

巴拿马

经济展望

2010 年第四季度

经济分析

- 受私人需求的超预期表现，巴拿马运河扩宽的积极影响，和今年下半年起在基础设施上的公共支出加速增长预期等诸多因素影响，巴拿马 2010 年经济增长已从 4.1% 上调为 6.0%，2011 年经济增长从 5.2% 上调为 6.3%。
- 预计今年底通胀水平将升至 4.0%，这与国内需求的走强、营业税的上涨和全球经济复苏导致的食物及能源价格的上涨压力相符。
- 市政工程增长较快将导致 2010 年年底非金融业公共部门赤字增至 GDP 的 1%，但不会超过财政和社会责任法规定的限额。
- 国内需求大幅增长将导致 2010 年经常项目下的赤字扩大至 GDP 的 7.0%，政府将通过国外直接投资来进行融资。
- 在发达国家经济疲软的背景下，巴拿马经济增长或在 2010 年底至 2011 年间有所放缓，这可能主要是受国际贸易下滑的影响。持续的基础设施投资拉动国内需求大幅增长，由于资本流动完全能为经常项目赤字的增长提供足够的融资来源，这将有助于避免经济增长出现大幅下滑。

目录

1. 全球经济前景再评估	3
2. 旺盛的内需和基础设施支出的增加将推动巴拿马的经济增长 ...	4
3. 全球经济放缓将限制增长动力	6
4. 基础设施提升：财政政策面临挑战.....	6
5. 表格	7

截稿时间：2010年10月13日

1. 全球经济前景再评估

尽管系统性风险已低于夏季前的水平，市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持市场信心的关键，短期内不会对经济增长产生重大的不利影响

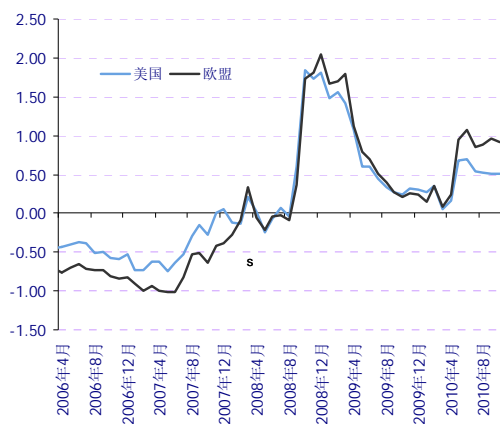
欧洲主权债务危机引发的金融风险已经形成了恶性循环并最终导致市场风险加大，吸走了市场上的流动性，这在欧洲尤为明显。然而，今年二季度时欧洲财务危机的严峻形势已在7月份有所缓解（图1）。欧洲压力测试结果的公布在缓解这一紧张局势方面发挥了积极作用，但各国的具体情况有明显差异。这种区别正是我们理解爱尔兰情况相对恶化但西班牙经济却有所反弹的关键。在西班牙，由于压力测试在执行上十分严格，且结果值得信赖，市场对西班牙金融体系的疑虑已经缓解。尽管如此，欧洲金融市场的压力仍是该地区的主要风险来源，尤其是考虑到欧洲主权债务问题与金融部门风险之间的相关性及其对国内外的风险敞口时，更是如此。

未来世界经济增长将呈放缓趋势，但放缓幅度趋于温和，各国具体情况不一。经济将以更加可持续的速度增长，这一局面对中国及其他亚洲新兴市场国家十分有利。然而，若没有政府的政策支持，美国的私人需求仍将十分脆弱；而在欧洲，市场信心也将受到财务危机的负面影响。由于新兴经济体需求旺盛，世界贸易将保持强劲增长态势。

未来几个月，全球经济增长将有所放缓（图2）。欧洲严重的财务压力将影响2010年下半年和2011年初的市场信心。此外，尽管国外需求能为经济增长提供一定支撑，但需求总量会较上半年有所下滑。在中国，二季度GDP增速和部分经济指标的下滑表明经济增长活动有所减弱，中国政府采取的调控措施正有效地将经济增速引向更加可持续的水平。拉丁美洲方面，2011年经济增长也将有所放缓，但仍将保持快速增长态势。因此，发达国家与新兴经济体之间的分化将进一步扩大。在发达国家经济增速较低的大环境下，新兴经济体将继续推动世界贸易增长并继续稳步复苏，预计2010年世界贸易总量增长9.4%，2011年和2012年增长8.7%。

