

Euro(zóna) ve světle kvantitativního uvolňování ECB a voleb v Řecku

Jan Jedlička a Tomáš Kozelský

EU Office České spořitelny

EU OFFICE

Česká spořitelna, a.s.
Budějovická 1518/13a,b
140 00 Praha 4

tel.: +420 956 718 012

fax: +420 224 641 301

EU_office@csas.cz

<http://www.csas.cz/eu>

Jan Jedlička

+420 956 718 014

jjedlicka@csas.cz

Tomáš Kozelský

+420 956 718 013

tkozelsky@csas.cz

Tereza Hrtúsová

+420 956 718 012

thrtusova@csas.cz

Radek Novák

+420 956 718 015

radeknovak@csas.cz

Úvod

Hlavním a společným tématem, které v prvním letošním měsíci nejvíce rezonovalo jak v ekonomických, tak v unijních kruzích byl patrně aktuální i budoucí vývoj kurzu společné měnové jednotky eura. Právě v průběhu ledna euro pokořilo jedenáctiletá minima vůči dolaru a zároveň se významně rozvířila debata, na kolik je projekt eura životaschopný ve stávajícím – od 1. 1. 2015 již devatenácti členném – složení.

Co bylo příčinou? Jednoznačně **dva klíčové faktory**, kterým se níže věnujeme:

- Oznámení Evropské centrální banky o **zahájení kvantitativního uvolňování** dne 22. ledna;
- Předčasné parlamentní volby v Řecku ze dne 25. ledna, které výrazným způsobem opanovala koalice radikální levice SYRIZA.

Evropská centrální banka se vydala cestou kvantitativního uvolňování

Evropská centrální banka se 22. ledna 2015 rozhodla rozšířit program nákupu aktiv o dluhopisy vydané vládami států a agenturami v eurozóně a evropskými institucemi. Nákupy těchto aktiv mají dosáhnout objemu 60 mld. eur měsíčně. Vzhledem k záměru tyto nákupy uskutečňovat od března 2015 do konce září 2016 se tedy jedná až o 1,08 bilionu eur. Cílem je korekce vývoje inflace, která momentálně dosahuje v eurozóně deflačních hodnot. Dlouhodobý cíl ECB je udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.

V prosinci 2014 podle dostupných dat Eurostatu dosáhla meziroční míra inflace v eurozóně měřená HICP 0,2 % (v předchozím měsíci téhož roku to bylo 0,3 %, tedy o 0,5 procentního bodu více), v Evropské unii dosáhla míra inflace -0,1 %. K deflaci došlo ve více jak polovině států Evropské unie. Nejhuře ze států eurozóny je na tom Řecko, kde míra inflace dosáhla v prosinci -2,5 %. Tento pokles odráží především propad tempa růstu cen energií a v menší míře pokles meziroční změny cen potravin.

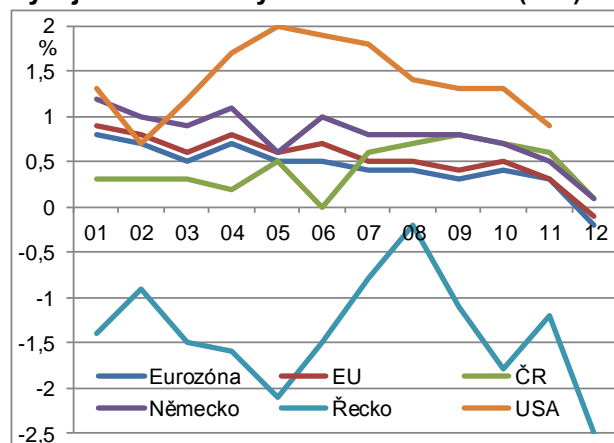
Do následujících měsíců se tak dalo i nadále počítat s velmi nízkou až zápornou úrovní míry inflace (i vzhledem k propadu cen ropy, ke kterému v nedávné době došlo). Díky přijatým opatřením měnové politiky ECB, očekávanému oživení poptávky a předpokladu postupného růstu cen ropy by však mohla míra inflace v nadcházejícím období roku 2015 a v roce 2016 začít postupně růst.

