

拉丁美洲

经济展望

2011 年第一季度

经济分析

- 受旺盛的国内需求，尤其是投资的支撑，拉丁美洲国家 **2011 年**和 **2012 年**将分别以 **4.4%**和 **3.9%**的速度增长。
- 该地区多数国家 **2011 年底的 GDP 增长水平**都将超过其经济增长潜力。在阿根廷和委内瑞拉这种情况已持续了多年，经济过热加大了两国的风险。而在哥伦比亚和墨西哥，依然存在负的产量缺口。
- 通胀预测已得到向上修正，经济过热被认为是该地区的主要风险。区域内各国货币升值将通胀维持在了可控水平，但国际商品价格上涨却加大了本地市场的压力。
- 我们看到各国央行坚守通胀目标意愿有所增强，并已重新开始上调了官方利率。
- 智利是区域内最后一个对外汇市场进行干预的国家。在货币管制力度加大的情况下，面对新的外汇市场压力，各国央行和政府很有可能加强或进行资本管制。
- 除巴西以外，财政政策仍然不是各国调整宏观经济的政策工具选择。虽然智利和秘鲁都可以效仿巴西的例子，但短期内还没有迹象表明他们会这么做。
- 对比统计数据后的结果显示，该地区大多数国家都能够承受商品物价 **33%**的下跌，这为我们对该地区经济增长将在未来两年内接近其潜在增长能力的预测提供了更多支撑。

目录

1. 全球展望: 全球经济继续分化.....	3
2. 半球经济升温	6
3. 经济政策缓慢调整	9
4. 风险和弱点仍待检验	12
5. 表格	14

截稿时间：2011年2月15日

1.全球展望: 全球经济继续分化

全球经济将继续朝着不同的方向发展，各国家和地区经济增长和相应政策趋势继续分化

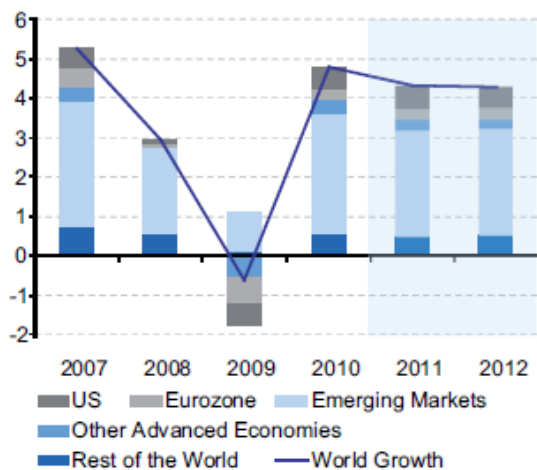
全球经济保持强劲增长。2010年全球经济增长了4.8%，预计2011和2012年经济增速均将小幅减速至4.4%，比12个月以前的预计要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现强劲，与深受财务危机影响的二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在2010年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图1），发达国家仍然略逊一筹，其中欧洲更逊于美国。

所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图2）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。对一些欧洲国家的市场惩罚并不会有很大区别。

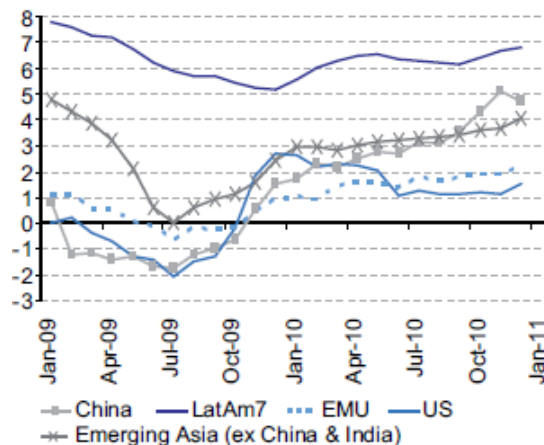
最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

图1
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图2
通货膨胀（按年百分比）



来源: BBVA Research 和 Datastream

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱。我们预计美国经济二次探底的可能性非常低，正在渐渐消除。长期内的加息风险转而变得更为重要。

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于2010年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将对2011年美国经济的预测调整了0.7个百分点，至3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。最重要的是，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽

然以上因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然 2010 年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态，否则将会面临长期利率突然大幅上升的风险。相关评级机构已经开始指出该风险。时间还是有的，但必须尽快开始关于该问题的计划和讨论，以减少长期的财政问题。

欧洲的制度和经济改革对金融危机的解决至关重要。

自 2010 年 10 月以来，欧洲财务压力再次涌现（图 3），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与 5 月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

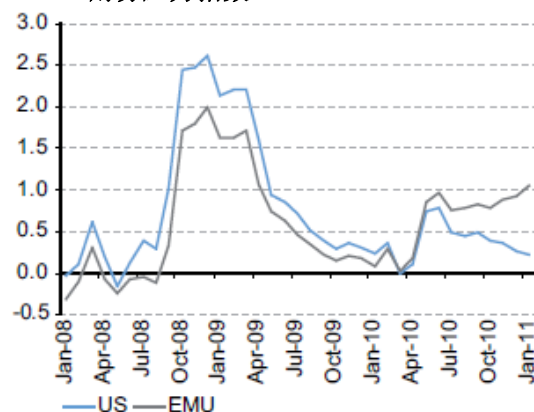
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担 2013 后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图 3

