

欧元债务危机蔓延中东欧

风险观察：

- 欧盟，国际货币基金组织和欧洲央行通过一项欧元区的重大救市计划，以减少由希腊债务危机引发的金融风险。
- 尽管有此救援计划，新兴欧盟成员国之间危机蔓延的风险仍然很高。
- 中东欧（CEE）的许多国家面临与希腊相类似的问题：出口竞争力薄弱，失业率持续上升和家庭负债高筑。
- 可能影响中东欧（CEE）风险增加的关键因素包括经济增长前景不明朗，金融稳定性问题和延误采用欧元。
- 基于蔓延概率：**高风险国家**为：拉脱维亚、匈牙利、罗马尼亚；**中等风险国家**为：立陶宛、保加利亚、斯洛文尼亚、斯洛伐克、捷克共和国；**低风险国家**为：波兰、爱沙尼亚。
- 我们建议提高警惕性，尤其是在高风险和中等风险的国家，特别是关于支付和汇率风险。

内容纲要

- 建议
- 背景：发生什么事？为什么？
- 展望：未来会发生什么？
- 对邓白氏客户的影响

建议：

希腊危机蔓延至中东欧的风险仍然很高

虽然国际货币基金组织/欧盟的大规模的救市计划缓解了欧元区（Euroland，也称为euro-zone 或 euro area，即使用欧元作为货币的国家¹）潜在的短期流动性问题，但是危机蔓延至中东欧（CEE）的风险仍然很高。因此，中东欧国家（保加利亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚，其中最后两个国家也为欧元区成员国家）仍然很脆弱，特别是考虑到欧洲的供应链之间的相互关联性。此外，即便财政管理不善不为这些国家所面临的问题（PIIGS成员国财政管理不善，这些国家为：葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙），但非欧元区的经济问题却很类似：丧失竞争力和对非贸易（主要为服务行业）部门资源的过度分配。为了减少陷入潜在困境市场的风险，我们建议您谨记以下几点：

1. 国际信用评级机构诸如：标准普尔、穆迪和惠誉给予的评级都主要关注主权风险（即主权政府的信誉）；然而，在当前经济气候下我们认为国家风险（即在某一国家开展业务的贸易和投资回报的风险）需要一个更为宽泛的审视角度。邓白氏国家风险服务，也关注政治，

¹使用欧元的国家有：奥地利、比利时、塞浦路斯、芬兰、法国、德国、希腊、意大利、爱尔兰、卢森堡、马耳他、荷兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚和西班牙。

经济和商业风险对在某一国家开展业务的影响。而与欧洲经济体开展业务的企业需要注意的恰恰是政治风险（如政治暴乱）、经济挑战（如债务偿还）和商业因素（如付款能力恶化），而不仅仅是主权风险。

2. 我们建议企业密切监测其受欧洲国家的影响。高破产水平增加了不付款的风险，而相对于欧元区经济体，中东欧具挑战性的经营环境破坏了该地区的付款表现。
3. 因此，我们建议在与该地区的企业交易时采取紧缩的付款条件，尤其是对于高风险的经济实体（见展望：未来会发生什么？）。
4. 鉴于汇率波动性的增加，特别是考虑到欧元，对于在欧元区与和CEE国家进行贸易的企业来说，货币对冲可能是保护其免受汇率波动的有效策略。

背景：发生什么事？为什么？

市场动荡和救援计划

2010年4月和5月，由于金融投资者对一些欧元区国家面临巨额预算赤字的融资困难和日益增长的公共债务负担的担心，使得欧洲市场陷入一遍混乱，尤其是葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙（PIIGS）。这引发了欧元区的第一次系统性危机。PIIGS成员国的借贷成本大幅上升，反映在更高的政府债券收益率。债务危机的起因是希腊，其庞大的公共债务（2009年占其GDP的115%）和预算赤字（占GDP的14%）远远超过了可持续发展的上限。其公共债务和赤字远远高于政府先前的估计，同时暴露了国家统计透明度的欠缺因而降低了市场对希腊政府的信心。这一系列的发展促使欧元区内的其他经济体（特别是PIIGS）增加了对潜在问题的关注，迫使欧盟领导人迅速采取行动，以防止更大范围的金融危机。

