



GAMMA

GAM Management hf

Einsleitni fjármálamarkaðar frá hrúni

Virkur verðbréfamarkaður
15. maí 2012



Aftur til fortíðar á fjármálamarkaði

- **Ísland var lengi vel bankabyggt fjármálakerfi**
 - Miðlun fjármagns var að mestu leyti í gegnum innistæður og síðan útlán bankanna.
 - Takmörkuð útgáfa ríkisskuldabréfa.
- **Íslenskur fjármálamarkaður tekur að spretta úr grasi upp úr 1990**
 - Aukin fjölbreytni fjárfestingakosta
- **Ofvöxtur fjármálafyrirtækja ýtti þessari þróun að einhverju leyti til baka eftir 2003**
 - Skráðum fyrirtækjum fækkaði og einsleitni þeirra óx
- **Smæð landsins skapar þó ávallt seljanleikavandræði**
 - Markaðsvakt hefur verið nauðsynleg til að tryggja seljanleika á eftirmarkaði.
- **Hrunið sneri klukkunni til baka**
- **Ótakmörkuð ríkisábyrgð á bankainnistæðum og gríðarleg skuldabréfaútgáfa hafa aukið einsleitni á nýjan leik.**



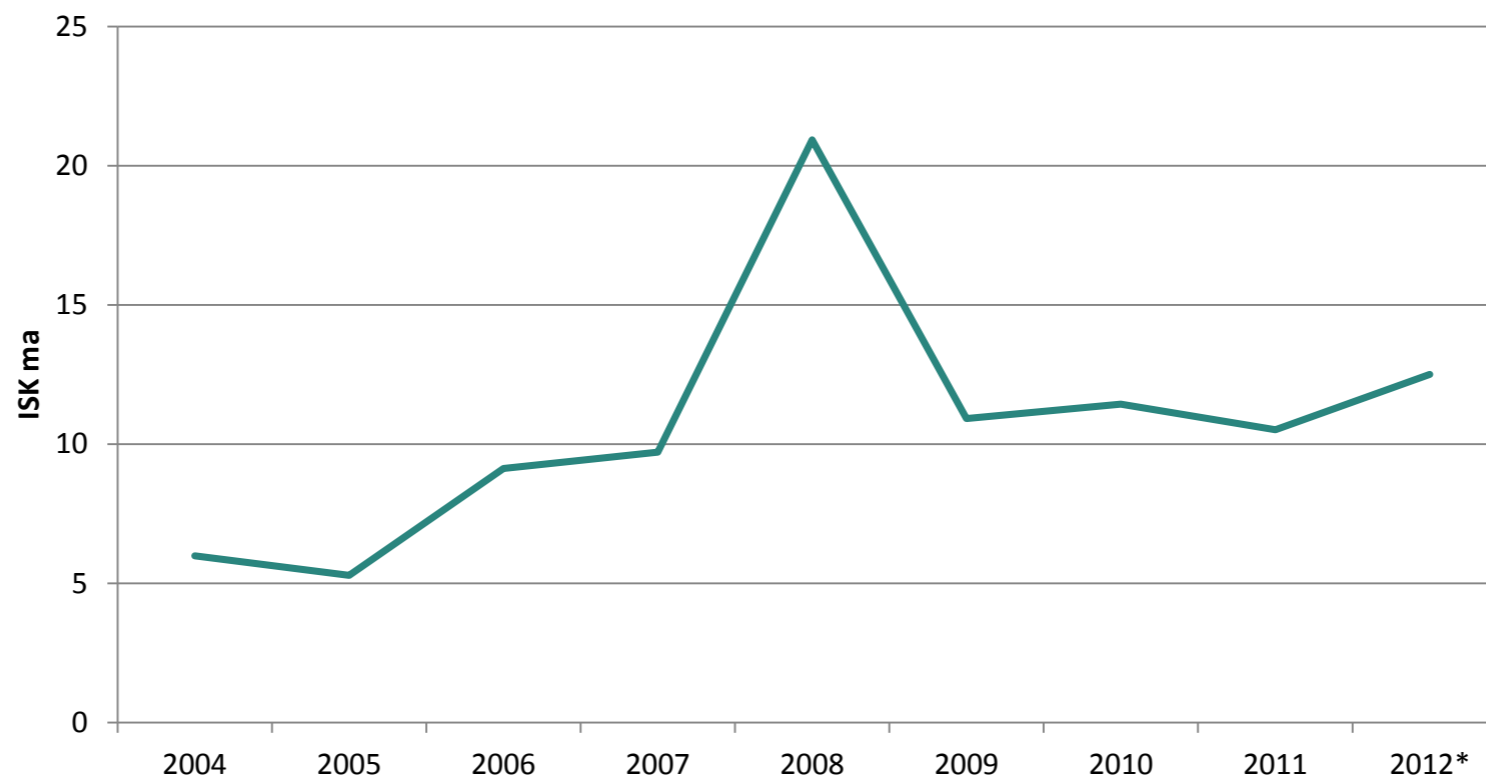
- I. Ríkisskuldabréfamarkaðurinn vin í eyðimörkinni
- II. Hið opinbera nýtti sér höftin til hins ítrasta
- III. Afleiðing af einsleitni fjárfestingakosta
- IV. Leiðir til úrbóta



Velta á skuldabréfamarkaði svipuð og árið 2007

- Í raun hefur lítið breyst á skuldabréfamarkaði þrátt fyrir hrunið
- Tók skamman tíma fyrir skuldabréfamarkaðinn að jafna sig á hruninu
- Dýpt skuldabréfaflokka töluverð

