

经济展望

巴西

2011年第2季度

经济分析

- 尽管采取了反周期措施，但在繁荣的劳动力和信贷市场的支撑下，增长仍保持强劲。GDP相对2010年下半年加速增长，在今年第一季度环比增长1.1%。
- 我们预计，政府将实施几个月前承诺的财政调整，中央银行将继续紧缩货币政策，公共银行将通过降低信贷增长而加强反周期举措。在这种情况下，2011年GDP将增长4.0%。
- 通货膨胀的大幅增长引起人们对价格可能失控的担忧。这使通货膨胀超过人们对经常项目的担忧而成为排在首位的过热担忧。通货膨胀的加速似乎使政府对汇率的容忍度提高。
- 我们预计，通货膨胀压力将逐步下降，通货膨胀直到2012年才能达到目标，但如果第二轮效应以及明年最低工资的大幅增长使通货膨胀保持高位，且出现高利率和增值汇率，则经济向“恶性平衡”转移的风险仍然存在。
-

目录

1. 全球展望：复苏, 全球性的冲击和脆弱性.....	3
2. Dilma Rousseff执政之初：经济政策的扭曲.....	5
3. 力争降低需求.....	6
4. 目前关注的焦点是通货膨胀，但对外部账户也应持续关注.....	8
5. 如果通胀不能很快抑制，则存在“恶性平衡”的风险.....	12
6. 附表.....	13

截稿日期：2011年5月6日

1. 全球展望：复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临下行风险

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，商品价格高企（尤其是油价）的威胁加大了不确定性，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的国家和地区。与此同时，前一期全球经济展望中所提到的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最后，新兴市场的经济过热压力将持续，但鉴于高企的商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，因此未来这一担忧在该地区可能更为突出。

虽然商品价格高企招致全球性风险，但其影响并未拖累太多经济增长

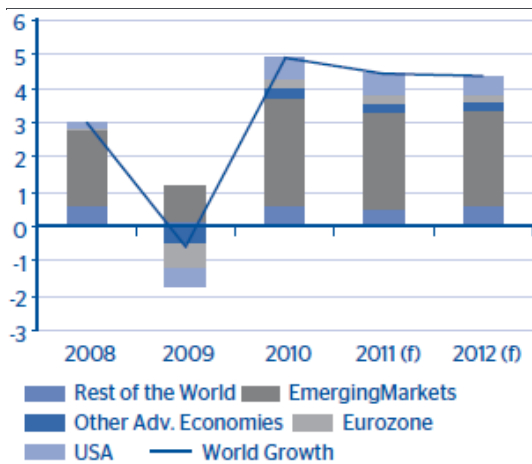
中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在持续，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC拥有充足的闲置产能以及OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶水平附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要集中于发达国家和亚洲多数的新兴经济体等原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这与2011年一季度相对强劲的经济数据一起，证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美地区国家是例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的上行风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使对多数地区央行未来提早加息的预期增加

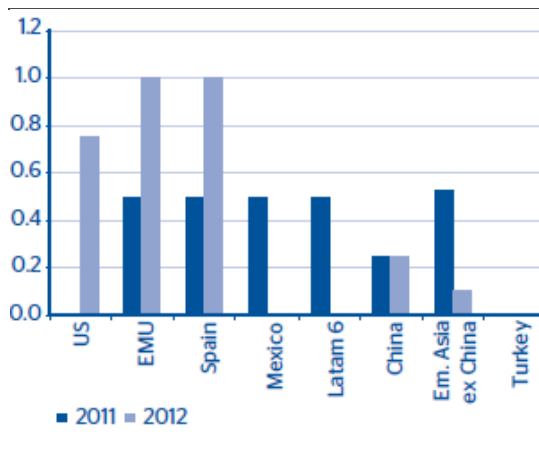
石油冲击的主要影响将体现在价格上。多数经济体2011-12年通胀加剧将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，两家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息），不愿意看到现时的高油价导致通胀加剧。另一方面，美联储更加关注其经济复苏缺乏可持续性的问题，倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持警惕。

图1
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2
预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

由于缺乏应对主权债务危机的果断措施，欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

在欧洲，三月份会议上所达成的协议有助于中期的经济结构改革以及对危机的预防。此外，欧洲金融稳定基金（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）引入的改变是积极的，缓解了对流动性的担忧。然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的可能性极高，因此方案必须谨慎的制定。

