

经济展望

智利

2012年第二季度
经济分析

- 2012年，全球经济增长将从2011年第四季度的衰退中得到稳定复苏。其中，亚洲的复苏将较为明显。但另一方面，欧洲将面临轻微衰退。
- 对智利而言，我们将对2012年国内生产总值（GDP）的增长预测进行轻微向上的调整，从4%调整至4.2%，但对2013年的增长预测将保持在4.7%不变。
- 2012年年底，在高度波动性和通货膨胀压力重现的情况下，通货膨胀将达到3.4%。
- 2012年，由于外部风险和国内风险的平衡，货币政策利率将保持平息。
- 税收改革：更注重来源的改变，而非收益额度的变化。
- 外部风险来源于欧洲的可能发生的意外，而特质风险与较大的通货膨胀压力有关。

目录

1. 概论	3
2. 概要：全球复苏，但风险重燃	4
3. 智利：增长向潜在增长率聚敛	6
4. 在波动性较大的情况下，通货膨胀压力仍然存在	8
5. 面对国内和国外风险，暂停货币政策	9
6. 自2012年第一季度开始，进行税收改革的财政状况利好	11
7. 欧洲的意外仍是全球主要风险	13
8. 附表	14

截稿时间：2012年5月10日

1. 概论

2011 年第四季度，全球经济出现下滑之后，预计在今年会出现复苏，尤其是亚洲这类新兴经济体国家。我们仍然认为，美国和欧洲经济之间会出现分离，其中美国经济增长将会在某种程度上比去年快，而欧洲将出现轻微衰退。这些情况再联系新兴经济体经济增长放缓的事实说明，2012 年全球经济年度增长将为 3.6%。

2012 年第一季度，智利国内生产总值（GDP）增长 5.6%，这是因为其消费和投资构成的国内需求好于预期；而且，第二点原因在于，外部需求的表现同样利好。在这种情况下，我们将对智利 2012 年的国内生产总值（GDP）增长预期进行轻微向上调整，从 4% 调整至 4.2%，但我们对 2012 年整体增长率的预期仍然保持在 4.7%（接近其潜在增长率）不变。智利的就业水平接近充分就业，这说明，就业增长率将从 2011 年的 5.1% 下降到 2012 年的 2%。随着劳动力以史上最高的速度增长，今年的失业率将是 7% 左右，低于 2011 年之平均水平 0.2 个百分点。

在这种宏观经济情况下，实际信贷将保持 2011 年的增长率。2012 年，名义总信贷的平均增长率将是 14.3%，略低于 2011 年之 14.8% 的增长率。消费信贷、公司贷款和抵押贷款将分别增长 17.3%、14% 和 13.6%。

供应（燃料和新鲜食品）和需求（充分就业、正产值缺口）因素造成通货膨胀压力增大，因此，我们要对 2012 年十二月份的通货膨胀预期进行向上调整，从之前报告中之 3.1% 的年度增长调整至 3.4%。在国内需求降低和欧洲情况继续改善的情境下，我们预计，2012 年，货币政策利率将保持平息。只有在出现某种冲击时，才会在短期和中期对参考利率进行调整。

在财政方面，我们预计，2012 年，财政盈余会比较小，占国内生产总值（GDP）的 0.1%。我们预算，实际开支的年度增长将大约是 8%，而由于较低的经济增长率和铜价的降低，税收收入的增长幅度将会减少。公共部门资产（不包括国际储备）将达到国内生产总值（GDP）的 19.8%，而债务将达到国内生产总值（GDP）的 11.2% 左右。因此，智利政府是拥有占国内生产总值（GDP）8.6% 的债权的纯债权人。

在基线情境的风险方面，外部环境方面，欧洲发生意外的可能性依然是存在的。倘若这一情境成为现实，2012-2013 年期间的产值增长率将达到 3.0% 左右（比基线情境相低 1.5 个百分点），而对国内需求的较低压力将使通货膨胀的平均水平达到 2.8% 左右（比基线情境相低 0.7 个百分点），高于抵消汇率贬值所需的水平。同时，国内方面，我们所说的特质风险情境是指：不断增长的国内需求增加了通货膨胀压力，这促使“实施紧缩的货币政策”成为必需。

2. 概要：全球复苏，但风险重燃

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

如下所述，鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（对地区供应链造成不利影响）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

