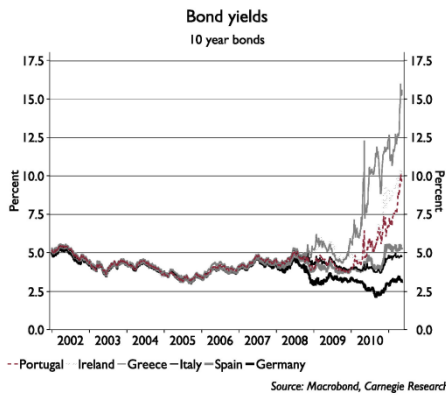




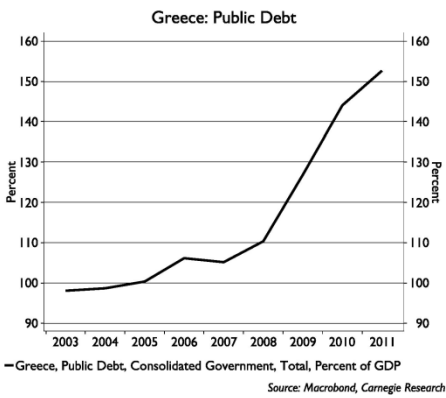
# Grekiskt drama med europeiska banker

## Bakgrund

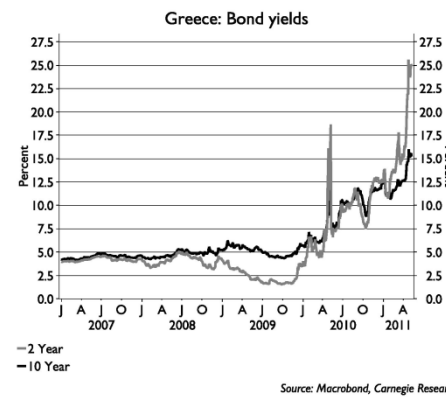
Den 1 januari 2001 gick Grekland med i EMU. Liksom i andra euroländer reducerades under denna process både budgetunderskott och inflation. Nu är emellertid budgetunderskottet uppe i 12,7 procent och statskulden är nära 140 procent. Hanteringen av den ekonomiska krisen är för närvarande Greklands största utmaning. Grekland behöver bland annat effektivisera skatteindrivningen, minska statsutgifterna och säkerställa långsiktig hållbarhet i statsfinanserna genom reformer av hälso- och sjukvården i landet. Anders Borg formulerade det i följande uttalande ”det går inte i längden att ha en svensk välfärd med amerikanska skatter”.



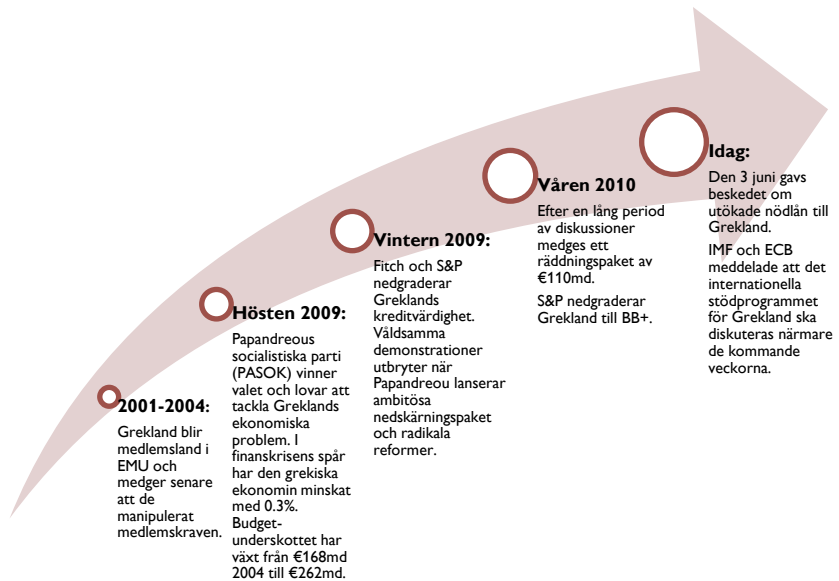
PIIGS har reducerats till PIG. Marknaden har med tiden blivit mindre orolig för en eventuell omstrukturering i Spanien och Italien.



