



Markaðspunktur í dag:

- Út á hvað gengur Icesave samkomulagið?
- Tefur Icesave fyrir afnámi gjaldeyrishafta

Út á hvað gengur Icesave samkomulagið?

Eins og alþjóð veit liggur fyrir nýtt frumvarp um lúkningu Icesave skulda Landsbanka Íslands. Þessi samningur er hagstæðari en hinn fyrri en það munar þó mest á milli eru mun vænlegri horfur um endurheimtur og greiðslur úr þrotabúi Landsbankans og styrking á gengi krónunnar. Einnig eru vaxtakjör vitaskuld mun hagstæðari og endurgreiðslur hraðari sem einnig lækkar kostnað íslenska ríkisins umtalsvert vegna samningsins. Hins vegar eru enn gríðarlega mörg óvissuatriði til staðar.

Til að fá heildarmynd af málinu er grundvallaratriði að átta sig sig á tveimur hlutum (einbeitum okkur að höfuðstóli í þessari umfjöllun): þ.e. samspili á eigna- og skuldahlið þrotabús Landsbankans og Tryggingarsjóðsins (TIF):

Eignir þrotabúsins	Skuldir þrotabúsins
Miðað við 86% endurheimtur stendur eignin í dag 1138 ma.kr. (eignirnar eru 91% í erlendri mynt og 9% í íslenskum krónum).	Forgangskröfur í bú Landsbankans 1319 ma.kr. (fastar í krónum)

Eignir Tryggingarsjóðsins	Skuldir Tryggingarsjóðsins
51,4% af forgangskröfum þrotabúsins renna til TIF. M.v. 86% endurheimtur á eignir búsins á matsdegi stóðu eignir TIF í 584 mö.kr. (600 mö.kr. í dag)	Ábyrgð TIF stendur uppá 1,3 ma.EUR og 2,35 ma. GBP. Miðað við þróun gengis krónunnar stendur skuldin í 650 mö.kr. í dag

1. Protabú Landsbankans:

Skuldir:

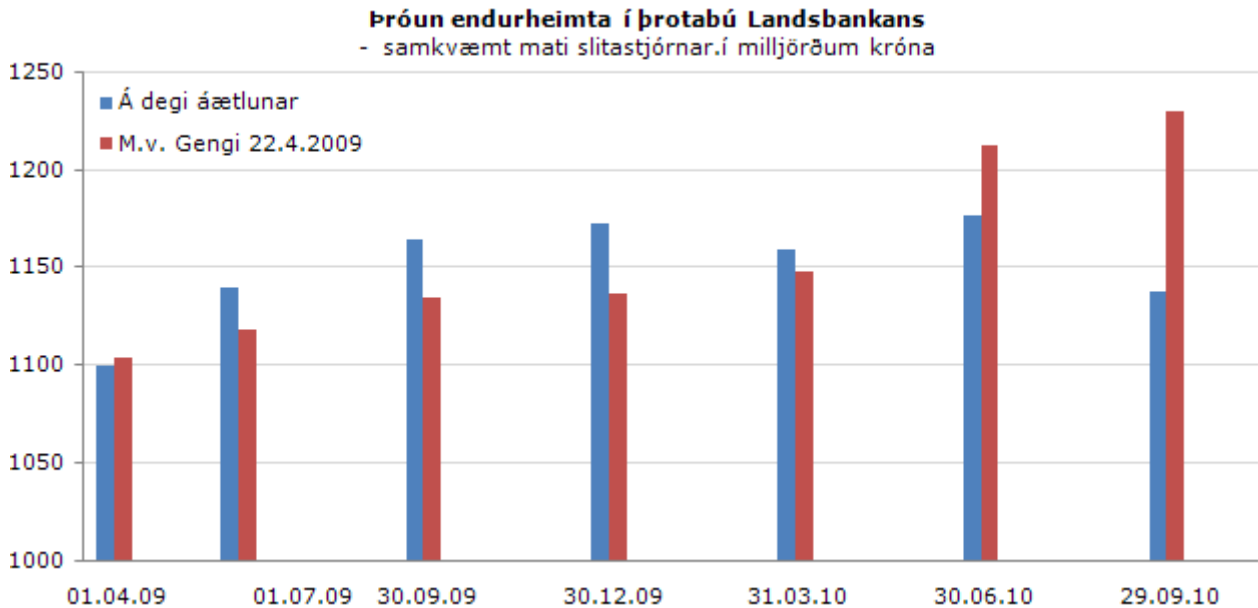
Forgangskröfur (skuld) í bú Landsbankans eru **1319 milljarðar íslenskra króna** og taka ekki breytingum þrátt fyrir að erlendir gjaldmiðlar breytist þar sem forgangskröfur í Landsbankann eru fastsettar í krónum m.v. gengi gjaldmiðla 22.apríl 2009. Ef gengi krónunnar lækkar verulega lendir því skaðinn á íslenska ríkinu þar sem kröfur á Landsbankann standa í stað en erlendar skuldbindingar hækka í takt við gengislækkun krónunnar.