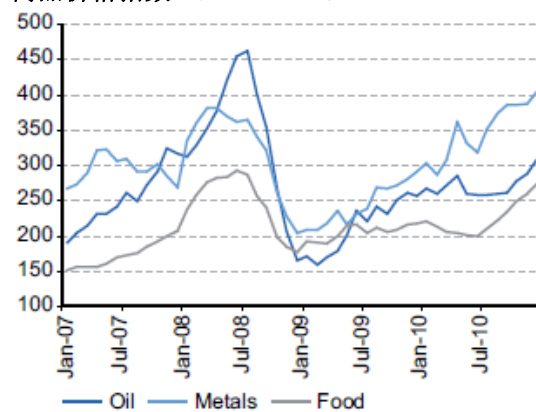
BBVA 财务压力指数



来源: BBVA Research

图 4

商品价格指数 (2000=100)



来源: BBVA Research

商品价格将趋稳，但新兴市场的通胀风险日益突出并将继续强劲攀升。

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图 4）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响会在 2011 年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计2011年市场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体2010年底通胀上升负部分的责任（图2）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其CPI的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在2011年保持强劲增长，接近该地区4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

2. 半球经济升温

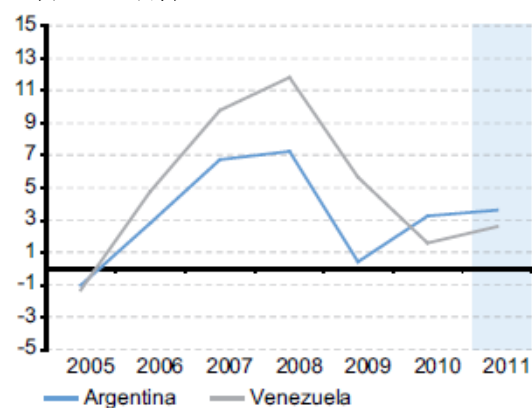
虽然经济增速正在放缓并接近其潜在增速，但国内需求的放缓速度还远远不够，而产量缺口也在消失。

2010 年全年南美总体经济增长了近 6%，足以抵消了前一年经济 2.3% 的下滑。该地区情况普遍转好，但在墨西哥和委内瑞拉，2010 年的经济增长却还不足以弥补 2009 年的下滑。在该地区最大的七个经济体中，只有巴西和墨西哥上个季度的年度同比增幅明显低于全年的累积增长，表明期待已久的经济增长向潜在增速的聚合还只是一个初期的现象。在外部环境更趋有利、商品价格继续上涨并屡创新高、风险厌恶情绪减弱、国内信心再度高涨、货币和财政政策继续保持扩张性态势等一系列因素的综合影响下，耐用品消费和投资出现了强劲增长。此外，货币的实际升值使得进口变得更加实惠，这也进一步推动了消费和投资的增长。与此同时，货币的升值还减轻了潜在的通胀压力，帮助将通胀预期维持在了可控水平。

对于 2011 年，我们预计该地区经济会继续强劲增长并估计拉丁美洲全年整体的 GDP 将增长约 4.4%，其中智利、哥伦比亚、巴拿马、秘鲁和乌拉圭的经济增长将超过 5%。相反，拉丁美洲两大经济体增长仅会略高于 4%，与其中期的潜在经济增速更趋一致。国内需求将再次成为经济增长的主要驱动力，其中 2011 年整个拉丁美洲的固定资产投资将增长近 8% 并扮演推动经济增长的关键角色。在智利、哥伦比亚、秘鲁和乌拉圭，我们预计其固定资产投资会有两位数的增长（10%-15%），其中多数为采矿业和能源类的外商直接投资部分，以及住宅建筑业和基础设施建设领域的大量公共和私人投资。在智利和哥伦比亚，灾后基础设施重建将成为主要因素。消费将与 GDP 同步增长，但我们预计在阿根廷、哥伦比亚和委内瑞拉三国，消费还会受到来自政府支出增加的大力推动。鉴于如上所述的因素，我们预计全年国内需求增长将会逐渐放缓，几乎该地区所有国家的内需增速都将接近或低于其 GDP 的增长趋势，但阿根廷和秘鲁除外，我们预计二者的年度内需增速仍将接近 7%。

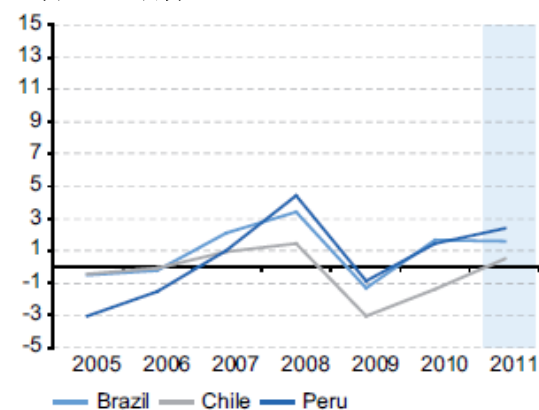
经济复苏使得闲置的产能缺口快速收窄，拉美多数国家的 GDP 水平都应在 2011 年底高于其趋势。然而，如图 5a、5b 和 5c 所示，各国之间的情况存在着巨大差异。当阿根廷和委内瑞拉正在处理现已持续多年的经济过热问题的时候，巴西、智利和秘鲁年底时仅将略高于其趋势 GDP 水平。同时，哥伦比亚和墨西哥经济增长离其增长潜力还有一定距离。这，反过来，又会影响各国经济政策的基调，我们将稍后对此展开讨论。

图 5a
有效 GDP 与趋势 GDP 的缺口
(占 GDP 百分比)