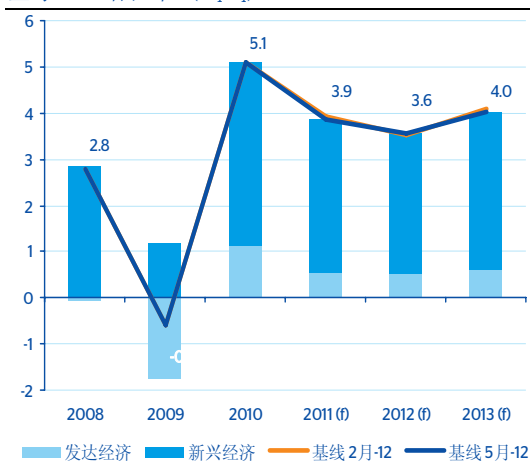
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国和欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 - 前者下降而后者稳定 - 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

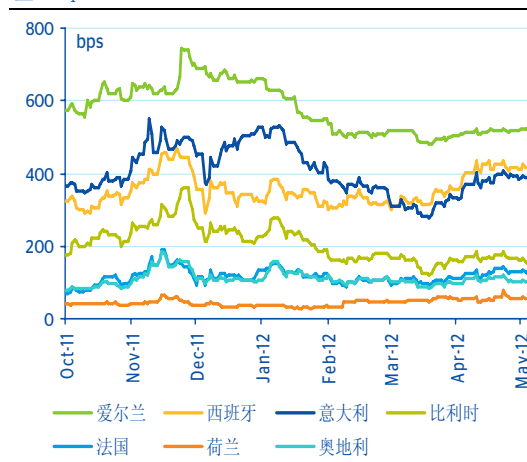
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价 (对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长, 这些积极影响证明是暂时的 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先, ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革, 同时, 核心国家应刺激欧元区的需求。其次, 有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线, 以制定全面、详细的中期整顿方案。

尽管价格猛涨会造成重大风险, 但当前油价仅对全球增长有着适度影响

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力)。

在我们的基线情景中, 我们认为, 在 2012 年大部分时间内, 布伦特石油价格约为 120 美元/桶, 比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为, 由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策, 这仅对全球增长造成适度负面影响。然而, 如果海湾冲突升级, 油价可能大幅猛涨, 即使中央银行没有做出反应, 增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

3. 智利：经济增长向潜在增长率聚敛

在以高于潜在增长率的速度增长之后，2012年，放缓的国内和国外需求使得的智利经济以略低于潜在增长率的速度增长，并将在2013年继续以潜在增长率增长。

经济下滑在几乎整个2011年下半年都十分严重。同时，出现这种情况是由于2010年中期开始的货币政策常态化的预期效应、相比而言更为吃力的基线（在“2011年上半年地震造成利好的基线效应”之后出现）以及较为不利的外部环境对智利的影 响。后者的作用在接近2011年底的时候尤为突出，那时希腊和欧洲的不确定性对智利股票市场造成不利影响，而且造成智利比索的大幅贬值。但是，尽管存在这种金融蔓延现象，但其对经济主体预期没有产生明显的负面影响。国内需求依然保持强劲，库存量只有轻微减少—虽然莱曼兄弟危机发生后没有出现类似事件。因此，2011年十二月份，增长仍然高于预期。这种趋势在2012年第一季度得以巩固，2012年第一季度的年度增长达到5.6%，高于2011年第三和第四季度的3.7%和4.5%的增长率。

2012年第一季度之好于预期的表现是下列因素的综合结果：第一，与预期相比，消费和投资构成方面的国内需求保持强劲；第二，由于金融压力的降低、除了欧洲以外，发达国家的经济活跃性数据出现改善，而且新兴经济体出现逐步放缓迹象，因此，国外需求也比较积极。

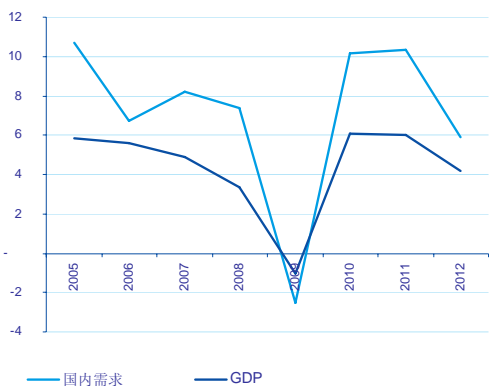
尽管第一季度出现高于预期的利好表现，但“发达经济体的经济增长复苏”之全球前景依然存在高度不确定性