Meðalvelta á dag á skuldabréfamarkaði

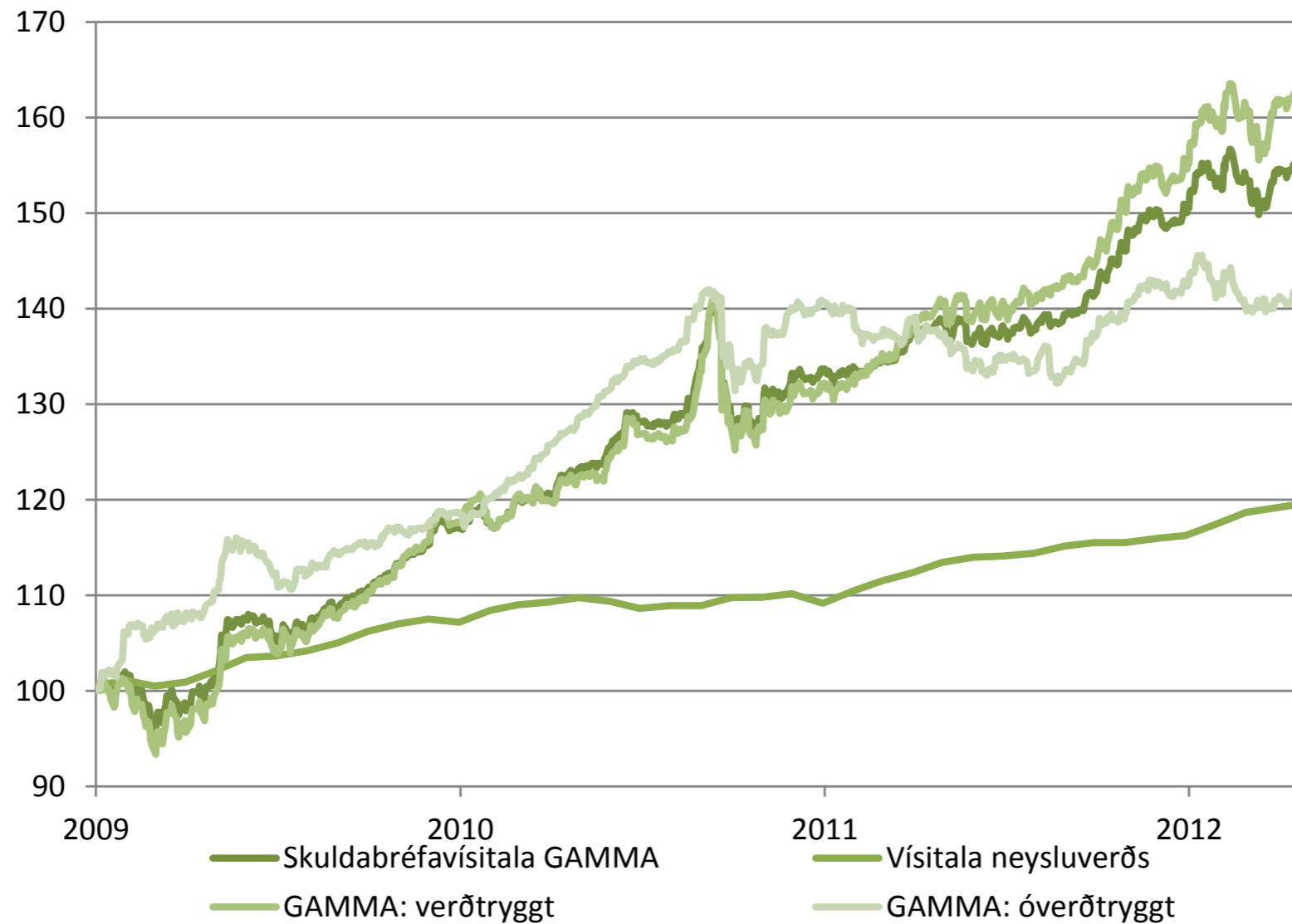


*Fyrstu 90 viðskiptadaga ársins



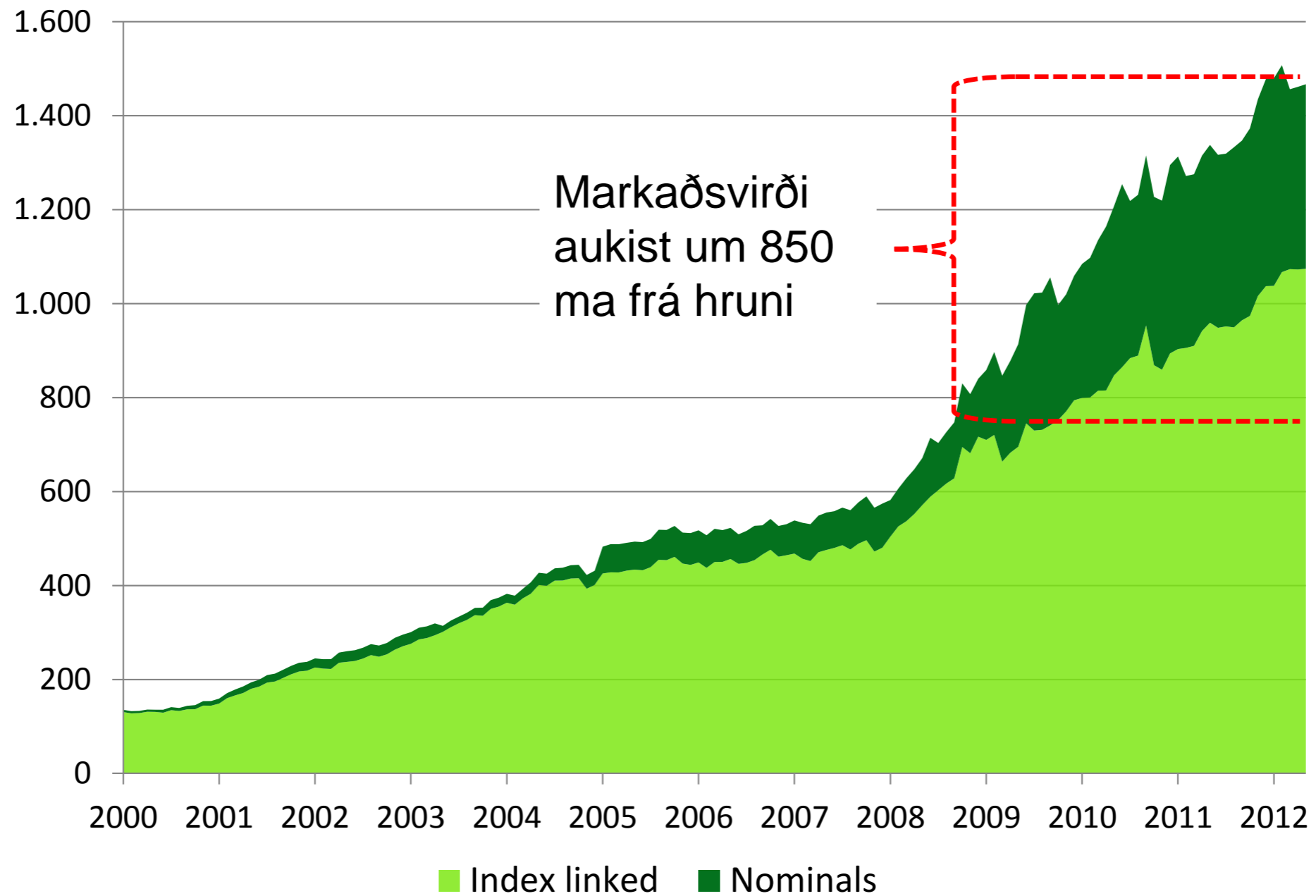
Ávöxtun á verðtryggðum skuldabréfum verið ævintýraleg frá hruni

- Raunávöxtun verðtryggðra skuldabréfa í vísitölu GAMMA er 13,2% á ári að meðaltali frá árinu 2008
- Samanborið við 3,8% raunávöxtun á tímabilinu 2000-2007