西班牙正将自己与上述三个外围国家区别开来，考虑到其在财政整合和经济结构改革方面所取得的进展，尤其是对其国内金融部门和劳动力市场。然而，持续的进展以及主权债券利差的缩小将关键取决于金融系统资本重组是否成功，包括私人资本的迅速进入，财政整合目标的不断达成，各地方政府也参与其中，以及持续在结构性改革方面取得突破，尤其是劳动力市场。

美国有望实现财政整合，但会经历较长时间内不断升级的政治分歧

在美国，就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但在那之前双方的政治分歧只能增加市场中更多的不确定性，尤其是关于债务上限的讨论可能使得整个债务问题谈判陷入僵局。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续，但鉴于商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，未来这一担忧在该地区可能更为突出

新兴经济体亟需显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，有些国家同时也采取了紧缩财政政策，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而对于亚洲的新兴市场来说则起到相反的影响。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在整个供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会减缓多数亚洲国家的经济增长。另外，与南美国家相比，当前多数亚洲地区国家的经常账户盈余为该地区应对经济过热提供了一定的缓冲。

2. Dilma Rousseff 执政之初：经济政策的扭曲

尽管Dilma Rousseff政府总体上一直在实施自Cardoso政府倒台以来的相同宏观经济政策，但值得一提的是，新政府的经济政策仍出现一些扭曲。

经济部和中央银行（CB）之间现在有了更多交流，使得财政和货币政策能够进行更好地协调。削减支出的公告以及经济部长正式承认合作将缓解中央银行的工作，都是交流得以改善的信号。另一方面，中央银行不仅依赖SELIC的提高而且还依赖宏观审慎措施来控制信贷扩张并减缓经济增长，同时消除对升值的担忧。货币政策实施过程中出现的一些扭曲现象与中央银行最近强调要保证金融系统稳定以及使通货膨胀处于可控水平有关。调整后的货币政策似乎还与在中长期内将国内利率降至国际水平的目标是一致的，这无疑符合经济部的利益。

在财政方面，除了公布削减公共支出，政府实际上还将2011年的最低工资涨幅限制为1%，与Lula政府执政时期（当时最低工资涨幅平均为6%）相比，这是一个相当低的涨幅。然而，同一法律设定了未来最低工资调整的最低额，它与去年的通货膨胀以及前两年的平均GDP增长相关联。2012年，这将意味着最低工资有13%的名义增长（实际约为6%），这对财政账户（1/3的支出与最低工资有关）、国内需求和通货膨胀预期有着重大影响¹。尽管一些分析人士认为目前存在修改该法律的空间，以避免这些消极影响，但这样做的政治成本将非常高，因此，我们预计政府不会修改该法律。我们认为，政府将公布其它措施来抵消这种调整所造成的财政影响（如更大幅度地削减支出或甚至提高税收）。

采取一条财政规则以降低关于未来财政政策的不确定性（这在Dilma竞选期间被谣传），这似乎在目前已被放弃。这肯定是不利的，因为确定一个永久目标（例如，形成基本顺差至少相当于GDP的3%，或在2014年Dilma政府末期将净公共债务从占GDP的39.9%降至30%）对于降低利率压力、降低关于未来最低工资调整的不确定性以及对2014年世界杯和2016年奥运会所需基础设施投资超支的担忧是非常有帮助的。

关于汇率，政府内部（包括中央银行）似乎已达成一致意见，认为汇率提高幅度过大，应继续采取措施降低对实际汇率的压力。政府内部另一种占优势的观点认为，在发达经济体于2012年开始更强劲地复苏后，升值压力将缓解。尽管最终可能是这种情况，但汇率的升值压力可能会更持久，而不是暂时影响，这将对巴西的经济政策构成挑战。

最后，政府一直在研究政治和税收改革项目，以提交国会。尽管至少在这一点上，他们似乎没有显得雄心勃勃（特别是后者），但他们的方向是正确的，这意味着首先要加强和巩固与各政党的联系并减少对当前税收制度的扭曲（但不是总体负担）。除了这些改革，关于降低社会保障赤字的措施也有一些积极的讨论（2010年占GDP的1.2%），包括结束最低工资和社会保障保险费支出之间的联系以及提高退休年龄。

