Alþingi
Erindi nr. Þ 139/ 1191
komudagur 21.1.2011

21. janúar 2011
SÍ-69676

Nefndasvið Alþingis
nefndasvið@althingi.is
Austurstræti 8 – 10
150 Reykjavík

Minnisblað um Icesave-samninginn og gjaldeyrishöft

Í tölvupósti frá 14. janúar sl. bað varaformaður fjárlaganefndar Seðlabanka Íslands um minnisblað um hvernig afnám gjaldeyrishafta gætu spilað saman við Icesave-samninginn.

Hvað áhættu varðar kemur hér einkum tvennt til álita. Í fyrsta lagi hvernig hugsanlegt tjón vegna gengisáhættu sem samningurinn felur í sér gæti aukist eftir því sem nafngengi krónunnar er lægra þegar kemur til útgreiðslna úr þrotabúi Landsbankans. Í öðru lagi hvort afnám hafta gæti haft tímabundin áhrif til lækkunar á nafngengi krónunnar. Þetta hefur síðan vakið tvær spurningar: (1) Er það forsenda þess að geta metið Icesave-samninginn að vita hvernig losað verður um höftin? (2) Á að bíða með að losa um höftin þar til greitt hefur verið úr þrotabúi Landsbankans?

Að mati Seðlabankans er svarið við báðum spurningum nei, eins og nánar er rökstutt í minnisblaðinu. Rétt er að benda á að gengisáhætta vegna Icesave-samningsins hverfur ekki þótt dragist á langinn að staðfesta samninginn. Reyndar er eina leiðin til að gengisáhættan hverfi sú að endanleg niðurstaða varðandi lagalega óvissu um skuldbindingar Íslands verði að þær séu engar í þessu sambandi.

Meðal annars vegna afnáms gjaldeyrishafta er mikilvægt að hafa sem gleggstar upplýsingar um þær byrðar sem gætu fylgt niðurstöðu í Icesave-málinu og hvernig gjaldeyrisstreymi vegna hans muni dreifast í tíma. Tímasetning greiðslna úr þrotabúi Landsbankans og áfanga við losun gjaldeyrishafta gæti vissulega haft áhrif á heildarkostnaðinn, en einnig þarf að horfa til þess að jákvæð áhrif sem lausn Icesave-deilunnar gæti haft á lánstraust Íslands og viðhorf erlendra fjárfesta ættu að búa í haginn fyrir afnám hafta. Vandinn við afnám hafta felst ekki síst í því að aðgengi Íslands að erlendum lánsfjármörkuðum er enn takmarkað. Að því marki sem lausn Icesave-deilunnar stuðlar að bættu aðgengi Íslands að

alþjóðlegum lánsfjármarkaði mun hún auðvelda losun hafta og draga úr hugsanlegum neikvæðum áhrifum hennar.

Rétt er að hafa í huga að Icesave-samningurinn nær til mun lengri tíma en þess tímabils sem áhrifa losunar gjaldeyrishafta á gengi krónunnar gæti gætt. Því til viðbótar er alls óvíst er að áhrifin verði teljandi og reynsla annarra þjóða bendir til þess að afnám hafta geti fremur stuðlað að hærra gengi sé rétt að afnámi hafta staðið.[1] Þar skiptir einnig máli að raungengi er um þessar mundir langt fyrir neðan sögulegt meðaltal og að líkindum einnig undir jafnvægisgildi sínu.

Eigi að síður gæti tímabundinn gengislækkun, t.d. í tengslum við losun hafta, valdið aukinni byrði vegna Icesave-samningsins ef gengi krónunnar er lágt á sama tíma og umtalsverðar greiðslur eiga sér stað úr þrotabúi Landsbankans. Taka þarf tillit til þessa við útfærslu afnáms hafta. Einnig kæmi til álita að reyna eftir megni að flýta greiðslum úr þrotabúinu eða skoða aðrar leiðir til þess að draga úr þessari áhættu.

Hér á eftir eru færð frekari rök fyrir ofangreindri niðurstöðu. Rætt er um núverandi stöðu raungengis og líklega þróun til hækkunar. Afnám hafta breytir því ekki nema til skemmri tíma. Afar ólíklegt er að nafngengi krónunnar muni lækka verulega nema illa verði staðið að losun gjaldeyrishafta og þá aðeins um skamma hríð. Umtalsverð og viðvarandi lækkun nafngengis getur ekki átt sér stað nema verðbólga fari verulega úr böndum, sem tæpast gæti orðið nema meiriháttar mistök yrðu gerð við stjórn peningamála, t.d. með því að sjálfstæði Seðlabankans yrði skert eða grafið undan trúverðugleika peningastefnunnar með öðrum hætti. Ekki eru miklar vísbendingar um að slíkar hugmyndir hafi hljómgrunn.