Storleken på den grekiska statskulden har ökat kraftigt och visar fortfarande inte tecken på att stabiliserats.



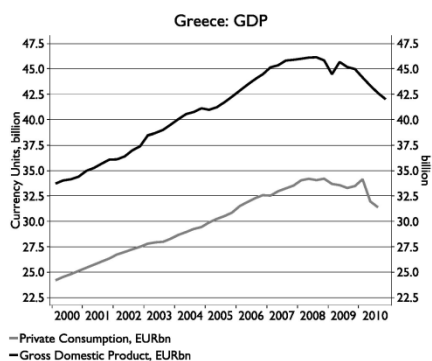
Grekiska obligationsräntor steg kraftigt i takt med att storleken på den grekiska statskulden närmade sig ohållbara nivåer.



## Marknadsutsikter

I dagsläget verkar en omstrukturering av Greklands statskuld oundviklig. Det är dock inte troligt att den kommer att genomföras innan 2013. Carnegie Research förväntar sig att omstruktureringen kommer att omfatta minst 30 procent av Greklands totala statskuld. Det finns även risk för spridningseffekter till andra svaga länder inom eurozonen, som Portugal och Irland.

Storleken på statskulden är ohållbar, eftersom storleken på räntebetalningarna blir ohållbara i längden, och det är orealistiskt att förvänta sig att Grekland kommer att kunna anskaffa kapital från kapitalmarknaderna under 2012-2013. Grekland behöver låna mer av EU/ECB/IMF, utöver de 110 miljarder euro de redan erhållit under 2010-2013. Budgetunderskottet är i dagsläget större än förväntat och Grekland står inför ett finansieringsgap redan under 2011-2012. Ökade lån löser däremot inte de långsiktiga utmaningarna. Statskulden är för stor och kapitalmarknaderna kommer att fortsätta vara relativt stängda vid kapitalanskaffning för Grekland.



BNP och privatkonsumtionen är tillbaka på 2006 års nivåer

Det främsta problemet är att statsskulden, som ligger på 140 procent av BNP, förväntas nå 160 procent innan den stabiliseras under 2012-2013. En normaliserad ränta på 5 procent av Greklands statsskuld betyder att ränteutgifter skulle stå för 7,5 procent av BNP (15 procent av totala utgifter). Det primära budgetsaldot behöver därmed visa på ett överskott om 7,5 procent för att statens inkommande utgifter ska vara i balans. En granskning av landets ekonomi har resulterat i slutsatsen att Grekland har gjort klara framsteg. Privatiseringar i Grekland skulle möjligen förbättra statsfinanserna och det finns vaga planer på privatisering till ett värde av 50 miljarder euro. Därtill har det från europeiskt håll väckts förslag på en EU-styrd myndighet för att ta hand om privatiseringarna. Hittills har privatiserings-processen gått långsamt.

Viljan hos andra EU-länder att bevilja lån till Grekland kommer förmodligen att avta med tiden. Dessa lån skapar redan heta diskussioner i exempelvis Finland och Tyskland, vilket kan vara känsligt för politiker som vill bli omvalda.

Att stater hamnar i ekonomiskt trångmål är inget nytt och det har hänt flera gånger historiskt. Nyligen har länder som Ukraina, Pakistan, Argentina, Moldavien, Uruguay och Dominikanska Republiken erhållit ekonomiskt stöd.