Z prohlášení ECB mimo jiné vyplývá, že březnem 2015 začne Eurosystem nakupovat na sekundárním trhu investiční cenné papíry v eurech vydané vládami států a agenturami v eurozóně a evropskými institucemi. Nákup cenných papírů v eurozóně bude založen na podílech národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu ECB. V případě zemí spadajících pod ozdravný program EU/MMF se uplatní některá dodatečná kritéria způsobilosti.

Rozšířený program nákupu aktiv ECB bude doplňovat již probíhající program nákupu dluhopisů jištěných aktivy (ABS) a krytých dluhopisů. Nakupovaná aktiva musí splňovat:

- Jsou vydávána entitou založenou v eurozóně a ze skupiny: centrální vlády, určité agentury nebo mezinárodní či supranacionální instituce nacházející se v eurozóně.
- Jejich emitent nebo garant bude mít rating spadající do investičního pásma a odpovídající minimálně hodnocení ECB na známce CQS3 (ekvivalent BBB-/Baa3).

Vývoj meziroční míry inflace v roce 2014 (v %)



Zdroj: Eurostat

- Za určitých podmínek bude možné nakoupit i dluhopisy, které mají rating nižší, avšak jejich způsobilost bude pozastavena, pokud bude probíhat hodnocení daného státu v rámci poskytování záchranného programu tomuto státu, a bude zrušena, pokud výsledek tohoto hodnocení nebude pozitivní.
- Nakupované dluhopisy v rámci nového programu, které nespádají ani do ABS ani do programu nákupu krytých dluhopisů, budou mít splatnost mezi dvěma a třiceti lety.

Další podrobnosti (mimo jiné) k technické příloze ECB naleznete na www.investicniweb.cz

V případě samotných nákupů aktiv si Rada guvernérů ECB ponechává kontrolu nad všemi parametry programu a ECB bude tyto nákupy koordinovat. Tím bude zajištěna jednotnost měnové politiky Euro systému. Euro systém bude za účelem mobilizace svých zdrojů tuto činnost provádět decentralizovaným způsobem.

V případě dělby hypotetických ztrát, rozhodla Rada guvernérů, že nákupy cenných papírů evropských institucí (které budou představovat 12 % dodatečných nákupů aktiv a které budou realizovat národní centrální banky) budou podléhat dělbě ztrát. Zbývající dodatečné nákupy aktiv národními centrálními bankami dělbě ztrát podléhat nebudou. ECB bude držet 8 % dodatečně nakoupených aktiv. To tedy znamená, že režimu dělby rizik bude podléhat 20 % dodatečně nakoupených aktiv.

ECB má zajišťovat cenovou stabilitu cílením inflace ve střednědobém horizontu blízko pod 2% úrovní. Jedním z nástrojů ECB je stanovování výše úrokových sazeb. Pokud chce centrální banka působit proti příliš vysoké inflaci, zpravidla úrokové sazby zvyšuje, čímž prodražuje vypůjčování peněz a činí spoření zajímavějším.

Pokud chce naopak omezit příliš nízkou inflaci, úrokové sazby snižuje. Vzhledem k tomu, že už v září minulého roku snížila všechny tři základní úrokové sazby o 10 bazických bodů na historická minima: úrokovou základní sazbu pro hlavní refinanční operace na 0,05 %, úrokovou sazbu mezní zápujčnické facility určenou pro jednodenní úvěry bankám na 0,30 %, a úrokovou sazbu vkladové facility dokonce na - 0,20 %, nemá už krom kvantitativního uvolňování moc prostředků, jak účinně proti deflačnímu tlaku zakročit. ECB tak vedle oznámení o rozšíření programu nákupu aktiv na svém zasedání dne 22. ledna rozhodla, že úrokové sazby ponechá beze změny.