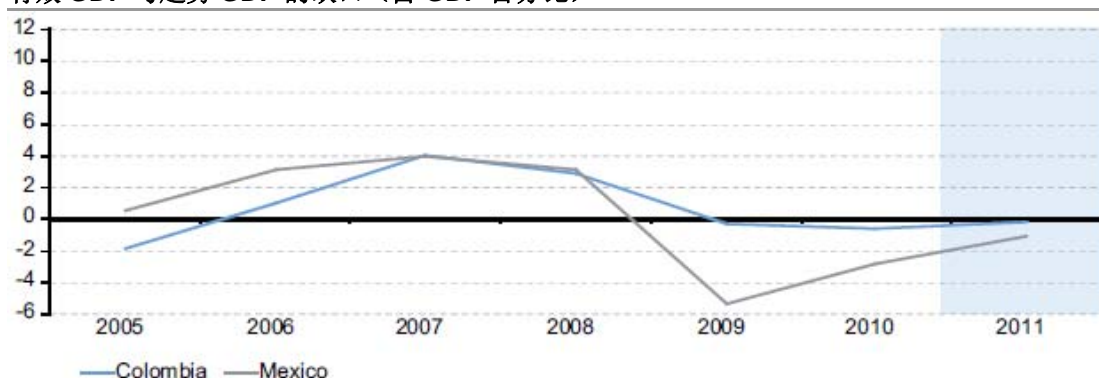
来源: BBVA Research

图 5b
有效 GDP 与趋势 GDP 的缺口
(占 GDP 百分比)



来源: BBVA Research

图 5c
有效 GDP 与趋势 GDP 的缺口 (占 GDP 百分比)



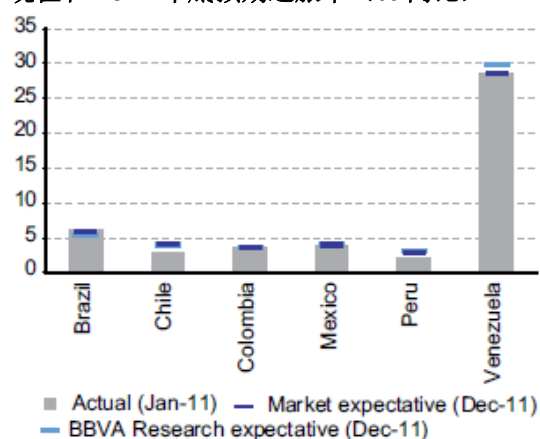
来源: BBVA Research

该地区的财政和经常账户收支水平将于 2010 年基本相同 (均为 GDP 的-2%左右)。这些数字是适度的且一点儿不构成担忧的原因, 至少短期内是这样。然而, 应注意的是, 这些数据受近期物价上涨的影响很大, 这使得其更容易受到市场状况恶化导致的突然性调整的不利影响。然而, 除了几个孤立的情况外, 即便是在这些产品的价格出现非常急剧的下滑的情况下 (大约下跌 33%), 大多数南美国家为财政赤字和对外收支进行融资都不会遇到太大困难。

通胀和通胀预期温和上升

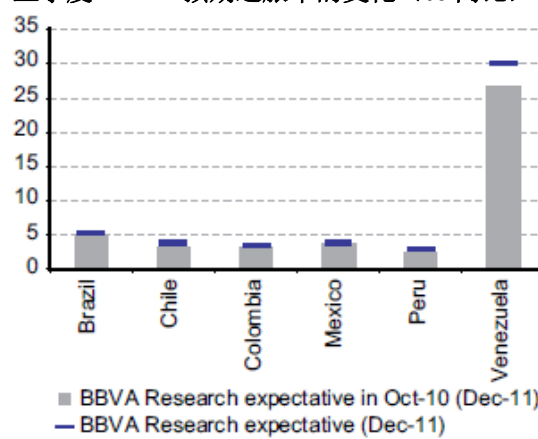
在这一积极的背景下, 该地区的问题和风险都来自于一个众所周知的原因: 通胀的上升。2010 年该地区通胀处于官方的目标区间之内, 对于那些不遵循该地区通胀目标的大国 (阿根廷和委内瑞拉), 其通胀水平仍然很高, 但还处于可控水平。尽管如此, 到今年年底, 由于国际能源和部分重要食品 (如小麦、玉米和糖类) 价格加速上涨并创下新高, 情况就变得更加复杂了。这加大了专家们对国内需求强度的担忧并进而影响了通胀预期 (从 2010 年 10 月以来一直在上升, 无一例外)。虽然, 尤其是从更长远角度来看, 通胀预期并没有与官方目标偏离太远, 但这一改变无疑会加大货币当局的工作难度, 因为他们现在就将接受考验以显示他们对达成其目标的承诺。因此, 巴西和秘鲁在上次货币政策会议上的加息决定以及哥伦比亚显露出的在未来几个月的加息迹象都不是巧合。但智利却没有, 因其央行 1 月份维持参考利率不变, 但 2 月份上调了 25 个基点使其恢复到了标准水平。

图 6
现在和 2011 年底预期通胀率 (% 同比)



来源: BBVA Research

图 7
上季度 BBVA 预期通胀率的变化 (% 同比)



来源: BBVA Research

由于国际形势逐渐回到了“新的常态”，且来自发展中国家的推动力越来越大，我们认为经济过热将成为该地区经济政策议程中的主要议题。

在这样的背景下，我们预计该区域通胀压力的加剧将导致各种不同的经济政策回应。在那些坚持通胀目标的国家，将通过从紧的货币政策进行调整，包括加息和上调法定存款准备金以抑制信贷增长。对非常规政策更多的国家，我们预计其会选择加强价格控制。在内需增速，尤其是私部门的内需增速已更为温和的国家（如墨西哥以及从更小程度上而言的哥伦比亚），这些压力更小，意味着其对限制性措施的需求还不是那么迫切。从结果来看，这表明前者面临的通胀风险更小，但经常项目赤字也更高；而非非常规政策更多的国家则须应付通胀的上升、经常项目赤字和可能出现的短缺。