在最初的1,100亿欧元援助资金未能减轻投资者对危机蔓延的担忧后，5月10日欧盟公布了针对整个欧元区的又一更大规模的救市计划，总额约7,500亿欧元。该救援方案包括：由欧元区成员国国家提供的政府支持的贷款担保和双边贷款（高达4,400亿欧元）；通过欧盟国际收支市场筹措的600亿欧元；由国际货币基金组织提供的2,500亿欧元。欧洲央行还承诺将通过购买欧洲国家债券和重新提供无限制三月期和六月期的流动资金，以帮助缓解流动性风险。该计划给金融市场提供了必要的保证，使较弱的欧元区国家债务利差几乎在一夜之间大幅下降。

结构性威胁持续

然而，尽管当前金融风险已经减弱，但是中到长期的结构性威胁依然存在。事实上，欧元区公共财政的急剧恶化，不仅仅是整个欧元区大规模财政刺激援助计划的后果，也是由于其他结构性问题所导致产生。某深度分析报告强调了欠发达经济体的落后生产力，薄弱的产品竞争力，以及整个欧盟内部严格财政监督的欠缺。此外，由政府、企业和家庭债务高筑而产生的日益增加的外部债务，反映出多数欧盟内部国家在依赖于外来融资的同时，消费远远超过其生产的不平衡的状况。这反过来又导致了严重的经常账户赤字：2009年希腊的经常账户赤字额达到其GDP的11.2%，波罗的海国家（爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛）2005年8月经常账户平均赤字额为GDP的14.0%，而保加利亚2007年的经常账户赤字额高达GDP的28.9%。

中东欧地区一些经济体面临着和希腊以及其他PIIGS成员国相类似的挑战：薄弱的出口竞争力、不利的汇率（如波兰和捷克的货币兑欧元汇率大幅度升值）或无力使货币贬值（如货币与欧元挂钩的国家：爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛和保加利亚、‘peggers’）、不断上升的失业率和家

最初系统性危机的起因是2010年5月希腊公共债务危机… …

…迫使欧盟领导人出台欧元区重大救市计划

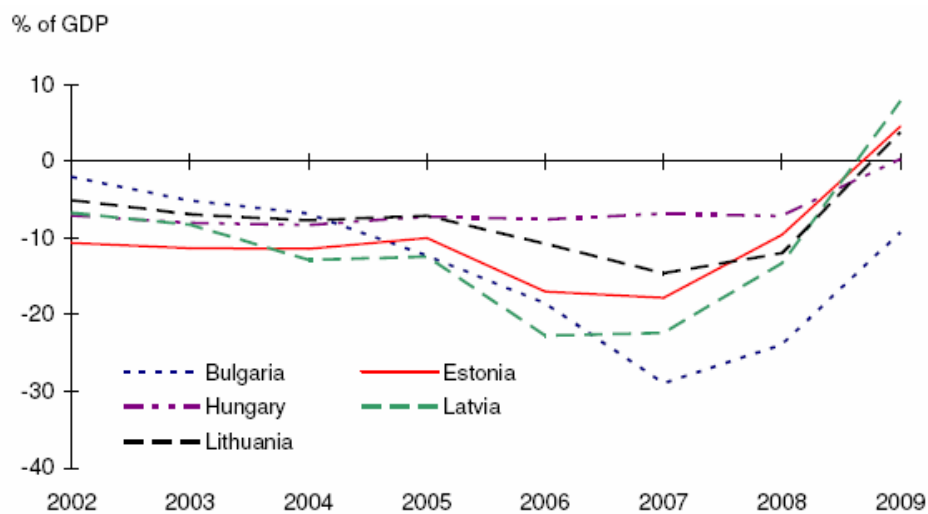
尽管当前金融风险已经减弱，

…特别是中东欧地区经济体面临着与希腊相类似的挑战

庭负债高筑。新兴欧盟成员国（保加利亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛和罗马尼亚）丧失竞争力的这一过程与PIIGS成员国相似，即以低劳动力成本，从欧盟成员国获得的安全保障和低汇率风险(为peppers)吸引了大量资金，而这反过来又刺激了国内需求的过快增长。

高私人消费增长率在发展中经济体中较普遍，导致了人民生活水平的迅速提高，但是以更高的负债为代价。此外，高需求导致了严重的通货膨胀压力以及推动了单位工资成本上涨。劳动力成本增长速度远远超过生产力提高速度的这一情况又导致了失衡状况的产生和竞争力的丧失。

