



## Eurozóna: Rostoucí riziko vystoupení Řecka z eurozóny

shrnutí, 6. 2. 2012

- **Zvýšili jsme odhad rizika vystoupení Řecka z eurozóny během následujících 18 měsíců na 50% z původních 25-30%.** To převážně odráží naši úvahu, že výrazně poklesla ochota věřitelů v eurozóně nadále poskytovat podporu Řecku navzdory jeho neplnění podmínek záchranných balíčků Trojky (EU/ECB/MMF).
- **Myslíme, že náklady vstoupení Řecka vůči ostatním státům v eurozóně by nemusely být velké, jelikož obavy z očekávané nákazy po vystoupení Řecka by mohly být omezeny reakcí hospodářské politiky,** pokud to bude nezbytné. V září jsme vnímali pravděpodobnost a rozsah obav z nákazy z vystoupení Řecka z eurozóny jako mnohem větší a rovněž ochotu reakce ze strany představitelů hospodářské politiky eurozóny jako mnohem menší.
- **Vnímáme, že vzrostla pravděpodobnost hospodářsko-politických kroků ze strany ECB a věřitelů v eurozóně k podpoře fiskálně slabých a zranitelných zemích.** Ovšem jsou zde nutné i větší prostředky k financování ze strany ECB/EFSF/ESM/MMF v případě, že obavy z nákazy z vystoupení budou výrazné a pokud povedou k náhlému utnutí financování vlád, bank a nefinančních podniků na periferii eurozóny po případném vystoupení Řecka z eurozóny. Pokud ne, pak následná vynucená vystoupení z eurozóny povedou k jejímu smrštění na větší zónu německé marky. Stále se domníváme, že neomezené obavy z nákazy z vystoupení eurozóny by mělo závažné důsledky pro zbytek eurozóny, EU a nakonec i pro svět.
- **Schopnost politiků zamezit obavám z nákazy z výstupu z eurozóny zůstává velká,** čehož příkladem může být nedávné představení dodávání likvidity na 3 roky ze strany ECB (3Y LTRO), swapové linky mezi centrálními bankami k profinancování neeurových závazků. Rovněž je zde možnost navýšení nákupů vládních dluhopisů ze strany ECB v programu SMP, ECB rovněž může snížit požadavky na kolaterály či snížit hlavní refinanční úrokovou sazbu na nulu, apod. Ze strany fiskální politiky jsou možnosti menší, ale rovněž existují například v podobě společných garancí na vlastní emise dluhopisů (E-bondů).
- **Myslíme, že řecká vláda dosáhne řízené, ale nejspíše donucené restrukturalizace dluhu v současných vyjednáváních se soukromými věřiteli ohledně angažovanosti soukromého sektoru a s Trojkou ohledně zapojení ECB.** Rovněž očekáváme dohodu o zapojení s oficiálními věřiteli (vládami) v rámci druhého záchranného balíku. Řecko se tak asi vyhne neřízenému defaultu v době splatnosti dalšího vládního dluhopisu (který bude 20. března, ale s aplikací sedmidenního odkladu splátky). Tento řízený default řecké vlády bude asi podle ISDA označen jako kreditní událost vyvolávající platby CDS vázané na řeckou vládu. Tomu se lze vyhnout v případě, že dobrovolná míra odpisů v soukromém sektoru bude dostatečná v očích řecké vlády a oficiálních věřitelů, nebo pokud bude původní dohoda dobrovolné restrukturalizace respektována.
- **Aby řecká vláda zůstala v eurozóně, pak musí vykázat minimální stupeň dodržování fiskálních a strukturálních podmínek** záchranných balíčků. Eventuálně může dočasně postoupit pravomoci nad určitými rozpočtovými rozhodnutími reprezentantům EU/EA.
- **Vystoupení Řecka z eurozóny/EU a vytvoření vlastní měny** – Po vyloučení půjček od Trojky pouze 7% řeckého vládního dluhu je vydáno pod cizím právem a tyto vládní závazky tedy nemohou být případně převedeny do nové měny (Nová drachma) bez rizika soudních pří. V případě korporátních dluhopisů je podíl dluhu vydaného pod cizím právem větší, možná přes 90%. Po případném vystoupení Řecka je pravděpodobné zavedení kapitálových kontrol, ačkoliv to není v souladu se smlouvou EU (článek 63). Režim měnového kurzu bude asi plovoucí kvůli nedostatku devizových rezerv, který by umožnil jeho ukotvení vůči obchodním partnerům (což je možné později). Nová drachma by mohla oslabit o 50-70% vůči euru. Řecko rovněž může vystoupit z EU kvůli vlně populismu a nacionalismu. Rovněž interpretace Smlouvy o EU ohledně vystoupení z eurozóny a zavedení kapitálových kontrol není v souladu s členstvím v EU - proto je možné očekávat ztrátu některých privilegií, včetně hlasovacího práva ohledně určitých rozhodnutí a je zde rovněž otázka strukturálních a kohezních fondů z EU.

