



GAMMA

GAM Management hf

Umsögn um Icesave 388. mál, þskj. 546

GAM Management hf. [GAMMA]

12. janúar 2011



## Um GAMMA

- GAMMA er rekstrarfélag verðbréfasjóða samkvæmt lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.
- GAMMA hefur jafnframt leyfi til að veita fjármálaráðgjöf og sérhæfir sig í ráðgjöf varðandi vexti og gjaldmiðla. Á undanförunum þremur árum hefur GAMMA veitt ráðgjöf til margra stærstu fyrirtækja landsins, erlendra aðila, sveitarfélaga og annarra opinberra aðila.
- **Valdimar Ármann - hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur**
  - Valdimar er með 10 ára reynslu af erlendum og íslenskum fjármálamörkuðum. Hann starfaði hjá ABN AMRO í London við verðbólgutengdar afurðir frá 2003-2006 og síðan í New York frá 2006-2008 hjá sama banka og síðast RBS. Starf hans var fólgið í þróun og hönnun verðbólgutengdra afurða ásamt miðlun, verðlagningu og áhættuvörnum á verðbólgutengdum afleiðum. Fyrst starfaði Valdimar hjá Búnaðarbankanum í afleiðum og gjaldeyrisviðskiptum. Valdimar hefur lokið prófi í verðbréfavíðskiptum á Íslandi sem og á Bretlandi og Bandaríkjunum. Einnig sinnir hann kennslu við Háskóla Íslands.
- **Guðmundur Björnsson - verkfræðingur**
  - Guðmundur var forstöðumaður Afleiðuviðskipta Kaupþings frá 2005 fram í september 2008. Þar hafði hann yfirumsjón með verðlagningu og áhættuvörn vegna afleiðuviðskipta í tengslum við gjaldeyri, vexti og skuldabréf ásamt þróun á afleiðuvörum og afleiðutengdum skuldabréfum. Hann byrjaði hjá Búnaðarbankanum í afleiðuviðskiptum árið 2001 þar sem hann vann að þróun og hönnun afleiða. Guðmundur hefur lokið prófi í verðbréfavíðskiptum á Íslandi og hefur kennt afleiðuhluta þess prófs ásamt því að hafa starfað sem stundakennari við HR.



## Umsögn GAMMA

- Fjárlaganefnd Alþingis óskaði eftir:
  - Mati á helstu áhættuþáttum samningsins
  - Áhrif á greiðslustöðu ríkissjóðs
  - Samanburði á ákvæðum og kostnaði við eldri samninga
- Umsögn GAMMA er á fjármálalegum forsendum en ekki lögfræðilegum atriðum.
- Ekki var óskað eftir greiningu eða mati á eignasafni þrotabús Landsbankans.
- Ekki var óskað eftir mati á réttmæti og/eða innihald samninganna.
- Við útreikninga er stuðst við opinber gögn sem til staðar eru:
  - Mat skilanevndar á eignum þrotabús Landsbankans frá 30. sep. 2010.
  - Samantekt samninganevndar frá 9. des. 2010.
  - Frumvarp til laga þskj. 546 – 388. mál ásamt athugasemdum.
  - Gögn og spár frá Seðlabanka Íslands og öðrum opinberum aðilum.
- **Útgangspunktur GAMMA er að byggja á sviðsmyndagreiningu og sýna þannig mögulegan kostnað ríkissjóðs við mismunandi þróun áhættuþátta.**



GAMMA

GAM Management hf

I. Samantekt

II. Gengisáhætta

III. Endurheimtuáhætta

IV. Skuldapol Íslands



## Samkomulagið

- Heildarforgangskröfur í þrotabúið 1.320ma (fest í krónum m.v. gengi 22. apr. 2009).
  - Gert ráð fyrir 1.139ma endurheimtum þ.e. 86% hlutfall.
  - TIF gerir 674ma kröfu í þrotabúið sem er um 51% af forgangskröfum.
  - Miðað við 86% endurheimtuhlutfall er gert ráð fyrir að TIF fái 580ma úr þrotabúinu.
  - Eignasafn þrotabús er í krónum, pundum, evrum, dollurum og að litlu leyti í öðrum myntum.
- Skuldbinding TIF er 2,350m punda og 1,329m evra.

**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

- Sviðsmyndagreining gerir ráð fyrir (sbr. vinnugögn skilanefndar og athugasemdum við frumvarp):
  - heildarforgangskröfur hafi lækkað úr 1320ma í 1290ma
  - skuldbinding TIF þannig lækkað um 15ma þar sem hún er 51% af heildarforgangskröfunum.



## Þrjú helstu áhættuþættir samningsins sjálfs

- Endurheimtuáhætta:
  - Endurheimtuhlutfall
  - Tímasetning greiðslna úr þrotabúi
- Gengisáhætta
  - Þróun íslensku krónunnar
  - Þróun pundsgagnvart dollar
- Vaxtaáhætta
  - Vaxtastig í evru og pundi þann 30. júní 2016 þegar nýtt vaxtaviðmið verður sett
- Niðurstaða á vægi áhættuþátta eftir mikilvægi:
  - Endurheimtuáhætta
  - Gengisáhætta
  - Vaxtaáhætta
- Forsendur við greiningu:
  - Ekki er gert ráð fyrir neinni ávöxtun á eignasafn þrotabúsins umfram áætlanir skilaneftndar.
  - Fyrsta greiðsla úr þrotabúinu 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 það 20ma úr sjóði TIF.