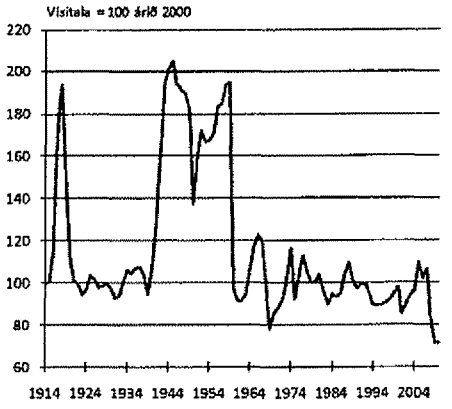
1. Núverandi staða raungengis og líkleg þróun næstu árin

Raungengi mældist rúmlega 77 stig í lok síðasta árs og tæplega 75 stig fyrir árið í heild (miðað við vísitölu sem er sett jafnt 100 árið 2000). Eins

[1] Sjá t.d. í grein Glick og Hutchison (2005), „Capital controls and exchange rate instability in developing economies", *Journal of International Money and Finance*, 24, 387-412. Í grein Bartolini og Drazen (1997), „Capital account liberalization as a signal", *American Economic Review*, 87, 138-154, segir að í mörgum löndum hafi afnám hafta leitt til aukins nettó innflæðis fjármagns en það leiðir öllu jöfnu til hækkunar gengis. Í grein Labán og Larraín (1997), „Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?", *Journal of International Money and Finance*, 16, 415-431, eru einnig nefnd fjöldi dæma um hvernig afnám hafta hafi leitt til þess að hreint innflæði eykst.

og mynd 1 sýnir er þetta lægsta raungengi sem mælst hefur síðan árið 1914.[2]

Mynd 1
Raungengi 1914-2010



Heimild: Jóhannes Nordal og Ólafur Tómasson (1985), Seðlabanki Íslands.

Eins og myndin ber einnig með sér, hefur raungengi töluvert sterka tilhneigingu til að sveiflast í kringum fast meðaltal, sem er vel þekktur eiginleiki raungengis.[3] Langtímameðaltal er oft talið gefa góða vísbendingu um langtíma jafnvægisraungengi.

Ekki er hins vegar útilokað að jafnvægisgengið taki breytingum yfir tíma. Það á sérstaklega við í kjölfar fjármálakreppu eins og þeirrar sem nýlega reið yfir hér á landi. Jafnvægisraungengi gæti því tímabundið orðið nokkru lægra hér á landi en meðalraungengi undanfarinna áratuga.

[2] Myndin er samsett úr opinberum gögnum Seðlabankans fyrir raungengi fyrir tímabilið 1960-2010 og gögnum úr grein Jóhannesar Nordal og Ólafar Tómassonar (1984), „Frá floti til flots", í bókinni *Klemensarbók*, ritstjóri Sigurður Snævarr, Félag viðskipta- og hagfræðinga.

[3] Þótt þessi tilhneiging virðist ótvíræð benda rannsóknir jafnframt til þess að frávik frá jafnvægisraungengi geti varið í nokkurn tíma. Sjá t.d. Obstfeld og Rogoff (2001), „The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause?" *NBER Macroeconomics Annual* 15, 339-412".

Reynt hefur verið að meta jafnvægisraungengið í nokkrum rannsóknum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn komst að þeirri niðurstöðu í september-skýrslu sinni um íslensk efnahagsmál að gengi krónunnar hafi verið um 2-23% undir jafnvægisgengi í apríl 2010.[4] Seðlabankinn hefur einnig lagt mat á jafnvægisraungengi út frá þjóðhagslíkani bankans.[5] Samkvæmt því mati var gengi krónunnar í apríl á síðasta ári 15-20% undir langtímajafnvægisgildi. Á sama tíma var raungengið um 27% undir meðaltali tímabilsins 1980-2010 (sem er það tímabil sem matið á jafnvægisraungenginu miðar við).

Rétt er þó að hafa í huga að frá aprílmánuði á síðasta ári hefur raungengið hækkað um tæplega 10% og nafngengi um rúmlega 7% miðað við viðskiptavog. Frávik raungengis frá áætluðu jafnvægisraungengi hefur því minnkað sem því nemur frá því í apríl sl. Eftir sem áður gefa flestar aðferðirnar til kynna að raungengið sé undir jafnvægisgildi þótt sumar þeirra bendi til að það þurfi ekki að vera mikið.

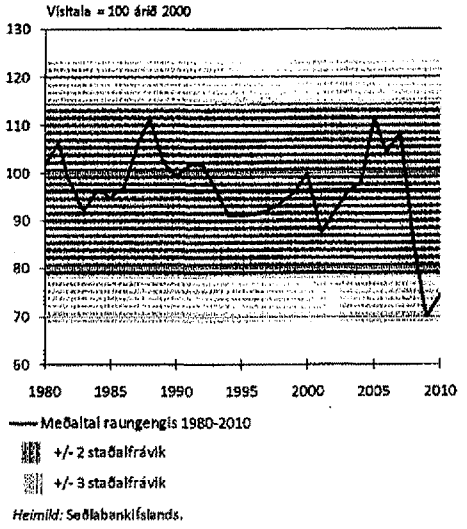
Að þessu gefnu og horft til sögulegrar þróunar raungengis (sjá mynd 2) má telja ólíklegt að raungengi verði eins lágt eða lægra en það er nú um langt skeið. Eins og myndin sýnir var raungengið á síðasta ári tæplega 3 staðalfrávikum undir meðaltali tímabilsins 1980-2010, sem telst afar sjaldgæf og ólíkleg útkoma.[6]

[4] Þessar aðferðir byggja á því að meta það raungengi sem samsvarar ytri jöfnuði þjóðarbúsins (e. macro balance approach), það raungengi sem tryggir sjálfbærni hreinna erlendra skulda (e. external sustainability approach) og það raungengi sem samsvarar langtímasambandi raungengis og fjölda efnahagsþátta (e. equilibrium real exchange rate approach). Sjá IMF (2010), „Iceland Staff Report" september 2010 (bls. 15), og Robert Tchaidze (2007), „Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate", IMF Working Papers nr. 07/276.