Markaðsvirði ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa orðin ein landsframleiðsla



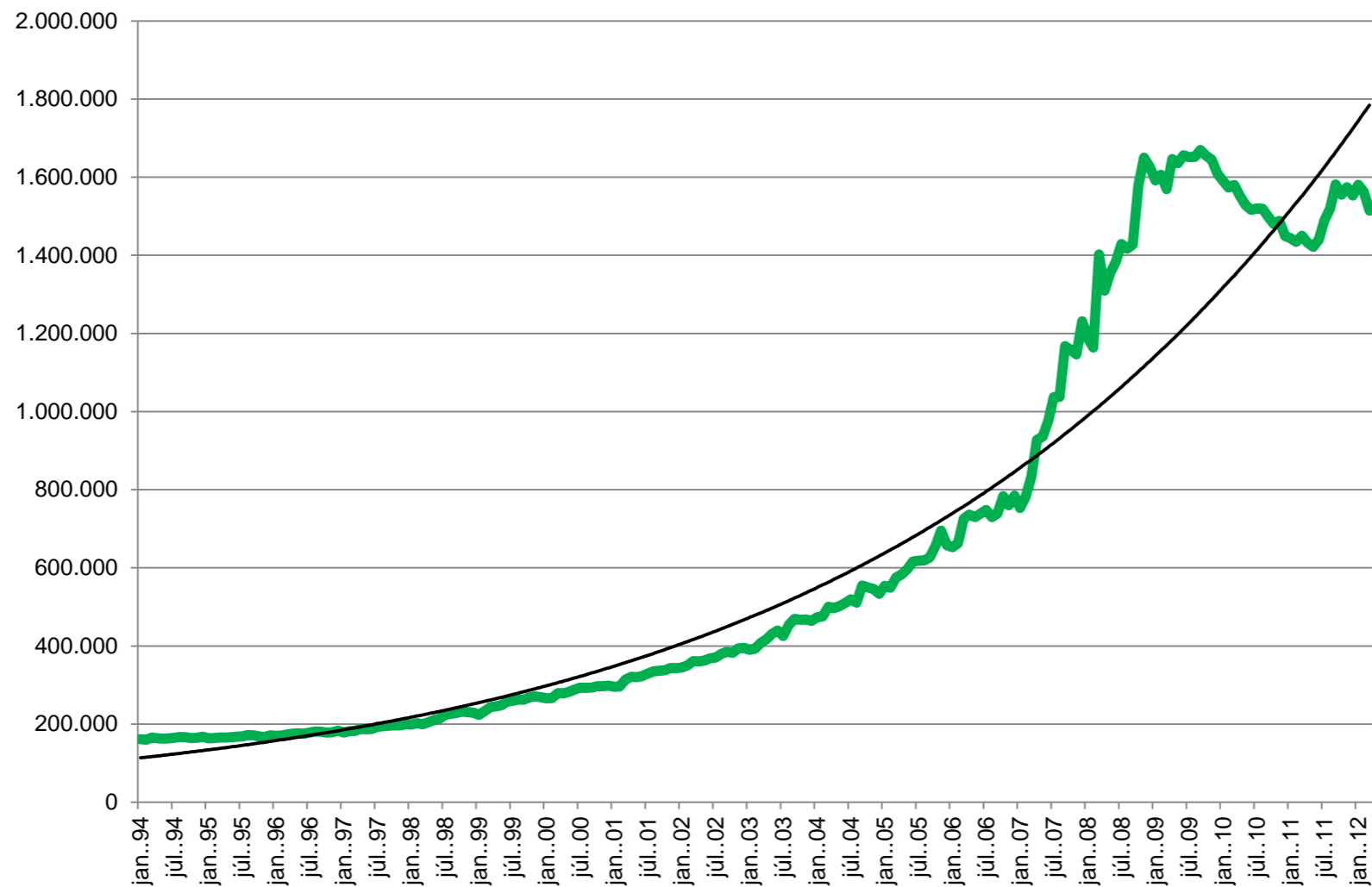


- I. Ríkisskuldabréfamarkaðurinn vin í eyðimörkinni
- II. Hið opinbera nýtti sér höftin til hins ítrasta
- III. Afleiðing af einsleitni fjárfestingakosta
- IV. Leiðir til úrbóta



Peningamagn í umferð fjórfaldaðist á árabilinu 2004-2008...

