

*Alþingi
Erindi nr. P 139/1125
komudagur 11.1. 2011*

Umsögn um nýja Icesave samkomulagið

Unnið fyrir Fjárlaganefnd Alþingis



Unnið af IFS Greiningu

Aðalhöfundar:

Högni Haraldsson, hagfræðingur
Ólafur Ásgeirsson, viðskiptafræðingur
Jón Ævar Pálmason, verkfræðingur
Sigurður Örn Karlsson, hagfræðingur

11. janúar 2011

Samantekt

Eftirfarandi umsögn er unnin fyrir Fjárlaganefnd Alþingis um nýja Icesave samninginn sem áritaður hefur verið af samningamönnum og biður umfjöllunar Alþingis. Í umsögninni er lagt mat á áhættuþætti samningsins og áhrif hans á greiðsluhæfi og skuldaból ríkissjóðs. Þessir áhættuþættir eru m.a. vaxtakjör, gengisáhætta, áætlaður vöxtur landsframleiðslu, áætlaður vöru- og þjónustujöfnuður, áætlaður útflytningur framleiðslu, endurfjármögnun skulda o.fl. Settar eru fram nokkrar sviðsmyndir og greiðslugeta þjóðarbúsins metið út frá þeim.

Umsamdar kröfur í samningunum eru annarsvegar allt að 2.350 milljónir punda til Bretlands og 1.329 milljónir evra til Hollands. Þessar fjárhæðir jafngilda samtals 674 milljörðum íslenskra króna miðað við gengi krónunnar gagnvart þessum myntum þann 22. apríl 2009. Krónan hefur styrkst síðan þá og nemur fjárhæðin nú um 624 milljörðum króna. Mögulega gæti þessi upphæð verið lægri og numið um 659 milljörðum króna miðað við sömu dagssetningu og miðað við gengið nú um 610 milljarðar króna. Breytingar á gengi krónu hafa því mikil áhrif á þá krónufjárhæð sem þarf að greiða ef samningurinn verður samþykktur á Alþingi og því er innifalinn gengisáhætta af þessum hluta samningsins.

Tryggingasjóður innstæðueigenda og fjárfesta (TIF) er sá aðili sem kröfunni er beint að. Ríkissjóður er hinsvegar ábyrgur fyrir eftirstöðvum höfuðstóls samningsins í lok júní 2016 ásamt vaxtagreiðslum á tímabilinu. TIF er með forgangskröfu fyrir rúmu 51% af endurheimtum í þrotabú Landsbankans. TIF fær greitt úr þrotabúinu allt að 674 milljarða króna við fullar endurheimtur. Áætlað endurheimtuhlutfall miðað við gengi á endurheimtum þann 30. september 2010 og gengi forgangskrafna þann 22. apríl 2009 var 86%. Sem hlutfall áætlaðra endurheimta á virði erlendu krafna er það um 93%. Það þýðir að um 93% nást uppi kröfur Breta og Hollendinga miðað við núverandi gengi.

Nýi samningurinn er á margan hátt hagstæðari en sá eldri. Það sem skiptir eflaust mestu máli í efnahagslegu tilliti er að vaxtaþróenta skuldbindinga hefur lækkað úr 5,5% í 3,2% að meðaltali fram til loka júní 2016. Jafnframt falla vextir ekki á skuldbindinguna fyrr en 1. október 2009 í stað 1. janúar 2009 skv. fyrri samningi. Vaxtakostnaður nýja samningsins verður því mun lægri.

Innifalinn í samningnum er áhætta sem snýr að mestu að veikingu á gengi krónunnar og lægra endurheimtuhlutfalli úr þrotabúi Landsbankans. Einnig hefði það neikvæð áhrif ef afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði lækkaði mikið því þá þyrfti að fjármagna stærri hluta kostnaðar af samningnum með lántökum. Í nýja samningnum eru efnahagslegir fyrirvarar sem verja ríkissjóð gagnvart þungum greiðslum og veita því vissu skjól gagnvart neikvæðri þróun í uppgjöri samningsins. Slíkt skjól getur verið afar þýðingamikið taki það lengri tíma en vonir standa til að komast aftur upp úr efnahagslægd.

Í nýja samkomulaginu er að finna skilyrði sem gæti veitt TIF aukinn forgang umfram aðra kröfuhafa. Líklegt er að TIF muni sækjast eftir þessum aukna forgangi. Ef það gengi eftir þá fengi TIF greitt út úr þrotabúinu á undan öðrum. Það gæti jafnvel leitt til þess að endanleg niðurstaða yrði sú að TIF fengi meira greitt úr þrotabúinu en hann þyrfti að greiða Bretum og Hollendingum miðað við núverandi gengi krónunnar.

Efnisyfirlit

1	Inngangur.....	4
2	Samningurinn.....	5
2.1	Helstu atriði samningsins er varða umsögn þessa.....	5
2.2	Vextir.....	5
2.3	Ákvæði samningsins eftir 30. júní 2016.....	6
3	Mat á nýjum samningi.....	7
3.1	Mat á væntur kostnaði miðað við núverandi efnahagsforsendur.....	7
3.2	Mat á vaxtakjörum.....	7
3.3	Mat á gengisáhættu.....	9
3.4	Þróun krónunnar.....	12
3.5	Þróun punds, evru og dollars.....	13
4	Efnahagslegir óvissupættir.....	14
4.1	Vöxtur landsframleiðslu.....	14
4.2	Afgangur af vöruskiptum.....	15
4.3	Útflutningur á sjóvarafurðum.....	18
4.4	Útflutningur á áli.....	18
4.5	Uppbygging álvera hefur tafist.....	19
4.6	Ferðapjónusta.....	19
4.7	Atvinnuleysi og fólksflótti.....	20
5	Mat á óvissupáttum og áhrif á greiðslugetu og greiðslubyrði.....	21
6	Skuldir þjóðarbúsins og greiðslugeta.....	23
6.1	Greiðslugeta þjóðarbúsins – Nokkrar sviðsmyndir.....	24
	Sviðsmynd 1.....	24
	Sviðsmynd 1 – Líklegasta niðurstaðan: Svigrúm til niðurgreiðslna lána.....	25
	Sviðsmynd 2 – Allur arður af fjárfestinum skilar sér heim.....	25
	Sviðsmynd 3 – 50% minni endurheimtur en í grunndæmi og öll ávöxtun erlendra eigna komi ekki til landsins.....	25
	Sviðsmynd 4 – TIF fær forgang umfram aðrar forgangskröfur.....	26
7	Niðurstöður.....	27

1 Inngangur

Nýtt Icesave samkomulag hefur verið áritað af samninganefndum og bíður umræðu á Alþingi. Á margan hátt er þetta samkomulag mun hagstæðara en fyrri samningur og munar þar mest um lægri vexti og vaxtafrís fram til 1. október 2009. Áfram er þó til staðar veruleg gengisáhætta af samningnum, en hagkvæmari efnahagslegir fyrirvarar en í fyrri samningi takmarka þá áhættu að hluta. Ekki er lengur um lánasamning að ræða heldur samkomulag sem felur í sér að ríkissjóður ber ábyrgð á effirstöðum samningsins í lok júní 2016 og öllum vaxtagreiðslum.

Mikil óvissa ríkir áfram í efnahagsmálum þjóðarinnar og mun væntanlega gera áfram meðan endurreisn effir efnahagsáfallið stendur yfir. Veruleg óvissa ríkir áfram um erlenda eigna- og skuldastöðu þjóðarinnar og þróun hennar á næstu árum. Þróun gengis krónunnar er einnig háð mikilli óvissu m.a. ef gjaldeyrishöftum yrði aflétt í hratt. Fjárfestingar hafa tafist og geta tafist áfram en að mati IFS verða þær drifkraftur hagvaxtar á næstu árum. Vegna alls þessa og margra annarra þátta er erfitt að meta nákvæmlega áhrif nýja Icesave samkomulagsins á skuldastöðu og efnahagslíf þjóðarinnar. Mestar líkur eru á að samkomulagið þurfi ekki að vera erfiður baggi að bera til lengdar og núverandi afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði ætti að duga vel til að standa undir vaxtakostnaði. Ef gengi krónunnar veikt hinsvegar mikið og/eða endurheimtur úr þrotabúi Landsbankans lækka verulega t.d. vegna annars efnahagsshrups þá gæti samningurinn orðið meira íþyngjandi, a.m.k. tímabundið.

Ýmsir hagfræðingar hafa fullyrt að ekki sé ástæða til að óttast að skuldastaða þjóðarinnar eða ríkisins sé svo slæm að til greiðslufalls geti komið. Í sumum tilfellum byggir þeirra mat á því að til séu lönd með svipað eða jafnvel hærra hlutfall erlendra skulda. Við vörum við þessari tegund af samanburðargreiningu. Lífa þarf á hvert tilfalli fyrir sig, greina vaxtabyrði og leggja mat á mögulegt innflæði af gjaldeyri. Hvað varðar möguleikann á greiðslufalli þá er ekki hægt að reikna nákvæmlega út hversu miklar erlendar skuldir þjóðir eða ríkistjórnir geta ráðið við. Er það bæði út af óvissu um framtíðina og einnig vegna þess að ákvörðun um nauðasamninga er pólitísk ákvörðun byggð á mati um hvort hægt sé að leggja meiri álögur á þegna þjóðarinnar. Mat á því hve miklar erlendar skuldir ríki þolir er einnig háð mati kröfuhafa á efnahagsstefnu og stjórnmálalegum stöðugleika viðkomandi ríkis.

Skuldastaða þjóðarinnar er enn mjög há í alþjóðlegum samanburði. Mikilvægt er að lækka hana sem mest og sem fyrst. Áframhaldandi afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði er mikilvægur þáttur í því. Enn meiri ástæða er þó til að viðhalda sem mestum afgangi vegna þess kostnaðar sem Icesave samningurinn felur í sér þrátt fyrir mun hagstæðari samning en áður.

Niðurstaða okkar er að nýja samkomulagið sé mun hagstæðara en fyrri samningur og að ekki muni reyna á fyrirvara nema í þeim tilvikum að veruleg breyting verði til hins verra í efnahagslegu tilliti með tilheyrandi gengisveikingu krónunnar og/eða mun lægri endurheimtum úr þrotabúi Landsbankans. Verði það raunin mun reyna á fyrirvarana og að þeir mildi verulega áhrif á greiðsluhæfi þjóðarbúsins.

2 Samningurinn

Í janúar 2010 var ákveðið með samkomulagi allra flokka á Alþingi að hefja á ný samningaviðræður við bresk og hollensk stjórnvöld vegna Icesave-reikninga Landsbankans. Þær viðræður skiluðu sér í nýjum samningum sem áritaðir voru í London 8. desember 2010. Auk íslenskra, breskra og hollenskra stjórnvalda er Tryggingasjóður innstæðueigenda og fjárfesta (TIF) aðili að samningnum. Samningar verða ekki endanlega undirritaðir fyrir en þeir hafa verið samþykktir af Alþingi.

2.1 Helstu atriði samningsins er varða umsögn þessa

Þær upphæðir sem TIF skuldbindur sig til að endurgreiða breskum og hollenskum stjórnvöldum er fjárhæð allt að 2,350 milljarðar punda vegna innstæðna í Bretlandi annars vegar og hinsvegar allt að 1,329 milljarðar evra vegna innstæðna í Hollandi. Þessar fjárhæðir þarf að greiða í erlendra mynt og ræðst því endanlegt upphæð þeirra í íslenskum krónum ekki fyrir en þær eru uppgreiddar. Upphæðirnar til samans jafngilda 674 m. kr. miðað við sölugengi 22. apríl 2009 og miðast krafa TIF í bú Landsbankans því við þá upphæð í krónum. Skuldbindingin er því í erlendum myntum en kröfur í íslenskum krónum. Sökum þessa getur verið um verulega gengisáhættu að ræða af samningnum og verður vikið nánar að því síðar.

Talið er að höfuðstóll framseldra krafna frá Bretum og Hollendingum verði nokkru lægri en hámarkið, 674 ma. kr., eða 659 ma. kr. miðað við sama gengi þann 22. apríl 2009. Það er því hagstæft fyrir TIF sem því nemur.

Áætlað endurheimtuhlutfall forgangskrafna í bú Landsbankans er um 86% miðað við gengi 30. september 2010. Þar er hlutfallið reiknað út frá forgangskröfum á gengi 22. apríl 2009 en endurheimtum á gengi 30. september 2010. Ef hlutfallið er hinsvegar reiknað þannig að forgangskröfur séu reiknaðar upp miðað við sama dag og endurheimtur, eða á gengi 30. september 2010, þá hækkar endurheimtuhlutfallið í 93,7% og jafnvel enn hærra, eða í 95,7%, ef höfuðstóll framseldra krafna verður 659 ma. kr. í stað 674 ma. kr. miðað við gengi 22. apríl 2009.