自然环境并不配合经济增长

回顾 2010，展望 2011，我们不能不提到自然现象对经济活动的重要影响。一年前的地震对智利中南部造成了严重破坏，导致无数人丧生，并对 2011 年的财政政策产生了重大影响。除此之外，我们还须考虑气候异常的因素。2010 年太平洋中部海域的气候反常（厄尔尼诺现象）严重影响委内瑞拉并在一定程度上导致了哥伦比亚和秘鲁降雨量的减少。这对两国的蔬菜收成和能源生产造成了不利影响，但对阿根廷、巴西和乌拉圭而言则是福音，充沛的降雨使其大豆和其他谷物收成创下了新高。在这一年里，上述所说的现象颠倒了，气候异常发生了逆转（拉尼娜现象），好运不再：干旱使得阿根廷大豆收成和智利水利发电的前景变得复杂化了。不幸的是，哥伦比亚以及程度稍轻一点的巴西和委内瑞拉也受到了不利影响，暴雨、洪水和泥石流也对三国造成了巨大破坏。就哥伦比亚而言，由于需要重建被毁的基础设施，灾害对 2011 年的财政政策也有影响。

3. 经济政策缓慢调整

经济政策的调整慢于经济周期衰退阶段的调整

国内需求的快速恢复和产能过剩的消除对该区域的经济管理部门的反应能力来说似乎过快了。不像在2008年底和2009年初，经管部门做出了非常迅速且坚决的反应以抗击全球性危机的影响。现在，它们的反应则是刻意为之且按部就班，使得国内需求急剧增长的国家面临的风险越来越大。经管部门的反应最终还是太迟，未及防止通货膨胀的爆发。

作为对上述当局的辩护，应该提到两个最重要的因素：

1. 不像在金融危机时所发生的，南美洲经济体的发展与发达国家的很不同。因此，货币紧缩政策有使汇率平价急剧调整的重大风险，正如已经发生的一样。
2. 在这么长的时间，关于金融市场的形势，相当程度的不确定性占了上风，特别是在欧洲，因为市场担心在发达国家，应提供给私营部门的贷款组合正转移成为公共机构的偿债能力。

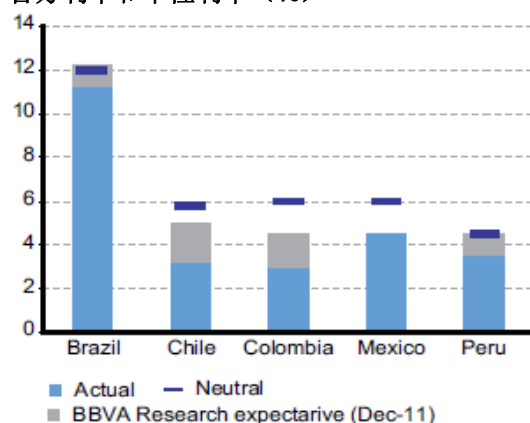
不确定的环境，以及挑起货币被危险高估的沉默，这两者共同解释了拉丁美洲各国的中央银行在处于当前周期不同阶段下的不同反应。但是，这些理由也不足以默许从2011年的政府预算中更快的撤出财政刺激政策。

货币政策的动静，但反应缓慢

在以前的报告中，我们强调一个事实，即遵循通货膨胀目标并面对国内需求强劲扩张的国家已经开始撤出货币刺激，但上述过程被中断得早于预期。这发生在一个特定背景下，即通货膨胀率保持在非常低的水平，同时货币由于强大的资本流入压力而不断升值。然而，到去年年底，货币在较小的外汇干预措施下已趋于稳定，并且在同一时间，国际食品和能源价格上涨。这使得巴西和秘鲁的中央银行提高官方利率，并运用了定量的信贷控制措施（例如准备金）。这也使得哥伦比亚央行改口说要提早调高利率。作为最先开始加息过程的央行，智利中央银行在他国央行暂停加息时亦没有中断。而今，智利央行在1月将撤出货币刺激的举动暂缓以支持早些时候宣布的外汇干预措施，且很有可能将为自己对通胀目标的承诺支付一笔信誉成本。事实上，2月份的通胀预期调查显示，与2个月前3.2%的预期值相比，2011年12月的预期通胀已经增加到了4%。毫无意外，智利央行在2月份恢复了加息。

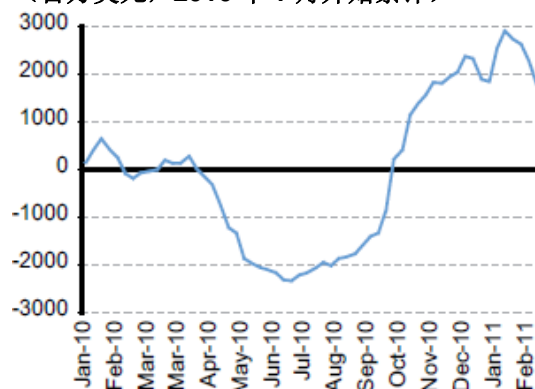
考虑到上述情况，对于追踪通胀目标的国家，其官方利率仍低于中立水平，在今年或2012年年底就有可能达到。这将使得货币政策难以有助于大幅度地减缓通胀压力，除了其通过预期所造成的潜在影响外。在墨西哥，经济复苏一直主要由国外需求推动，情况则大不相同，适于较缓慢地撤出货币刺激方案。