尽管出现全球衰退的可能性降低了，但全球增长预期依然是下降的。在这种情况下，我们将对智利2012年的国内生产总值（GDP）增长预期进行了轻微调整，从4%向上调整至4.2%，但我们对智利2013年的增长预期保持在4.7%不变（正在向潜在增长率聚敛）。这一情境也包括国内需求的减少，国内需求在2011年增长9.5%之后，应该在2012年和2013年分别增长5.7%和5.0%（见图表3）。

在国内需求的构成方面，倘若“由于就业和工资的增长率降低，金融信贷条件变得略加具有限制性，而且对耐用品的购买力回归到正常水平，从而使工资总额增长率如预期一样出现降低”的话，那么2012年的个人消费将会出现降低。固定资产带来的增长将降低至8%左右—接近2011年一半的水平，但建筑业将保持强劲，而且对机器和设备的投资将出现大幅降低。同时，政府消费的增长将略高于国内生产总值（GDP），而且，我们预计，库存量会出现适度减少。

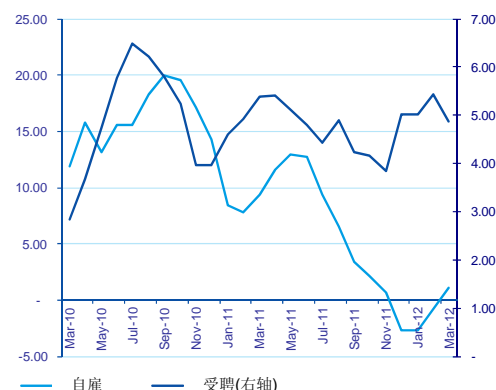
外国需求将降低其近几年对增长的负贡献（2009年除外）。外国需求之某种程度上的降低将带来出口的增加，其将从2011年4.6%的年度增长增加至2012年的5.1%—尽管进口增长从14.4%降低到5.7%，是出口增长的主要原因，这反映出国内需求的放缓。除了出口和进口本身的影响，“所采用之计算国民收入的不同方法”也可以解释这些变化：尤其需要注意的是，目前，相对重要的是出口的铜，而不是进口的燃料；而且，2008年基线中所使用的新编译法（为前一年）使用了变化的价格矢量，对不变价格进行序列计算，而非之前的方法中所用的固定基线（2003年）。

图 3
国内生产总值（GDP）和国内需求（年度增长百分比变化）



数据来源：智利央行和 BBVA 研究所

图 4
就业（年度增长百分比变化）



数据来源：智利国家统计局 (INE)

劳动力市场是继续出现惊喜的领域之一。2012年初，就业依然保持快速增长-这种情况在之前的衰退期过后从未出现，尽管在过去的一至三月份的第一季度失业率出现增长，但仍低于因周期性因素所造成的通常水平。目前智利的就业接近其所认为的充分就业，这说明，2012年，就业率将会从2011年的5.1%降低至2%。再考虑到劳动力增长也接近史上最高的增长记录（对劳动力市场的任何改革都不会造成这一变量的突然变化），这将会使得2012年的平均失业率达到7%，比2011年的平均水平低0.2%。部门创造的就业机会将依然是近几个月的模式，其中，制造业、零售业和建筑业的贡献较为巨大，尤其是后两者。同样，创造授薪工作将比自我创业的速度快，这是经济扩张周期常见的现象（见图表4）。

信贷实际增长率将保持2011年的水平

授薪工作就业的增长与较高的消费信心和改善的信贷状况有关。这些因素将是2012年消费者信贷再次出现增长的决定因素，这类似于2011年出现的情况。公司借贷的增长率将出现某种程度的减少，这反映出对机械和设备投资出现减缓。最后，与建筑项目复苏相关之房地产市场的利好状况将带来抵押贷款的增长。总体而言，2012年，总名义信贷的平均增长率将达到14.3%，略低于2011年之14.8%的增长率。消费信贷、公司贷款和抵押贷款这三类构成的平均增长率将分别为17.3%、14% 和13.6%。

