskýrt hvers vegna þær breytingar verða
sem gert er ráð fyrir. Þetta skiptir máli vegna þess að þegar slíkir atburðir eiga sér stað, t.d.
þeir sem gætu valdið því að hagvöxtur sem verið hefur yfir 3% að meðaltali í langan tíma
verður enginn í mörg ár, þá verður hagkerfið fyrir skelli sem það aðlagast einungis smátt
og smátt eftir nokkuð ójafnvægistímabil. Þrátt fyrir þetta ætti lakara dæmið að gefa nokkra
hugmynd um þolgæði íslenska hagkerfisins. Þótt útreikningarnir sýni að skuldastaðan sé
ekki ósjálfbær við þessar erfiðu aðstæður er engu að síður mjög mikilvægt að ráðamenn
gripi tímanlega til nauðsynlegra ráðstafana til úrbóta, t.d. leiti allra leiða til að auka hagvöxt
og atvinnu.

Þau lán sem ríkissjóður er að taka þessa dagana til að efla gjaldeyr-
isvarasjóðinn séu greidd til baka eins og ráð er fyrir gert. Ekki er gert
ráð fyrir neinum frekari lántökum til að efla gjaldeyrisvarasjóðinn á
tímabilinu. Einnig er gert ráð fyrir að skuldbindingar vegna Icesave
séu greiddar. Hins vegar er gert ráð fyrir að tekin séu lán til að fjár-
magna afborganir af öðrum skuldum opinberra aðila og öllum skuld-
um einkaaðila. Þetta þýðir að ef mismunur út- og innflutnings nægir
til að greiða vexti af erlendum skuldum og til að greiða þessar tilteknu
endurgreiðslur þá eykst gjaldeyrisvarasjóðurinn sem nemur því sem
umfram er. Í lakara tilfallinu er hreint útstreymi gjaldeyris það mikið að
miðað við þessar forsendur verður gjaldeyrisvarasjóðurinn uppurinn
árið 2018.

Mynd 11 sýnir að skuldabyrðin að frádregnum gjaldeyrisvara-
sjóðnum helst mjög há allt tímabilið en lækkar þó nokkuð á tímabilinu
frá því sem hún er hæst árið 2009. Þessi niðurstaða felur það í sér að
skuldabyrðin vegna Icesave-lánsins er ekki ósjálfbær jafnvel þótt gert
sé ráð fyrir jafn óhagstæðri þróun og hér er gert.

Skuldahlutfallið hækkar aðeins í lok tímabilsins þegar byrjað er að
greiða af Icesave-láninu en verður þó ekki eins hátt og það var 2009.
Ástæða þessarar hækkunar sést á mynd 12.

Mynd 13 sýnir hreina erlenda stöðu (International Investment
Position) í lok árs sem hlutfall af VLF. Rauðu súlurnar sýna opinberar
tölur fyrir árin 1995-2008.

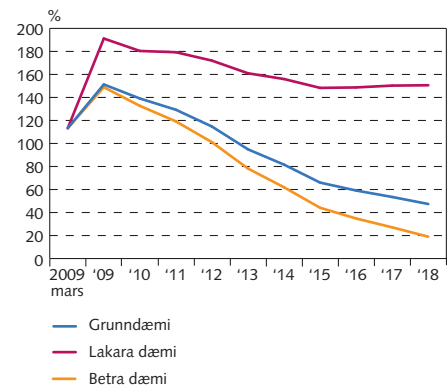
Tölfræðideild Seðlabankans hefur birt áætlanir sem sýna að gömlu
bankarnir áttu stærstan þátt í neikvæðri hreinni stöðu í lok ársins 2008.
Ef eignir þeirra og skuldir eru undanskildir lækkar hlutfallið af VLF úr
-322% í -33%. Rétt er að geta þess að mjög lágt gengi krónunnar í lok
ársins 2008 veldur því að erlendar eignir og skuldir, sem umreiknaðar
eru miðað við þetta lága gengi, verða mjög háar miðað VLF á með-
alverði ársins. Þess vegna er sennilegt að talan -322% gefi ýkta mynd
af hreinni erlendri stöðu Íslands í lok árs 2008. Ekki er ósennilegt að
„réttá talan“ sé einhvers staðar á milli -322% og -33% sem bláa súlan
sýnir fyrir árið 2008.

Síðasta bláa súlan, fyrir mars 2009, sýnir opinbera áætlun Seðla-
bankans um hreina erlenda stöðu án eigna og skulda gömlu bankanna
og annarra fyrirtækja sem orðið hafa bankahruninu að bráð. Sem stend-
ur miðast áætlunin við að hrein staða sé jákvæð um fáeinir milljónir en
sem hundradshluti af VLF ársins 2009 er hún 0,0%. Ef áætlaðri skuld-
bindingu vegna Icesave væri bætt við væri talan -17%.

Önnur aðferð til að nálgast hreina stöðu íslenska hagkerfisins er
að taka einungis með þær eignir sem öruggar megja teljast eins og gert
var í töflu 1. Með því að byggja á þeim tölum og bæta við skuldbind-
ingum vegna Icesave og einnig eignarvirði vaxtamunar vegna þeirra
lána sem tekin hafa verið til að efla gjaldeyrisvarasjóðinn fæst mat á
neðri mörkum hreinnar erlendar skuldastöðu landsins í lok þessa árs.
Þessi tala er -94%. Miðað við þessar forsendur er líklegt að hreina
staðan í lok þessa árs sé einhvers staðar á milli -17% og -94%.

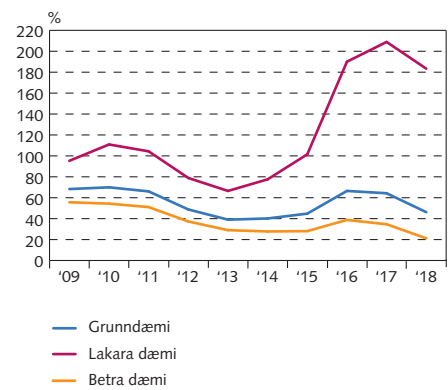
Ástæða er til að ítreka að þessar tölur eru mjög óvissar. Þrátt fyrir
það gefa þær skýrar vísbendingar um megindrættina í þróun hreinnar
erlendar stöðu á árunum 1995-2009.

Mynd 11
Erlendar skuldir alls - gjaldeyrisvarasjóður
í hlutfalli af VLF



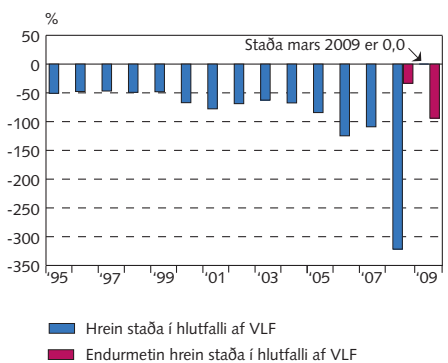
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12
Hreinar vaxtagreiðslur sem hlutfall af mism.
út- og innfl.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13
Hlutfall hreinnar erlendar stöðu og VLF
1995-2008 og áætluð staða í mars 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Staða Ríkissjóðs Íslands og Seðlabanka Íslands

Ljóst er að erlendar og innlendar skuldir ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands hafa aukist í kjölfar bankaáfallsins. Á móti hefur eignastaðan styrkt m.a. vegna styrkingar gjaldeyrisforða. Alls nema eignir ríkissjóðs og SÍ 1.840 ma. kr. fyrir árið 2009 en skuldir nema 2.418 ma. kr. Hrein staða er því neikvæð um 580 ma. kr. eða um 40% af VLF.