Z hlediska dalšího vývoje opatření ECB rozhodným způsobem podpoří ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních očekávání. Podmínky financování podniků a domácností v eurozóně se budou nadále zlepšovat. Společně by tyto faktory měly posílit poptávku, zvýšit využití kapacit a podpořit růst peněžní zásoby a objemu úvěrů, čímž přispějí k návratu míry inflace do kladných hodnot. Toto oživení by mělo mít pozitivní vliv i na zlepšení exportu. Určitou brzdou eurozóny však bude i nadále vysoká míra nezaměstnanosti, která v některých státech překračuje i 25 %. Situace na trhu práce by se však měla postupně zlepšovat.

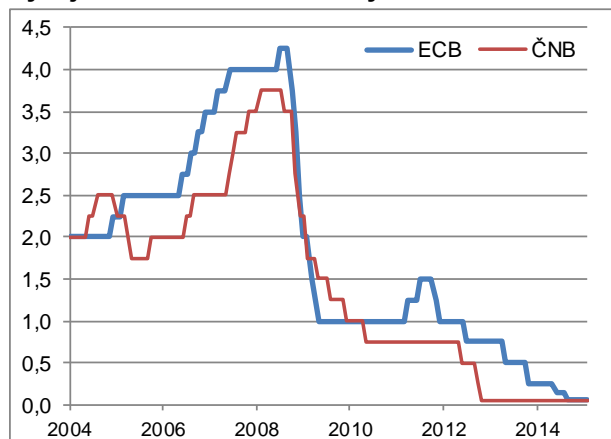
Řecké parlamentní volby

Geneze řecké politické krize

Politická krize v Řecku, která nakonec vyústila v předčasné volby, začala již loni v prosinci. Začátkem posledního měsíce loňského roku tehdejší premiér z Nové Demokracie Antonis Samaras oznámil, že vládním kandidátem na nového prezidenta bude bývalý místopředseda jeho strany a zároveň bývalý eurokomisař (pro životní prostředí) Stavros Dimas. Opozice pod vedením Syrizy žádného kandidáta nepředložila. Kabinet si zároveň pospíšil s vypsáním nových voleb již na 17. prosince 2014, ačkoliv dosavadní hlava státu Karolos Papulias má mandát až do letošního března.

Ačkoliv představitelé Komise nominaci renomované a známé tváře uvítali, političtí komentátoři a investoři již viděli známky blížící se politické krize, jak bylo ostatně patrné z hlubokého propadu řecké burzy (po oznámení jména kandidáta řecké akcie oslabily nejvíce za posledních téměř 30 let).

Vývoj základní úrokové sazby ECB a ČNB



Zdroj: ECB, ČNB

Řecká ústava totiž definuje, že pokud se nepodaří prezidenta zvolit, parlament se musí rozpustit a následují předčasné volby. Jelikož vládní koalice konzervativců z Nové demokracie a socialistů z PASOKu v parlamentu disponovala jen 155 poslaneckými křesly z celkových 300 a pro zvolení prezidentem je potřeba kvalifikované většiny 200, resp. 180 hlasů, panovaly oprávněné obavy o krach volby. To se nakonec potvrdilo a prezident nebyl zvolen ani ve třech kolech – viz tabulka.

Volby řeckého prezidenta – prosinec 2014

Kolo	Datum	Potřebné hlasy	Obdržené hlasy
1.	17. 12. 2014	200	160
2.	23. 12. 2014	200	168
3.	29. 12. 2014	180	168

zdroj: ČTK

Vabank nyní již expremiéra Antonise Samarase nevyšel, řecký parlament se v důsledku neúspěšných voleb rozpustil a termín mimořádných voleb vláda stanovila na 25. ledna 2015. Prerformní Samarasova vláda tak do historie odešla o 1,5 roku dříve, než čekala (řádné parlamentní volby se měly konat v polovině roku 2016).

Výsledek parlamentních voleb v Řecku

O tom, že éra Antonise Samarase na vrcholku řecké politické pyramidy končí, dlouhodobě signalizovaly předvolební průzkumy. Ty jednoznačně favorizovaly koalici radikální levice SYRIZA vedenou charismatickým Alexisem Tsiprasem a bylo jen otázkou, zda SYRIZA získá dostatečnou podporu, aby byla schopna sestavit vládu. Když těsně před konáním voleb Alexis Tsipras vyzval své voliče o dodání tolika hlasů, aby mohl vládnout bez koaličního partnera, zdál se to být sci-fi scénář.