图8
官方利率和中性利率 (%)



来源：BBVA Research

图9
拉丁美洲证券市场资本净流入
(百万美元，2010年1月开始累计)



来源：BBVA Research

货币进一步升值的压力缓和了吗？

在2010年保持低通货膨胀率的一个关键因素是拉丁美洲绝大多数国家货币的升值。至少有三个因素进一步推动了这一进程：1) 该地区的资产价值随着经济的迅速好转亦迅速恢复；2) 利差扩大，特别是短期利差；3) 高商品价格，这些商品价格对于拉美国家的对外和财政账户都很关键。

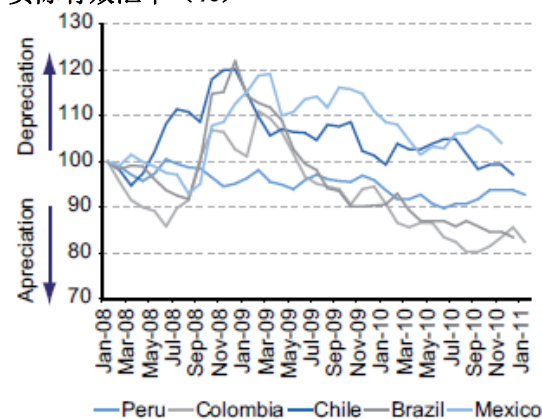
接近去年年底，随着该区域股票价格的突飞猛涨，股权投资资本流向逆转。但是，基本商品价格持续增加，短期利差也扩大了（长期利差尚不明显）。在固定收益市场，各国之间的对比稍微复杂一点，因为诸如巴西和秘鲁等国已采取措施，增加投资者的成本。总之，这些国家货币的汇率压力近几个月来已经有所缓解，从而降低了外汇干预的强度和频率。委内瑞拉和（在较小的程度上）阿根廷两国的情况有所不同，因为它们进入国际金融市场的限制更多。事实上，委内瑞拉通过消除兑换一系列基本外汇产品的特殊汇率而统一了官方外汇市场。在实践中，其效果类似于玻利瓦尔贬值。阿根廷正逐步恢复进入国际金融市场。有的省级政府甚至尝试到国外进行发债，虽然借款利率仍相当高。

因此，汇率趋于稳定，除了智利比索。于是，智利中央银行推出了 2011 年的 120 亿美元的储备积累方案。这有效地引发了比索的临时性贬值，但在该方案的公告结束时，智利比索的汇率已经回到相当接近于外汇干预开始时的水平。处于高位且不断上升的铜价，加之对官方利率进一步上升的预期，至少在目前已经抵消了货币当局的努力。

显而易见的是，如果货币稳定得到巩固，目前的情况看似如此，那么其对控制通货膨胀的贡献将低于 2010 年时的情况。

图 10

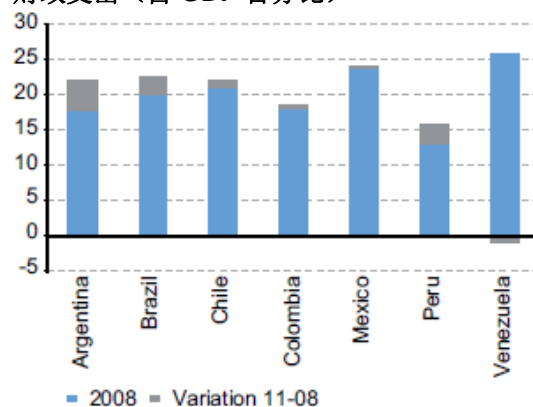
实际有效汇率 (%)



来源: BBVA Research

图 11

财政支出 (占 GDP 百分比)



来源: BBVA Research

财政政策依旧无用

相当清楚的是，财政政策仍然没有适应新的环境，并继续扩张性的偏见。事实上，从图 11 中可以看出，在 2011 年，阿根廷，巴西，智利和秘鲁的政府支出占国内生产总值的比重将较金融危机前一年（2008 年）增长 1.1（智利）至 4.3 个百分点（阿根廷）。在哥伦比亚和墨西哥，增长则非常有限，除其他原因，主要是因为财政刺激政策的组成部分更不明显；在委内瑞拉，由于融资困难有所增加，这一比重则是下降了。

更重要的是，财政政策的问题几乎已经不存在公开辩论。唯一的例外是哥伦比亚，它推动法律改革以加强财政政策的体制地位，与此相反的是，它在经济周期的第一阶段由于选举周期而部分推迟了财政政策。虽然秘鲁于去年年中宣布调整其经济刺激计划，但财政预算的执行数额仍未有实质性的改变。唯一明确显示出有调整财政的真实意愿的是巴西，其新政府已宣布在 2011 年的预算中削减 300 亿美元的开支。这 300 亿代表了政府预算开支的 7%，并将促使该国接近全年总赤字的目标。

智利和哥伦比亚，这两个国家在财政方面是传统的保守派，都选择（借增加一些税收和出售公共资产的方式）增加支出，以应付去年一直困扰着政府的灾后重建任务。到目前为止，它们没有给出任何准备实施调整的迹象。如果更高的通胀/升值风险成为现实，这可能会改变，但这个问题至今还没有列在公开辩论的议程上。