[5] Sjá Ásgeir Daníelsson o.fl. (2009), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy", Seðlabanki Íslands Working Papers nr. 41 og Ásgeir Daníelsson (2009), „QMM: A steady state version", Seðlabanki Íslands Working Papers nr. 44.

[6] Miðað við normaldreifingu eru um 5% líkur á atburðum sem eru meira en 2 staðalfrávikum frá meðaltali og tæplega 0,3% líkur á atburðum sem eru meira en 3 staðalfrávikum frá meðaltali. Slíkur atburður ætti því að gerast u.þ.b. 1 sinni á 370 ára fresti lúti raungengið normaldreifingu.

Mynd 2
Raungengi 1980-2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Samspil raungengis, nafngengis og verðbólgu

Af ofangreindu má ætla að ekki sé efnahagslegar forsendur fyrir lækkun raungengis til lengri tíma. Nafngengi krónunnar mun því aðeins lækka verulega til lengri tíma að verðbólga á Íslandi verði umtalsvert meiri en í samkeppnislöndum Íslands um langa hríð. Það myndi leiða til hækkandi raungengis að óbreyttu nafngengi. Til þess að raungengi leiti aftur í langtímajafnvægi yrði þá annað hvort verðbólga að hjaðna á ný og vera minni en í samkeppnislöndunum um langt skeið eða nafngengi krónunnar að lækka.[7]

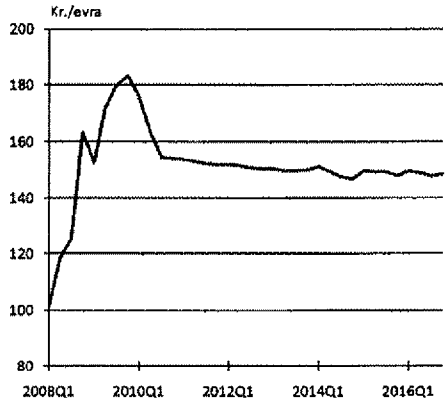
Eins og rakið er hér að ofan bendir mat á langtímajafnvægisraungengi til þess að raungengið muni hækka er fram líða stundir. Sé verðbólga svipuð hér og í nágrannalöndunum, ætti því nafngengi krónunnar að hækka sem því nemur til lengri tíma. Því aðeins að verðbólga verði meiri hér á landi

[7] Hið formlega samband nafngengis, raungengis og verðbólgu er með eftirfarandi hætti: $\Delta R = \Delta E + (\Delta P - \Delta P^*)$, þar sem ΔR er breyting raungengis, ΔE er breyting nafngengis, ΔP er verðbólga á Íslandi og ΔP^* er verðbólga í samkeppnislöndunum (hækkun R og E táknar gengishækkun). Raungengi getur því hækkað vegna þess að nafngengi hækkar eða vegna þess að verðbólga er meiri hér á landi en í samkeppnislöndunum. Til þess að raungengi sé óbreytt í langtímajafnvægi sínu þegar verðbólga er meiri hér á landi þarf því nafngengi að lækka sem samsvarar mismun verðbólgu hér og í samkeppnislöndunum.

en í samkeppnislöndunum um langt skeið mun nafngengi krónunnar lækka á sama tíma og raungengi hækkar í átt að langtímajafnvægi.[8]

Í gengisdæminu sem liggur til grundvallar mati Seðlabankans á Icesave-samningnum er byggt á spá bankans sem birtist í *Peningamálum* 2010/4 í nóvember sl. Þar er birt spá um gengi krónunnar út árið 2013. Eftir þann tíma byggist matið á reikniforsendum sem notaðar voru við gerð þjóðhagsspárinnar.

Mynd 3
Gengi krónu gagnvart evru 2008-2016
samkvæmt reikniforsendu Icesave-samnings



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ekki er um eiginlega spá að ræða heldur framreikning út úr þjóðhagslíkani bankans. Samkvæmt nóvemberspá Seðlabankans er gert ráð fyrir smávægilegri styrkingu gengis krónunnar á spátímanum og er gengi krónu gagnvart evru í lok árs 2013 u.þ.b. 150 kr. í samræmi við undirliggjandi

[8] Til að gefa hugmynd um stærðargráðu: Ef raungengi krónunnar á eftir að hækka um 10% til ársins 2016 (sem væri ekki fjarri lagi miðað við fyrrgreint mat á jafnvægisraungengi) á sama tíma sem nafngengi krónunnar lækkar um 20%, þá þarf uppsafnaður mismunur verðbólgu hér á landi og í samkeppnislöndunum að vera um 30% sem samsvar u.þ.b. 6 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en í öðrum löndum á hverju ári. Miðað við að verðbólgumarkmið flestra samkeppnislanda okkar er á bilinu 2-3%, þyrfti því verðbólga að vera um 8-9% á ári hér á landi að jafnaði á þessu tímabili.

hækkun raungengis eins og lýst er hér að ofan.[9] Gengisferillinn út samningstíma Icesave-samningsins er síðan tiltölulega stöðugur út allt tímabilið. Samkvæmt gengisferlinum er gengi krónunnar því rúmlega 3% hærra í árslok 2016 en það var í árslok 2010 (sjá mynd 3).