Eignir:

Eignir þrotabús Landsbankans eru að langstærstum hluta í erlendri mynt – þ.e. um 91% (9% í íslenskum krónum). Samkvæmt nýjasta mati þrotabús Landsbankans er áætlað að um 86% (1138 ma.kr.) fái upp í fyrrgreinda 1319 milljarða króna.

Meðfylgjandi mynd sýnir hvernig áætlaðar endurheimtur hafa þróast frá því í apríl 2009. Ef leiðrétt er fyrir gengi krónunnar (rauða súlan að neðan) má sjá að **endurheimtur hafa aukist um 125 milljarða** frá því að forgangskröfur voru fastsettar í apríl 2009. Bláu súlurnar sýna endurheimtur m.v. mati slitastjórnar á eignum þrotabúsins á hverjum tíma, endurheimtur hafa aukist minna eða um tæpa 40 milljarða króna, ef tekið er tillit til gengisþróunar krónunnar.

Besta mögulega þróun fyrir íslenska ríkið væri auðvitað sú að endurheimtur aukist óháð þróun gengis krónunnar (sjá nánar að neðan). M.ö.o. Íslendingar fái meira í sinn hlut af eignum þrotabúsins á sama tíma og skuldbinding TIF stendur í stað (eða lækkar).



2. Tryggingarsjóðurinn (TIF):

Skuldir:

Samkvæmt því samkomulagi sem lagt hefur verið fram mun íslenski Tryggingarsjóðurinn ábyrgjast greiðslur til Hollendinga uppá 1,3 milljarða evra og 2,35 milljarða punda til Breta, þ.e. sá hluti almennra innlána á Icesave reikningunum sem var undir 20.887 evrum.

Þegar kröfurnar voru fastsettar 22.apríl 2009 nam þessi fjárhæð um 675 milljörðum króna. Þessi skuldbinding er í erlendri mynt og tekur því breytingum eftir gengisþróun íslensku krónunnar gagnvart pundi og evru. Vegna hagstæðrar gengisþróunar hefur skuldbinding Tryggingarsjóðs lækkað um 25 ma.kr. **og stendur í dag í kringum 650 milljarða króna** (án tillits til áfallinna vaxta).

Eignir:

Tryggingarsjóðurinn ábyrgist allar innistæður að hámarki 20.887 EUR – þetta þýðir að 51,4% (u.þ.b = 675/1319) af forgangskröfum þrotabúsins renna til TIF – **m.v. áætlun skilanevndar Landsbankans um 86% endurheimtur á eignir þrotabúsins endurheimtast um 584 milljarða króna** (m.v. gengisveikingu síðustu daga er talan væntanlega um 600 milljarðar króna)

"Skuldbinding" Íslendinga (TIF) - höfuðstóll í milljörðum króna



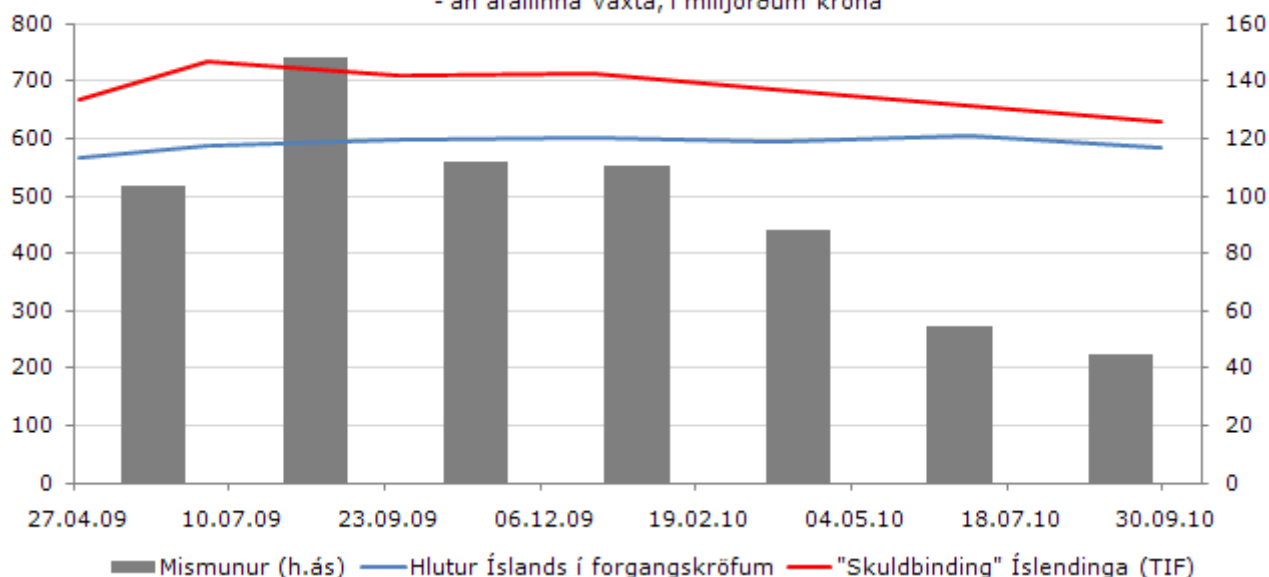
Eru eignir þrotabúsins líklegar til að hækka eða lækka?