与此同时，阿根廷，秘鲁和委内瑞拉的选举议程对这些国家的财政议程也造成了不利的影。即使是在秘鲁，1 个百分点的增值税率下调接近成为法令。

财政调整被推迟的原因之一是得益于石油（委内瑞拉，哥伦比亚，墨西哥）、铜（智利，秘鲁）和大豆（阿根廷，乌拉圭）等商品价格上涨的收入增加。这些经济体的迅速复苏也反映在税收收入的非凡增加上，而税收收入在很大程度上依赖于对经济周期非常敏感的间接税收。因此，这些国家一直能够保持高水平的财政支出，而不必跑出更多的赤字，从而削弱了支持财政调整的政治言论。不过，如果基本商品价格下降并且经济增长放缓，也将使得这些国家的经济更加地脆弱。

政策缺失，市场仍持续调整

尽管如此，我们的预测依然指向国内需求和通货膨胀的有序放缓。这一结论部分建立在对 2010 年国内需求增长的认知上。2010 年观察到的国内需求增长的很大一部分是由于类似重建存货等临时性因素。比如，存货重建在智利和秘鲁的经济周期的所有阶段都发挥了非常重要的作用，并将消费者在 2008 年和 2009 年购买耐用消费品（汽车，住房）的决定推迟到了去年及今年年初。此外，像 2010 年因自然灾害而导致的私人消费增加的这种因素在 2011 年将不再存在。此类私人开支包括了更换耐用品，例如在智利地震中销毁或破坏的家具和住房，以及在委内瑞拉购买发电机以应对能源削减。除此之外，如果需求调整得不充分，价格上涨将影响到居民的购买力，进而促进国内需求的调整。事实上，与经济政策在经济周期的不同阶段做出对应的正确反应相比，这种调整方式不仅更慢，而且成本更高。

4. 风险和弱点仍待检验

我们的预测偏离的最直接风险是有限的通胀增长

正如我们之前所解释的，我们的预测偏离的最大风险是有限的通胀增加。我们相信，如果发生这样的偏离，也将是有限的。因为绝大多数国家和它们的中央银行已经采取了切实的行动以履行其反通胀承诺，所以，如果通胀上升，毫无疑问地，官方利率将上升，以帮助缓解需求压力。在这种情况下，考虑到更高的升值风险，我们相信，各国政府也将采取财政调整措施，就像巴西政府已经做出的。

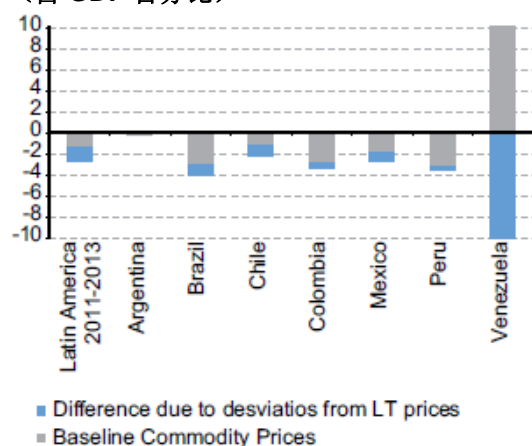
在此背景下，实际汇率的过度升值可能引起关注。这将危及对外账户在长期的可持续性，并在同一时间制造固定资产，特别是住房价格的泡沫。不过，这些似乎还没有发生，而且虽然信贷在增长，它的速度也是相对平缓的，特别是当我们考虑到了此前的信贷崩溃时。无论如何，其结果是，对通货膨胀的关注转移到了对外账户的可持续性上。目前，对外账户显得很扎实，这是因为基本商品价格奇高的支撑。这种情况与财政账户相似，财政账户今天的坚挺部分是由于对自然资源收入的征税而获得的高收入。

但是，即使在商品价格方面出现一个强大的下行冲击，该区域的经济仍显得比较稳固

该区域的最严峻的考验可能来自于商品价格方面强有力的调整，例如，作为对亚洲市场需求变动或市场利率上升的回应。虽然这不是我们预测的核心情况，而且我们认为这些价格在短期内进行重大调整的可能性非常低，我们仍就这些商品价格下跌 33% 会对这些国家的财政和对外账户产生的影响进行了演习和探讨（见图 12 和图 13）。

图 12

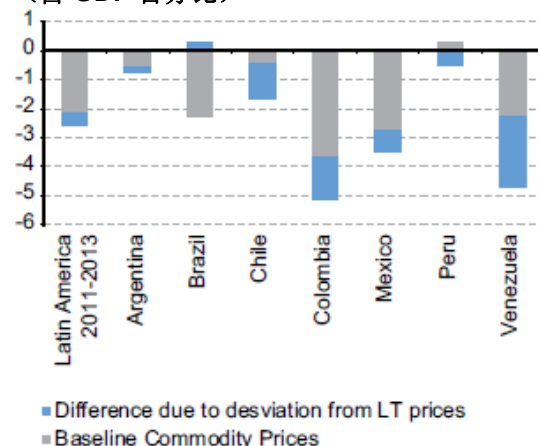
商品价格大幅修正对经常账户的影响
(占 GDP 百分比)



来源: BBVA Research

图 13

商品价格大幅修正对财政收支的影响
(占 GDP 百分比)



来源: BBVA Research

可以看出，其影响是相当有限的，除了在委内瑞拉，因为该国对石油出口的重要依赖使其很容易受到石油价格可能下跌的影响。

对于经常账户，在阿根廷和巴西观察到的恶化应当引起关注。在阿根廷，是因为它受到进入资本市场的限制，而且如果因对货币贬值的忧虑而导致资本外逃，它可能面临融资困难。在巴西，当经常账户的赤字接近 GDP 的 4% 时，投资者的风险偏好可能遭遇挑战。无论如何，值得注意的是，在这两种情况下，如果国外直接投资流入保持在目前水平，这将足以弥补经常项目的赤字。哥伦比亚和秘鲁也可能面临类似巴西的压力，虽然这两个国家的国外直接投资已经过分集中于采矿项目，其投资规模却为这两个国家提供了比较大的自由度。