Mikilvægt er að hafa í huga að gengisferillinn felur ekki í sér að Seðlabankinn telji að gengi krónunnar verði lítið breytt allt tímabilið. Ferillinn endurspeglar einfaldlega að ástæða er til að ætla að gengi krónunnar eigi eftir að hækka á næstu árum fremur en lækka, eins og rakið er hér að ofan, varúðarsjónarmið ráði því að ekki er gert ráð fyrir eins mikilli hækkun og hægt væri að færa rök fyrir. Þekkt niðurstaða hagrannsókna um að skásta skammtímaspáin um gengi gjaldmiðla sé einfaldlega að spá óbreyttu gengi.[10] Reynslan sýnir hinsvegar að gengi gjaldmiðla getur sveiflast töluvert án þess að augljósar efnahagslegar forsendur séu þar að baki. Eðli máls samkvæmt er hins vegar nánast ómögulegt að sjá þá þróun fyrir og leggja áreiðanlegt tölulegt mat á áhættu sem því fylgir.

3. Hugsanleg áhrif afnáms gjaldeyrishafta á gengi

Miðað við ofangreinda umfjöllun er líklegra að raungengið muni hækka á næstu árum en að það lækki. Það breytir því ekki að afnám gjaldeyrishafta gæti leitt til þess að nafngengi krónunnar lækki tímabundið á meðan fjármagn sem höftin hafa bundið inn í landinu er að komast í hendur þolinmóðari fjárfesta. Greiningin hér að ofan bendir til þess að tímabundin lækkun, sem alls óvíst er að verði, vari ekki lengi. Rétt er að hafa í huga að stefna stjórnvalda er að losa um gjaldeyrishöftin með þeim hætti að ekki verði óstöðugleiki á gjaldeyrismarkaði. Það verður einnig leiðarljós við þá endurskoðun áætlunarinnar um afnám hafta sem nú fer fram.

Afnám hafta mun því aðeins breyta langtímahorfum í gengismálum að það hafi viðvarandi áhrif á þá efnahagsþætti sem ráða munu langtímajafnvægi

[9] Eins og fjallað er um í *Peningamálum* 2010/2 felst í gengisspám Seðlabankans tiltölulega hæg aðlögun að jafnvægisraungengi í kjölfar fjármálakreppunnar. Er þróunin svipuð og hún var í Finnlandi í kjölfar fjármálakreppunnar þar í landi á fyrri hluta tíunda áratugs síðustu aldar en nokkuð hægari en hún varð t.d. í kjölfar Asíukreppunnar á síðari hluta sama áratugs.

[10] Mikill fjöldi rannsókna hafa sýnt fram á þetta allt frá frægri rannsókn þeirra Meese og Rogoff (1983), „Empirical exchange rate models of the Seventies: Do they fit out of sample?", *Journal of International Economics*, 14, 3-24. Obstfeld og Rogoff (2001), „The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause?" *NBER Macroeconomics Annual* 15, 339-412", nefna þetta eina af sex megin ráðgátum alþjóðahagfræðinnar.

raungengisins. Ekki verður séð að afnám hafta muni veikja efnahagslegar forsendur svo að jafnvægisraungengið verði ekki hærra en núverandi raungengi. Í raun er líklegra að losun hafta muni styrkja forsendur þess að krónan styrkist. Eins og oft hefur komið fram hjá Seðlabankanum, Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og fjölda hagfræðinga sem gagnrýnt hafa gjaldeyrishöftin, er líklegt að gjaldeyrishöft hafi í för með sér efnahagslega kostnað sem verður því meiri sem þau vara lengur. Afnám þeirra mun því fremur stuðla að hærra jafnvægisraungengið til langs tíma litið. Afnám hafta og samþætting íslensks fjármálamarkaðar við alþjóðlega fjármálamarkaði ætti einnig að stuðla að því að áhættuþóknun sem fjárfestar krefjast ofan á krónueignir umfram sambærilegar erlendar eignir minnki, að öðru óbreyttu, til lengri tíma litið.

Reynsla annarra þjóða af losun gjaldeyrishafta er með margvíslegum hætti og erfitt að greina áhrif þess frá öðrum þáttum. Hér virðist skipta miklu hvernig, í hvaða röð og hvenær losað er um höftin. Ótímabær aflétting hafta geti leitt til gengisóstöðugleika en einnig eru ýmis dæmi þess að gegni viðkomandi gjaldmiðils hafi hækkað í kjölfarið. Hér togast oft á tveir þættir, þ.e.a.s. að afnám hafta getur aukið traust á efnahagsstefnuna en um leið verður viðkomandi land verður berskjaldaðra fyrir sveiflukenndum fjármagnshreyfingum.[11]