经常账户占国内生产总值的比率

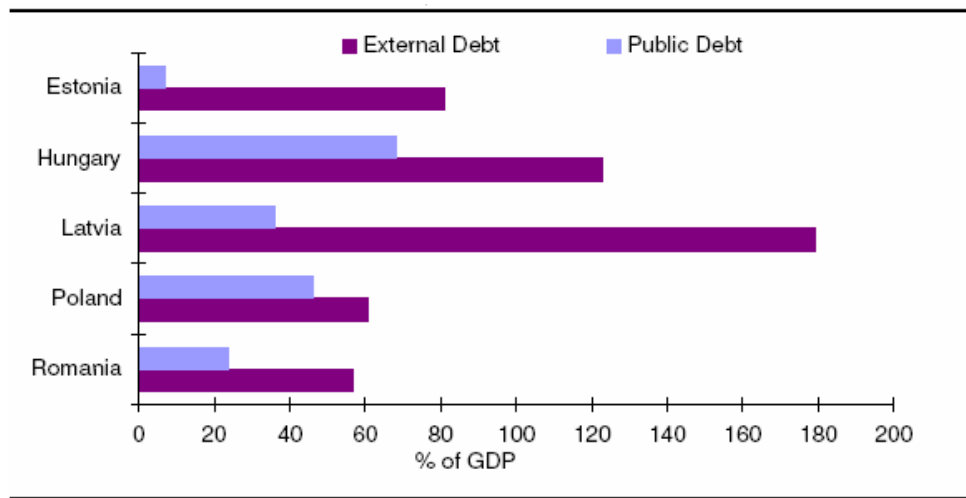


Sources: IFS, Central Banks

高额的以外币计价的贷款进一步增加了中东欧地区的风险

2009年，拉脱维亚和爱沙尼亚的以外币计价的贷款占其贷款总额的80%以上，立陶宛超过了60%，而匈牙利和罗马尼亚也背负大量以欧元计价的债务。此外，希腊的四大银行：希腊国家银行、EFG欧洲银行、比雷埃夫斯银行和阿尔法银行已经在巴尔干地区建立了一个庞大的市场，这可证明希腊（鉴于巴尔干地区经济的脆弱性）以及借贷经济体存在的风险（如果希腊四大银行流动资金告急并在该地区被迫停止经营）。2008年年底的金融危机加深了对外来资本的过度依赖，尽管银行宣称将注重在该地区的长远利益，但是因欧洲主要银行集团的流动资金匮乏带来了风险，银行将设法减少损失并退出经济困难的市场。

公共及对外债务水平，2009



注：对外债务基于2010年第一季度的数据。渠道来源：National Statistics Offices; Central Banks; Eurostat

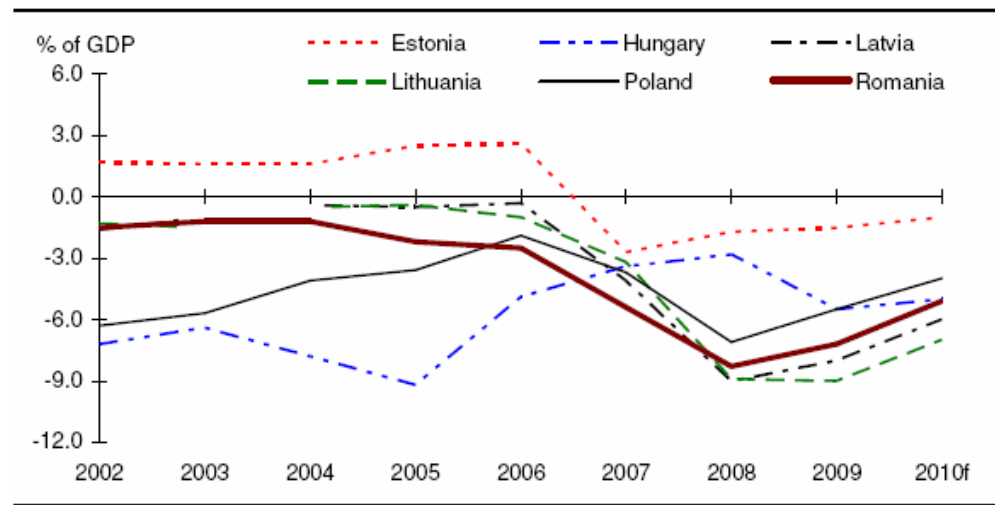
积极的是，欧洲复兴与开发银行（EBRD）、国际货币基金组织、欧洲委员会和其他国际金融机构为这些脆弱的经济体提供了特殊的银行业务，即通常被称为的“维也纳倡议”。在面对日益攀升的担忧的情况下，国际金融机构与在中东欧经营的商业银行召开了会议，讨论银行在该地区巩固业务所必要的措施。在此会议上各银行总行承诺在许多国家实行过渡和资产重组，而这些承诺已经被证明是成功的。该倡议在为私营和公共部门建立对话中起到了重要的作用，并有助于维护短期稳定；不过，高外债水平可能威胁到中期和长期的风险前景。