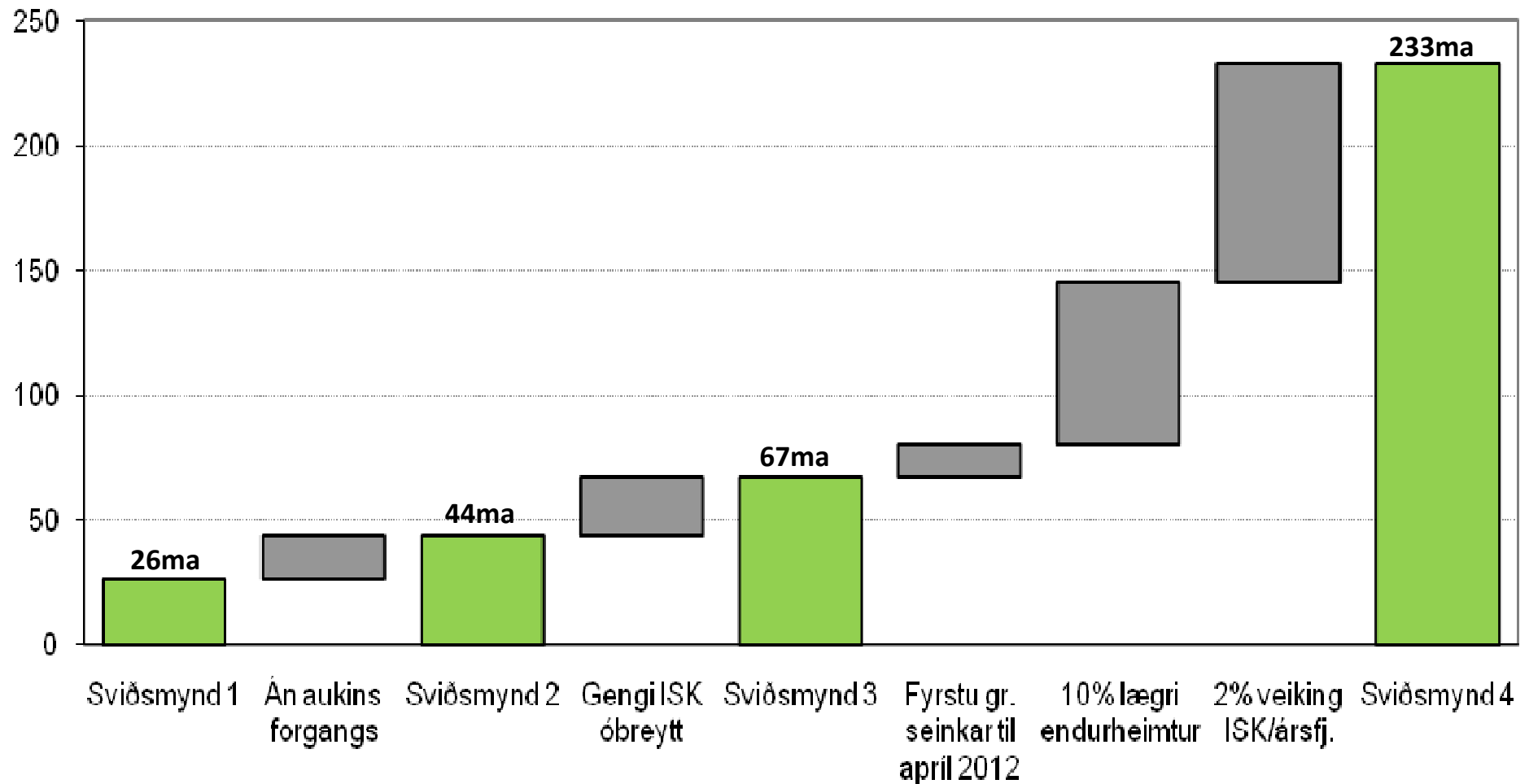


## Fjórar sviðsmyndir

- Sviðsmynd 1:
  - „Ragnar Hall“ ákvæðið falli TIF í hag. Hraðari niðurgreiðsla höfuðstóls. Hægt er að túlka sviðsmyndina sem hraðari og hærri endurheimtur en áætlun skilanevndar gerir ráð fyrir. Að auki er gert ráð fyrir 2% styrkingu krónunnar á ársfjórðungi (35% styrking til 2016).
  - **Niðurstaða er lægri mörk heildarkostnaðar 26ma.**
- Sviðsmynd 2:
  - Endurheimtur samkvæmt áætlun skilanevndar Landsbankans ásamt styrkingu krónunnar um 2% á ársfjórðungi út líftímann (35% styrking til 2016).
  - **Niðurstaða er heildarkostnaður um 44ma.**
- Sviðsmynd 3:
  - Óbreytt gengi gjaldmiðla og áætlun skilanevndar um endurheimtur.
  - **Niðurstaða er heildarkostnaður um 67ma.**
- Sviðsmynd 4:
  - 2% veikingi krónunnar á ársfjórðungi út líftímann (55% veiking til 2016). Fyrsta greiðsla úr þrotabúi berst ekki fyrr en 1. apr. 2012 ásamt því að innheimtur úr þrotabúi lækki um 10% frá áætlun skilanevndar.
  - **Niðurstaða er hærri mörk heildarkostnaðar 233ma.**



## Niðurstaða sviðsmyndagreiningar







## Heildarkostnaður miðað við mismunandi forsendur um endurheimtur og krónuna

- Miðað við óbreytt gengi krónunnar og mat skilanevndar á endurheimtum er metinn heildarkostnaður 67ma.
- Endurheimtur hafa mikil áhrif á niðurstöðuna:
  - Aukinn forgangur eða hraðari endurheimtur gætu lækkað heildarkostnaðinn í 35ma.
  - Seinkun greiðslna og 10% lakari endurheimtur gætu hækkað heildarkostnaðin í 145ma
- Þróun krónunnar hefur einnig mikil áhrif á niðurstöðuna:
  - 2% styrking á ársfjórðungi gæti lækkað heildarkostnaðinn í 44ma
  - 2% veiking á ársfjórðungi gæti hækkað heildarkostnaðinn 155ma

**Tafla 1: Heildarkostnaður í milljörðum króna við lcesave 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 Skilanevndar	-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.



## Samanburður við eldri samninga

- Miðað við óbreytt gengi krónunnar (og erlendra gjaldeyriskrossa) og síðustu áætlun um endurheimtur frá skilanevnd Landsbankans áætlum við heildarkostnað við fyrri samninga um 248ma króna.
- Heildarkostnaður við fyrirhugaða samninga er þannig metinn um 181ma lægri að nafnvirði og 121ma að núvirði.
- Helstu ástæður fyrir lægri heildarkostnaði eru lægri vextir og styttri líftími.
- Vaxtagreiðslur nýja samningsins með eldri vaxtaforsendum væru um 120ma í stað 72ma þ.e. 48ma hærri.