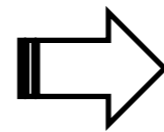
- ..og læstist allt inni í höftum





Hið opinbera nýtti sér svo sannarlega höftin

- Gífurlegt fjármagn sem þurfti að finna sér heimili
- Fyrir árið 2008 var ríkisskuldabréfaútgáfa að mestu hugsuð til að viðhalda kúrfu
- Gífurleg útgáfa ríkisbréfa frá byrjun árs 2009
 - 555 ma af RIKB og RIKS
 - 170 ma af víxlum og RIKH
- Ríkissjóður ansi séður í fjármögnun sinni
 - 85% óverðtryggt og 15% verðtryggt
- Raunávöxtun fjárfesta sem keyptu óverðtryggð skuldabréf í frumútboðum 2009-2012 aðeins 0,9%
- Ríkissjóður náði að fjármagna gífurlegann hallarekstur með ákaflega hagstæðum hætti
 - Meðalhalli á ríkissjóði 2008-2011 sem hlutfall af VLF 9,5%



725 milljarða ríkisútgáfa á 3 árum!



- I. Ríkisskuldabréfamarkaðurinn vin í eyðimörkinni
- II. Hið opinbera nýtti sér höftin til hins ítrasta
- III. Afleiðing af einsleitni fjárfestingakosta
- IV. Leiðir til úrbóta



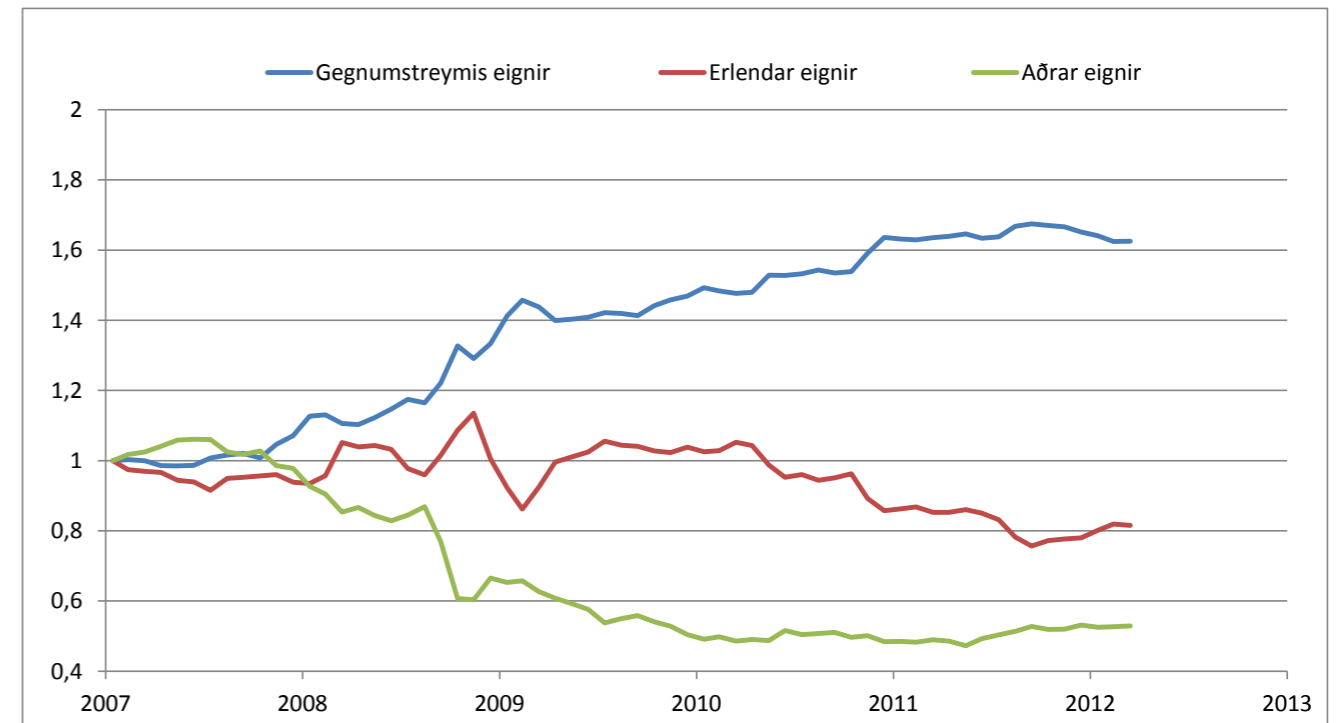
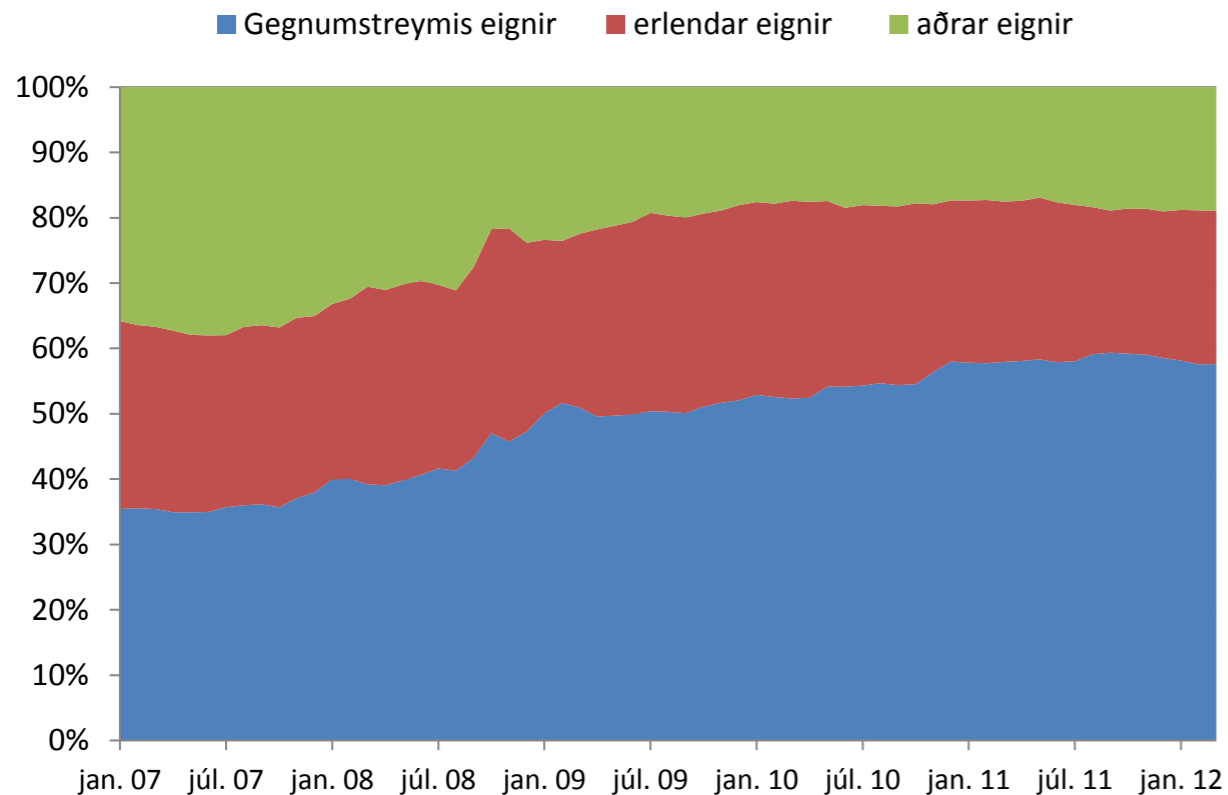
Viðhorf fjárfesta til fjárfestinga, sparnaðar og áhættu breytist