Nakonec to však nebylo daleko pravdě. Jedový koktejl dlouhodobé šestileté recese, rekordní nezaměstnanosti a stále jen slabého (z pohledu nezávislých analytiků sílícího) světla na konci tunelu vedlo k tomu, že řečtí voliči zřetelně odmítli dosavadní politiku úsporných opatření a bolestných reforem. SYRIZA získala přes 36 % hlasů, které se proměnily ve 149 mandátů v 300 členném řeckém parlamentu. Ke zformování většinové vlády rychle přispěla strana Nezávislých Řeků s 13 poslanci (4,75 %), se kterou má SYRIZA společný požadavek na odpis veřejných dluhů. Nová koaliční sestava tak bude v parlamentu disponovat většinou 162 hlasů.

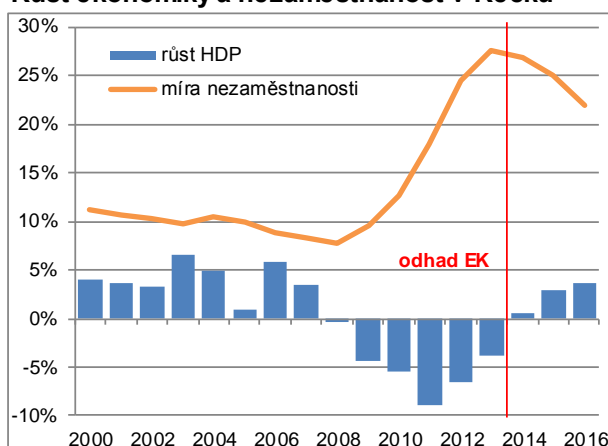
V Řecku se poprvé po pádu vojenské junty v roce 1974 dostala k moci jiná strana než střídající se Nová demokracie a PASOK. Nová demokracie sklídila výprask, druhé místo s 27,8 % a 76 mandátů (oproti dřívějším 129 poslancům) je neúspěchem. Ještě hůře dopadl bývalý koaliční partner PASOK, který ziskem 4,68 % (13 poslanců) jen těsně překonal minimální 3% hranici. Radikální až fašizující pravice Zlatý úsvit byla s výrazným odstupem třetí nejsilnější stranou, těsně ji následovala nová strana Řeka (Potami) a komunisté.

Výsledky voleb do řeckého parlamentu z 25. ledna 2015

	Podíl hlasů	Počet křesel		Podíl hlasů	Počet křesel
SYRIZA	36,34	149	Komunistická strana Řecka	5,47	15
Nová demokracie	27,81	76	Nezávislí Řekové	4,75	13
Zlatý úsvit	6,28	17	Panhelénské socialistické hnutí	4,68	13
Řeka	6,05	17			

Zdroj: Ministerstvo vnitra Řecka

Růst ekonomiky a nezaměstnanost v Řecku



Zdroj: Eurostat, Evropská komise

Ohlasy výsledku parlamentních voleb

Bezprostřední reakce na volby na finančních trzích byla výrazně negativní, kurz eura se dále propadl, oslabovaly i řecké státní dluhopisy a akcie pod vedením bankovních titulů. V průběhu dne však situace korigovala a například euro vůči dolaru všechny počáteční ztráty vymazalo.

Obavy vzbuzoval především ekonomický program Syriza – viz box. Na jeho prvním místě je agenda, kterou má Syriza (jako jednu z mála) společnou s koaličním partnerem Nezávislími Řeky: revize záchranného programu směrem k přehodnocení ordinovaných úspor a reforem, dohoda s mezinárodními věřiteli pod vedením Trojky (Evropská komise, ECB, MMF) o dalším odpisu řeckého veřejného dluhu.

