

意大利「破產」無可避免



國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

意大利總理倫齊 (Matteo Renzi) 輪掉 12 月 4 日的修憲公投之後，成爲最新一個未能在該國推行改革的總理。有人說，倫齊不可能揮動一下魔術棒，就令意大利足以和德國競爭。但嚴峻的現實是，自從意大利的貨幣與德國的貨幣掛鉤之後，該國的命运就已經定了下來，沒有意大利領導人能夠改變。當歐元制度在 1999 年推出時，我就已經提出，意大利面臨風險，由一個貨幣很可能大幅貶值的經濟體，變成一個最終可能破產的經濟體。可悲的是，沒料到這會來得比想像中還要快。

右方兩幅圖顯示了意大利最近 37 年的經濟發展狀況。意大利是在 1979 年加入歐盟的匯率機制，當時每一德國馬克可兌換 443 里拉。但里拉經過頻繁貶值之後，到了 1990 年，其匯率已變成 750 里拉才可兌換一馬克。到了 1990 年代初，東西德已經統一，德國央行實行一套新的統一貨幣制度，為了打擊通貨膨脹，它將實質利率提高至 7 厘之高。

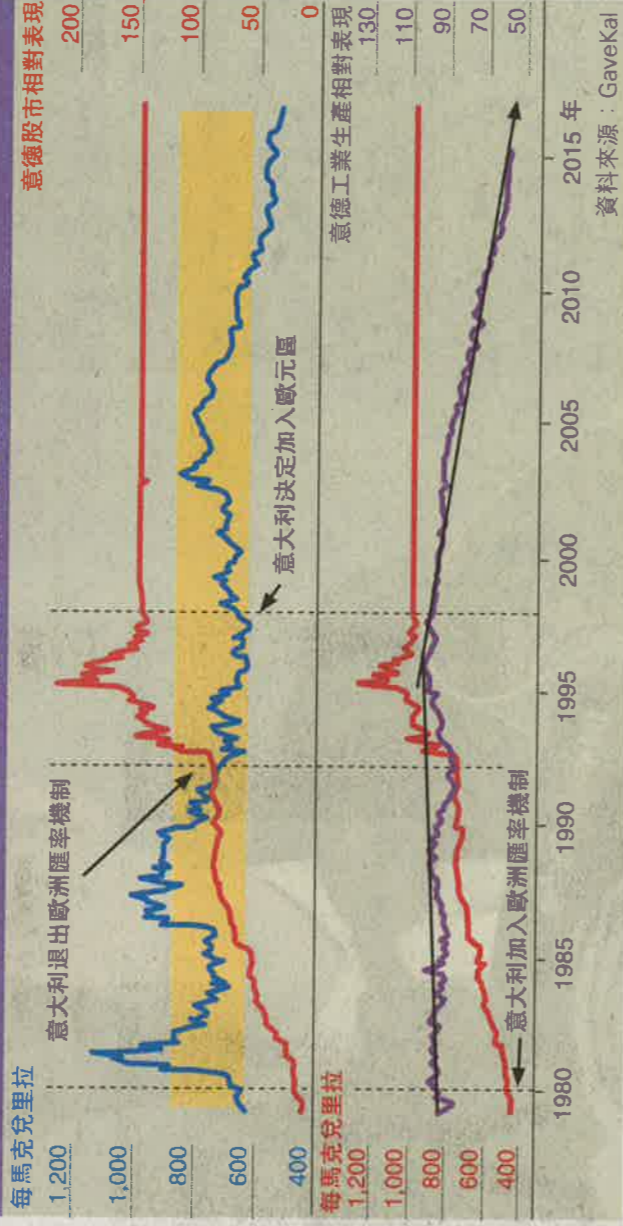
到了 1992 年 9 月，英國、瑞典和意大利因為不堪德國加息的壓力，退出歐盟的匯率機制。當時，里拉貶值至 1250 里拉才可兌換一馬克，但卻引發了意大利旅遊業的一個增長期。

加入歐元區後 股市工業開始跑輸德國

由 1979 年至 1998 年，意大利的工業生產跑贏德國超過 10%，意大利的股市更跑贏德國 16%。這意味着，在這段時間，意大利企業的投资資本回報比德國企業更高。但是，歐元制度在 1999 年推出。到了 2003 年，意大利已明顯變得沒有競爭力，隨後，意大利股市跑輸德國股市 65%，逆轉了半個世紀以來意大利股市的整體回報較高的現象。同樣地，自從 2003 年以來，意大利的工業生產已經跑輸德國 40%。

簡單來說，意大利缺乏競爭力的情況已經變得非常嚴重，因此欠缺償付能力。這從意大利銀行體系的危險狀態可以清楚看出，該國的銀行一直都貸款給一些被意大利央行令到沒有競爭力的企業。若不推行希臘式的緊縮節約措施，意大利很難解決這個問題。但我懷疑，意大利

意國加入歐元區後 競爭力減弱



資料來源：GaveKal

意大利缺乏競爭力的情況已經變得非常嚴重，因此欠缺償付能力。該國的銀行一直都貸款給一些被意大利央行令到沒有競爭力的企業。若不推行希臘式的緊縮節約措施，意大利很難解決這個問題。

利的選民是否有這種耐性。

競爭力減弱 削償還能力

嚴格來說，意大利和德國現時的強弱關係，已經和 1945 年至 1999 年那段時間截然不同，因為那個年代，意大利尚可以透過調整匯率，來改善競爭力，以拉近差距。但現在，唯一的可能性就是，意大利和德國之間的差距愈來愈大。因此，現在幾乎可以肯定，意大利將會出現某種形式的主權債務違約。雖然中央銀行可以解決流動性問題，但它不能解決償付能力問題，特別是像意大利這麼嚴重的情形。

要避開意國金融資產

現在唯一可以採取的補救措施，就是以新債取代舊債。這正是我預期歐洲央行行長德拉吉 (Mario Draghi) 會做的，尤其是，他在意大利融入歐元制度方面扮演了一個關鍵的推動者角色。這種行動可能會在一個星期四歐洲央行的政策制定會議上宣布。當然，歐洲央行亦有可能將這個日子推遲一段時間，但推遲絕對不



意大利總理倫齊 (圖) 輸掉 12 月 4 日的修憲公投，令國內銀行債務危機變得更加棘手。(資料圖片)

能解決問題。

對於投資者來說，理性的做法是要避開意大利的金融資產，例如意大利銀行的股票或政府債券等，直至意大利的匯率再次回復到正常的市場價格。

以我在這行業的多年經驗估計，意大利可能無可避免地會出現國家破產的情形。這世界有很多其他的市場和資產，投資者沒有理由去碰這個燙手山芋。