- **Ruðningsáhrif ríkisábyrgðarinnar**
- **Háir vextir samhliða ríkisábyrgð hækka fórnarkostnað annarra fjárfestingarkosta**
 - Ávöxtun ríkisskuldabréfa var gífurleg og töluvert jákvæð raunávöxtun innlána frá hruni
 - Ríkisbréfamarkaðurinn skilaði til að mynda frá hruni ávöxtun langt umfram sögulega ávöxtunarkröfu flestra fjárfesta til hlutabréfa
 - Fjárfestar krefjast mun hærra áhættuálags fyrir að stíga úr mjúkum faðmi ótakmarkaðrar ábyrgðar á innlánnum
- **Brenglandi áhrif einsleitni og hafta**
 - Undarlegar verðbólguvæntingar vegna uppgjörskröfu lífeyrissjóða
 - Hvati til að losna úr kerfinu – menn borga fyrir að losna út
- **Eignasafn fjárfesta verður sífellt einsleitnara**
 - Aukin hætta á bóllumyndun: Verðið hækkar þegar allir fjárfestar elta sömu eignina
 - Aukin hætta á sveiflum: Allir reyna að hlaupa út um sama útganginn ef eitthvað bjátar á
 - Dregur úr væntri ávöxtun og áhættudreifingu
 - Eykur kerfisáhættu (aflabrestur, bankahrún, alheimskreppa, náttúruhamfarir osfrv)



Lífeyriskerfið er að breytast í gegnumstreymiskerfi

- Á árunum 2008-2012 jukust eignir lífeyrissjóðanna um 35% í krónum talið
- Á tímabilinu hefur hlutfall „gegnumstreymiseigna“ hækkað gríðarlega
 - Skuldabréf með ríkisábyrgð, skuldabréf sveitarfélaga og sjóðsfélagalán
- Á sama tíma hefur hlutfall erlendra eigna lækkað umtalsvert
 - Avens viðskiptin við Seðlabankann
 - Þátttaka í gjaldeyrisútboðum