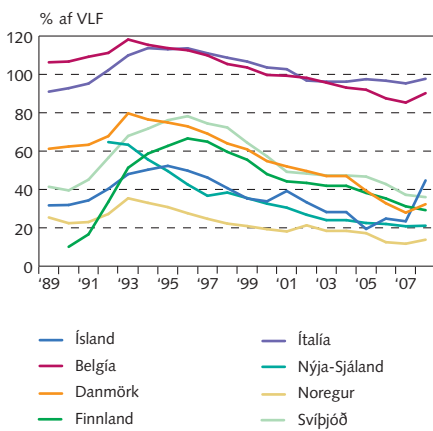
Tafla 3. Eignir og skuldir ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands. Bráðabirgðamat.

Eining: milljarðar kr.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eignir						
Yfirtekin tryggingarbréf	175.700	110.700	111.000	111.000	111.000	111.000
Viðskiptareikningar nettó	79.500	73.300	73.300	73.300	73.300	73.300
Hlutfé, eignarhlutir og stofnfé	197.800	583.700	584.000	584.000	584.000	584.000
Icesave-eignir (75% endurheimtur)	0	376.000	322.000	269.000	250.000	221.000
Gjaldeyrisstaða SÍ	429.280	586.688	826.907	616.501	595.878	548.553
Aðrar erlendar eignir (FIH)	81.527	80.693	73.646	73.891	.	.
Samtals innlent	453.000	767.700	768.300	768.300	768.300	768.300
Samtals erlent	510.807	1.043.381	1.222.553	959.392	845.878	769.553
Samtals	963.807	1.811.081	1.990.853	1.727.692	1.614.178	1.537.853
Skuldir						
Innlendar skuldir ríkissjóðs ¹	343.700	471.200	521.000	533.000	575.000	535.000
Tapaðar veðlánkröfur SÍ	270.000	297.500	302.000	308.000	316.000	323.000
Lántaka v. eiginfjárframlags til banka	0	385.000	385.000	385.000	385.000	385.000
Icesave-skuld	.	575.000	527.000	530.000	522.000	427.000
Erlendar skuldir vegna gjaldeyrisforða	406.853	584.488	835.648	617.008	576.144	454.299
Samtals innlent	613.700	1.153.700	1.208.000	1.226.000	1.276.000	1.243.000
þar af ISK eignir útlendinga	302.038	302.038	302.038	302.038	302.038	302.038
Samtals erlent	406.853	1.159.488	1.362.648	1.147.008	1.098.144	881.299
Samtals í ma.kr.	1.020.553	2.313.188	2.570.648	2.373.008	2.374.144	2.124.299
Hrein staða ríkissjóðs og SÍ	-56.746	-502.107	-579.795	-645.316	-759.966	-586.446

1. Spariskirteini, ríkisbréf, ríkisvixlar og aðrar skuldbindingar.

Mynd 14

Heildarskuldir ríkissjóða ýmissa landa á tímabilinu 1989-2008 sem hlutfall af VLF



Heimild: OECD.

Skuldastaða ríkissjóðs í samanburði við önnur lönd hefur á síðustu árum verið hagstæð, eins og sjá má á mynd 14. Af þeim sökum var svigrúm til að taka við ákveðnum skuldbindingum í kjölfar bankaáfallsins. Engu að síður versnaði hrein staða ríkissjóðs og SÍ frá 2008 til 2009 en hún er þó mun betri en heildarskuldstaðan ef miðað er við þær eignir sem myndast á móti t.d. vegna eiginfjárframlags ríkissjóðs til bankanna. Seðlabankinn hefur í hyggju að þróa frekar samstæðureikning ríkissjóðs og Seðlabankans og bæta þá við sveitarfélögunum.

Icesave-skuld og möguleg tekjuöflun

Mögulegt er að greiða Icesave-skuldbindingarnar með ýmsu móti. Til dæmis hefur Seðlabankinn gert greiningu á því hversu mikið þyrfti að hækka virðisaukaskatta til að fjármagna Icesave-skuldbindingar. Seðlabankinn gefur sér eftirfarandi forsendur:

- Hagvöxtur, vöxtur einkaneyslu og gengi eru í takt við spá sem birt var í Peningamálum 2009/2.
- Endurheimt eigna Landsbanka Íslands verður 75%.
- Virðisaukaskattprósentur verði hækkaðar um sama hlutfall eins og sýnt er í töflu 4.
- Hægt verður að ávaxta ágóðann af hækkun virðisaukaskatts á 6% vöxtum.

Niðurstaða útreikninganna⁵ leiðir í ljós að nauðsynlegt væri að hækka virðisaukaskatt til að uppsafnaðar tekjur af hækkun skattsins yrðu jafnar Icesave-skuldinni. Þess ber að geta að Seðlabankinn er ekki með þessu að mæla með þessari leið, þar sem hér er einungis tekið dæmi.

Tafla 4. Möguleg hækkun virðisaukaskatts

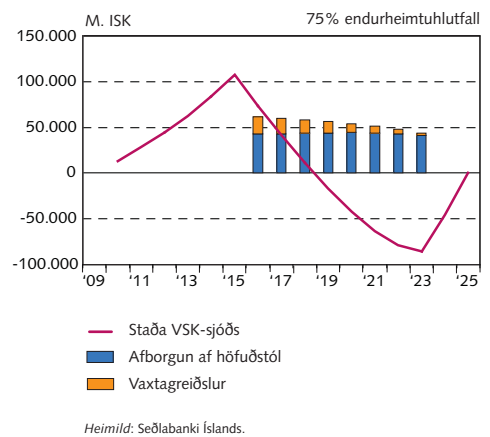
Frá	Til	Um
7%	7,88%	0,88 prósentustig
24,50%	27,57%	3,07 prósentustig

Við útreikningana var gert ráð fyrir að einkaneysla á nafnverði væri allur skattstofninn. Tölur um skattstofninn og spá um þróun hans voru fengnar úr QMM-líkani Seðlabanka Íslands.

Mynd 15 sýnir árlegar greiðslur (afborganir og vexti) af eftirstöðvum Icesave-lánsins (m.v. 75% endurheimt eigna Landsbankans) og stöðu sjóðs sem hefði tekjur af viðbótarálagi á VSK, eins og gert er ráð fyrir í töflu 4, væri ávaxtaður með 6% vöxtum og yrði notaður til að greiða tilfallandi greiðslur af Icesave-láninu.

Ljóst er að hagstjórnarákvarðanir næstu ára munu ákvarða í hvaða mæli Icesave-skuldbindingarnar verða byrði á komandi kynslóðum. Ef áhersla verður lögð á hagvöxt þurfa efnahagsleg áföll að dynja yfir til að Icesave-skuldbindingar einar og sér leiði til þess að ríkissjóður geti ekki staðið við erlendar skuldbindingar sínar.