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

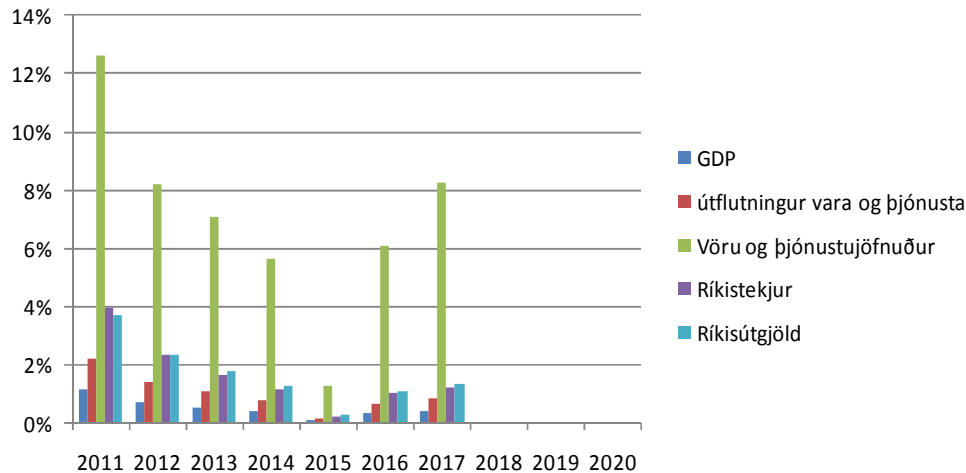
	Fyrirhugaðir samningar	Fyrri samningar	Mismunur
Vaxtagreiðslur	-72	-234	162
Uppgjör TIF 30/6/2016	-15	-269	254
Lengd lánsamnings frá 2016	1 ár	8 ár	7 ár
Samtals greiðsla	-87	-268	181
Upphafsgreiðsla TIF	+20	+20	0
Heildarkostnaður	-67	-248	181
Núvirði	-63	-184	121



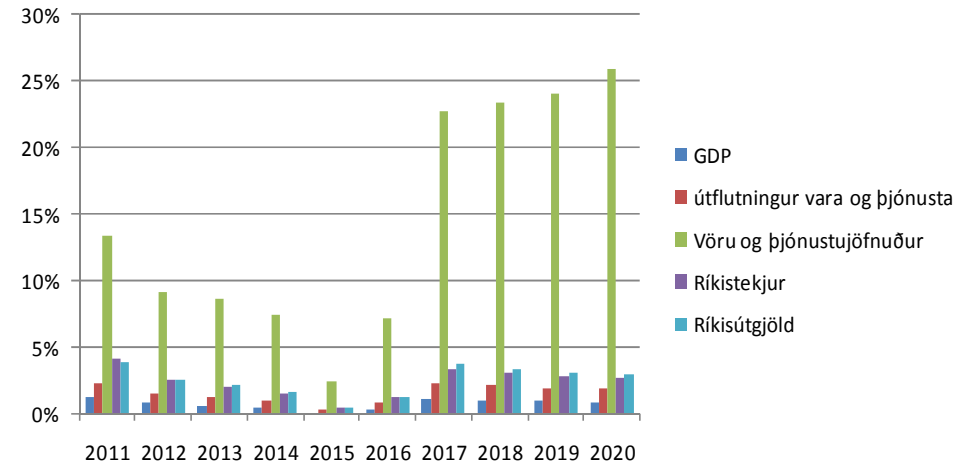
## Greiðslubyrði Icesave samkomulagsins af þjóðhagslegum stærðum

- Áhætta af endurheimtum og tímasetningum þeirra og áhætta á veikingu krónunnar meiri en áhættan á að ríkið lendi í greiðsluvandræðum vegna samningsins.
- Ísland þarf að lenda í töluverðum skakkaföllum til viðbótar til að greiðslubyrði af samkomulaginu verði íslenska ríkinu ofviða miðað við ofangreindar sviðsmyndir.
- Ef sviðsmynd 4 rætist gæti þung greiðslubyrði Icesave reynst þungur baggi á greiðslugetu ríkissjóðs og þjóðarbúsins.

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



**Mynd 25: Hlutfallsleg greiðslubyrði Icesave samninganna af þjóðhagsstærðum á ári miðað við veikingu krónu 2% á ársfj.**





## Erlend vaxtagjöld hátt hlutfall af „gjaldeyrisframleiðslu“ landsins

- Utanríkisviðskiptin frá 2009 hafa skilað afgangi sem nemur um 120-150ma króna.
- Helsta ástæðan fyrir þessum afgangi er samdráttur í þjóðarúgjöldum, einkaneyslu og fjárfestingu.
- Útflutningur hefur ekki aukist að miklum mun.
- Samtals eru um 60ma til greiðslu í erlend vaxtagjöld á árinu 2011:
  - Af núverandi erlendum lánum íslenska ríkisins og Seðlabanka Íslands er um 20ma króna vaxtagjöld.
  - Vaxtakostnaður af Icesave samkomulaginu á árinu 2011 er metinn um 40ma (uppí það greiddir 20ma úr sjóði TIF).
- Þannig fara um 50% af vöru- og þjónustu jöfnuði landsins í erlend vaxtagjöld árið 2011.
- Vaxtakostnaður Icesave er síðan áætlaður 11-14ma árið 2012 en lækki síðan með lækkandi höfuðstól.
- Áætlað er að önnur erlend vaxtagjöld lækki einnig með lækkandi höfuðstól.
- Erfitt verður fyrir ríkissjóð að greiða niður erlend lán á næstu árum einsog áætlanir gera ráð fyrir og verða þau líklega endurfjármögnuð.
- Munu þannig erlend vaxtagjöld líklega haldast í kringum 30-40ma á næstu árum.
- Þegar hagvöxtur tekur við sér á Íslandi með aukinni einkaneyslu mun vöruskiptaafgangur minnka hratt.
- Erlend vaxtagjöld sem hlutfall af þeim afgangi gætu þannig aukist eða í besta falli staðið í stað þrátt fyrir aukinn hagvöxt.