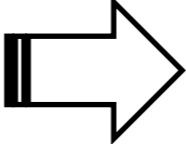


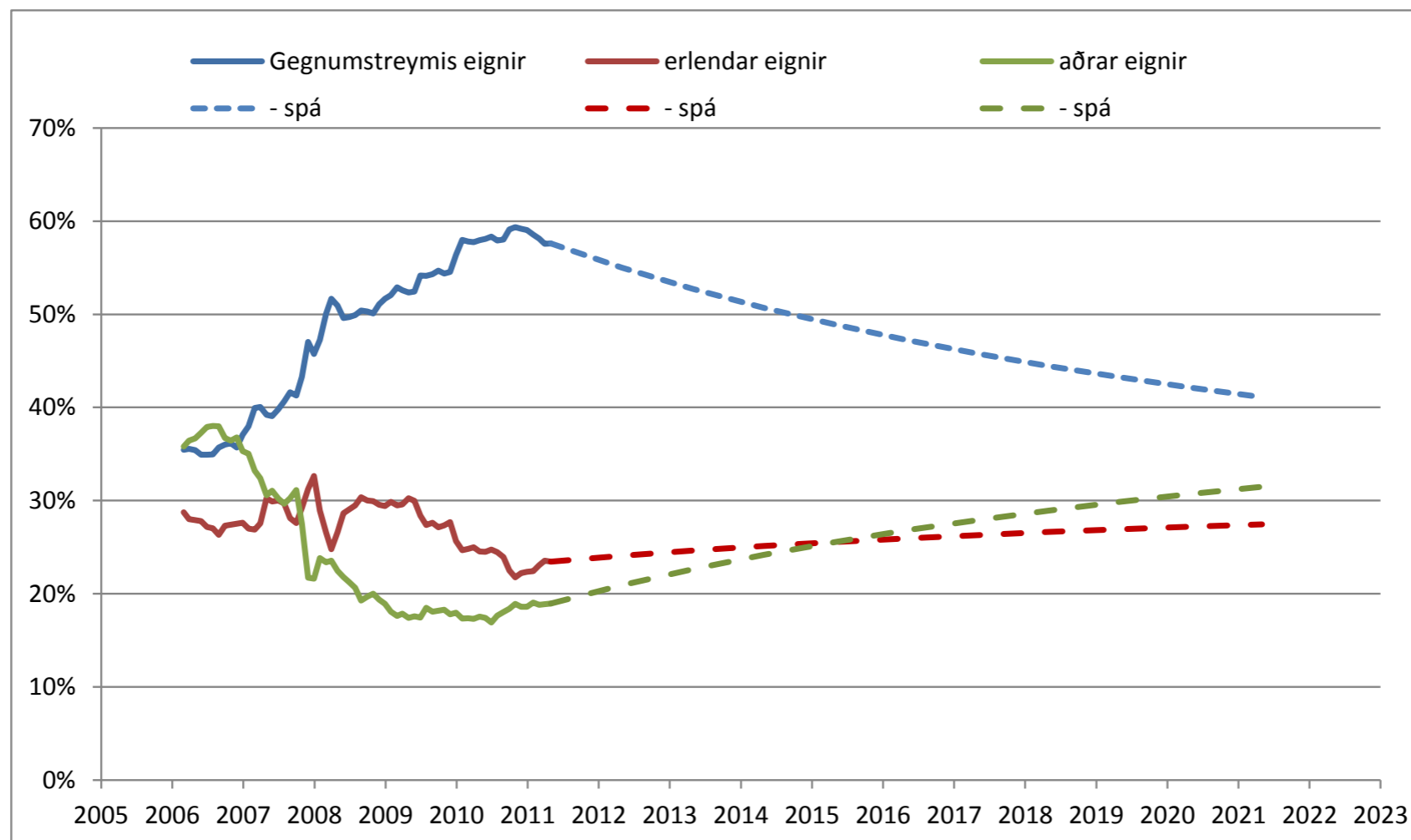
Tvær sviðsmyndir um þróun eignasafns lífeyrissjóða

- **Árleg endurfjárfestingarþörf lífeyrissjóða hefur verið áætluð um 150 ma á ári**
- **Skoðum hvernig hlutfall gegnumstreymiseigna og erlendra eigna gæti þróast næstu 10 árin**
- **Gerum ráð fyrir tveimur sviðsmyndum**
- **Sviðsmynd 1:**
 - Nokkur erlend fjárfesting lífeyrissjóða
 - Aukið framboð af innlendum fjárfestingarkostum öðrum en gegnumstreymiseignum
- **Sviðsmynd 2:**
 - Lítil erlend fjárfesting lífeyrissjóða
 - Takmarkað framboð af innlendum fjárfestingarkostum öðrum en gegnumstreymiseignum