展望：未来会发生什么？

一系列关键性的要素都可能在缓解中东欧地区陷入欧元区危机导致的潜在后果方面发挥作用。最直接的风险是来自政府有限的可获得的贷款无法弥补其财政资金的短缺。实际上，由于经济和金融危机，中东欧地区许多经济体遭受严重的预算赤字（2009年拉脱维亚和立陶宛的预算赤字达到国内生产总值的9.0%，罗马尼亚的财政缺口达8.3%，而该地区的其他大多数经济体超过了欧洲委员会规定的3.0%的限额）。这些都增加了通过借贷来满足预算资金需求将被削减/更昂贵的风险，而此风险也将导致为进一步降低借贷水平而更为严格的财政削减措施的实施。

最直接的风险来自政府有限的可获借贷

财政状况



渠道来源: Eurostat; D&B

第二个风险是来自欧元区对出口商品需求的减少带来的影响

第二个可能的因素是,欧元区对出口商品需求的减少将延缓中东欧国家的经济复苏,因为在2010年到2011年期间许多经济体依赖对欧元区的大额出口来推动增长。实际上,由于财政支出减少、失业率持续上升和投资不足(由于业务增长前景黯淡)国内需求仍很疲软,来自欧元区的外部需求是唯一可能影响该地区整体增长的因素。中东欧的大部分国家已经将出口从东欧转向西欧,以及诸如捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛文尼亚的国家50-60%的出口商品销往欧元区。不仅仅是欧元区国家将面临由于政府执行严格的财政紧缩计划可能导致经济持续衰退的压力,欧元区外的国家同样也面临此压力(见中等风险国家)。事实上,由于欧元区成员国无法采取对其本国货币贬值的方法来调节内外部的失衡状况,欧盟委员会和国际货币基金组织将实施严格的财政整顿措施(包括大幅削减工资和公共开支)这些措施可能在已经疲软的经济前景下抑制国内需求,因而减少对中东欧国家的出口商品的需求。

房地产泡沫产生的不良债务同样带来了风险

另一个重要风险是房地产泡沫产生的坏账,导致2007年诸如拉脱维亚和爱沙尼亚国家的经济衰退。由于需求大幅降低,里加和塔林的房地产与其2007年峰值时相比贬值超过50%。此外,信贷质量大幅度恶化,大量不履约贷款(不良贷款)和负资产核销产生,特别是对于在此类市场开展业务的银行而言。实际上,瑞典SEB银行在波罗的海国家的业务在未来两年内的个人风险将持续为最大,尽管该地区的借贷水平从2009年开始降低;同时,据欧洲央行介绍,由于不良贷款,欧元区银行将在2011年冲减大约1,950亿欧元的坏账,与国际货币基金组织于2010年预估的损失相似。银行将不得不在重新开始发放贷款前处理其资产负债表,我们期望在两年预测期内信贷供应维持在较低的水平(特别是受影响的拉脱维亚、立陶宛、爱沙尼亚、罗马尼亚)。

采用欧元的条件可能收紧

最后,希腊危机同样在允许未准备好的国家采用欧元的方面提供了教训。欧盟领导人在未来有可能实施更严格的条件,这对等待尽早加入欧元区的中东欧经济体来说无疑是一坏消息。即使是爱沙尼亚,其欧元区成员资格已经在5月中旬由欧洲委员会审核通过,但仍然面临问题:一些欧元区成员国认为允许一个前共产主义经济体加入欧元货币联盟不应该成为不确定时期内的首要工作,同时他们也争论推迟一年加入欧元区对于该国不会造成太大的影响。