## Skuldapol Íslands

- Skuldapol er ekki vélræn reiknistærð heldur snýst um trúverðugleika ríkisfjármálanna og þann fjármagnskostnað sem ríkið þarf að bera vegna skulda sinna.
  - Ekki verður dregin önnur ályktun en sú að ríkisfjármálin njóti trúverðugleika í þessum skilningi og núverandi skuldir íslenska ríkisins séu innan þolmarka.
- Helsti vandi við fjármögnun ríkissjóðs í krónum og mynt er:
  - Framhlaðnar skuldir (þ.e. stuttur líftími).
  - Stórt hlutfall erlendra eigenda að skammtímaskuldum í krónum (í raun erlendar skuldir).
- Trúverðugleiki ríkissjóðs gagnvart innlendum og erlendum fjárfestum er nauðsynlegur 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.
  - Endurfjármögnun á erlendum lánum ræðst 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 skuldapol ríkisins vitanlega háð endurnýjuðum hagvexti auk þess sem afnám gjaldeyrishafta myndi minnka skuldapolið verulega vegna hærri fjármagnskostnaðar hér innanlands.



GAMMA

GAM Management hf

I. Samantekt

II. Gengisáhætta

III. Endurheimtuáhætta

IV. Skuldapol Íslands



## Skuldbinding TIF í evrum á pundum á móti eignum í evrum, pundum og dollurum

- Metnar endurheimtur í evrum duga rétt rúmlega fyrir skuldbindingu TIF í evrum.
- Eftir stendur mun hærrí skuldbinding í pundum heldur en væntar endurheimtur í pundum eða sem munar um 236ma króna.
- Áhættan liggur í styrkingu á pundi gagnvart dollar sem myndi lækka virði eigna í dollurum á móti pundum.
  - Áhrifin af 1,8% ársfjórðungslegri styrkingu á pundi gagnvart dollar gæti hækkað heildarkostnað um 16ma króna.
  - Áhrifin af 1,8% ársfjórðungslegri veikingi á pundi gagnvart dollar gæti lækkað heildarkostnað um 22ma.
- Takmarkaðar forsendur eru fyrir hendi sem gera okkur kleift að gera ráð fyrir að þessi gjaldeyriskross þróist á hagstæðan eða óhagstæðan hátt fyrir endurgreiðslubrýði samninganna.

**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, Skilanevnd Landsbankans



## Gjaldeyrisvörnin gagnvart krónu í erlendum eignum á móti erlendu skuldbindingunni er takmörkuð

- Miðað við gengi 30. sep. 2010 er gert ráð fyrir 86% endurheimtum og TIF fái 580ma af 674ma kröfu sinni.
- Þar sem krafa TIF er föst í krónum talið munu endurheimtur TIF ekki hækka umfram 674ma króna.
- Skuldbindingin aftur á móti myndi hækka áfram.
- Miðað við hliðrun krónunnar til veikingar eða styrkingar má sjá að tap vegna veikingar krónunnar er mun meira heldur en væntur sparnaður af styrkingu hennar.

**Tafla 10: Virði þrotabús í ISK (ma) og gengi krónunnar hliðrað.**

	Heildar endurheimtur	Forgangs-krafa	Hlutfall	Endurheimtur TIF (51%)	Skuld TIF	Mismunur	Mismunur ef búið að greiða út reiðufé (224ma í hlut TIF)
50% styrking	759	1320	55%	387	416	-29	-29
25% styrking	911	1320	66%	464	499	-35	-34
10% styrking	1035	1320	75%	527	567	-40	-39
Gengi 30 sep 2010	1139	1320	86%	580	624	-44	-43
10% veiking	1253	1320	91%	638	686	-48	-47
25% veiking	1424	1320	100%	674	780	-106	-50
50% veiking	1709	1320	100%	674	936	-262	-150





## Áhætta vegna þróunar krónunnar

- Gert er ráð fyrir nokkrum sviðsmyndum af þróun krónunnar.
- Annars miðað við endurheimtuáætlun Landsbankans og allir aðrir gjaldmiðlar óbreyttir.

**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



GAMMA

GAM Management hf

I. Samantekt

II. Gengisáhætta

III. Endurheimtuáhætta

IV. Skuldapol Íslands



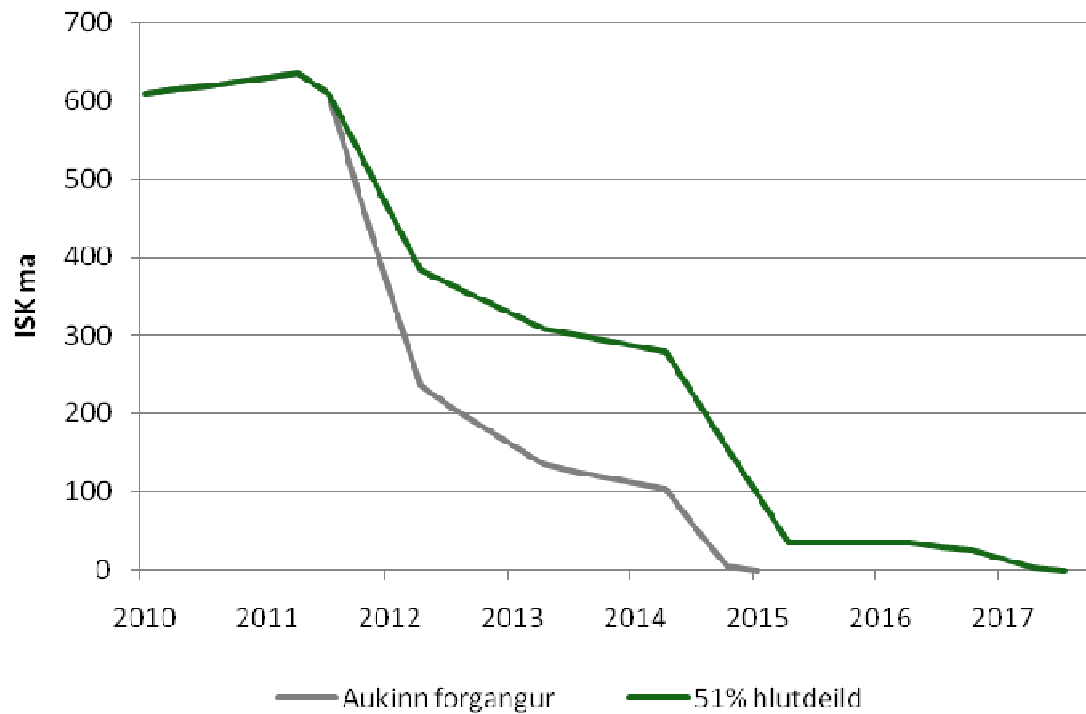
## Heildarkostnaður næmur fyrir töfum og/eða lækkun á væntum endurheimtum