Hlavní body ekonomického programu Syriza

- Odepsání velké části veřejného dluhu, aby se stal udržitelným, obdobně jako byl dluh odepsán Německu v roce 1953; splátky zbývajících dluhu platit „růstem“;
- Vytvoření projektu „European New Deal“, který by financovala EIB;
- Elekřina zdarma 300 tisícům domácností pod hranicí chudoby;
- Dotace na jídlo 300 tisícům rodin bez příjmu, dotace na bydlení a nájmy;
- Znovuzavedení 13. důchodů 1,2 milionu důchodců;
- Snížení spotřební daně na topení a naftu;
- Zrušení rovné daně z nemovitosti a zavedení daně na větší nemovitosti;
- Zrušení daně z příjmu do 12 tisíc euro ročně a zavedení daňové progresse;
- Úleva dlužníkům od dluhů prostřednictvím jejich restrukturalizace;
- Zvýšení minimální mzdy na 751 euro;
- Zavedení pracovních opatření na ochranu zaměstnanců a ztížení propouštění zaměstnanců;
- Zvýšení transparency, ekonomické autonomie a efektivního řízení regionálních státních institucí;
- Zvýšení občanské participace a přímé demokracie;
- Regulace televizního a radiového prostředí a znovuzavedení státní televize a rozhlasu.

Zdroj: představení vládního programu Syriza Alexisem Tsiprasem na konferenci v Soluni 15. 9. 2014

Reakce lídrů EU je spíše odmítavá. Jasně to řekl člen výkonného výboru ECB Benoit Coeuré, podle něho se ECB nezapojí do žádného odpisu řeckého dluhu. Varování do Atén poslal i šéf Bundesbanky Jens Weidmann, který novou politickou reprezentaci Řecka upozornil na povinnost ctít smlouvy s mezinárodními věřiteli. Evropa však Řecku ukázala i přívětivou tvář.

Předseda euroskupiny (ministři financí členských států eurozóny) Jeroen Dijsselbloem sice upozornil na potřebu plnění stávajících dohod, ale zároveň si výrokem o budoucí diskusi o „udržitelnosti řeckého dluhu“ nechal zadní vrátka pro kompromisní řešení. Největší pochopení pro plány Alexise Tsiprase projeví levicové (a spíše) opoziční evropské strany, které upozorňují na údajnou neúčinnost dosud prosazovaných úsporných opatření v Řecku. Ty prosazuje evropský politický hegemon Německo, který bude díky pozici největší evropské ekonomiky a největšího „sponzora“ unijních záchranných mechanismů mít pravděpodobně hlavní slovo.

Místo oficiálního tiskového prohlášení však o postoji Berlína možná více napovídají úniky informací do médií. Ty začátkem ledna ukázaly, že Německo již nehodlá za každou cenu bránit Řecku při odchodu z eurozóny. Ten by prý nastal, pokud by Atény po volbách opustily úspornou politiku a přestaly splácet dluhy. Kancléřka Merkelová i ministr financí Schäuble se údajně domnívají, že odchod Řecka z eurozóny by byl nyní přijatelný, neboť EU a eurozóna za poslední roky přijala taková systémová opatření, která by dopad GREXITU (řecký exit z eurozóny) na ostatní evropské ekonomiky minimalizovala.

Sami řečtí představitelé princip splácení svých dluhů nezpochybňují, chtějí ho však více vázat na schopnost země růst a díky rostoucí ekonomice dluhy splácet. Ministr financí Janis Varufakis již představil plán na výměnu stávajících řeckých státních dluhopisů za dva nové typy:

- **Dluhopisy spojené s ekonomickým růstem** by nahradily dluh držený státy eurozóny a EFSF;
- **Věčné dluhopisy** (perpetuity - emitent splácí nekonečně dlouho úroky, ale nikoliv jistinu) by nahradily dluhopisy vlastněné ECB.

Nyní bude klíčové, zda tento – či podobný – scénář restrukturalizace dluhové zátěže (aniž by došlo k odpisům nominální hodnoty dluhu) získá podporu klíčových států EMU. První vlaštovka je pozitivní; francouzský ministr financí Michel Sapin po setkání se svým řeckým protějškem veřejně uvedl, že „splácení současného řeckého dluhu musí být vázáno na schopnost země obnovit růst.“

Řekové zároveň odmítají dále jednat s trojicí inspektorů zastupujících mezinárodní věřitele, tedy EU, ECB a MMF a nemají zájem o prodloužení stávajícího záchranného programu, který vyprší koncem února 2015. Ten by měl podle řecké vlády následovat čtyřměsíční překlenovací úvěr do června 2015, ve kterém by se významně angažovala ECB.