风险等级

基于上述因素，邓白氏划分了三个国家小组，每组风险等级各不相同。

高风险国家

匈牙利、拉脱维亚和罗马尼亚：由于多年过度的公共开支以及政府官僚机构普遍缺乏改革，导致了这些经济体陷入了严重的预算赤字。这些危机和2008年下半年的金融危机一起导致其向国际货币基金组织寻求援助；因此，他们必须满足严格的财政要求以进一步获得协议救援方案的分期援助。此外，由于以外汇计价的债务占外部债务总额的比例较大，这些国家的经济尤为脆弱。这暴露了一些经济体对现有汇率的风险并且意味着其对国外融资的依赖。罗马尼亚似乎特别容易受到外国直接投资减少的影响，其外国直接投资在2009年下降超过50%。罗马尼亚需要大量的外国投资来促进其危机后经济的复苏（更重要的是）弥补其高额的经常帐赤字：2010年1月到4月间仅55.0%的经常帐赤字通过外国直接投资得以弥补。

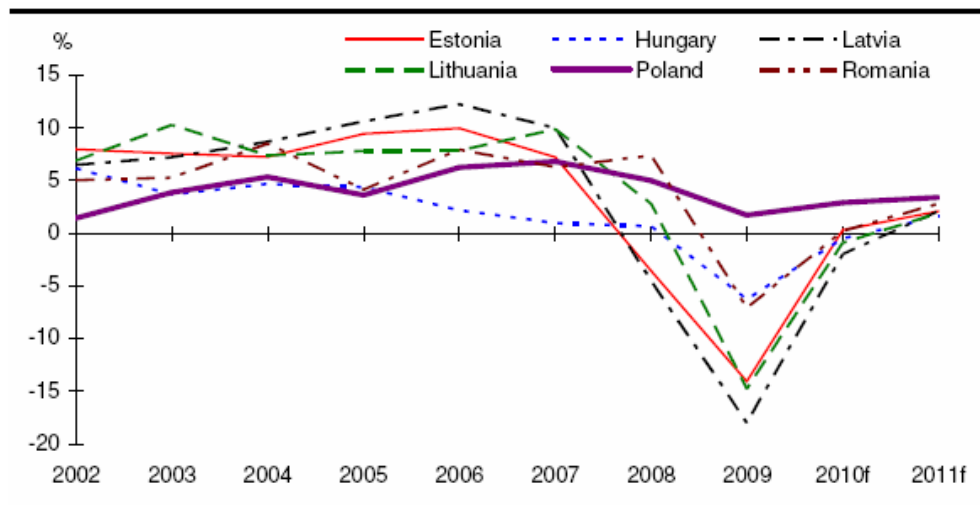
中等风险国家

保加利亚、捷克、立陶宛、斯洛伐克和斯洛文尼亚：立陶宛2009年的经济严重缩水（实际的GDP下降了14.8%），导致该国的财政状况严重恶化。尽管其公共债务相对较低（2009年占国内生产总值的29.3%），但是由于该国为了弥补其庞大的预算赤字而产生的高借贷需求，我们预计其公共债务水平在2010年到2011年间将急剧上升。同样，在2008年初期的外商直接投资的热潮中，大量的外资资本流入产生了较大的可获信贷额和强劲的国内需求，但是这一情况的逆转使得保加利亚的经济前景依然充满挑战。因此，欧元区经济的再度放缓将增加我们对保加利亚目前增长预测的下行风险。此外，保加利亚的公共财政的相对强势地位也被其外部融资的脆弱性抵消，特别是私营部门的高负债（超过其国内生产总值的100%）。由于欧洲供应链的一体化，斯洛文尼亚、斯洛伐克和捷克共和国的经济增长前景在很大程度上取决于欧元区的需求。2009年，欧元区的低迷需求导致了斯洛文尼亚实际国内生产总值缩水7.8%，我们也可能下调今年对其经济温和增长的这一预测情况。同样，斯洛伐克和捷克共和国在很大程度上依赖德国和法国的汽车工业，而目前该两国正面临需求减少。

低风险国家

爱沙尼亚和波兰：其中风险最低的国家为波兰，这要归功于它的规模（波兰是中东欧地区最大的经济体）和有利的货币发展情况（2009年兹罗提相比欧元平均贬值23%），使其成为唯一一个在2009年实现了经济增长的欧洲国家。尽管如此，波兰的预算赤字也扩大到了整个GDP的7.1%，这将增加其借贷需求从而不可避免地提高公共债务。不过，政府正致力于快速减少其借贷需求，而减少其对外部需求的依赖，实现新一年相对强劲的经济增长。虽然爱沙尼亚的经济在2009年缩水了近14.1%，但是由于全年的财政削减政策的实施，政府成功地实现了仅占国内生产总值1.7%的财政赤字，使该国达到了加入欧元区的经济条件。然而，这将进一步削弱国内需求，延缓经济复苏。不过，爱沙尼亚作为单一货币成员国的资格（可能在2011年实现），特别是其较低的公共债务（2009年为欧盟最低）将为其带来中期效益。

