



GAMMA

GAM Management hf

Umsögn um Icesave 388. mál, þskj. 546

Unnið af GAM Management hf [GAMMA]

10. janúar 2011

GAM Management hf. [GAMMA]
Klapparstígur 29
101 Reykjavík
s: 540-3286

Inngangur

Þann 20. desember 2010 óskaði Fjárlaganefnd Alþingis eftir umsögn GAM Management hf. [GAMMA] um lcesave 388. mál, þskj. 546. Var beðið um mat á helstu áhættuþáttum og áhrif á greiðslustöðu ríkissjóðs sem og samanburði á ákvæðum og kostnaði nýja samningsins við eldri samninga. Í umsögninni átti m.a. eftirfarandi að koma fram:

- a. Líkindamat og helstu áhættuþættir sem gætu haft áhrif á greiðslubyrði ríkissjóðs, s.s.:
 - i. Gengisáhætta – (metið út frá líklegri þróun gengis krónunnar gagnvart sterlingspundi og evru og þróun þeirra gagnvart öðrum gjaldmiðlum).
 - ii. Efnahagslegir óvissuþættir, s.s.:
 1. Vöxtur landsframleiðslu.
 2. Vöruskipti.
 3. Útflutningur á sjávarafurðum og áli.
 4. Ferðaþjónusta.
 5. Atvinnuleysi og fólksflótti.
 - iii. Mat á óvissuþáttum og áhrif á greiðslugetu og greiðslubyrði af erlendum lánum.
- b. Áhrif á greiðslustöðu ríkissjóðs og þjóðarbúsins og hagræn áhrif.
- c. Mat á skulðapoli ríkissjóðs.
- d. Mat á greiðslugetu ríkissjóðs á líftíma samningsins.
 - i. Hagvöxtur svo standa megi í skilum með öll lán ríkissjóðs.
 - ii. Tekjuafgangur svo unnt sé að standa í skilum.
- e. Samanburður á sömu eða sambærilegum ákvæðum nýja samningsins og eldri samninga.
- f. Samanburður á mögulegum kostnaði nýja samkomulagsins við fyrri samninga á nafnvirði og núvirði.

Tók GAMMA að sér að veita umsögn og álit á fjármálalegum forsendum en ekki lögfræðilegum atriðum og er farið yfir hvert ofangreint atriði fyrir sig í umsögninni. Þar metum við áhættuþætti hvers liðar og berum saman umfang þeirra og áhrif á ríkissjóð.

Í vinnu við umsögnina er stuðst við þau opinberu gögn sem til staðar eru eins og t.a.m. mat skilanevndar á eignum þrotabús Landbankans, samantekt samninganevndar frá 9. desember 2010, frumvarp til laga þskj. 546 – 388. mál ásamt athugasemdum og opinberum gögnum frá Seðlabanka Íslands.

GAMMA leggur sérstaka áherslu á að ekki var óskað eftir því að greina og meta eignasafn þrotabús Landbankans eða meta réttmæti og innihald samningsins.

Skýrsluna unnu:

Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur
Guðmundur Björnsson, verkfræðingur

Samantekt

Við mat á mögulegri greiðslubyrði vegna nýrra Icesave samninga er áhættuþáttunum skipt í tvennt. Annars vegar er um að ræða þrjá helstu áhættuþætti sjálfs samningsins og hins vegar þá efnahagslegu áhættuþætti sem tengjast greiðslugetu og skuldaþoli Íslands.

Áhættuþættir samningsins sjálfs

Það eru þrír áhættuþættir sem hafa mest áhrif á mögulegan heildarkostnað ríkissjóðs vegna samninganna, raðað eftir áhættu:

- Endurheimtuáhætta (endurheimtuhlutfall sem og tímasetning greiðslna úr þrotabúi)
- Gengisáhætta (þróun íslensku krónunnar sem og þróun á dollar og evru gagnvart pundi)
- Vaxtaáhætta (þróun vaxta evru og punds)

Í umsögninni er stuðst við mat skilanefndar á eigum þrotabús frá 30. sep. 2010 en gerð er næmnigreining á áhrifum þess á greiðslubyrði íslenska ríkisins ef endurheimtur dragast eða ef þær verða minni en nú er búist við. Ekki er gert ráð fyrir neinni ávöxtun á eignasafn þrotabúsins umfram áætlanir skilanefndar. Vaxtaáhættan er tilkomin vegna þess að nýtt vaxtaviðmið verður sett þann 30. júní 2016 og fer það eftir tímalengd greiðslu eftirstöðva á þeim tíma.

Til að geta áttað sig betur á hvaða áhrif helstu áhættuþættir samningsins geta haft fyrir greiðslubyrði ríkissjóð Íslands, er lögð mikil áhersla á að sýna í umsögninni mismunandi sviðsmyndir. Samkvæmt sviðsmyndagreiningu er heildarkostnaður ríkissjóðs metinn á bilinu 26-233ma króna að nafnvirði (Tafla 1). Að gefnu óbreyttu gengi gjaldmiðla og áætlun skilanefndar á endurheimtum er heildarkostnaður metinn 67ma og að eftirstöðvar verði að fullu greiddar upp 30. júní 2017. Í öllum tilfellum er gert ráð fyrir upphafsgreiðslu frá TIF upp á 20ma og tekið er tillit til vaxtagreiðslna af skuldabréfi sem Nýi Landsbankinn skuldar þeim gamla.

Sviðsmynd 1:

- Gert er ráð fyrir auknum forgangi í útgreiðslur úr þrotabúi þ.e. að hið svokallaða „Ragnar Hall“ ákvæði falli TIF í hag. Metið er að heildarkostnaður við samningana lækki sem nemur um 30ma króna. Ástæðan er hraðari niðurgreiðsla höfuðstóls og sparnaður við vaxtakostnað. Samhliða lækkar gjaldeyrisáhætta. Hægt er að túlka sviðsmyndina sem hraðari og hærri endurheimtur en áætlun skilanefndar gerir ráð fyrir. Að auki er gert ráð fyrir 2% styrkingu krónunnar á ársfjórðungi.

Sviðsmynd 2:

- Gert er ráð fyrir endurheimtum samkvæmt áætlun skilanefndar Landsbankans ásamt styrkingu krónunnar um 2% á ársfjórðungi út líftímann.

Sviðsmynd 3:

- Gert er ráð fyrir óbreyttu gengi gjaldmiðla og áætlun skilanefndar um endurheimtur.

Sviðsmynd 4:

- Gert er ráð fyrir 2% veikingu krónunnar á ársfjórðungi út líftímann ásamt því að fyrsta greiðsla úr þrotabúi berist ekki fyrr en 1. jan. 2012 ásamt því að innheimtur úr þrotabúi lækki um 10% frá áætlun skilanefndar. Niðurstaða er hærri mörk heildarkostnaðar 233ma.

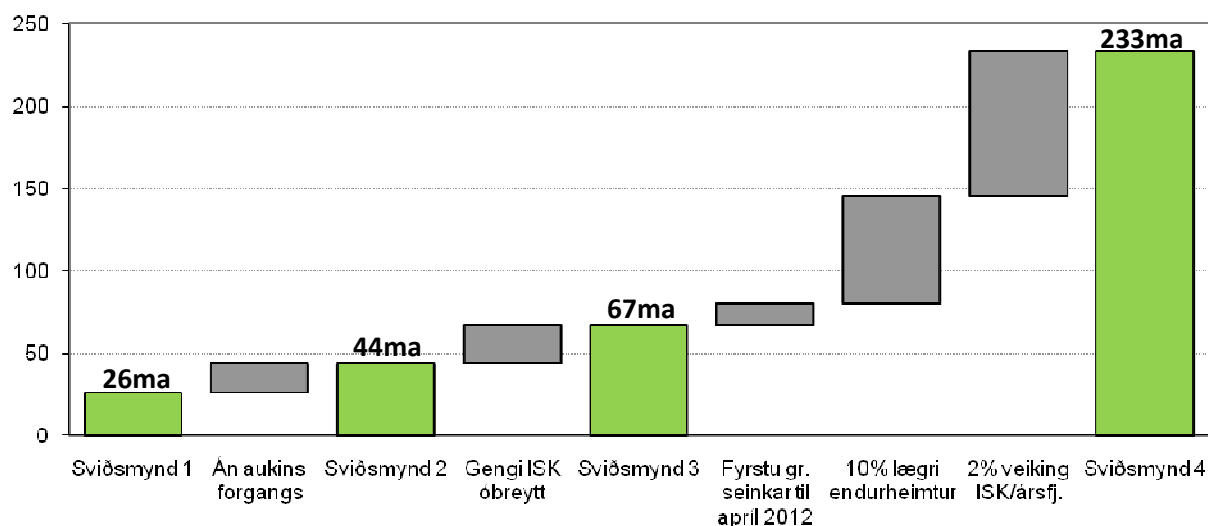
Tafla 1: Heildarkostnaður í milljörðum króna við Icesave miðað við mismunandi forsendur

	2% styrking pr ársfj.	1% styrking pr ársfj.	Óbreytt gengi	1% veiking pr ársfj.	2% veiking pr ársfj.
Aukinn forgangur	-26 (1)	-30	-35	-42	-51
Endurheimtuáætlun Skilaneftndar	-44 (2)	-55	-67 (3)	-83	-155
Seinkun fyrstu endurgreiðslu um 9 mán.	-56	-65	-80	-102	-212
10% lakari endurheimtur	-93	-115	-145	-182	-233 (4)

Heimild: GAMMA

Númer sviðsmyndar innan sviga.

Á Mynd 1 má sjá áhrif einstakra breytinga á forsendum á mögulegan heildarkostnað við fyrirbyggjandi Icesave samninga.

Mynd 1: Heildarkostnaður í milljörðum króna við Icesave miðað við mismunandi forsendur


Heimild: GAMMA

Vakin er sérstök athygli á því að samkvæmt gögnum frá Skilaneftnd Landsbankans er enn óvissa um endanlega upphæð forgangskrafna og eru niðurstöður þessarar greiningar mjög háðar breytingum á því. Veltur endanleg niðurstaða um heildarkostnað vegna Icesave samninganna í miklum mæli á endanlegum tölum af endurheimtum.

Í samanburði við fyrri samninga er áætlaður heildarkostnaður, þar sem miðað er við óbreytt gengi krónunnar (og erlendra gjaldeyriskrossa) og síðustu áætlun um endurheimtur frá skilaneftnd Landsbankans, lægri sem nemur um 181ma króna. Er það að mestu vegna sparnaðar í vaxtakostnaði sem kemur til vegna styttra samningstímabils sem og lægri vaxtaþrósentu.

Tafla 2: Kostnaður í milljörðum króna við fyrirhugaða samninga og fyrri samninga

	Fyrirhugaðir samningar	Fyrri samningar	Mismunur
Vaxtagreiðslur	-72	-234	162
Uppgjör TIF 30/6/2016	-15	-269	254
Lengd lánessamnings frá 2016	1 ár	8 ár	7 ár
Samtals greiðsla	-87	-268	181
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	0
Heildarkostnaður	-67	-248	181

Heimild: GAMMA

Efnahagslegir áhættuþættir

Þróun helstu hagstærða á líftíma Icesave samningsins ræður miklu um greiðslubyrði ríkissjóðs af þeim kostnaði sem mögulega gæti fallið á ríkið samkvæmt ofangreindri sviðsmyndagreiningu.

Í tilviki sviðsmyndar 4 yrði greiðslubyrði Icesave af tekjum ríkissjóðs að meðaltali 2,4% á ári til 2020 en í tilviki sviðsmyndar 2 yrði það um 1,4% að meðaltali til 2016. Þetta mat er miðað við hagspá Seðlabanka Íslands er birtist í síðustu Peningamálum til ársins 2013 og síðan einfaldan meðaltals leitnivöxt eftir þann tíma.

Tafla 3: Greiðslubyrði Icesave í hlutfalli af þjóðhagslegum stærðum (sviðsmyndir 2-4)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
VLF	1,1%	0,7%	0,5%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
~ Ríkistekjur	3,8%	2,1%	1,4%	0,9%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tekjuafgangur	-49,4%	174,1%	16,6%	11,5%	1,8%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VLF	1,2%	0,7%	0,6%	0,4%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
∞ Ríkistekjur	4,0%	2,3%	1,6%	1,2%	0,2%	1,0%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Tekjuafgangur	-52,2%	194,7%	20,2%	15,2%	3,1%	13,2%	15,9%	0,0%	0,0%	0,0%
VLF	1,2%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%
↗ Ríkistekjur	4,2%	2,6%	2,0%	1,6%	0,5%	1,2%	3,4%	3,2%	2,9%	2,8%
Tekjuafgangur	-55,1%	217,9%	24,6%	20,2%	6,0%	15,6%	43,8%	40,3%	36,9%	35,3%

Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Kostnaður vegna Icesave samkomulagsins skiptir mun meira máli fyrir greiðslujöfnuð landsins fremur en ríkisfjármálin ein og sér þar sem greiðslurnar eru í erlendri mynt og gjaldeyrisjöfnuður landsins er knappur. Þó hlutfall af útflutningstekjum sé tiltölulega lágt eða í kringum 1-2%, er hlutfallið hærra af vöru- og þjónustujöfnuði. Í öllum tilfellum þarf að greiða háa greiðslu strax árið 2011 sem verður um 12% af vöru- og þjónustujöfnuði þess árs. Eftir það lækkar hlutfallið stöðugt vegna lægri vaxtakostnaðar. Í versta tilviki (sviðsmynd 4) verður greiðslubyrði eftir 2016 um 25% af vöru- og þjónustujöfnuði en flest önnur tilvik gera ráð fyrir að samningurinn verði greiddur upp árin 2016-

2017 og endurheimtur Landsbankans dugi að mestöllu leyti uppí skuldbindingu TIF. Það séu því í rauninni einungis vaxtagreiðslur sem skipta þurfi yfir í gjaldeyri.

Tafla 4: Greiðslubyrði Icesave í hlutfalli af útflutningstekjum og vöru- og þjónustujöfnuði (sviðsmyndir 2-4)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
2	Útflutningstek.	2,1%	1,3%	0,9%	0,6%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Jöfnuður	12,0%	7,3%	5,8%	4,2%	0,7%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Útflutningstek.	2,2%	1,4%	1,1%	0,8%	0,2%	0,7%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
	Jöfnuður	12,6%	8,2%	7,1%	5,6%	1,3%	6,1%	8,2%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Útflutningstek.	2,4%	1,6%	1,3%	1,0%	0,3%	0,8%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%
	Jöfnuður	13,3%	9,2%	8,6%	7,5%	2,4%	7,2%	22,7%	23,4%	24,1%	25,9%

Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Samkvæmt sviðsmyndagreiningu og mati á greiðslugetu íslenska ríkisins er hægt að draga þá ályktun að áhætta af endurheimtum og tímasetningum þeirra og áhætta á veikingu krónunnar á samningstímabilinu sé mun meiri en áhættan á að ríkið lendi í sérstökum greiðsluvandræðum vegna samningsins.

Skuldaþol og greiðslugeta Íslands

Ísland þarf að lenda í töluverðum skakkaföllum til viðbótar til að greiðslubyrði af samkomulaginu verði íslenska ríkinu ofviða miðað við ofangreindar sviðsmyndir. T.a.m. verður niðursveiflan líklega að verða mun lengri og dýpri en núverandi hagspár gera ráð fyrir til að spár um mikla þjóðflutninga og neikvæð áhrif af þeim rætist. Hafa verður þó í huga að ef greiðslubyrði þróast á sem óhagstæðastan hátt (sviðsmynd 4) þá er það vegna mikillar niðursveiflu í erlendum hagkerfum. Að öllum líkindum mun sú erlenda niðursveifla hafa neikvæð áhrif á íslenska hagkerfið og því mun fara saman þung greiðslubyrði af Icesave ásamt verri horfum Íslands.

Til að meta skuldaþol ríkissjóðs skipta erlendar skuldir meginmáli og samsetning þeirra með tilliti til lánstíma, vaxta og gjaldmiðla. Ef skuldaþol íslenska ríkisins er skoðað sést að skuldir þess hafa aukist verulega við fall bankanna og verg skuldastaða hefur farið úr því að vera 23% af landsframleiðslu árið 2007 til þess að vera 80% af landsframleiðslu árið 2010. Fjármögnunarkostnaður ríkisins hefur þó lækkað töluvert innanlands þrátt fyrir mun verra lánshæfi og verri skuldastöðu vegna lækkunar vaxta og tilvist gjaldeyrishaftanna. Sjálft skuldaþol ríkisins er í sjálfu sér erfitt að meta þar sem skuldaþol er ekki vélræn reiknistærð heldur snýst um trúverðugleika ríkisfjármálanna og þann fjármagnskostnað sem ríkið þarf að bera vegna skulda sinna. Ekki verður önnur ályktun dregin en sú að ríkisfjármálin njóti trúverðugleika í þessum skilningi og skuldir íslenska ríkisins séu innan þolmarka. Þá skiptir líka máli sú almenna trú að kostnaður vegna fjármálakrísunnar sé að miklu leyti kominn fram hérlandis og færður inn í ríkisreikninga.

Helsti vandi við fjármögnun ríkissjóðs í krónum og mynt er hversu framhlaðnar skuldirnar eru og stórt hlutfall erlendra eigenda að skammtímaskuldunum í krónum. Mikið veltur því á að ríkissjóður viðhaldi trúverðugleika sínum gagnvart innlendum sem og erlendum fjárfestum til þess að eiga

möguleika á að framlengja lánum sínum á hagstæðum kjörum og helst lengja endurgreiðsluferilinn á sama tíma. Gjaldeyrishöftin aðstoða til skamms tíma við fjármögnun ríkissjóðs í krónum en endurfjármögnun á erlendum lánum ræðst ekki bara af trúverðugleika ríkisins en einnig af horfum í alþjóða efnahagsmálum.

Greiðsluhæfið hefur nú verið tryggt til skemmri tíma en þegar litið er til lengri tíma er nauðsynlegt að afla erlends lausafjár með afgangi á utanríkisviðskiptum. Gjaldeyrisforða sem tekinn er að láni þarf að greiða til baka auk vaxta og þó slík forðasöfnun geti lengt í endurfjármögnunarferli landsins, bætir hún ekki hreina erlenda stöðu þess. Hins vegar er skuldaþol ríkisins vitanlega háð endurnýjuðum hagvexti auk þess sem afnám gjaldeyrishafta myndi minnka skuldaþolið verulega vegna hærri fjármagnskostnaðar hér innanlands. Hins vegar skyldi því ekki gleymt að greiðslur íslenska ríkisins vegna lcesave samningsins eru raunverulegar millifærslur frá íslenskum skattgreiðendum út úr landinu.

**Efnisyfirlit**

Inngangur	2
Samantekt	3
<i>Áhættuþættir samningsins sjálfs</i>	<i>3</i>
<i>Efnahagslegir áhættuþættir</i>	<i>5</i>
<i>Skuldapol og greiðslugeta Íslands</i>	<i>6</i>
Efnisyfirlit	8
Yfirlit yfir myndir	9
Yfirlit yfir töflur	11
a. Helstu áhættuþættir sem gætu haft áhrif á greiðslubyrði ríkissjóðs.	12
i. Gengisáhætta	12
<i>Gengisáhætta vegna þróunar á dollar og evru gagnvart pundi</i>	<i>12</i>
<i>Gengisáhætta vegna þróunar á gengi krónunnar</i>	<i>16</i>
ii. Endurheimtuáhætta	23
<i>Aukinn forgangur – hærra hlutfall TIF í útgreiðslum þrotabús</i>	<i>24</i>
<i>Tafir á endurheimtum eða greiðslum úr þrotabúi</i>	<i>25</i>
iii. Vaxtaáhætta (evra og pund)	27
iv. Efnahagslegir óvissuþættir	29
<i>Vöxtur landsframleiðslu</i>	<i>30</i>
<i>Samkeppnishæfni landsins (vöruskipti, útflutningur og ferðaþjónusta)</i>	<i>32</i>
<i>Atvinnuleysi og fólksflótti</i>	<i>38</i>
v. Mat á óvissuþáttum	40
b. Áhrif á greiðslustöðu ríkissjóðs og þjórðarbúsins og hagræn áhrif	43
c. Mat á skuldapoli ríkissjóðs og greiðslugetu hans á líftíma samningsins	46
<i>Þrír þættir sem ákvarða skuldapol ríkja</i>	<i>46</i>
<i>Skuldastaða íslenska ríkisins</i>	<i>47</i>
<i>Greiðslugeta ríkissjóðs af erlendum skuldum</i>	<i>51</i>
<i>Erlend eignastaða</i>	<i>56</i>
d. Samanburður á sömu eða sambærilegum ákvæðum nýja samningsins og eldri samninga	60
e. Samanburður á mögulegum kostnaði nýja samkomulagsins við fyrri samninga	61

Yfirlit yfir myndir

Mynd 1: Heildarkostnaður í milljörðum króna við Icesave miðað við mismunandi forsendur.....	4
Mynd 2: Spár erlendra banka um þróun GBP/USD	14
Mynd 3: GBP/USD – söguleg þróun og framtíðarhermun.....	15
Mynd 4: Þróun heildarskuldar TIF við Hollendinga og Breta miðað við gengi ISK	18
Mynd 5: GBP/ISK – söguleg þróun og möguleg framtíðarþróun miðað við þá forsendu að krónan sjálf sé óbreytt en GBP/USD þróist skv. hermun að ofan.	20
Mynd 6: Möguleg þróun GBP/USD og GBP/ISK (ferlar valdir af handahófi úr hermun).	20
Mynd 7: Sviðsmyndir fyrir þróun krónunnar fyrir næmnigreiningu.....	21
Mynd 8: Þróun höfuðstóls skuldbindingar samkvæmt núverandi mati skilanevndar á útgreiðslum úr þrotabúi miðað við 51% hlutdeild TIF og aukinn forgang	24
Mynd 9: Söguleg þróun á CIRR vöxtum (5 – 8,5 ára).....	28
Mynd 10: Framtíðar vextir.....	28
Mynd 11: Ársfjórðungslegar breytingar í hagvexti á Íslandi (breið græn lína) og helstu ríkja Evrópu, Bandaríkjanna og Japans.	30
Mynd 12: Hagvöxtur á mann á Íslandi 1945-2009 á verðlagi 2009, spá Seðlabankans 2010-2013 og í framhaldi áætlun um 3% meðalhagvöxt á mann	31
Mynd 13: Raungengi íslensku krónunnar á mælikvarða verðlags 1960-2010	32
Mynd 14: Fjöldi erlendra ferðamanna sem hafa sótt Ísland heim frá 1960 til 2009.....	33
Mynd 15: Gjaldeyrstekjur af erlendum ferðamönnum 1969-2008, magnvísitala (sett 100 árið 1990).....	34
Mynd 16: Ársfjórðungsleg breyting einkaneyslu á föstu verðlagi (breið lína) og breyting raungengis krónunnar (mjó lína) frá 1998-2010	35
Mynd 17: Viðskiptajöfnuður (rauð lína) og fjármagnsjöfnuður (blá lína) sem hlutfall af landsframleiðslu	36
Mynd 18: Lánshæfi íslenska ríkisins mælt af Moody's.....	36
Mynd 19: Landsframleiðsla á mann á Íslandi í evrum miðað við skráð gengi krónunnar borið saman við jafnvirði verðs (PPP).....	37
Mynd 20: Búferlaflutningar frá Íslandi (aðfluttir – brottfluttir) 1961-2009. Íslenskir ríkisborgarar (blá lína) og erlendir ríkisborgarar (rauð lína)	38
Mynd 21: Fólksflutningar til og frá landinu (x ás) og atvinnuleysi (y ás)	39
Mynd 22: Árleg fólksfjölgun frá 1845-2010 og mannfjöldaspá Hagstofunnar til 2060. Árleg gildi (mjó lína) og 10 ára meðaltal (breið lína)	40

Mynd 23: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við styrkingu krónunnar um 2% á ársfjórðungi.....	43
Mynd 24: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við óbreytt gengi krónunnar	44
Mynd 25: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við veikingu krónunnar 2% á ársfjórðungi	44
Mynd 26: Skuldastaða íslenska ríkisins 2004-2014 (Vergar skuldir (grá súla) og hreinar skuldir (græn súla)) af VLF (%)	47
Mynd 27: Tekjur og gjöld íslenska ríkisins sem hlutfall af landsframleiðslu 1980-2014 (spá Seðlabankans í Peningamálaúvörðun númer 10)	48
Mynd 28: Skuldatryggingarálag Íslands og valinna Evrópu ríkja (PIIGS)	49
Mynd 29: Endurgreiðsluferill erlendra lána íslenska ríkisins og Seðlabanka Íslands og ríkisbréfa og víxla.....	49
Mynd 30: Eigendur ríkisskuldabréfa og víxla.....	50
Mynd 31: Vaxtagjöld sem hlutfall af ríkisútgjöldum fram til 2009 og samkvæmt áætlun fjárlaga 2010 og 2011	51
Mynd 32: Þáttatekjujöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu með (breið lína) og án fjármálafyrirtækja (brotin lína) í slitameðferð	53
Mynd 33: Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu með (breið lína) og án fjármálafyrirtækja (brotin lína) í slitameðferð	54
Mynd 34: Vöru og þjónustujöfnuður í evrum, samkvæmt birtum tölum og spá Seðlabankans til 2013 og einföldum framreikningi til 2025.....	55
Mynd 35: Endurgreiðsluferill ríkissjóðs og Seðlabanka, vextir (svart svæði) og afborganir (grátt svæði), sem hlutfall af afgangi af vöruskiptum.....	56
Mynd 36: Erlendar skuldir og eignir íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs)	57
Mynd 37: Erlendar skuldir og eignir íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs) að undanskildum fjármálafyrirtækjum í slitameðferð	58
Mynd 38: Hrein eignastaða íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs) með og án fjármálafyrirtækja í slitameðferð	59

Yfirlit yfir töflur

Tafla 1: Heildarkostnaður í milljörðum króna við Icesave miðað við mismunandi forsendur	4
Tafla 2: Kostnaður í milljörðum króna við fyrirhugaða samninga og fyrri samninga	5
Tafla 3: Greiðslubyrði Icesave í hlutfalli af þjóðhagslegum stærðum (sviðsmyndir 2-4)	5
Tafla 4: Greiðslubyrði Icesave í hlutfalli af útflutningstekjum og vöru- og þjónustujöfnuði (sviðsmyndir 2-4)	6
Tafla 5: Endurheimtur þrotabús Landsbankans í ISK miðað við gengi 30. sep. 2010 og 86% endurheimtuhlutfall	12
Tafla 6: Skuldbinding TIF og endurheimtur í milljörðum króna m.v. gengi 30. sep. 2010	13
Tafla 7: Spár 50 erlendra banka um GBP/USD	14
Tafla 8: GBP/USD – gengi 95% öryggismarka	16
Tafla 9: Heildarskuld TIF í ISK miðað við mismunandi dagsetningar (án vaxta)	17
Tafla 10: Virði þrotabús í ISK (ma) áður en nokkuð er greitt uppí kröfur og gengi krónunnar hliðrað. 19	
Tafla 11: Virði þrotabús í ISK (ma) miðað við að búið sé að greiða út reiðufé skilanefndar og það sem áætlað er að komi inn á árinu 2011 (samaltals 439 ma þ.e. 224ma í hlut TIF), og gengi krónunnar hliðrað.	19
Tafla 12: Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengispróun pr ársfjórðung	22
Tafla 13: „Ragnar Hall“ ákvæðið – hærri hlutdeild TIF í útgreiðslum - kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengispróun pr ársfjórðung.....	25
Tafla 14: Fyrsta greiðsla úr þrotabúi 1. apríl 2012 - Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengispróun pr ársfjórðung	26
Tafla 15: Innheimtur lækka um 10% og fyrsta greiðsla 1. apríl 2012 - Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengispróun pr ársfjórðung.....	26
Tafla 16: Fyrsta ársfjórðungslega vaxtaafborgun 1. okt. 2016 miðað við stærð höfuðstóls í milljörðum króna 30. júní 2016 og vexti	29
Tafla 17: Erlend lán og vaxtagjöld íslenska ríkisins og Seðlabanka Íslands í EUR milljónum.....	52
Tafla 18: Kostnaður í milljörðum króna við fyrirhugaða samninga og fyrri samninga	61

a. Helstu áhættuþættir sem gætu haft áhrif á greiðslubyrði ríkissjóðs.