Ústupkem má být závazek udržovat primární přebytek veřejných rozpočtů (tedy po očištění o vliv splátek dluhu) mezi 1-1,5 % HDP, přestože to bude znamenat, že Syriza nebude moci plně realizovat svůj volební program.

Budoucí vývoj v Řecku a eurozóně

S tvrzením o lepší připravenosti Evropy na odchod nejslabšího članku eurozóny nelze nesouhlasit. Od května 2010, kdy Řecko přijalo první balíček pomoci, EU vybudovala potřebné mechanismy a nástroje. Mezi ty klíčové patří:

- **Evropský stabilizační mechanismus (ESM)** – stálý záchranný fond o palebné síle 500 miliard eur, ze kterého se financuje pomoc pro členské státy eurozóny.
- **Bankovní unie** – projekt sjednocování evropského bankovníctví včetně společného dohledového mechanismu a společného rezolučního mechanismu, který by umožňoval financovat finanční restrukturalizaci problémových bank.
- **Program na odkup vládních dluhopisů Evropskou centrální bankou (OTM)** – smyslem je nákup státních dluhopisů eurozóny na sekundárních trzích s cílem srazit jejich výnosy na přijatelnější úroveň.

Záchranné balíčky pro Řecko

	1. balíček (First Economic Adjustment Programme for Greece)	2. balíček (Second Economic Adjustment Programme for Greece)
Schválení Euroskupinou¹⁾	2. květen 2010	14. březen 2012
Poskytnuto na období	VI/2010 až VI/2013	III/2012 až XII/2014 ²⁾
Objem v mld. eur	73,0 ³⁾	164,5 ⁴⁾
z toho eurozóna	52,9 (Greek Loan Facility – bilaterální půjčky mezi státy EMU a Řeckem)	144,7 (European Financial Stability Facility)
z toho MMF	20,1	19,8

Zdroj: Evropská komise (DG Ecfm), 1) složena z ministrů financí členských států eurozóny, 2) záchranný program prodloužen do II/2015, 3) původní objem byl stanoven na 110 miliard eur (80 mld. bilaterální půjčky států eurozóny + 30 mld. MMF), ale částka byla vyčerpána jen z 73 miliard a zbytek byl převeden do 2. záchranného balíčku, 4) skládá se z nevyčerpané částky v prvním záchranném balíčku (sníženém o 2,7 mld. eur za neúčast Slovenska, Portugalska a Řecka) a dodatečných 130 miliard eur.

Přesto by případný GREXIT přinesl velké turbulence na finančních trzích, negativní dopady do reálné ekonomiky a obavy o odchod dalších zemí z eurozóny. Zda tento scénář nakonec nastane či zůstane pouze v ranku spekulací, závisí na tom, zda nová řecká vláda pod vedením lídra Syriza Alexise Tsiprase a klíčoví politici Evropské unie v čele s německou kancléřkou Angelou Merkelovou dosáhnou dohody.

Dosavadní program Syriza a podmínky dohod spojených s finanční záchranou Řecka a jeho setrváním v zóně eura mají totiž vzájemně nekompatibilní obsah. Řecké opuštění eurozóny tak není vůbec vyloučené, přestože Syriza i většina obyvatel Řecka chtějí euro jako svou měnovou jednotku zachovat.

Možné scénáře dalšího vývoje v Řecku a eurozóně

Za předpokladu, že v Řecku brzy nedojde k nové politické krizi a dalším mimořádným volbám:

a) Reál politika a pragmatismus zvítězí (30 %)

Tento scénář počítá s tím, že Alexis Tsipras i jeho koaliční partner Panos Kammenos ze strany Nezávislých Řeků si uvědomí nerealističnost splnění všech předvolebních slibů i neústupnost zbytku Evropy dále odpouštět řecký dluh. Většina reformních kroků Samarasovy vlády zůstane zachována. Některé kroky zvyšující fiskální výdaje budou vykompenzovány zvýšeným inkasem daní díky zintenzivnění boje proti daňovým únikům a korupci.