4. 在波动性较大的情况下，通货膨胀压力仍然存在

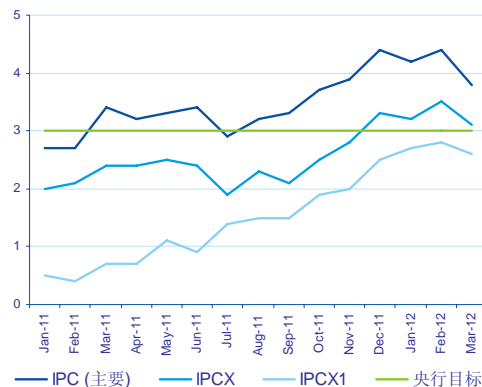
对近期几个月之通货膨胀情况需要强调的两点是高速的价格波动和通货膨胀压力的回归

价格波动在近几个月已出现非典型性结果：高于十二月份和二月份的周期性名义水平，而且低于三月份和四月份的周期性名义水平。出现这种情况是一次性因素造成的，例如干旱、石油价格上涨和异常的费用调整-例如近期之降低电价。

核心通货膨胀指标消除了这些因素的影响。如果我们参考核心通货膨胀指数（CPIX）（核心通货膨胀指数（CPIX）不考虑鲜果和新鲜蔬菜或燃料的价格），通货膨胀压力就很明显了-因为这一指数在2011年全年处于央行目标范围（2%）最低值左右，在此之后，近几个月这一指数的十二个月走势都在央行的目标值（3%）左右。去年核心通货膨胀指数1（CPIX1）-这一指数也不包括肉价和管制费率-的十二个月走势也出现增长，从低于1%的水平增长至四月份的2.7%，接近央行的目标值（见图表5）。其他通货膨胀压力指标-例如名义工资、生产者价格和不可贸易商品价格指数-都显示，除了供应冲击以外，其他因素都对价格产生了上涨的压力，尤其是造成超额生产能力的降低（见图表6）。

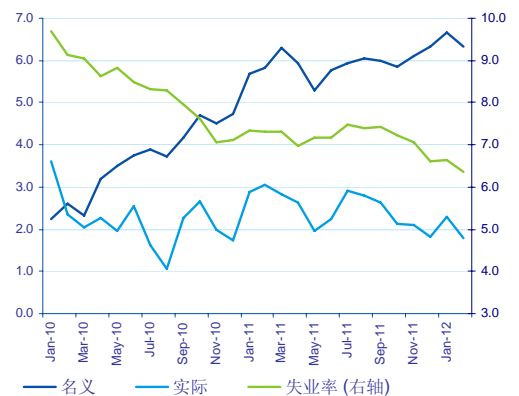
通货膨胀压力来源于供应因素（燃料和新鲜食品）以及需求因素（充分就业和正的产值缺口），在这种情况下，我们对2012年十二月份的通货膨胀预期进行了调整，从之前报告中3.1%的年度增长调整至当前3.4%的年度增长。值得注意的一点是，调整只是轻微的-这主要是因为我们前期的报告已经就某些发展动态进行了预测，而且其中部分原因在于“在需求放缓的情境下，我们认为，年终增长率不会很大”。所以，尽管我们预计今年第三季度的通货膨胀率将保持在目标范围的上限值附近，但我们同时也预测通货膨胀率会在第四季度出现快速聚敛；事实上，我们认为，2013年十二月份的每月平均通货膨胀率将会在3%的水平上。

图 5
总通货膨胀和核心通货膨胀（年度增长百分比变化）



数据来源：智利国家统计局（INE）

图6
工作标记指标（年度增长百分比变化）



数据来源：智利国家统计局（INE）

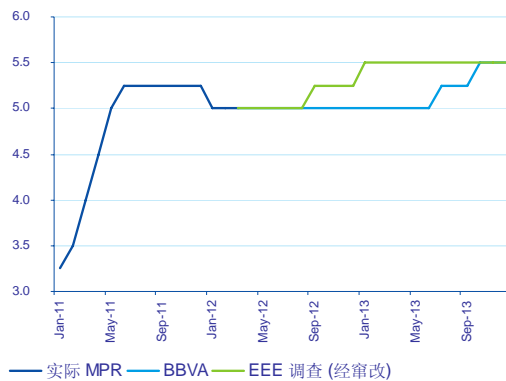
5. 面对国内和国外风险，暂停货币政策

近几个月，外国投资环境出现初步改善—尤其是美国经济体和新兴经济体，这使得市场分析师和央行本身调整了对短期和中期货币政策走势的预期。央行在一月份的货币政策会议上，降低了35个基点，自此之后，央行在随后几个月一直保持其中性取态。这逐步将“对进一步降低利率的预期”转移至参考利率。目前，所讨论的是何时需要调升利率。市场预期认为，这将出现在今年第四季度。