Eftirfarandi er umsögn um hvern áhættulið fyrir sig.

i. Gengisáhætta

Gengisáhætta samningsins er að stærstum hluta tvíþætt. Annars vegar þróun krónunnar gagnvart erlendum myntum, sterlingspundi og evru. Hins vegar þróun dollars og evru gagnvart pundinu en sá áhættuþáttur er tilkominn vegna eignasamsetningar þrotabús Landsbankans.

Gengisáhætta vegna þróunar á dollar og evru gagnvart pundi

Samkvæmt gögnum frá skilanevnd Landsbankans dagsettum 1. des. 2010 eru heildarforgangskröfur í þrotabúið 1.320ma króna og hafa þær verið festar í krónum miðað við gengi þann 22. apríl 2009. Þar er gert ráð fyrir að eignasafn þrotabúsins muni duga upp í um 86% af þeirri fjárhæð þ.e. 1.139ma. TIF gerir 674ma kröfu í þrotabúið sem er um 51% af forgangskröfum. Miðað við 86% endurheimtuhlutfall er gert ráð fyrir að TIF fái um 580ma króna greitt úr búinu.

Tafla 5 sýnir hvernig endurheimtur dreifast á ár og gjaldmiðla samkvæmt mati skilanevndar.

Tafla 5: Endurheimtur þrotabús Landsbankans í ISK miðað við gengi 30. sep. 2010 og 86% endurheimtuhlutfall

	Ár innheimt	Greitt til kröfuhafa	ISK	GBP	EUR	USD	Annað	Samtals	TIF (51%)
Endurheimtur	2009	2011	14	81	53	20	5	173	88
	2010	2011	13	58	54	34	14	173	88
	2011	2011	22	14	31	17	10	94	48
	2012	2012	4	112	10	6	6	138	70
	2013	2013	2	11	19	17	4	53	27
	2014	2014	18	30	123	10	21	202	103
NBI A-bond*	2014	2014	0	49	134	83	0	266	135
NBI Cont. Bond*	2016	2016	0	5	9	3	0	17	7
NBI Equity*	2016	2016	23	0	0	0	0	23	11
Samtals			96	360	433	190	60	1.139	580
Samtals endurheimtur TIF (51%)			49	183	220	97	31	580	
Hlutfall			8,4%	31,6%	38,0%	16,7%	5,3%	100,0%	

Heimild: GAMMA, Skilanevnd Landsbankans

* Íslensk stjórnvöld, skilanevnd Landsbanka Íslands hf (LBI). og Nýi Landsbankinn (NBI hf.) náðu í desember 2009 samkomulagi um endanlegt uppgjör á eignum og skuldum vegna skiptingar bankans. Í samkomulaginu fólst eftirfarandi:

- NBI A- bond
 Nýi Landsbankinn (NBI) gaf út skuldabréf til gamla bankans (LBI) að fjárhæð 260ma. króna til 10 ára. Skuldabréfið er í erlendri mynt. Bréfið er afborgunarlaust fyrstu 5 árin og greiðir því einungis vexti þann tíma. Bréfið breytist í afborganabréf eftir 5 ár með jöfnum ársfjórðungslegum afborgunum. Vaxtakjör eru þriggja mánaða fljótandi (e. LIBOR) vextir í EUR, GBP og USD + 1,75% álag fyrstu 5 árin sem hækkar í 2,90% næstu 5 ár. Skv. gögnum frá skilanefnd er skuldabréfið að skila 266ma í endurheimtur árið 2014 miðað við gengi 30. sep. 2010. Við reikning á endurheimtum er einnig gert ráð fyrir að skuldabréfið greiði umsamda vexti á tímabilinu 2011-2014.
- NBI Cont. bond
 Nýi Landsbankinn (NBI) hefur skuldbundið sig til að gefa út skuldabréf eigi síðar en 15. apríl 2013 að fjárhæð allt að 92ma króna háð endurheimtum úr gamla bankanum. Það skuldabréf er einnig í erlendri mynt. Skv. gögnum frá skilanefnd skilar skuldabréfið 17ma króna í endurheimtur árið 2016 miðað við gengi 30. sep. 2010
- NBI Equity
 Landsbankinn á hlutafé að fjárhæð 28ma króna í Nýja Landsbankanum (NBI). Skv. gögnum frá skilanefnd mun hlutaféð skila 23ma króna í endurheimtur árið 2016.

Eignasafn þrotabús Landsbankans er að mestu í evrum, pundum og dollurum. Skv. fyrirbyggjandi samningi er skuldbinding TIF hins vegar 2,35m punda og 1,329m evra. Því er ósamræmi í hlutfalli gjaldmiðla í eignasafninu á móti skuldbindingunni.

Tafla 6 sýnir mismun á skuldbindingu í gjaldeyri og áætluðum endurheimtum TIF í gjaldeyri. Sýnir taflan að skuld í pundum er um 236ma króna hærri en væntar endurheimtur TIF í pundum. Á móti mun TIF fá greiðslur að mestu í dollurum og krónum. Myndast hér töluverð gengisáhætta á styrkingu pundins gagnvart báðum þessum gjaldmiðlum. Gengisáhætta annarra gjaldmiðla er takmörkuð að mestu leyti þar sem talið er að endurheimtur í evrum dugi rétt rúmlega fyrir skuldinni í evrum.

Tafla 6: Skuldbinding TIF og endurheimtur í milljörðum króna m.v. gengi 30. sep. 2010

	Skuldbinding	Endurheimtur TIF	Mismunur
ISK	-	49	49
GBP (2,350)	419	183	-236
EUR (1,329)	205	220	15
USD	-	97	97
Annað	-	31	31
Samtals	624	580	-44

Heimild: GAMMA, Skilanefnd Landsbankans

Þar sem tímalengd samningsins er töluvert löng eða a.m.k. til 30. júní 2016 og mögulega í 30 ár til viðbótar er erfitt að spá fyrir um þróun gjaldmiðla út líftíma samningsins. Jafnvel er erfitt að spá fyrir um þróunina til skemmri tíma lítið þar sem töluvert miklar sveiflur eru á gjaldmiðlum.

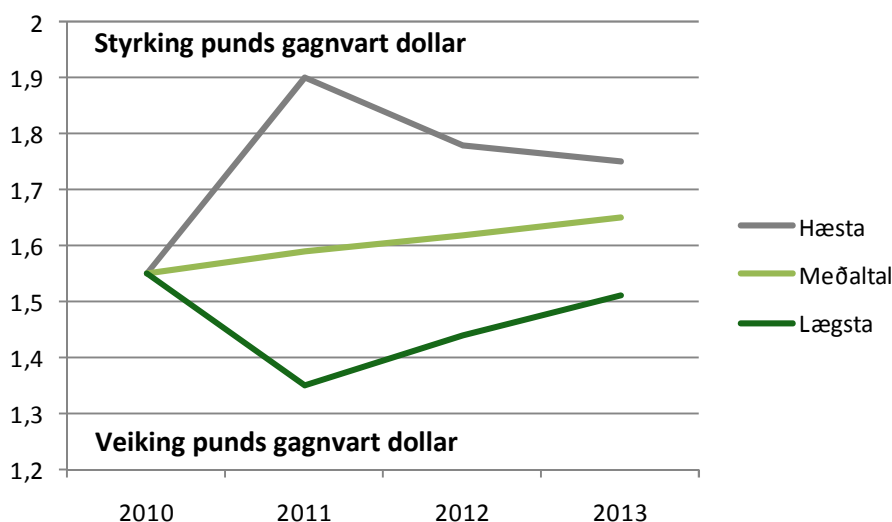
Tafla 7 og Mynd 2 sýna spár frá greiningardeildum 50 erlendra banka sem birtar eru á Bloomberg um þróun á gengi punds gagnvart dollar (GBP/USD) á næstu árum. Samkvæmt meðaltalsgildum er gert ráð fyrir að pund styrkist gagnvart dollar eða sem nemur um 6,5% til ársins 2013. Hæsta spáin gerir þó ráð fyrir styrkingu uppá um 12,9% en lægsta spáin býst við veikingu uppá um 2,6%.

Tafla 7: Spár 50 erlendra banka um GBP/USD

	2010	2011	2012	2013
Hæsta	1,55	1,90 (22,6%)	1,78 (14,8%)	1,75 (12,9%)
Meðaltal	1,55	1,59 (2,6%)	1,62 (4,5%)	1,65 (6,5%)
Lægsta	1,55	1,35 (-12,9%)	1,44 (-7,1%)	1,51 (-2,6%)

Heimild: Bloomberg

Mynd 2: Spár erlendra banka um þróun GBP/USD



Heimild: Bloomberg

Eins og taflan sýnir er óraunhæft að gefa sér ákveðna þróun á gengi gjaldmiðla og þar með að miða við eina ákveðna tölu við mat á væntanlegum kostnaði af samningnum. Í umsögninni verða þess í stað settar upp nokkrar sviðsmyndir til að meta mögulegar útkomur og mögulegan kostnað af samningunum. Sagan hefur sýnt okkur að þrátt fyrir að við viljum vona hið besta, ættum við að vera undirbúin fyrir hið versta.

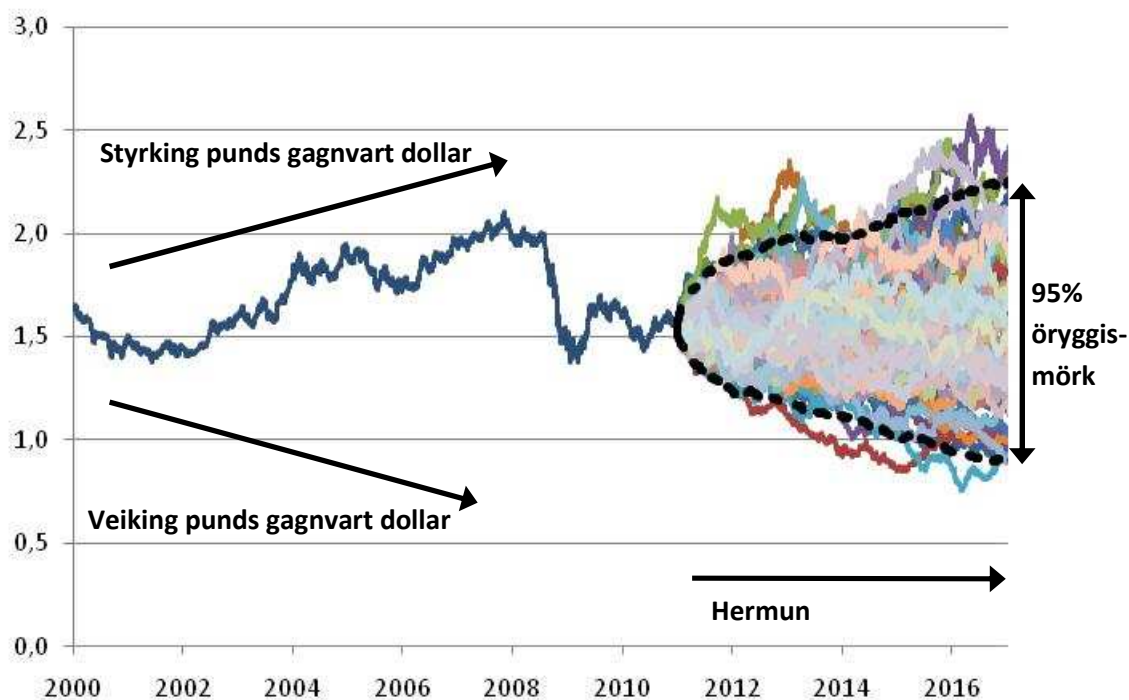
Til að skoða mögulega áhættu af þróun erlendra gjaldeyriskrossa er notast við svokallaða Monte Carlo hermun¹ sem er viðurkennd stærðfræðileg aðferð til að verðmeta flóknar afleiður t.a.m. gjaldeyrisafleiður. Í þessari aðferð er ekki stuðst við hagfræðilegar spár um gengi

¹ Til að herma er notast við jöfnuna $S(t) = S(t-1) * \exp(-0,5 * \sigma^2 * dt + \sigma * \epsilon * \sqrt{dt})$, þar sem $S(t)$ er gengi á hverjum degi, σ er sögulegt flókt á genginu (metið 9,7%), dt er tímabil sem hermt er þ.e. hér 1 dagur í senn og ϵ er handahófskennd tala miðað við staðlaða normaldreifingu.

gjaldmiðla enda mjög erfitt að spá fyrir um gengi gjaldmiðla einsog komið hefur fram að ofan. Aftur á móti er stuðst við sögulegt flökt á gjaldmiðlinum undanfarin ár og það notað sem forsenda fyrir framtíðar breytileika og hvert gengið gæti mögulega þróast. Þetta gefur tækifæri til að gera næmnigreiningu á mögulegri greiðslubyrði ríkissjóðs þ.e. mögulegt versta tilfelli sem og besta tilfelli.

Á Mynd 3 má sjá að hermunarmódel sem miðar við sögulegt flökt um 9,7% á GBP/USD gefur að 95% líkur eru á því að þróun punds gagnvart dollar, til styrkingar og veikingar verði innan við 40-50% til loka árs 2016 þ.e. næstu 6 ár. Að sama skapi má segja að 5% líkur séu á því að þróun verði utan 40-50%. Til samanburðar má sjá að frá árinu 2002 til ársins 2008 voru verulegar breytingar á gengi GBP/USD og styrktist pundið á þeim tíma um 54% (fór úr 1,37 í 2,11) þannig að niðurstöður framtíðarhermunar eru í takt við sögulega framvindu.

Mynd 3: GBP/USD – söguleg þróun og framtíðarhermun



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Tafla 8: GBP/USD – gengi 95% öryggismarka

	Veiking punds		Styrking punds	
1.jan.11	1,55		1,55	
1.jan.12	1,28	-16%	1,77	14%
1.jan.13	1,18	-23%	1,87	20%
1.jan.14	1,02	-33%	2,06	33%
1.jan.15	0,88	-42%	2,20	42%
1.jan.16	0,82	-46%	2,27	46%
1.jan.17	0,79	-48%	2,28	47%

Heimild: GAMMA

Gert er ráð fyrir að jafnvirði um 97ma króna innheimtist í dollurum og þurfi að skipta í pund fram til 2016 (sjá Tafla 5). Ef gert er ráð fyrir að pund styrkist samkvæmt ofangreindu (sjá Tafla 8) er það um 1,80% styrking á ársfjórðungi. Áhrifin af þeirri styrkingu punds til ársloka 2016 frá núverandi gengi þýðir að eign þrotabús í dollurum mun verða minna virði í pundum talið og muni hækka kostnað við samningana sem nemur um 16ma króna, ef gert er ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar að öllu öðru leyti. Áhrifin af 1,8% ársfjórðungslegri veikingu punds myndi lækka kostnað sem nemur um 22ma. Að einhverju leyti mun styrking punds gagnvart dollar hafa áhrif á pund gagnvart krónu sem myndi mögulega hafa mótvægisáhrif að öðru óbreyttu.

Það er mögulegt fyrir íslenska ríkið að draga úr áhættu af þróun punds gagnvart dollar. Nokkrar leiðir eru til staðar og má þar nefna:

- Aukið hlutfall ríkisskulda í dollurum og lækkað í pundum.
- Gjaldeyrisvaraforða Seðlabankans fjárfest í eignum í pundum til mótvægis.
- Kaup á gjaldeyrisafleiðu sem greiðir út hagnað ef pund styrkist meira en ákveðið prósentustig á ári gagnvart dollar eða gera skiptasamning þar sem ríkið fær greiðslu í pundum á móti því að greiða dollara.

Gengisáhætta vegna þróunar á gengi krónunnar

Kröfur í þrotabú gamla Landsbankans hafa verið festar miðað við gengi krónunnar þann 22. apríl 2009. Þannig er krafa Tryggingasjóðs innistæðueigenda og fjárfesta (TIF) fest í 674ma króna. Gengi krónunnar hefur samt sem áður áhrif á væntar endurheimtur þar sem að baki kröfunnar eru að mestu erlendar eignir eins og áður hefur komið fram.

Samkvæmt fyrirbyggjandi Icesave samningi yrði TIF skuldbundið til að greiða breskum og hollenskum stjórnvöldum 2,350ma punda (GBP) og 1,329ma evra (EUR) þ.e. skuldin er ákveðin í erlendum gjaldeyri.

Krafa TIF er þannig í íslenskum krónum en skuldbinding TIF er í breskum pundum u.þ.b. 2/3 hlutar og evrum 1/3 hluti. Gjaldeyrisáhætta TIF er fólgin í því að að veiking krónunnar hækkar

skuldbindinguna en krafan er óbreytt í krónum. Að sama skapi mun styrking krónunnar lækka skuldbindinguna en krafan helst óbreytt í krónum.

Tafla 9 sýnir heildarskuldbindingu TIF miðað við gengi á mismunandi dagsetningum. Miðað við gengi 22. apríl 2009 var skuldbinding TIF um 673ma króna en miðað við gengi 28. des. 2010 er skuldbindingin (án vaxta) orðin 624ma króna og er það vegna 6,2% styrkingar á krónu gagnvart pundi og 9,1% styrkingar krónu gagnvart evru. Ef tekið er tillit til vaxta fyrir tímabilið 1. okt. 2009 til 1. jan. 2011, um 25ma, er heildarskuldbinding TIF um 648ma. Samkvæmt ákvæðum samningsins yrðu uppsafnaðir vextir til greiðslu á fyrsta greiðsludegi samnings. Verður þeirri greiðslu mætt að stórum hluta með núverandi eign í sjóði TIF sem stendur nú í um 20ma samkvæmt upplýsingum úr athugasemdum við frumvarp um Icesave.

Tafla 9: Heildarskuld TIF í ISK miðað við mismunandi dagsetningar (án vaxta)

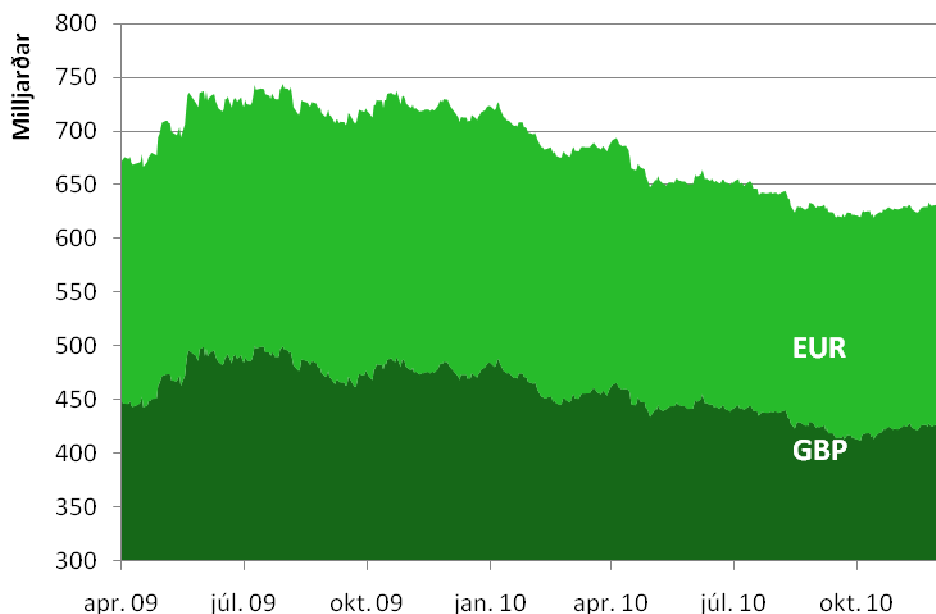
	Skuld í erlendu	Gengi 28. des.10	Skuld í ISK	Gengi 22.apr.09	Skuld í ISK	Aflands- gengi ²	Skuld í ISK
GBP	2,350	178,7	420	190,6	448	268	630
EUR	1,329	153,4	204	168,8	225	230	306
		Samtals:	624	Samtals:	673	Samtals:	936

Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Á Mynd 4 má sjá hvernig heildarskuldin hefur þróast (án vaxta) frá 22. apríl 2009 til dagsins í dag. Hæst fór skuldin í 743ma króna þann 20. ágúst 2009 en hefur hún lækkað í krónum talið síðan þá vegna styrkingar á krónunni í 624ma sem er um 19% lækkun.

² Í öllum forsendum um skuldastöðu og greiðslugetu vegna Icesave samningsins er miðað við skráð gengi Seðlabanka Íslands á íslenskri krónu. Í ljósi tilvistar gjaldeyrishafta sem hafa það markmið að stöðva eða takmarka óstöðugleika í gengis- og peningamálum er eðlilegt að velja því upp hvort að taka eigi tillit til þess að gengi krónunnar hefur kerfisbundið verið haldið uppi með höftum með því að takmarka fjármagnshreyfingar til og frá landinu. Vegna gjaldeyrishaftanna hefur myndast nýtt gengi með svokallaðar aflandskrónur, þ.e. krónur sem ekki er heimilt að flytja af reikningum erlendra bankastofnana inn á bankareikninga íslenskra bankastofnana. Gengi aflandskróna hefur verið töluvert lægra en á hefðbundnum krónum. Það er þó ekki hægt að draga þá ályktun að gengi aflandskrónanna sé nær því að vera „hið rétta gengi krónunnar“ ef að gjaldeyrishöft yrðu afnumin í einu vefangi, heldur spila þar inn í aðrir hlutir eins og líkur á að aflandskrónur verði ekki aftur hluti frjálsra króna og aðrar ástæður. En í ljósi þess að gengi aflandskróna hefur verið töluvert lægra en annarra króna allt frá hrúni að þá er líkleg ályktun að „réttara“ gengi krónunnar sé til skamms tíma sé a.m.k. lægra en núverandi opinbert gengi króna.

Mynd 4: Þróun heildarskuldar TIF við Hollendinga og Breta miðað við gengi ISK



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands (miðgengi)

Veiking krónunnar hækkar virði þrotabúsins í krónum talið þar sem eignir eru að stærstum hluta í erlendri mynt. En athuga verður að sú hækkun mun ekki skila sér til TIF að fullu þar sem hámark endurheimta TIF úr búinu er fest í 674ma. Ef virði þrotabúsins hækkar í krónum talið (ef krónan veikist) gæti sú staða komið upp að aðrir kröfuhafar á eftir forgangskröfuhöfum fái hluta af sínum kröfum greiddar út. Rétt hæð krafna, samkvæmt lögum um gjaldþrotaskipti o.fl. nr. 21/1991, á hendur þrotabúi er þannig uppsett að mjög litlar líkur eru á að TIF fái greidda vexti og gengismun á kröfu sína á hendur þrotabúinu.

Tafla 10 sýnir mismun á virði endurheimta TIF í krónum og virði skuldar í krónum miðað við hliðrun krónunnar. Sést hvernig gjaldeyrisvörnin sem er innbyggð í eignasafn þrotabúsins er takmörkuð til að verjast veikingu krónunnar þar sem mikill mismunur myndast á væntum endurheimtum og skuldbindingu TIF við 25% og 50% veikingu krónunnar. Þannig má reikna út að við 16% veikingu krónunnar ná endurheimtur TIF í rauninni 100% en verða ekki hærri. Skuldin aftur á móti heldur áfram að hækka með frekari veikingu krónunnar. Það má geta þess að krónan hefur styrkst gagnvart bæði pundi og evru um 18% frá lögsta gildi í byrjun desember 2008.

Tafla 10: Virði þrotabús í ISK (ma) áður en nokkuð er greitt uppí kröfur og gengi krónunnar hliðrað.