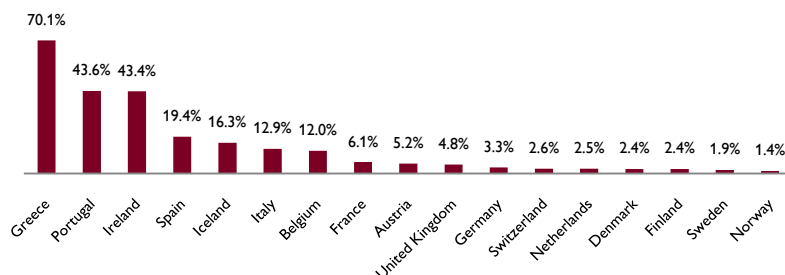
Det finns anledningar att vänta med en omstrukturering till efter 2013. Franska och tyska banker behöver mer tid så att de kan stärka sina kapitalbaser och minska exponeringen mot Grekland.

Kortsiktigt är det sannolikt att Grekland erhåller utökade lån, vilket kommer att lugna marknaden. Den ohållbara statsskulden kommer däremot att bestå och kan bli kritisk efter 2013.

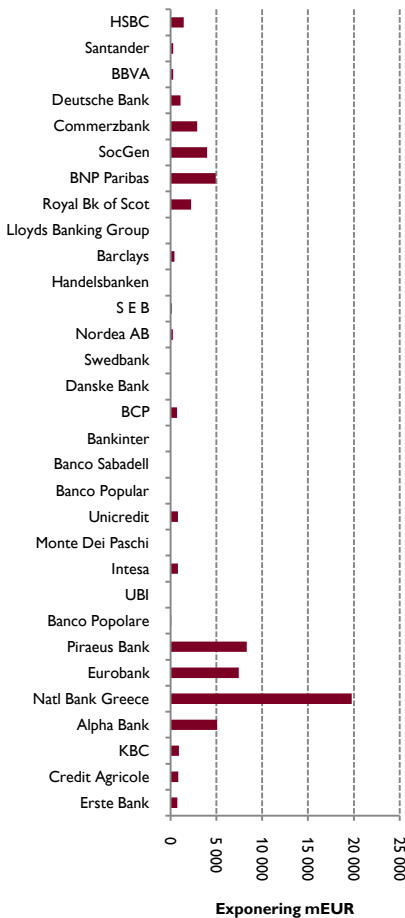
Credit Default Swaps, eller CDS, är ett finansiellt kontrakt som används som en försäkring mot kreditrisk. För att erhålla skyddet måste en premie erläggas. Premien kan användas för att uppskatta förväntad konkurs sannolikhet, förlustgrad vid fallissemang och en viss kompensation för osäkerheten när det gäller dessa faktorer. CDS-premien indikerar en sannolikhet till kredithändelse om 70 procent för Grekland under antagandet om en 40% återvinningsgrad.

En omstrukturering av Greklands statsskuld är väntad i marknaden och förväntas ge en neutral verkan på aktier.