4. Samspil Icesave-samningsins og hafta

Neikvæð gengisáhætta af Icesave-samningnum tengist að mestu leyti óvissu um þróun nafngengis næstu 1-2 ára þar sem þau verða mest ef gengi krónunnar fellur og helst lágt áður en stærstu greiðslur eiga sér stað úr búinu. Tímasetning útgreiðslna mun m.a. ráðast af niðurstöðu málaferla er varða einstakar kröfur í búið og gæti því dregist fram á næsta ár. Ráðgert er að hefja útgreiðslur úr þrotabúi Landsbankans á þessu ári. Áætlað er að rúm 40% af eignum búsins hafi endurheimst fyrir lok árs 2011 og rúm 10% í viðbót árið 2012. Gjaldeyrisáhættan er því mest á meðan verið er að greiða þessar upphæðir en minnkar síðan á næstu árum samningsins. Þegar greiðslur hafa átt sér stað úr búinu og ef eftir stendur afgangsskuld, sem ríkisjóður ábyrgist, þá mun langtímaþróun gengis krónunnar hafa áhrif á þá stærð sem ríkisjóður þarf að kosta með krónutekjum sínum. Sú áhætta er þó að hluta afleidd áhætta af ofangreindu, þ.e.a.s. gengisáhættan ræðst að töluverðu leyti af gengisþróun árin 2011-2012. Draga myndi úr ofangreindri gengisáhættu ef eignum búsins yrði úthlutað til TIF með

[11] Sjá t.d. í grein Glick, Guo og Hutchison (2004), „Currency crises, capital account liberalization, and selection bias", *Review of Economics and Statistics*, 88, 698-714.

forgangsrétti í stað jafnstöðusamnings (*pari passu)*, þar sem þá myndi TIF greiða skuld sína hraðar niður sem lágmarkar gengisáhrif til skamms tíma.

Áætlun um afnám hafta mun taka tillit til allra þekktra þátta sem haft geta áhrif á greiðslujöfnuð og gengi krónunnar til skamms tíma. Icesave-samningurinn er einn þessara þátta. Mjög dregur úr gjaldeyrisáhættunni þegar það sem þegar hefur endurheimst verður greitt út. Tafir á því fram á næsta ár gætu haft áhrif á þann þátt afléttingar hafta sem valdið getur tímabundnum sveiflum í gegni krónunnar. Ekki er líklegt að samningurinn hafi áhrif til frekari lækkunar raungengis til langs tíma, sbr. það sem áður hefur verið nefnt í minnisblaði þessu.

Eins og nefnt er að ofan þarf að skera úr um deilumál fyrir dómstólum áður en greitt er út úr þrotabúinu. Seðlabankinn er ekki í stöðu til að meta hvenær útgreiðslur hefjast en telur æskilegt í ljósi ofangreinds að þær hefjist sem fyrst.

Virðingarfyllst
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson
aðalhagfræðingur

Viðauki

Í þessum viðauka er gengisáhættu Icesave-samningsins lýst. Hann er efnislega samhljóma umfjöllun um gengisáhættu í umsögn bankans frá 10. janúar sl. en er ítarlegri og lýsir fleiri dæmum.

Mat á skuldbindingum sem felast í samþykkt nýs Icesave-samnings byggist á nýjasta yfirliti um heimtur eigna í þrotabúi Landsbankans sem birt er á heimasíðu slitastjórnar bankans.[12] Í yfirlitinu (glæra 10) er sýnd skipting áætlaðra inngreiðsla fyrir árin 2011-2013 og síðan fjárhæð sem áætlað er að innheimtist síðar:

Tafla 1 Áætlað sjóðsstreymi eftir gjaldmiðlum miðað við gengi 30. sept. 2010

Eining:	Sjóður	Sj. 1. fj.	4. fj.					NBI A-	NBI skil-	NBI	
ma.kr	31/12 '09	-3. fj. '10	2010	2011	2012	2013	Seinna	sk.br.	yrt sk.br.	hlutafé	Samtals
ISK	14	11	2	22	4	2	18	0	0	23	96
USD	20	19	15	17	6	17	10	83	5	0	193
EUR	53	38	16	31	10	19	123	134	9	0	432
GBP	81	45	13	14	112	11	30	49	3	0	357
CAD o.fl.	5	7	7	10	6	4	21	0	0	0	60
Eignir alls	173	120	53	93	138	53	201	267	17	23	1.138

Í þessum áætlunum um endurheimtur er miðað við að gengi krónu gagnvart helstu gjaldmiðlum sé sem hér segir:[13]

Tafla 2 Gengi nokkurra erlendra gjaldmiðla 30. sept. 2010

CAD	110,4
EUR	154,4
GBP	178,3
USD	113,4

Uppgjörsbréfin milli Nýja-Landsbankans (NBI) og þrotabús gamla Landsbankans eru sýnd sér. Fyrir liggja upplýsingar um stærsta einstaka liðinn í því uppgjöri, A-skuldabréfi að fjárhæð 871 milljón evra, 734 milljónir dollara og 275 milljónir punda. Vextir á þessu bréfi eru

[12] Sjá http://www.lbi.is/library/Opin-gogn/skyrslan/Q3_Financial_information_open_side.pdf.

[13] Sama rit bls. 5.

breytilegir, þ.e.a.s LIBOR-vextir með 1,75 prósenta álagi fram til október 2013 en þá hækkar álagið í 2,9 prósentur.

