

東歐破產衝擊西歐銀行

**國際視野**Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

過去數周，大眾對東歐和中歐的情況加倍關注，事實上，當地近來不斷傳出社會出現動盪、暴力示威及大規模罷工的消息。

當傳媒不斷發布東歐經濟的新聞時，而又看到當地貨幣大幅貶值（年初至今波蘭貨幣貶值24%、匈牙利貨幣貶23%、俄羅斯盧布挫20%、捷克貨幣挫18%，見圖1），股票市場下滑，債券被大舉拋售，幾可肯定當地已入進大型危機。我們認為，上一個重要的轉變是一直表現頗穩的東歐國家政府債券也倒下來了，周五當德國、瑞典以至英美的債券價格明顯地回升，匈牙利及捷克市場卻大幅回落，匈牙利債自較美國債拉闊了1.96厘，捷克政府債自亦拉闊0.4厘，為東歐債務持有人提供保險的CDS（Credit Default Swaps，信貸違約掉期合約）市場，保費價格亦創新高（見圖2）。

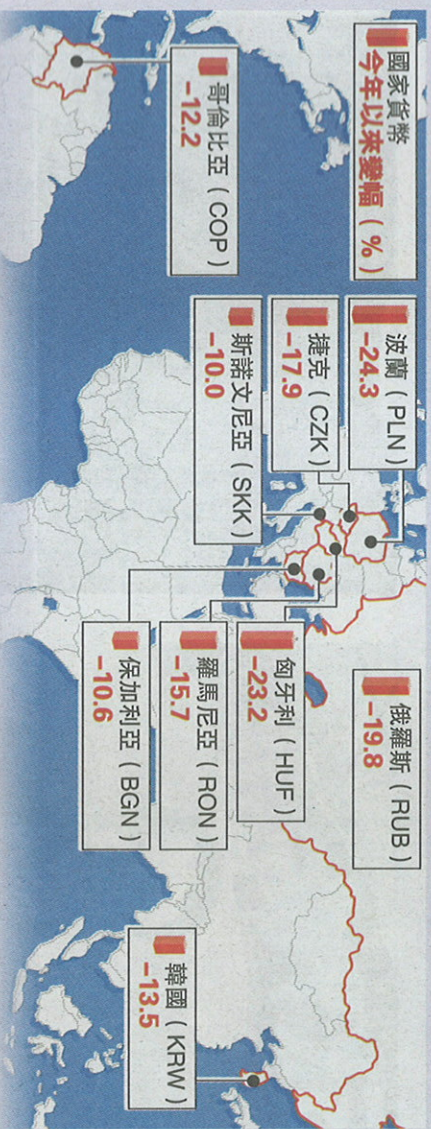
東歐背負大量外債

在東歐金融危機中，最顯而易見的現象是東歐國家普遍背負龐大貿易赤字及政府赤字，私人又一直以低息借入大量外幣。我們見到，波蘭大部分的樓宇按揭是以歐元或瑞士法郎做貨幣單位，匈牙利的汽車貸款以瑞郎作借貸貨幣。同時也可以想像到，當東歐貨幣轉弱，東歐諸國居民會恐慌起來，並把本國貨幣存款轉做美元、歐元或瑞郎存款，甚至黃金（近期美元如此強，但金價仍然堅挺，與東歐資金流入金市有關。俄羅斯人便不相信當地銀行體系，故對黃金有這麼強勁的需求）。