- Í umsögninni er ekki lagt mat á áætlun skilanevndar.
- Í lok árs 2010 var skilanevnd 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 skilanevndar 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 skilanevndar 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.
  
- Vakin er sérstök athygli á því að samkvæmt gögnum frá Skilanevnd 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.



## Gert ráð fyrir tiltölulega hraðri lækkun á höfuðstól

**Mynd 8: Þróun höfuðstóls skuldbindingar samkvæmt núverandi mati skilanevndar á útgreiðslum úr þrotabúi miðað við 51% hlutdeild TIF og aukinn forgang (gengi allra gjaldmiðla óbreytt)**





## Aukinn forgangur í útgreiðslum úr þrotabúi / hraðari og hærri endurheimtur

- 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 um aukinn forgang í útgreiðslur úr þrotabúi.
- Ef „Ragnar Hall ákvæðið“ fellur TIF í hag, mun hraði endurgreiðslna verða meiri sem minnkar gjaldeyrisáhættuna sem og vaxtakostnað.
- Hafa verður þó í huga að endurheimtur TIF verða aldrei hærri en sem nemur 674ma króna.
- Hægt er að túlka töfluna einnig að um sé að ræða hraðari og hærri endurheimtur.

**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



## Lægri endurheimtur

- Af sviðsmyndunum sést vel að endurheimtuáhættan er töluverð, bæði hvað varðar heildarupphæð endurheimta krafna sem og tímasetningu á þeim greiðslum.
- Þróun efnahagsástand og fjármálamarkaða í þeim löndum sem eignir þrotabúsins liggja hafa áhrif á endurheimtur.
  - 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.

**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 lánessamnings	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



GAMMA

GAM Management hf

I. Samantekt

II. Gengisáhætta

III. Endurheimtuáhætta

IV. Skuldapol Íslands



## Skuldapól ríkissjóðs

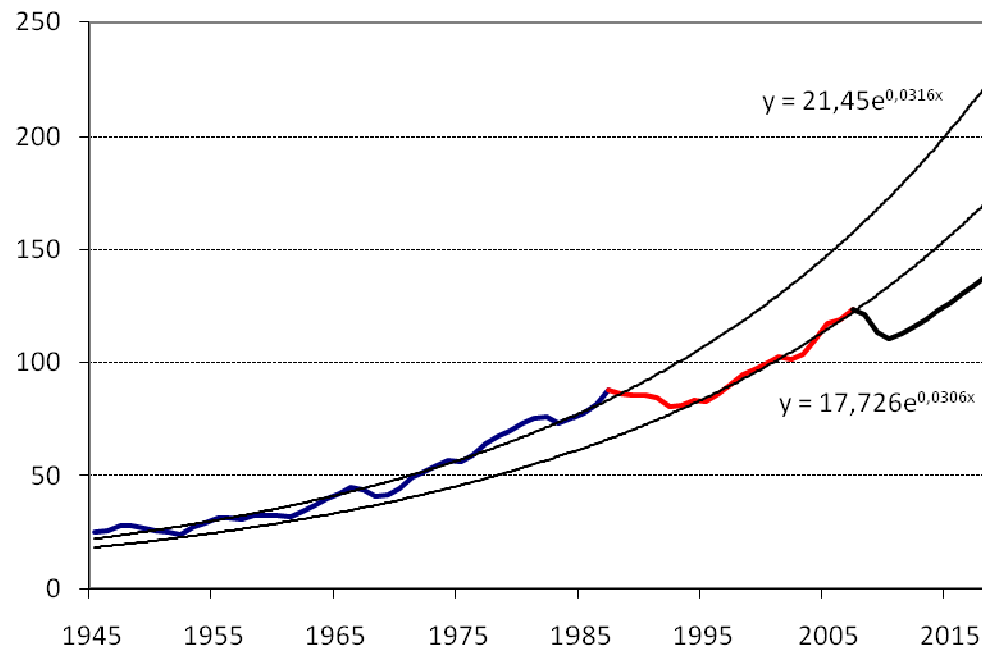
- Til að meta skuldapól ríkissjóðs skipta erlendar skuldir meginmáli og samsetning þeirra með tilliti til lánstíma, vaxta og gjaldmiðla.
- Geta ríkissjóðs til að skipta innlendum skatttekjum sínum í gjaldeyri án þess að hafa mikil áhrif á gengi krónunnar er því lykilatriði.
- Hér verður að taka tillit til getu þjóðarbúsins til þess að, ekki einungis afla gjaldeyris, heldur skapa viðvarandi afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum.
- Það eru einkum þrjú þættir sem ákvarða skuldapól ríkja
  - Vextir á skuldunum
  - Vaxtarhraði efnahagslífsins
  - Gjaldmiðlasamsetning skuldanna
- Sjálft skuldapól ríkisins er í sjálfu sér erfitt að meta þar sem skuldapól er ekki vélræn reiknistærð heldur snýst um trúverðugleika ríkisfjármálanna og þann fjármagnskostnað sem ríkið þarf að bera vegna skulda sinna.