Mynd 15
Árlegar afborganir og vextir vegna eftirstöðva Icesave-lánsins og staða sjóðs sem hefði tekjur af viðbótarálagi á VSK



Viðhorf matsfyrirtækja og fjármálastofna til Icesave-samkomulagsins

Seðlabanki Íslands hefur á liðnum árum átt í miklum samskiptum við matsfyrirtæki og fjármálastofnanir sem hafa verið lánveitendur ríkissjóðs Íslands.

Ríkissjóður Íslands hefur alla tíð staðið við greiðsluskuldbindingar sínar og fékk mjög góðar lánshæfiseinkunnir og í sumum tilfellum þær hæstu. Hins vegar er ríkissjóður nú metinn á ystu nöf „fjárfestingaflokks“ og horfur hans álitnar neikvæðar. Það þarf því lítið út af að bera til að ríkissjóður falli niður í „áhættuflokk“.

Matsfyrirtækin hafa verið upplýst um efni samninganna frá upphafi. Fram hafa farið símafundir með öllum þremur fyrirtækjunum og íslenskum embættismönnum, þar á meðal í fjármálaráðuneytinu, samninganefnd um banka, skilanevnd Landsbankans, fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á Íslandi og Seðlabanka Íslands.

Af hálfu matsfyrirtækjanna hafa ekki komið fram einhlítar vísendingar um hvaða áhrif þetta samkomulag gæti haft á lánshæfiseinkunn ríkissjóðs, enda er starfsmönnum þeirra ekki heimilt að gefa slíkar vísendingar. Ákvarðanir um breytingar á einkunn eru teknar í matsnefndum innan fyrirtækjanna, annaðhvort á reglulegum fundum, eða fundum vegna tiltekinna atvika.

5. Í þessum útreikningum er ekki gert ráð fyrir því að hækkun virðisaukaskatts leiði til hækkunar verðlags og minnkandi kaupmáttar ráðstöfunartekna heimilanna og hafi þar með einnig áhrif á heildareftirspurn og atvinnu. Þjóðhagsspáin í Peningamálum 2009/2, sem byggt er á, gerir ráð fyrir skattahækkunum og niðurskurði útgjalda hins opinbera þannig að afkoma hins opinbera verði í samræmi við áætlanir stjórnvalda. Þessar skattahækkunir draga úr einkaneyslu og minnka tekjur af virðisaukaskatti í spánni fyrir næstu ár.

Eins og fram kemur í meðfylgjandi fylgiskjali 7, segir í greiningu Moody's dagsettu 15. júní 2009 að fyrirtækið telji jákvætt að ákveðinni óvissu sé eytt um skuldastöðu þjóðarbúsins, jafnvel þótt áfram ríki óvissa m.a. um endurheimtur. Einnig kemur fram að Moody's telur að skuldastaðan með Icesave-samningunum verði viðráðanleg fyrir þjóðarbúið. Fulltrúi Fitch Ratings, Paul Rawkins, hefur einnig verið jákvæður í garð þess að ákveðinni óvissu verði eytt í þessu máli. Sú skoðun hans hefur komið fram í íslenskum fjölmiðlum, 23. júní 2009.

Búast má við því að þessi ákvörðun hafi jákvæð áhrif á framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. T.d. aukast líkur á að fyrsta endurskoðun verði í samræmi við núgildandi áætlun og lán verði veitt samkvæmt henni. Einnig má búast við því að það verði álitnið jákvætt að millilandadeilur ríkissjóðs um innstæðu-tryggingar verði leystar. Þessi atriði verða líklega til að styðja við láns-hæfismatið.

Hins vegar verður samningurinn til þess að ríkissjóður tekur á sig raunverulegar skuldbindingar og að ekki verður aftur snúið. Litlar sem engar líkur eru á því að atburðir í framtíðinni dragi úr eða auki við þessa skuldbindingu.

Skuldastaða og greiðslubyrði eru þeir þættir sem mestu máli skipta fyrir matsfyrirtækin. Fyrirtækin munu væntanlega skoða þau atriði í heild sinni. Greining líkt og hér hefur verið sett fram verður einnig kynnt þeim.

Það ber einnig að nefna að matsfyrirtækin hafa gefið ríkissjóði mjög háar einkunnir vegna þess að þau telja stjórnkerfið bæði gott og skilvirkt. Í því sambandi má benda á síðustu greiningu Moody's frá 23. janúar 2009, þar sem stjórnkerfið er talið vera einn mikilvægasti þátturinn sem Moody's styðst við.

Þá hefur einnig komið fram að greiðslutíminn og vextirnir eru hagstæðari en fyrirtækin gerðu ráð fyrir í upphafi. Áður hefur komið fram að önnur kjör hefðu staðið til boða.

Að lokum má nefna að fram hefur komið í samtölum við erlenda fjárfestingabanka að ekki er talið útilokað að ríkissjóður gæti kannað markaði fyrir lok ársins ef endurreisnaráætlunin gengur eftir eins og gert var ráð fyrir.

II. Lögfræðilegt álit

Athugasemdirnar hér á eftir varða lögfræðileg atriði í lánasamningunum milli Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta og íslenska ríkisins við breska og hollenska ríkið (Icesave-samningar). Tekið er fram að flestar athugasemdanna í álitinu eiga við þær aðstæður ef upp kemur sú ólíklega staða að ríkissjóður Íslands geti ekki mætt skuldbindingum sínum samanber mat AGS á sjálfbærni skulda sem getið er í umsögn þessari. Þau atriði sem hafa mest áhrif á áætlað núvirði lánskuldbindinganna eru lengd endurgreiðslutímabils og uppröðun greiðslna, uppgreiðsluákvæði, endurheimtuhlutfall og forgangs röðun krafna. Þar af leiðandi ber að skoða lagalegar athugasemdir út frá því í grunduðu álitinu bankans að ekki séu líkur á því að íslenska ríkið geti ekki staðið undir ábyrgð samkvæmt samningnum og að synjun á ríkisábyrgð gæti haft afar alvarlegar afleiðingar fyrir efnahagslífið og endurreisn fjármálakerfisins.

Samkvæmt samningi milli fjármálaráðuneytis og Seðlabanka Íslands um lánaumsýslu ríkissjóðs, nú síðast dags. 4. september 2007, annast Seðlabankinn framkvæmd lánamála, ríkisábyrgða- og endurlánamála, svo og önnur verkefni sem fjármálaráðherra fer með samkvæmt lögum nr. 43/1990 um Lánasýslu ríkisins. Í samningnum er kveðið á um að Seðlabankinn sjái um umsýslu ríkisábyrgða og meti áhættu ríkissjóðs vegna þeirra.