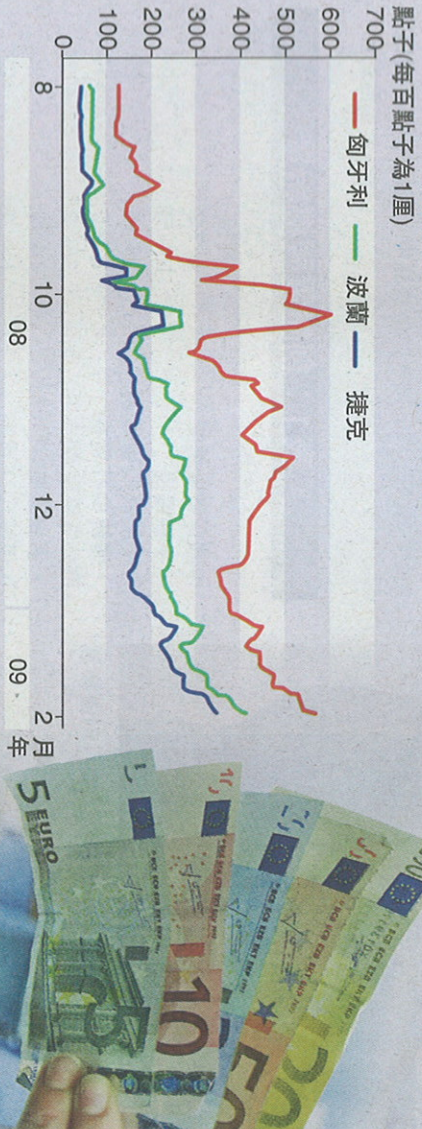
新興市場風暴令走資加劇

我認為新興市場和已發展市場其中一個最大分別，在於兩者對本國貨幣的信心。事實上，閣下在雅加達、莫斯科、伊斯坦堡、聖保羅等城市坐出租車，你會發現出租車司機能準確地知道當日當地貨幣兌美元、甚至是歐元的匯價，但同樣情況未必會出現在斯德哥爾摩、日內瓦、蒙特利爾及格拉斯哥這些發達國家城市，當發達國家的貨幣下挫，當地人並不會趕着去把存款換成外幣。（雖然英鎊近6個月都在下跌，但英國人少有把存款換成美元及歐元）……不過，在新興市場，本國貨幣轉弱會觸發資金外逃，由於這些

今年表現最差的新興市場貨幣



東歐三國CDS價格不斷飆升



國家不少的貸款是以外幣作為單位，這又加速貨幣下滑。當人們對新興市場貨幣信心崩潰時，除非這些貨幣跌至「跳樓價」，否則難以穩定下來。在1997年亞洲金融風暴時，那個「跳樓價」是1美元兌2000韓圓；1美元兌55泰銖；1美元兌1.6萬印尼盾。我們看到的是，東歐貨幣現時的匯價，距離「跳樓價」還遠，難以預計何時回復穩定。

所以，當看到東歐陷入「新興市場金融危機」，連香港人也關心起來時，我們該好好預算這個危機對環球金融體系所帶來的影響。

西歐小國難償東歐放貸壞帳

●西歐銀行要為東歐放貸大舉撇帳，會對一些西歐國家帶來麻煩。例如，奧地利銀行業向東歐的放款相當與國70%的國內生產總值，外界擔心當地銀行的資本，是否能承受龐大的壞帳。進一步去考慮，奧地利政府能負擔大型的銀行拯救計劃嗎？奧地利政府CDS已由年初的100點子升上220點子，可見這些風險正被市場人士留意。

●若東歐貨幣大舉貶值，西歐的製造業基地能否與東歐的競爭？歐元能否不跟隨英鎊、瑞典克朗及東歐貨幣貶值？研究技術分析的朋友告訴我，這次巨浪有可能把歐元推落至兌美元一算的水平

●從過往經驗來看，金融危機可以擴散開去。例如，1997年的亞洲金融風暴，便擴散至俄羅斯、拉丁美洲及沙特阿拉伯。如果東歐出事的話，我們不能不擔心其他新興市場會否倒下。某程度來說，這已在中東市場出現。（涉及迪拜風險的CDS已跟冰島的CDS一樣價錢），再推展下去，韓國及印尼貨幣轉弱、債券孳息上漲，亦教人擔心。不過，從中國及巴西的數據中，我對經濟前景找到一些值得鼓舞的地方。

歐元跌浪即將展開

當然，上文所討論的影響並非全部，但無論如何，東歐諸國如今的形勢對西歐金融機構來說是個惡夢，對歐洲貨幣是個惡夢、對實力較弱的歐洲借貸者來說是個惡夢。歐元近期的弱勢，可能只是個開始……。