	Heildar endurheimtur	Forgangs- krafa	Hlutfall	Endurheimtur TIF (51%)	Skuld TIF	Mismunur
50% styrking	759	1320	55%	387	416	-29
25% styrking	911	1320	66%	464	499	-35
10% styrking	1035	1320	75%	527	567	-40
Gengi 30 sep 2010	1139	1320	86%	580	624	-44
10% veiking	1253	1320	91%	638	686	-48
25% veiking	1424	1320	100%	674	780	-106
50% veiking	1709	1320	100%	674	936	-262

Heimild: GAMMA, Skilanefnd Landsbankans

Einsog áður hefur komið fram heldur þrotabú Landsbankans nú þegar á þó nokkru reiðufé og gerir ráð fyrir töluverðri viðbót á árinu 2011. Tafla 11 sýnir stöðuna miðað við að reiðufé bankans verði greitt út við fyrsta tækifæri á árinu 2011. Við lækkun höfuðstóls minnkar gengisáhættan töluvert og sýnir mikilvægi þess að skuldin sé greidd niður eins hratt og kostur er til að lágmarka gengisáhættu og kostnað við mögulega veikingu krónunnar.

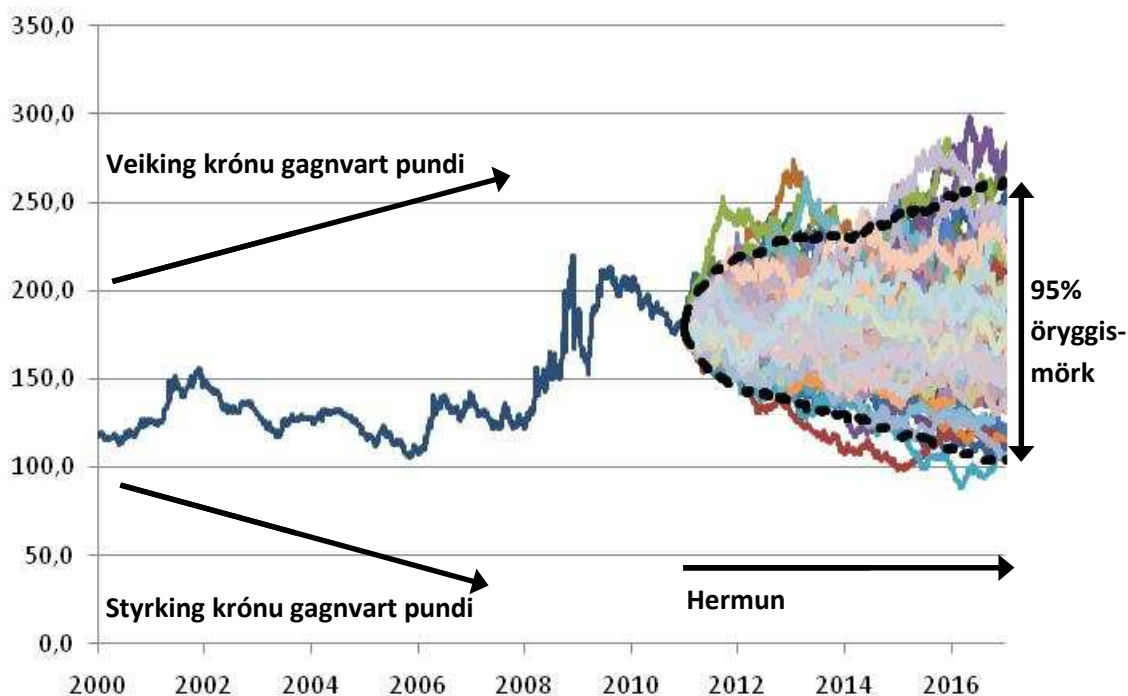
Tafla 11: Virði þrotabús í ISK (ma) miðað við að búið sé að greiða út reiðufé skilanefndar og það sem áætlað er að komi inn á árinu 2011 (samtals 439 ma þ.e. 224ma í hlut TIF), og gengi krónunnar hliðrað.

	Heildar endurheimtur	Forgangs- krafa	Hlutfall	Endurheimtur TIF	Skuld TIF	Mismunur
50% styrking	467	881	53%	238	267	-29
25% styrking	560	881	64%	286	320	-34
10% styrking	636	881	72%	325	364	-39
Gengi 30 sep 2010	700	881	79%	357	400	-43
10% veiking	770	881	87%	393	440	-47
25% veiking	875	881	99%	450	500	-50
50% veiking	1050	881	100%	450	600	-150

Heimild: GAMMA, Skilanefnd Landsbankans

Af ofangreindu sést að það er töluverð áhætta sem felst í veikingu krónunnar. Vegna ósamræmis eigna og skulda í pundum þá er sú áhætta sérstaklega til staðar gagnvart pundi þar sem stærsti hluti skuldbindingar TIF er í pundum. Hafa verður í huga að þrátt fyrir að Seðlabanki Íslands geti stutt við krónuna og haldið henni stöðugri með áframhaldandi gjaldeyrishöftum þá er ekki hægt að halda öllum gjaldeyriskrossum gagnvart krónu stöðugum. Miðað við ofangreinda hermun á pundi gagnvart dollar (sjá Mynd 3) er hægt að skoða hvernig pund gagnvart krónu gæti mögulega þróast ef gert er ráð fyrir að krónan sé annars óbreytt gagnvart öllum öðrum gjaldeyriskrossum. Má sjá á Mynd 5 að þrátt fyrir að Seðlabankinn muni halda krónunni stöðugri gagnvart t.a.m. evrunni þá mun samt pund hreyfast gagnvart krónu.

Mynd 5: GBP/ISK – söguleg þróun og möguleg framtíðarþróun miðað við þá forsendu að krónan sjálf sé óbreytt en GBP/USD þróist skv. hermun að ofan.

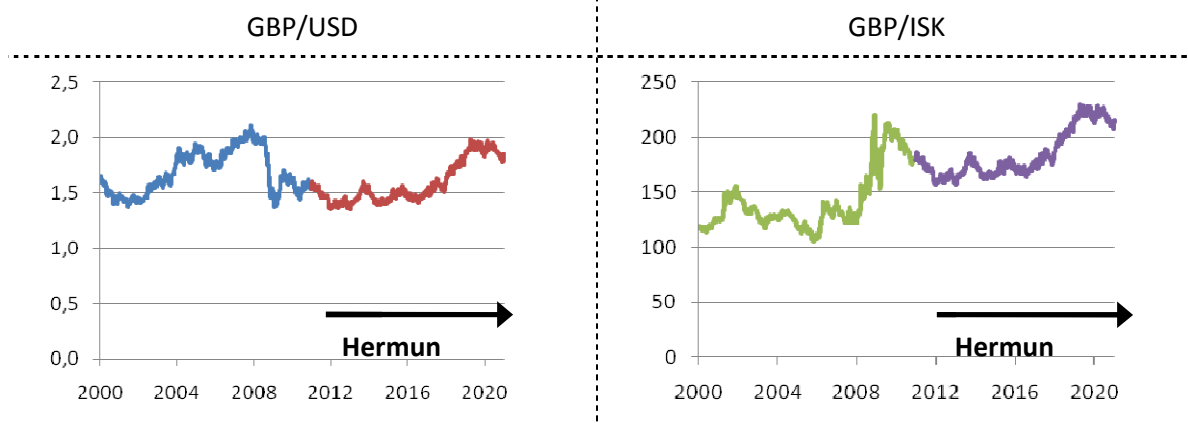


Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Hægt er að skoða einstaka ferla úr hermuninni einsog sjá má á Mynd 6. Það sem helst ber að geta er að ef pund styrkist gagnvart dollar þá styrkist það einnig gagnvart krónu (þ.e. krónan veikist gagnvart pundi), að öllu öðru óbreyttu. Þannig er tvöföld áhætta innifalin í þróun pundsins í framtíðinni:

- Sterkara pund gagnvart dollar lækkar mögulegar endurheimtur af eignum í dollurum.
- Sterkara pund gagnvart krónu (þ.e. veikari króna) hækkar Icesave skuldina í krónum talið.

Mynd 6: Möguleg þróun GBP/USD og GBP/ISK (ferlar valdir af handahófi úr hermun).



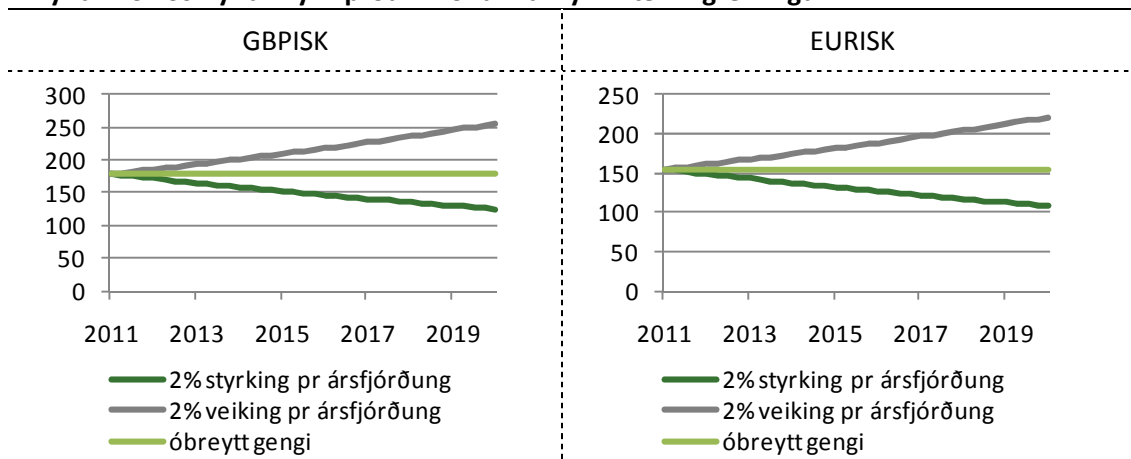
Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Teljast verður frekar ólíklegt að krónan veikist eingöngu gagnvart pundi. En ef svo gerist, er það versta tilfelli fyrir greiðslubyrði samningsins. Besta mögulega gengisþróun væri styrking krónu gagnvart pundi og veiking krónu gagnvart dollar.

Til að meta áhrif af krónunni á heildarkostnað samninganna gerum við næmnigreiningu miðað við 5 sviðsmyndir á þróun krónunnar³:

- Gengi krónunnar óbreytt.
- 1% styrking pr ársfjórðung (jafngildir 20% styrkingu til 30. júní 2016).
- 1% veiking pr ársfjórðung (jafngildir 25% veikingu til 30. júní 2016).
- 2% styrking pr ársfjórðung (jafngildir 35% styrkingu til 30. júní 2016).
- 2% veiking pr ársfjórðung (jafngildir 55% veikingu til 30. júní 2016).

Mynd 7: Sviðsmyndir fyrir þróun krónunnar fyrir næmnigreiningu



Heimild: GAMMA

Að auki er gert ráð fyrir að GBP/USD þ.e. gengi punds gagnvart dollara, sé óbreytt út tímabilið eða að þeirri áhættu sé eytt. Takmarkaðar forsendur eru fyrir hendi sem gera okkur kleift að gera ráð fyrir að þessi gjaldeyriskross þróist á hagstæðan eða óhagstæðan hátt fyrir endurgreiðslubyrði samninganna, og eins og sést í fyrrgreindum spám 50 fjárfestingarbanka að þá er langt í frá að markaðsaðilar séu sammála um vænta gengisþróun gjaldmiðla.

Í eftirfarandi útreikningum er, í samræmi við vinnugögn frá skilanefnd Landsbankans og athugsemdum við frumvarp, gert ráð fyrir að heildarforgangskröfur hafi lækkað úr 1320ma í 1290ma og skuldbinding TIF þannig lækkað um 15ma þar sem hún er 51% af heildarforgangskröfunum.

³ Athuga verður að vegna munar á heildarbreytingu krónunnar yfir allt tímabilið við ákveðna ársfjórðungslega styrkingu eða veikingu má ekki draga of víðtækar ályktanir af niðurstöðum sviðsmyndagreiningar til samanburðar á heildarkostnaði við veikingu krónunnar og styrkingu hennar. Vegna þess að krónugildið hækkar við veikingu krónunnar, vex það gildi hraðar við ákveðna ársfjórðungslega breytingu heldur en gildið lækkar við styrkingu krónunnar.

Tafla 12 sýnir heildarkostnað samninganna miðað við ofangreindar sviðsmyndir varðandi þróun íslensku krónunnar. Að auki er miðað við eftirfarandi forsendur:

- Endurheimtur í samræmi við áætlanir skilanefndar Landsbankans frá 30. sep. 2010.
- Fyrstu greiðslu úr þrotabúinu þann 1. júlí 2011.
- Hlutfall íslenska ríkisins verði 51% af greiðslum úr þrotabúinu.
- Íslenska ríkið greiði upp um 30ma áfallna vexti þann 1. apr. 2011 og noti upp í þá greiðslu 20ma úr sjóði TIF.

Miðað við ofangreindar sviðsmyndir fyrir þróun krónunnar og forsendur, verður heildarkostnaður samningsins að frádreginni 20ma greiðslu TIF í upphafi á bilinu 45ma til 155ma.

Ef krónan helst óbreytt út samningstímabilið eru vaxtagreiðslur metnar 72ma og heildarkostnaður að frádreginni 20ma greiðslu TIF í upphafi um 67ma. Munu eftirstöðvar þann 30. júní 2016 vera um 15ma og greiðast upp á einu ári.

Í versta tilfelli við 2% ársfjórðungslega veikingu krónunnar eru metnar vaxtagreiðslur um 83ma samtals og heildarkostnaður 155ma en í besta tilfelli við 2% ársfjórðungslega styrkingu krónunnar eru metnar vaxtagreiðslur um 65ma og heildarkostnaður 45ma.

Tafla 12: Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengisþróun pr ársfjórðung

	2% styrking pr ársfj.	1% styrking pr ársfj.	Óbreytt gengi	1% veiking pr ársfj.	2% veiking pr ársfj.
Vaxtagreiðslur	-65	-68	-72	-76	-83
Uppgjör TIF 30/6/2016	0	-6	-15	-27	-92
Lengd lánsamnings	1 ár	1 ár	1 ár	1 ár	5 ár
Samtals greiðsla	-65	-74	-87	-103	-175
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	+20	+20	+20
Heildarkostnaður	-45	-54	-67	-83	-155

Heimild: GAMMA

Niðurstöður sviðsmyndanna hér að framan eru frábrugðnar niðurstöðum sem koma fram í athugasemdum við frumvarpið sjálft en þær sýna mögulegan heildarkostnað um 47ma króna. Meginmunur á forsendum og sviðsmyndum sem notaðar eru í frumvarpinu og í þessari umsögn er að í athugasemdunum við frumvarpið er gert ráð fyrir:

- Ávöxtun á eignasafn skilanefndar Landsbankans til viðbótar við áætlanir um 10ma (í stað engrar ávöxtunar).
- Greiðslu TIF inná vexti 1. janúar 2011 (í stað 1. apríl 2011) lækkar vaxtakostnað um 0,5ma.

- Fyrstu útgreiðsla þrotabús (og þá inngreiðsla á skuld) 1. apríl 2011 (í stað 1. júlí 2011) sem lækkar vaxtakostnað um 0,5ma.
- Hagstæðari gengisþróun þar sem styrking krónu gagnvart evru og pundi skilar um 7ma hagnaði en gengisspá Seðlabanka Íslands sem lögð er til grundvallar miðast við að gengi krónunnar styrkist nokkuð gagnvart evru og pundi til skemmri tíma, eða um 6-7%, en styrkist síðan aðeins lítillega eða haldist óbreytt til ársins 2016.

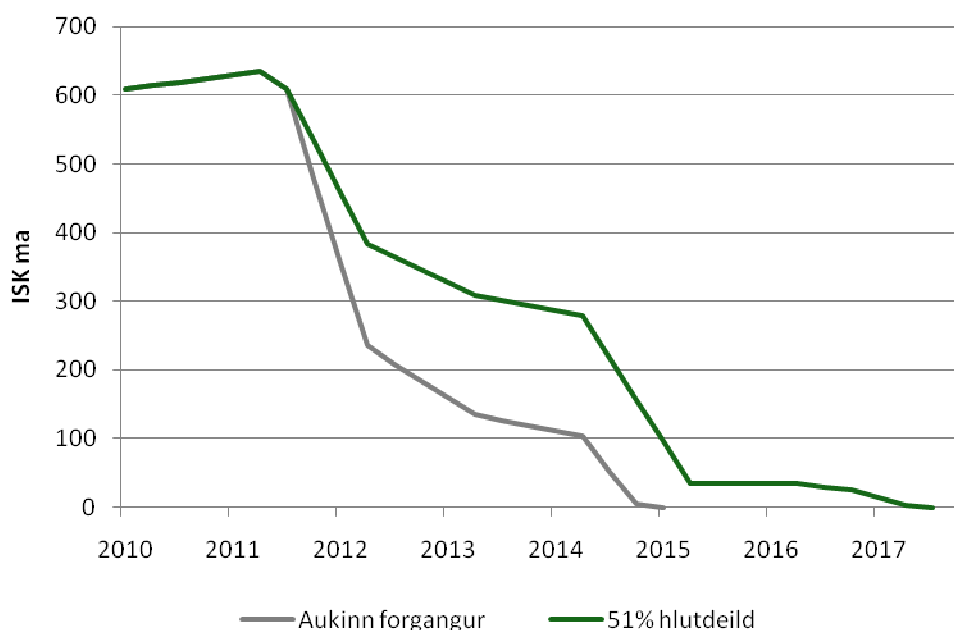
Vakin er athygli á því að enn er óvissa um endanlega upphæð forgangskrafna og eru niðurstöður þessarar greiningar mjög háðar breytingum á því. Í skjölum frá skilaneftnd kemur fram að enn er nokkur óvissa um endanlega upphæð veðkrafa í þrotabúið sem og mögulegar nettanir viðskiptamanna Landsbankans og Nýja Landsbankans. Veltur endanleg niðurstaða um heildarkostnað vegna Icesave samninganna í miklum mæli á endanlegum tölum af ofangreindu.

ii. Endurheimtuáhætta

Í umsögninni er ekki lagt mat á áætlun skilaneftndar sem lögð er til grundvallar útreikninga. En benda má á að samninganeftndin um Icesave tekur sérstaklega fram í Samantekt samninganeftndar á niðurstöðum viðræðna við bresk og hollensk stjórnvöld vegna Icesave frá 9. desember 2010, 14. tölulið: „*Mat á eignum hefur reynst raunhæft og varfærið. Hins vegar er ekki hægt að útiloka að þar gætu orðið ófyrirséðar breytingar á sem hafa myndu áhrif á það hversu mikið heimtist upp í kröfur. Eignaheimtur gætu orðið verri en nú er talið, en þær gætu jafnframt batnað.*“

Í lok árs 2010 var skilaneftnd Landsbankans með um 346ma króna í reiðufé og gerir ráð fyrir að í árslok 2011 verði búið að innheimta 94ma til viðbótar. Miðað við gögn skilaneftndar er gert ráð fyrir að íslenska ríkið fái 51% af því í sinn hlut þannig að 176ma verði greitt inná skuldbindinguna strax við fyrstu greiðslu skilaneftndar sem er áætluð í okkar útreikningum 1. júlí 2011 og svo 48ma þann 30. des. 2011. Þannig verði samanlagt um 224ma greiddir inná skuldbindinguna á árinu 2011. Til viðbótar verða 20ma úr sjóði TIF notaðir til að greiða inn á uppsafnaða vexti við fyrstu greiðslu. Þannig verður höfuðstóll skuldbindingarinnar orðinn um 400ma í lok árs 2011 og greiðist tiltölulega hratt niður samkvæmt áætlun skilaneftndar eins og sést í Mynd 8.

Mynd 8: Þróun höfuðstóls skuldbindingar samkvæmt núverandi mati skilanevndar á útgreiðslum úr þrotabúi miðað við 51% hlutdeild TIF og aukinn forgang



Heimild: GAMMA, Skilanevnd Landsbankans

Aukinn forgangur – hærra hlutfall TIF í útgreiðslum þrotabús

Heildargreiðslur frá þrotabúinu ráðast ekki aðeins af endurheimtu eigna gamla Landsbankans heldur einnig lagalegri óvissu um hvernig beri að skipta endurheimtum á milli kröfuhafa. Í þessu tilliti skiptir hið svonefnda „Ragnar Hall ákvæði“ miklu. Samkvæmt útreikningum að ofan (Tafla 12) er gert ráð fyrir að TIF fái 51% af hverri greiðslu úr þrotabúinu í sinn hlut en 49% renni til Breta og Hollendinga. Komið hefur fram rökstuðningur fyrir því að krafa TIF sé fyrsta forgangskrafa og að TIF ætti þannig að fá aukinn forgang í útgreiðslur í þrotabúinu. Miðað við uppsetningu á kröfum í þrotabúið er metið hér að ef þetta ákvæði fellur TIF í vil, ætti TIF að fá að meðaltali 60-65% af hverri greiðslu í sinn hlut þangað til þeir hafa fengið allan sinn hlut greiddan⁴. Það er þó lagalegur ágreiningur um hvernig eigi að túlka þetta ákvæði þannig að það ber að taka þessari niðurstöðu með fyrirvara þangað til dómstólar hafa úrskurðað um þetta ákvæði. Mynd 8 sýnir einnig þróun höfuðstóls miðað við hærri hlutdeild TIF í útgreiðslum og sést hvernig hann greiðist mun hraðar niður. Ef „Ragnar Hall ákvæðið“ fellur TIF í hag, mun hraði endurgreiðslna verða meiri sem minnkar gjaldeyrisáhættuna sem og vaxtakostnað.

Tafla 13 sýnir áætlaðan kostnað miðað við hærri hlutdeild TIF í útgreiðslum úr þrotabúi. Miðað við óbreytt gengi krónunnar lækkar áætlaður heildarkostnaður ríkissjóðs um rúma 30ma króna. Taflan sýnir einnig mikilvægi þess að endurheimtur skili sér fljótt og örugglega til að hægt sé að greiða skuldbindingu TIF sem hraðast niður og lágmarka þannig vaxtakostnað og gengisáhættu.

⁴ Í rauninni er hér gert ráð fyrir að TIF fái hærri hlutfall af fyrstu greiðslum. Hlutfallið þrepast síðan línulega niður yfir líftíma samningsins. Þetta er byggt á gögnum frá Skilanevnd Landsbankans.

Þessi mögulega niðurstaða sýnir hagstæðustu niðurstöðu mögulegs heildarkostnaðar við Icesave samningana. Einnig er hægt að túlka jákvæða niðurstöðu um aukinn forgang einsog um væri að ræða sviðsmynd sem gerði ráð fyrir hraðari og hærri endurheimtum úr þrotabúinu en áætlun skilaneftndar Landsbankans gerir ráð fyrir.

Tafla 13: „Ragnar Hall“ ákvæðið – hærri hlutdeild TIF í útgreiðslum - kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengisþróun pr ársfjórðung

	2% styrking pr ársfj.	1% styrking pr ársfj.	Óbreytt gengi	1% veiking pr ársfj.	2% veiking pr ársfj.
Vaxtagreiðslur	-50	-51	-53	-55	-56
Uppgjör TIF 30/6/2016	+4	+1	-2	-7	-15
Lengd lánsamnings	0 ár	0 ár	1 ár	1 ár	1 ár
Samtals greiðsla	-46	-50	-55	-62	-71
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	+20	+20	+20
Heildarkostnaður	-26	-30	-35	-42	-51

Heimild: GAMMA

Skilaneftnd ákvarðar við úthlutun hvernig greiðslum er skipt milli kröfuhafa. „Pari Passu“ ákvæði í samningunum leyfir þeim aðila sem hallar á við ákvörðunina að sækja rétt sinn. Þau málaferli ættu þó ekki að tefja útgreiðslur úr þrotabúinu samkvæmt heimildum GAMMA.

Tafir á endurheimtum eða greiðslum úr þrotabúi

Það er möguleiki á að tafir gætu orðið á fyrstu greiðslum til kröfuhafa. Það gæti gerst vegna m.a. tafa á endanlegri úrlausn dómstóla vegna neyðarlaga og heildsölulána, eða að slitastjórn ákveði einhverra hluta vegna að hún geti ekki hafið greiðslur fyrr en tiltekin ágreiningsefni séu leyst.

Í Samantekt samninganefndar á niðurstöðum viðræðna við bresk og hollensk stjórnvöld vegna Icesave frá 9. desember 2010 14 gr. segir um áhættu vegna tafa greiðslna: „*Tafir á því að úthlutað sé úr þrotabúi Landsbankans myndu valda því að uppsafnaðir vextir á ógreiddan höfuðstól yrðu hærri. Það eru einkanlega mögulegar tafir á úrlausn dómsmála sem kynnu að valda slíkri frestun...*“

Ef tafir verða á greiðslum úr þrotabúinu þarf íslenska ríkið að greiða vexti af öllum höfuðstólum sem eru um 5ma á hverjum ársfjórðungi af 650ma en ef höfuðstóll er 400ma eru ársfjórðungsvextir rúmlega 3ma.

Tafir á endurheimtum og jafnvel lækkan á mögulegum endurheimtum munu fela í sér töluverðan kostnað fyrir ríkissjóð. Í sviðsmynd hér að neðan er miðað við óbreytt gengi og seinkun fyrstu greiðslu um 9 mánuði og hækkar mögulegur kostnaður um 13ma úr 67ma í

80ma, sbr. Tafla 14. Felst hækkun heildarkostnaðar í hærri vaxtakostnaði sem hefur hækkað úr 72ma í 85ma.

Tafla 14: Fyrsta greiðsla úr þrotabúi 1. apríl 2012 - Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengisþróun pr ársfjórðung

	2% styrking pr ársfj.	1% styrking pr ársfj.	Óbreytt gengi	1% veiking pr ársfj.	2% veiking pr ársfj.
Vaxtagreiðslur	-75	-80	-85	-90	-100
Uppgjör TIF 30/6/2016	+3	-5	-15	-32	-132
Lengd lánsamnings	0 ár	1 ár	1 ár	1 ár	9 ár
Samtals greiðsla	-72	-85	-100	-122	-232
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	+20	+20	+20
Heildarkostnaður	-52	-65	-80	-102	-212

Heimild: GAMMA

Ef að auki er gert ráð fyrir að það innheimtist 10% minna en skilanefnd gerir ráð fyrir hækkar metinn heildarkostnaður um 65ma til viðbótar í 145ma, sbr. Tafla 15.