尽管我们认为，希腊出现互惠外汇信贷，而且大多数暴露的欧洲经济体都采取了财政调整之后，欧洲的借贷危机相关之风险已然降低，但“国际金融市场崩溃将影响新兴经济体”的情境仍然可能出现。倘若其成为现实，那么保持当前利率就能扭转局面，或者能够引发降低利率的需要。但是，国内压力却指向了另一方面：即通货膨胀并未远离容忍范围的极限值，而且经济缺口正在闭合。因此，如果这些压力出现的话，那么今年第一季度所出现之低于预期的经济放缓速度将给“利率的可能增加”大开方便之门。

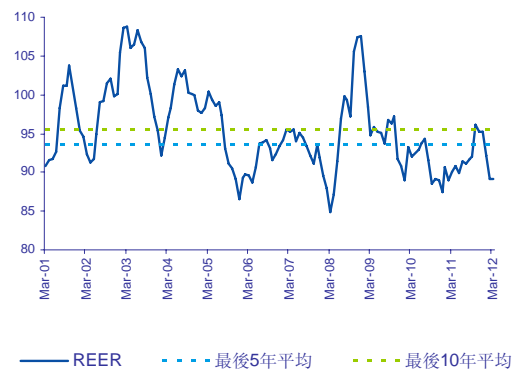
权衡考虑这两个方面，我们认为，既然在基线情境中，全年的国内需求出现放缓，而且欧洲的状况继续向长期解决的方向前进，那么，2012年的政策利率将保持平息。如果这些冲击中有一个出现，那么短期和中期参考利率就会发生变化。长期而言，将必须抬升参考利率，升至5.75%的较高水平。因为如果这成为现实的话，尽管发达国家之较慢的增长率会持续更长时间，而且会迫使利率保持在当前水平（见图表7），那么，来自国外经济的大部分不确定性将被清除。

图 7
货币政策利率（百分比）



数据来源：智利央行和 BBVA 研究所

图 8
多边实际汇率 (1986=100)



数据来源：智利央行

在汇率政策方面，智利央行储备在2011年累积达到120亿美元之后，国际储备几乎接近390亿美元，或者占国内生产总值（GDP）17%左右。尽管汇率的变化使一些市场分析师认为，今年有必要进行再次干预，但智利比索近期的多边贬值促使实际汇率接近其基本面。因此，尽管与前几个月预期相比，较为具有限制性的货币政策预期会给比索升值带来压力，但国外的不确定性已经在某种程度上抵消了这种力量。在这种情况下，比索对其主要贸易伙伴的汇率将不会出现任何大幅变动（见图表8）。尤其需要指出的是，我们预计，比索对美元汇率仅会出现小幅贬值，在今年年底将接近491智利比索（CLP）/美元（USD），这反映出，由于来自中国等国家的需求压力较低，因此本年度下半年铜价将出现适度下降。

6. 自2012年第一季度开始，进行税收改革的财政状况利好

自今年第一季度开始，政府就执行了2012年预算所批准之总数额的20.9%，去年同期的执行水平是19.7%。整合后，中央政府税收收入实际年度增长是8.1%，主要贡献是来自矿业（9.6%）之外的其他部门，由于汇出税的降低和铜价的下降，年度采矿工程降低了4.5%。中央政府开支的实际年度增长率是6.6%，其中，较大的开支项目—例如公共部门的工资、补贴和转让以及支付贷款利率—出现增长。

总之，自从2012年第一季度开始，公共部门平衡中的盈余占国内生产总值（GDP）的1.2%，与政府之2012年的预期一致。此处需要注意的一点是，基于未来几个季度之降低的税收和今年所批准之预算的实施（见图表9），我们预计，2012年的微量盈余将占国内生产总值（GDP）的0.1%。在预算开支方面，其实际年度增长将在8%左右，而由于经济增速较慢而且铜价较低，因此，税收收入的增长相对较小。