Jafnstöðuákvæði samningsins felur í sér jafnræði forgangskröfuhafa við úthlutun úr bú Landsbankans og fá þeir því greitt í jöfnum hlutföllum upp í sínar kröfur. Hlutfall TIF af forgangskröfum er 51,26%. Samkvæmt viðaukasamningi frá 19. október 2009 er þó einnig gert ráð fyrir að TIF geti látið reyna á það fyrir íslenskum dómstólum hvort kröfur sjóðsins við úthlutun eigna úr bú Landsbankans hafi sérstakan forgang umfram kröfur annarra aðila vegna sömu innstæða. Jafnframt er gert ráð fyrir að slítastjórn Landsbankans geti ákveðið að veita slíkum kröfum sérstakan forgang og hefur það sömu áhrif ef þeirri ákvörðun er ekki skotið til dómstóla.

Eðli málsins samkvæmt mundi skipta máli fyrir kostnað ríkisins af samningnum hvort TIF nyti forgangs eða ekki umfram aðra forgangskröfuhafa. Inngreiðslur bærust hraðar og áhætta ríkissjóðs minnkaði. Jafnvel gæti komið upp sú staða að krafa TIF í prótabúið næmi hærra fjárhæð en skuldbindingin til Breta og Hollendinga. Nánar verður vikið að því síðar.

Samkvæmt samningnum ber ríkissjóður ábyrgð á eftirstöðvum samningsins þann 30. júní 2016 sem og öllum vaxtagreiðslum.

2.2 Vextir

Vextir þessa samnings eru verulega hagstæðari en fyrri samnings. Vaxtakjör taka mið af fjármögnunarkostnaði hvors ríkis um sig og eru 3,3% í pundum en 3,0% í evrum. Vextirnir eru fastir til 30. júní 2016 og reiknast frá 1. október 2009. Vegið meðaltal vaxta á samningsupphæð er 3,2%. Vextirnir eru ekki þeir sömu vegna þess að Hollendingar gátu fjármagnað sig á betri kjörum en Bretar þegar hámarkstrygging innstæðueigenda Icesave var greidd út. Fyrri samningur gerði ráð fyrir föstum 5,5% fastir vöxtum, sem reiknast skyldu frá 1. janúar 2009.

Nýi samningurinn ber töluvert lægri vexti en sá eldri eins og fram hefur komið. Vegna vaxtafrisins sem nýi samningurinn hefur (til 1. október 2009 eða 9 mánuði) þarf að leiðrétta vegna meðalvexti samningsins miðað við tímabilið sem gamli samningurinn ber vexti, eða frá 1. janúar 2009, til að vaxtakjör séu samanburðarhæf. Vegið meðaltal vaxtanna í nýja samningnum verður því um 2,62% samkvæmt útreikningum IFS Greiningar.

2.3 Ákvæði samningsins eftir 30. júní 2016

Eftir 30. júní 2016 breytist vaxtaviðmið og vextir munu taka mið af CIRR-vöxtum (Commercial interest reference rate) OECD í pundum og evrum á eftirstöðvar eins og þær voru 16. júní 2016. CIRR vextir jafngilda útreiknaðri ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa viðkomandi ríkis, með samsvarandi endurgreiðslutíma, að viðbættu 1% álagi.

Efnahagslegir fyrirvarar samningsins eftir árið 2016 eru tvíþættir. Verði eftirstöðvar endurgreiðslananna undir 45 mð. kr. 30. júní 2016 er ríkissjóði Íslands gert að greiða upphæðina innan árs. Verði upphæðin hærrí lengist endurgreiðslutímabilið um eitt ár fyrir hverja 10 mð. kr. sem eftir standa. Eftir árið 2016 fara árlegar greiðslur íslenska ríkisins ekki yfir 5% af tekjum þess miðað við árið á undan. Árlegar greiðslur mega heldur ekki fara yfir 1,3% af VLF ársins á undan og gildir það þak sem er lægra.

3 Mat á nýjum samningi

Nýr samningur er á margan hátt hagstæðari og sanngjarnari en fyrri samningur. Varðandi þessa umsögn munar mestu um lægri vexti og vaxtafrí fram til 1. október 2009 auk ákvæða um árlegar hámarksgreiðslur eftir 30. júní 2016. Áhætta samningsins er hinsvegar áfram veruleg ef efnahagsaðstæður hér á landi og erlendis þróast neikvætt. Þar skiptir áfram mestu möguleg gengisáhætta og lægri endurheimtur úr þrotabúi Landsbankans.

3.1 Mat á væntur kostnaði miðað við núverandi efnahagsforsendur

Í nýja samningnum er áætlaður kostnaður ríkisins nær 48 mð. kr. og skýrist munurinn fyrst og fremst af lægri vaxtaþrósentu og að vextir byrja að reiknast ofan á höfuðstól frá 1. október 2009 en ekki 1. janúar 2009 eins og í þeim eldri. Einnig breytir styrking krónunnar undanfarna mánuði miklu til batnaðar. Núvirtur kostnaður ríkisins á nýja samningnum er um 45 ma. kr. miðað við 3,2% vexti. Ávöxtun TIF á eignum gamla Landsbankans hefur komið til frádráttar kostnaðar ríkisins. Ef ávöxtun TIF á eignunum verður engin á þessum tíma má áætla að kostnaður ríkisins verði um 84 ma. kr. og núvirði kostnaðarins væri þá um 76 ma. kr. Helstu áhættuþættir nýja samningsins snúa að gjaldeyrisáhhættu og óvissu um endurheimtur úr þrotabúi Landsbankans en þeir voru einnig til staðar í þeim eldri.

Samkvæmt mati IFS Greiningar á eldri samningnum hefðu endanleg gjöld, sem fallið hefðu á ríkissjóð árið 2016 miðað við 100% endurheimtur úr Landsbankanum, numið um 278 mð. kr. að nafnvirði og 191 mð. kr. að núvirði árið 2009. Miðað við 80% endurheimtur voru samsvarandi upphæðir 435 ma. kr. og 305 ma. kr.

EF TIF nýtir sér möguleikann á að óska eftir eða leita til dómsstóla varðandi aukinn forgang fyrir sínar kröfur og ef því máli lyki þannig að slíkur forgangur fengist, þá myndi væntur kostnaður breytast verulega og í stað kostnaðar yrði eftir afgangur þegar búið væri að gera upp við bresku og hollensku tryggingasjóðina. Sú upphæð næmi um 64 ma. kr. að nafnvirði miðað við 100% heimtur sem allar líkur eru á náist í því tilviki.

Áætlaður kostnaður nýja samningsins er því verulega lægri en fyrri samnings. Áhrif á helstu hagstærðir eru því samsvarandi jákvæð og í raun hægt að bera saman við afleiðingar aflabrests t.d. loðnuveiðar í nokkur ár. Á hinn bóginn geta aðstæður breyst hratt í efnahagsmálum þjóðarinnar og helstu viðskiptaþjóðum s.s. vegna hamfara, hryðjuverka, stríðsátaka eða efnahagskreppu sem gæti leitt af sér mun hærri kostnaðar vegna mögulegrar gengisveikningu íslensku krónunnar og/eða verulega lækkandi endurheimtuhlutfalls úr þrotabúi Landsbankans.

3.2 Mat á vaxtakjörum

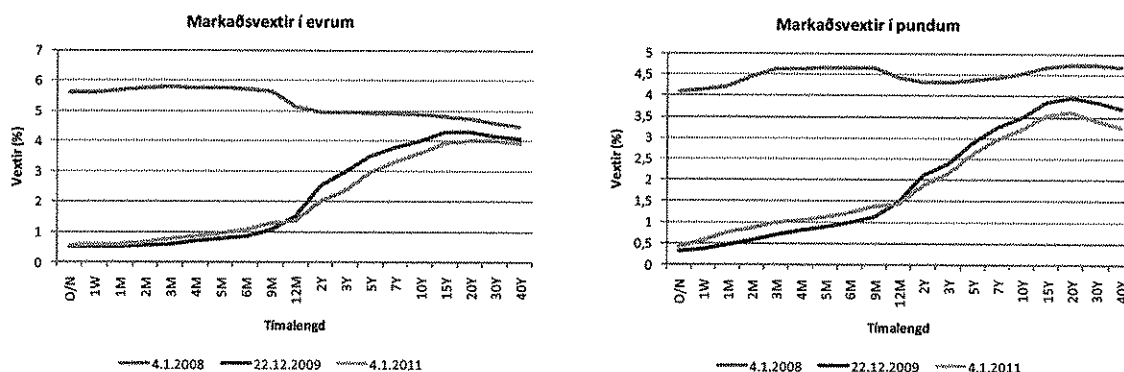
Eins og fram hefur komið eru núverandi vaxtakjör mun hagstæðari en í eldri samningi. Þessi vaxtakjör eru nokkuð hagstæð miðað við CDS álag til 5 ára á Ísland sem nú er um 2,8% og nýlegri fjármögnun Landsvirkjunar sem var einnig til 5 ára og með 5,0% föstu vaxtaálagi. Fjármögnunarkjör Landsvirkjunar á erlendum skuldabréfamarkaði hafa verið mjög nálægt kjörum íslenska ríkisins.

Til að meta gæði vaxtakjara, þ.e. hvort þau séu há eða lág, þá þarf annarsvegar að bera þau saman við vaxtaferil (e. Euro-swap) með samsvarandi meðallíftíma (e. duration) til einföldunar og hins vegar við það álag sem samsvarandi lántakendur eru að fá. Erfitt er að reikna nákvæman meðallíftíma á þennan samning vegna óvissu um greiðslu en áætlaður endurheimtuferill úr Landsbankanum getur gefið góða vísbendingu. Tafla 1 sýnir áætlaðar endurgreiðslur úr þrotabúi Landsbankans. Meðallíftími samkvæmt þessari áætlun er 3,1 ár. Mynd 1 sýnir vaxtaferil evru og punds (GBP). Miðað við núverandi vaxtaferil eru því grunnvextir evru um 1,7% og GBP um 1,8%.

Tafla 1: Áætlaður endurgreiðsluferill

Ár	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Samtals
Án forgangs	228.456	71.779	27.630	64.076	64.076	75.875	29.262	29.262	590.416
Með forgangi	445.334	139.921	53.860	34.885					674.000

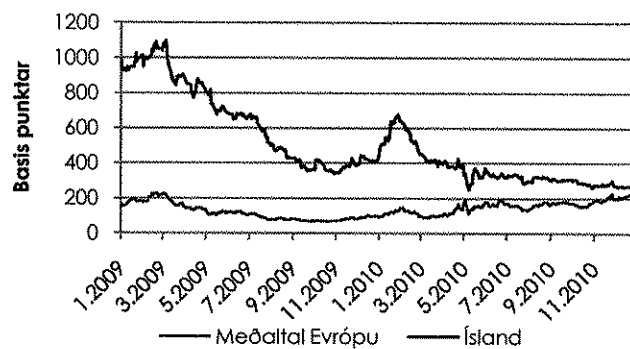
Mynd 1: Vaxtaferlar evru og punds.



Heimild: Bloomberg og IFS Greining

Ofan á grunnvexti bætist vaxtaálag sem hægt er að bera saman við vaxtakjör samningsins, 3,3% og 3,0%. Íslenska ríkið hefur ekki farið í fjármögnun á erlendum mörkuðum undanfarin ár nema vegna fjármögnunar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Norðurlöndum og öðrum vinþjóðum. Kjör á þeim lánum endurspeglar ekki eðlileg markaðskjör og því erfið að nota þau til samanburðar. Vænlegra er að líta til vaxtaálags í nýlegri fjármögnun Landsvirkjunar eða skuldatryggingarálagsins (CDS). Mynd 2 sýnir þróun CDS álagsins frá 2008 og er það nú um 2,8% eins og áður sagði. Væntir fastir vextir á markaði í fjármögnun til 5 ára væru því að öðru óbreyttu nálægt 4,5% í evrum og 4,6% í pundum. Samkvæmt þessu er því hægt að færa rök fyrir því að vaxtakjör samningsins séu verulega hagstæð miðað við vænt markaðskjör um þessar mundir.