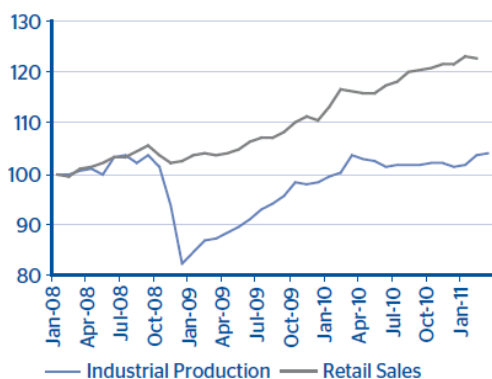
¹在未来几年内，最低工资调整名义上平均为9%（实际为4.5%）。

3. 力争降低需求

在2010年经济增长7.5%后，政策制定者采取了一系列的措施以抑制国内需求：自1月份以来，将SELIC利率调高了125个基点，达到12.0%；提高法定存款准备金和资本要求；引入消费信贷税和短期（少于两年）外资税；公布削减公共支出。然而，截止目前，这些措施对经济的影响不大。

图3

工业生产和零售销售（指数08年1月=100，经季节调整后）



来源: IBGE

图4

公司信贷



来源: Central Bank of Brazil

供应方面的指标（如工业生产）表明，经济正在减缓（参见图3）。然而，这种减缓似乎与汇率提高以及成本压力（特别是工资）等因素有关，而不是近期实施的反周期政策。货币政策紧缩带来的信贷条件恶化尚不足以对公司信贷产生重大影响，至少到目前为止是这样。更准确地说，尽管对公司部门的平均贷款利率从12月份的27.9%增至3月份的31.3%，且平均贷款期限在同期从399天降至388天，对公司经济部门的贷款批准在3月份达到创记录的水平，与去年同月15%的增长率以及2010年底18.7%的同比增长相比，公司信贷在3月份同比增长超过19%（参见图4）。

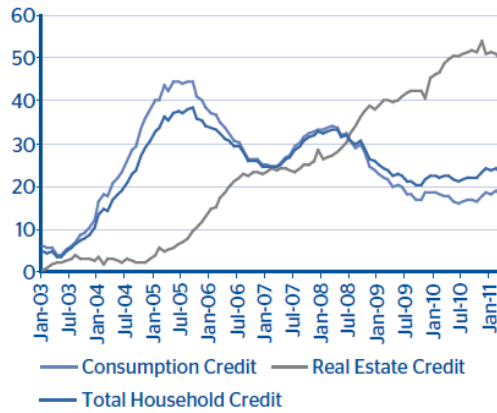
需求方面的指标（如零售）显示减缓的迹象较弱（参见图3）。特别是强劲的信贷和劳动力市场支撑着国内需求走强。关于信贷，对于某些消费领域过量贷款的担忧（特别是较长期的消费信贷，如汽车贷款）促使政府采取宏观审慎措施²。这些措施以及SELIC的提高造成对家庭信贷条件恶化（自2010年底以来，家庭贷款利率提高了440个基点，达到45%）以及对该领域贷款批准的减缓（消费信贷增长从2010年底的同比18.8%微幅下降至3月份的18.0%，房地产信贷增长从2010年底的同比51.1%降至49.6%，如图5所示）³。关于劳动力市场，失业率保持在历史较低水平，工资继续快速增长，劳动力短缺现象普遍存在（参见图6）。

² 尽管对某些领域的贷款过多，但巴西几乎不存在信贷泡沫现象。财务负担指标支持了这一观点，如央行公布的家庭债务清偿和债务总额占可支配收入的百分比。这不排除经济活动放缓对银行系统造成影响的风险，特别是那些存在结构性问题的较小规模银行（较低存款基础和高成本融资）。