Icesave-samningarnir voru undirritaðir þ. 5. júní s.l. en lögfræðingar Seðlabankans hafa ekki fyrr gefið álit sitt hvorki á ríkisábyrgðinni né Icesave-samningunum.

a. Samningarnir eru einkaréttarlegs eðlis

Gefnar hafa verið þær skýringar⁶ að samningarnir séu í eðli sínu hefðbundnir lánessamningar sem lúta reglum einkaréttar. Ekki er vafi á því að samningurinn fellur undir einkarétt en sú skýring orkar hins vegar tvímælis hvort um venjulegan lánasamning sé að ræða þar sem þessir samningar eru ekki um efni sem samið er um í venjulegum lánessamningum eða viðskiptasamningum. Íslenska ríkið tekur með samningunum á sig ábyrgð sem lagaleg óvissa ríkir um á sviði ESB réttar fyrir Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta sem er einkaréttarlegur aðili. Ríkissjóður gengst í ótilgreinda ábyrgð sem sjálfskuldarábyrgðaraðili fyrir láni, ásamt vöxtum og kostnaði, enda þarf að nema úr gildi lög nr. 121/1997, um ríkisábyrgðir að undanskilinni 5. gr. þeirra laga⁷, sbr. 2. gr. frumvarpsins. Ríkið er sett í stöðu einkaréttarlegs samningsaðila þar sem samningsákvæði tryggja stöðu lánveitanda fremur en lántaka. Það að íslenska ríkið taki á sig ábyrgð á greiðslu Tryggingarsjóðs gagnvart innstæðueigendum hefði ekki þurft að leiða til þess að ríkið lenti í stöðu einkaréttarlegs samningsaðila. Æskilegt hefði verið að þjóðréttarleg staða íslenska ríkisins hefði verið betur tryggð.

Ekki verður séð að nein tilvísun sé í samningunum til hinna umsömdu Brussel-viðmiða (e. agreed guidelines) frá 14. nóvember 2008. Í greinargerðinni sem fylgir frumvarpinu segir að tilgangur viðmiðanna sé að tryggja ákveðið jafnvægi milli deiluaðila. Þessi viðmið fela það í sér í fyrsta lagi að tilskipunin um innstæðutryggingar hafi verið felld inn í lögjöfina um Evrópska efnahagssvæðið í samræmi við samninginn um EES og gildi því á Íslandi með sama hætti og hún gildir í aðildarríkjum ESB. Í öðru lagi var lögð áhersla á að samningsaðilar mundu taka tillit til „hinna erfiðu og fordæmislausu aðstæðna sem Ísland er í og knýjandi nauðsynjar þess að ákveða ráðstafanir sem gera Íslandi kleift að endurreisa fjármála- og efnahagskerfi sitt“. Í þriðja lagi var lögð sérstök áhersla á að stofnanir ESB og EES tækju áframhaldandi þátt í samningaferlinu sem færi fram í samráði við þær. Þær væru því í hlutverki nokkurs konar milligönguáðila ef á þyrfti að halda.

Þar sem samningarnir eru einkaréttarlegs eðlis og undir breskri lögsögu og breskum lögum fer það eftir þeim lögum hvort túlka megi samningana út frá þessum viðmiðunum. Seðlabankinn dregur í efa að

6. Sjá t.d. umfjöllun á vef www.island.is sem er upplýsingamiðstöð stjórnvalda.

7. 5. gr. laga 121/1997. Sú grein fjallar um afskriftarrekning ríkisábyrgðasjóðs vegna veittra ábyrgða. Afskriftarrekningurinn skal á hverjum tíma gefa raunhæfa mynd af áætluðum afskriftum allra ábyrgða sjóðsins.

slík túlkun mundi komast að í breskum dómstól þar sem ekki er vísað til þeirra í sjálfum samningunum.

Þar sem samningarnir eru einkaréttarlegs eðlis verður úrlausn á vettvangi ESB eða önnur alþjóðleg úrlausn þeirrar lagalegu óvissu sem ríkir vegna galla innstæðutryggingarkerfisins aðskilin frá efndum ríkisins á Icesave-samningunum. Skýr skil eru á milli þjóðaréttar (international law) og einkamálaréttar og með því að færa úrlausn Icesave-deilunnar í þann búning sem hún er nú komin í með lánasamningunum er búið að rjúfa tengslin þarna á milli.

Vilji íslenska ríkið freista þess að taka upp samningana kemur til kasta 13. gr. og 16. gr. (breski samningurinn)⁸. Samkvæmt 13. gr. verður samningnum ekki breytt, bætt við hann eða fallið frá honum nema með skriflegu samkomulagi milli samningsaðila. Heimild til endurupptöku er síðan að finna í 16. gr. sem fjallar um breyttar aðstæður. Þar segir: „Greinin á við sýni nýjasta IV. greinar úttekt AGS á stöðu Íslands að skuldaþoli þess hafi hrakað til muna miðað við slíkt mat AGS frá 19. nóvember 2008.“

Í 16.2. gr. segir:

„Lánveitandi fellst á að, ef aðstæður samkvæmt þessari grein (16. gr.) koma upp og íslenska ríkið óskar eftir því, verði efnt til fundar og staðan rædd og íhugað hvort, og þá hvernig, breyta skuli samningi þessum til að hann endurspeglí þá breytingu á aðstæðum sem um er að ræða.“

Íslenska ríkið virðist ekki beinlínis eiga rétt á því skv. 16. gr. að samningurinn verði tekinn upp og endursamið. Í greinargerðinni með frumvarpinu segir hins vegar að íslensk stjórnvöld líti svo á að verði endurskoðunarákvæði samninganna virkt vegna verulegrar breytingar á skuldaþoli Íslands séu Bretar og Hollendingar á grundvelli hinna umsömdu viðmiðana sem samþykkt voru í Brussel í nóvember 2008 skuldbundnir til þess að taka fullt tillit til hinna erfiðu og fordæmislausu aðstæðna sem Ísland er í og knýjandi nauðsynjar þess að gera Íslandi kleift að endurreisa fjármála- og efnahagskerfi sitt. Eins og áður segir er engin tilvísun í samningunum til hinna umsömdu viðmiða og því alls óvíst hvort viðsemjendur muni taka undir þessa túlkun íslenskra stjórnvalda.

Vilji íslenska ríkið taka upp samningana vegna hugsanlegrar úrlausnar innan ESB á lagalegum og/eða pólitískum ágreiningi um það hversu víðtæk ábyrgð ríkis er á innstæðutryggingarkerfi sem innleitt er á grundvelli tilskipunar ESB virðist slíkt ekki fært samkvæmt samningnum. Ísland yrði því að leita sérstakra samninga um slíkt við Holland og Bretland.

b. Nokkrar athugasemdir við samninginn

Í eftirfarandi umfjöllun er stiklað á stóru um nokkur ákvæði samningsins. Vegna anna hafa lögfræðingar bankans ekki getað grandskoðað samninginn eða gert samanburðarrannsóknir eins og æskilegt hefði verið.

8. Í minnisblaðinu er vísað í samninginn við Bretland en samningurinn við Holland er svo að segja alveg samhljóða.

1. Vextir

Gildistaka laga nr. 44/2009⁹ þ. 22. apríl 2009 jafngildir úrskurðardegi í skilningi laga um gjaldprotaskipti. Þessi dagur skiptir máli varðandi vexti og kostnað, en vextir og kostnaður af kröfum sem til falla eftir 22. apríl 2009 verða eftirstæðar kröfur, þ.e. aftast í skuldaröð.