## Nýjum hagvaxtarferli náð?

**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**



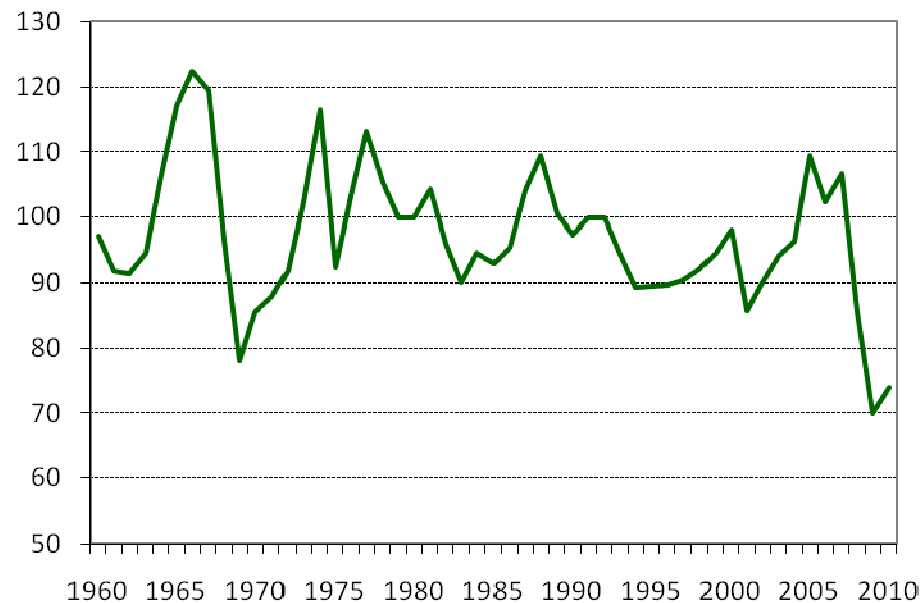
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

- Hagvöxtur á mann hefur að raunvirði verið um 3% á ári hérlendis frá stríðslokum ef undan er skilið 6 ára hagvaxtarstopp eftir 1989.
- 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.
- Erfitt er að leggja raunverulegt mat á slíkt svo skömmu eftir áfallið.



## Raungengi krónunnar lágt – en mun það hækka vegna verðbólgu eða gengis?

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



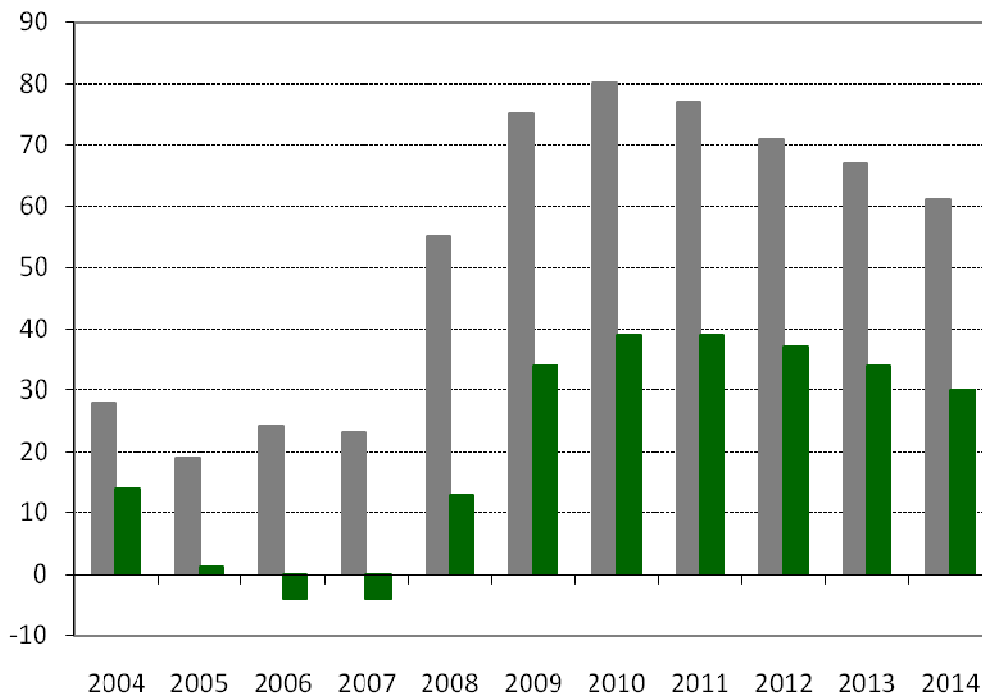
Heimild: Seðlabanki Íslands

- Einn helsti mælikvarðinn á samkeppnisstöðu landsins er raungengi krónunnar sem sýnir verðlag héraendis miðað við verðlag sambærilegra vara erlendis. Hefur aldrei verið lægra frá því að mælingar hófust árið 1914.
- Framleiðslumagn helstu útflutningsgreina landsins er ekki sérstaklega næmt fyrir raungengisbreytingum:
  - afli í sjávarútvegi ræðst af úthlutuðu aflamarki
  - breytilegur kostnaður er það lágur í álframleiðslu að álver landsins eru ávallt keyrð á fullum afköstum.
  - Þannig hækkar gengislækkun tekjur þessara fyrirtækja í krónum talið en útflutt magn stendur nálægt því í stað talið í erlendum myntum.
- Þess í stað eru aðaláhreif 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.