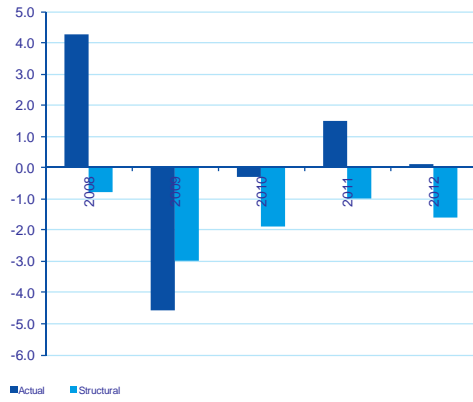
主权基金一直在预期范围内运作，其中，经济和社会稳定基金（FEES）增长至149亿美元左右，退休金储备基金出现小幅增长，增长至4.4亿美元左右。央行累积储备大约在122亿美元。总之，以本国货币和外国货币对资产进行计算的话，公共部门的资产（不包括国际储备）占国内生产总值（GDP）的19.8%，而贷款占国内生产总值（GDP）的11.2%。因此，智利政府是净债权国，其债权占国内生产总值（GDP）的8.6%（见图表10）。

税收改革旨在微调，不会出现大幅变动

政府于四月底提议递交了税收改革提案。其主要观点是将重点放在对税收系统的微调上，而不是对税收进行大幅变动。因此，“对不同种类之直接和间接税收进行调整”的目的是将个人的税务负担转移给公司。进行税收改革的目的还包括通过修改“有限责任公司和个人投资基金的课税方式”，来降低几个主要领域的避税现象。总之，预计税收收入每年将增加7至10亿美元。

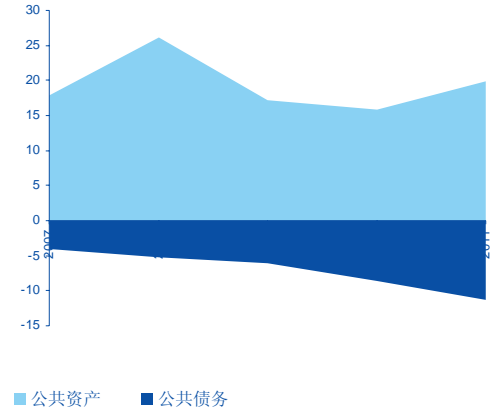
更为确切地说，这一改革计划会将明年的企业税增加20%，将其增长至17%。根据2011年的初步统计数据，这将向财政部注入另外18亿美元。个人收入所得税的降低幅度在“按照最大利率的10%（从40%降低至36%）”和“低收入者所适用的边际利率的15%”之间。这一改变预计将会产生“使税收收入减少4亿美元”的影响。其他方面的变化与直接税收调整相应—例如减少信贷交易税、修改稳定燃料价格的机制、逐步消除某些国家还在适用的关税、增加对酒征收的税和污染企业征收的环保税。

图9
财政平衡（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：预算部和 BBVA 研究所

图10
公共部门资产和负债（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：预算部和 BBVA 研究所

7. 欧洲的意外仍是全球主要风险

中期和长期时间内，欧洲危机上升的可能性仍然存在

在概念上，全球风险情境与我们的上次报告中的一样。尽管欧洲央行的长期流动性和大多数曝光经济体在财政调整方面做出的努力开始出现了以下结果，即欧洲银行的流动性风险出现大幅降低，大量融资市场开始谨慎地开放了，而且周边国家主权利差减少，但这些影响都是暂时的。因此，中期和长期时间内，欧洲危机的深化仍然是可能的。倘若这成为现实，主要商品的价格就会降低。尤其需要指出的是，我们预计，铜价在短期和中期时间内将下降至每磅2.5美元。这反过来会造出比索的贬值，其在2012-2013两年时间内将会出现接近10%的贬值。

我们的风险情境假设，我们的贸易伙伴会出现低速增长，这会使得外部部门变得更为疲软，而且对会造成对“可能影响个人消费和投资”的预期冲击。在这种情况下，2012-2013年的产值增长率会达到3.0%左右（低于基线情境1.5个百分点），而国内需求的较低压力会将通货膨胀平均水平推至2.8%（低于基本情境0.7个百分点），这完全能够抵消汇率贬值。2014年，对智利经济的投资会出现轻微复苏，并将向长期参考情境聚敛。最后，2013年，国外账户中的往来账户赤字将达到国内生产总值（GDP）的6.5点（低于基本情境大约4pp），并逐步向长期基本情境聚敛。