实际GDP增长率



渠道来源: Eurostat; D&B

对邓白氏客户的影响

对在中东欧地区开展业务来说有众多影响

对在中东欧地区以及与该地区的企业开展业务的企业来说影响是多方面的, 最直接的影响是经济前景黯淡, 汇率波动加剧和日益恶化的支付趋势。不过, 国家政府的疲软的财政情况也带来一些机遇, 比如私有化方案和政府债券的高回报前景。

1. 对某些欧洲经济体来说, 矫正国内外失衡状况需要一个痛苦的调节过程, 而7,500亿欧元的救援并不能为他们消除这一中期过程。这将需要多年的公共和家庭支出限制以及较低的进口和投资流入, 这意味着中东欧出口至欧元区的前景更加低迷(反过来也暗示着中东欧地区的经济增长前景将更加黯淡)。
2. 货币市场的高波动增加了贸易和投资回报的不确定性。欧元的疲软(在我们看来有可能在2010-2011年仍将持续)使欧元区的出口在国际市场上更有竞争力, 但是本身货币未钉住欧元的经济体(波兰、匈牙利、捷克共和国)其出口商品的需求有可能下降, 因为其本身的货币在相对于欧元贬值的情况将升值。因此, 我们认为欧元的疲软可能有利于欧元区的出口, 以及货币与欧元挂钩的中东欧经济体。因此, 我们建议企业对货币走势保持警惕。
3. 随着国内需求由于财政紧缩和持续上升的失业率而削减, 中东欧地区经济复苏将进一步延缓。而该地区严重依赖对欧元区的出口(某些国家超过总出口的50%)很可能延缓出口导向型经济的复苏。
4. 信贷条件紧缩将会限制企业扩大发展或者寻求新的资金弥补现有义务的能力。
5. 与受危机影响最为严重的经济体进行业务的企业应提高警惕, 因为交易方的风险(比如破产风险和付款风险)在2010年至2011年间将持续升高。根据邓白氏独有的付款数据显示诸如拉脱维亚和立陶宛此类国家30和60天以上付款比例大幅上升。此外, 由于外资银行和当地不发达资本市场流动资金稀缺, 信贷供应依然有限。因此, 我们建议企业在与这些高风险经济体的交易方进行业务往来时应采取更严格的贸易条款。
6. 经济和财政危机将带来一定的机遇。比如, 作为减少债务负担的财政措施之一, 波兰政府



已经开始着手于一项对许多国有企业进行私有化的方案（此方案已被搁置多年），此方案给该地区的企业扩大经营业务提供了机会。许多被私有化的公司位于国家核心的基础设施行业，尤其是在航空、铁路运输、邮政、能源和造纸行业，将为精明的投资者提供机遇。

7. 另一机遇在于投资欧盟成员国的政府债券（包括中东欧国家），鉴于欧元区风险的增长政府债券以较高的利率交易，这给市场投机提供了更宽广的空间并且使一些金融投资者在相对较低的风险范围内获取更高收益。事实上，在我们看来由于欧盟和国际货币基金组织提供的一揽子救援计划，在欧盟范围内任何经济体发生政府违约的概率很小。然而，由于国际货币基金组织/欧盟的7,500亿欧元的救援计划在两年内期满，同时欧元区和中东欧国家本身的长期财政管理计划存在很大的不确定性，长期风险依然很高。

邓白氏国家风险服务

邓白氏国家风险服务拥有一支经济学家团队，致力于在世界各国开展业务的风险分析（目前涵盖132个国家）。邓白氏国家风险服务部门将每天监测这些国家，撰写出简短的分析报告（邓白氏国家风险报告，对大多数国家至少每国每月一份报告）同时包括更为详细的长达50页的国家报告。如需更多详情，请联系国家风险服务部门，电话+44 (0)1628 492595或邮件CountryRisk@dnb.com.

其他资源

本出版物中包含的信息在印刷之前正确无误。若要获得在此提及的国家的最新信息，请参阅邓白氏的月刊*国家风险和付款综述* (*International Risk & Payment Review*)。若要获得全面、深入的报导，请参阅有关国家的完整国家报告。

本文由邓白氏国家风险服务部门提供，由Kasia Zatorska撰写，参与者：Warwick Knowles、Martin Köhring和Darren Middleditch.