Nominální hodnota dluhu se nezmění, ale Evropská unie bude akceptovat další restrukturalizaci řeckého dluhu (vázání splácení na růst, prodloužení splatnosti, snížení úročení,...). Řecko bude nadále vykazovat primární přebytky státního rozpočtu a veřejný dluh se pomalu začne snižovat na udržitelnější úroveň. Důvěra investorů narušená rozruchem kolem mimořádných voleb se navrátí, ekonomika pozvolna nastoupí na cestu opatrného ekonomického růstu, nezaměstnanost se začne pomalu snižovat.

Nejlepší možný scénář pro Evropu.

b) Unie v obavě o „evropský Lehman Brothers“ ustoupí (25 %)

Syriza pod vlivem radikálnějších poslanců, na které nebude mít premiér Tsipras vliv, nakonec neustoupí a bude trvat v zájmu nezrazení volebního programu na ukončení úsporného programu, který sám Tsipras nazval „fiskální waterboarding“. Místo toho ustoupí evropští politici v čele s Angelou Merkelovou a nabídnou Řecku další záchraný balíček s pořadovým číslem 3.

Ten bude obsahovat další odpisy veřejného dluhu drženého bankami (tzv. PSI – Private Sector Involvement) a zároveň se prolomí tabu a dojde k „haircutu“ dluhů držených i veřejnými institucemi (tzv. OSI – Official Sector Involvement) – zejména státy eurozóny prostřednictvím bilaterálních půjček či Evropského nástroje finanční stability (EFSF).

Kromě odpisu dluhu si řecká vláda vyjedná i ústupky v ordinovaném úsporném programu. Premiér Tsipras vyhraje, ale za cenu nebezpečného precedentu. Podobné ústupky a odpisy dluhu budou požadovat i další státy (např. Portugalsko, Španělsko, Kypr) a jejich politické reprezentace. At již ty stávající zavedené, tak i zcela nové, které vyhrájí v budoucích parlamentních volbách. Prvních z nich bude španělské hnutí Podemos, které se ujme moci po volbách konaných letos v prosinci.

Nejhorší možný scénář pro Evropu.

c) Připravte rotačky na novou řeckou drachmu (45 %)

Po úvodní sérii vzájemného oťukávání mezi novými řeckými vládci a představiteli EU či eurozóny vzhledem k opačným východiskům nedojde k rozumné dohodě. To se projeví buď již do konce února, kdy vyprší prodloužený termín pro revizi záchraného programu, nebo za několik dalších měsíců.

Primární právo sice neupravuje právní mechanismy na odchod země z eurozóny, ale vzhledem ke kritickým chvílím se najde rychlé řešení – zakládající smlouvy se revidovat nebudou. Vzhledem k výše uvedenému bude muset být dosaženo dohody obou stran, jednostranné kroky jsou vyloučené. Možný kompromis může mít podobu radikálního odpuštění dluhů výměnou za odchod země z eurozóny.

Euro se ukáže být pro helénskou ekonomiku příliš silnou měnou, nově zavedená drachma oslabí vůči euru v úvodu až téměř o polovinu a dovolí jejímu obyvatelstvu, které se brání dalším úsporám, se nadechnout. Krachující řecké banky podrží Bank of Greece ve spolupráci s ECB, na několik let bude pro Řecko omezen volný pohyb kapitálu a peněz přes hranice. Pro zabránění řetězové reakce odchodu dalších zemí z EMU začne ECB intervenovat na dluhopisových trzích a dá jednoznačný závazek na záchranu ostatních zranitelných ekonomik eurozóny a jejich bank.

Pro Evropu z krátkodobého hlediska **nejbolestivější** scénář, z dlouhodobého hlediska ale může být prospěšný pro všechny strany.