**Implicit sannolikhet till kredithändelse inom fem år<sup>a)</sup>**

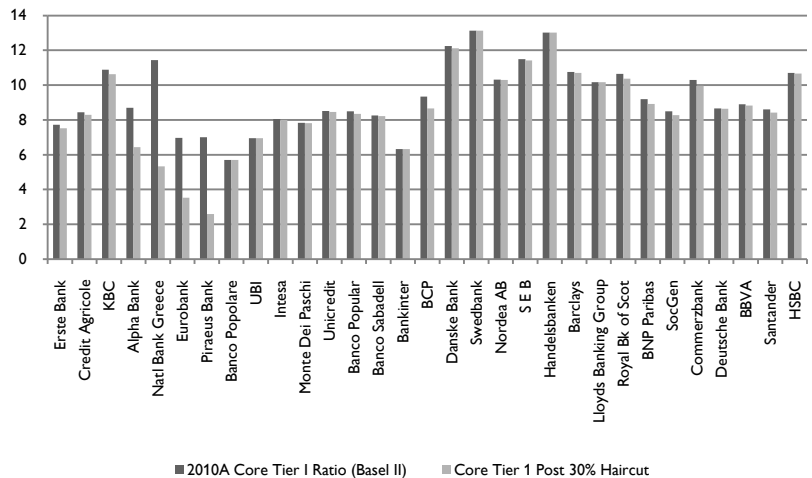


## Total exponering mot Grekland



## Hur kommer bankerna att påverkas?

De största internationella fodringsägarna är tyska, franska och brittiska banker. Den innehavda exponeringen är inte försumbar, men storleksmässigt bedöms den inte som tillräckligt stor för att äventyra bankernas stabilitet. Storleken på exponeringen kan relateras till primärkapitalet. För att banksystemet ska vara stabilt så ställer regeringar krav på vilka kapitalreserver en bank måste ha. Grundförutsättningen är att man ska ha ett primärkapital som är tillräckligt stort för att hantera rimliga oförutsedda förluster. Primärkapitalet absorberar förlusterna först, så att inte kunderna ska behöva drabbas. Vid en grekisk kredithändelse kommer fodringsägarna att påverkas av kreditförluster. Fodringsägarna kan emellertid förvänta sig att få tillbaka en viss procent av investeringen, en s.k. återvinningsgrad. För att bedöma bankernas stresstålighet redovisas primärkapitalet innan och efter en grekisk kredithändelse under antagandet om en 70 procent återvinningsgrad (30 procent initial värdeminskning). Det finns grekiska banker vars primärkapital kan komma att minska kraftigt, men de internationella aktörernas primärkapital kommer att vara relativt stabilt.



## Mer information om enskilda emittenter

Carnegie har i nuvarande emission Société Générale, Credit Suisse, Barclays, och ING Bank som emittent. Alla dessa banker har en stor del av sin affärsverksamhet mot privatpersoner och klassas som systemviktiga. I kvartalsrapporten (Q1) redovisar Société Générale sin exponering mot PIIGS-länderna. Nettoexponeringen uppgick till 2.5 miljarder euro. Exponeringen är inte försumbar, men sett till bankens stabilitet är den liten. En kredithändelse hade i detta scenario halverat Société Générales kvartalsvinst (sett till vinsten under Q1 och under antagandet om en 70% återvinningsgrad), men inte påverkat bankens stabilitet. Société Générale har ett primärkapital om cirka 36.1 miljarder euro. Credit Suisse och UBS redovisar i sin kvartalsrapport en försumbar nettoexponering mot Grekland. ING rapporterade i kvartalsrapporten en total exponering om 1.7 miljarder euro mot Grekland, Irland och Portugal, vilket kan relateras till primärkapitalet om cirka 31.7 miljarder euro. ING hade en kvartalsvinst om 1.4 miljarder under Q1 2011.

## Disclaimer

Varje investerare tillråds att göra en egen, oberoende genomgång och att dra egna slutsatser rörande de ekonomiska och andra fördelar och risker som de värdepapper eller åtaganden för vilka indikativa villkor beskrivs i detta dokument medför, liksom av eventuella juridiska, regulatoriska, kredit, skattemässiga och redovisningsmässiga aspekter av sådana värdepapper eller åtaganden relativt investerarens egna specifika förutsättningar.

Dessa indikativa villkor utgör inte något erbjudande att sälja eller någon uppmaning att komma med anbud rörande några värdepapper eller åtaganden av det slag som generiskt beskrivs häri. Faktiska erbjudanden av värdepapper eller åtaganden av en emittent sker normalt, i enlighet med tillämplig lag, på basis av ett prospekt eller annat tillämpligt erbjudandedokument.

*Detta dokument får inte distribueras, citeras eller kopieras utan Carnegies föregående godkännande. Dokumentet skall endast betraktas såsom en grund för diskussion. Slutsatser och rekommendationer skall endast betraktas som preliminära. En fullständig presentation förutsätter muntliga kompletteringar.*