Í áætlunum um endurheimtur af bréfunum hér á eftir er gert ráð fyrir að fjárhæðir sem tilgreindar eru í yfirliti slitastjórnarinnar innheimtist jafnt alla fjórðunga ársins. Gengið er út frá sömu forsendu í áætlunum slitastjórnarinnar um innheimtur í hverjum gjaldmiðli fyrir sig. Því sem slitastjórnin áætlar að innheimtist eftir árið 2013 er skipt jafnt niður á fjórðunga áranna 2014 og 2015. Þá er gert ráð fyrir að A-skuldabréfið sem NBI hefur gefið út innheimtist í samræmi við ákvæði þess. Þessir vextir eru tiltölulega lágir nú en þó má ætla að vaxtagreiðslur af láninu fram til þriðja ársfjórðungs í ár muni nema rúmlega 27 ma.kr. Miðað við þá forsendu og aðrar forsendur í áætlun slitastjórnarinnar ætti hún að hafa til ráðstöfunar til útgreiðslu á þriðja ársfjórðungi í ár 443 ma.kr. Þar af falla í skaut Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta (TIF) 51% eða 226 ma.kr.

Miðað við gengi krónu 30. september 2010 var höfuðstóll lánanna frá Bretlandi og Hollandi 610 ma.kr.[14] 226 milljarðar sem greiddir væru út á þriðja ársfjórðungi í ár nægja þannig til að greiða 37% af höfuðstól lánanna frá Bretlandi og Hollandi.

Í áætlunum slitastjórnarinnar er ekki gert ráð fyrir vöxtum af eignum þrotabúsins. Einnig er gert ráð fyrir því að gengið sé fast eins og það var 30. september 2010. Í minnisblaði Seðlabankans frá 10. janúar sl. er vikið frá þessum forsendum. Gert ráð fyrir að vextir á A-skuldabréfinu verði 3,6% að meðaltali, sem jafngildir að LIBOR-vextir verði 1,85% að meðaltali fram til október 2013 en lækki þá í 0,7% að meðaltali. Þessi forsenda gefur að hlutur TIF í vaxtatekjum þrotabús Landsbankans verði 23 ma.kr. einsog gert er ráð fyrir í útreikningum í greinargerð með frumvarpinu (bls. 9). Nokkur óvissa er um það hvenær skuldabréfin verði seld en hér er gert ráð fyrir að skuldabréfin verði seld á öðrum ársfjórðungi 2016. Miðað við þá vaxtaforsendu sem hér er notuð er það hagur TIF og ríkissjóðs að skuldabréfið verði selt seint enda er hér gert ráð fyrir örlítið hærri vöxtum á skuldabréfinu en eru á lánunum frá Bretlandi og Hollandi. Munurinn er þó mjög lítill. Rétt er einnig að nefna að á síðasta ári voru vextir af skuldabréfinu innan við 3%.

Gert er ráð fyrir að aðrar skuldir NBI við þrotabú gamla Landsbankans innheimtist á tveim fyrstu fjórðungum ársins 2016.

[14] Hér er miðað við að lánið frá Bretlandi verði 2.275 milljónir punda og að lánið frá Hollandi verði 1.322 milljónir evra. Miðað við gengi 22. apríl 2009 sem kröfur í þrotabúið í íslenskum krónum miðast við er fjárhæðin 659 ma.kr.

Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að aðrar eignir þrotabús gamla Landsbankans en A-skuldabréfið sem NBI hefur gefið út muni bera 1,15% vexti að jafnaði. Miðað við þessa forsendu koma 10 ma.kr. af þessum vaxtatekjum þrotabúsins í hlut TIF eins og miðað er við í greinargerðinni með frumvarpinu (bls. 9). Miðað við þessa forsendu um ávöxtun er það hagur TIF að þessar eignir seljist sem fyrst.

Eins og rakið er í megintextanum, er við mat á samningnum miðað gengisforsendur í þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 2010/4 fyrir tímabilið fram að árslokum 2013. Eftir þann tíma er byggt á reikniforsendum sem notaðar voru við gerð þjóðhagsspárinnar.

Meginniðurstöður

Miðað við þessar forsendur nægja endurheimtur úr þrotabúi Landsbankans til að greiða meira en allan höfuðstól lánanna í erlendri mynt. Gengisforsendurnar gera ráð fyrir að gengi krónunnar hækki og verði nokkru hærra en það var 22. apríl árið 2009 sem kröfur í erlendri mynt miðast við. Verð á evru var t.d. 169,20 kr. 22. apríl 2009 en áætlað er að það verði að meðaltali 150,37 kr. frá þriðja fjórðungi ársins 2011 til annars fjórðungs 2016. Ef miðað er við kröfur í erlendri mynt er endurheimtuhlutfallið 100,8% en ef miðað er við kröfur í krónum er hlutfallið 90,9%.