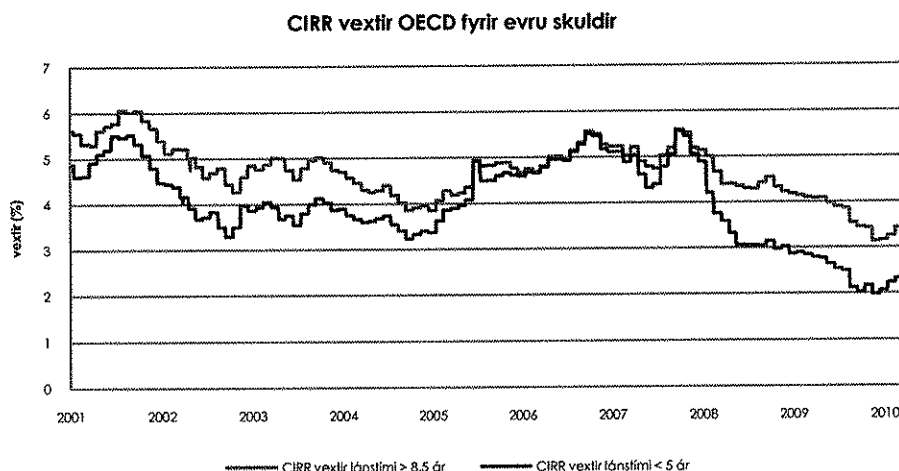
Mynd 2: Skuldatryggingarálag (CDS) á 5 ára skuldabréfum ríkissjóða



Heimild: Bloomberg og IFS Greining

Möguleiki er á að ekki verði búið að greiða upp alla skuldbindingu gagnvart Bretum og Hollendingum í lok júní 2016 og breytast þá vaxtakjör yfir í svonefnda CIRR vexti eins og áður sagði. Þeir vextir miðast við ávöxtun ríkisskuldabréfa að viðbættu 1% vaxtaálagi. Með sömu forsendum má segja að þeir vextir séu hagstæðir miðað við núverandi aðstæður því mismunur á CDS álagi Íslands og Bretlands og Hollands er meir en sem nemur þessu 1%. Mynd 3 sýnir þróun CIRR vaxta undanfarin ár.

Mynd 3: CIRR vextir OECD fyrir evru skuldir.



Heimild: Bloomberg og IFS Greining

Verði niðurstaðan sú að ekki verði búið að greiða samninginn upp að fullu fyrir lok júní 2016 þá ræður vaxtaþróun á mörkuðum hvaða kjör taka við af föstu vöxtunum. Í því felst viss áhætta, en eðlileg, og hefur hún sömu áhrif á aðrar vaxtaberandi skuldbindingar ríkissjóðs með breytilegum vaxtakjörum. Tafla 2 sýnir næmni vaxtakostnaðar við mismunandi vöxtum ef gert er ráð fyrir því að höfuðstóll eftirstöðva samningsins sé tæpir 52,5 ma. kr. í lok júní 2016. Samkvæmt samningunum þarf ríkissjóður að greiða þessa upphæð á tveimur árum og greiða ársfjórðungslega vexti. Vaxtakostnaður ríkissjóðs eykst eða minnkar um 25% við hverja prósentubreytingu á CIRR vöxtum miðað við að engar gengisbreytingar í erlendum gjaldmiðlum verði á þessum tíma.

Tafla 2: Næmni vaxtakostnaðar

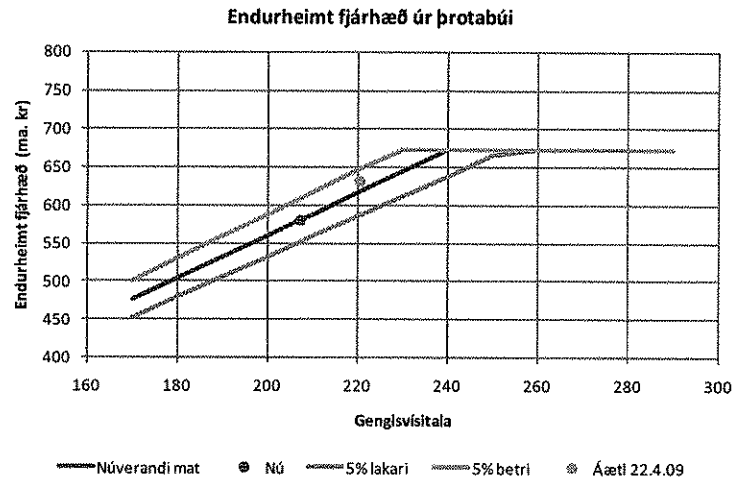
CIRR vextir	2,3%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	15,0%
Vaxtakostnaður (ma. Kr.)	1,4	1,8	2,3	2,9	3,5	4,0	4,6	5,1	5,7	8,4
Kostnaðarbreyting frá 4% CIRR	-42%	-25%	0%	25%	49%	73%	97%	121%	145%	261%

3.3 Mat á gengisáættu

Sú gengisáætta sem var í fyrri samningi er áfram til staðar í þessum samningi. Kröfur TIF voru settar fram í íslenskum krónum miðað við skráð gengi þann 22. apríl 2009. Í því felst að TIF fær að hámarki 674 milljarða króna óháð gengisþróun. Skuldir vegna Icesave samningsins eru hinsvegar í pundum og evrum.

Mynd 4 sýnir gengisáættu Icesave samningsins. Endurheimtuhlutfall m.v. forgangskröfur var metið 86% þann 30. september s.l. Ef endurheimtur hækka eða lækka í erlendra mynt talið þá breytist fjárhæðin eins og græni og appelsínuguli ferillin sýna. Vegna þess að endurheimtuhlutfall er reiknað miðað við forgangskröfur í íslenskum krónum munar mestu um breytingar á gengi krónunnar. Þá breytist það eftir gildi gengisvísitölu, sem sýnt er á lárétta ásnum, miðað við að innbyrðis gengi erlendu myntanna haldist óbreytt.

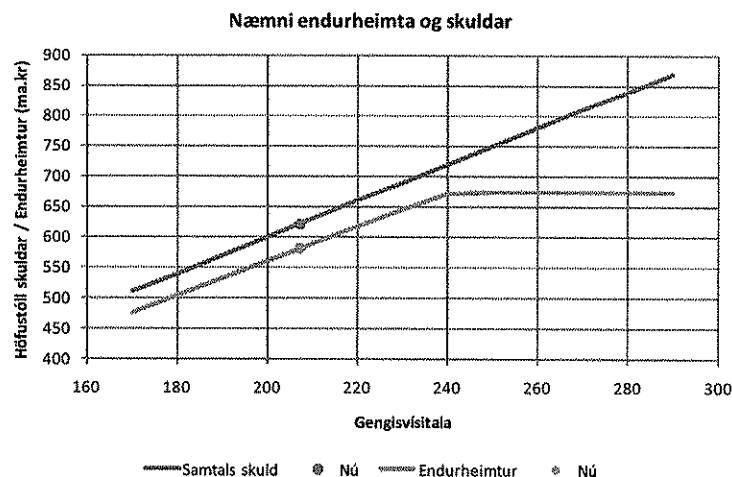
Mynd 4: Gengisáhætta Icesave samningsins



Gengi krónunnar hefur styrkst undanfarna mánuði og er hún nú sterkari en í lok árs 2009. Það er jákvætt fyrir samninginn. Ef gengi krónunnar veikt hinsvegar hækkar virði skuldbindinganna í íslenskum krónum talið, en nokkurskonar þak hefur myndast þar eð hlutfall TIF af endurheimtum úr þrotabúi Landsbankans verða ekki hærri en 674 ma.kr. óháð gengi. Mynd 5 sýnir betur þetta samhengi um áhrif gengisþróunar á höfuðstól skuldbindinga og krafna TIF varðandi samkomulagið.

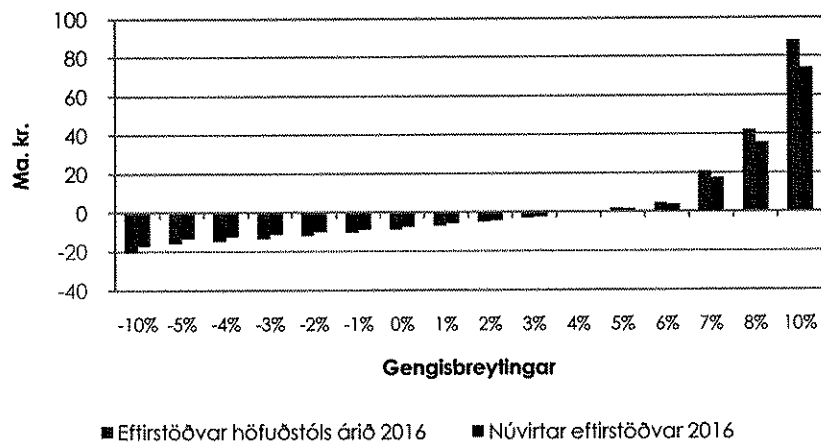
Þann 30. september síðastliðinn hafði þessi upphæð lækkað í um 631 ma.kr. og hefur verið nánast óbreytt þar til núna í janúar. Á sama tíma hafa væntar endurheimtur lækkað nánast hlutfallslega þar sem eignir Landsbankans eru að stórum hluta í erlendum gjaldmiðlum (91,5%). Á meðan ekki næst að greiða allar forgangskröfur ætli veiking krónunnar að hafa þau áhrif að hærri hlutfall af kröfum TIF fæst greitt. Þegar endurheimtur ná 100% leiðir frekari veiking krónunnar til þess að lán vegna Icesave hækka, en eignirnar ekki. Áhrif gengis á höfuðstól skuldar og væntar endurheimtur eru sýndar á Mynd 5.

Mynd 5: Áhrif gengis á höfuðstól skuldar og væntar endurheimtur.

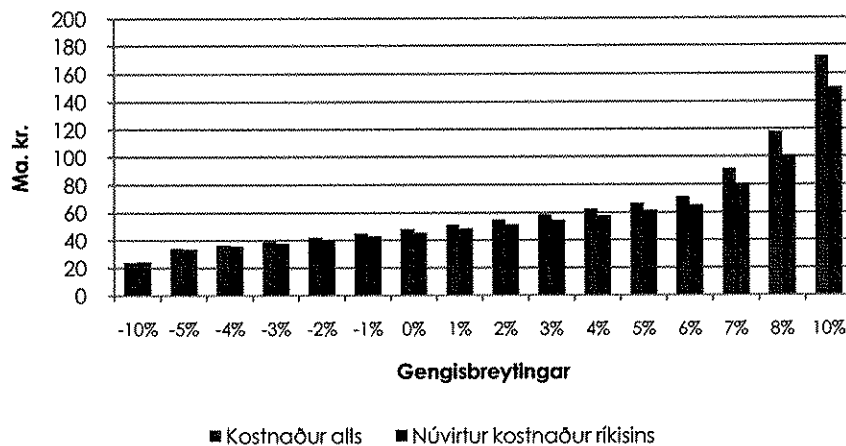


Í umsögn sinni um frumvarpið miðar fjárlagaskrifstofa Fjármálaráðuneytis við gengisspá Seðlabanka Íslands, sem vísað er í á bls. 159 í þingskjali 546. Spáin, sem er þó ekki opinber gengispá bankans heldur reikniforsenda sem byggir á útkomu úr þjóðhagslíkani, gerir ráð fyrir að gengi krónunnar styrkist lítillega gagnvart evru og pundi. IFS hefur metið frávík frá þessari spá miðað við að krossgengi erlendu myntanna haldist óbreytt. Mynd 6 sýnir væntar eftirstöðvar af lánum að nafnvirði og núvirði m.v. frávík frá gengisspá Seðlabanka Íslands. Mynd 7 sýnir kostnað ríkissjóðs miðað við sömu frávík.

Mynd 6: Eftirstöðvar af lánum Breita og Hollendinga á nafnvirði og núvirði árið 2016



Mynd 7: Kostnaður ríkissjóðs Íslands á nafnvirði og núvirði

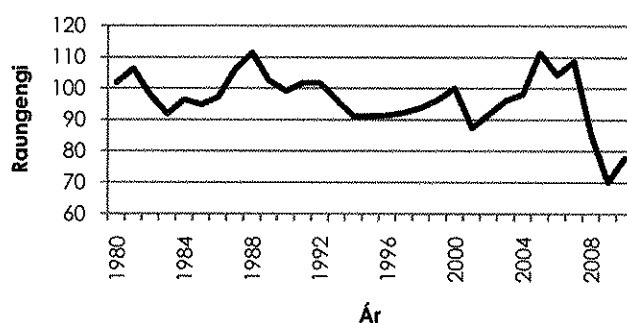


3.4 Þróun krónunnar

Eins og kom fram í síðasta kafla, fer kostnaður Icesave mikið eftir þróun á gengi krónunnar. Nafngengi krónunnar gagnvart pundi og evru ræðst að miklu leyti af verðbólgu á Íslandi, Bretlandi og á Evrusvæðinu. Ef raungengi helst óbreytt, endurspeglar nafngengisbreytingar hlutfall verðbólgu í mismunandi löndum. Ef raungengi krónunnar gagnvart pundi er stöðugt breytist nafngengi krónunnar í samræmi við verðbólgu í Bretlandi og á Íslandi.

Mynd 8 sýnir raungengi íslensku krónunnar frá 2000. Eins og grafið sýnir er raungengi krónunnar lágt miðað við söguleg gögn. Áætlanir um mikinn afgang af vöruskiptum ganga líklega eftir ef gjaldeyrishöftin verða áfram við lýði á Íslandi og raungengi helst áfram lágt. Ef raungengið styrkist verða erlendar vörur hlutfallslega ódýrari sem leiðir til þess að Íslendingar kaupa meira af erlendum vörum. Raungengið hækkaði árið 2010 eftir mikla lækkun á árunum 2008 og 2009.