Versta tilfellið væri að í ofanálæg við tafir á endurheimtum og minni endurheimtum myndi krónan veikjast. Við 2% ársfjórðungslega veikingu á krónunni gæti heildarkostnaðurinn orðið um 233ma.

Tafla 15: Innheimtur lækka um 10% og fyrsta greiðsla 1. apríl 2012 - Kostnaður í milljörðum króna við ICESAVE miðað við mismunandi gengisþróun pr ársfjórðung

	2% styrking pr ársfj.	1% styrking pr ársfj.	Óbreytt gengi	1% veiking pr ársfj.	2% veiking pr ársfj.
Vaxtagreiðslur	-80	-85	-91	-98	-106
Uppgjör TIF 30/6/2016	-33	-50	-74	-105	-147
Lengd lánsamnings	1 ár	1 ár	3 ár	6 ár	10 ár
Samtals greiðsla	-113	-135	-165	-202	-253
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	+20	+20	+20
Heildarkostnaður	-93	-115	-145	-182	-233

Heimild: GAMMA

Af sviðsmyndunum hér að ofan sést vel að endurheimtuáhættan er töluverð, bæði hvað varðar heildarupphæð endurheimta krafna sem og tímasetningu á þeim greiðslum. Þessi áhætta hlýtur að velta á því hvernig efnahagsástand og fjármálamarkaðir þróast í þeim löndum sem eignir þrotabúsins liggja. Í þessu efni hefur þróunin frá síðasta samningi verið mjög hagstæð þar sem eignamarkaðir ytra hafa tekið verulega við sér á síðustu misserum. Það er hins vegar alls ekki gefið að þessi hagstæða þróun haldi áfram eða geti ekki gengið til baka. Allar forsendur í þessari úttekt miða hins vegar við mat skilanefndar Landsbankans á endurheimtum.

Lánssamningurinn sem tekur við 30. júní 2016 er þannig uppsettur að hann takmarkar greiðslubyrði íslenska ríkisins að miklu leyti þar sem möguleiki er að dreifa greiðslum á 30 ár á þann hátt að fyrir hverja 10ma sem höfuðstóll er umfram 45ma bætist eitt ár við lántímann. Í versta tilfalli að ofan væri höfuðstóll skuldbindingar TIF þann 30. júní 2016 um 147ma og lengd lánssamnings 10 ár. Greiðslubyrði á ári af þeim samningi yrði um 15ma í afborganir höfuðstóls og um 6ma í vaxtakostnað (sem fer lækkandi með lækkandi höfuðstól), samtals árleg greiðslubyrði um 21ma í upphafi. Efnahagslegir fyrirvarar myndu takmarka þessa greiðslubyrði við 5% af tekjum ríkissjóð eða 1,3% af vergri landsframleiðslu ef hún er hærri.

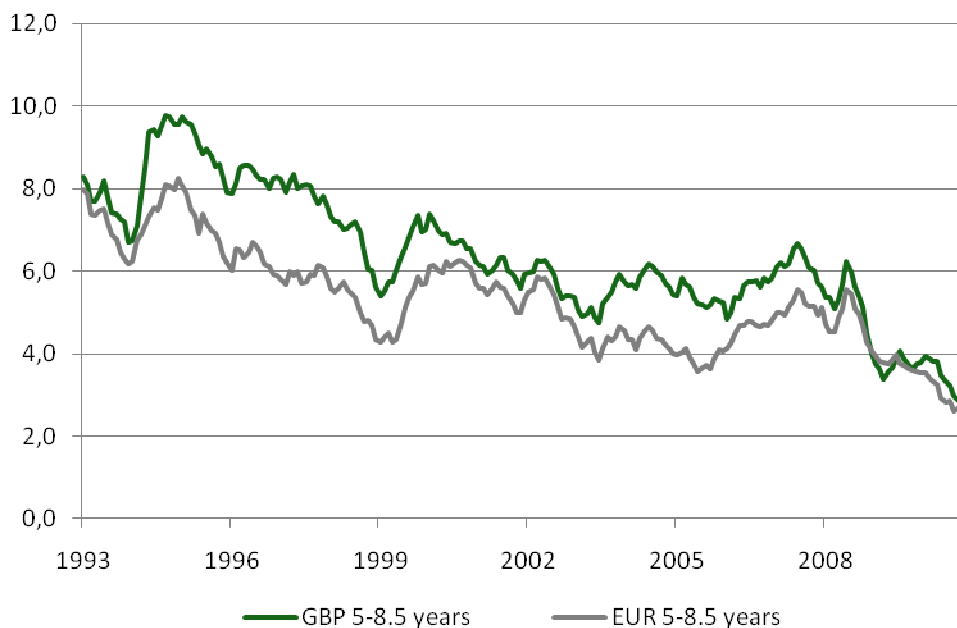
iii. Vaxtaáhætta (evra og pund)

Vextir samkvæmt samningi eru fastir til 30. júní 2016 í 3,3% á pundum og 3,0% á evru. Þessir vextir eru nokkurn veginn í takt við CIRR vexti⁵ sem eru reiknaðir út frá ríkisskuldabréfum viðkomandi ríkja með tímalengdina 5-8,5 ár. Þann 15. desember 2010 voru þessir vextir 3,00% fyrir evrur og 2,92% fyrir pund (sjá Mynd 9). Þessir vextir eru 1,0% hærri en Holland og Bretland fjármagna sig á í eigin myntum. Má segja að þessir vextir séu sanngjarnir fyrir íslenska ríkið með tilliti til núverandi lánshæfismats og í ljósi þess að skuldatryggingarálag Íslands var um 2,65% í lok árs 2010 og að meðaltali um 3,63% á árinu 2010 samkvæmt Bloomberg.

Lánssamningur sem tekur við 30. júní 2016 ber CIRR vexti sem verða festir á þeim tíma, til samræmis við það hversu langur lánssamningurinn verður. Lengd lánssamnings fer eftir eftirstöðvum þann 30. júní 2016 og er ákvarðað þannig að ef eftirstöðvar eru 45ma eða lægri, er það til greiðslu á einu ári en fyrir hverja 10ma sem eftirstöðvar eru hærri, bætist eitt ár við lántímann. CIRR vextirnir eru þannig uppbyggðir að reiknuð eru þrjú vaxtaviðmið sem fara eftir tímalengd þeirra þannig að fyrsta er miðað við styttra en 5 ára skuldbindingu, næsta 5-8,5 ára og síðast fyrir lengra en 8,5 ára skuldbindingu. Yfirleitt eru vextir fyrir lengri tímabilin hærri en vextir fyrir þau styttri þ.e. vaxtakúrfan er upphallandi. Á Mynd 9 má sjá sögulega þróun CIRR vaxta fyrir tímabilið 5-8,5 ár og sést að þeir eru í lágmarki frá árinu 1993.

⁵ CIRR, Commercial Interest Reference Rates, eru opinber vaxtaviðmið sem stjórnvöld mega bjóða útflutningstryggingasjóðum sínum. Þeir eru reiknaðir mánaðarlega og byggjast á markaðsvöxtum á innlendum ríkisskuldabréfum í hverju landi að viðbættu 1% álagi. Reiknaðir eru vextir fyrir þrjú tímabil þ.e. styttri en 5 ára, milli 5 og 8,5 ára og lengri en 8,5 ára.

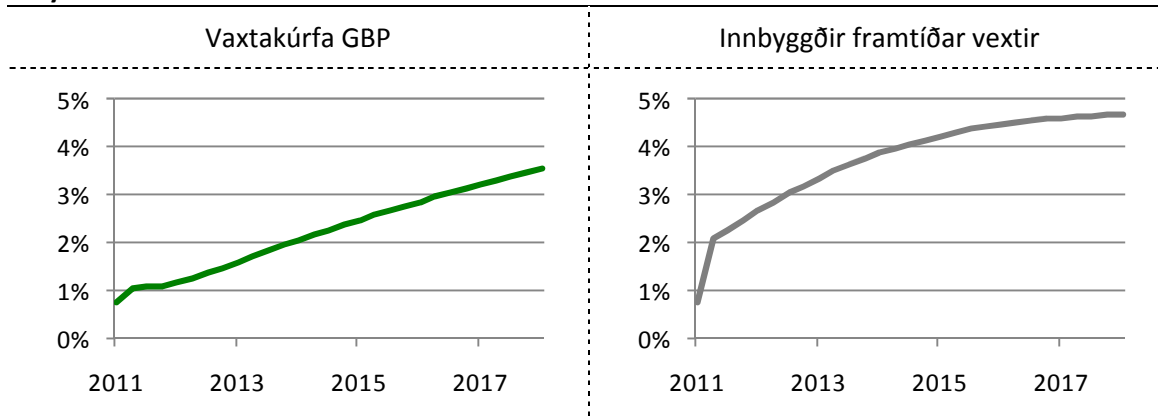
Mynd 9: Söguleg þróun á CIRR vöxtum (5 – 8,5 ára)



Heimild: GAMMA, OECD

Vaxtavæntingar sem eru reiknaðar út frá núverandi vaxtakúrfum á markaði gefa til kynna að vextir eigi eftir að hækka á næstu árum. Einsog sjá má á Mynd 10 gætu þriggja ára fastir vextir um mitt ár 2016 verið orðnir um 4,5% í pundum og 4,0% í evrum. Einnig má benda á að 5 ára vextir sem bjóðast í skiptasamningum eftir 5 ár (5Y/5Y) á pund eru nú um 5% og á evru um 4,5%. Er þannig innbyggt í markaðsvexti að vextir hækki í framtíðinni og er þetta nær meðaltali CIRR vaxta á Mynd 9 sem er um 6,3% fyrir pund og 5,3% fyrir evru.

Mynd 10: Framtíðar vextir



Heimild: GAMMA, Bloomberg

Vaxtaáhætta er því fremur takmörkuð og er afleiða af endurheimtu- og gengisáhættu. Í flestum sviðsmyndum eru eftirstöðvar þann 30. júní 2016 það lágar að lánstíminn er um 1-2 ár

og hafa vaxtabreytingar tiltölulega lítil áhrif. Vextir hafa töluverð áhrif þegar höfuðstóllinn stækkar og má sjá að ef versta sviðsmyndin myndi verða að raunveruleika þá gæti ársfjórðungsleg vaxtagreiðsla í upphafi verið um 1,1ma ef vextir eru 3% en hún er um 2,3ma ef vextir hafa hækkað í 6%.

Tafla 16: Fyrsta ársfjórðungslega vaxtaafborgun 1. okt. 2016 miðað við stærð höfuðstóls í milljörðum króna 30. júní 2016 og vexti

	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
10ma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
45ma	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
55ma	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8
100ma	0,5	0,8	1,0	1,3	1,5
150ma	0,8	1,1	1,5	1,9	2,3

Heimild: GAMMA

iv. Efnahagslegir óvissupættir

Á undanförnum misserum hefur íslenskt efnahagslíf gengið í gegnum mjög harða aðlögun, bankahrun og gengisfall, sem hver landsmaður kannast við. Þau hagfræðilögmál sem reka áfram þessa atburðarrás eru í sjálfu sér einföld og margreynd meðal annarra þjóða og er mjög vel lýst með hugtakinu snögghemlun (e. sudden stop). Snögghemlun lýsir sér í því að flæði fjármagns til landa með mikinn viðskiptahalla, eða aðra erlenda fjármagnspörf, stöðvast skyndilega og snýst við með fjármagnsflóttu út úr landinu. Það leiðir bæði til lausafjárárhlaups á bankakerfið og gríðarlegrar gengislækkunar á gjaldeyrismarkaði. Svo snöggar breytingar leiða til umpólunar í hagkerfinu þar sem heildareftirspurn dregst snögglega saman með samdrætti í einkaneyslu, fjárfestingu og innflutningi, og djúpri kreppu í þjóðarbúskapnum.

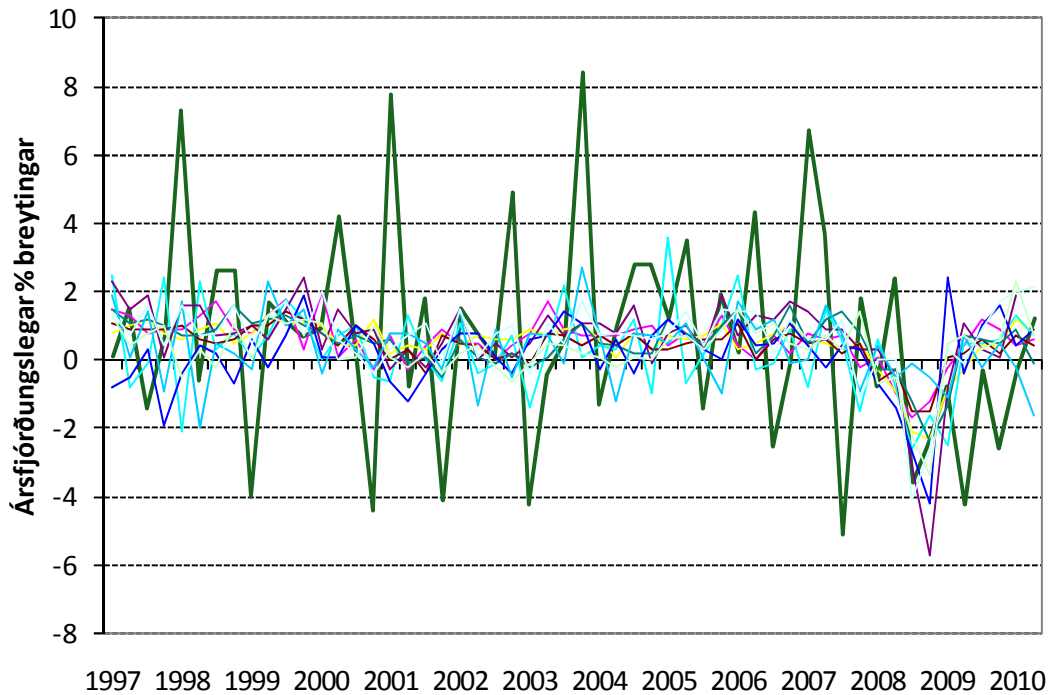
Hægt er að orða það sem svo að efnahagslífið lendi í lausafjávandræðum þar sem ekki er lengur hægt að fjármagna viðskiptahalla með erlendum lántökum. Og af þeim sökum er hallanum þrýst niður með harkalegum hætti. Ekki skiptir öllu máli hvort viðskiptahallinn sé tilkominn vegna neyslu eða fjárfestinga, tilvist hans ein og sér skapar þörf á stöðugu innflæði erlends fjármagns sem síðan getur horfið eins og dögg fyrir sólu þegar traust fjárfesta hverfur á viðkomandi efnahagskerfi. Það er hins vegar reynsla flestra þeirra ríkja sem gengið hafa í gegnum þessa aðlögun að batinn er oftast hraður og veltur á því hve hratt viðkomandi þjóð heppnast að auka útflutningstekjur sínar eða vinna sér aftur traust umheimsins svo fjármagn fari aftur að streyma inn í landið í formi fjárfestinga eða lánsfjár.

Hér á eftir verður reynt að leggja mat á þá helstu áhættupætti sem áhrif geta haft á getu ríkissjóðs og hagkerfisins í heild til að standa undir væntri greiðslubyrði af kostnaði við Icesave samkomulagið. Byrjað er á því að fara yfir þróun helstu hagstærða, núverandi stöðu efnahagslífsins og hugleiðingar um þróun þeirra hagstærða sem áhrif hafa.

Vöxtur landsframleiðslu

Almennt séð eru hagvaxtarspár til skemmri tíma í senn gífurlega óvissar og jafnvel flóknustu tölfræðilíkön geta lítið bætt þar úr. Ísland er einnig alveg sér á parti hvað varðar breytileika í landsframleiðslu enda er einkaneysla hérlandis mun sveiflukenndari en þekkist meðal nágrannaríkja eins og sjá má af neðangreindri mynd.

Mynd 11: Ársfjórðungslegar breytingar í hagvexti á Íslandi (breið græn lína) og helstu ríkja Evrópu, Bandaríkja og Japans.

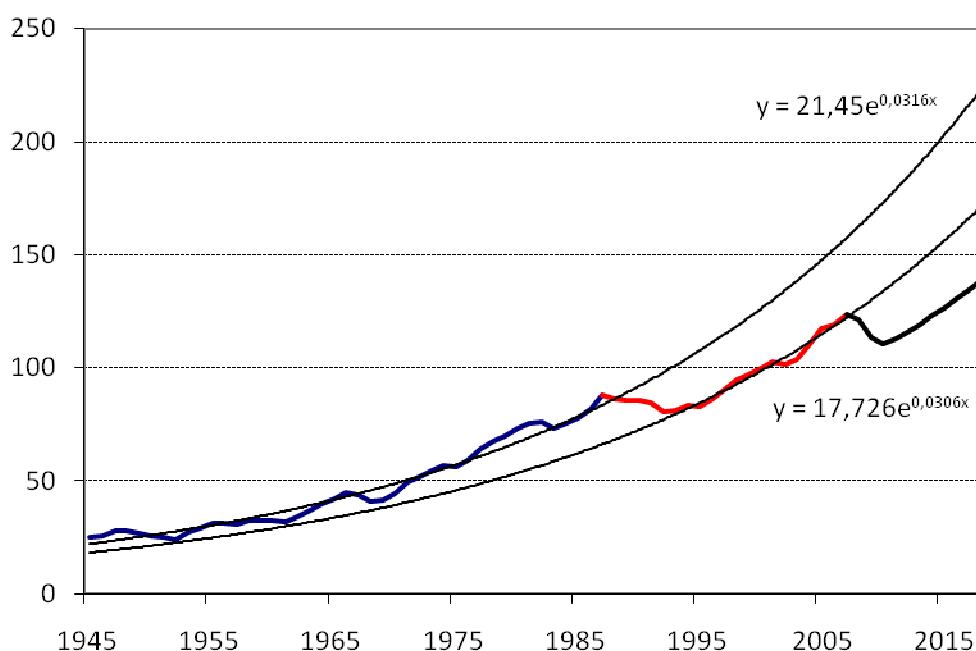


Heimild: Hagstofa Íslands

Hagvöxtur til lengri tíma í hverju landi er hins vegar mun taktfastari og ræðst af tregbreytanlegri og dýpri þáttum líkt og stjórnarháttum, fólksfjölgun, vinnusemi, framleiðni, sparnaðarhneigð, fjárfestingu, réttaröryggi, auðlindum, félagsauði og menningu svo fátt eitt sé nefnt. Þetta eru þættir sem taka yfirleitt ekki mjög hröðum breytingum og því halda flest lönd mjög svipuðum vaxtarhraða að meðaltali þegar lítið er yfir lengri tímaskeið. Þessi taktur getur vitaskuld hikstað við stór áföll og jafnvel stöðvast um einhvern tíma en fyrr eða síðar mun hann að öllum líkindum halda áfram með sínu fyrra lagi. Höfuðmálið varðandi hagvöxt hérlandis er því ekki hver vöxturinn verður nákvæmlega næstu 1-2 ár heldur hvenær íslenska hagkerfið nær sínum fyrri lengri tíma takti. Greiðslubyrði af Icesave samkomulaginu er tiltölulega vel þekkt til skemmri tíma þar sem eingöngu er um vaxtakostnað er að ræða, en ef gengi og endurheimtur þróast á óhagstæðan hátt gæti greiðslubyrði aukist til lengri tíma lítið þ.e. eftir 30. júní 2016. Því er mikilvægt að horfa lengra aftur og fram en eina hagsveflu þegar spár og áætlanir eru gerðar um framtíðarþróun hagstærðanna.

Eins og sést á Mynd 12 hefur hagvöxtur á mann að raunvirði verið um 3% á ári hérlandis frá stríðslokum ef undan er skilið 6 ára hagvaxtarstopp eftir 1989. Þetta stopp kom í kjölfar þess að þorskveiðin hrundi og íslenskt efnahagslíf gekk í gegnum mikla aðlögun. Hagkerfið náði hins vegar aftur fyrri takti árið 1995 og hagvaxtarferillinn hliðraðist niður. Með hliðrun hagvaxtaferilsins má segja að hagvöxtur árána 1988-1995, sem ekki varð, hafi tapast varanlega. Hið varanlega framleiðslutap má rekja til ýmissa þátta. Hér mætti nefna misfjárfestingar (e. misallocation of capital) árin á undan þar sem lagt var út í fjárfestingar sem ekki skiluðu arði og voru að lokum afskrifaðar, tapaðan vinnutíma með atvinnuleysi þegar vinnuafli færðist á milli atvinnugeira og svo framvegis.

Mynd 12: Hagvöxtur á mann á Íslandi 1945-2009 á verðlagi 2009, spá Seðlabankans 2010-2013 og í framhaldi áætlun um 3% meðalhagvöxt á mann



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Ef sagan endurtekur sig ætti íslenska hagkerfið að komast á nýjan hagvaxtarferil á seinni helmingi árs 2011 eða 2012. Aðlögunin að nýjum efnahagslegum veruleika hefur að sumu leyti verið hraðari nú síðustu tvö ár og þar hefur fall krónunnar haft mikið að segja. Hins vegar bendir fátt til annars en að fyrri hagvaxtarferli verði aftur náð innan nokkurra ára nema að íslenska hagkerfið hafi orðið fyrir kerfisskaða árið 2008 með ófyrirséðum afleiðingum en erfitt er að leggja raunverulegt mat á slíkt svo skömmu eftir áfallið.

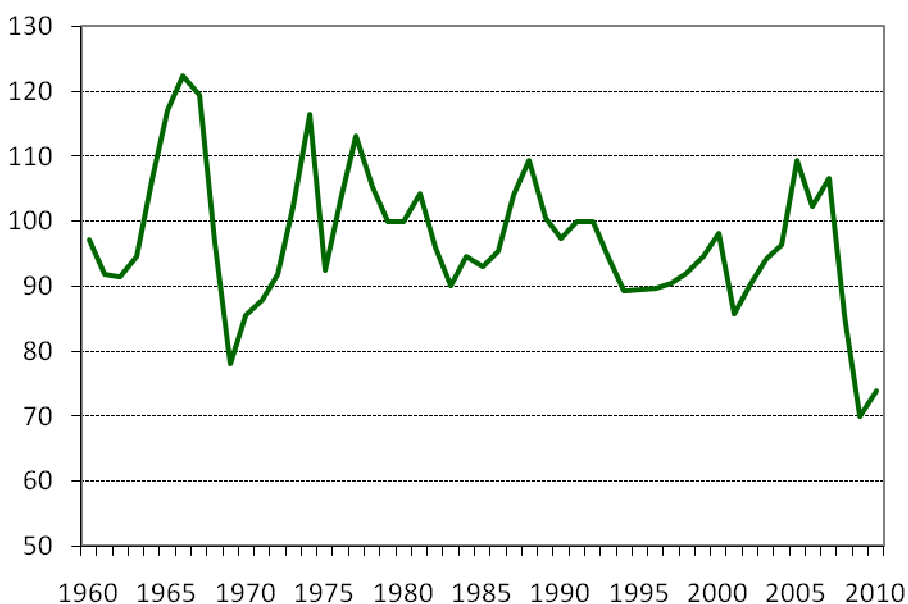
Hið fyrra sex ára kyrrstöðutímabil 1988-1995 var nýtt til hagvaxtarhvetjandi umbóta þannig að umgjörð efnahagslífsins var fært til þess horfs er þekkist í nágrannalöndum okkar og opnað var á viðskipti við útlönd meðal annars með samningi um EES. Þannig heppnaðist landsmönnum að opna leið að nýjum hagvaxtarferli sem var ekki eingöngu drifinn áfram af fiskveiðum. En með sama hætti og hinn fyrri hagvaxtarferill brast vegna ofveiða á fiskistofnum 1988 þá brast þessi

nýi ferill einnig árið 2008 eftir „ofveiði“ á erlendum fjármagnsmörkuðum og ofskuldsetningu hagkerfisins.

Samkeppnishæfni landsins (vöruskipti, útflutningur og ferðaþjónusta)

Einn helsti mælikvarðinn á samkeppnisstöðu landsins er raungengi krónunnar sem sýnir verðlag hérlandis miðað við verðlag sambærilegra vara erlendis. Eins og sést á neðangreindri mynd hefur raungengi krónunnar aldrei verið lægra eftir gríðarlegt gengisfall krónunnar árið 2008. Hefur það í rauninni aldrei verið lægra frá því að mælingar hófust árið 1914. Einnig sést að sveiflurnar hafa verið gífurlegar á raungenginu.

Mynd 13: Raungengi íslensku krónunnar á mælikvarða verðlags 1960-2010



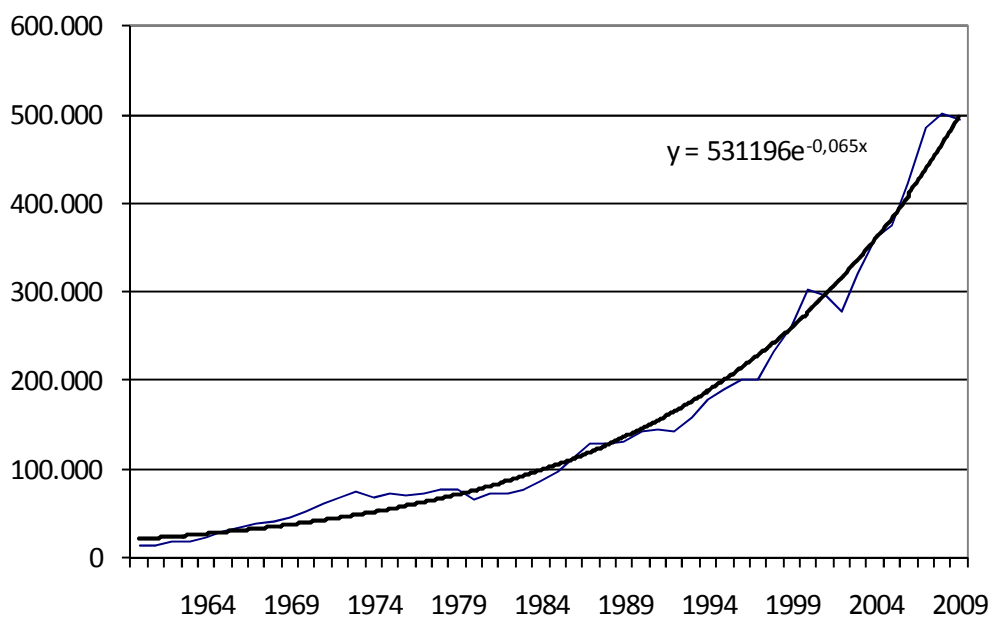
Heimild: Seðlabanki Íslands

Lækkun raungengis gefur útflutningi byr undir báða vængi þar sem innlendir framleiðslupættir verða hlutfallslega ódýrari og íslensk fyrirtæki verða samkeppnishæfari á erlendra grundu. Hins vegar er framleiðslumagn helstu útflutningsgreina landsins ekki sérstaklega næmt fyrir raungengisbreytingum þar sem afli í sjávarútvegi ræðst af úthlutuðu aflamarki og breytilegur kostnaður er það lágur í álframleiðslu að álver landsins eru ávallt keyrð á fullum afköstum. Þannig hækka gengislækkun tekjur þessara fyrirtækja í krónum talið en útflutt magn stendur nálægt því í stað talið í erlendum myntum.