³ 尽管过去几年已观察到明显的下降趋势（未来几年预计也呈下降趋势），巴西利率仍较高，这引起人们对劳动力市场条件恶化可能对信贷市场造成消极影响的担忧。

图5

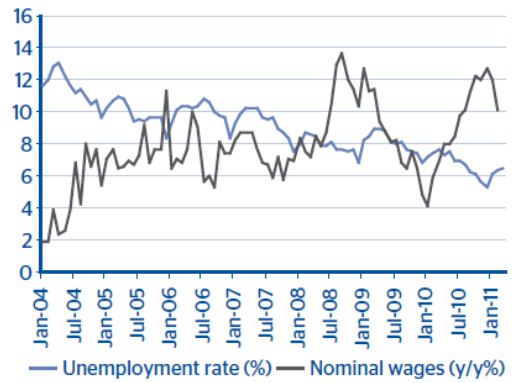
家庭信贷（年同比变化率，%）



来源: Central Bank of Brazil

图6

劳动力市场—失业率和工资



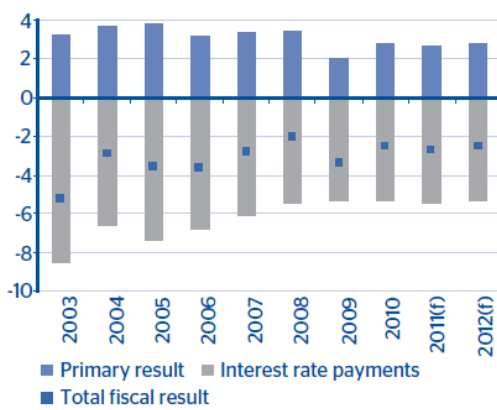
来源: IPEADATA

总之，考虑到供应和需求方面的指标，我们预计GDP在今年第一季度将环比增长1.1%。这低于2010年上半年的平均增长（季环比1.9%），但高于2010年下半年的平均增长（季环比0.6%）。

我们预计，在今年剩下的时间内，巴西将采取更多政策措施以补充已经实施的反周期措施。更准确地说，我们预计SELIC利率将再次或二次上调25个基点，并实施更多的宏观审慎措施，以在年底前将总体信贷增长从同比21%降至约13%。

图7

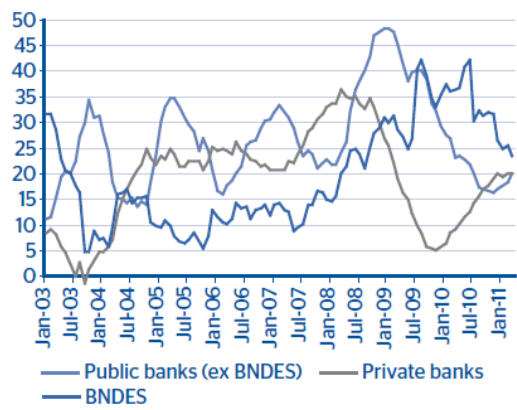
财政账户（占GDP百分比）



来源: Central Bank of Brazil 和 BBVA Research

图8

信贷（年同比变化率，%）



来源: Central Bank of Brazil

关于财政措施，我们预计将削减R\$ 500亿的支出，且公共部门的基本顺差接近R\$ 1180亿（约占GDP的2.9%）的目标。因此，与2009年基本顺差相当于GDP的2.0%和2010年除与Petrobras的

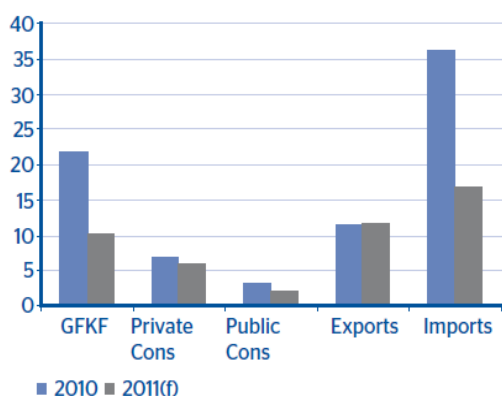
IPO有关的异常结果之外的初步结果为GDP的2.1%相比，这一财政表现扩张性不强⁴（参见图7）。

减少信贷的另一种手段是公共银行特别是BNDES控制甚至是减少信贷。近期数据表明，BNDES信贷正在减少，但由于当前增长率仍过高，信贷需进一步减少（参见图8）。

在未来几个季度，我们预计国内需求将最终显示较明显的趋缓迹象。我们预计，与投资领域相比，这种缓和在个人消费领域更加明显，因为投资总额已经下降，至少是部分下降，而个人消费尚未下降（最新GDP数据表明，投资总额在2010年第四季度仅环比增长了0.7%，而该季度个人消费则环比增长了2.5%），而且还因为反周期政策的目标是前者，而非后者。2011年，我们预计个人消费将增长4.8%，投资总额增长10.0%（参见图9）。关于外部需求，在非常良好的贸易条件推动下，尽管汇率提高且较高油价对全球增长造成一定消极影响，但今年出口预计将增长11.7%。另一方面，2011年进口预计将增长16.7%，这还不到2010年增长速度的一半，但在国内需求持续活跃的推动下，仍高于出口增长。总之，今年GDP将增长4.0%（参见图10）。