## Skuldastaða ríkisins orðin 80% af VLF

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



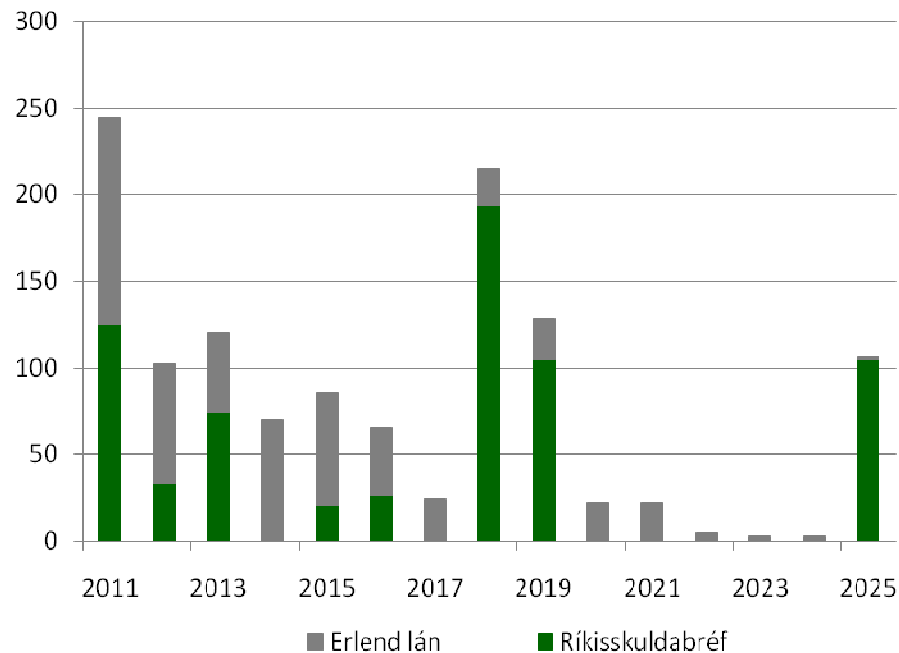
Heimild: Fjármálaráðuneytið

- Skuldir íslenska ríkisins hafa aukist verulega og verg skuldastaða hefur farið úr því að vera 23% af landsframleiðslu árið 2007 til þess að vera 80% af landsframleiðslu árið 2010.
- Hreinar skuldir ríkisins eru nú 50% en voru að vísu um -4% fyrir hrun (þ.e. íslenska ríkið átti nettó eign).
- Það sem skiptir miklu fyrir skuldapolið er að fjármögnunarkostnaður ríkisins hefur lækkað töluvert innanlands þrátt fyrir mun verra lánshæfi og verri skuldastöðu.
- Seðlabankinn hefur slakað á peningalegu aðhaldi á síðustu 18 mánuðum í takt við versnandi ástand hagkerfisins.
- Gjaldyrishöftin hafa auðveldað fjármögnun ríkisins þar sem þau hafa lokað fjárfesta, innlenda sem erlenda, inni á íslenska fjármagnsmarkaðinum.
- Lækkun vaxtakostnaðar hefur því orðið til þess að styrkja skuldapolið þrátt fyrir að skuldastaðan hafi versnað.



## Endurgreiðsluferill ríkisins mjög framhlaðinn – mikið veltur á endurfjármögnun

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



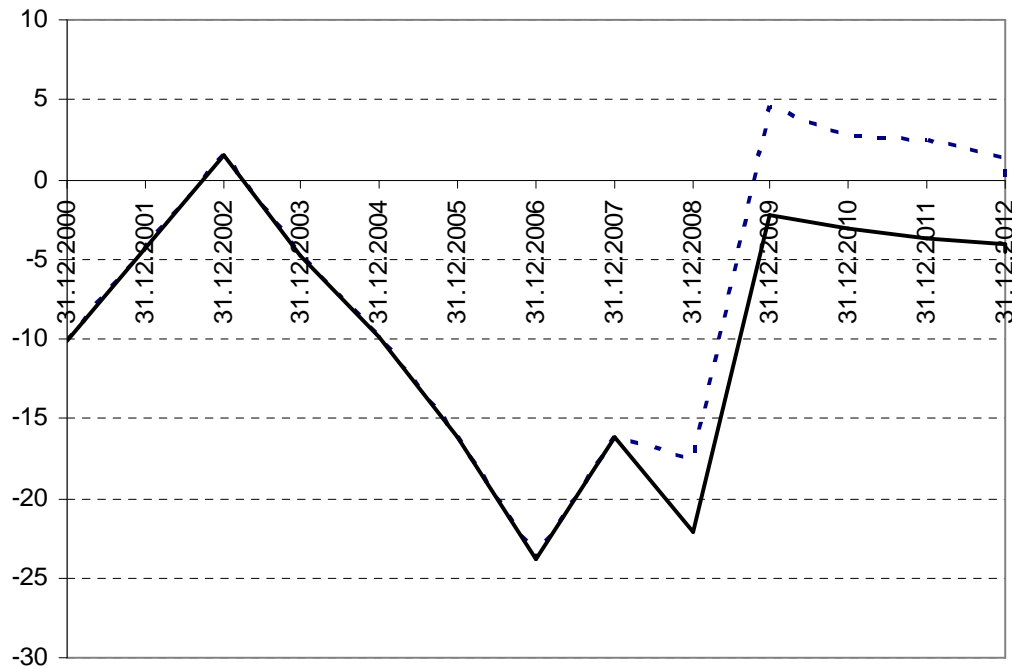
Heimild: Seðlabanki Íslands

- Helsti vandinn við fjármögnun ríkissjóðs er hversu framhlaðnar skuldirnar eru og stórt hlutfall erlendra eigenda að skammtímaskuldunum.
- Mikið veltur því á að ríkissjóður viðhaldi trúverðugleika sínum gagnvart innlendum sem og erlendum fjárfestum til þess að eiga möguleika á að framlengja lánnum sínum á hagstæðum kjörum og helst lengja endurgreiðsluferilinn á sama tíma.
- Erlendir erlendir aðilar eiga samtals um 230ma króna í ríkispappírnum. Um 90% er með gjalddaga á næstu tveimur og hálfu ári.
- Gjaldeyrishöftin aðstoða til skamms tíma við fjármögnun ríkissjóðs í krónum en endurfjármögnun á erlendum lánnum ræðst ekki bara af trúverðugleika ríkisins en einnig af horfum í alþjóða efnahagsmálum.
- Niðurstaðan er því að núverandi skuldir íslenska ríkisins séu innan við skuldaþol þó komið sé að efri mörkum skuldsetningar. Þetta þol er hins vegar byggt á aðhaldsemi í ríkisfjármálum samkvæmt samningi AGS og Íslands sem og fjármagnshöftum að einhverju leyti.