Raunar á hið sama við að miklu leyti um ferðaþjónustu. Eins og sést á neðangreindri mynd hefur fjöldi ferðamanna sem komið hefur til landsins vaxið með nokkuð stöðugum vexti síðustu 50 ár eða um 6,5% á ári. Áhugaverð staðreynd er að gengishreyfingar íslensku krónunnar hafa takmörkuð áhrif enda var til að mynda gríðarleg fjölgun í komum erlendra ferðamanna á

árunum 2004 til 2007 þó gengi krónunnar væri í hæstum hæðum og að sama skapi hefur hægt á komum erlendra ferðamanna eftir 2008. Það sem virðist skipta mestu máli fyrir komur erlendra ferðalanga er efnahagsástand í þeirra eigin heimalandi fremur en Íslandi og þannig hefur alþjóðleg kreppa dregið almennt úr ferðalögum fólks í Evrópu. Þó virðist vera mjög sterkur undirliggjandi vöxtur í komum ferðamanna til Íslands.

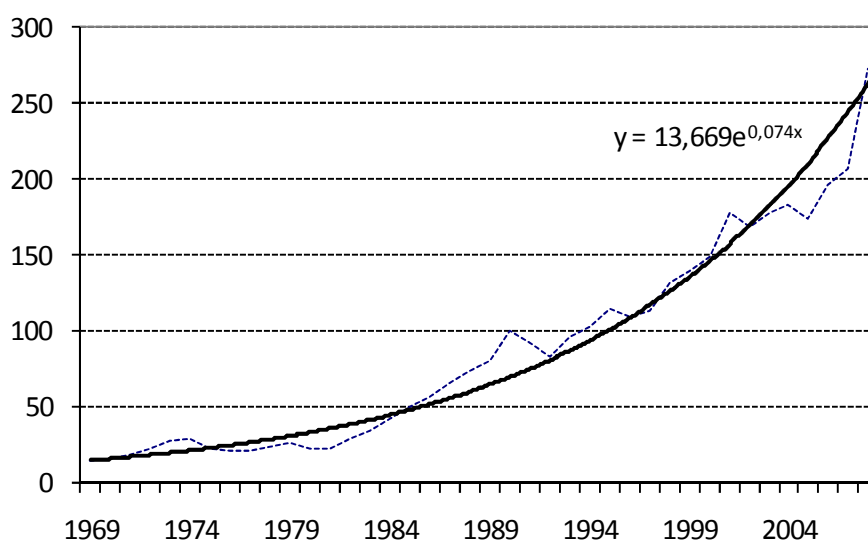
Mynd 14: Fjöldi erlendra ferðamanna sem hafa sótt Ísland heim frá 1960 til 2009



Heimild: Ferðamálastofa Íslands

Ef litið er til gjaldeyrstekna af erlendum ferðamönnum eru tengslin við gengi krónunnar aðeins sterkari, þ.e. þeir ferðamenn sem koma hingað eyða meira ef krónan er lág. Þannig drógust gjaldeyrstekjur af erlendum ferðamönnum saman á þensluárunum þrátt fyrir að komum þeirra fjölgaði þar sem þeir virtust halda betur utanum budduna. Að sama skapi hefur eyðsla þeirra tekið við sér eftir að krónan lækkaði. En samt sem áður eru þessar sveiflur takmarkaðar miðað við mjög sterkan undirliggjandi vöxt í þessari atvinnugrein.

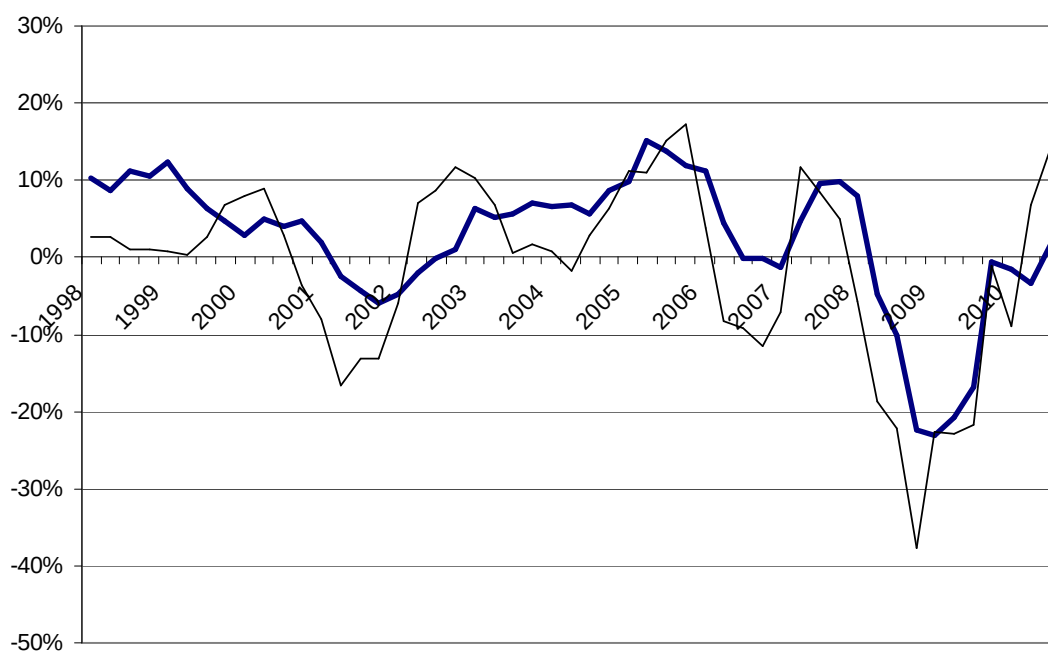
Mynd 15: Gjaldeyristekjur af erlendum ferðamönnum 1969-2008, magnvísitala (sett 100 árið 1990)



Heimild: Hagstofa Íslands

Miðað við hið fasta framleiðslumagn í helstu útflutningsgreinum landsins hefur lækkun á gengi krónunnar takmörkuð áhrif á auknar gjaldeyristekjur og viðskiptajöfnuð vegna útflutnings og ferðapjónustu. Þess í stað eru aðaláhrif gengisins á viðskiptajöfnuð í gegnum innflutning. Hærra verð á erlendum vörum verður til þess að íslensk heimili kaupa minna af innfluttum varningi og leita þess í stað til íslenskra staðkvæmdarvara eða láta kaupin eiga sig. Þessi tengsl sjást með mjög skýrum hætti á neðangreindri mynd þar sem breytingar í einkaneyslu eru dregnar upp samhliða breytingum í raungengi. Gengi krónunnar er því sá þáttur er ræður mestu um þróun einkaneyslu þegar litið er til skemmri tíma.

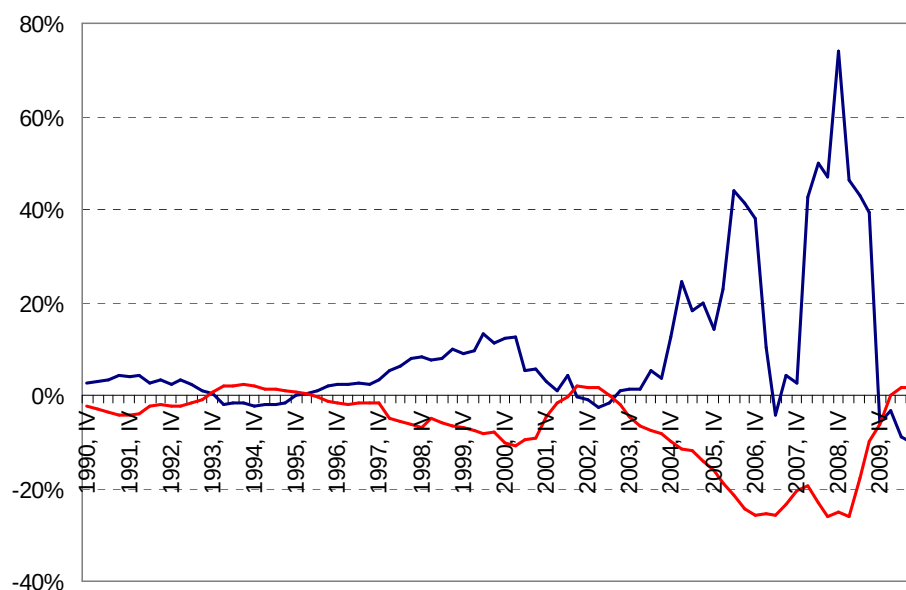
Mynd 16: Ársfjórðungsleg breyting einkaneyslu á föstu verðlagi (breið lína) og breyting raungengis krónunnar (mjó lína) frá 1998-2010



Heimild: Hagstofa Íslands

Með EES samningnum árið 1993 var opnað á erlenda fjármagnsstrauma samkvæmt fjórfrelsisákvæðum þess samnings. Í kjölfarið hóf erlent fjármagn að seytla inn í landið sem jókst með hverju ári og var orðið að fljóti undir lokin. Eins og sést á neðangreindri mynd jókst viðskiptahallinn í takt við aukið innflæði allt fram á árið 2008. Vert er einnig að hafa í huga að viðskiptajöfnuður inniheldur ekki aðeins mismun á útflutningi og innflutningi vöru og þjónustu heldur einnig erlendar vaxtagreiðslur. Þannig verður aukinn erlend skuldsetning nánast sjálfkrafa til þess að auka hallann.

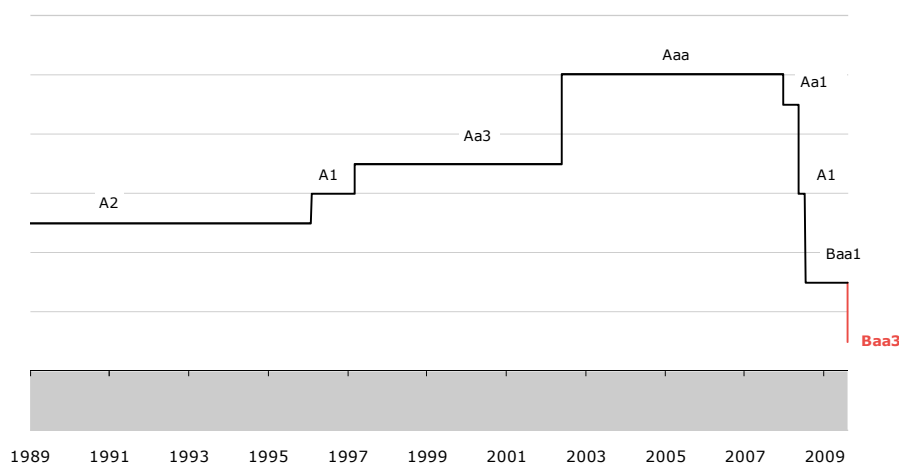
Mynd 17: Viðskiptajöfnuður (rauð lína) og fjármagnsjöfnuður (blá lína) sem hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Seðlabanki Íslands

Landsmenn virtust kunna vel með þessa peninga að fara og lánshæfi landsins hækkaði í áföngum frá A2 árið 1993 og upp í Aaa árið 2003 sem er hæsta einkunn sem lánshæfisfyrirtækið Moody's gefur þjóðríkjum.

Mynd 18: Lánshæfi íslenska ríkisins mælt af Moody's



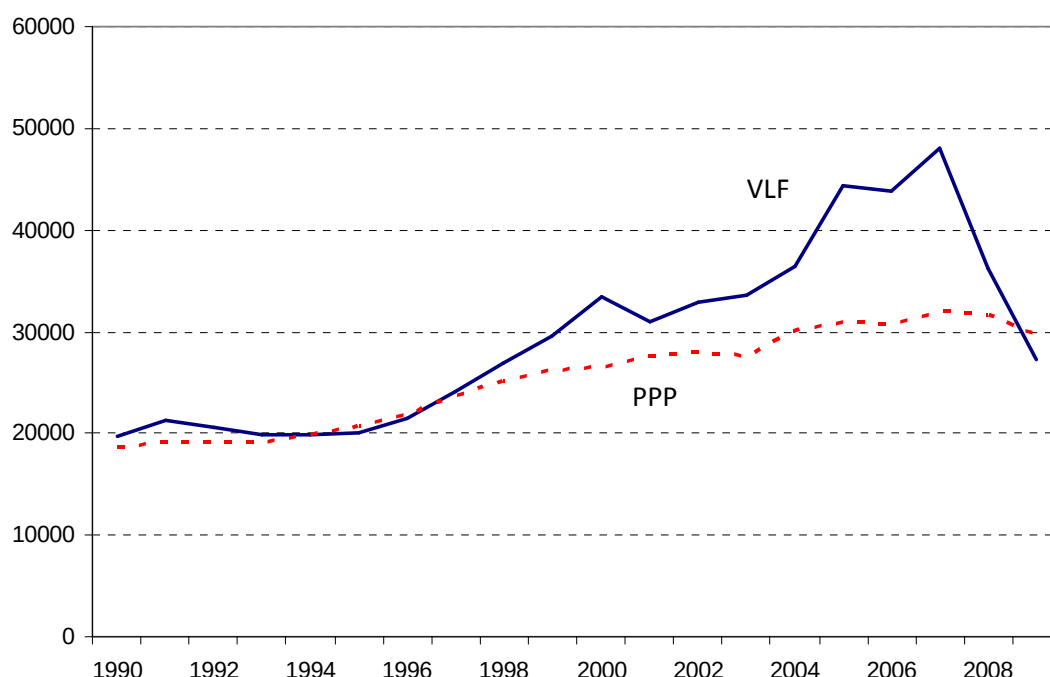
Heimild: Bloomberg

Ísland fann fyrir töluverðum snögghemlunareinkennum árið 2001 og vægum einkennum 2006 þegar fjármagnsflæði til landsins þornaði upp um stundarsakir. En í hvorugt skiptið missti landið lánstraust í útlöndum og fjármagnstraumarnir héldu áfram að streyma til landsins. Frá

2005 hófst að sama skapi nýtt skref í fjárstreymi til landsins þegar svokallaðir vaxtamunarfjárfestar eða jöklabréfakaupmenn tóku að fjárfesta í miklum mæli í krónum. Áfallið 2008 kom því í kjölfar 15 ára nánast órofins straums af erlendu fjármagni inn í landið og stigvaxandi viðskiptahalla allan þennan tíma. Fjármagnspörf íslenska hagkerfisins á árunum fyrir hrun má m.a. marka af því að viðskiptahallinn var um 20-30% af landsframleiðslu um 3-4 ára skeið frá 2005 til 2008. Þörfin fyrir leiðréttingu var því gríðarleg þegar loksins kom að henni.

Hinn mikli viðskiptahalli sem var til staðar Íslandi á fyrstum árum þessarar aldar er ekki hægt að líta á með öðrum hætti en sem vísbendingu um gjaldeyrisbólgu eða ofurgengi á krónunni vegna mikils innflæðis fjármagns. Þetta sést einnig vel ef landsframleiðsla á mann er skoðuð annars vegar með tilliti til skráðs gengis krónunnar á gjaldeyrismarkaði og hins vegar miðað við jafnvirði verðs (e. purchasing power parity, PPP) eins og gert er á neðangreindri Mynd 19. Jafnvirði verðs felur í sér að gengið er leiðrétt fyrir verðmismun íslenskra og erlendra vara til þess að fá út raunverulegt virði framleiðslunnar. Eins og sést á hefur landsframleiðsla Íslands fallið gífurlega ef miðað er við markaðsgengi krónunnar eða 30-40% en mun minna ef miðað er við raunvirði framleiðslunnar hérlandis.

Mynd 19: Landsframleiðsla á mann á Íslandi í evrum miðað við skráð gengi krónunnar borið saman við jafnvirði verðs (PPP)



Heimild: Hagstofa Íslands

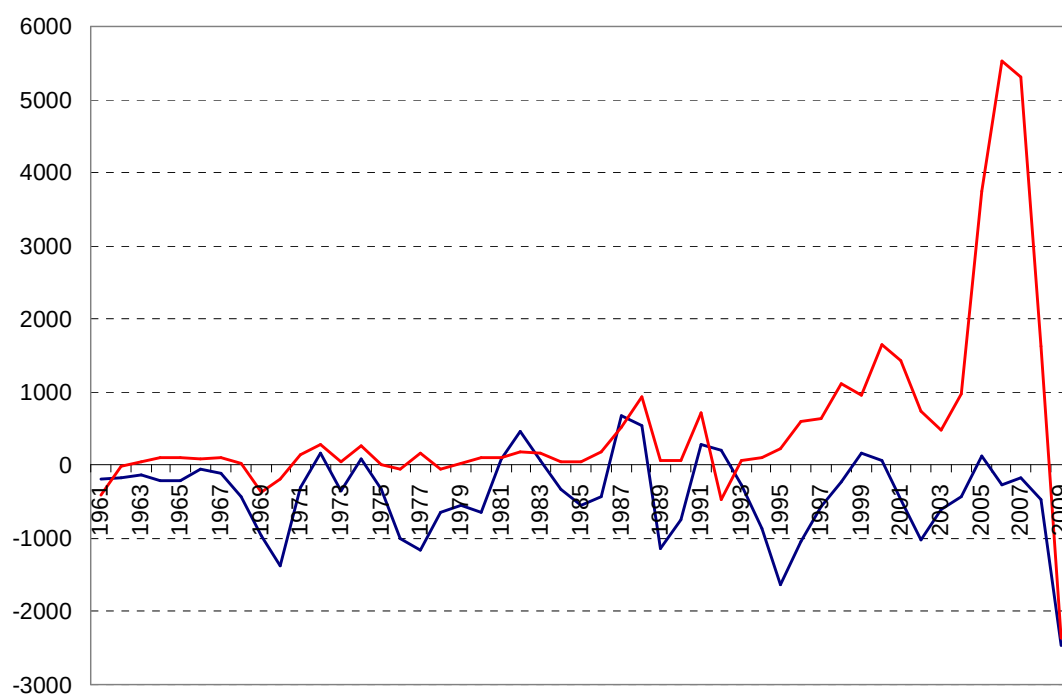
Þetta sýnir betur en nokkuð annað hve falskur kaupmáttur krónunnar var í útlöndum í síðustu uppsveiflu. Jafnframt að sú skarpa leiðrétting sem hefur átt sér stað er gríðarlegt högg fyrir almenning þar sem um 40% af neyslukörfu íslenskra heimila eru erlendar vörur samkvæmt

neyslumælingu Hagstofunnar. Lægra gengi krónunnar gerir það einnig mun þyngra fyrir innlenda aðila að þjónusta erlendar skuldir með tekjum sínum hérlandis.

Atvinnuleysi og fólksflótti

Það skiptir þó mestu fyrir framtíðarhagvöxt hvort Ísland haldi sinni verðmætustu auðlind; fólkinu í landinu. Fólksflutningar frá landinu voru í sjálfu sér takmarkaðir á samdráttarskeiðinu 1988-1994 jafnvel þó líf skjör hérlandis drægjust verulega á eftir nágrannabjóðum.

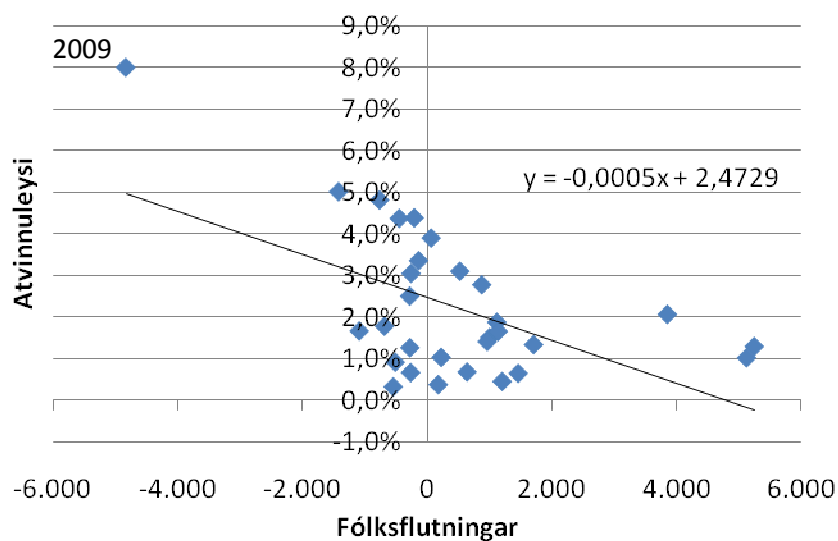
Mynd 20: Búferlaflutningar frá Íslandi (aðfluttir – brottfluttir) 1961-2009. Íslenskir ríkisborgarar (blá lína) og erlendir ríkisborgarar (rauð lína)



Heimild: Hagstofa Íslands

Eins og sést á ofangreindri mynd hafa átt sér miklar breytingar á hreyfanleika erlends vinnuafis til og frá landinu eftir að Ísland varð hluti af Evrópsku efnahagssvæði. Hins vegar bendir ekkert til þess, enn sem komið er, að veruleg breyting hafi átt sér stað í hreyfanleika íslenskra ríkisborgara þar sem brottflutningur fólks á síðustu tveimur árum er ekki úr samhengi við það sem gerðist í fyrri niðursveiflum. Hins vegar er of stutt frá efnahagshruninu 2008 til að alhæfa um slíkt og ef bera má saman þróun í síðustu niðursveiflum þá tekur það að jafnaði um 3 ár fyrir fólksflutninga að ná botni áður en vöxtur hefur myndast aftur og miðað við það þá ætti að fólksflutningur að stöðvast eða a.m.k. hægjast á honum á seinni helmingi ársins 2011.

Mynd 21: Fólksflutningar til og frá landinu (x ás) og atvinnuleysi (y ás)

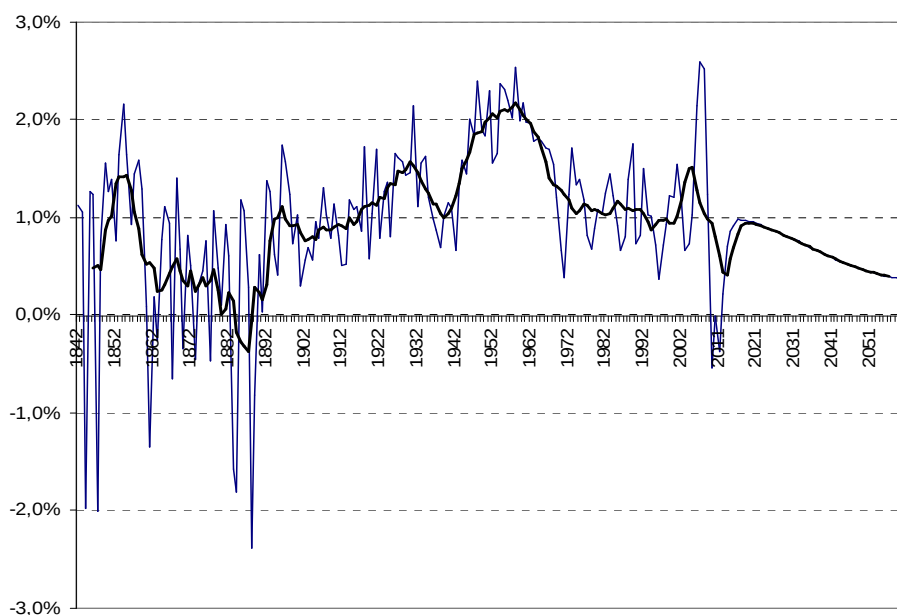


Heimild: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun

En eins og sést á Mynd 21 hefur í gegnum tíðina verið töluverð fylgni á milli atvinnuleysis og fólksflutninga til og frá landinu og því ljóst að því lengur sem atvinnuleysið varir þeim mun fleiri mun landið missa frá sér. Hins vegar ef spár um mikla þjóðflutninga sem hafa munu veruleg og langvarandi áhrif eiga að rætast verður niðursveiflan líklega að verða mun lengri og dýpri en a.m.k. núverandi hagspár gerir ráð fyrir.

Þegar litið er á fólksfjölgun á Íslandi í langtímasamhengi líkt og sýnt er á mynd hér að neðan sést vel að yfirstandandi hagsveifla frá 2004 hefur magnað upp gríðarlega sveiflu í fólksfjöldabreytingu landsins.

Mynd 22: Árleg fólksfjölgun frá 1845-2010 og mannfjöldaspá Hagstofunnar til 2060. Árleg gildi (mjó lína) og 10 ára meðaltal (breið lína)



Heimild: Hagstofa Íslands

Fólksfjölgunin á þensluárunum var meiri en dæmi eru um í nútímasögu Íslands en eftirköstin leiða til meiri fólksfækkunar en þekkst hefur frá því að Vesturferðirnar lögðust af undir lok nítjándu aldar. Hins vegar ef hæðin og lægðin eru felldar saman er aukningin um 1% sem er einmitt langtímafólksfjölgunin frá árinu 1970.

v. Mat á óvissupáttum

Samkvæmt sviðsmyndagreiningu og mati á greiðslugetu íslenska ríkisins er hægt að draga þá ályktun að áhætta af endurheimtum og tímasetningum þeirra og áhætta á veikingu krónunnar á samningstímabilinu sé mun meiri en áhættan á að ríkið lendi í sérstökum greiðsluvandræðum vegna samningsins.