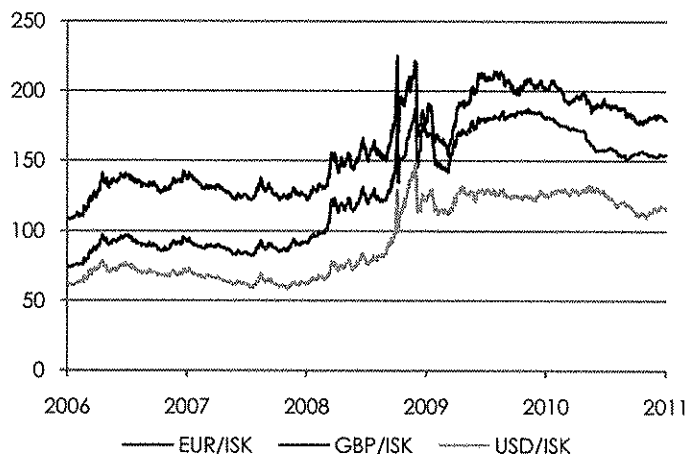
Mynd 8: Raungengi íslensku krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands

Eins og fram hefur komið lækkaði gengi íslensku krónunnar verulega á árinu 2008 og fram til 2009 en síðan tekið örlítið við sér og styrkst. Á meðan frjálst flæði fjármagns milli Íslands og annarra landa er ekki til staðar sökum gjaldeyrishaftanna þá teljum við ekki líklegt að gengi íslensku krónunnar eigi eftir að veikjast mikið á næstu árum. Seðlabanki Íslands ræður yfir gjaldeyrisflæði til og frá landi með höftunum og mun reyna að halda genginu stöðugu með hóflegri styrkingu á næstu árum. Með því að halda genginu stöðugu næst að halda þessum mikla afgangi af vöruskiptum sem hefur verið á síðasta ári og er mjög mikilvægur fyrir þjóðarbúið til að geta greitt niður erlend lán ríkisins, Seðlabankans og annarra fyrirtækja. Styrkist gengið mikið á næstu árum mun innflutningur vera ódýrari og útflutningur ekki eins eftirsóknarverður, við það munu gjaldeyristekjur minnka.

Mynd 9: Gengi erlendra gjaldmiðla miðað við íslensku krónuna



Heimild: Landsbanki Íslands

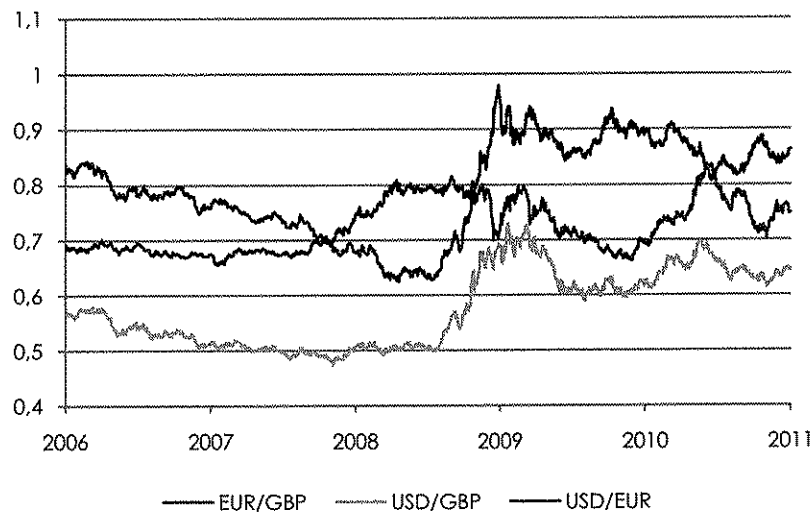
3.5 Þróun punds, evru og dollars

Gengisáhætta samningsins nær ekki aðeins til breytinga í gengisvísitölu krónunnar heldur einnig til breytinga á gengi pundsins ef ekki er gripið til sérstakra aðgerða. Nokkuð gott jafnvægi er milli eigna þrotabús Landsbankans í evrum og skuldbindinga TIF gagnvart Hollendingum.

Hins vegar er meira ójafnvægi milli eigna þrotabúsins í pundum og skuldbindinga gagnvart Bretum. Í athugasemdum með lagafrumvarpinu á þingskjal 549 (bls. 14) kemur fram að TIF muni leita leiða til að draga úr gengisáhættu vegna þessa misvægis. Breytingar á gengi erlendu myntanna inbyrðis eru háðar nokkurri óvissu en vega lítið í heildaráhættunni. Hér er því aðeins vikið að þróun þessara myntkrossa undanfarin ár.

Frá árinu 2008 hefur breska pundið veikst miðað við evruna (EUR/GBP) en gengi þeirra hefur hækkað frá þeim tíma til dagsins í dag. Einnig hefur pundið veikst miðað við bandarískan og kanadískan dollar. Icesave-samningurinn er viðkvæmur fyrir gengi punds gagnvart dollar, þar sem eignir gamla Landsbankans (GLAIS) í bandarískum dollurum eru um 17% af heildareignum bankans en 5% í kanadískum dollar. Þessar eignir þarf að nota til að greiða af breska höfuðstólnum. Ef gengi Bandaríkjadals gagnvart Sterlingspunkði lækkar mikið á næstu árum mun það hafa slæm áhrif á eignir gamla Landsbankans, þar sem eignirnar munu minnka á móti Icesave-skuldum í pundum. Ekki er hægt að horfa fram hjá þróun evrunnar á næstu árum þrátt fyrir að eignir GLAIS í evrum eru svipaðar og skuldir TIF í evrum. Eignir bankans í evrum eru um €2.805 m. á meðan hámarksskuldir Icesave í evrum eru um €1.329 m. Þar með er nokkur áhætta sem fylgir þróun evrunnar gagnvart pundinu (EUR/GBP) og hefur gengi evrunnar mest áhrif á eignir GLAIS.

Mynd 10: Gjaldeyriskrossar



Heimild: Landsbanki Íslands

4 Efnahagslegir óvissupættir

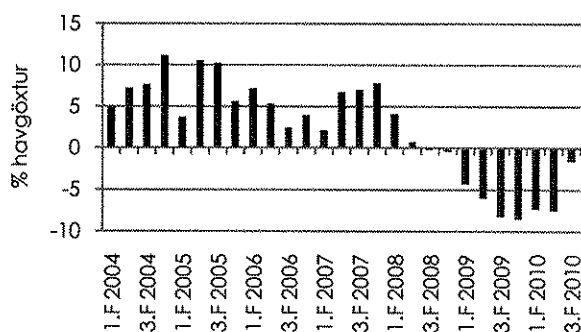
Nokkrir efnahagslegir áhættupættir hafa áhrif á greiðslugetu íslensku þjóðarinnar á erlendum skuldbindingum. Helstu áhættupættirnir eru óvissa um vöxt landsframleiðslu (hagvöxtur) á næstu árum og afgangur vöruskiptum og þjónustu við útlönd. Eftir því sem hagvöxtur eykst verður auðveldara að greiða vexti og afborganir af erlendum lánum. Verðmæti útflutnings þarf að vera meira en innflutnings til að styrkja gjaldeyriskjör landsins til að greiða erlend lán. Útflutningur Íslendinga ræðst að miklu leyti af sölu áls og sjávarafurðum og annarra útflutningsgreina sem hafa verið að stækka síðustu ár. Ferðapjónusta, atvinnuleysi og fólksflótti munu einnig hafa áhrif á greiðslugetu þjóðarinnar. Þessir óvissupættir verða nú metnir út frá sögulegri þróun og líklegri þróun í framtíðinni út frá spám.

Við mat á stærstu efnahagsþáttunum þarf að meta hvort mikil erlend skuldsetning muni draga úr hagvexti og í öðru lagi þurfa Íslendingar að geta skapað gjaldeyri til að standa skil á erlendum lánum. Til þess þarf að framleiða meira af vörum (eða þjónustu) sem hægt er að flytja út eða sem geta komið í stað innflutnings (e. tradable goods). Ávöxtun af erlendum eignum getur einnig hjálpað til við að greiða vexti og afborganir af erlendum lánum. Í kafla 6 verður nánar farið yfir skuldastöðu þjóðarinnar og settar upp nokkrar sviðsmyndir til að meta greiðslugetu að gefnum mismunandi forsendum.

4.1 Vöxtur landsframleiðslu

Samkvæmt síðustu þjóðhagsspám Hagstofu Íslands og AGS verður samdráttur VLF ársins 2010 nálægt 3,0%. Tafir á stóriðjuuppbyggingu við Búðarháls og Helguvík ásamt fleiri töfum á framkvæmdum hafa orðið til þess að hagvaxtarspár hafa almennt verið lækkaðar fyrir árin 2011 og 2012. Hagvaxtarspá IFS Greiningar fyrir árið 2011 gerir ráð fyrir 1-2% vexti VLF. Þar sem samneysla, einkaneysla og útflutningur eru að öðru óbreyttu að okkar mati ekki líklegir þættir til að drífa hagvöxt á næstu árum, verða fjárfestingar að draga vagninn. Hlutfall fjárfestinga af VLF náði sennilega sínu lægsta gildi í a.m.k. 15 ár árið 2010 og lítið er í farvatninu á næstu árum í samanburði við síðasta áratug. Þó er áætlað að nokkur stór verkefni fari af stað á seinni hluta næsta árs. Auknar fjárfestingar eru nauðsynleg forsenda hagvaxtar og ef tafir verða á þeim lækkar hagvöxtur sem því nemur. Þróun einkaneyslu veltur svo á umfangi fjárfestinga sem aftur hefur áhrif á landsframleiðslu.

Mynd 11: Ársfjórðungsleg breyting VLF miðað við sama fjórðung árið áður



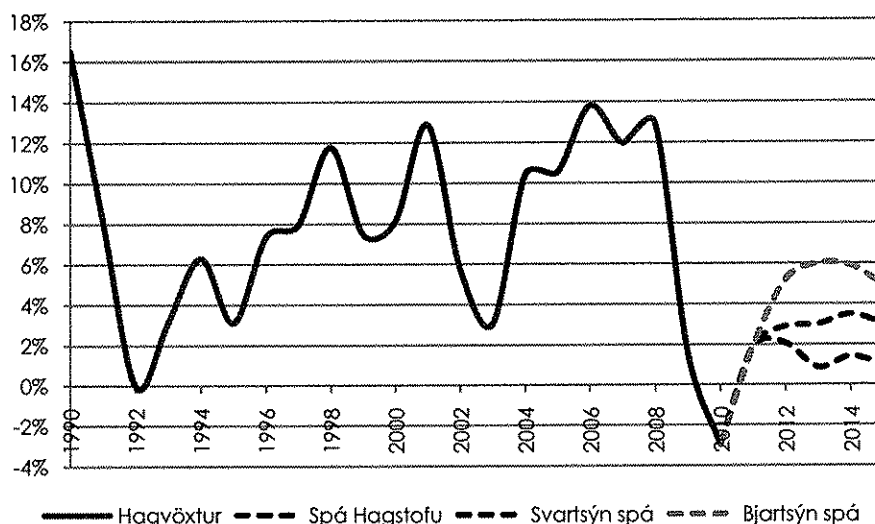
Hagvaxtarspár fyrir árið 2010 sýna allt frá -2,6% samdrætti (SÍ) til -3,6% samdráttar (OECD). OECD spáir einnig minni hagvexti en aðrir greiningaraðilar fyrir 2011 og 2012. OECD gerir ráð fyrir litlum samdrætti í einkaneyslu árið 2010 (-0,8%) og viðsnúningi árið eftir (+2,2%). Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands gera ráð fyrir enn sterkari viðsnúningi í einkaneyslu árið 2011 sem skilar sér í enn meiri hagvexti það ár en í spá OECD. Í október s.l. sagðist AGS reikna með að efnahagsbatinn hæfist undir lok þessa árs. Spám fylgir alltaf einhver óvissa og það er engin undantekning hvað varðar hagvaxtarspár. Fjárfestingar og einkaneysla eru þeir þættir sem líklegastir eru til að valda sveiflum í hagvaxtamælingum en þeim fylgir mest óvissa á næstu árum.

Margar rannsóknir hafa verið gerðar til að reyna að meta áhrif mikillar erlendrar skuldsetningu á hagvöxt. Rannsóknir benda til þess að mikil skuldsetning geti haft áhrif á hagvöxt, fyrst og fremst vegna áhrifa skuldsetningar á fjárfestingu. Þetta á sérstaklega við, ef ekki er mikið um erlenda fjárfestingu. Í finnsku kreppunni á flunda áratugnum var hagvöxtur neikvæður í fjögur ár. Í mörgum bankakreppum hefur hagvöxtur

orðið jákvæður eftir 1-2 ár. Til þess verður þó að lífa að engin bankakreppa hefur verið hlutfallslega jafn stór og sú íslenska né aukið skuldir ríkissjóðs jafn mikið.