至于财政账户，委内瑞拉和哥伦比亚的局面更困难，尽管它们获得潜在融资的途径是非常不同的。我们估计，哥伦比亚可能会暂时借助于多边贷款来解决这种规模的赤字，同时引入对公共收入的调整；但是融资对委内瑞拉而言就难多了。虽然智利的财政账户将受到打击，我们相信，这并不表示会存在严重的问题，因为该国原本几乎没有任何公共债务，并积累了主权基金的节余，允许其进行必要的调整以利用自有资源解决赤字。

演习结果总体来说是令人欣慰的，尽管商品冲击发生时还伴随着其他现象，如对汇率、预期及企业和消费者的支出决定等的影响。在这个更复杂的情景下，商品冲击对财政和对外账户的量化影响可能与比较统计的演习结果不同，所以必须要谨慎地应对这些影响。

综上所述，从全局来看，风险是相对平衡的，只是如果国内需求不能尽快如预期一样放缓，就存在一些调高通胀的偏离。

此外，很明显的，该区域的大多数大、中型国家都实现了财政和经常账户的结构改善。虽然实际汇率的大幅上升可能会加剧这些经济体对少数自然资源的依赖，但是我们认为商品价格的一个强有力的调整并不一定意味着会出现一个重大的威胁，以致于可能妨碍其经济增长在未来两年的潜在水平。

5. 表格

表 1

GDP (% 同比)

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10*	Q1 11*	Q2 11*	Q3 11*	Q4 11*	2009	2010*	2011*	2012*
阿根廷	-1.8	-2.3	-4.3	0.2	5.7	9.2	7.6	7.6	5.8	3.6	3.1	5.9	-2.1	7.5	4.6	2.8
巴西	-2.0	-1.8	-1.3	4.4	8.8	9.1	6.8	5.7	4.5	3.8	3.9	4.2	-0.2	7.7	4.1	4.2
智利	-2.1	-4.6	-1.4	2.1	1.6	6.3	7.0	5.8	9.2	5.3	4.5	5.2	-1.5	5.2	6.0	5.1
哥伦比亚	-0.4	-0.1	0.8	2.9	4.5	4.4	3.6	4.3	4.6	5.3	5.0	5.2	0.8	4.2	5.0	5.5
墨西哥	-8.5	-8.1	-5.6	-2.2	5.1	7.3	5.3	3.1	4.4	3.5	4.0	5.2	-6.1	5.2	4.3	3.8
巴拿马													3.2	6.8	7.0	6.7
巴拉圭													-3.9	14.0	4.5	4.0
秘鲁	1.9	-1.2	-0.6	3.4	6.2	10.2	9.7	8.5	7.5	7.2	7.0	6.7	0.9	8.7	7.1	6.3
乌拉圭													2.9	8.8	5.3	4.2
委内瑞拉	0.5	-2.6	-4.6	-5.8	-5.2	-1.9	-0.4	-0.4	3.9	2.4	2.4	2.0	-3.3	-1.9	2.6	1.5
拉丁美洲													-2.2	6.1	4.4	4.0

*预测

来源: BBVA Research

表 2

通货膨胀 (% 同比, 均值)

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10*	Q1 11*	Q2 11*	Q3 11*	Q4 11*	2009	2010*	2011*	2012*
阿根廷	6.6	5.5	5.9	7.1	9.0	10.6	11.1	11.1	11.1	11.0	11.1	11.4	6.3	10.5	11.1	13.0
巴西	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	4.6	5.6	5.6	5.3	6.0	5.2	4.9	5.0	5.5	4.7
智利	5.6	3.1	-0.6	-1.9	-0.3	1.2	2.2	2.5	2.7	2.8	2.9	3.7	1.6	1.4	3.0	3.2
哥伦比亚	6.6	4.8	3.2	2.4	2.0	2.1	2.3	2.7	3.5	3.6	3.6	3.6	4.2	2.3	3.6	3.6
墨西哥	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.0	3.7	4.2	3.0	3.6	4.2	3.9	5.3	4.2	3.7	4.3
巴拿马													2.4	3.5	4.7	4.4
巴拉圭													2.6	4.6	8.8	8.1
秘鲁	5.6	4.0	1.9	0.4	0.7	1.1	2.2	2.1	2.3	2.7	2.4	2.9	3.0	1.5	2.6	2.7
乌拉圭													7.1	6.7	6.6	6.7
委内瑞拉	29.6	28.2	28.7	28.1	27.3	31.9	29.8	27.3	27.1	22.9	24.4	27.1	28.6	29.1	25.4	28.0
拉丁美洲													6.4	6.4	6.5	6.7

*预测

来源: BBVA Research

表 3

汇率 (兑美元, 均值)