Íslendingar hafa tilhneigingu til þess að líta sjálfa sig og sögu sína sem einstaka. Hins vegar er íslenska fjármálakreppan, bæði í aðdraganda og eftirköstum, í grundvallaratriðum sú sama og annarra þjóða er hafa gengið í gegnum slíkar kreppur. Auðfengið og ódýrt erlent fjármagn streymdi inn í landið nær viðstöðulaust í 15 ár sem varð til þess að hækka gengi krónunnar, draga úr innlendum sparnaði og skapa fjármálabólu. Árið 2008 hvarf síðan traust hins erlenda fjármálaheims á landinu og fjármagnið þornaði upp, bankakerfið hrundi í lausafjárahlaupi og gengi krónunnar féll. Síðustu tvö ár hefur hagkerfið síðan leitað að nýju jafnvægi með lægra gengi og áherslu á útflutning. Hve lengi það mun taka þessa aðlögun að skila nýjum

hagvaxtarferli skiptir verulega máli fyrir skattekjur íslenska ríkisins og þar með þá greiðslubyrði sem Icesave samningurinn mun fela í sér.

Óvissuþættirnir eru margir sem lúta að Icesave samningnum. Hafa ber í huga að allir óvissuþættir eru háðir þróun efnahagsmála á alþjóðavísu. Versnandi skilyrði á alþjóðlegum mörkuðum gæti lækkað endurheimtuhlutfall eigna þrotabús Landsbankans sem og lengt tímann sem endurheimtur nást. Nær ómögulegt er að verjast eða hafa áhrif á þá þróun og eina jákvæða er að líklegt sé að í tilfelli slæmra skilyrða á alþjóðamörkuðum að vextir haldist lágir á sama tíma sem heldur í það minnsta vaxtakostnaði ríkissjóðs tiltölulega lágum.

Allir þeir aðilar sem að málinu hafa komið á fyrri stigum hafa ítrekað þá staðreynd að töluverð óvissa sé til staðar.

Samantekt samninganefndar vegna Icesave frá 9. desember 2010, 14. töluliður:

„Áhættuþættir vegna samninganna eru einkanalega þrír og þeir varða eignaheimtur þrotabús Landsbankans, tímasetningu á greiðslu krafna og gengisþróun.

Meiri vissa er nú en þegar málið kom síðast til kasta Alþingis um endurheimtur úr búi Landsbankans og skilanevnd hefur nú náð fullu valdi á eignum hans í Bretlandi og Hollandi. Skilanevnd telur í skýrslu sinni til kröfuhafafundar 9. nóvember 2010 að úthlutun upp í forgangskröfur muni nema 86%. Mat á eignum hefur reynst raunhæft og varfærið. Hins vegar er ekki hægt að útiloka að þar gætu orðið ófyrirséðar breytingar á sem hafa myndu áhrif á það hversu mikið heimtist upp í kröfur. Eignaheimtur gætu orðið verri en nú er talið, en þær gætu jafnframt batnað.

Tafir á því að úthlutað sé úr þrotabúi Landsbankans myndu valda því að uppsafnaðir vextir á ógreiddan höfuðstól yrðu hærri. Það eru einkanlega mögulegar tafir á úrlausn dómsmála með kynnu að valda slíkri frestun, en í því mati sem sett er fram að framan er byggt á núverandi mati slitastjórnar um útgreiðslur.

Loks hefur gengi íslensku krónunnar, og innbyrðis gengi annarra gjaldmiðla, áhrif á það, hver heildarkostnaður ríkissjóðs yrði. Sem áður segir hefur styrking krónunnar frá því í apríl 2009 haft þar áhrif til lækkunar. Sú niðurstaða að heildarkostnaður ríkisins af Icesave-samningum verði um 47 milljarðar, byggir á reikniforsendum Seðlabankans sem fela í sér að gengi íslensku krónunnar muni fara hækkandi á komandi árum.“

Í athugasemdum við Frumvarp til laga um Icesave samninga 388. mál þskj. 546:

Um gjaldmiðlaáhættu almennt:
kaflí 3.1.3.

„Þróun gjaldmiðla næstu árin getur því haft mikil áhrif á skuldbindingu ríkissjóðs vegna Icesave. Gjalddeyrísáhættan felst ekki einungis í þróun íslensku krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum heldur einnig innbyrðis þróun annarra gjaldmiðla. Það á sérstaklega við um sterlingspundið. [...] Hvort tveggja, þ.e. gengi krónu og sterlingspunds gagnvart öðrum

gjaldmiðlum, getur haft áhrif á það hvernig endurheimtur duga til að greiða niður Icesave-skuldbindinguna.“

Um áhættu af pundi sérstaklega:

kafli 3.2.1.2.

„Það er því ljóst að þróun sterlingspunds gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefur áhrif á skuldbindingu ríkissjóðs vegna Icesave og meiri áhrif en þróun íslensku krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum.“

Um ávöxtun eigna bús Landsbankans:

kafli 3.1.3.

„Nokkur óvissa er bundin við ávöxtun eigna bús Landsbankans.“

Um endurheimtur úr búi Landsbankans:

kafli 3.2.1.3

„Stærsti óvissupátturinn við mat á skuldbindingum ríkissjóðs vegna Icesave er úthlutun upp í kröfur Tryggingasjóðs innistæðueigenda og fjárfesta úr búi Landsbanka Íslands hf.“

Í minnisblaði frá Seðlabanka Íslands til Fjárlaganefndar Alþingis dagsettu 15. júlí 2009 segir á blaðsíðu 1:

„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 þjórðarbúsins 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.*

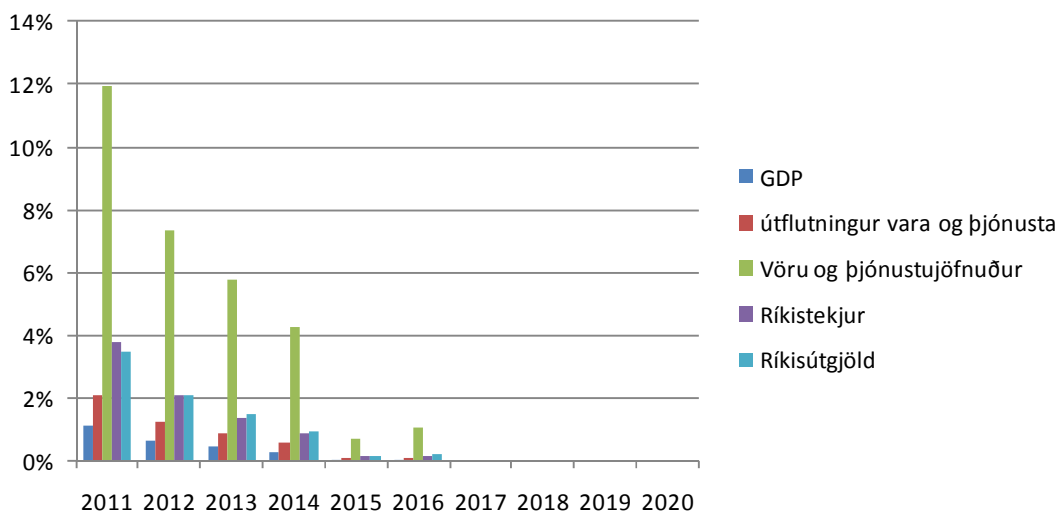
Mat á þessum lykilþáttum er háð umtalsverðri óvissu. Nefna má óvissu um endurheimtuhlutfall eigna Landsbankans, sem reiknað er með að standi undir meginhluta skuldbindinga Tryggingasjóðs innistæðueigenda. Þá er einnig talsverð óvissa um þróun hagvaxtar, sem hafa mun áhrif á tekjuöflun ríkissjóðs, og 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 óvissupættir 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.“

b. Áhrif á greiðslustöðu ríkissjóðs og þjóðarbúsins og hagræn áhrif

Það liggur fyrir að skuldaskil þrotabús (gamla) Landsbankans mun reyna á greiðslujöfnuð landsins þar sem töluvert af eignum bússins sem mun ganga til lúkingar á lcesave greiðslunum eru í íslenskum krónum sem þarf að skipta yfir í pund og evrur svo greiðslur geti átt sér stað. Athuga verður að eitthvað af eignum sem tilgreindar eru í erlendri mynt eru útgefnar af íslenskum aðilum, s.s. skuldabréf sem nýi bankinn hefur gefið út til þess gamla. Greiðslur þeirra í gjaldeyri hljóta að fela í sér skipti á íslenskum krónum, eða dragast af útflutningstekjum landsins ef útflutningsfyrirtæki eiga í hlut. Hins vegar er þetta skuldauppgjör þrotabúsins óumflýjanlegt og hlyti að eiga sér stað á einhverjum tímapunkti hvað sem líður öðrum skuldbindingum íslenska ríkisins.

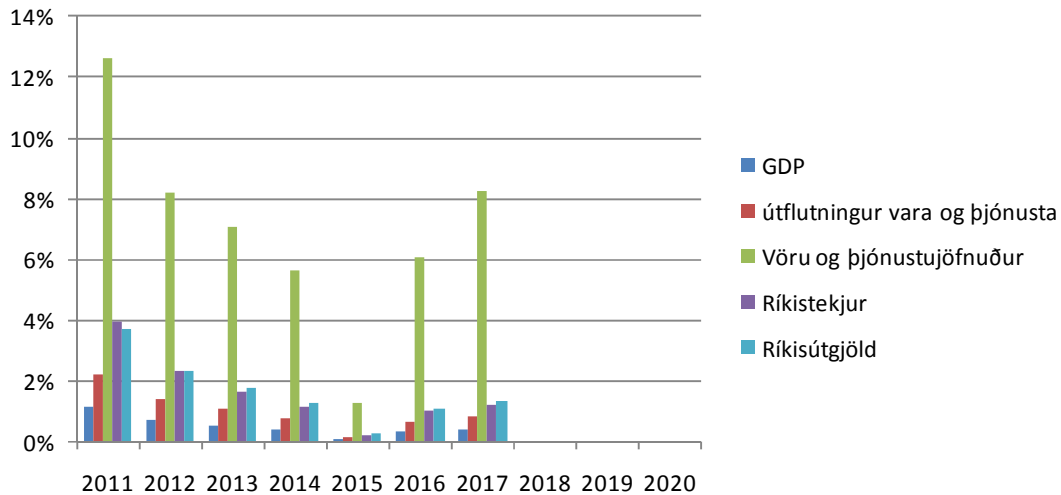
Samkvæmt þeim samningsdrögum sem nú liggja fyrir verður ekki annað séð en að greiðslur af samkomulaginu séu tiltölulega smáar í samhengi við aðrar þjóðhagsstærðir. Má sjá á mynd Mynd 23 að sem hlutfall af ýmsum þjóðhagsstærðum að greiðslubyrði samninganna er tiltölulega lág. Það má vekja athygli á því að árið 2011 er greiðslubyrði ríkissjóðs vegna lcesave samningsins nálægt 20 milljörðum sem er um 12% af vöru- og þjónustujöfnuði en einungis rúmt 1% af landsframleiðslu. Til viðbótar við það er einnig greitt 20ma úr sjóði TIF þannig að um 24% af vöru- og þjónustujöfnuði þarf að skipta yfir í gjaldeyri vegna greiðslu af lcesave árið 2011. Greiðslubyrðin er svo há fyrsta árið vegna þess að greiddir eru uppsafnaðir vextir í upphafi samnings og ekki hafa komið inn neinar afborganir á höfuðstól. Greiðslubyrði fer svo hratt lækkandi með áætlunum skilaneftar um endurheimtur og greiðslum úr þrotabúi.

Mynd 23: Hlutfallsleg greiðslubyrði lcesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við styrkingu krónunnar um 2% á ársfjórðungi



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

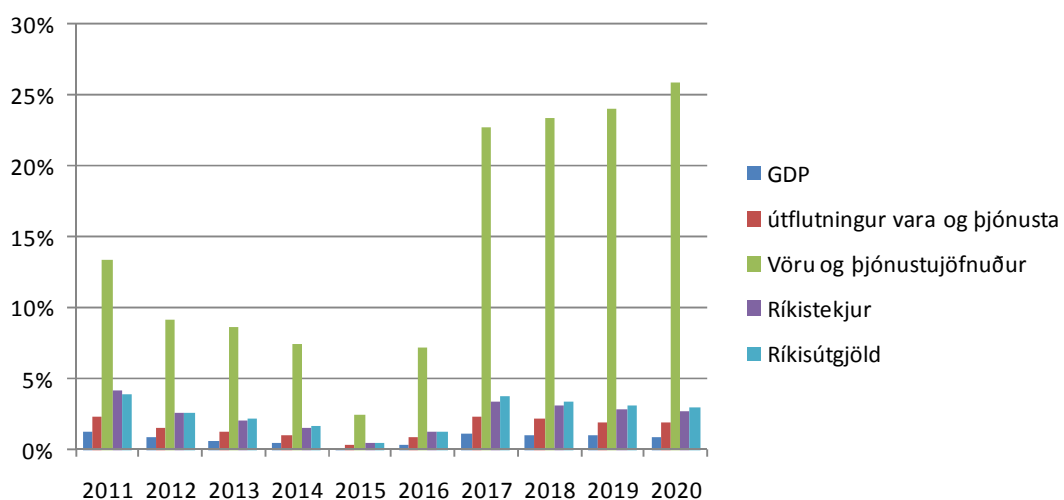
Mynd 24: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við óbreytt gengi krónunnar



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Við óhagstæða þróun á gengi krónunnar eða endurheimta úr búi Landsbankans mun verða eftir höfuðstóll 30. jún. 2016, sem er til greiðslu á næstkomandi árum. Lengd lánstíma fer eftir upphæð höfuðstóls þannig að 45ma og lægri eru til greiðslu á næstu fjórum ársfjórðungum en einu ári er bætt við lánstíma fyrir hverja 10ma umfram 45ma. Þannig gætu greiðslur mögulega orðið þyngri baggi á þjóðarþúinu þar sem einungis greiðsla vaxta hefur farið fram að þeim tíma. Má sjá á Mynd 25 að við 2% veikingu á ársfjórðungi gæti mögulegur lánstími verið um 4 ár og greiðslubyrði á ári nálægt 25ma króna sem væri enn tiltölulega lágt hlutfall af ríkistekjum og vergri landsframleiðslu en væri hátt í fjórðungur af vöru- og þjónustujöfnuði.

Mynd 25: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við veikingu krónunnar 2% á ársfjórðungi



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Við verstu þróun fyrir heildarkostnað af samningi þ.e. töluverð veiking krónunnar muni gjaldeyristekjur aukast takmarkað. Það leggst þannig í rauninni saman slæm þróun á heildarkostnaði samnings og slæm þróun á hagstærðum Íslands og er fátt til skemmri tíma sem gæti bætt greiðslustöðu ríkissjóðs eða þjóðarbúsins á móti hækkandi heildarkostnaði samnings.

Helstu hagrænu áhrif vegna mögulegrar greiðslubyrði af Icesave samningunum eru þau að hún leggst nokkuð þungt á gjaldeyrisjöfnuð landsins þar sem nú þegar gæti erfiðleika við að „framleiða“ gjaldeyri uppí erlenda vexti, afborganir og innflutning.



c. Mat á skuldaþoli ríkissjóðs og greiðslugetu hans á líftíma samningsins

Til að meta skuldaþol ríkissjóðs skipta erlendar skuldir meginmáli og samsetning þeirra með tilliti til lántíma, vaxta og gjaldmiðla. Geta ríkissjóðs til að skipta innlendum skatttekjum sínum í gjaldeyri án þess að hafa mikil áhrif á gengi krónunnar er því lykilatriði. Hér verður að taka tillit til getu þjóðarbúsins til þess að, ekki einungis afla gjaldeyris, heldur skapa viðvarandi afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum.

Þrír þættir sem ákvarða skuldaþol ríkja

Það eru einkum þrír þættir sem ákvarða skuldaþol ríkja

- Vextir á skuldunum
- Vaxtarhraði efnahagslífsins
- Gjaldmiðlasamsetning skuldanna

Vextir á skuldunum:

Sá þáttur sem skiptir mestu máli fyrir skuldaþol er þeir vextir sem skuldirnar bera. Þróuð lönd geta til að mynda borið mun hærrí skuldir heldur en nýmarkaðslönd svo dæmi sé tekið. Skuldaþol þjóðríkja getur einnig minnkað snögglega ef áhættuálag hækkar á lántökum þannig að vaxtabyrðin þyngist verulega. Þannig geta skuldir þjóðríkja breyst snögglega frá því að vera vel innan þolmarka og að verða að myllusteini um hálsinn ef fjármálamarkaðir missa trúna á greiðsluhæfi viðkomandi ríkis líkt og hefur gerst nú á undanförunum misserum með nokkur skuldug evrópuríki í kjölfar fjármálakrísunnar t.a.m. Grikkland og Írland. Mörg dæmi eru um hvernig skuldakreppur vinda upp á sig þar sem hækkun áhættuálags kallast á við aukin greiðsluvandræði sem síðan aftur leiða til enn hærra áhættuálags.

Gjaldmiðlasamsetning skuldanna:

Sá þáttur sem kemur í öðru sæti hvað varðar skuldaþol ríkja er gjaldmiðlasamsetning skulda. Því hærra sem hlutfall erlendra skulda er þeim mun viðkvæmara er ríkið fyrir gengissveiflum og gengisfall getur hækkað skuldabyrðina verulega. Hér er einfaldlega á ferðinni sú klassíska gengisáhætta sem fylgir því að hafa tekjur í annarri mynt en skuldir. Þess eru mörg dæmi um hvernig að gjaldeyriskrísar hefur þannig sjálfkrafa leitt til skuldakrísu og jafnvel gjaldþrots viðkomandi þjóðríkis. Alla jafna er auðveldara fyrir ríkisvaldið að halda aðgangi og trausti að heimamörkuðum fyrir fjármagn og aukinheldur er um fleiri möguleika að ræða til þess að bregðast við skuldavandræðum, s.s. með því að prenta peninga upp í skuldirnar til þess að forðast beint gjaldþrot eða loka fjármagnið inni með gjaldeyrishöftum til þess að tryggja hagstæðari fjármögnun ríkisins. En ef erlendir lánsfjármarkaðir neita viðkomandi ríkjum um endurfjármögnun, verður erlends gjaldeyris hins vegar aðeins aflað með raunverulegri verðmætasköpun, þ.e. útflutningi eða eignasölu. Skuldavandræði þjóðríkja eru nægjanlega erfið úrlausnar ein og sér þó ekki bætist við óstöðugleiki á gjaldeyrismarkaði.

Vaxtarhraði efnahagslífsins:

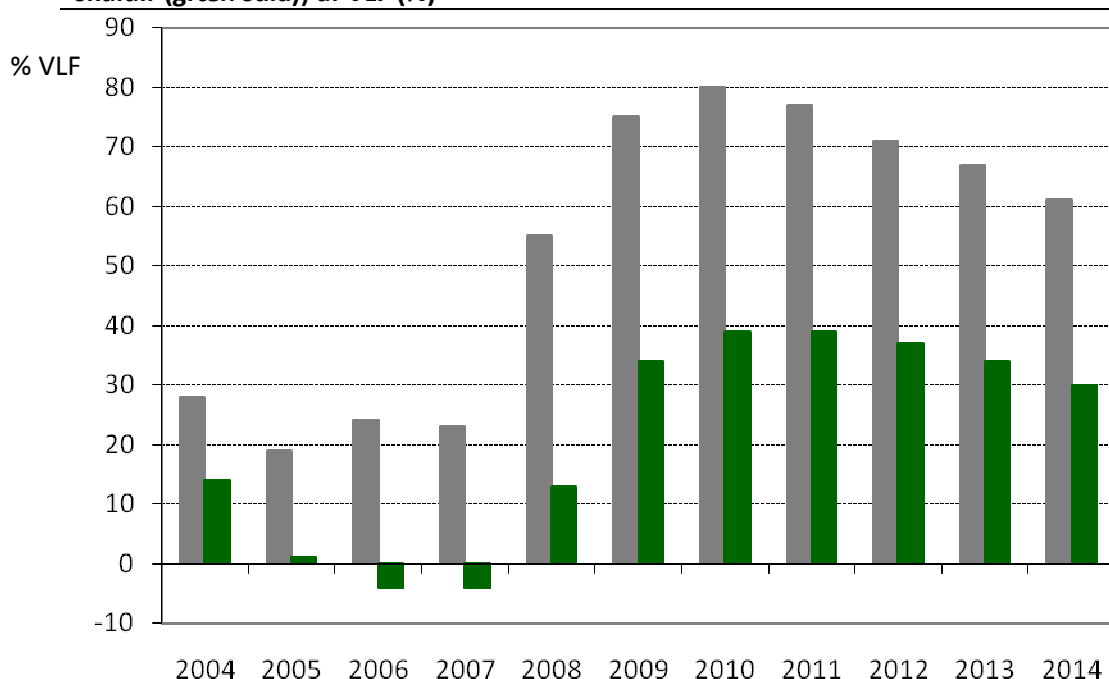
Á endum ræðst skuldaþol ríkja af vaxtarhraða efnahagslífsins. Ef hagvöxtur er hraður geta lönd vaxið út úr skuldavandræðum þar sem þjóðarkakan stækkar og skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu lækka án þess að greitt sé af höfuðstól. Oft er miðað við þá þumalfingursreglu að hagvöxtur verði að vera hærri en meðalvextir á lánum svo lönd geti vaxið út úr skuldum án vandkvæða. En þá munu

aukna tekjur ríkisins vegna hagvaxtar nægja til þess að standa straum af vöxtunum samhliða því að skuldahlutfallið lækkar sem hlutfall af landsframleiðslu.

Skuldastaða íslenska ríkisins

Ef skuldapol íslenska ríkisins er skoðað sést að skuldir þess hafa aukist verulega við fall bankanna og verg skuldastaða hefur farið úr því að vera 23% af landsframleiðslu árið 2007 til þess að vera 80% af landsframleiðslu árið 2010 eins og sjá má af mynd hér að neðan. Þá eru vitanlega eignir á móti en hreinar skuldir ríkisins eru nú 50% en voru að vísu um -4% fyrir hrun (þ.e. íslenska ríkið átti nettó eign). Hér verður að hafa í huga að þetta mat tekur ekki til ábyrgða sem ríkið hefur gengist á hendur vegna skuldabréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs, orkufyrirtækja, LSR né innlánatrygginga.

Mynd 26: Skuldastaða íslenska ríkisins 2004-2014 (Vergar skuldir (grá súla) og hreinar skuldir (græn súla)) af VLF (%)



Heimild: Fjármálaráðuneytið

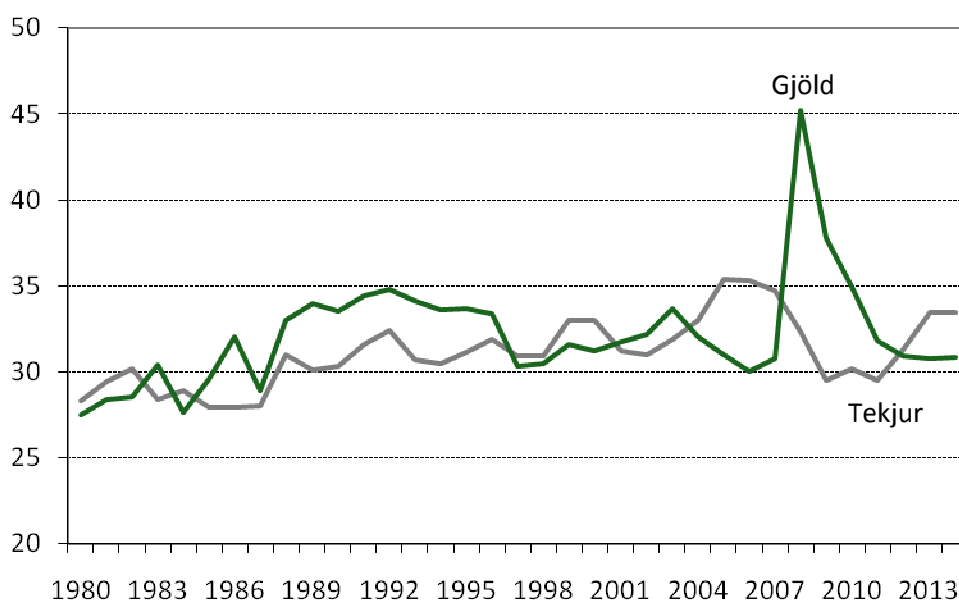
Ríkið var tiltölulega lítið skuldsett fyrir bankahrunið og því var borð fyrir báru. Mikilvægast var þó að erlendar skuldir ríkissjóðs voru tiltölulega lágar og þannig hefur gengislækkun krónunnar ekki náð að hafa veruleg áhrif á skuldabyrðina. Eins og staðan er nú er um 70% af skuldum íslenska ríkisins í íslenskum krónum. Búast má við að hrein erlend skuldastaða aukist á komandi misserum ef til kemur að ganga þurfi á gjaldeyrisvaraforða Seðlabanka Íslands vegna m.a. afléttingu gjaldeyrishafta, endurfjármögnunar skulda ríkissjóðs, sveitarfélaga, orkufyrirtækja ofl.

Það sem skiptir miklu fyrir skuldapolið er að fjármögnunarkostnaður ríkisins hefur lækkað töluvert innanlands þrátt fyrir mun verra lánshæfi og verri skuldastöðu. Það má rekja til þess að Seðlabankinn hefur slakað á peningalegu aðhaldi á síðustu 18 mánuðum í takt við versnandi ástand hagkerfisins. Gjaldreyrshöftin hafa auðveldað fjármögnun ríkisins þar sem þau hafa lokað fjárfesta, innlenda sem

erlenda, inni á íslenska fjármagnsmarkaðinum þar sem fáir aðrir fjárfestingarkostir eru fyrir hendi en ríkistryggð skuldaútgáfa. Þessi lækkun vaxtakostnaðar hefur því orðið til þess að styrkja skuldabolið þrátt fyrir að skuldastaðan hafi versnað.