Sejum upp þrjár sviðsmyndir um hagvaxtarspár til ársins 2015. Grunnspáin er spá Hagstofu Íslands, svartsýn spá miðar við að fjárfestingar verði minni en í grunnspánni sem hefur áhrif á einka- og samneyslu árin á eftir og svo bjartsýn spá sem miðar við að fjárfestingar komi fyrir og verði meiri en í grunnspánni.

Mynd 12: Þrjár sviðsmyndir um hagvaxtarspár til ársins 2015



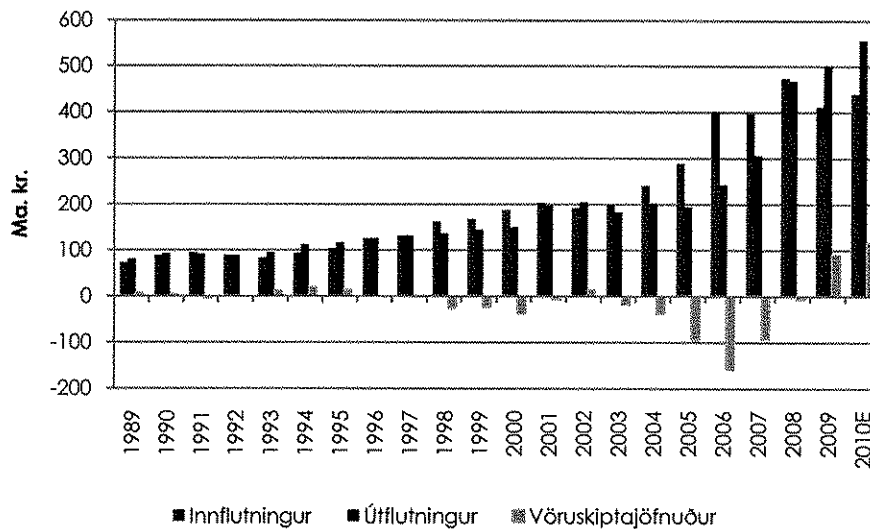
Heimild: Hagstofa Íslands og IFS

Í bjartsýnu spánni er miðað við að vöxtur fjárfestinga, útlutnings og einkaneyslu verði 50% meiri en í grunnspánni og innflutningur 10% hærri. Í svarstýnu spánni er gert ráð fyrir að ekki verði af byggingu fyrsta áfanga álvers í Helguvík ásamt virkjunum. Í henni gerum við enn fremur ráð fyrir 20% minni vexti einkaneyslu vegna minni fjárfestinga sem og 10% minni innflutningi vegna minni neyslu.

4.2 Afgangur af vöruskiptum

Vöruskipti við útlönd hafa verið hagstæð frá síðasta ársfjórðungi ársins 2008 til 2010. Gengi íslensku krónunnar hefur mikil áhrif á virði inn- og útlutnings. Gengið hefur veikt töluvert eða um 40% frá ársbyrjun 2008 og gert útlutning fýsilegri. Mynd 13 vöruskiptajöfnuð síðustu tvo áratugi.

Mynd 13: Vöruskiptajöfnuður



Heimild: Hagstofa Íslands

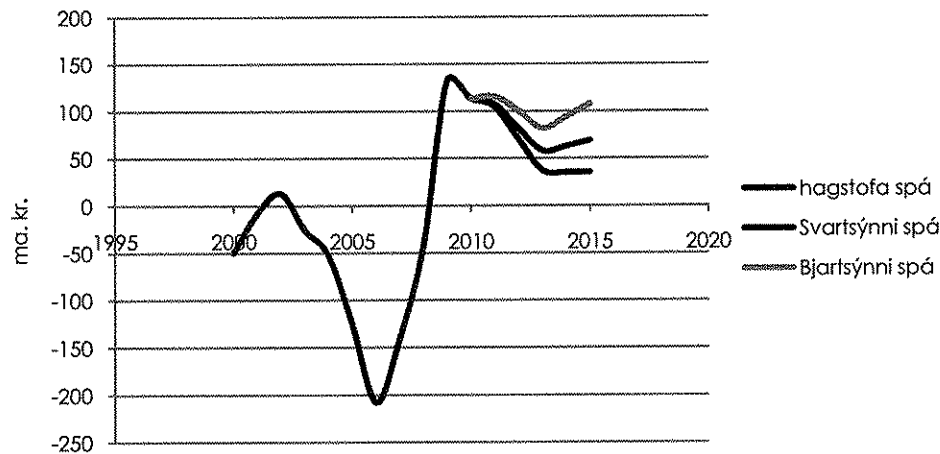
Nóvember og desember árið 2010 voru metnir út frá þriggja mánaða meðaltali

Mismunur inn- og útflutnings hefur áhrif á hagvöxt og eykur getu þjóðarþúsins til að standa undir skuldbindingum í erlendum gjaldmiðlum ef mismunurinn er jákvæður. Afgangur af vöruskiptum hefur meiri áhrif á hagvöxt þegar hagkerfið er á samdráttartímum þar sem innlend eftirspurn eftir landsframleiðslunni er minni en á þenslutímum. Landsframleiðslunni má ráðstafa til fjárfestinga til að auka framleiðslu í framtíðinni, einkaneyslu, samneyslu, hluti fer úr landi og hluti er notaður til að kaupa vörur frá útlöndum. Hluti landsframleiðslunnar er þannig að ekki er hægt að flytja hana út og því er mikilvægt að efla framleiðslu á vörum og þjónustu sem skilar þjóðarbúinu erlendum tekjum. Til þess að geta greitt hærra hlutfall af landframleiðslunni í vexti og afborganir af erlendum lánum þurfa erlendar tekjur að aukast umfram innflutning.

Samanburður á fyrstu tíu mánuðum ársins 2010 og 2009 sýnir að innflutningur hefur aukist um tæp 10% á föstu gengi en miðað við 2008 hefur innflutningur dregist saman um rúm 36%. Útflutningur hefur aukist um 13,8% frá því í fyrra en dregist saman um tæp 10% frá 2008. Annar útflutningur en sjávarafurðir, ál og flugvélar hefur aukist um 19,2% frá árinu 2009 en einungis um 5,4% frá 2008. Afgangur af vöruskiptum heldur því áfram að vera jákvæður og búist er við að sú þróun haldi áfram á næsta ári á meðan gjaldeyrishöfðin eru enn við lýði og gengi krónunnar helst nokkurn veginn stöðugt.

Magn útflutnings á helstu útflutningsvörum þjóðarinnar, ál og sjávarafurðum, er ekki talinn líklegur til að aukast mikið á allra næstu árum. Þar sem stækkun eða bygging nýs álvers tekur tíma er erfitt að auka framleiðslu áls til skamms tíma. Einnig er kvótinn fullnýttur og engar ákvarðanir verið teknar um aukningu hans þó svo það hafi verið til skoðunar. Afurðaverð hefur farið hækkandi erlendis og líkur á að einhverjar hækkanir geti orðið til viðbótar.

Mynd 14: Spá um afgang af vöru- og þjónustuskiptum til ársins 2015

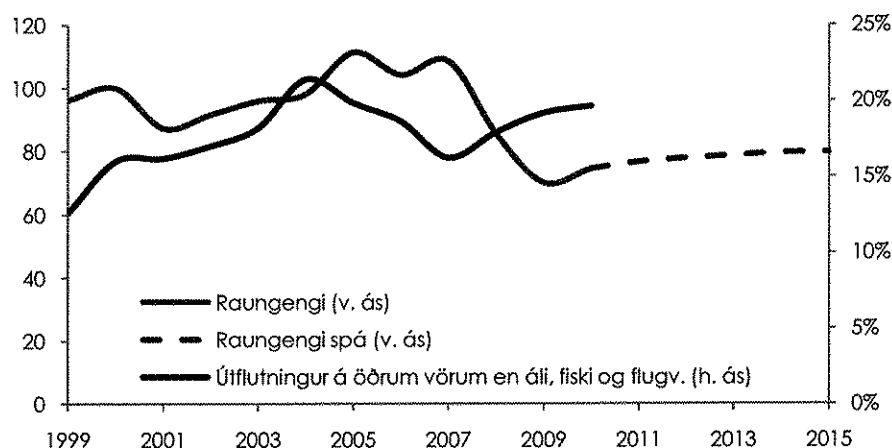


Heimild: Hagstofa Íslands og IFS

Í síðustu þjóðhagsspá Hagstofu Íslands var afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd út spáfmabilið til ársins 2015. Samdráttur á vöru- og þjónustujöfnuði árin 2012 og 2013 stafar af vexti í innflutningi fjármuna vegna áætlaðra stóriðjuframkvæmda. Við gerum ráð fyrir að engar stórvægilegar breytingar verði gerðar á gjaldeyrishöftum til ársins 2016 og að nafngengi krónunnar muni aðeins styrkjast lítillega til að viðhalda góðum afgangi af vöru- og þjónustuskiptum. Þess vegna gerum við ekki ráð fyrir raungengisstyrkingu samhliða auknum hagvexti. Vegna gjaldeyrishatta mun hagvöxtur ekki leiða til minni afgangis af vöru- og þjónustuskiptum heldur mun aukinn afgangur leiða til meiri hagvaxtar samkvæmt skilgreiningu.

Raungengið lækkaði mikið árið 2008 en tók svo að styrkjast aftur árið 2010. Búist er við að styrking raungengis verði minni milli ára til ársins 2015 samkvæmt spá Hagstofunnar fyrir næstu ár. Styrking raungengis gerir innflutning eftirsóknarverðari, enda hefur innflutningur aukist það sem af er þessu ári miðað við árið á undan. Ef styrking raungengis verður minni en Hagstofan spáir um þá getur innflutningur dregist saman í stað þess að aukast eins og búist er við og afgangur vöruskipta orðið meiri en vænst er nú. Styrking raungengis getur því haft áhrif á gjaldeyrisstöðu landsins og dregið úr getu þjóðarþúsins til að greiða afborganir og vexti af erlendum lánum.

Mynd 15: Spá um raungengi og hlutfall útflutnings á öðrum vörum en áli, fiski og flugvélum af heildarútflutningi.



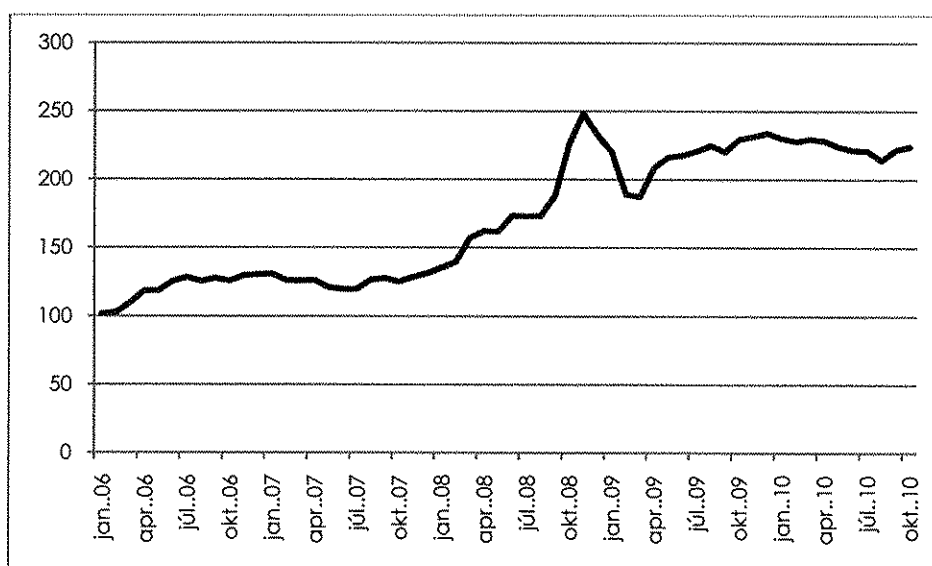
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og IFS
Árin 2010 til 2015 eru spár Hagstofu Íslands.

Útflutningur á öðrum vörum en áli, sjávarafurðum og flugvélum í hlutfalli af heildarútflutningi hefur verið að aukast frá árinu 2007 í takti við veikingu krónunnar. Hlutfallið jókst mest milli 2007 og 2008 eða um 10,3% en hlutfallið jókst um 2,4% frá 2009 til 2010. Eftir því sem gengið styrkst þá minnkar vöxturinn á öðrum útfluttum vörum. Útflutningur áls og sjávarafurða eru um 80% af heildarútflutningi landsins og hafa verðmætabreytingar í þessum flokkum mikil áhrif á verðmæti útflutnings.

