

# 歐洲「末日」時辰未到

國際  
視野



潘迪藍  
GaveKai  
Dragonomics  
資深經濟師

如果讀者有投資歐洲，將會十分憂慮。最具影響力的法國報章《費加羅報》(Le Figaro)警告說，在巴黎和布魯塞爾之間，將會有一枚「原子弹」爆發，因為法國政府2015年財政預算很大機會被歐盟委員會否決。

法國提出，要延遲至2017年才能夠達到歐盟的規定，將財政赤字控制在其GDP的3%以內，比原定的2015年延遲2年。不過，德國總理默克爾堅持不肯放寬歐盟最近收緊的財政預算規則。這是否意味着，疑歐派已經預期多年的史詩式法德攤牌，已經到來？在諸神的黃昏，這將最終令歐元悲劇出現高潮？

## 法德財政爭拗 出於「演出」需要

因為財政預算問題，巴黎和布魯塞爾、柏林之間完全鬧翻，肯定會成為一宗大新聞，這大概就是法國記者為何這麼激動。但仔細觀察的話，這場預算案鬥爭其實與美國年前出現的那一場十分相似，只是一齣舞台劇，劇中主角很兇猛地演出一幕，然後死掉，之後卻起身謝幕。

要了解實情，必須先了解默克爾、奧朗德(法國總統)和其他角色的動機。他們的主要目的，是要維持歐元，而不是要「一拍兩散」。儘管我們當中，有很多人認為長痛不如短痛，一次過將這種奇怪的貨幣結束，可能對所有人都是好事。不過，對持有歐元資產的投資者來說，令預算案之爭複雜和混亂的是，這個

本來壓倒一切的優先目的，現時正受到一些制肘：

因為默克爾必須向德國民眾證明，歐盟在成員國預算方面的規條已經真的收緊了；即將在11月1日上任的新一屆歐盟委員會亦必須證明，它執行這些更嚴格的規則時，比上一屆更加有效；雖然柏林和布魯塞爾都希望避免讓人覺得它們強迫奧朗德修改法國的財政預算，令後者覺得被羞辱。

## 制訂預算過程複雜 短期影響微

如何令這些互相衝突的目標協調？答案是，有可能透過一系列的官僚主義式掩眼法來解決僵局。因為歐盟成員國制訂預算的過程很複雜。要全面了解其遊戲規則，就要先看看歐盟的網站，嘗試解讀她在財政預算案方面的規條，《穩定與增長公約》(the Stability and Growth Pact, SGP)以及當中在2011年修改的6條，2012年的《財政契約》(the Fiscal Compact)，以及2013年對上述所有的補充修訂。

了解細節之後，就會明白有一系列的招數可以在未來一個月的時間，用來解決法國的預算案僵局。這主要可分成三方面：政治、經濟和官僚主義程序。

先說政治。雖然歐盟在預算案方面的規條是由默克爾主導的多個成員國領導人制訂和修訂，但執行這些規則卻是歐盟委員會。經濟與金融委員會下個月就會由前法國財政部長莫斯科維奇(Pierre Moscovici)接任。不過德國一直擔心莫斯科維奇會「偏袒」他自己有份起草的法國預算案。

歐盟委員會的新任主席容克(Jean-Claude Juncker，盧森堡前首相)已作出回應，承諾除了莫斯科維奇之外，法國的財政預算案將會由另一名委員、拉脫維亞的Vladis Dombrovskis共同簽署；後者對財政的立場

被德國視為鷹派。但較少人知的是，Dombrovskis最近已經突然變得明顯地鴿派，他上星期就向歐洲議會表示，總體來說，已經完成了財政整頓，應該轉為關注需求方面。

看來，容克的手法相當熟練。透過在莫斯科維奇之上增加一名北歐籍的委員，以加強委員會的信譽，以及滿足了德國的公眾輿論。可是這名表面强硬的上司，實際卻是被預先安排來支持寬鬆的做法。此外，對法國政府的2015年財政預算作出初步評估的最後限期是10月29日，這是新任經濟與金融委員莫斯科維奇上班前兩天。因此，莫斯科維奇並不直接涉及對法國財政預算的裁決，不用怕偏袒之說。

即使歐盟委員會已經做好政治安排，如何才能令法國的財政超支與歐盟的嚴格新規則一致？這就要談談如何評估預算案。

法國未能履行承諾，在2015年將財政赤字控制在其GDP的3%以內，很大機會受到歐盟委員會反對。但歐盟委員會要求的修訂方案，法國卻很可能會接受。因為歐盟委員會的決定，不只是基於對預算數字作整體的宏觀經濟分析，同時也會從細節評估該國進行財政改革的努力，即使有關改革未能達到預期的效果。

## 經常帳盈餘龐大 德或需執行刺激措施

為了滿足德國，歐盟委員會委大機會指，法國至今為止所進行的結構性改革仍有不足，她會要求一些額外和長期的結構性改革措施，但就不會要法國立刻削減預算(那是奧朗德不能接受的)。為進一步為奧朗德保留面子，歐盟委員會可能會向德國建議一些財政刺激措施。因為德國龐大的經常帳盈餘，可能已需要

執行歐盟去年新提出的「過度失衡程序」(雖然暫時還沒有任何實質執行過)。

除了政治和經濟因素，歐盟的官僚主義程序亦為法國提供了第三道防線。新規則要求成員國在10月15日或之前提交其財政預算，讓歐盟委員會至少有2個星期進行初步評估，因此法國媒體上周預測的攤牌日子是10月29日。

奧朗德到11月中都不能或不願實施新措施，還不致引發衝突，只是會在未來6個月掀起新一輪的談判和經濟評估。這是歐盟財政新規則提供的「經濟學期」(Economic Semester)。總括來說，巴黎和布魯塞爾或柏林之間的預算糾紛，至少要等到明年4月才會出現大問題。沒有可能在現時就強迫法國收緊其財政政策。到了10月底或11月初，這應該就會明朗。

## 成敗關鍵：歐11月初公布貨幣政策

巧合的是，屆時歐洲將會有一些重大的貨幣政策：將會完成銀行的資產質量審查(AQR)和壓力測試；歐洲央行的下一次政策會議又在11月6日舉行，會上應會說明下一輪的「定向長期再融資計劃」(Targeted LTRO)和資產抵押證券(Asset-backed Securities, ABS)方案，以及可能的量化寬鬆政策的全部細節。即是說，歐洲投資者是成功還是失敗，就要看11月初。屆時，財政緊縮和預算案對抗的風險已經消失，歐洲央行的政策前景是好還是壞，亦應該清楚得多。

個人認為，現在沒有需要預先判斷結果。由於現時的期望很低，到11月份那些積極措施推出時，可能會有些驚喜。那時，隨着短期的財政不確定性消除，歐洲央行可能會在AQR完成之後積極行動，向清理之後的銀行系統注入信貸。