Podrobnosti v originálním dokumentu, viz odkaz:

<https://ir.citi.com/yKu4KJAc3csH8QdBkVbS0xCa0d7ui8x8O5S48wm6TMledI5LLniPEA%3D%3D>

**Kontakt:**

Jaromir Šindel, hlavní ekonom, Česká Republika a Slovensko | Email: [jaromir.sindel@citi.com](mailto:jaromir.sindel@citi.com)

Tel+420 23306 1485 | <http://www.citibank.cz/czech/corporate/czech/xfile1.htm>

Citibank Europe plc | Bucharova 2641/14, 158 02 Praha 5, Česká Republika

## Apendix – Důležitá sdělení

### PROHLÁŠENÍ ANALYTIKA

---

Já, Jaromír Šindel, zde prohlašuji, že všechny názory v tomto komentáři odrážejí mé osobní názory na všechny zmíněné cenné papíry, emity cenných papírů, měny, komodity, futures, opce, ekonomiky či strategie. Rovněž zde prohlašuji, že žádná část mých kompenzací nebyla, není ani nebude přímo či nepřímo souviset s konkrétním doporučením či názorem vyjádřeném v tomto dokumentu.

Tento dokument byl připraven výhradně pro Vaši osobní potřebu a pro Vaši informaci a nepředstavuje nabídku ke koupi, prodeji či zprostředkování koupe a prodeje instrumentu či služeb zde uvedených. Přestože informace a data obsazená v tomto dokumentu byla získána ze zdrojů, které Citibank Europe plc pokládá za spolehlivé, Citibank Europe plc ani žádná s ní spřízněná osoba ("Citibank") nečiní žádné prohlášení ani záruku týkající se přesnosti a úplnosti tohoto dokumentu a na tento dokument jako takový by nemělo být spoléháno a nemel by sloužit namísto nezávislého úsudku. Citibank neposkytuje poradenské služby (zejména ne investiční poradenství, pakliže zvláštní písemná smlouva s klientem nestanoví jinak) a nevyhodnocuje vhodnost transakce. V případě zájmu o poskytnutí poradenských služeb se obraťte na profesionálního poradce. Historický vývoj není zárukou budoucího vývoje. Hodnota investice může klesat i růst a není zaručena návratnost investice. Hodnota investice denominované v cizí měně je navíc ovlivňována pohyby devizového kursu. Veškeré domněnky a odhady jsou názorem Citibank ke dni vydání dokumentu a mohou být kdykoliv bez upozornění změněny. Citibank či společnosti v rámci skupiny Citi (Citigroup Inc. a její spřízněné osoby) mohou mít klientské či vlastní zájmy ve vztahu k instrumentum zde diskutovaným. Názory zde vyjádřené se mohou lišit od názoru vyjádřených jinými odděleními Citibank či společnostmi ze skupiny Citi. Citibank Europe plc, její přidružené osoby, zástupci ani jí ovládané osoby neodpovídají za jakékoli následky vzniklé na základě nebo v souvislosti s tímto dokumentem nebo jeho obsahem. Tento dokument a jeho obsah představují informace a produkty ve vlastnictví Citibank Europe plc a jejich obsah nesmí být reprodukován ani jinak rozšiřován, ať již v celém svém rozsahu či jeho části, bez předchozího písemného souhlasu Citibank Europe plc.

Obchodní sdělení: Citibank Europe plc, společnost založena a existující podle irského práva, se sídlem Dublin, North Wall Quay 1, Irsko, registrována v rejstříku společností v Irské republice, pod číslem 132781, provozující svou obchodní činnost v České republice prostřednictvím Citibank Europe plc, organizační složka, se sídlem na Praha 5, Bucharova 2641/14, PSČ 158 02, IC 28198131, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl A, vložka 59288. Banka podléhá doзору příslušného irského regulátora (the Financial Regulator) a s ohledem na některé činnosti pobočky rovněž státnímu doзору České národní banky.

Nemáte-li zájem o další zaslání těchto materiálů, kontaktujte prosím odesílatele na výše uvedené adrese. Pokud nejste oprávněným adresátem, informujte okamžitě odesílatele a zprávu vymažte. Jelikož zpráva může obsahovat tajné, důvěrné či jinak chráněné údaje, informace v ní obsazené v žádném případě nezveřejňujte, nekopírujte, nedistribuuje a ani jiným způsobem nevyužívejte. Odesílatel neodpovídá za obsazené chyby, pozdní doručení zprávy či případné viry, které by tato zpráva mohla v okamžiku jejího vlastního doručení obsahovat. Odesílatel si vyhrazuje právo sledovat, zaznamenávat a uchovávat zasláné a doručené zprávy.

---