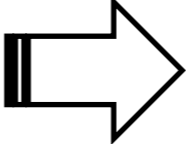
Sviðmynd 1 10 ára þróun

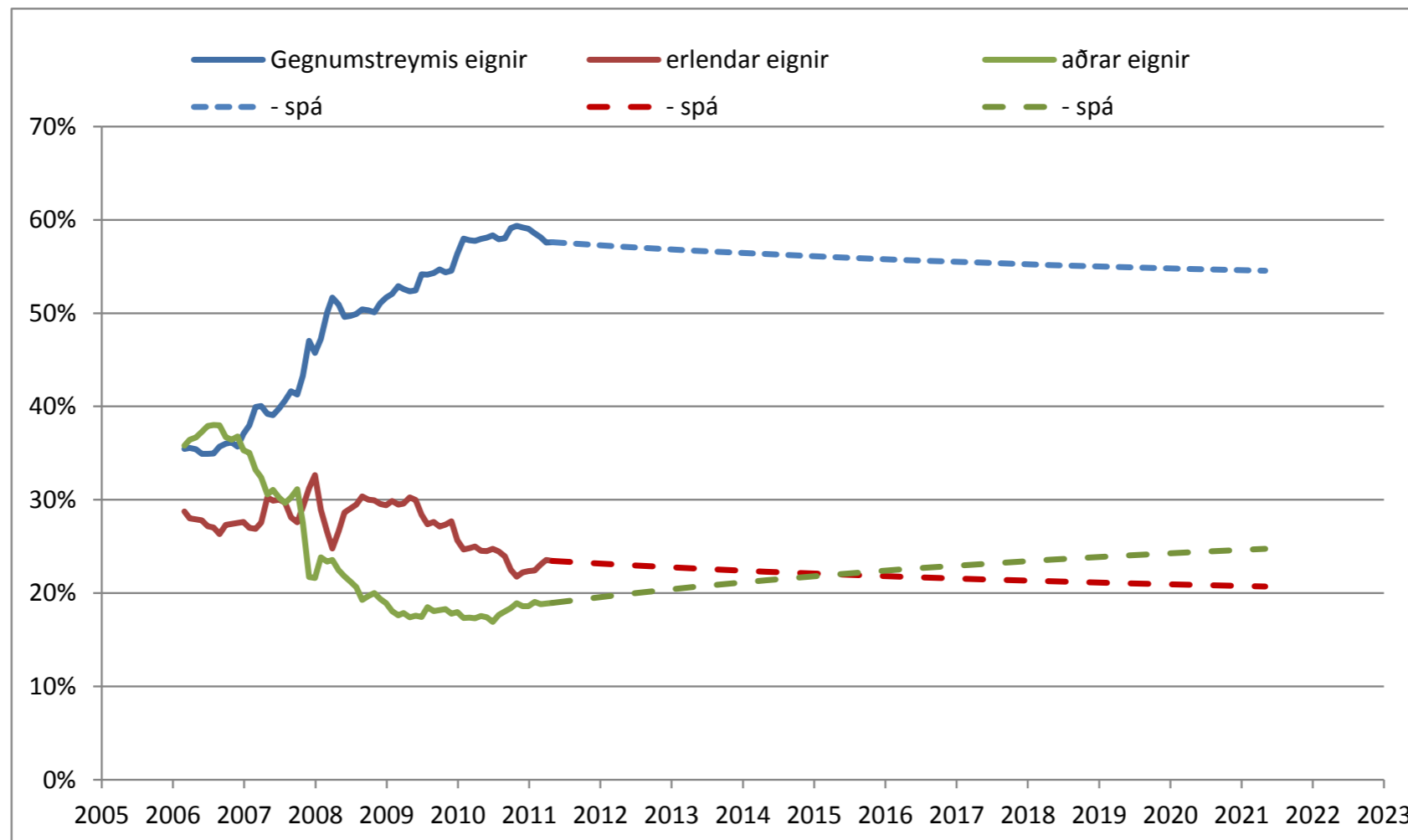
- 50 ma árleg erlend fjárfesting
 - 25 ma árleg aukning gegnumstreymiseigna
 - 75 ma aukning annarra innlendra eigna
- 
- Gegnumstreymiseignir lækka úr 58% í 41%
 - Erlendar eignir hækka úr 23% í 27%
 - Aðrar eignir hækka úr 19% í 21%





Sviðmynd 2 10 ára þróun

- 25 ma árleg erlend fjárfesting
 - 75ma árleg aukning gegnumstreymiseigna
 - 50ma aukning annarra innlendra eigna
- 
- Gegnumstreymiseignir lækka úr 58% í 54%
 - Erlendar eignir lækka úr 23% í 21%
 - Aðrar eignir hækka úr 19% í 25%





- I. Ríkisskuldabréfamarkaðurinn vin í eyðimörkinni
- II. Hið opinbera nýtti sér höftin til hins ítrasta
- III. Afleiðing af einsleitni fjárfestingakosta
- IV. Leiðir til úrbóta



Leiðir til að fjölga fjárfestingarkostum og skapa eðlilega umgjörð um viðskipti

- Koma aftur á afleiðumarkaði með vexti og verðbólgu
- NDF markaður með gjaldeyri
- Virkari lánamarkaður með skuldabréf
- Tilkoma lánamarkaðar með hlutabréf
- Umboðsmaður skuldabréfaeigenda
- Auðvelda skráningu fyrirtækja í kauphöll
- Aflétta ótakmarkaða ríkisábyrgð innlána
- Aflétta ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði
- Aflétta höftum!



Koma aftur á afleiðumarkaði með vexti og verðbólgu

- **Var fyrir hrún margfalt stærri markaður en skuldabréfamarkaðurinn**
- **Myndi bæta**
 - verðmyndun á skuldabréfamarkaði
 - dýpt á skuldabréfamarkaði
 - fjármálastöðugleika
- **Gæti tekið þátt í að búa til eðlilegri vaxtaferil, þ.e. ómengaðan af skekkjum erlendra og innlendra aðila í miðjum höftum**
- **Öflugt tæki fyrir banka, ríki og fyrirtæki til að stýra vaxta- og verðbólguáhættu sinni**
- **Lánamál og bankarnir og jafnvel kauphöll verða að taka höndum saman um að koma markaðnum af stað á nýjan leik**
- **Öflugur afleiðumarkaður með vexti og verðbólgu mun auðvelda að draga úr vægi verðtryggingar í íslensku efnhagslífi.**



Setja upp svokallaðann NDF markað með gjaldeyri

- **Nauðsynlegt er að bæta verðmyndun á krónum og gjaldeyri**
- **Fjöldamörg skráð gengi á krónunni**
 - Seðlabankagengið
 - Aflandsgengið
 - Skiptigengið við afhendingu langra verðtryggðra skuldabréfa
 - Skiptigengið í 50/50 leiðinni
- **Hvað af ofantöldu er „rétt“ gengi krónunnar?**
- **Aðkoma kauphallar og Seðlabanka/banka**
 - Skráður virkur markaður með NDF
- **Kostir NDF markaðar**
 - Bankar, fyrirtæki, lífeyrissjóðir, einstaklingar, spákaupmenn geta átt viðskipti með framtíðarsamninga á íslensku krónuna á móti gjaldeyri.
 - Á lokadegi samnings eru viðskiptin ávallt gerð upp í krónum
 - Mikilvæg vísbending um væntingar markaðsaðila til gengispróunar næstu missera.