Vænt lækkun skuldabyrðarinnar á næstu árum, sem sýnd er hér að ofan, er vitaskuld byggð á tveimur meginforsendum; endurnýjuðum hagvexti og tekjuafgangi ríkissjóðs. Hér að neðan eru tekjur og gjöld ríkisins sýnd sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1980 og þar sést hvernig áætlanir gera ráð fyrir að ríkið skili varanlegum tekjuafgangi eftir árið 2012.

Mynd 27: Tekjur og gjöld íslenska ríkisins sem hlutfall af landsframleiðslu 1980-2014 (spá Seðlabankans í Peningamálum nóvember 2010)



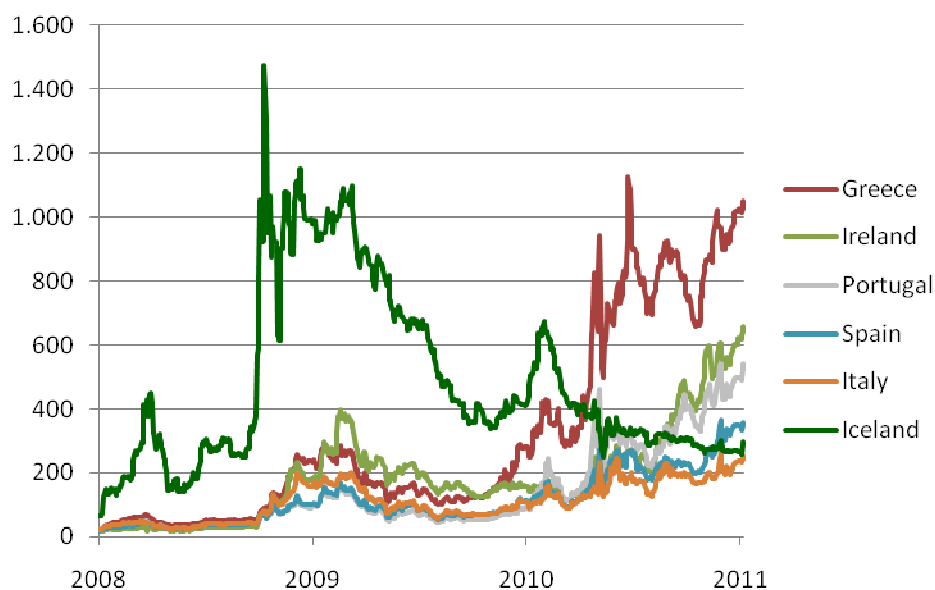
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Sjálfst skuldapol ríkisins er í sjálfu sér erfitt að meta þar sem skuldapol er ekki vélræn reiknistærð heldur snýst um trúverðuleika ríkisfjármálanna og þann fjármagnskostnað sem ríkið þarf að bera vegna skulda sinna.

Ákvörðun skatta og gjalda er höfuðverkefni alþingismanna og allar áætlanir um tekjuafgang ríkissjóðs eru því háðar pólitísku mati og spám um hagvöxt. Það sem skiptir höfuðmáli fyrir skuldabolið er að áætlanir í ríkisfjármálum séu trúverðugar þannig að áhættuálag á fjármálamarkaði hækki ekki og leiði til stíganda á vaxtakostnaði. Þrátt fyrir að hagstjórn geti seint talist sterkasta hlið Íslendinga er það sem svo að ríkissjóði Íslands hefur yfirleitt verið haldið í jafnvægi í gegnum þykkt og þunnt í efnahagsmálum þjóðarinnar.

Þá skiptir líka máli sú almenna trú að kostnaður vegna fjármálakrísunnar sé að miklu leyti kominn fram hérlandis og færður inn í ríkisreikninga. Að þessu leyti stendur Ísland mun betur að vígi en mörg önnur lönd í hinum vestræna heimi sem njóta ekki trausts vegna þess að væntingar eru um að ýmist kusk leynist í hornum sem á eftir að sópa fram í ríkisreikninginn. Má sjá á Mynd 28 að þetta er skoðun á alþjóðamarkaði þar sem skuldatryggingarálag Íslands hefur farið lækkandi á meðan það hefur hækkað í öðrum skuldsettum löndum Evrópu.

Mynd 28: Skuldatryggingarálag Íslands og valinna Evrópu ríkja (PIIGS)

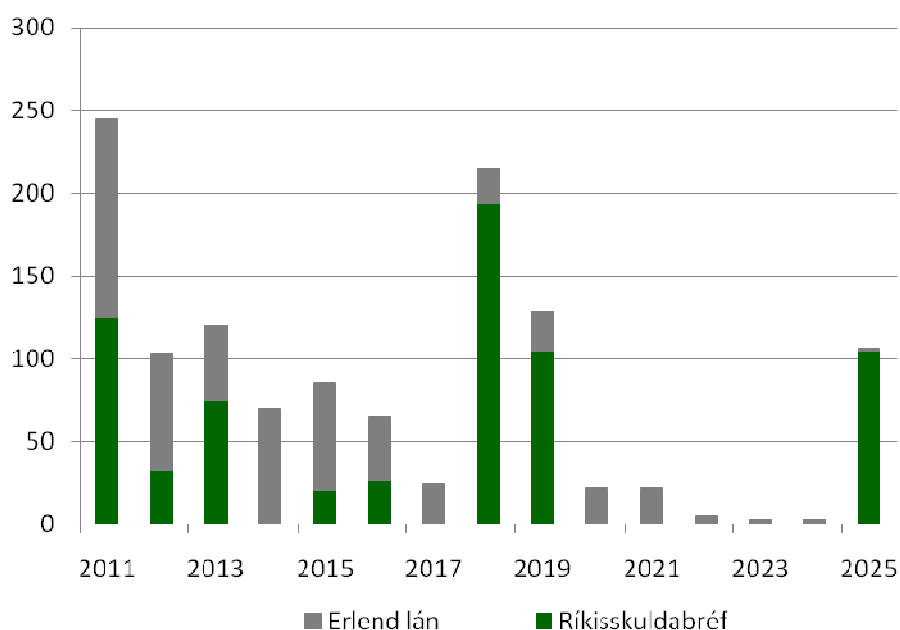


Heimild: Bloomberg

Hins vegar er skuldaþol ríkisins vitanlega háð endurnýjuðum hagvexti auk þess sem afnám gjaldeyrishafta myndi minnka skuldaþolið verulega vegna hærri fjármagnskostnaðar hér innanlands.

Á mynd hér að neðan sést endurgreiðsluferill lána ríkissjóðs í íslenskum krónum sem og erlendra lána. Eins og sést að þá eru skuldirnar nokkuð framhlaðnar og ríkið því mjög háð innlendum og erlendum fjármagnsmarkaði til að framlengja þeim skuldum.

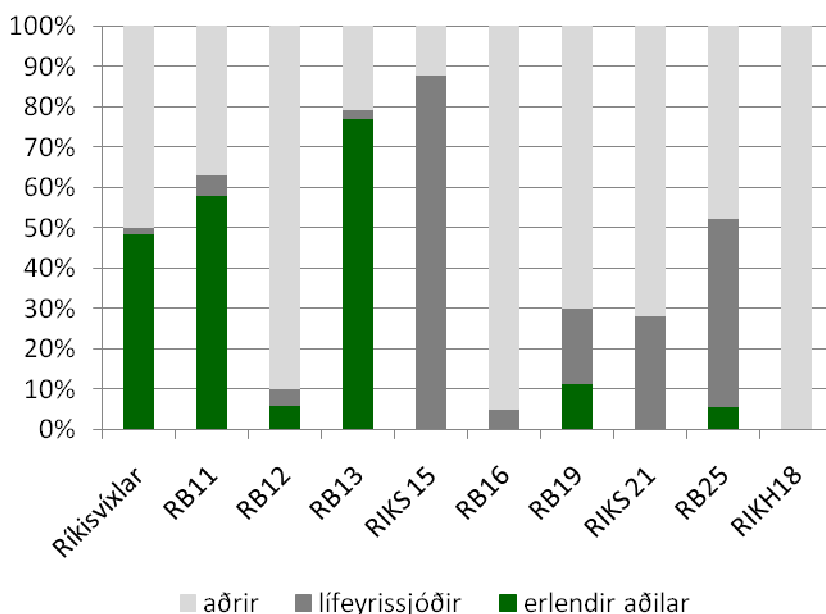
Mynd 29: Endurgreiðsluferill erlendra lána íslenska ríkisins og Seðlabanka Íslands og ríkisbréfa og víxla



Heimild: Seðlabanki Íslands

Einnig er áhugavert að skoða hverjir eru eigendur innlendra skulda ríkissjóðs. Á myndinni hér að neðan sést hver eign erlendra aðila er í viðkomandi ríkisskuldabréfaflokki (sem má gera ráð fyrir að sé kvikt fjármagn) annars vegar og lífeyrissjóða (sem gera má ráð fyrir að sé lengri tíma fjármagn) hins vegar. Íslenska ríkið er því til skamms tíma mjög háð því að erlendir aðilar framlengi fjárfestingum sínum í íslenskum ríkisskuldabréfum og víxlum. Að öðrum kosti þurfa erlendir aðilar að skipta krónum í gjaldeyri og íslenska ríkið að brúa endurfjármögnunarpörf sína í krónum meðal innlendra fjárfesta.

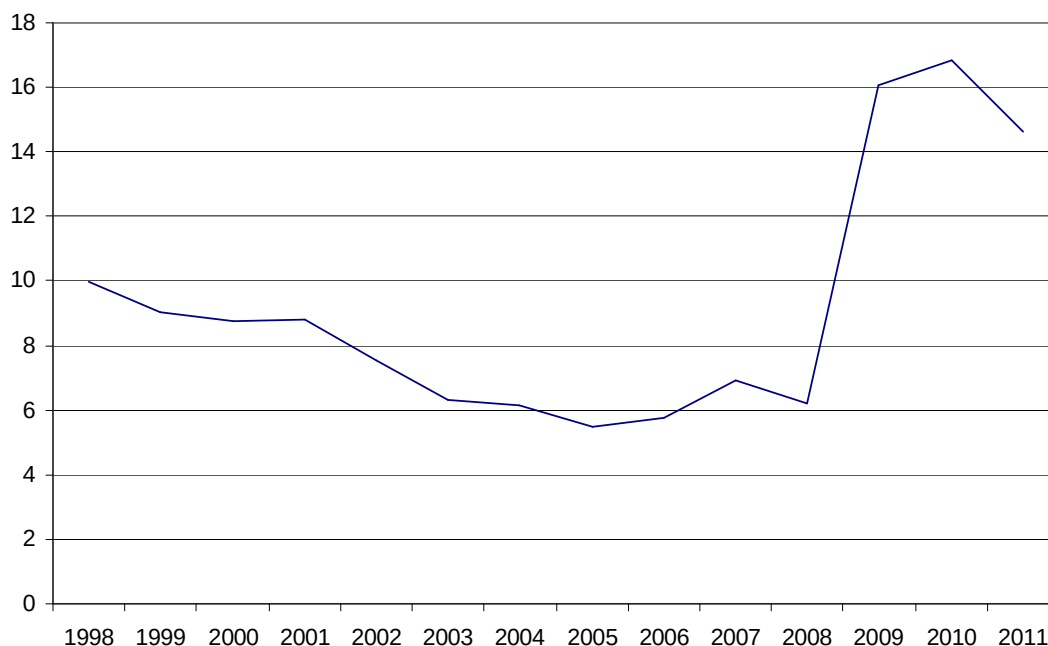
Mynd 30: Eigendur ríkisskuldabréfa og víxla



Heimild: Lánamál Ríkisins

Vaxtagjöld ríkissjóðs virðast hafa náð hámarki á árinu 2010 eða um 94ma króna sem er um 16% af ríkisútgjöldum. Fjárlög gera ráð fyrir lækkun um 19ma á þessu ári og að hlutfallið fari lækkandi hér eftir.

Mynd 31: Vaxtagjöld sem hlutfall af ríkisútgjöldum fram til 2009 og samkvæmt áætlun fjárlaga 2010 og 2011



Heimild: Fjármálaráðuneytið

Helsti vandinn við fjármögnun ríkissjóðs í krónum er hversu framhlaðnar skuldirnar eru og stórt hlutfall erlendra eigenda að skammtímaskuldunum. Að auki eru erlendar skuldir einnig framhlaðnar. Mikið veltur því á að ríkissjóður viðhaldi trúverðugleika sínum gagnvart innlendum sem og erlendum fjárfestum til þess að eiga möguleika á að framlengja lánum sínum á hagstæðum kjörum og helst lengja endurgreiðsluferilinn á sama tíma. Gjaldeyrishöftin aðstoða til skamms tíma við fjármögnun ríkissjóðs í krónum en endurfjármögnun á erlendum lánum ræðst ekki bara af trúverðugleika ríkisins en einnig af horfum í alþjóða efnahagsmálum.

Niðurstaðan er því að núverandi skuldir íslenska ríkisins séu innan við skulðapol þó komið sé að efri mörkum skuldsetningar. Þetta pol er hins vegar byggt á aðhaldsemi í ríkisfjármálum samkvæmt samningi AGS og Íslands sem og fjármagnshöftum að einhverju leyti. Hins vegar skyldi því ekki gleymt að greiðslur íslenska ríkisins vegna lcesave samningsins eru raunverulegar millifærslur frá íslenskum skattgreiðendum út úr landinu og sem slíkar minnka þær velferð í landinu. Þær eru hins vegar ekki það miklar að það raski hinu stóra samhengi og skulðapoli í ríkisfjármálum landsins.

Greiðslugeta ríkissjóðs af erlendum skuldum

Íslenska ríkið hafði mjög takmarkaðar erlendar skuldir við bankahrún en jafnframt mjög takmarkaðan gjaldeyrisforða. Gjaldeyrisforði er mikilvægur að því leyti að hann tryggir lausafjárstöðu íslenska þjóðarbúsins í erlendri mynt og einn helsti áherslupunktur íslenskrar efnahagsstefnu eftir bankahrún hefur verið á að auka forðann. Höfuðmarkmið með styrkingu forðans hefur verið að tryggja greiðsluhæfi hins opinbera hérlandis, þannig að til sé gjaldeyrir til þess að standa straum af

endurfjármögnun erlendra skulda. Það hefur verið gert með lántökum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og nokkrum vinveittum ríkjum en enn sem komið er hefur íslenska ríkið ekki leitað inngöngu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eftir bankahrunið. Gefið hefur verið út að á árinu 2011 stefni íslenska ríkið að því að sækja sér fjármagn á erlendum fjármagnsmörkuðum. Eins og sjá má á Mynd 28 að framan hafa horfur á endurfjármögnun batnað vegna lækkandi skuldatryggingarálags.

Greiðsluhæfið hefur nú verið tryggt til skemmri tíma en þegar litið er til lengri tíma er nauðsynlegt að afla erlends lausafjár með afgangi á utanríkisviðskiptum. Gjaldeyrisforða sem tekinn er að láni þarf að greiða til baka auk vaxta og þó slík forðasöfnun geti lengt í endurfjármögnunarferli landsins, bætir hún ekki hreina erlenda stöðu þess.

Ef eingöngu erlend vaxtagjöld eru skoðuð sýnir Tafla 17 að á árinu 2011 eru um 127m evra til greiðslu í vaxtagjöld sem eru um 20ma króna. Má geta þess að vaxtakostnaður af Icesave samkomulaginu á árinu 2011 er metinn um 40ma til viðbótar (uppi það greiddir 20ma uppi vaxtakostnað úr sjóði TIF). Samtals eru þannig um 60ma króna til greiðslu í erlend vaxtagjöld á árinu 2011. Erlend vaxtagjöld lækka síðan töluvert ef gert er ráð fyrir að erlend lán séu greidd niður og gert er ráð fyrir að vaxtakostnaður af Icesave samkomulaginu verði um 11-14ma árið 2012 en lækki síðan hratt til ársins 2016 með lækkandi höfuðstól.

Tafla 17: Erlend lán og vaxtagjöld íslenska ríkisins og Seðlabanka Íslands í EUR milljónum

Ár	Vaxtagjöld ársins	Eftirstandandi höfuðstóll
2011	127.706.365	774.875.226
2012	108.435.876	454.342.356
2013	100.137.755	302.784.513
2014	95.696.026	451.367.632
2015	79.729.485	419.461.137
2016	58.463.808	252.338.394
2017	47.912.680	154.755.681
2018	40.384.830	141.613.792
2019	32.224.856	154.749.872
2020	22.877.435	141.613.792
2021	11.406.071	141.613.800
2022	4.645.040	32.167.604
2023	3.106.071	19.200.000
2024	1.759.454	19.200.000
2025	344.380	9.600.000

Heimild: Seðlabanki Íslands

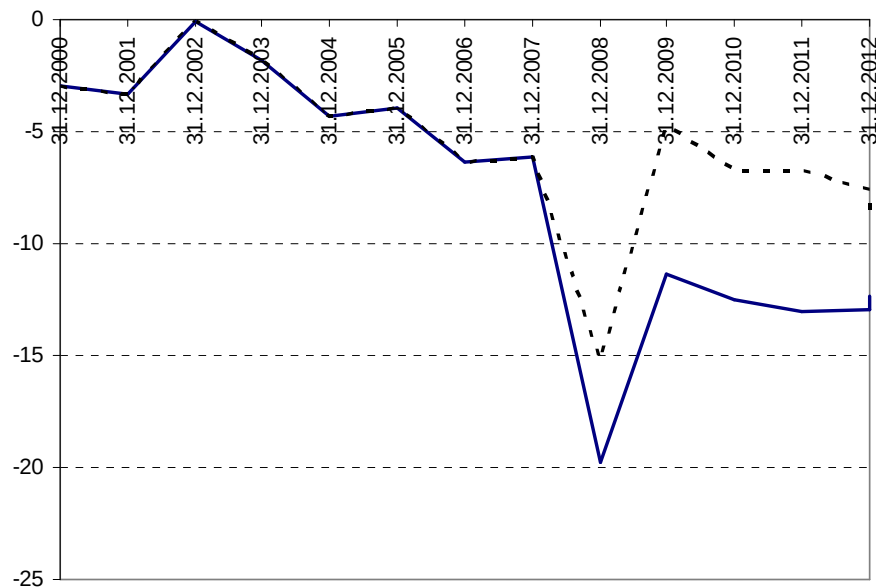
Hér er um endurgreiðsluáætlun að ræða og ekki gert ráð fyrir framlengingu neinna lána á tímabilinu sem augljóslega hefur áhrif á áætlaðar framtíðar vaxtagreiðslur.

Í töflunni um endurgreiðsluferil erlendra skulda sést að eins og með skuldir ríkisins í krónum að skuldirnar eru mjög framhlaðnar með um tvo þriðju á gjalddaga á næstu 4-5 árum. Miklu skiptir því að mögulegt sé að framlengja þessum lánum á gjalddaga þeirra á góðum kjörum.

Ljóst er að eftir mikið gengisfall krónunnar og samdrátt í innanlandseftirspurn hefur verið töluverður afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd eða um 130-150 milljarðar árinu 2010 sem samsvarar 9-10% af landsframleiðslu. Aftur á móti inniheldur viðskiptajöfnuður við útlönd einnig þáttatekjujöfnuð, þ.e. greiðslur til erlendra framleiðslupátta. Þar vega erlendar vaxtagreiðslur mjög þungt. Þáttatekjujöfnuður á árinu 2010 mun þannig verða neikvæður um 180-200 milljarða íslenskra króna eða sem nemur 12-13% af landsframleiðslu. Það leiðir því til að viðskiptajöfnuður verður neikvæður um 40-50 milljarða eftir að hallinn á þáttatekjunum hefur verið dregin frá þeim afgangi sem er á vöru og þjónustu jöfnuði.

Þessi mynd er þó að sumu leyti villandi þar sem eftir mikla hrinu gjaldþrota í fjármálageiranum hérlandis leikur mikill vafi á því að áfallnir vextir samkvæmt bókhaldi verði nokkurn tíma greiddir út. Til þess að sjá raunverulegt flæði fjármagns inn og út úr landinu er því nauðsynlegt að skilja frá fjármálastofnanir í slitameðferð sem sýnd er á neðangreindri mynd eftir tölum frá Seðlabankanum.

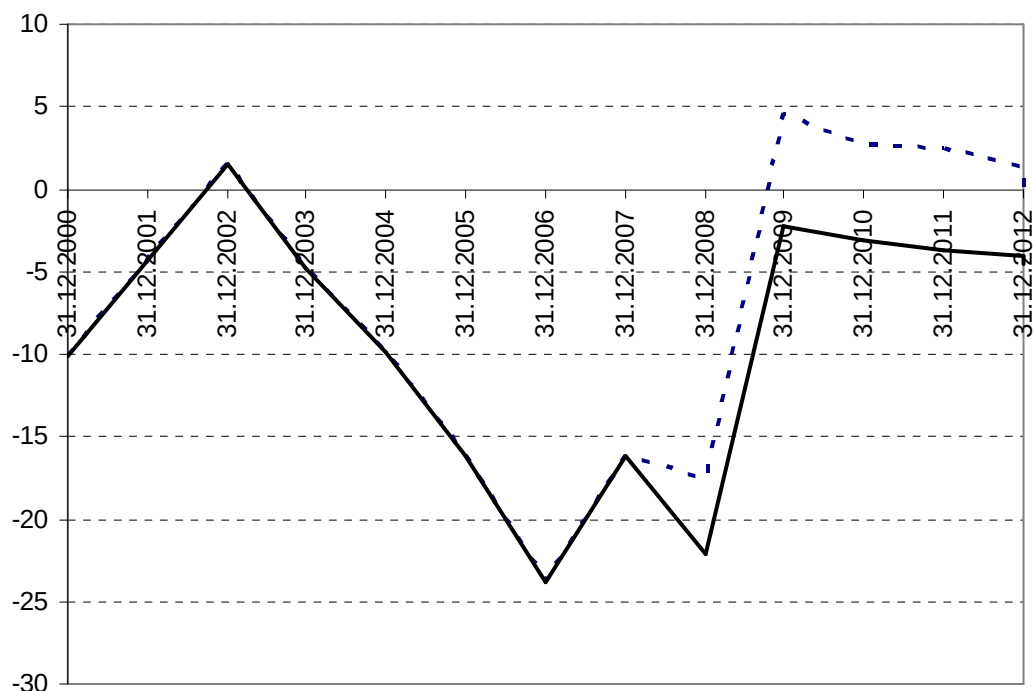
Mynd 32: Þáttatekjujöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu með (breið lína) og án fjármálafyrirtækja (brotin lína) í slitameðferð



Heimild: Seðlabanki Íslands

Með því sleppa áföllnum vöxtum fallinna fjármálafyrirtækja réttist þáttatekjujöfnuðurinn aðeins af og viðskipajöfnuðurinn verður jákvæður um 3-4% af landsframleiðslu á árinu 2010 eða 50-60 milljarðar.

Mynd 33: Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu með (breið lína) og án fjármálafyrirtækja (brotin lína) í slítameðferð



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þetta er þó vitaskuld aðeins gott eins langt og það nær. Það liggur fyrir að töluverður vegur er til þess að utanríkisviðskiptin ein og sér nái að rétta af erlenda lausafjárstöðu landsins. Það er óraunhæft að gera ráð fyrir mjög stórstígru aukningu í útflutningi frá landinu á allra næstu árum þó vitanlega muni lágt gengi krónunnar verka mjög hvetjandi í þá átt.

Meginástæðan fyrir hagstæðum vöruskiptajöfnuði er fyrst og fremst samdráttur í einkaneyslu og fjárfestingu er hefur leitt til þess að innflutningur hefur dregist harkalega saman. Það felur því í sér að um leið og innlend eftirspurn fer aftur að taka við sér mun stórlega ganga á vöruskiptaafganginn. Auk þess má gera ráð fyrir því að einhverjar greiðslur mun renna frá hinum föllnu fjármálamála fyrirtækjum til kröfuhafa sem munu taka til sín íslenskan gjaldeyri. Þetta á til að mynda við greiðslur úr þrotabúi Landsbankans sem áður hefur verið minnst á.

Nauðsynlegt er að geta þess að töluvert af skuldum ríkisins sem eru flokkaðar sem innlendar eru í rauninni erlendar þó þær séu í krónum þar sem lánveitendurnir eru erlendir fjárfestar lokaðir inni með höftum á íslenskum fjármagnsmarkaði. Samkvæmt Markaðsupplýsingum Lánamála Ríkisins síðan í desember 2010 þá áttu erlendir erlendir aðilar þann 31. október 2010 um 29% af útgefnum ríkisbréfum og um 46% af ríkisvixlum eða samtals um 230 ma króna. Um 90% af eignum erlendra aðila í ríkisbréfum er í skuldabréfum með gjalddaga á næstu tveimur og hálfa ári. Þeir erlendu aðilar sem hér eru læstir inni hafa því ekki viljað hingað til fjárfesta í löngum ríkisskuldabréfum.

