

## Afleiðingar nokkurra afleiðusamninga

Nýlega birtist grein í Financial Times um minnisblað fjármálaráðuneytis Ítalíu sem leikið var til fjölmiðla. Í minnisblaðinu kom fram að tap ríkisins vegna nokkurra afleiðusamninga sem gerðir voru á tíunda áratug síðustu aldar næmi €8 milljörðum. Tvennt vakti athygli við þetta. Í fyrsta lagi tímasetning samninganna en um var að ræða vaxtaskiptasamninga vegna ítalskra ríkisskuldabréfa sem gerðir voru skömmu fyrir inngöngu Ítala í Evrópusambandið. Í öðru lagi vakti athygli hversu hátt tapið var miðað við að undirliggjandi höfuðstól samninganna var einungis €32 milljarðar.

Lengi hefur verið uppi orðrómur um að fjármálaráðuneyti Ítalíu hafi gert afleiðusamninga við banka sem tryggðu tekjur á þeim tíma er Ítalir kepptust við að uppfylla Maastricht skilyrðin vegna inngöngu í Evrópusambandið. Með þessu virðist ráðuneytið hafa náð að lagfæra frumjafnuðinn nægilega mikið til þess að uppfylla skilyrðin.

Nú nálgast skuldadagar. Á árinu 2012 fékk JP Morgan €2,6 milljarða frá ítalska ríkinu vegna uppgjors á afleiðusamningi. Ekki er vitað hvenær ofangreindir samningar eru á gjalddaga. Fjármálaráðherra Ítala lét umsvifalaust hafa eftir sér að þar sem tapið hefði ekki enn verið greitt út (nema að hluta) væri ekki um tap að ræða og sagði tap einungis kristallast við greiðslu.

Síðustu vikurnar hefur verið fjallað um Íbúðalánasjóð (Íls) og þau leiðu mistök að heimila sjóðnum ekki uppgreiðslu lána sinna sem eru með ábyrgð ríkissjóðs. Sjóðurinn endurlánaði fjármunina sem hann fékk til viðskiptavina sinna að meira eða minna leyti með uppgreiðsluheimild. Íslenska ríkið er ábyrgt fyrir skuldbindingum Íls á hverjum tíma þar með talið skuldbindingum er lúta að verðlagsbreytingum og föstum vöxtum yfir lánstímann. Með uppgreiðsluheimild hefði sjóðurinn getað aðlagað skuldabréfin reglulega að breytingum á vaxtaferlunum og þannig tryggt að ekki yrði óeðlilegt misræmi á skuldbindingum hans og markaðsvöxtum.

Í lok síðasta árs rituðum við grein á heimasíðu Arev um T-afleiðuna sem er samofin verðtryggðum skuldabréfum. Í apríl rituðum við einnig grein um meðalverðbólgu fyrir og eftir hrun í Við skiptablaðið (sjá [www.arev.is/greinar](http://www.arev.is/greinar)).

Til þess að varpa betra ljósi á hvað hefur átt sér stað hjá Íls skoðuðum við sérstaklega verðtryggðu skuldabréfin HFF 24, HFF 34 og HFF 44 sem eru með föstum 3,75% vöxtum.

T-afleiðan jafngildir hér tryggingarréttindum eigenda skuldabréfanna sem íslenska ríkið ábyrgist. Virði þessa réttar er 586 milljarðar króna eftir fyrsta gjalddaga ársins 2013 sbr. töfluna hér neðan:

	Upphafsnafn- verð	Nafnverð nú	Markaðsverð um skv. ársreikningi	Núvirt verðmæti (*) greiðslna	Núvirt verðmæti óverðtryggðra greiðslna	Núvirt verðmæti T- afleiðu
HFF 24	164	105	172	231	101	130
HFF 34	176	142	218	279	126	153
HFF 44	275	243	378	486	183	303
Samtals	615	490	768	996	423	586

(\*) núvirðing fer fram með óverðtryggða vaxtaferlinum

Athygli vekur að bókfært virði skuldabréfanna - sem er markaðsverð byggt á ávöxtunarkröfu - er töluvert lægra en núvirði bréfanna. Munurinn er 228 milljarðar króna (996 – 768). Ávöxtunarkrafan tekur þannig ekki tillit til verðmæta T-afleiðunnar nema að hluta. Miðað við núvirði bréfanna og að teknu tilliti til óverðtryggða vaxtaferilsins er tap Íls því 228 milljörðum meira en fram kemur í reikningum hans.

Menn munu eflaust benda á að greitt sé af lánunum tvisvar á ári svo að óvíst er að allt tapið muni koma fram, sem er svipuð röksemdafærsla og ítalski fjármálaráðherra notaði. Jamie Dimon forstjóri JP Morgan sagði í apríl 2012 þegar banki hans varð fyrir sams konar áfalli að um væri að ræða storm í vatnsglasi. Í maí sama ár tilkynnti bankinn að tapið væri \$2 milljarðar. Í júlí tilkynnti bankinn svo að tapið gæti numið allt að \$7 milljörðum.

Menn munu jafnframt benda á að markaðsvextir geti hækkað, verðbólga minnkað og að dregið getur saman með verðtryggða og óverðtryggða vaxtaferlinum: allt gæti þetta orðið til þess lækkað kostnaðinn við afleiðuna í framtíðinni. Allt er þetta þó óvissu háð.

Loks kynni einhver að benda á að skuldabréfin og afleiðurnar sem þeim eru samofnar hafi verið hannaðar af færustu sérfræðingum erlendra bankastofnana og ótti því ástæðulaus.

Því er til að svara að það voru ítölsku og JP Morgan afleiðurnar einnig. Hætt er við að skattborgarar Íslands líkt og skattborgarar Ítalíu muni þurfa að greiða það sem útaf stendur. Það sem er þó jákvætt hér er að íbúðalánin eru einkum í eigu lífeyrissjóða svo að skattborgarnir ná þessu að einhverju leyti til baka.

Höfundar greinarinnar Jón Sch. Thorsteinsson og Sigurður Berntsson starfa hjá fyrirtækjaráðgjöf Arev verðbréfafyrirtækis og birtist greining í Viðskiptablaðinu 18.7.2013.