2. Endurgreiðsla lánsfjárhæðarinnar

Í greinargerðinni kemur fram að gengið hafi verið út frá þeirri forsendu að íslenska ríkið geti staðið undir þeirri ábyrgð sem veitt er með samningunum. Komist dómstólar að þeirri niðurstöðu að forgangur sá sem innstæðum var veittur með neyðarlögunum¹⁰ standist ekki gagnvart stjórnarskrá mundi það setja verulegt strik í reikninginn. Liggja mun fyrir álit ríkislögmanns um að neyðarlögin standist stjórnarskrá að þessu leyti og þá fyrir íslenskum dómstólum. Í þessu sambandi má velta fyrir sér hvað ákvæði 6.9. gr. í samningnum þýðir og hver sé tilgangurinn með því.

„Meðferð á kröfuhöfum Landsbankans

Íslenska ríkið mun ekki grípa til neinna aðgerða sem gætu leitt til þess að kröfuhafar (eða einhver hópur þeirra) Landsbankans (þ.m.t., til að taka af allan vafa, kröfuhafar (eða einhver hópur þeirra) Landsbankans í London) hljóti meðferð sem andstæð er almennt viðurkenndum, alþjóðlegum eða evrópskum meginreglum um meðferð kröfuhafa í alþjóðlegri slitameðferð.“

Ákvæðið er rúmt og óskýrt. Ef á reynir mun það koma í hlut breskra dómstóla að túlka það vegna þeirra ákvæða 17. gr. samningsins að breskir dómstólar skeri úr ágreiningsefnum sem verða vegna samningsins „eða ágreiningsefnum tengdum honum“ hvort sem er vegna samningsbundinna atriða eða atriða „utan samninga“. Með hliðsjón af 17. gr vaknar spurning hvort breska ríkið geti beitt fyrir sig ákvæðinu í málarekstri gegn skilaneftnd/slitastjórn Landsbankans eða jafnvel í málsókn á hendur Íslandi fyrir breskum dómstólum. Ekki er ljóst af ákvæðinu til hvaða almennt viðurkenndra, alþjóðlegra eða evrópskra meginreglna um meðferð kröfuhafa í alþjóðlegri slitameðferð er vísað til. Að mati Seðlabankans væri æskilegt að 6.9. gr. væri skýrari. Á það skal bent að samningurinn heimilar ekki að þriðju aðilar byggji rétt á honum og dregur það úr hættu ákvæðisins.

3. Eignasafn Landsbankans

Um eignasafn Landsbankans sem renna á upp í kröfur innstæðueigenda ríkir óvissa, ekki bara í tölulegum skilningi heldur einnig lögfræðilegum. Það er fyrirséð að kröfuhafar munu reyna hvað þeir geta til að endurheimta verðmæti úr búi Landsbankans. Ekki hefur heldur komið skýrt fram hversu veðsett eignasafn Landsbankans kann að vera en kröfur sem njóta veðréttar ganga frammar forgangskröfum. Mikilvægt er að eytt sé óvissu um lagalega stöðu eigna sem fyrst.

9. Breyting á lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

10. Lög nr. 125/2008.

4. Greiðslur að sjö árum liðnum / ábyrgð ríkisins

Þegar sjö ár eru liðin frá undirritun samningsins skal Tryggingarsjóður innstæðueigenda byrja að endurgreiða það sem þá stendur eftir af heildarhöfuðstólnum. Greitt verður í þrjátíu og tveimur afborgunum á ársfjórðungsfresti. Standi Tryggingarsjóðurinn ekki við greiðsluskyldu sína verður ábyrgð íslenska ríkisins skv. 6. gr. samningsins virk. Íslenska ríkið ábyrgist óafturkallanlega og skilyrðislaust gagnvart lánveitendum að Tryggingarsjóðurinn muni standa á tilhlýðilegan hátt og á réttum tíma við allar skuldbindingar sínar. Íslenska ríkið ábyrgist skv. b. lið 6.2. gr. eins og það væri frumlántakandi (e. principal obligor), m.ö.o. er ábyrgðin sjálfskuldarábyrgð.

5. Sambærileg og jöfn meðferð

Í 7.1. gr. samningsins er fjallað um sambærilega meðferð. Ákvæðið er svohljóðandi:

„Geri Tryggingarsjóður innstæðueigenda eða íslenska ríkið einhvers konar samkomulag eða samning um fjármögnun (annan en lánssamninginn við Holland) við einhvers konar fjármögnunaraðila (þ.m.t., án takmarkana, ríki, alþjóðastofnun eða einkaaðila) í þeim tilgangi að fjármagna kröfur innstæðueigenda hjá íslenskum banka og sá fjármögnunaraðili nýtur, samkvæmt viðkomandi samkomulagi eða samningi um fjármögnun (skoðað í heild sinni), almennt hagstæðari meðferðar en lánveitandinn samkvæmt þessum samningi eða nýtur einhvers konar tryggingar, skulu Tryggingarsjóður innstæðueigenda og íslenska ríkið láta lánveitandann njóta sömu hagstæðu meðferðar eða svipaðrar tryggingar (og skulu Tryggingarsjóðurinn og íslenska ríkið láta skjalfesta það á nauðsynlegan eða æskilegan hátt).“

Greinin tryggir lánveitendum sama rétt og hugsanlegir framtíðarlánveitendur vegna fjármögnunar á kröfum innstæðueigenda hjá íslenskum banka fá ef þau kjör reynast hagstæðari. Þetta þýðir að gangi Tryggingarsjóðurinn eða íslenska ríkið til samninga við aðra aðila en Breta og Hollendinga vegna greiðslna til innstæðueigenda, og þeir samningar eru hagstæðari lánveitanda en þessir samningar, bæði hvað varðar kjör og tryggingar, þá skulu Tryggingarsjóðurinn og íslenska ríkið veita Bretum og Hollendingum sömu skilmála.

Reyni á ákvæðið getur það leitt til breytinga á kjörum lánasamninganna.

Í skilgreiningu 7.2.1. gr. er gerður greinarmunur á innstæðueigendum Landsbankans að frátöldum þeim sem urðu innstæðueigendur hjá NBI. Skilgreiningin kann að benda til þess að meðhöndla megi þessa tvo flokka innstæðueigenda með mismunandi hætti.

6. Gjaldfellingarheimildir

Fleiri ástæður en vanefnd á greiðslu lánsfjárhæðarinnar geta valdið því að samningurinn teljist vanefndur en um vanefndarástæður er fjallað í 12. gr. samningsins.

Í 12.1.5 gr. er kveðið á um að verði erlend skuldbinding ríkisins (hærri en 10 millj. sterlingspund) gjaldfelld vegna þess að ekki er greitt á gjalddaga, þá megi gjaldfella lánið. Skilgreining á erlendra skuldbindingu er í 1.1 gr. „*External Indebtedness means any present or future borrowing, debt or other obligation, whether actual or contingent...*“ Skilgreiningin virðist því geta náð til skuldbindinga sem ríkið er í ábyrgð

fyrir. Ríkið er t.d. í einfaldri ábyrgð fyrir skuldbindingum Landsvirkjunar og Byggðastofnunar. Kröfu verður því ekki komið á ríkið fyrr en reynt hefur verið til þrautar að fá greitt hjá þessum aðilum. En samkvæmt þessum samningi gæti þetta lán og þar með öll erlend lán ríkisins gjaldfallið ef fyrrnefnd ríkisyfirtæki greiddu ekki á gjalddaga.