图9

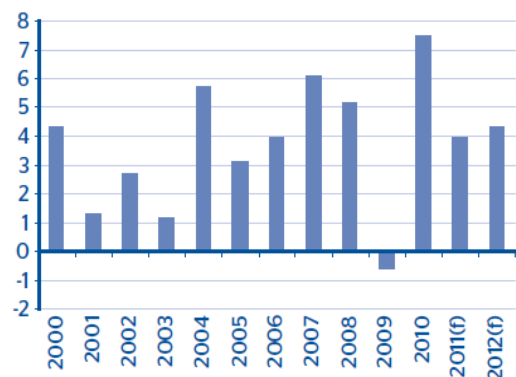
GDP的需求组成部分 (%)



来源: IBGE 和 BBVA Research

图10

GDP增长率 (%)



来源: IBGE 和 BBVA Research

4.目前关注的焦点是通货膨胀，但对外部账户也应持续关注

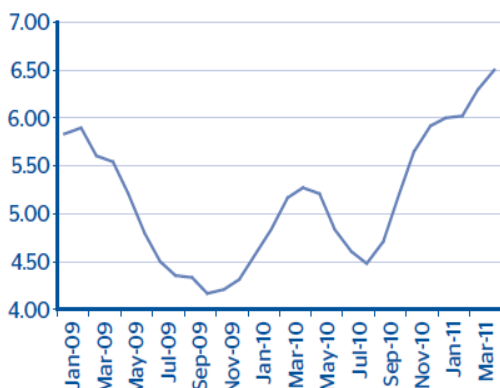
4月份的总体通货膨胀达到同比增长**6.51%**，这是六年来首次超过通货膨胀目标系统的上限（6.5%/y）。之后，中央银行分析人士的调查表明，今年底通货膨胀预计将稳步达到同比增长6.4%（参见图11和图12）。2012年底，通货膨胀预期为5.0%/y，仍高于4.5%的通货膨胀目标。

像其它地区一样，商品价格造成通货膨胀压力。例如，食品和饮料通货膨胀目前约为8.0%/y（12月份和1月份同比增长超过10%）。尽管Petrobras实行了推迟汽油零售价格调整的政策，以避免通货膨胀进一步恶化，但汽油价格目前仍同比上涨了11.7%。

但价格不仅受到商品价格而且还受到强劲国内需求的推动。4月份最新测量表明，服务通货膨胀同比增长8.0%。非贸易商品通货膨胀为同比7.7%，高于可贸易商品价格，后者在4月份同比增长了6.0%。核心通货膨胀测量数据目前接近于同比6.5%的水平，且保持上升趋势。

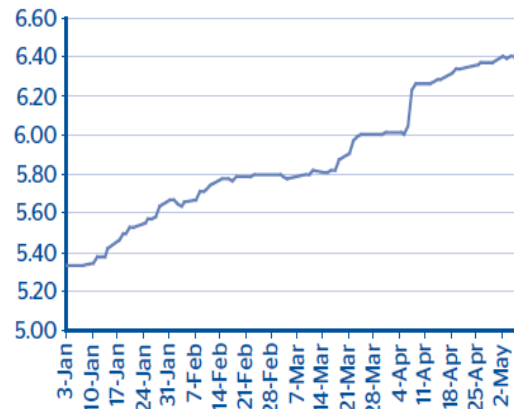
⁴然而，这一财政努力的效果将被较高的利息支付所抵消（因较高的平均SELIC利率），截止今年底的总体财政结果（根据定义，相当于基本顺差加净利息支付）约为-2.7%，稍低于2010年占GDP -2.6%的总体财政结果。尽管出现轻微恶化，但由于GDP增长，公共部门的负债净额占GDP的比重将从2010年的40.1%下降至2011年的39.0%。我们较长期的预测表明，未来几年这一比率将持续下降，并在2015年底达到约35%。