与在之前的危机中的情境相比，全球危机风险规避的增加对智利经济的影响将更加有限，因为危机的发展速度较慢，而且智利经济已从上上次危机事件中获得了经验，因此智利经济已做好了迎接准备。此外，货币政策利率接近其中性水平，有效公共资金占国内生产总值（GDP）的10%左右，而且国际储备大约是39亿美元（国内生产总值（GDP）的17%）。这使得政府当局有足够的工具来应对外国经济状况的恶化。

在这种情况下，与上次报告中的建议相比，目前之货币政策回应更为缓和，其在2012年十二月份大约会减少150bp，而且2013年还将继续这一水平。最后，财政政策方面，2012年第四季度和2013年第一季度将考虑实施占国内生产总值（GDP）1%的刺激计划；这将在2013-2014年间产生更大的财政赤字。在预期时间范围结束时，这一刺激计划中的一部分将会被去除，这符合中期和长期财政规则。

市场注意力转向通货膨胀风险

我们所预测的特质风险情境与之前的报告相比几乎没有改动。尽管外部经济前景的恶化风险非常重大，但较大通货膨胀压力的特质风险仍然存在。如果能够有序地退出欧洲危机的话，那么，外部情境将会逐步改善。商品价格将会向上调整，而所预期的国内金融状况也会得到改善。在这种情况下，我们的经济将处于这样一种情境，即国内需求没有降低其增长率，而且通货膨胀压力增加，这使得实施更为紧缩的货币政策成为必然。

在这一点上，近几个月的通货膨胀出现变化，从暗示“外部经济情境”和“货币政策的强劲扩张调整”之反应过度的观点转变为“更靠近我们的预期”的观点，即货币放松政策实施的空间有限。

8. 附表

表格 1
年度宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012	2013
GDP (% 同比)	-1.0	6.1	6.0	4.2	4.7
通胀 (%同比, 期末)	-1.4	3.0	4.4	3.4	3.0
汇率 (兑美元, 期末)	502	475	517	491	508
利率 (% , 期末)	0.5	3.3	5.3	5.0	5.5
个人消费 (% 同比)	0.9	10.4	9.0	5.3	5.3
政府消费 (% 同比)	7.5	3.3	4.0	4.9	4.7
投资 (% 同比)	-15.9	18.8	15.7	8.0	8.3
财政平衡 (% GDP)	-4.6	-0.3	1.4	0.1	-0.2
经常帐户 (% GDP)	2.0	1.5	-1.3	-3.0	-2.7

表格 2
季度宏观经济预测

表 2
宏观季度经济预测

	GDP (% y/y)	通胀 (% 同比, 期末)	汇率 (兑美元, 期末)	利率 (% , 期末)
Q1 10	2.9	0.3	523	0.50
Q2 10	7.2	1.2	537	1.00
Q3 10	7.5	1.9	494	2.50
Q4 10	6.7	3.0	475	3.25
Q1 11	9.9	3.4	480	4.00
Q2 11	6.3	3.4	469	5.25
Q3 11	3.5	3.3	484	5.25
Q4 11	4.7	4.4	517	5.25
Q1 12	5.6	3.8	485	5.00
Q2 12	4.4	3.8	486	5.00
Q3 12	3.9	4.1	489	5.00
Q4 12	3.2	3.4	491	5.00
Q1 13	4.6	3.4	495	5.00
Q2 13	4.7	3.1	499	5.00
Q3 13	4.8	2.9	504	5.25
Q4 13	4.8	3.0	508	5.50

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

[www.bbva.com / Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A. 是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182.

本报告由智利单位提供

Chief Economist

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Felipe Jaque

fjaques@bbva.com

Karla Flores

kfloresm@bbva.com

BBVA Research

Chief Economist of the Group

Jorge Sicilia

Chief Economists and Strategists for the Units:

Economic and Financial Scenarios/Regulation:

Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulation

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Economies:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Transversal Analysis of Emerging Markets

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

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

oswaldo_lopez@provincial.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

United States and Mexico

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic analysis Mexico

Julian Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

For more information please contact:

BBVA Research

Pedro de Valdivia 100

Providencia

Santiago de Chile

Tel: + 56 2 6791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com