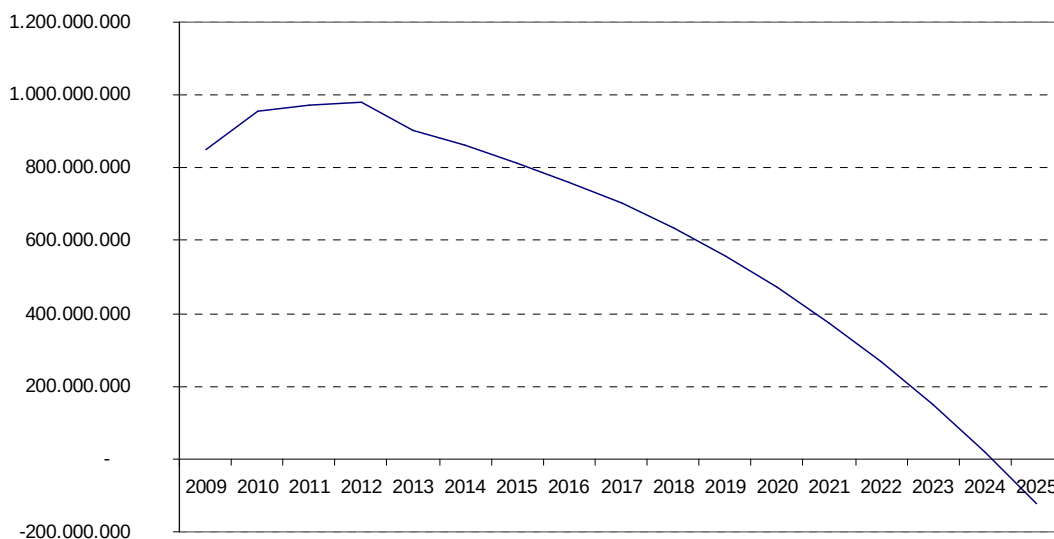
Niðurstaðan er því einfaldlega sú að Íslandi er mjög þröngur stakkur skorinn í gjaldeyrismálum án erlendar fjárfestingar og/eða aðgangs að erlendum fjármagnsmörkuðum á góðum kjörum. Þetta felur m.a. í sér að mjög erfitt er að afnema höft á gjaldeyrismarkaði til skemmri tíma nema því aðeins

að fullkomið æðruleysi sé fyrir hendi gagnvart þeim möguleika að krónan geti lækkað verulega og síðan flókt töluvert í framhaldinu. Þetta flækir líka ríkisfjármálin þar sem skuldir íslenska ríkisins geta verið í góðu jafnvægi og innan þolmarka hvað varðar skatta og gjöld í íslenskum krónum en í jörnum miðað við gjaldeyrisjafnvægi landsins. Mögulegt afnám gjaldeyrishafta á næstu misserum eykur því mjög óvissu í forsendum og spám um hagkerfið og ríkisfjármálin.

Ef „gjalddeyrisframleiðsla“ landsins, þ.e. vöru- og þjónustujöfnuðurinn er skoðuð sést að frá árinu 2009 hafa utanríkisviðskiptin verið skila afgangi sem nemur um 800-1.000 milljónum evra á ári. Helsta ástæðan fyrir þessum afgangi er samdráttur í þjóðarútgjöldum, einkaneyslu og fjárfestingu, en það sem kemur eflaust mörgum á óvart er að útflutningur hefur ekki aukist að miklum mun. Þetta sést vel á árinu 2009 þar sem innflutningur minnkaði um 24% en útflutningur jókst aðeins 7,4% á föstu gengi. Það er því ljóst að það er kreppan hérlandis sem viðheldur þessum afgangi með því að halda niðri innflutningi fremur en útflutningur en til að mynda gera spár Seðlabankans ráð fyrir útflutningur vaxi aðeins 2-4% á ári 2013. En eins og áður hefur minnst á að þá hefur veiking krónunnar til skamms tíma frekar áhrif á að draga úr einkaneyslu frekar en að örva útflutning.

Ef við setjum upp einfalt spádæmi þar sem gert er ráð fyrir því að gengi krónunnar haldist stöðugt og innlend eftirspurn taki að vaxa eftir 2013 og innflutningur vaxi nokkrum prósentum hraðar en útflutningur á hverju ári eftir það, eins og sýnt er á neðangreindri mynd, þá mun afgangur étast upp hægt og rólega.

Mynd 34: Vöru og þjónustujöfnuður í evrum, samkvæmt birtum tölum og spá Seðlabankans til 2013 og einföldum framreikningi til 2025



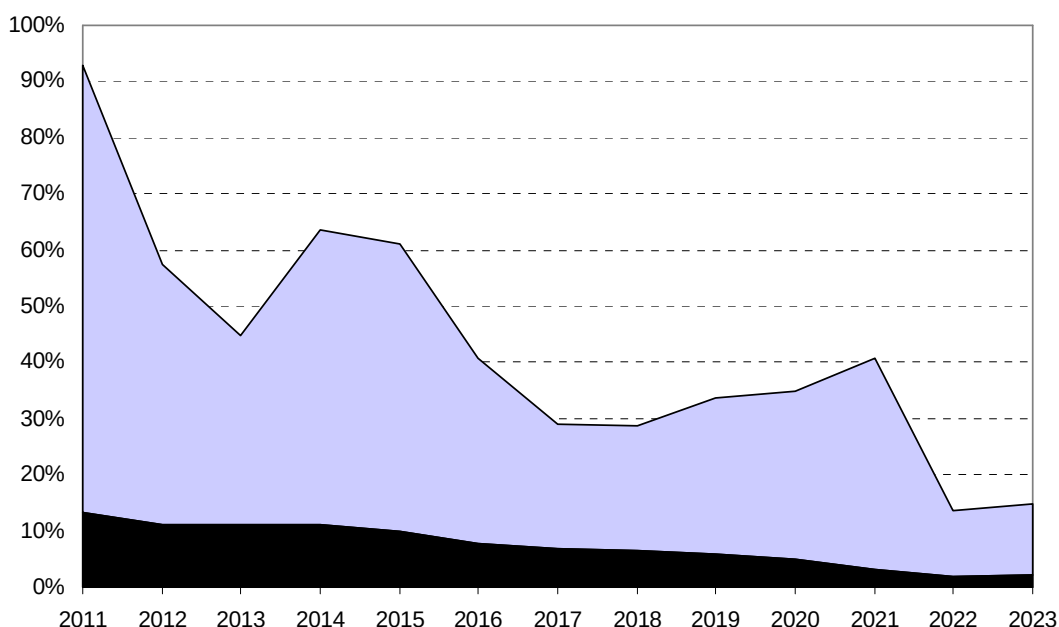
Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Þetta eru í sjálfu sér mjög hógværar forsendur þar sem efnahagsbati á Íslandi hefur yfirleitt átt sér stað með töluverðum asa og aukningu á innlendri eftirspurn um leið og hann hefst á annan borð. Hér er einfaldlega verið að gera einfaldar reikniforsendur til þess að skilja samhengi stærðanna.

Ef sá gjaldeyris sem utanríkisviðskiptin skila er borinn saman við núverandi endurgreiðsluferil ríkissjóðs bæði vaxta og afborgana eins og gert er á neðangreindri mynd sést vel hve

skuldaniðurgreiðsla (e. deleveraging) landsins er erfið ef einungis er stuðst við utanríkisviðskiptin. Ríkissjóður landsins þyrfti einn og sér að nota 50-60% vöruskiptajafnaðarins til þess að greiða skuldir sínar niður á næstu árum.

Mynd 35: Endurgreiðsluferill ríkissjóðs og Seðlabanka, vextir (svart svæði) og afborganir (grátt svæði), sem hlutfall af afgangi af vöruskiptum.



Heimild: GAMMA, Seðlabanki Íslands

Erlend eignastaða

Samkvæmt samantekt hér að ofan um greiðslugetu erlendra lána ríkissjóðs er takmarkað svigrúm til aukningar á erlendum skuldum ríkisins þar sem erlend vaxtagjöld og endurgreiðsluferill erlendra lána íþyngja mjög viðskiptajöfnuði landsins. Það vantar mjög erlent fjármagn í fjárfestingar á Íslandi til mótvægis við erlend lán Íslands.

Ísland hóf að taka við erlendu fjármagni undir lok nítjándu aldar. Kerfiseinkenni íslensks efnahagslífs, voru og hafa ávallt verið, með þeim hætti að landið þarf erlent fjármagn til vaxtar. Hér kemur hvoru tveggja til að þjóðin er ung og frumbýl. En það er margþekkt lögmál að sparnaður er mun minni hjá þjóðum með lágan meðalaldur enda þarf ungt fólk lánsfjármagn til þess að koma sér fyrir í lífinu. Og enn fremur krefst nýting auðlinda og uppbygginga innviða gríðarlegra stórfjárfestinga sem yfirleitt aðeins verða fjármagnaðar með erlendu fjármagni. Enda er það svo að allar meiriháttar framkvæmdir á Íslandi hafa verið fjármagnaðar með peningum að utan.

Í upphafi kom erlent fjármagn til landsins sem bein erlend fjárfesting þar sem erlendir aðilar lögðu fram hlutfé til stofnunar fyrirtækja hérlandis. Hins vegar eftir fullveldi landsins árið 1918 hefur bein erlend fjárfesting verið hverfandi hérlandis ef undan eru skildar stóriðjufjárfestingar. Þess í stað hefur erlent fjármagn komið inn í landið sem lán sem síðan hefur verið ráðstafað af fyrirtækjum undir stjórn íslenskra aðila. Það eru líklega margar ástæður fyrir þessari þróun. Í fyrsta lagi drógust beinar erlendar fjárfestingar saman í heiminum í kjölfar fyrri heimstyrjaldarinnar. Í öðru lagi má segja að

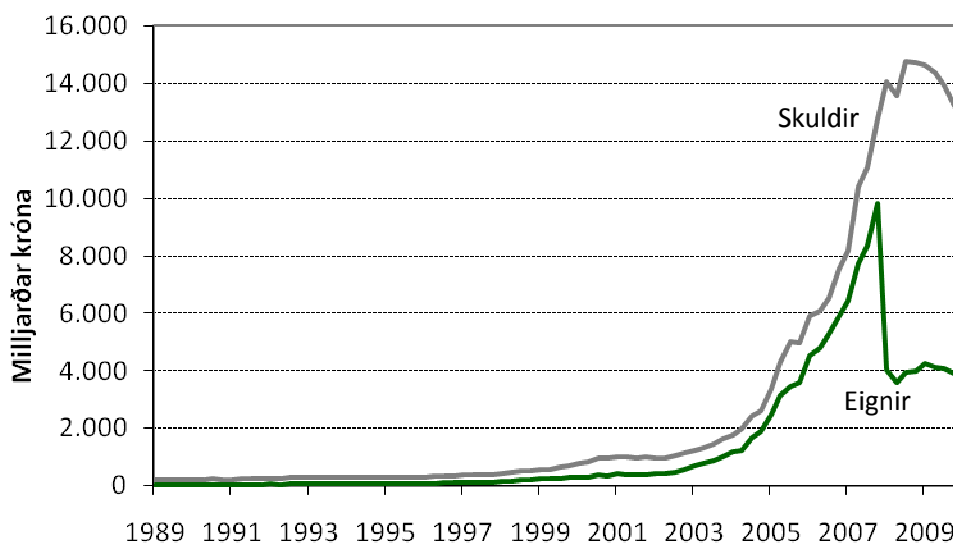
fullveldið sjálf hafi fælt fjárfesta frá. Þetta á sérstaklega við um danska fjárfesta sem voru hér umsvifamiklir en einnig varð Ísland mun síður eftirsóknarverður sem fjárfestingarkostur sem sjálfstætt land með eigin mynt en sem hluti af Danaveldi. Í þriðja lagi hefur stefna Íslendinga gagnvart erlendri fjárfestingu yfirleitt ekki verið mjög vinsamleg og til að mynda er fjárfestingabann í stærstu atvinnugrein landsmanna, sjávarútvegi.

Það er hins vegar grundvallarmunur á því fyrir þjóðarbúið að taka við erlendu fjármagni sem hlutafé eða sem láni. Þeir erlendu fjárfestar sem leggja fram hlutafé eru að taka áhættu með Íslendingum og þeir fjármunir sem þeir taka út velta því á hvernig fjárfestingin gengur og hvort einhverjir vilji kaupa þá út. Lán verður ávallt að greiða til baka með vöxtum hvernig sem gengur, annars blasir gjaldþrot við.

Eignastaða landsins hefur því ávallt verið neikvæð frá því að hagvöxtur hófst hérlendis og landsmenn hafa ávallt greitt vexti af erlendu fjármagni sem hefur verið í vinnu hérlendis. Hrein eignastaða landsins var til að mynda neikvæð sem nam 50% af landframleiðslu mestallan tíunda áratuginn og erlendar vaxtagreiðslur námu um 10% af útflutningstekjum. Hins vegar varð ákveðin kerfisbreyting í upphafi tuttugustuogfyrstu aldar þegar íslensk fyrirtæki hófu að taka erlend lán í stórum stíl til þess að fjárfesta erlendis. Í kjölfarið hófu bæði erlendar skuldir og erlendir eignir að vaxa mjög hratt og þar með hófst tímabil það sem nú er kennt við útrás.

Til þess að gera langa sögu stutta endaði þetta tímabil í október 2008 eins svo oft hefur verið fjallað um. Hins vegar fer tvennum sögum af því hvað gerðist fyrir erlenda eignastöðu landsins þennan örlagaríka október. Miðað við tölurnar eins og þær koma fyrir í bókhaldi landsins virðist sem landið hafi sokkið í hyldjúpt skuldafen þar sem erlendir skuldir ruku upp í krónum í kjölfar gengisfalls krónunnar en erlendar eignir hröpuðu í verði í kjölfar gjaldþrots bankanna, neyðarlaga og efnahagsdýfu hérlendis. En eins og sést á neðangreindri mynd virðist sem um 10.000 milljarða gat hafi myndast við bankahrunið 2008.

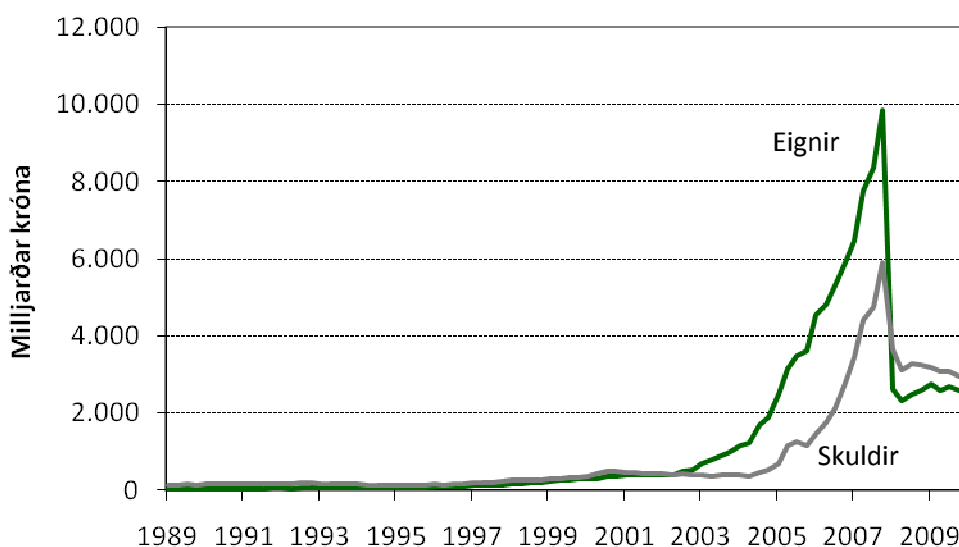
Mynd 36: Erlendar skuldir og eignir íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs)



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þetta er þó að flestu leyti villandi þar sem þessar erlendu skuldir eru að stærstum hluta við þrotabú íslenskra banka og fjárfestingafélaga þar sem greiðslur ráðast af endurheimtu eigna. Það sem meira er að samkvæmt neyðarlögunum frá því í október 2008 var íslensku bönkunum skipt í tvennt þar sem íslenskar eignir og skuldir urðu efniviður í nýja banka en erlendar eignir og skuldir skildar eftir í þrotabúum sem hafa takmörkuð tengsl við íslenska efnahagskerfið. Ef bankar í slitameðferð eru teknir út fyrir sviga birtist allt önnur og mun betri og raunhæfari mynd af eignastöðu landsins eins og sést á neðangreindri mynd. Þannig hefur bankahrunið orðið til þess að stórbæta raunverulega eignastöðu landsins þar sem nær allt tap vegna íslensku útrásarinnar lendir á erlendum kröfuhöfum.

Mynd 37: Erlendar skuldir og eignir íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs) að undanskildum fjármálafyrirtækjum í slitameðferð

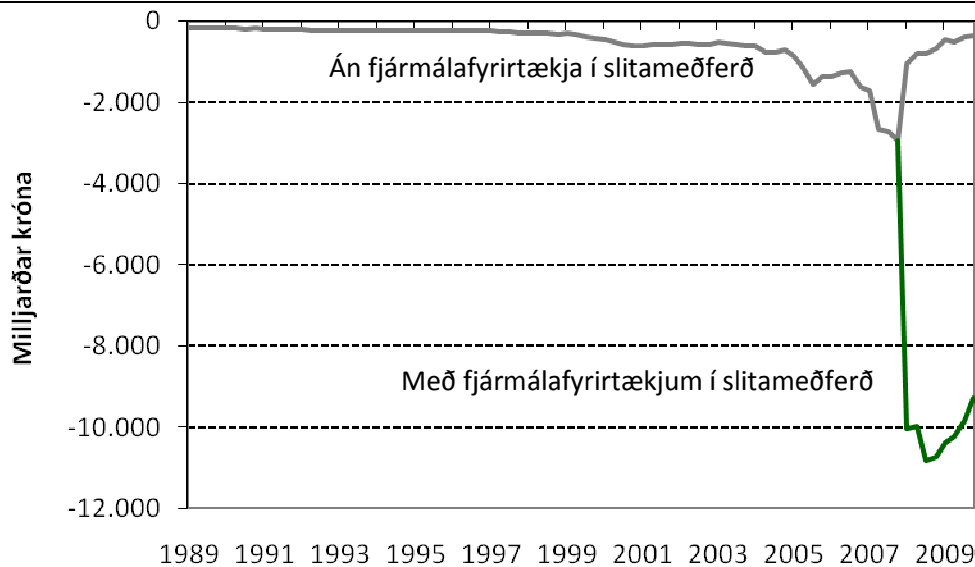


Heimild: Seðlabanki Íslands

Ef litið er til hreinnar eignastöðu landsins, án fjármálafyrirtækja í slitameðferð, virðist sem þjóðarbúið hafi náð að klippa skuldahalann af sem safnað var á þenslutímanum þar sem hrein eignastaða landsins er svipuð og árið 2003.



Mynd 38: Hrein eignastaða íslenska þjóðarbúsins 1989-2010 (á gengi hvers árs) með og án fjármálafyrirtækja í slitameðferð



Heimild: Seðlabanki Íslands

Vandamál Íslands er í sjálfu sér ekki að erlend eignastaða sé slæm. Raunar hefur bankahrunið orðið til þess að stórbæta eignastöðuna ef protabú fallina fjármálafyrirtækja eru ekki meðtalin. Vandamál Íslands í gjaldeyrismálum felst einkum í tímamismun á milli eigna og skulda þjóðarbúsins. Skuldahlið þjóðarbúsins hefur einfaldlega styttri tímaramma og ber fasta vexti en eignirnar eru til mun lengri tíma og eru oft eignarhlutir í fyrirtækjum. Það er af þessum sökum sem efnahagsreikningur landsins þolir mjög illa lokun frá erlendum fjármálamörkuðum þar sem fjárhagsleg heilsa landsins er mjög háð því að hægt sé að endurfjármagna útistandandi skuldir. Lífskjör til lengri tíma í landinu eru aftur á móti mjög háð því að endurfjármögnunin takist á góðum kjörum þar sem hér er um töluverðar stærðir að tefla þar sem vergar erlendar skuldir þjóðarinnar eru tvisvar sinnum landsframleiðsla Íslendinga.

d. Samanburður á sömu eða sambærilegum ákvæðum nýja samningsins og eldri samninga

Hér er ekki farið yfir samanburð á ákvæðum á lögfræðilegum forsendum eins og gjaldfellingarákvæði, vanefndaúrræði, úrlausn ágreiningsmála ofl, heldur er um að ræða samantekt á breytingu ákvæða sem snúa að fjárhagslegum og efnahagslegum þáttum.

Fyrri samningur var hefðbundinn lánssamningur en nýr samningur er fólgin í svokölluðum endurgreiðslu- og skaðleysissamningum. Samkvæmt nýjum samningi greiðir TIF strax það sem til er í sínum sjóði og ríkissjóðir greiðir vexti ársfjórðungslega til viðbótar við greiðslur uppí höfuðstól sem eru greiddar einsog þær berast úr þrotabúinu til 30. júní 2016. Þá tekur við lánssamningur á því sem eftir stendur samkvæmt tilgreindum skilmálum.

Helsti munur samninganna eru:

1. Lægri vextir og skemmra vaxtatímabil:

Helsti munur samninga er að í eldri samningi voru hærri vextir, 5,55%, fastir til ársins 2024 en nú eru lægri vextir, meðalvextir 3,2%, fastir til 2016 og við taka breytilegir vextir. Vextir eru einnig greiddir ársfjórðungslega samkvæmt nýjum samningi en er ekki bætt við höfuðstól. Ábyrgð ríkis er á greiðslu vaxta frá 1. október 2009 til 30. júní 2016 sem og greiðslu eftirstandandi skuldar sem ekki hefur innheimst úr þrotabúinu fyrir 30. júní 2016. Vextir eru fastir frá 1. okt 2009 til 30. júní 2016 og eru 3,0% á hollenska hlutanum (1/3) og 3,3% á breska hlutanum (2/3), greiðast ársfjórðungslega en er ekki bætt við höfuðstólinn. Meðalvextir eru 3,2%. Á gamla samningi byrjuðu vextir að reiknast fyrir eða frá 1. janúar 2009 og voru fastir í 5,55% og áttu að leggjast við höfuðstól árlega. Ef skuld er enn til staðar samkvæmt nýja samningi eftir 30. júní 2016 taka við CIRR vextir sem eru breytilegir vextir, reiknaðir einu sinni í mánuði og taka mið af ríkisskuldabréfavöxtum viðkomandi lands að viðbættu 1% álagi. Ennfremur miðast vextirnir við tímalengd eftirstandandi skuldar og eru þeir miðaðir við styttri en 5 ára tímalengd, 5-8,5 ára og svo lengri en 8,5 ára.

2. Tímalengd samnings styttri:

Tímalengd lánssamnings er breytt. Samkvæmt fyrri samningi var TIF veitt lán af hálfu hollenskra og breskra stjórnvalda til 15 ára en fyrstu 7 árin voru afborgunarlaus. Eftir 7 ár átti að endurgreiða það sem eftir stóð í 32 afborgunum á ársfjórðungsfresti (þ.e. 8 ár). Það sem fengist greitt úr þrotabúinu yrði nýtt til að greiða niður skuldina jafnóðum og kæmi þannig ekki í ljós fyrir en árið 2016 í rauninni hversu háar eftirstöðvarnar yrðu og hversu háar afborganir ríkissjóður yrði að greiða í framhaldinu. Möguleiki var á framlengingu á láninu til 2030. Samkvæmt nýjum samningi fer lengd lánssamnings eftir eftirstöðvum skuldar þann 30. júní 2016. Ef eftirstöðvar eru lægri en 45ma, greiðist það niður á næstu 12 mánuðum. Ef eftirstöðvar eru hærri en 45ma, lengist lántími um 1 ár fyrir hverja 10ma. Ef eftirstöðvar eru ekki uppgreiddar fyrir 2046 (30 ár) eru allar eftirstöðvar til greiðslu þá.

3. Efnahagslegir þættir:

Fyrirvarar eru öðruvísi. Árlegt þak er á greiðslum úr ríkissjóði eftir 30. júní 2016 sem miðast við 5% af tekjum ríkisins ársins á undan eða 1,3% af VLF ef það er hærra. Miðað við núverandi tölur eru þessi hlutföll um 25ma og 20ma króna. Í eldri samningi miðuðust afborganir við hagvöxt.

e. Samanburður á mögulegum kostnaði nýja samkomulagsins við fyrri samninga

Samninganefnd áætla (byggt á mati skilaneftndar á endurheimtum og forsendum Seðlabanka Íslands varðandi þróun gjaldmiðla) að kostnaður ríkissjóðs verði innan við 50ma (til viðbótar við 20ma greiðslu af núverandi eignum TIF upp í skuldbindingar). Greiðslum yrði að fullu lokið 2016-2017 og félli í rauninni eingöngu vaxtakostnaður á ríkissjóð. Kostnaður við fyrri samning er metinn um 160ma (til viðbótar við 20ma greiðslu af núverandi eignum TIF) sé miðað við sama endurheimtuhlutfall og í núverandi samningi. Mjög mikilvægt er að taka fram að ástæður mismunandi kostnaðar við þessa tvo samninga er ekki vegna breytingar á eðli samninganna heldur skiptir mestu máli lægri vextir og styttri líftími.

Tafla 18 sýnir samanburð á kostnaði fyrirhugaðra samninga við fyrri samninga skv. útreikningum GAMMA þar sem miðað er við óbreytt gengi krónunnar (og erlendra gjaldeyriskrossa) og síðustu áætlun um endurheimtur frá skilaneftnd Landsbankans.

Tafla 18: Kostnaður í milljörðum króna við fyrirhugaða samninga og fyrri samninga

	Fyrirhugaðir samningar	Fyrri samningar	Mismunur
Vaxtagreiðslur	-72	-234	162
Uppgjör TIF 30/6/2016	-15	-269	254
Lengd lánessamnings frá 2016	1 ár	8 ár	7 ár
Samtals greiðsla	-87	-268	181
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	0
Heildarkostnaður	-67	-248	181

Heimild: GAMMA

Vaxtakostnaður sem sparast vegna lægri vaxta er mjög mikill. Má benda á það ef fyrirhugaðir samningar eru reiknaðir miðað við eldri vaxtaforsendur þ.e. 5,00% í evrum og 5,55% í pundum, væru vaxtagreiðslur um 48ma hærri eða 120ma í stað 72ma og heildarkostnaður væri þannig 115ma.

Vegna þess hversu stuttur væntur líftími er á fyrirhuguðum samningi og þeirri ástæðu að vextir eru greiddir niður jafnóðum, eru núvirðisáhrif tiltölulega lág. Með því að núvirða með afvöxtunarkúrfu sem búin er til úr markaðsvöxtum er núvirði kostnaðar við fyrirhugaða samninga um 63ma. Greiðslur ríkissjóðs við fyrri samninga hefjast ekki fyrr en á miðju ári 2016 og er líftími samninganna þannig töluvert lengri sem gerir það að verkum að núvirðing hefur mun meiri áhrif. Ef fyrri samningar eru núvirtir með sömu afvöxtunarkúrfu er núvirði þess samnings um 184ma.