4.3 Útflutningur á sjávarafurðum

Verðvísitala sjávarafurða í íslenskum krónum hefur hækkað töluvert frá árinu 2006 til ársins 2010 en í janúar 2006 var gengið í rúmm 101 en í október 2010 var gengið í 224. Afurðaverð á erlendum mörkuðum hefur hækkað um 16% frá því á fyrrihluta árs 2009. Það gefur til kynna að aðstæður á mörkuðum erlendis hafi batnað. Verðmæti útfluttra sjávarafurða eftir markaðssvæðum og löndum hefur hækkað verulega á síðustu þremur árum í krónum talið. Árið 2009 var verðmætið um 208 ma. kr. en árið 2007 var verðmætið um 127 ma. kr.

Mynd 16: Verðvísitala sjávarafurða í íslenskum krónum



Heimild: Hagstofa Íslands

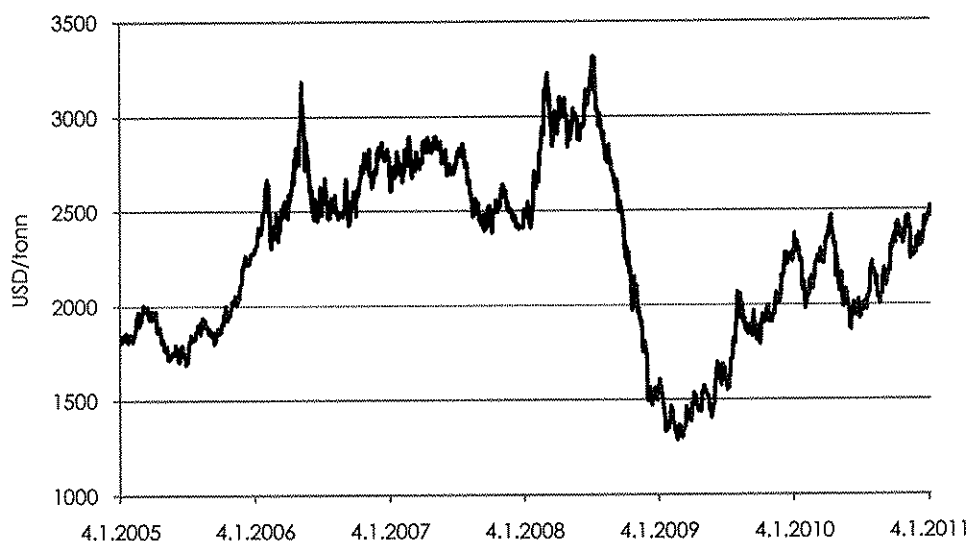
Helstu fiskistofnar í íslenski landhelgi eru fullnýttir. Mikilvægasta einstaka fiskitegundin, þorskurinn, hefur verið í lægð um þessar mundir og hefur kvótinn verið minni en á árum áður til þess að styrkja stofninn. Niðurskurðaraðgerðir í kvótaheimildum á þorski hafa skilað góðum árangri hingað til þar sem hrygningar- og viðmiðunarstofninn hefur styrkst og nýting árganga er betri en hefur verið, þ.e.a.s. fiskurinn nær að vaxa. Þetta eru því góðar fréttir varðandi veiðar á þorski á næstu árum og spurning hvenær kvótinn verður aukinn aftur. Veiðar á öðrum tegundum botnfiskstofna hafa aukist vegna niðurskurðar í þorskafli og því hafa tekjur af sjávarútvegi sveiflast minna en ætla mátti.

Tekjur af útflutningsverðmætum sjávarafurða geta því sveiflast til eftir gengi krónunnar og heimsmarkaðsverðmæti afurðanna. Hagstofan gerir ráð fyrir hóflegri hækkun á verði sjávarafurða árin 2011 og 2012. Hagvöxtur þeirra landa sem kaupa sjávarafurðir af okkur getur haft áhrif á spurn eftir okkar útflutningsvörum og breytt þar með verðinu á þeim. Snögglega eftir hrunið árið 2008 lækkaði verð á sjávarafurðum, áli og öðrum hrávörum töluvert vegna versnandi efnahags flestra landa.

4.4 Útflutningur á áli

Ál er um 40% af útflutningi Íslendinga. Frá janúar til október á þessu ári miðað við sama tímabil í fyrra hefur verðmæti útflutnings á áli hækkað um 34%, aðallega vegna hækkandi heimsmarkaðsverðs. Af þessu má sjá að sveiflur í álverði hafa mikil áhrif á vöruskiptajöfnuð Íslands. Lækki verð á áli um 10% rýrir það virði útflutnings um 4%. Sömu lögmál gilda um áhrif af verðbreytingum á sjávarafurðum sem einnig eru um 40% af útflutningstekjum Íslands. Mynd 17 sýnir þróun heimsmarkaðsverðs á áli.

Mynd 17: Heimsmarkaðsverð á áli.



Heimild: The London Metal Exchange

4.5 Uppbygging álvera hefur tafist

Uppbygging álvera og virkjana þeim tengdum er stærsti hluti áætlaðra fjárfestinga atvinnuvega á Íslandi á næstu árum. Tafir á fjárfestingum í stóriðju hafa seinkað áætluðum hagvexti árin 2011 og 2012 en hafa jákvæð áhrif á hagvaxtarspár fyrir næstu tvö ár þar á eftir miðað við eldri spár. Þessar tafir hafa einnig haft áhrif til lækkunar á verðbólguþáttum fyrir árin 2011 og 2012 en til hækkunar fyrir árin 2013 og 2014. Gert er ráð fyrir að framkvæmdir við Búðarhálsvirkjun komist á fullt skrið þegar fjármögnun framkvæmdanna hefur verið tryggð af Landsvirkjun og að virkjunin verði komin í rekstur árið 2013. Heildarkostnaður við Búðarhálsvirkjun verður um 26,5 ma. kr. án fjármagnskostnaðar og án virðisaukaskatts. Virkjunin eykur framleiðslugetu álversins í Straumsvík og hefur Rio Tinto Alcan þegar ákveðið að gera breytingar á framleiðsluferli og uppfæra búnað til að auka framleiðslugetu og verja til þess samtals \$487 m. (57,3 mö. kr.). Nú er gert ráð fyrir að fjárfestingar vegna fyrsta áfanga í byggingu álversins í Helguvík muni hefjast 2012, seinna en áætlað var árið 2010. Gert er ráð fyrir að fjárfesting í álverinu muni nema \$450-500 m. og \$350 m. fjárfesting í virkjunum. Heildarfjárfestingar vegna álvers í Helguvík og virkjana henni tengdri verða því um 105 ma. kr sem falla til 2-3 árum eftir að þær hefjast.

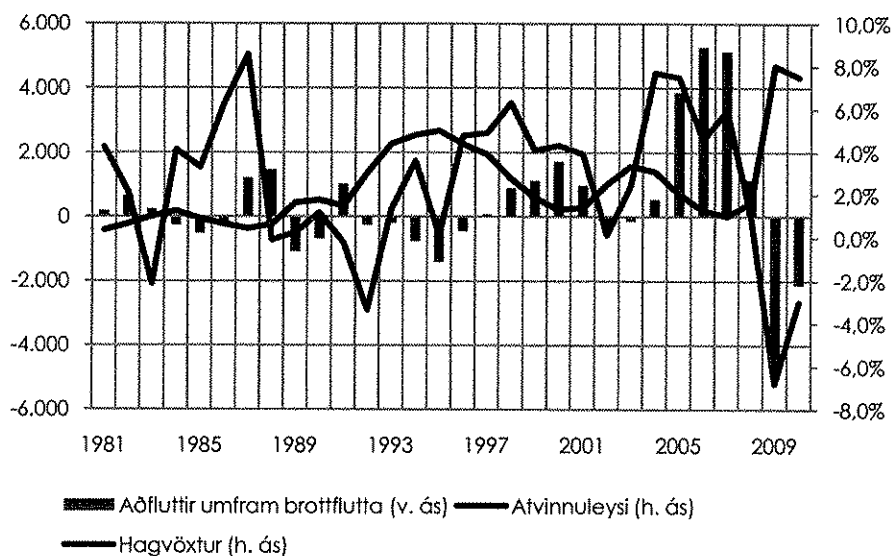
4.6 Ferðapjónusta

Ferðapjónustan hefur áhrif á viðskiptajöfnuð í gegnum þjónustujöfnuð. Viðskiptaafgangur eykst því þegar erlendir ferðamenn koma með gjaldeyri til Íslands að því gefnu að neysla Íslendinga erlendis haldist óbreytt. Eldgos í Eyjafjallajökli gerði það að verkum að fjölmargir ferðamenn sem hugðust koma til Íslands afbókuðu ferðir sínar sem hafði neikvæð áhrif á þjónustujöfnuð. Við gerum ráð fyrir auknum tekjum af ferðamönnum árið 2011 vegna eldossins í fyrra og batnandi efnahagsástands í þeim löndum sem ferðamenn á Íslandi koma yfirleitt frá.

4.7 Atvinnuleysi og fólksflótti

Fólksflótti var töluverður árið 2009 en þá voru brottfluttir umfram aðflutta 4.835 manns en um helmingurinn voru erlendir ríkisborgarar. Á þessu ári hefur talan minnkað en brottfluttir umfram aðflutta voru um 1600 samanlagt á fyrstu þremur fjórðungum ársins 2010. Því hafa um 6435 flutt úr landi árið 2009 og á fyrstu 9 mánuðum ársins 2010. Fólksflutningar úr landi geta haft áhrif á landsframleiðsluna en áhrifin verða minni ef atvinnuleysið er mikið þar sem atvinnuleysi er vannýfing á vinnuafli. Atvinnuleysi hefur því áhrif á landsframleiðslu í landinu. Aukin raungengislækkun sem leiðir til samdráttar í innflutningi getur valdið auknum fólksflótti. Mynd 18 sýnir samanburð á hagvexti og aðfluttum einstaklingum umfram brottflutta.

Mynd 18: Samanburður á hagvexti og aðfluttum einstaklingum umfram brottflutta



Heimild: Hagstofa Íslands og IFS
Gildin fyrir árið 2010 eru spágildi.

5 Mat á óvissupáttum og áhrif á greiðslugetu og greiðslubyrði

Greiðslugeta ríkissjóðs ræðst af flæði erlends gjaldeyris um íslenskt hagkerfi. Á tekjuhlíð þjóðarbúsins er mikilvægt að horfa á afgang af vöru- og þjónustuskiptum ásamt ávöxtun á eignum Íslendinga erlendis. Afgangur af viðskiptum (afgangur af vöru- og þjónustuskiptum að viðbættum þáttatekjujöfnuði og rekstrarframlögum) mun þurfa að standa undir vöxtum og að hluta til afborgunum af erlendum lánum. Ef ekki er hægt að greiða niður erlendar skuldir með gjaldeyriskjörum þjóðarinnar, þarf að vera hægt að endurfjármagna þær. Mat okkar á sjálfbærni skulda felst í að meta hvort gjaldeyriskjör þjóðarbúsins dugi til að borga vexti af erlendum lánum. Á gjaldahliðinni eru það vextir og afborganir af lánum þjóðarbúsins í erlendum gjaldeyri og sérstaklega ríkissjóðs sem vega þyngst. Staða gjaldeyrishafta og þróun krónunnar hafa svo áhrif á bæði gjalda- og tekjuhlíðina.

Eftirfarandi áhættupættir teljum við að skipti mestu máli fyrir framvindu efnahagsmála á næstu árum:

- 1) Verðmæti sjávarafurða og áls
- 2) Hagvöxtur- fjárfestingar, vöruskipti
- 3) Atvinnuleysi
- 4) Gengi krónunnar
- 5) Ferðamenn
- 6) Endurfjármögnun skulda
- 7) Niðurstaða dómsmála

Við höfum stuttlega gert grein fyrir þessum þáttum hér á undan. Allir þessir þættir geta haft mikil áhrif á greiðslugetu þjóðarinnar. Allir þættirnir hafa áhrif á hagvöxt og/eða gjaldeyriskjör þjóðarinnar. Við höfum áður minnst á atriði 1-5. Atriði 6, varðandi endurfjármögnun skulda, er einnig mjög mikilvægt. Á næstu árum þarf að endurfjármagna lán. Mörg lán sem tekin voru fyrir hrun eru á lágum vöxtum en lán sem tekin voru eftir hrun eru með hátt vaxtaálag. Vonandi næst að endurfjármagna lán sem tekin voru eftir hrun á betri kjörum, þegar aðstæður á lánamörkuðum batna. Einnig er atriði 7, niðurstaða dómsmála sem nú eru fyrir dómi eða munu fara fyrir dóm, mjög mikilvægt fyrir ríkissjóð og efnahagsmál þjóðarinnar.