Miðað við þessar forsendur verður núvirði greiðslna TIF vegna samningsins 66,9 ma.kr. ef núvirðingin miðar við 4% vexti (sem samsvarar 4,3% af áætlaðri vergri landsframleiðslu ársins 2010) en 65,8 ma.kr. ef miðað er við 5,55% vexti (4,2% af áætlaðri vergri landsframleiðslu ársins 2010). Ef fjárhæðir greiðslanna eru lagðar saman án núvirðingar fást 69,8 ma.kr. (4,5% af áætlaðri vergri landsframleiðslu ársins 2010). Í greinargerðinni með frumvarpinu (bls. 11) er samsvarandi fjárhæð áætluð 67 ma.kr. Mismunurinn skýrist væntanlega af mismunandi forsendum varðandi tímasetningar á endurheimtum þrotabúsins og greiðslna úr þrotabúinu til TIF.

Samkvæmt greinargerðinni með frumvarpinu (bls. 11) er gert ráð fyrir að á móti þessari skuldbindingu komi 20 ma.kr. eign TIF. Samkvæmt þessu mun það sem fellur á ríkissjóð vegna Icesave-samningsins nema 20 ma.kr. lægri fjárhæð en ofangreindar tölur gefa til kynna.

Óvissa tengd gengisþróun

Gengi krónunnar

Miðað við þessar forsendur nægja endurheimtur úr þrotabúi Landsbankans til að greiða meira en allan höfuðstól lánanna í erlendri mynt. Gengisforsendurnar gera ráð fyrir að gengið hækki og verði nokkru hærra en gengið var 22. apríl árið 2009 sem kröfur í erlendri mynt miðast við. Verð á evru var t.d. 169,20 kr. 22. apríl 2009 en áætlað er að það verði að meðaltali 150,37 kr. frá þriðja fjórðungi ársins 2011 til annars fjórðungs 2016. Ef miðað er við kröfur í erlendri mynt er endurheimtuhlutfallið 100,8% en ef miðað er við kröfur í krónum er hlutfallið 90,9%.

Eftirfarandi tafla sýnir þróun höfuðstóls lánanna frá Bretlandi og Hollandi miðað við forsendur í grunndæminu.

Tafla 3 Staða lána í lok tímabils miðað við forsendur í grunndæmi

		3. fj. '11	2011	2012	2013	2014	2015	1. fj. '16	2. fj. '16
Lán frá Bretlandi	mGBP	1,453	1,401	1,111	960	644	335	268	0
Lán frá Hollandi	mEUR	850	820	654	568	386	209	170	0
Samtals	ma.kr.	384	370	291	251	166	88	72	0
Hlutf. af höfuðst. á gengi 30.09.'10		63%	61%	48%	41%	27%	14%	12%	0.0%

Það hefur mikil áhrif á útkomur úr fráviksdæmum þar sem reiknuð eru út áhrif þess að gengið verði annað en það er í grunndæminu hvenær gengið er látið víkja frá forsendum grunndæmisins og hvort frávikið verði varanleg. Í minnisblaði Seðlabankans frá 10. janúar er gert ráð fyrir að gengislækkunin eigi sér stað strax á fyrsta ársfjórðungi ársins í ár og lítur taflan þá þannig út:

Tafla 4 Núvirði greiðslna vegna Icesave og endurheimtur miðað við að gengi krónu viki frá forsendum í grunndæmi

	Gengi umfram gengi í grunndæmi (%):				
Núvirði m.v. 4% vexti, ma.kr.	-25	-10	0	10	25
Greiðslur vegna Icesave	185,9	77,2	66,9	59,0	49,5
Staðvirt greiðslur	145,5	71,9	66,9	62,4	55,8
Hlutfall af VLF 2010 (%)	9,3	4,6	4,3	4,0	3,6
Endurheimtuhlutföll, %					
Miðað við fjárhæð kröfu í kr.	100,0	100,0	90,9	83,3	74,2
Miðað við fjárhæð kröfu í erl. gjaldm.	83,0	99,8	100,8	101,6	102,9

Ef gert er ráð fyrir að lækkun gengisins m.v. forsendur í grunndæminu eigi sér stað á þriðja ársfjórðungi 2012 og verði varanleg frá þeim tíma fást hins vegar þessar niðurstöður:

Tafla 5 Núvirði greiðslna vegna Icesave og endurheimtur miðað við að gengi krónu víki frá forsendum í grunndæmi

	Gengi umfram gengi í grunndæmi (%):				
Núvirði m.v. 4% vexti, ma.kr.	-25	-10	0	10	25
Greiðslur vegna Icesave	113,0	71,3	66,9	63,3	58,9
Staðvirt greiðslur	96,5	68,8	66,9	64,9	61,9
Hlutfall af VLF 2010 (%)	6,2	4,4	4,3	4,2	4,0
Endurheimtuhlutföll, %					
Miðað við fjárhæð kröfu í kr.	100,0	96,1	90,9	86,7	81,6
Miðað við fjárhæð kröfu í erl. gjaldm.	94,4	100,4	100,8	101,2	101,8

Þótt gert sé ráð fyrir að vextir á A-skuldabréfi NBI séu eilítið hærri en vextir af lánunum frá Bretlandi og Hollandi og því sé lítið eitt hagstæðara fyrir TIF að skuldabréfið greiðist seint þá gildir það einungis ef gengið þróast þannig að endurheimtur fara ekki yfir 100% miðað við kröfuna í íslenskum krónum. Ef þetta skuldabréf yrði selt fljótlega og andvirðið greitt út mun gengisáhættan af Icesave samningnum minnka verulega. Fjárhæð skuldabréfsins er 267 ma.kr. miðað við gengi 30. september 2010. Hlutur TIF í þeirri fjárhæð er 136 ma.kr.