Koma á virkari lánamarkaði með skuldabréf og hlutabréf

- **Mikilvægt að hægt sé að skiptast á skoðunum á markaði um „réttu“ verðlagningu eigna**
- **Miklir fordómar í garð skortsölu en í flestum tilvikum byggt á misskilningi**
- **Lánamarkaður með skuldabréf er til staðar í dag en ófullkominn og takmarkaður að stærð**
 - Lánamöguleikar í íbúðabréfum eru um 4% af markaðsvirði íbúðalána
 - Lánamöguleikar í ríkisbréfum eru um 10% af markaðsvirði ríkisbréfa
 - Íbúðalánasjóður og Lánamál eiga að koma í veg fyrir markaðsbresti með útgáfu sínar
 - Og tryggja að vaxtaferillinn sé „eðlilegur“
- **Lánamarkaður með hlutabréf hefur aldrei verið virkur á Íslandi**
 - Hefði dregið úr bólumyndun á árunum fyrir hrun
 - Hefði þrýst loftinu fyrr úr bólunni og dregið úr högginu í hruninu
- **Lífeyrissjóðir sem langtímafjárfestar ættu að sjá hag sinn í því að lána skuldabréf og hlutabréf gegn greiðslu**



Setja á laggirnar Umboðsmann skuldabréfaeigenda (e. Bond Agent)

- **Ágallar voru á útgáfum skuldabréfa á árunum fyrir hrun**
 - Skjalagerð, veðsetningar, skilmálar, skattaleg meðferð
- **Víða erlendis er embætti svokallaðs umboðsmanns skuldabréfaeigenda**
 - Óháður aðili
 - Heldur á veðum
 - Gerir fyrirtækjum kleift að undirgangast kvaðir án þess að fórna rekstrarlegum sveigjanleika
 - Fylgist með skilmálum skuldabréfa
 - Gengur að skuldurum ef svo ber undir
- **Mikilvægt skref til að koma í veg fyrir Töku2 í útgáfu gallaðra skuldabréfa og óvissu við greiðslufall**



Auðvelda skráningu fyrirtækja í kauphöll

- **Væntingar stóðu þegar árið 2009 til skráningar 20-30 fyrirtækja á næstu 12-24 mánuðum**
- **Ein nýskráning hefur átt sér stað í kauphöll frá hrúni**
- **Hver er ástæðan? Margþætt en m.a.:**
 - Flókið ferli við skráningu
 - Tímafrekt ferli sem jafnt starfsmenn kauphallar og FME koma að
 - Hár kostnaður
 - Auknar kröfur frá eftirlitsaðilum
- **Gengispróun hlutabréfa að undanfögnu og árangur við skráningu HAGA sýnir áhuga fjárfesta á að koma fjármagni í fjárfestingar í hlutafé.**



Afnám ríkisábyrgða

- **Aflétta ótakmarkaða ríkisábyrgð innlána**
 - Í gjaldeyrishöftum er full ríkisábyrgð innlána óþörf
 - Eiginfjárstaða bankanna er sterk
 - Að binda fjármuni í innlánnum er fjárfestingarákvörðun
 - Fjárfestar eiga að gera kröfur til þeirra sem varsla fjármuni þeirra og bera ábyrgð á fjárfestingum sínum
- **Aflétta ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði**
 - Skilgreina hlutverk Íbúðalánasjóðs betur
 - Taka Íbúðalánasjóð út af samkeppnismarkaði um viðskiptavini og fjármögnun
 - Ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði skerðir láns hæfi ríkissjóðs
 - Takmörkuð útlán viðskiptabankanna til íbúðakaupa skerðir láns hæfi þeirra
- **Aflétta ríkisábyrgð á Landsvirkjun**
 - Fara samhliða í hlutafjárukningu
 - Skrá í kauphöll
 - Bætir láns hæfi ríkissjóðs og eykur markaðsaðhald með Landsvirkjun
 - Gefur fjárfestum kærkomið tækifæri til að fjárfesta í orkufyrirtæki með erlendar tekjur



Og að lokum: Afnáam hafta!

- **Opnum þar með fyrir óendanleg fjárfestingartækifæri**
- **Tryggjum það að við verðum ekki aftur að 10 árum liðnum á sambærilegum fundi með sömu yfirskrift**



Disclaimer

This document was prepared solely for the benefit and internal use of institutional and professional accredited investors, as defined in art. 2 of laws on securities trading 108/2007, in order to evaluate the feasibility of a possible transaction or transactions and does not carry any right of publication or disclosure to other parties. This document is incomplete without reference to both an oral briefing provided by GAM Management hf. and full fund documentation. This presentation may not be used for any other purposes without the prior written consent of GAM Management hf. This document does not constitute or form a part of an offer/invitation/recommendation to subscribe for or purchase any securities. Be advised that the distribution of this document may be restricted by law in certain jurisdictions. GAM Management hf. shall not have any responsibility for any violations of such restrictions. GAM Management hf. has given due care and attention to the preparation of the information provided in this document, but can nevertheless not guarantee the accuracy or completeness of the information and cannot represent that the information is accurate or complete. GAM Management hf. is not obliged to make amendments or changes to this publication should errors be discovered or opinions or information change. Opinions presented are attributable to particular employees of GAM Management and might change or be different than presented by other employees of GAM Management hf. GAM Management hf. and/or their employees may hold shares, options, other securities or may have other financial interest any issuer or transactions referred to in this document. Special attention should be given to the fact that all projections can vary in both positive and negative ways and are subject to uncertainty and contingencies, most of which are outside of the control of GAM Management hf. Transactions with financial instruments by their very nature involve high risk. Historical price changes are not necessarily an indication of future price trends. Investors are encouraged to acquire further information from expert advisors on the nature of securities trading, investment issues, taxation and other legal aspects in connection with securities transactions.