图11
通货膨胀 (IPCA; 年同比变化率, %)



来源: IBGE

图12
通货膨胀预期 (2011年末)

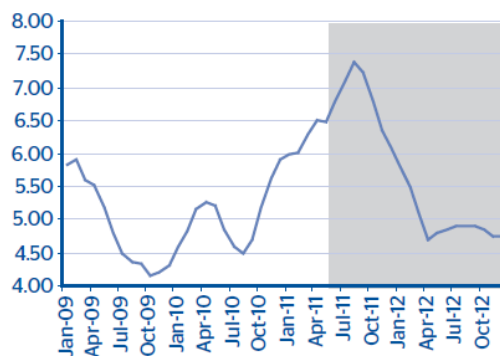


来源: Central Bank's Survey

除了商品和需求压力, 通货膨胀还受到第二轮效应 (工资目前同比增长约10.0%) 以及巴西经济中持续存在的多种指数机制的推动。

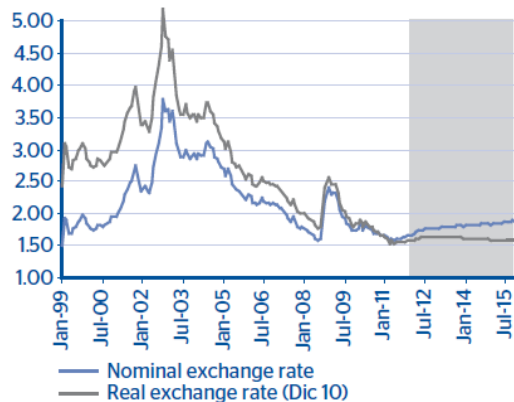
我们预计国内需求将在未来几个月内逐步下降。这将减轻通货膨胀的压力, 如果商品价格停止上涨, 则通货膨胀有一定的下降空间。就每月来看, 这种缓和可能从第二季度开始。然而, 就每年来看, 由于较低的基数效应 (2011年6月、7月和8月的通货膨胀月环比增长0.0%), 至少在8月份以前, 通货膨胀将持续增长。更准确地说, 今年中期前, 年度通货膨胀很可能增至接近7.0%, 并在今年年底前逐步下降至约6.0% (央行预测: 同比5.6%; 市场预测: 同比6.3%), 2012年底前降至约同比4.8% (央行预测: 同比4.6%; 市场预测: 同比5.0%)。

图13
通货膨胀预测 (年同比变化率, %)



来源: BBVA Research

图14
汇率预测 (美元兑雷亚尔)



来源: BBVA Research

通货膨胀数字的急剧突然恶化以及央行的某些担忧（央行在年初更加重视宏观审慎措施，且语气比过去有所缓和）引起人们对价格可能失控的担忧。这使通货膨胀超过人们对经常项目赤字以及货币过度升值的担忧，成为排在首位的对经济过热的忧虑。

通货膨胀的加速似乎使政府对雷亚尔升值的容忍度提高，至少是暂时性的。中央银行最近语气的变化以及缺乏对汇率干预的举措也支持了这一观点，尽管雷亚尔目前低于1.60。我们认为，对汇率升值的容忍度提高是一种暂时的策略，有助于抑制通货膨胀，但并非一种永久性策略。因此，在通货膨胀开始下降后（今年底或2012年初），我们预计，政府将采取措施以避免雷亚尔过度升值。

关于货币政策，在今年第一季度对通货膨胀发表更温和的看法且采用更缓和的语气后，中央银行最近重新调整了其策略。**SELIC**利率再次走上前台，宏观审慎措施则作为一种次要手段。根据最新消息，中央银行将延长利率调整，直到2012年的通货膨胀预测出现缓和。实际上，我们预计，央行从现在开始将对货币政策进行微调：在4月份召开的最近一次货币政策会议上，**SELIC**提高的幅度从50个基点降至25个基点，央行将在6月份再次提高利率25个基点。尽管我们认为这将是最后一次调整，但不能排除今年下半年将再提高25个基点。