Eins og bláa línan hér að neðan sýnir þá hefur eignasafn Landsbankans (frá fastsetningu krafna) haldið verðgildi sínu (mælt í krónum) þrátt fyrir styrkingu krónunnar (en um 91% af eignunum eru í erlendri mynt). Að sama skapi þá hefur skuldbinding TIF lækkað vegna styrkingar krónunnar. Staðan hefur í raun nær undantekningarlaust batnað Íslendingum í vil.

Raunar má segja að mat á endurheimtum sé „varfærið“ þar sem skilanefndin birtir í raun punktstöðu á eignum sínum, en ekki er gert ráð fyrir vaxtatekjum af eignunum sem verða þó væntanlega umtalsverðar (en auðvitað geta eignirnar hækkað og lækkað í verði eftir þróun markaða ytra). T.a.m. liggur fyrir að þrotabúið fær um 23 milljarða króna í vaxtagreiðslur af skuldabréfi Nýja Landsbankans (NBI) (og eflaust af fleiri eignum) sem mun með tíma auka endurheimthlutfall að öðru óbreyttu.

Eins og hefur komið fram í fréttum er ein stærsta eign þrotabúsins, þ.e. í breska félaginu Iceland, að öllum líkindum töluvert meira virði en matsvirði hlutarins í bókum þrotabúsins. Hleypur munurinn á tugum ef ekki hundruðum milljarða fyrir þrotabú Landsbankans ef marka má fréttir, væntanlega mun myndin skýrast á næstu mánuðum. Hinsvegar er ljóst að ef slík sala næði fram að ganga þá hefði það veruleg áhrif á endurheimtuhlutfall eigna þrotabúsins og þar með lækka Icesave reikninginn svo um munaði.