## Núverandi viðskiptajöfnuður líklega jákvæður

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



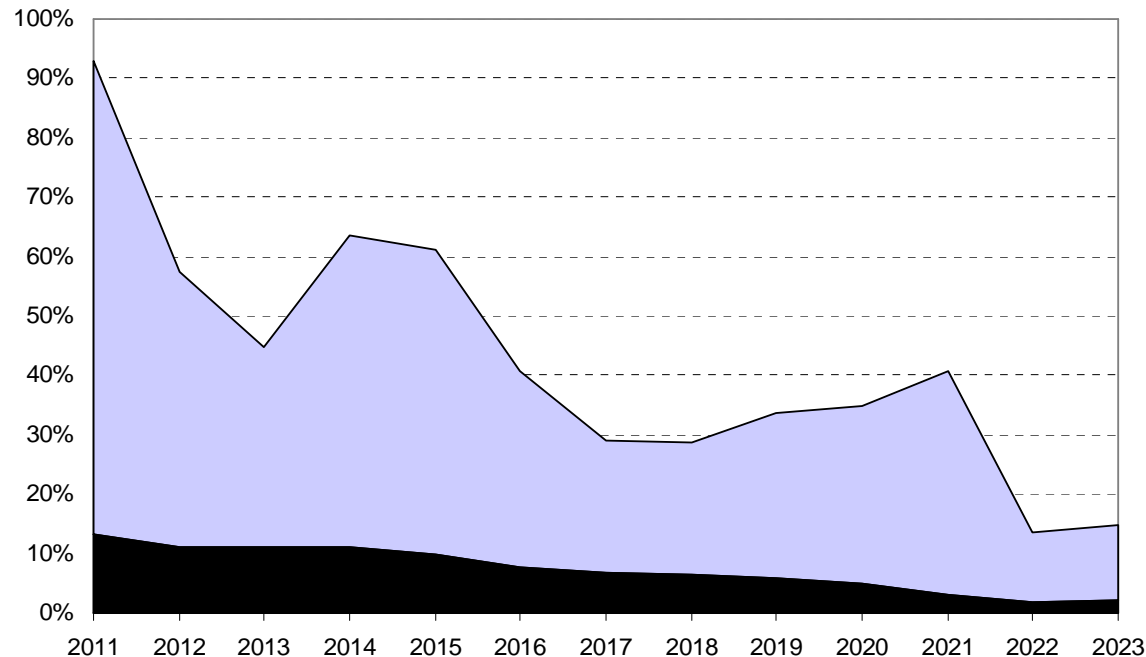
Heimild: Seðlabanki Íslands

- Með því sleppa áföllnum vöxtum fallinna fjármálafyrirtækja réttist þáttatekjujöfnuðurinn aðeins af og viðskiptajöfnuðurinn verður jákvæður um 3-4% af landsframleiðslu á árinu 2010 eða 50-60 milljarðar.
- Meginástæðan fyrir hagstæðum vöruskiptajöfnuði er fyrst og fremst samdráttur í einkaneyslu og fjárfestingu er hefur leitt til þess að innflutningur hefur dregist harkalega saman.
- 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 fjármálafyrirtækjum 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.



## Erlendar afborganir og vaxtagjöld hátt hlutfall af „gjaldeyrisframleiðslu”, jafnvel án Icesave

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



Heimild: Seðlabanki Íslands

- Ef sá gjaldeyrir sem utanríkisviðskiptin skila er borinn saman við núverandi endurgreiðsluferil ríkissjóðs bæði vaxta og afborgana sést vel hve skuldaniðurgreiðsla 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.
- Athuga að hér er gert ráð fyrir að lán greidd niður þegar þau eru á gjalddaga.
- Takmarkað svigrúm er 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.



# GAMMA

GAM Management hf

## Fyrirvari:

Umfjöllun þessi felur ekki í sér fjárfestingarráðgjöf eða tilboð eða hvatningu um að eiga viðskipti með verðbréf. Mat, álit og forspár endurspegla eingöngu skoðanir þeirra starfsmanna GAM Management hf. sem vinna umfjöllunina og eru þær settar fram eftir bestu samvisku miðað við útgáfudag og kunna að breytast án fyrirvara. Þó svo upplýsingar þær sem birtast í þessari umfjöllun komi frá heimildum sem við teljum vera áreiðanlegar og þó svo við höfum lagt okkur fram um að tryggja áreiðanleika upplýsinganna á útgáfudegi þá ábyrgjumst við ekki beint eða óbeint notagildi þeirra varðandi forspá um framtíðarávöxtun eða mat á núverandi verðgildi eða framtíðarverðgildi verðbréfa. Umfjöllunin ætti hvorki að skoðast sem fullnægjandi lýsing á þeim verðbréfum né á þeim mörkuðum sem hér er vitnað til. Skoðanir, sem látnar eru í ljós, kunna að vera ólíkar skoðunum á sama efni sem látnar eru í ljós af öðrum starfsmönnum GAM Management hf. og stafar það af því að beitt er mismunandi forsendum eða aðferðafræði. GAM Management hf. er rekstrarfélag Verðbréfasjóðs GAM Management. Sjóðurinn er verðbréfasjóður skv. lögum nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Nánari upplýsingar um áhættu og fjárfestingar má finna í útboðslýsingu eða útdrætti úr útboðslýsingu sjóðsins, sem nálgast má á heimasíðu GAM Management hf. eða á skrifstofu félagsins. Almennt fylgir áhætta fjárfestingu í verðbréfasjóðum og eignarhlutdeild getur rýrnað, aukist eða staðið í stað, m.a. vegna áhættu vegna efnahagsástands, alþjóðlegra fjárfestinga og gengisflökts gjaldmiðils þegar eignir sjóðs eru í erlendum gjaldmiðlum. Athygli er vakin á því að söguleg ávöxtun gefur ekki vísbendingu um framtíðarávöxtun.