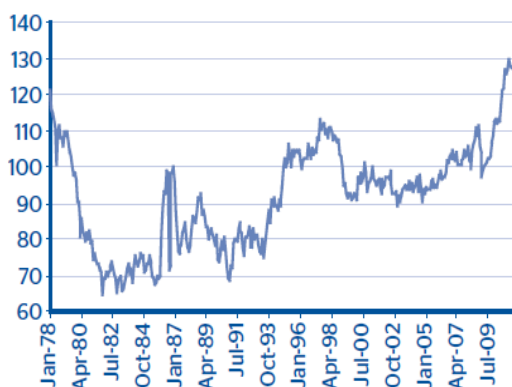
近期经济政策措施的数据决定了我们对汇率的预测：我们预计雷亚尔将在未来几个月内处于压力之下，然后将在名义上逐步贬值（参见图14）。雷亚尔的逐步有限贬值还受到发达经济体复苏和相关退出战略（这在一定程度上可能降低资金流入的压力）以及商品价格下降（这将意味着巴西贸易条件降低）的推动。

尽管汇率可能进行小幅调整，但我们认为，它不会贬值到历史水平。换句话说，尽管贸易条件指数异常高（高于历史平均水平39%，如图15所示），且资金流入日益增大（巴西外债大幅增长，从2002年的3430亿美元增至2010年的1.237万亿美元；欲了解这一问题的更多信息，请参见图17和表1），其预期调整是一种幅度的调整，而不是趋势的变化。因此，尽管可能进行调整，但雷亚尔将继续比过去更快地升值；对实际有效汇率的分析表明，与其长期平均水平相比，雷亚尔目前升值了25%（参见图16）。

在这种情况下，汇率的大幅贬值似乎是不可能的，但其对波动因素如商品价格和资金流入（而不是提高生产率）的强烈依赖可能在未来成为一种问题根源。

图15

贸易条件指数（2006=100）



来源: FUNCEX.IPEADATA

图16

实际有效汇率（指数，1994年6月=100）



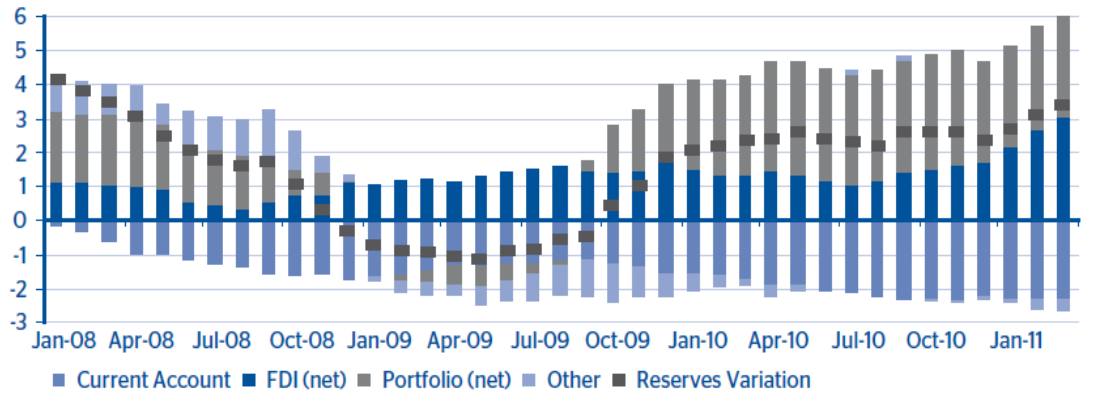
来源: Central Bank of Brazil

尽管对经常项目的担忧被对通货膨胀以及异常高企的贸易条件指数的担忧（目前比全球危机开始时高15%，比历史平均水平高40%）所部分掩盖，经常项目赤字的持续增长将带来一定风险。

最近，经常项目赤字达到GDP的2.3%，我们预计年底前将约为2.6%，特别是由于收入和服务差额方面的大规模赤字，它在今年将达到GDP的3.3%⁵（参见表1）。有助于缓解对外部账户担忧的一个好消息是，近期外国直接投资流入出现令人惊喜的正增长。外国直接投资流入占GDP的比重从2010年中期的1.3%增至2011年3月份的2.8%，这足以弥补经常项目赤字。