Samleitni eigna og skuldbindinga - án áfallinna vaxta, í milljörðum króna



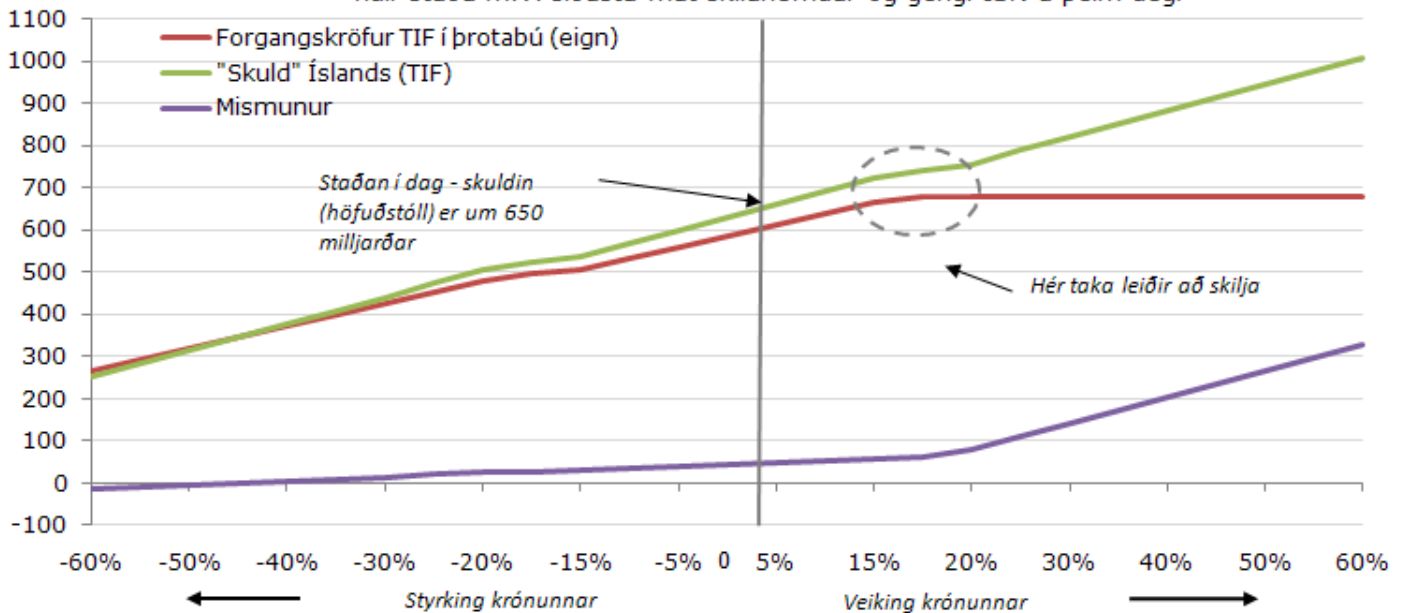
Krónan er stóra spurningin

Eins og sjá má hér að neðan þá skilur á milli skulda og eigna Íslendinga (TIF) **ef krónan veikist um 17% eða meira** (m.v. síðasta mat skilanefndar á eignum og gengi krónunnar á þeim tíma – skuldin/eignirnar hafa reyndar hækkað um ríflega 3% síðan matið var gert vegna veikingar krónunnar). Fram að þeim punkti aukast endurheimtur úr búi Landsbankans á svipaðan hátt og eignir Íslendinga.

Ef krónan veikist hinsvegar meira en 17% hætta eignir Íslendinga að hækka í svipuðu hlutfalli, enda er u.þ.b. 675 milljarða króna hámark á forgangskröfu TIF í þrotabúið (þ.e. 51,4% af 1319 mö.kr. forgangskröfu, þá miðað við 100% endurheimtur). Á sama tíma er ekkert þak á skuldahliðinni sem getur því hækkað út í hið óendanlega ef gengi krónunnar hrynur (TIF ætti þó almenna kröfu upp í afgang skuldarinnar ásamt öðrum kröfuhöfum – þetta er þó tiltölulega lág fjárhæð m.v. verð skuldabréfa gamla Landsbankans í dag sem gerir ráð fyrir 10% endurheimtum umfram forgangskröfu).

Áhrif krónunnar á endurheimtur og skuldbindingu höfuðstóls (mö.kr)

- núll staða m.v. síðasta mat skilanefndar og gengi ISK á þeim degi



Tefur Icesave fyrir afnámi gjaldeyrishafta?

Að gefnum gjaldeyrishöftum og engum meiriháttar utanaðkomandi skellum er nokkuð líklegt að gengisáhrif (krónunnar) á Icesave skuldbindinguna verði innan ásættanlegra marka (þ.e. að krónan veikist ekki umtalsvert umfram 15-20%). Enda flest sem bendir til að áfram verði afgangur af viðskiptum við útlönd og að bankakerfið standi traustum fótum í skjóli gjaldeyrishaftanna. Ef ríkisstjórnin hinsvegar ákveður að stíga stór skref í afnámi hafta á næstu mánuðum eða árum munu líkurnar óhjákvæmilega aukast á verulegri gengisveikingu (og þar með hærri Icesave reikningi). Að okkar mati er því ólíklegt að hróflað verði við gjaldeyrishöftunum svo um munar fyrr en verulega hefur gengið á höfuðstól skuldarinnar sem verður væntanlega ekki fyrr en í fyrsta lagi eftir 1-2 ár. Í þessu sambandi skiptir engu máli hversu stórar fjárhæðir verða teknar að láni til stækkunar gjaldeyrisforða.

AGS virðist vera á sömu skoðun en í skýrslu sem birtist í tengslum við fjórðu endurskoðun á föstudaginn sl. kemur einmitt fram að varfærin og hæg aflétting gjaldeyrishafta sé nauðsynleg til að viðhalda stöðugleiki í hagkerfinu. Þar er einkum dregið fram að þrátt fyrir að vel hafi gengið að ná markmiðum um þjóðhagslegan stöðugleika (og þar á meðal stöðugleika í ríkisfjármálum) ásamt því sem uppbygging gjaldeyrisforða hefur gengið vel, þá sé fjármálakerfið enn of veikburða. Undir þetta tekur Már Guðmundsson á fundi sínum í Háskólanum á Akureyri þann 14.janúar sl. Hins vegar virðist Seðlabankastjóri vera nokkuð brattur hvað varðar næstu skref og telur líklegt að bankakerfið fái það heilbrigðisvottorð sem þeir þurfa til að fjármagna sig utan gjaldeyrishafta á næstu mánuðum. Ljóst er að allar vangaveltur um það hvenær og hvernig höftunum verður aflétt verður ekki svarað fyrr en í lok febrúar þegar ríkisstjórnin í samræmi við AGS kynnir nýja áætlun um afnám hafta.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásgeir Jónsson

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir 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 Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankapjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is