图1

财政压力指数*

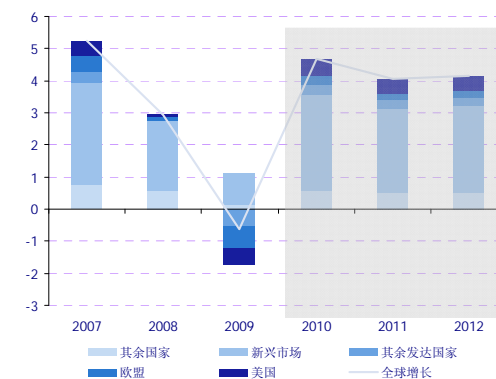


来源: BBVA Research

*财政压力综合指数包括三个信用市场（主权、公司和金融），显示了利率、汇率和股票市场的流动性和波动性

图2

全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research

发达国家将长期执行宽松的货币政策，加大世界范围内的汇率压力。资本的大量流入和国内需求的增长使得新兴经济体面临越发艰难的政策困境。

欧洲的财政压力以及美国经济复苏进程的不确定性导致两地央行双双延迟首次加息，并延长了极低参考利率的执行期限。两个地区的通胀压力都将继续处于可控水平，并因此得以维持扩张性的货币政策。美国近期经济数据的疲软加大了新一轮量化宽松的可能性，给美元造成向下压力。美联储采取的补充刺激措施与欧洲央行较为缺乏灵活性的做法形成了鲜明对比，因此未来几个月里美元或继续对欧元贬值。若美联储中途退出量化宽松刺激，或美国经济增长前景有所改善，再或欧洲央行采取行动力挺欧元走强，以上任一种情况都可能使近期美元对欧元的走势发生逆转。同时，由于全球流动性增加，宏观经济基本面走强，以及吸引资本流入的高回报率，我们预计新兴经济体货币面临的升值压力会继续加大。亚洲和拉丁美洲都面临越发尴尬的货币和汇率政策困境，在为旺盛的国内需求降温和抑制资本大量流入以及维持国外市场竞争力之间进退两难。一些国家已经开始通过行政措施打压资本流入，另一些则放慢了货币紧缩措施的节奏。

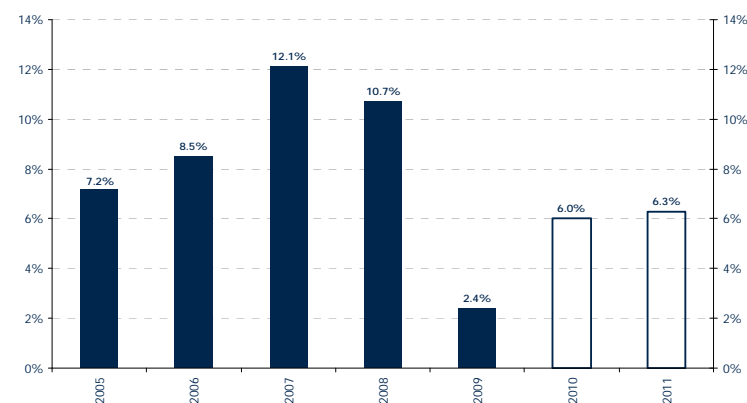
2. 旺盛的内需和基础设施支出的增加将推动巴拿马的经济增长

得益于私人需求和公共投资（尤其是在扩宽巴拿马运河工程上的投资）的增长，巴拿马经济复苏的速度超过了此前的预期。这表明巴拿马经济增长应该，甚至在全球经济疲软、欧洲财务压力尚存且美国经济增长大幅下滑的情况下，也能维持高速增长态势。

近期的 GDP 数据（一季度增长 5.8%，二季度增长 6.3%）证实了消费的强劲和公共投资对经济增长的拉动作用。同时，这些因素还反映出服务经济的迅猛发展，尤其是运输、通信和零售业受消费者信心增长和旅游业回暖推动影响明显。金融业暂时偏离了这一趋势，反映出国际金融市场表现疲软。

图 3

GDP 年增长（同比变化）

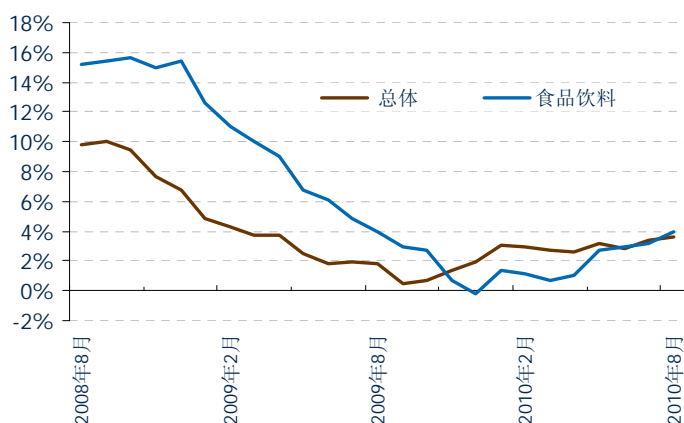


来源：Contraloría General de la República 和 BBVA 研究部

在这一背景下，通胀压力小幅攀升并使我们上调了年底通胀将达 3.0% 的最初预测。此番上调考虑的因素包括国际燃油和食品价格的持续上涨，营业税调整的影响¹和产量减少、产出缺口扩大但总需求却持续走强导致的更大压力。因此，预计通胀将在年底逼近 4.0%，2011 年维持在 3.3% 左右。考虑到美国通胀将会下降的预期（2010 年为 1.4%，2011 年为 1.6%），这将导致巴拿马实际汇率上涨。