Gengishækkun krónunnar hefur tiltölulega lítil áhrif á núvirði greiðslnanna. Áhrif gengislækkunar umfram 10% eru hins vegar veruleg. Ástæðan er sú að gengislækkun umfram 10% veldur því að eignir þrotabúsins hækka í krónum talið og nægja til að greiða 100% af kröfum TIF í krónum. Vegna gengislækkunarinnar verða þessar greiðslur hins

vegar sífellt lægra hlutfall af höfuðstól skuldanna við Bretland og Holland í erlendum gjaldmiðli, sem er jafn fjárhæð kröfunnar í erlendum gjaldmiðli.

Þegar áhrif gengislækkunar (eða hækkunar) eru skoðuð er þó rétt að hafa í huga að líklegt er að verulegri gengislækkun fylgi svipuð hækkun á veðlagi og þar með verðbólgu (sjá frekari umfjöllun í megintextanum). Þegar grunndæmið er borið saman við dæmi þar sem gert er ráð fyrir umtalsverðri gengislækkun, sem aftur leiðir til verulegrar verðbólgu, er því rétt að taka tillit til mismunandi verðbólgu, þ.e. mismunandi verðmætis krónunnar í dæmunum. Önnur línan í töflu 4 sýnir núvirði staðvirtra greiðslna miðað við þá forsendu að verðlag breytist eins og verð erlendra gjaldmiðla. Þessi lína gefur raunhæfari mynd af áhættu sem stafar af gengisbreytingum en fyrsta línan sem sýnir núvirði greiðslanna án tillits til verðlagsáhrifa.

Krossgengi annarra gjaldmiðla

Einsog bent er á í greinargerðinni með frumvarpinu (bls. 14) er nokkur munur á gjaldmiðlasamsetningu eigna þrotabús gamla Landsbankans og skulda TIF samkvæmt samningnum. Breytingar á innbyrðis gengi (krossgengi) erlendu gjaldmiðlanna getur því einnig haft nokkur áhrif á útkomuna úr dæmunum og þar skiptir þróun krossgengis evru og punds langmestu máli.

Í útreikningunum hér fyrir ofan er gert ráð fyrir því að innbyrðis gengi erlendu gjaldmiðlanna haldist óbreytt frá því sem það var á fjórða ársfjórðungi ársins 2010. Mikil óvissa er hins vegar um þessa forsendu, eins og um forsenduna um þróun gengis krónunnar.

Eins og áður hefur komið fram þarf jafnan að verða veruleg aukning verðbólgu til að gengi gjaldmiðils lækki mikið. Verulegri breytingu krossgengis evru og punds þyrfti því að fylgja mjög frábrugðin verðbólguþróun í Bretlandi og á evrusvæðinu. Verðbólgumarkmið Englandsbanka og ECB er það sama og hefur báðum seðlabönkum gengið ágætlega að halda því um langan tíma og allar vísbendingar um verðbólguvæntingar til lengri tíma á þessum tveimur svæðu gefa til kynna að þess sé vænst að svo verði áfram. Því virðist lítil hætta á mikilli breytingu krossgengis evru og punds sem rekja má til verulega breyttra verðbólguhorfa á þessum tveimur svæðum.

Hin ástæða þess að vænta mætti verulegrar breytingar krossgengis evru og punds væri að annað hvort evran eða pundið væri langt frá jafnvægisgildi sínu þannig að vænta mætti breytingar krossgengis í gegnum aðlögun raungengis. Samkvæmt mati OECD var pundið að meðaltali árið 2010

rúmlega 1% ofmetið gagnvart bandaríkjadal, á meðan að evran var ofmetin um tæplega 6%.[15] Út frá þessu má því ætla að raungengi evru gagnvart pundi ætti eftir að lækka um rúmlega 4% til langs tíma. Ekki virðist því efnahagslegar forsendur til að ætla að verulegar breytingar verði á krossgengi evru og punds á næstu árum. Að þessu samanteknu virðist tiltölulega lítil hætta á mikilli breytingu krossgengis evru og punds til lengri tíma litið.

Þessu til viðbótar er rétt að geta þess að þótt þessum samningi fylgi nokkur gengisáhætta vegna þróunar krossgengis erlendra gjaldmiðla er það áhætta sem hægt er að bregðast við með því að haga erlendum lántökum ríkissjóðs og samsetningu erlendra eigna með þeim hætti að dregið sé úr gengisáhættu ríkissjóðs í heild. Einnig er mögulegt að kaupa gengisvarnir til að bregðast við breytingum í krossgengi erlendra mynta en kostnaður við það er mjög breytilegur.

Að lokum mun það skipta miklu máli hvernig haldið er á málum varðandi ávöxtun þeirra eigna sem þegar hafa endurheimst og eru í umsjá slitastjórnar Landsbankans. Þar munar mest um hvort eignunum sem eru í öðrum myntum en evrum og pundum sé breytt yfir í evrur og pund með hliðsjón af skuldbindingum TIF við Breta og Hollendinga.

[15] PPP-gildi gjaldmiðla er ávallt metið gagnvart bandaríkjadal. Sjá PPP-gagnagrunn OECD (www.oecd.org/std/ppp).