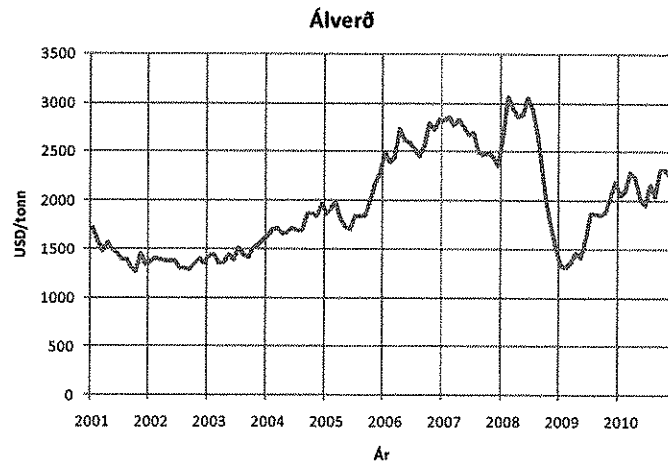
Hér að neðan er tölfræðiaðferðum beitt til að meta áhættu vegna verðsveiflna stærstu útflutningsafurðum Íslendinga, þ.e. áli og sjávarafurðum. Á Mynd 19 og 20 sjá sveiflur á álverði og sjávarafurðum undanfarinn áratug.

Mynd 19: Verðmæti útflutnings sjávarafurða



Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 20: Þróun heimsmarkaðsverðs á áli.



Heimild: Bloomberg, IFS Greining

Frá því fyrir um ári síðan hefur verð fiskafurða, mælt í erlendra mynt, hækkað um rétt rúm 10% eins og greina má á Mynd 19. Fiskverð er nú nærri því þegar það var hæst á árunum 2007 til 2009. Flókt fiskverðs, reiknað sem staðalfrávik verðbreytinga, mælist svipað og fyrir ári síðan eða um 10% á ársgrunni (e. annual volatility).

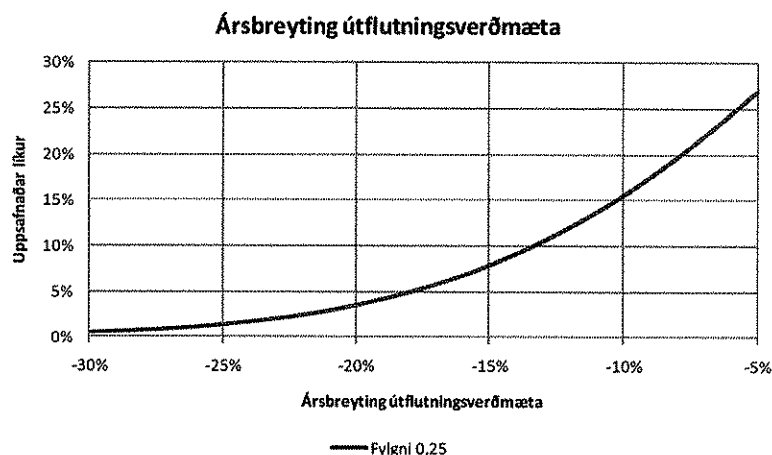
Álverð er einnig hátt í sögulegu samhengi og það jaðrar nú við mörk þess bíls, sem það sveiflaðist á, árin 2006 til 2009. Flókt á verði áls hefur aukist, sem eykur óvissu um verðmæti útfluttra afurða til lengri tíma lítið. Það mælist nú um 20-25%.

Verð þessara tveggja megin útflutningsafurða Íslendinga er næmt fyrir efnahagsástandi í helstu viðskiptalöndum. Það sýndi sig undir lok árs 2008 þegar verð beggja afurða snarlækkaði samfara hrakandi efnahag þróaðra ríkja.

Almennt er fylgni verðbreytinga lág fyrir þessar afurðir og hér er gengið út frá því að hún sé 0,25 (25%). Samkvæmt því eru um 8% líkur á því að verðmæti útfluttra afurða lækki um meira en 15% á einu ári. Í mati á fyrri samningi voru líkindi jafn mikillar verðlækkunar metin 5%. Ástæða hækkunar er aukin óvissa á hrávörumarkaði.

Til þess að meta betur líkurnar ef um harkalega lækkun væri að ræða gerum við ráð fyrir að fylgni verðs afurðanna væri 0,50 (50%). Þá væru líkurnar á meira en 15% verðlækkun um 10% samanborið við 7% í fyrra.

Mynd 21: Ársbreyting útflutningsverðmæta



6 Skuldir þjóðarbúsins og greiðslugeta

Samkvæmt nýlegum tölum frá Seðlabanka Íslands nema erlendar skuldir þjóðarbúsins án fjármálastofnana í slítameðferð 2.947 mö.kr. og eignir 2.580 mö.kr. sem merkir að hrein staða er neikvæð um 368 ma.kr. Skuldastaðan er þó heldur hærra þar sem ekki er búið að taka tillit til skuldabréfs nýja Landsbankans og einnig er gert ráð fyrir ýmsum ókomnum leiðréttinum fyrir 400 ma.kr. samkvæmt upplýsingum frá Seðlabankanum.

Tafla 3: Erlendar skuldir á þriðja fjórðungi 2010

Áætlaðar hreinar erlendar skuldir á 3F 2010		
	p.kr.	% VLF
Ríkissjóður	632.515	42,1%
Seðlabanki	240.640	16,0%
Fyrirtæki og aðrir	2.074.150	138,2%
= Erlendar skuldir	2.947.305	196,4%
+ Skuldabréf Nýja Landsbanka	270.000	18,0%
+ Ýmsar leiðréttingar	400.000	26,6%
= Heildar erlendar skuldir	3.617.305	241,0%
Heildar erlendar eignir	2.579.521	171,9%
= Hreinar skuldir	1.037.784	69,1%

Heimildir: Seðlabanki Íslands

Icesave samningurinn, sem fjallað er um í þessari skýrslu, er ekki eiginlegt lán og kemur þess vegna hvergi fram í opinberum tölum um skuldastöðu ríkissjóðs eða þjóðarbúsins. Meirihluti höfuðstóls Icesave samningsins verður greiddur úr protabúi gamla Landsbankans og dregst þess vegna ekki frá fyrrnefndum 2.947 ma.kr. Icesave samningurinn skuldbindur þannig ríkissjóð til greiðslna vaxta af höfuðstól samningsins að frátöldum mögulegum afgangi af eignum gamla Landsbankans eða að viðbættum mögulegum eftirstöðvum höfuðstólsins. Protabú gömlu bankanna eiga íslenskar eignir og eru þær að hluta til í eigu erlendra kröfuhafa og bætist sá hluti við erlendar skuldir þjóðarbúsins rétt eins og eign útlendinga í íslenskum verðbréfum. Ein af stærstu eignum gamla Landsbankans er skuldabréf í erlendra mynt að verðmæti 267 ma.kr. sem Nýi Landsbankinn gekk frá í október 2010. Samkvæmt upplýsingum af heimasíðu gamla Landsbankans eru um 49% af forgangskröfum í bú bankans kröfur erlendra aðila, þ.e. Breta og Hollendinga. Lánið er því um 49% erlend skuld þar sem erlendir forgangskröfuhafar fá 49% af vöxtum og afborgunum lánsins.

6.1 Greiðslugeta þjóðarbúsins – Nokkrar sviðsmyndir

Í þessum kafla verða settar upp sviðsmyndir sem innihalda þær stýribreytur sem hafa mest áhrif á greiðslugetu þjóðarbúsins. Þær eru: gengi krónunnar, ávöxtun erlends hlutfjár og hlutfall þess sem skilar sér til landsins, afgangur af vöru- og þjónustuskiptum, vextir á erlendum lánum, endurheimtur úr þrotabúi gamla Landsbankans og hvort verði af byggingu álvers í Helguvík.

Sviðsmynd 1

1) Gengi krónunnar þróast eftir líkani S.Í.

Í öllum útreikningum í þessari skýrslu er farið eftir spá S.Í. um þróun krónunnar gagnvart evru nema annað sé tekið fram í frávíkisdæmum. Veikist krónan á samningstímabilinu hækkar höfuðstóll samningsins en endurheimtur úr búi gamla Landsbankans verða meiri í krónum talið. Styrkst krónan gerist hið gagnstæða.

2) Ávöxtun erlendra eigna verður 4%.

Í þessum sviðsmyndum er gert ráð fyrir því að ávöxtun erlendra eigna þjóðarbúsins verði 4% og er það sama ávöxtun og áætlað er að þjóðarbúið þurfi að greiða af skuldum sínum. Allar erlendar eignir, samtals 2.580 ma.kr. beri sömu ávöxtun að meðaltali.

3) Afgangur af vöru- og þjónustuskiptum breytist lítillega.

Við gerum ráð fyrir óverulegum vexti í afgangi af vöru- og þjónustuskiptum til ársins 2016. Lítið svigrúm er fyrir afganginn að minnka mikið nema með auknum lántökum. Árið 2010 var afgangur áætlaður nálægt 115 ma.kr. Sé gengið út frá því að gengið haldist óbreytt og að verðbólga verði svipuð og í helstu viðskiptalöndum Íslands, mun raungengi einnig haldast óbreytt og hefur þess vegna ekki mikil áhrif á vöru- og þjónustujöfnuð eins og það gerði árin 2008 og 2009. Afurðaverð er helsti óvissuþátturinn í spám um afgang á næstu árum. Haldi efnahagsástand áfram að batna gæti það leitt til áframhaldandi hækkunar afurðaverð. Ekki er þó gert ráð fyrir því í dæmunum hér á eftir.

4) Endurheimtur úr gamla Landsbankanum samkvæmt mati skilanefndar.

Þróist gengi gjaldmiðla eins og S.Í. gerir ráð fyrir munu endurheimtur úr búi gamla Landsbankans duga fyrir afborgunum Icesave skuldbindingarinnar og 8,65 ma.kr. munu ganga upp í vaxtakostnað ríkisins. Verði endurheimtur minni mun kostnaðurinn falla á TIF og því næst íslenska ríkið.

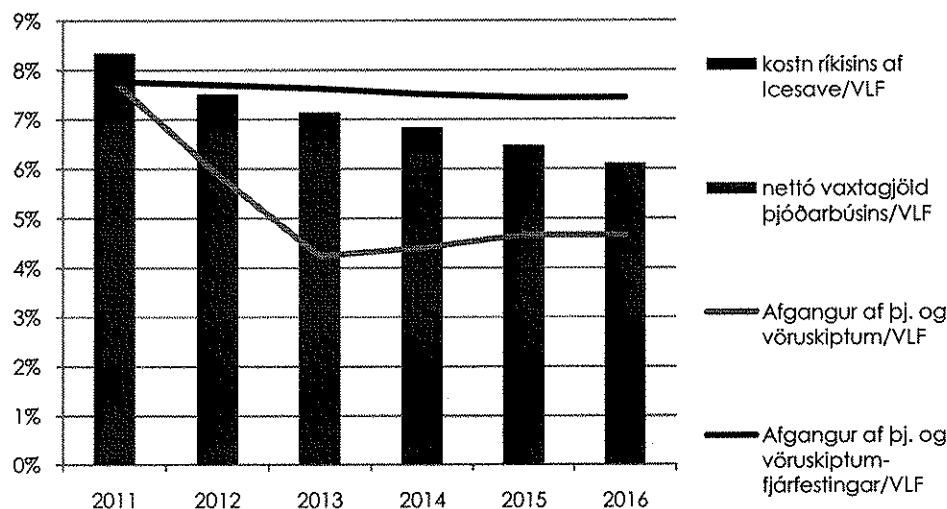
5) 50% af ávöxtun eigna skilar sér til landsins sem innflæði gjaldeyris.

Erfitt er að áætla hlutfall þeirrar ávöxtunar sem skilar sér til baka til landsins. Gjalddeyrishöft eru líkleg til að draga úr vilja til að skila heim ávöxtun og líklegt að þeir sem geti kjósi að endurfjárfesta erlendis.

Sviðsmynd 1 – Líklegasta niðurstaðan: Svigrúm til niðurgreiðslna lána

Sviðsmynd 1 (Mynd 22) endurspeglar aðstæðurnar sem við teljum líklegastar að verði. Samkvæmt henni dugur afgangur af vöru og þjónustujöfnuði til að greiða vexti af erlendum skuldum ásamt kostnaði vegna Icesave að því gefnu að forsendur í sviðsmynd 1 gangi eftir. Hér er jafnframt gert ráð fyrir því að það takist að greiða upp Icesave skuldina fyrir lok júní 2016. Ekki reynir á efnahagslegu fyrirvarana í þessu tilviki hér.