图 4

月度通胀（同比变化%）



来源：Contraloría General de la República 和 BBVA 研究部

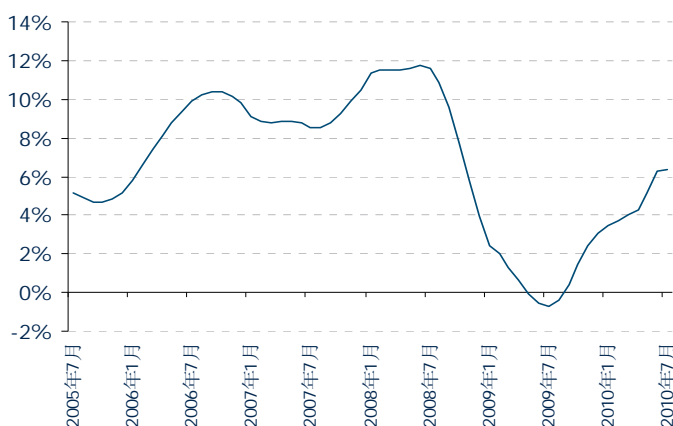
根据今年上半年 GDP 的表现，并考虑到近期强劲的经济指标和全球经济增速的小幅下滑，预计巴拿马 2010 年经济增长 6.0%，2011 年将达 6.3%。经济增长将取决于国内需求的增加，但其对经济增长的拉动作用将被外需的下滑所部分抵消。尽管经济增长前景向好，但由于经济增长大部分是受资本拉动且劳动力市场存在较大刚性，就业率不太可能快速回到 2008 年那样高的水平。因此，预计 2010 年失业率将从 2009 年底的 6.6% 小幅下降为 6.4%，2011 年下降为 6.2%。

¹ 2010 年的税改之一就是将对商品和服务的征税税率从 5% 上调为 7%，从今年 7 月起开始实施。

巴拿马运河的扩建工程正按计划逐步推进，是推动经济增长的一个重要因素。此外，政府的战略计划还包括一项重大的基础设施项目，未来5年对该项目的投资将达约136亿巴波亚。项目包括建造主要道路²和机场，以及发展巴拿马城的公共交通系统。这些工程将有助于提升经济的竞争力，缩小巴拿马目前的基础设施缺口。在今年的头的六个月，基础设施项目由于在工程的协调和执行上出现问题，进展缓慢。然而，近期政府加快了相关合同的批准进度，表明支出的速度将会加快并将集中在今年下半年进行，因此，公共投资将会对经济增长产生更大的推动作用。

先行指标表明，三季度经济保持了强劲的增长势头。尤其是，产出的月度指标（IMAE）7月份增长6.2%，保持了前几个月的增长势头（图5）。受抵押贷款的增长（同比增长13.1%）和消费及公司信贷复苏的推动，信贷总额也有所增长，8月份同比涨幅达11.2%。这一系列的数据表明市场对经济的表现已更为乐观，科隆自由贸易区的经济活动也较以前更为活跃。