Í fyrri erlendum lánsamningum ríkisins hefur verið reynt að þrengja skilgreininguna á þeim skuldbindingum sem gætu valdið gjaldfellingu annarra lána ríkisins. Æskilegt hefði verið að ljóst væri af greininni að þrengri skilgreiningin eigi við.

Samkvæmt 12.1.8 gr. er það tilefni gjaldfellingar ef greiðsluskuldbindingar ríkisins samkvæmt samningnum verða ekki lengur a.m.k. jafnrétt háar núverandi eða síðari erlendum lánaskuldbindingum ríkisins. Þetta nær til allra slíkra skuldbindinga, nema lög kveði á um annað við gildistöku þessa samnings.

Venja hefur verið í fyrri lánasamningum íslenska ríkisins að undanskilja veðkröfur og þau tilvik þegar keypt er eign með áhvílandi veðlánum eða kaupverð fjármagnað með láni sem fær veðrétt í viðkomandi eign.

7. Gildandi lög

Í báðum samningunum er ákvæði um hvaða lög gildi við úrlausn ágreinings og hvaða lögsaga. Venja er í alþjóðlegum lánasamningum að um ágreining gildi annaðhvort lög þess ríkis sem veitir lánið eða bresk lög sem skýrist af stöðu London sem alþjóðlegrar fjármálamiðstöðvar. Athygli vekur að ákvæði 17.1. gr. kveður á um að ensk lög gildi ekki eingöngu um ágreiningsefni vegna samningsins heldur einnig um „*sérhverft það málefni, kröfu eða ágreiningsefni sem kemur upp vegna eða í tengslum við hann, hvort sem þau réttindi, sem þau byggjast á, eru innan eða utan samninga (e. contractual or non-contractual), og skulu túlkuð í samræmi við þau.*“

Það vekur athygli að gildandi lög ná líka til „non-contractual“ atriða en venjulega er eftirfarandi orðalag látið nægja: „*This Agreement is governed by and shall be construed in accordance with, English law.*“

8. Lögsaga

Í 17.2.1. gr. er kveðið á um að ágreiningsefni, skilgreind með jafnvíðtækum hætti og í 17.1. gr., skuli lúta lögsögu breskra dómstóla. Í 17.2.3. gr. er ívilnandi ákvæði eingöngu í þágu lánveitanda. Samkvæmt því getur lánveitandi höfðað dómsmál vegna ágreiningsefna fyrir öðrum dómstólum sem lögsögu hafa. Þá vekur einnig athygli síðasta málsgreinin þar sem segir: „*Að því marki sem lög heimila getur lánveitandi höfðað mál samtímis í mörgum lögsögum.*“

9. Afsal á friðhelgi

Það er meginregla í þjóðarétti að ríki njóti friðhelgi frá lögsögu annarra ríkja. Reglan byggir á þeirri grunnhugsun að ríki séu formlega jafnsettir þjóðréttaráðilar og að slíkir fullvalda jafningjar geti þar af leiðandi ekki átt lögsögu hver yfir öðrum.

Eins og getið er í upphafi minnisblaðsins falla samningarnir undir einkarétt og gildir því meginreglan í þjóðarétti um friðhelgi ríkja ekki

afdráttarlaust. Það er alvanalegt í lánasamningum ríkja að fallið sé frá friðhelgisréttindum enda væri hvorki hægt að stefna máli án slíks afsals, né reka það fyrir umsömdum dómstóli. Í greinargerðinni sem fylgir frumvarpinu er tekið sem dæmi EMTN-lánarammi ríkissjóðs en síðustu ár hafa flest erlend lán ríkissjóðs verið tekin á grundvelli þess samnings. Orðalag ákvæðisins í EMTN-lánarammanum er eftirfarandi:

„In respect of any proceedings, the Issuer irrevocably consents generally to the giving of any relief and the issue of any process in connection with such proceedings including, without limitation, the making, enforcement or execution against any assets whatsoever of any order or judgement made or given in any such proceedings with the exception of real property and buildings and the contents thereof owned by the Ministry of Foreign Affairs and situated outside Iceland and assets necessary for the proper functioning of the Republic of Iceland as a sovereign power.”

Athygli vekur að afsal friðhelgi í 18. gr. samningsins er mun viðtækara en ofangreint afsal og er það tekið hér upp á ensku til sam-
anburðar:

„Each of the Guarantee Fund and Iceland consents generally to the issue of any process in connection with any Dispute and to the giving of any type of relief or remedy against it, including the making, enforcement or execution against any of its property or assets (regardless of its or their use or intended use) of any order or judgment. If either the Guarantee Fund or Iceland or any of their respective property or assets is or are entitled in any jurisdiction to any immunity from service of process or of other documents relating to any Dispute, or to any immunity from jurisdiction, suit, judgment, execution, attachment (whether before judgment, in aid of execution or otherwise) or other legal process, this is irrevocably waived to the fullest extent permitted by the law of that jurisdiction. Each of the Guarantee Fund and Iceland also irrevocably agree not to claim any such immunity for themselves or their respective property or assets.”

Samkvæmt síðasta málslið greinarinnar afsala Tryggingarsjóður og íslenska ríkið sér einnig með óafturkræfum hætti rétti til að hafa uppi kröfu, þ.e. láta á það reyna hvort um friðhelgi sé að ræða hvort sem er sér til handa eða varðandi eigur sínar.

Reyni á afsal friðhelgi verður breskum lögum, *State Immunity Act 1978 (SIA)*, beitt um slíkt úrlausnarefni. Samkvæmt þeim lögum getur ríki á mjög viðtækan hátt afsalað sér friðhelgi með skriflegu samþykki. Það er því ljóst að breskir dómstólar hafa alla lögsögu til að skera úr um ágreiningsefni eða greiðslufall vegna samningsins. Breskt réttarfar mundi einnig gilda um fullnustu eigna íslenska ríkisins í breskri lögsögu. Vakin er athygli á að Seðlabanki Íslands telst sjálfstæður lögaðili skv. SIA og nýtur hann sem slíkur og eignir hans friðhelgi. Á það skal þó bent að þrátt fyrir SÍA beitti breska ríkið hryðjuverkalögum á Seðlabankann og kyrrsetti eignir hans um stund í október 2008.