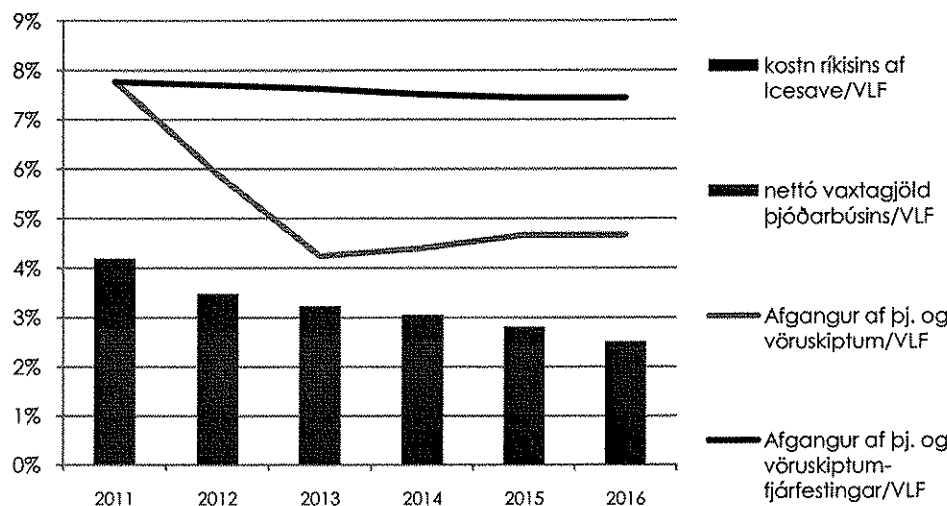
Mynd 22: Svigrúm til niðurgreiðslna lána



Sviðsmynd 2 – Allur arður af fjárfestinum skilar sér heim

Mynd 23 sýnir áhrif þess að öll arðsemi af erlendum fjárfestingum kæmi heim en að öðru leyti er hún eins og sviðsmynd 1.

Mynd 23: Allur arður af fjárfestinum skilar sér heim

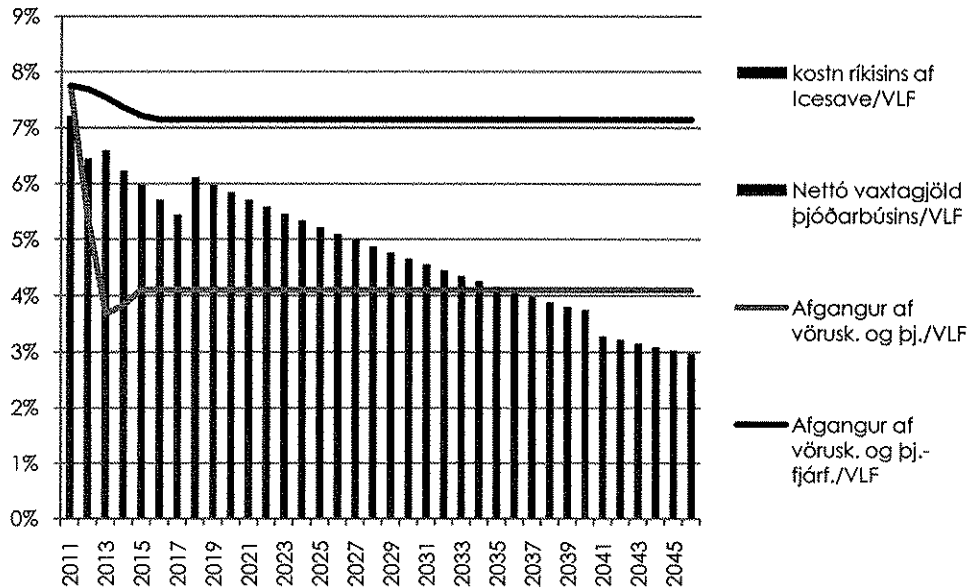


Sviðsmynd 3 – 50% minni endurheimtur og ekkert af ávöxtun erlendra eigna komi til landsins

Í þessari sviðsmynd er dregin upp mjög svört mynd þar sem einhverskonar efnahagsáfall hefur átt sér stað erlendis og endurheimtur úr búi gamla Landsbankans verða aðeins 50% af forgangskröfum og öll ávöxtun erlendra eigna komi ekki til landsins. Verði hver afborgun aðeins helmingur þess sem búist er við í sviðsmynd 1 hækkar vaxtakostnaður mikið sem og eftirstöðvar undir lok samningsins. Eftirstöðvarnar sem næmu rúmlega 290 mö.kr. féllu á ríkissjóð og reiknuðust CIRR-vextir á höfuðstólinn. Verði þetta niðurstaðan lengst

samningstíminn um eitt ár fyrir hverja tíu ma.kr. sem eftir standa en þó ekki lengur en til þrjátíu ára. Ríkissjóður þyrfti því að greiða um 15 ma.kr. árlega til ársins 2046 miðað við 3% CIRR vexti út samningstímann.

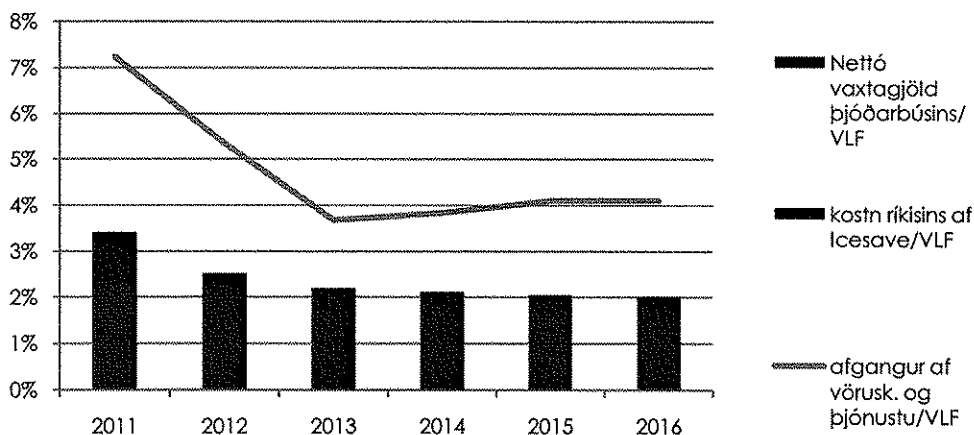
Mynd 24: Afgangur til niðurgreiðslu lána



Sviðsmynd 4 – TIF fær forgang umfram aðrar forgangskröfur

Samkvæmt samningnum njóta allir forgangskröfuhafar jafnræðis við úthlutun úr búi gamla Landsbankans. Þó er skilið eftir svigrúm svo að TIF geti látið reyna á það hvort kröfur hans njóti forgangs umfram aðra forgangskröfuhafa. Úrlausn íslenskra dómstóla um þetta atriði má þó ekki vera í andstöðu við ráðgefandi áliti EFTA-dómstólsins. Fái TIF forgang umfram aðrar forgangskröfur fær hann allt það fé sem berst frá þrotabúi gamla Landsbankans þar til krfa sjóðsins er að fullu greidd. Við þetta hækka árlegar afborganir til Breta og Hollendinga og höfuðstóll samningsins verður greiddur upp mun fyrir með lægri vaxtakostnaði fyrir ríkissjóð. Við þessar aðstæður yrði vaxtakostnaður sem félli á ríkið rúmlega 20 ma.kr. ef greiðsla frá TIF uppá 20.ma.kr vegna áfallinna vaxta frá 1. október 2009 eru teknir með í reikninginn.

Mynd 25: Afgangur til niðurgreiðslu lána



7 Niðurstöður

Nýr Icesave samningur er mun hagstæðari en fyrri samningur. Vextir hafa lækkað og vaxtahlé hefur verið lengt. Ákvæði er um möguleika á að sækja rétt til að fá forgang á greiðslur. Efnahagslegir fyrirvarar eru settir til að tryggja að fjárhagsleg byrði vegna greiðslna eftirstöðva verði ríkissjóði ekki of þungbær, ef til þess kemur.

Sú gengisáhætta sem leiddi af samningi er enn til staðar en væntanlega mundu fyrirvararnir veita vörn ef af tímabundinni veikingu krónunnar yrði. Efnahagshorfur fara batnandi og ef ekki óvænt gerist ætti Icesave samningurinn að vera hófleg byrði á ríkissjóði gangi grunnspár eftir. Mögulega eru forsendur til þess að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði geti staðið undir viðbótargreiðslum af Icesave ef aðstæður þróast áfram jákvætt og nafngengi krónunnar styrkist ekki um of. Ef það tekst ekki þá þarf að fjármagna afborganir þær með nýjum lántökum. Undir öllum eðlilegum kringumstæðum ætti skuldsetning ríkissjóðs ekki að aukast meira en að hámarki um 5% vegna samningsins. Hinsvegar er möguleiki á að kostnaður af Icesave geti orðið mun hærrí í tilviki verulegrar veikingar krónunnar eða mun minni endurheimtum úr þrotabúi Landsbankans. Slíkt gæti hæglega gerst ef innlent efnahagslífi yrði fyrir nýju áfalli eða verðbólga ykist, sem lækkaði aftur gengi gjaldmiðilsins. Einnig gætu nýjar efnahagsþrengingar erlendis nýrt gæði þrotabús Landsbankans og verðmæti útflutnings frá Íslandi. Væntanlega eru slíkar aðstæður tímabundnar og þá er mikilvægt að hafa þá efnahagslegu fyrirvara sem í samningnum eru til að viðhalda góðu greiðsluhæfi.

Þá getur einnig komið upp sú staða að útgreiðslur úr þrotabúinu verða mögulega hærrí en sem nemur greiðslum til Breta og Hollendinga. Ef TIF fengi forgang umfram aðra forgangshafa í þrotabúið gæti sú staða myndast og einnig fræðilega, ef krónan styrkist, fullar endurheimtur fengjust og útgreiðslur úr þrotabúi gengu hraðar fyrir sig en núverandi áætlun gerir ráð fyrir.

Hrein erlend skuldastaða er enn há þó svo hún hafi lækkað frá því það var verið að meta fyrri samninginn. Hún er að okkar mati um 70% af VLF. Opinberar tölur Seðlabanka eru mun lægri en hann hefur nefnt hærrí tölur líka þar sem ekki er búið að taka tillit til allra þátta vegna efnahagsuppgjörs í skýrslugjöf. Þessi skuldsetning er há í alþjóðlegum samanburði og mikilvægt að unnið sé að því að lækka þessa stöðu sem mest og hraðast. Óvissa ríkir um hvaða áhrif þessi háa skuldastaða hefur. Háar erlendar skuldir hafa tilhneigingu til að draga úr hagvexti í gegnum samdrátt í fjárfestingum.

Skattahækkanir geta einnig haft neikvæð áhrif á hagvöxt. Þær draga bæði úr fjárfestingum og draga úr vinnufýsi. Óvissa er um hagvaxtarhorfur í nágranalöndum okkar og margir telja að framundan sé stöðnunarskeið sem gæti staðið í nokkur ár. Mikilvægt er því að grípa þau tækifæri til hagvaxtaraukningar sem gefast og ekki hvað síst þau sem skila sér jafnframt inn í erlent tekjustreymi þjóðarinnar. Ef það tekst ætti að vera hægt að greiða niður erlendar skuldir og þar með að auka lífsgæði.

Niðurstaða okkar er að nýi samningurinn breyti ekki greiðsluhæfi ríkissjóðs að neinu marki, nema þá helst til batnaðar í gegnum óbein áhrif s.s. betra lánshæfismat, og að það séu aðrir þættir sem vega þar mun þyngra í efnahagslegu tilliti. Fyrri samningur jók líkur á greiðslufalli að okkar mati miðað við umfang og áhættu hans ásamt þeirri óvissu sem var til staðar varðandi efnahagsmál þjóðarinnar og nágrannarlandanna. Nú teljum við að efnahagslegt umhverfi hafi batnað ásamt því að umfang og áhætta nýja samningsins er mun minni gerir það að verkum að við teljum að nýi Icesave samningurinn einn sér muni ekki valda greiðslufalli hjá ríkissjóði.

Í þessari skýrslu höfum við reynt að svara þeim spurningum sem við vorum beðin um umsögn á. Fyrst og fremst snérust þau atriði um áhættumat á samningnum ásamt mati á getu ríkissjóðs við að standa við sínar greiðsluskuldbindingar við mismunandi aðstæður. Ekki var í þessari skýrslu reynt að leggja mat á afleiðingar þess að hafna samningnum. Það er von okkar að þessi samantekt komi að gagni í þessu mikilvæga máli.

Fyrirvarar útgáfu

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem IFS ráðgjöf hefur undir höndum þegar skýrslan er rituð. Helstu heimildir eru ársskýrslur, atkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur IFS ráðgjöf, eða starfsmenn IFS ráðgjafar ekki tekið ábyrgð á villum. IFS ráðgjöf og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og ófugt.

IFS ráðgjöf, starfsmenn IFS ráðgjafar, stjórnarmenn eða aðilar tengdir IFS ráðgjöf kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmátskýrslur og annað útgáfuefni IFS ráðgjafar lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ymsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri þjónustu.

© Copyright 2011 by IFS.

All rights reserved.

IFS Ráðgjöf á höfundarrétt að öllum þeim upplýsingum sem fram koma í þessari skýrslu, nema annað sé sérstaklega tekið fram. Það er með öllu óheimilt að birta upplýsingar sem fram koma í þessari skýrslu, dreifa þeim, afrita þær eða nota þær með öðrum hætti án skriflegs samþykkis IFS Ráðgjafar.