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10*	Q1 11*	Q2 11*	Q3 11*	Q4 11*	2009	2010*	2011*	2012*
阿根廷	3.54	3.73	3.83	3.81	3.84	3.90	3.94	3.97	4.02	4.11	4.19	4.28	3.73	3.91	4.15	4.82
巴西	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.79	1.75	1.70	1.71	1.72	1.73	1.75	2.00	1.76	1.73	1.79
智利	607	567	545	518	519	530	511	486	497	501	506	510	560	510	503	512
哥伦比亚	2415	2233	2017	1965	1947	1950	1831	1857	1812	1775	1788	1813	2158	1899	1797	1800
墨西哥	14.38	13.32	13.27	13.06	12.78	12.38	12.80	12.22	11.98	11.82	11.98	12.20	13.51	12.50	12.00	12.49
巴拿马													1.00	1.00	1.00	1.00
巴拉圭													4967	4739	4608	4599
秘鲁	3.19	3.02	2.96	2.88	2.85	2.84	2.81	2.80	2.79	2.77	2.73	2.71	3.01	2.83	2.75	2.64
乌拉圭													22.53	20.01	20.11	20.68
委内瑞拉	2.15	2.15	2.15	2.15	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.87	2.15	4.30	4.44	

*预测

来源: BBVA Research

表 4
利率 (% 均值)

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10*	Q1 11*	Q2 11*	Q3 11*	Q4 11*	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	13.29	12.83	12.64	10.75	9.62	9.56	9.77	10.83	11.31	11.79	12.30	12.82	12.38	10.11	12.06	14.57
巴西	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	10.75	10.75	11.58	11.75	11.75	11.75	10.14	10.00	11.71	10.79
智利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.67	2.00	3.00	3.50	4.25	4.92	5.00	0.50	1.54	4.42	5.56
哥伦比亚	8.00	5.17	4.33	3.67	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	4.00	4.42	5.29	3.13	3.67	5.08
墨西哥	7.33	5.33	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	5.42	4.50	4.50	4.94
巴拿马													2.86	2.70	3.00	3.50
巴拉圭													28.26	25.75	25.77	26.20
秘鲁	6.25	4.00	1.50	1.25	1.25	1.50	2.50	3.00	3.42	3.75	4.17	4.42	3.25	2.06	3.94	4.92
乌拉圭													8.67	6.31	7.10	7.25
委内瑞拉	17.10	15.60	14.52	15.05	14.59	14.51	14.51	14.51	14.51	14.51	13.50	13.50	15.57	14.53	14.01	13.50

*预测
来源: BBVA Research

表 5
私人消费, 政府消费和投资 (% 同比)

	私人消费 (% 同比)				政府消费 (% 同比)				投资 (% 同比)			
	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*
阿根廷	-4.1	7.2	5.3	3.5	7.2	8.9	7.8	4.2	-10.2	18.6	7.3	3.3
巴西	4.1	5.8	4.4	4.6	3.7	5.4	3.1	3.2	-10.0	22.5	8.9	7.1
智利	0.9	12.0	6.5	5.1	6.8	2.7	5.0	4.2	-15.3	17.7	15.2	10.2
哥伦比亚	1.1	4.1	5.0	5.8	13.1	4.0	9.5	5.8	-9.1	7.8	10.3	7.7
墨西哥	-7.1	5.4	3.8	6.5	5.3	4.3	2.9	3.0	-16.8	1.0	5.0	3.0
巴拿马	-0.2	5.0	4.7	4.5	6.4	3.8	4.9	3.0	-6.5	23.0	9.5	8.0
巴拉圭	-3.4	9.0	4.6	4.3	13.5	13.6	4.0	4.0	-11.7	20.9	7.7	6.1
秘鲁	2.4	6.0	6.0	5.2	16.4	9.5	4.0	4.0	-15.1	19.5	13.0	12.7
乌拉圭	1.5	9.6	6.5	5.5	5.2	5.5	5.0	4.0	-10.7	8.0	11.0	10.0
委内瑞拉	-3.2	-2.8	2.7	3.1	2.3	2.7	4.4	4.5	-8.2	-4.8	5.0	2.5
拉丁美洲	-1.0	5.5	4.4	5.0	5.7	5.3	4.1	3.6	-12.2	12.8	7.9	5.6

*预测
来源: BBVA Research

表 6
财政收支和经常账户 (占 GDP 百分比)

	财政收支 (占GDP百分比)				经常账户 (占GDP百分比)			
	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*
阿根廷	-0.6	0.3	-1.0	-0.2	3.5	1.1	0.7	-0.4
巴西	-3.3	-2.6	-2.8	-2.3	-1.4	-2.4	-2.8	-3.1
智利	-4.6	0.3	0.9	0.2	2.6	1.6	0.6	-1.7
哥伦比亚**	-4.1	-4.3	-4.1	-3.7	-2.1	-3.0	-2.7	-3.0
墨西哥	-1.3	-3.2	-2.9	-2.7	-0.6	-0.8	-1.2	-1.7
巴拿马	-1.0	-0.7	-1.0	-0.7	-0.2	-7.8	-7.9	-8.0
巴拉圭	0.1	1.1	1.5	1.7	0.1	-1.4	2.8	1.7
秘鲁	-1.9	-0.9	0.1	0.3	0.1	-1.8	-2.8	-3.3
乌拉圭	-1.7	-0.7	-0.7	-0.4	-0.9	-4.8	0.8	0.6
委内瑞拉	-5.1	-3.7	-3.1	-0.9	2.4	5.7	8.9	10.9
拉丁美洲	-2.6	-2.4	-2.4	-1.9	-0.2	-0.9	-1.1	-1.4

*预测
**中央政府
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，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

Chief Economist
Joaquín Vial
+(562) 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Myriam Montañez
+(562) 679 1354
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Juan Ruiz
Juan.ruiz@grupobbva.com
Regulatory Affairs

Maria Abascal
Maria.abascal@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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

United States and Mexico:

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@compassbank.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

Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_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 research reports are available in English, Spanish and Chinese