Gangi dómur mun fullnusta hans fara fram í þeirri lögsögu þar sem viðkomandi eigur er að finna. Möguleg fullnusta á grundvelli dómsniðurstöðu í eignum ríkisins hér á landi lýtur íslenskum réttarfarsreglum að öllu leyti. Í íslensku fullnusturéttarfari nýtur ríkið engar sérstakrar friðhelgi umfram aðra dómþola. Það kemur því engin sérstök lagaleg hindrun í veg fyrir að gerð verði aðför í eignum ríkisins að undanskildu því að 40. gr. stjórnarskrárinnar getur staðið í vegi fyrir aðför í fasteignum og afnotarétti þeirra. Þar segir að ekki megi „...með öðru

móti láta af hendi neina af fasteignum landsins né afnotarétt þeirra nema samkvæmt lagaheimild". Taki samningurinn gildi getur breyting á íslenskum lögum, t.d. með því að undanskilja eigur ríkisins fullnustu, verið túlkuð sem vanefndatilvik sbr. 12.1.11. gr. en þar segir:

„Breyting sem verður á íslenskum lögum og hefur eða myndi hafa veruleg neikvæð áhrif á getu Tryggingarsjóðs innstæðueigenda eða íslenska ríkisins til að inna greiðslur sínar, hvors um sig, af hendi eða standa við aðrar skuldbindingar samkvæmt fjármálaskjölunum sem þau eru aðilar að.”

Lögfræðinga greinir á með hversu víðtækum hætti ríki getur að þjóðarétti afsalað sér friðhelgi hvað varðar fullnustu í eignum sínum. Ljóst er að ríki getur afsalað sér friðhelgi hvað varðar þær eignir sem sæta einkarétti og þeim sem jafna má til starfsemi einkaaðila (e. used for commercial purpose). Meiri vafi ríkir hins vegar í þjóðarétti um rétt til fullnustu í þeim eignum sem nauðsynlegar eru til að halda uppi fullvalda ríki (assets necessary for the proper functioning of the state as a sovereign power). Í þessu sambandi má benda á, komi til þess að reyni á fullnustu eigna ríkisins í íslenskri lögsögu, að óvíst er hvort lögskýringar þjóðaréttar eða meginreglur hans kæmust að þar sem íslenskt réttarkerfi byggir á sjónarmiðum um tvíeðli (dualism). Með því er átt við að réttarheimild samkvæmt þjóðarétti er ekki stjórnskipulega bindandi fyrr en hún er orðin að íslenskum lögum.

Þá er ljóst að íslenska ríkið mun njóta friðhelgi samkvæmt Vínarsamningnum frá 1961 um stjórn málasamband. Diplómatar og eignir sem nauðsynlegar eru vegna sendiráða njóta verndar fyrir íhlutun eða aðför viðkomandi ríkis eða annarra. Vínarsamningurinn hefur verið fullgiltur um allan heim, þ. á. m. á Íslandi sbr. lög nr. 16/1971.

Fylgiskjal 1.

Erlend langtímalán (auk áætlaðra lántaka) Ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands. Júlí, 2009.

	Vextir	Gjaldldagi	Gjaldmiðill	Alls upphæð í millj. í viðkomandi gjaldmiðli
EMTN (skuldabréf)	4,375%	30.9.2009	EUR	150
EMTN (skuldabréf)	3,750%	1.12.2011	EUR	1000
EMTN (skuldabréf)	5,375%	10.4.2012	EUR	250
EMTN (skuldabréf)	4,375%	10.3.2014	USD	200
Skuldabréf	14,500%	31.1.2016	GBP	30
Sambankalán	(LIBOR+) 0,900%	22.9.2011	EUR	300
IMF SBA ¹	5,250%	31.12.2015	SDR	1400
IMF Bilateral	(3M Euribor+) 2,750%	1.12.2020	USD	3250

1. Lán ekki fullfrágengið. Ráðgert að stærstur hluti lánanna verði í evrum. Útgreiðslur verða í takt við IMF-áætlunina.

18

Fylgiskjal 2.

Icesave-skuldbindingar (allar fjárhæðir í millj. kr. í viðkomandi gjaldmiðli).

	M.v. 75% endurheimtur							
	Sterlingspund		Evrur		Samtals kr.		Gengisforsendur	
	Höfuðstóll (í byrjun árs)	Greiðslur	Höfuðstóll (í byrjun árs)	Greiðslur	Höfuðstóll (í byrjun árs)	Greiðslur	ISK/GBP	ISK/EUR
2009	2.350	220	1.329	125	627.268	66.112	177,46	158,18
2010	2.260	237	1.278	134	574.841	71.237	169,09	150,72
2011	2.148	169	1.215	96	527.002	50.843	163,09	145,37
2012	2.098	186	1.186	105	529.612	55.967	167,82	149,59
2013	2.028	475	1.147	268	521.898	142.473	171,08	152,49
2014	1.666	102	942	57	427.014	30.539	170,39	151,88
2015	1.657	373	937	211	418.965	111.920	168,11	149,85
2016	1.376	248	778	140	342.469	61.816	165,47	147,49
2017	1.204	239	681	135	301.266	59.758	166,36	148,28
2018	1.032	229	584	130	260.857	57.954	168,05	149,79
2019	860	220	486	124	219.877	56.178	169,98	151,51
2020	688	210	389	119	177.213	54.139	171,25	152,64
2021	516	201	292	113	132.075	51.355	170,17	151,68
2022	344	191	195	108	85.834	47.681	165,89	147,86
2023	172	182	97	103	41.096	43.377	158,85	141,59

Fylgiskjal 3.

Hrein staða við útlönd¹ maí 2009, bráðabirgðamat.

Staða í lok tímabils í milljónum króna	ISK	USD
Erlendar eignir, alls	2.860.794	23.382
Bein fjárfesting erlendis	1.131.154	9.245
Erlend markaðsverðbréf	1.179.303	9.639
Afleiður	73.386	600
Aðrar fjáreignir en forði	47.529	388
Gjaldeyrisforði	429.421	3.510
Erlendar skuldir, alls	2.811.900	22.982
Bein fjárfesting á Íslandi	590.314	4.825
Innlend markaðsverðbréf	946.972	7.740
Afleiður	73.386	600
Aðrar erlendar skuldir	1.201.229	9.818
Hrein staða við útlönd	48.894	400
Erlendar skuldir alls í yfirliti yfir skuldir ²	2.504.281	20.468
Erlendar skuldir alls í þessu minnisblaði ³	2.088.825	20.468

- Gömlu viðskiptabankarnir eru ekki meðtaldir hér, auk þess er ekki reiknað með ýmsum fyrirtækjum og fjárfestingarfélögum sem eru í greiðslustöðvun eða í gjaldþrotameðferð. Þess ber þó að geta að hér er um að ræða óbirt vinnuskjal Seðlabanka Íslands og tölfraeðisvið bankans vinnur að því að kanna betur eignahlíðina.
- Mismunurinn á „erlendum skuldum alls“ í yfirlitunum yfir hreina stöðu og í yfirlitunum yfir erlendar skuldir alls er liðurinn „eigið fjármagn“ undir liðnum „bein fjárfesting á Íslandi“. Enda telst eigið fé almennt ekki til skulda.
- Mismunurinn á erlendum skuldum alls í þessu minnisblaði og erlendum skuldum alls í opinberum tölum Seðlabankans er fyrst og fremst liðurinn „lán frá tengdum félögum“ undir liðnum „bein fjárfesting á Íslandi“. Hér er um að ræða lán frá erlendum móðurfélögum til dótturfélaga á Íslandi. Einnig var ákveðið að sleppa skiptasamningum sem ekki voru taldir með í gjaldeyrisvaraforðanum.