图17

国际收支（年度数据；占GDP的百分比）



来源: Central Bank of Brazil

表1

国际收支（占GDP的百分比）

	2010	2011	2012
1) Current Account	-2.3	-2.6	-3.4
1.1) Trade Balance	1.0	0.5	-0.1
1.2) Income and Services Balance	-3.4	-3.3	-3.5
1.2.1) Services	-1.5	-1.4	-1.4
1.2.2) Income	-1.9	-1.9	-2.0
1.3) International Transfers	0.1	0.2	0.2
2) Capital and Financial Account	4.8	4.3	3.9
2.1) Capital Account	0.1	0.1	0.1
2.2) Financial Account	4.7	4.2	3.7
2.2.1) FDI (net)	1.8	2.2	1.8
2.2.2) Portfolio Investment (net)	3.1	1.8	2.0
2.2.3) Other (includes errors and discrepancies)	-0.3	0.2	0.0
5) Reserves Variation (-1)+(-2) (- = increase)	-2.3	-1.7	-0.5

来源: BBVA Research

其它因素如国际储备规模（达到GDP的14.7%）以及未来石油出口也有助于改善对经常项目的情况。然而，如果商品价格回归历史水平或国外对巴西的乐观态度发生变化，则经常项目会突然进行调整，从而可能对经济造成非常消极的影响。

⁵ 政府已采取措施以保持收入和服务差额赤字处于控制之下。3月底，政府宣布，国外信用卡采购的 IOF 税将从 2.38% 提高至 6.38%。2010 年旅游项目赤字占 GDP 的 0.4%。

5. 如果通胀不能很快抑制，则存在“恶性平衡”的风险

尽管巴西有一个打造良好环境的很好机会，使得通货膨胀到2012年逐步趋近于目标，但我们同时认为，巴西经济很可能会滑向以高通胀、高利率和以公共投资推动的缓慢增长为特征的“恶性平衡”。

在这种情况下，在起初有利贸易条件以及随后石油出口的推动下，汇率将大幅升值，使其非常易于受到商品价格突然下降的冲击。因此，通货膨胀将全年保持高位，并在明年初最低工资大幅提高后进一步升高，届时，随着世界杯的临近，公共和私人基础设施支出将开始增长。

长期内，经常账户的发展变化将成为经济增长的主要制约因素。它还涉及巴西贸易保护主义势头日渐增强的风险，因为雷亚尔升值将进一步削弱非商品出口的竞争力，而进口商品将在巴西市场上获得巨大收益，遭受损失的将是本地制造商。

在这种情况下，巴西在未来几年内将利率降至国际水平将遇到许多问题，因为货币政策必须补偿扩张性的财政政策。

6. 附表

表2

年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
GDP (% 同比)	7.5	4.0	4.4
通货膨胀 (% 同比, 均值)	5.0	6.6	5.0
汇率 (兑美元, 均值) ¹	1.75	1.63	1.73
利率 (% 均值)	10.0	12.0	12.0
个人消费 (% 同比)	7.0	5.6	4.6
政府消费 (% 同比)	3.3	2.0	3.5
投资 (% 同比)	22.0	10.0	10.4
财政账户 (占GDP百分比)	-2.5	-2.7	-2.6
经常账户 (占GDP百分比)	-2.3	-2.6	-3.4

来源: BBVA Research

表3

季度宏观经济预测

	GDP (% 同比)	通货膨胀 (% 同比, 均值)	汇率 (兑美元, 均值) ¹	利率 (%, 均值)
Q1 10	9.3	4.9	1.80	8.75
Q2 10	9.2	5.1	1.80	9.75
Q3 10	6.8	4.6	1.74	10.75
Q4 10	5.0	5.6	1.69	10.75
Q1 11	3.9	6.1	1.66	11.42
Q2 11	3.3	6.6	1.58	12.10
Q3 11	4.0	7.2	1.61	12.25
Q4 11	4.7	6.4	1.64	12.25
Q1 12	4.6	5.5	1.67	12.25
Q2 12	4.6	4.8	1.73	12.25
Q3 12	4.4	4.9	1.76	12.25
Q4 12	3.9	4.8	1.78	11.42

来源: BBVA Research

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

This report has been produced by the Emerging Markets Unit:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial Systems and Regulatory Affairs:

Santiago Fernández de Lis
santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Financial and Economic Scenarios**Financial Scenarios**

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:**United States**

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@grupobbva.com

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

South America

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswald_lopez@provincial.com

Contact details**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