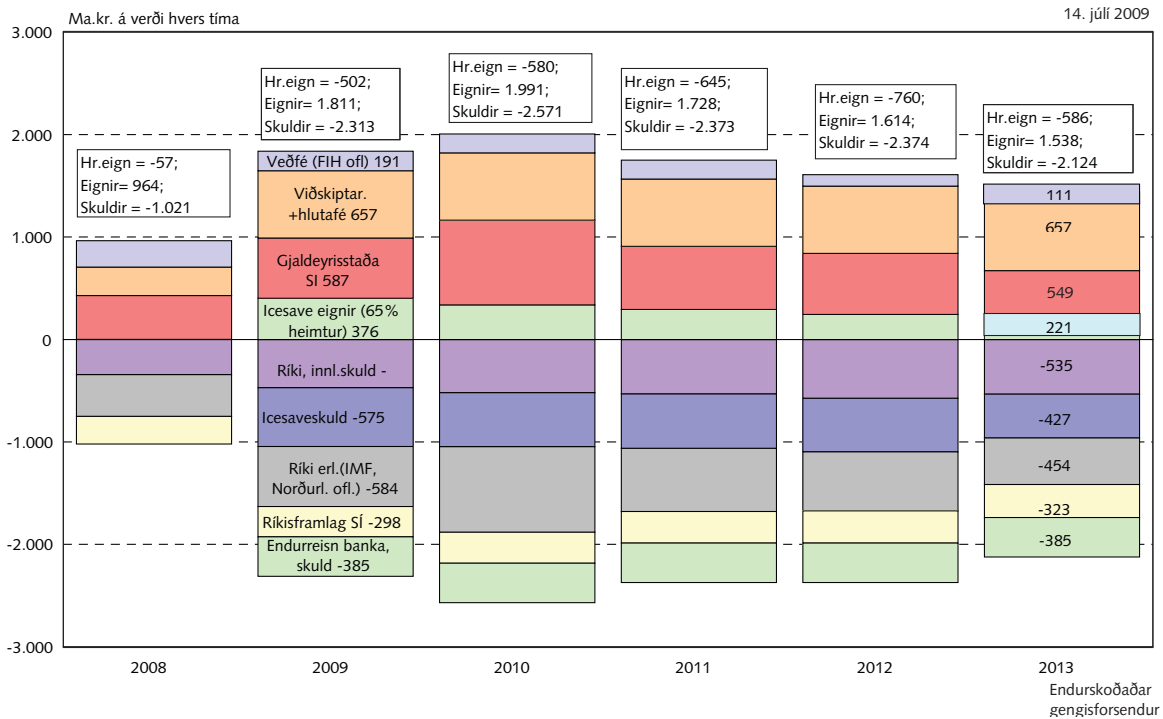
Fylgiskjal 4.

Skuldir og eignir sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VLF	1.464.000	1.427.173	1.414.337	1.465.712	1.542.820	1.642.815
Heildar eignir/VLF, %	65,83	126,90	140,76	117,87	104,63	93,61
Heildar skuldir/VLF, %	69,71	162,08	181,76	161,90	153,88	129,31
Innlendar eignir/VLF, %	30,94	53,79	54,32	52,42	49,80	46,77
Erlendar eignir/VLF, %	34,89	73,11	86,44	65,46	54,83	46,84
Innlendar skuldir/VLF, %	41,92	80,84	85,41	83,65	82,71	75,66
Erlendar skuldir/VLF, %		81,24	96,35	78,26	71,18	53,65
<i>Hrein skuldastaða</i>						
Ríkissjóður og SÍ, %	-4	-35	-41	-44	-49	-36

Fylgiskjal 5.

Samstæðuefnahagur ríkissjóðs og Seðlabanka



20

Fylgiskjal 6.

Moody's Weekly Credit Outlook, 15. júní. Skrif Kenneth Orchard, aðalsérfræðings Moody's í málefnum Íslands.

Icesave Agreement Brings Some Clarity to Icelandic Debt Picture

On June 5, the Icelandic government signed an agreement with the British and Dutch governments resolving the Icesave dispute. Although there is still uncertainty about the Icelandic government's fiscal position, the Icesave agreement brings some welcome clarity to the public debt picture. The agreement supports our view that the Icelandic government's long term debt burden will be manageable, thereby underpinning our Baa1 rating. The negative outlook on the rating remains appropriate, however, in light of the still-fragile economic and financial situation.

The collapse of Landsbanki in October 2008 left the Icelandic depositors' and investors' private guarantee fund with a significant liability from internet deposits collected by the bank in the UK and Netherlands. Although the British and Dutch governments initially paid out compensation to depositors, the Icelandic government was forced at the time to assume ultimate responsibility for the deposit insurance. The gross liability emanating from the Icesave reimbursement is 40%-50% of Iceland's annual GDP (depending upon assumptions used for the exchange rate and GDP), but the government hopes to recoup at least 75% of the amount by liquidating Landsbanki's assets over the next 5-10 years.

The Icesave agreement set some key parameters for the liability, particularly the interest rate and maturity. The loan will accrue interest at 5.55% per annum and will have a 15-year term with a 7-year grace period. This will provide the government with some much needed time to realize value from Landsbanki's assets and get its own fiscal house in order. Because the Icesave liability is the largest portion of the government's gross debt, at about 44% of the total in 2009, the Icesave agreement brings some much needed clarity to the public debt picture.

In addition to the Icesave liability, the Icelandic government's debt is increasing significantly. This is largely due to significant budget deficits, the need to recapitalize the banking system and foreign borrowing – from the IMF, Nordic countries and others – to support the currency.

Exhibit 1: Icelandic Government Debt

Exhibit 1 shows gross and net government debt as a percentage of GDP. Gross debt/GDP is estimated to peak this year at about 144%, while net debt/GDP, which incorporates the equity the government will hold in the banking system and liquid assets, is estimated to reach about 95%. The ratios are then expected to decline over the next few years, with net debt/GDP stabilizing at approximately 55% in 2013.

In relation to the negative outlook on the rating, we are currently monitoring three developments:

1. fiscal consolidation, which is desperately needed to get the budget deficit under control over the next few years;
2. banking sector restructuring, which holds the key to jump-starting private sector activity;

3. the level of the currency (the Icelandic krona).

14 June 15, 2009 Moody's Weekly Credit Outlook Moody's
Weekly Credit Outlook

Fiscal policy slippage, extra costs associated with the banking sector resuscitation, and/or a weak currency could all cause debt/GDP to stabilise at a higher level than forecast. Progress on fiscal consolidation and banking sector restructuring is expected over the next six weeks before the next review of the IMF programme is finalised in late July. The currency issue, on the other hand, seems likely to remain tentative for some time. The krona has been gradually weakening over the past couple of months, despite tough capital controls, high (albeit declining) interest rates, and a trade surplus. However, there is some optimism that a decision to pursue EU membership, which could eventually lead to adoption of the euro, will reduce anxiety about Iceland's currency regime and boost local's confidence in the krona.