图5
IMAE 指标月度变化（周期趋势）

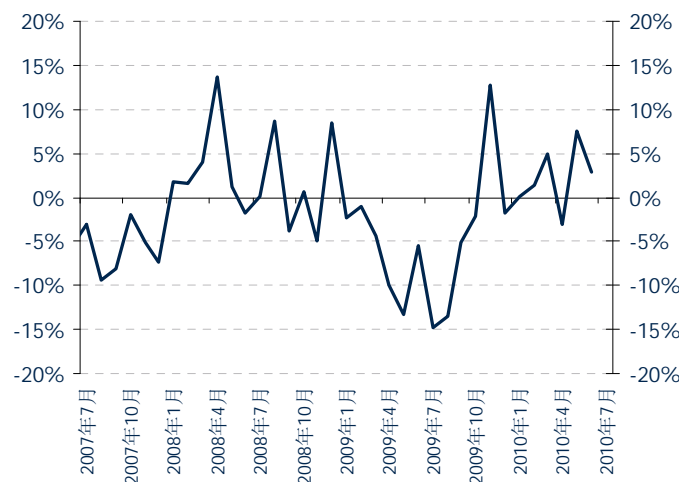


来源：Contraloría General de la República 和 BBVA 研究部

巴拿马运河的货物运输自4月以来有了明显的回升（图6），预计将保持稳步复苏，与世界贸易的增长同步。此外，值得注意的是，由于关税上调，与运河有关的经济活动产生的相关收入将增加，这将抵消贸易下滑带来的不利影响。服务出口（旅游，在出口，港口和物流）的增长将部分抵消因消费品和生产资料进口量增加产生的贸易逆差。受基础设施支出增加、食品和燃料价格上涨的影响，巴拿马对消费品和生产资料的需求有所增加，并且是这些产品的净进口国。

预计国内需求的增长将导致对外贸易收支进一步恶化。预计经常项目将从2009年的接近平衡演变为2010年接近7.0%的赤字。由于国际收支赤字可能导致货币供给紧张，加大地方金融系统的压力，未来，这将成为影响宏观经济稳定性的一个关键因素。

图6
巴拿马运河货物量 按千吨计算（同比变化%）



来源：Contraloría General de la República 和 BBVA 研究部

² 道路建设工程包括扩建巴拿马-科隆高速公路，改造科隆自由贸易区道路基础设施以及扩建到托库曼机场的北部走廊。

由于经济增长前景向好，2010年巴拿马主权债务获得投资级别评级，以及近几个月新的贸易协定³的签订等一系列积极因素的影响，未来外国资本流入的形势较为有利。此外，受发达国家持续的低利率和全球流动性充裕的影响，对外部融资来源的进入将会进一步加强。然而，不能排除全球风险厌恶情绪会出现波动，这将导致融资成本增加和/或资本流入减少，而外部融资将继续成为巴拿马经济的主要薄弱点。

财政政策方面，今年上半年非金融公共部门赤字为GDP的0.3%，较去年同期的0.9%有所减少，这主要是受益于税收收入的增长和基础设施建设执行上的局限⁴。税收收入的增长主要是由于税率的调整和征税效率的提高。基础设施建设方面，上半年投资不足将使得下半年的投资增加。这可能给非金融公共部门造成一定压力，其财政赤字将在2010年底接近GDP的1%，但仍处于财政和社会责任法规定的2%的上限之下。同时，积极执行公共投资还将导致政府债务水平与其融资计划中规定的赤字削减目标出现小幅偏离。此前，政府曾在融资计划中要求在2014年将公债对GDP的比率从2009年的44.4%削减为35%。

需要指出的是，根据巴拿马法律的规定，巴拿马运河管理局（ACP）是一家独立机构，其预算程序独立于政府预算之外。因此，运河工程的融资不会影响非金融公共部门的整体赤字水平。对这项重大工程的投资估计在52.5亿美元左右，其中有约23亿美元的融资来自多边信贷机构，剩余的29.5亿将通过运河的运营收入进行融资。

3. 全球经济放缓将限制增长动力

鉴于世界范围内的财务压力和未来几个季度世界主要发达国家经济增长将会出现的大幅下滑，巴拿马经济增长势头将在2010年底和2011年上半年有所减弱。尤其是，国外需求的下滑将导致巴拿马运河的运输量下降，抑制贸易和旅游等相关产业的增长，并导致经常项目下的赤字扩大，政府收入下滑。尽管如此，国内需求和持续的公共投资将抵消外部环境恶化带来的不利影响，地方经济增长不会出现严重下滑。

未来几年，巴拿马经济或面临国内需求走强的背景下美国长期实行宽松货币政策所带来的相关风险。加上地方性因素，尤其是考虑高流动性水平和银行间的激烈竞争（意味着利率将维持在极低的水平），这或将刺激支出快速增长，并可能超过潜在的适度水平。这将导致经常项目赤字扩大，并加大通胀压力，进而加大经济的外部脆弱性，并会在一定程度上产生与政府提升部分战略产业部门竞争力的目标相悖的效果。

4. 基础设施提升：财政政策面临挑战

未来几年，公共支出仍将是推动内需增长的主要动力。然而，最近的国际危机凸显了财政纪律和可信赖的经济政策在消除经济周期不利影响上的重要性。鉴于巴拿马较高的公债水平，政府加快基础设施和交通运输现代化进程的意图须与该国的当前财政状况相符。因此，部分支出计划或将被迫削减以避免财政状况进一步恶化。此外，也不排除由于相关机构执行支出计划的能力底下所产生的问题。政府旨在提升竞争力的计划，如近期对管理不善的南北走廊特许权进行国有化的措施可被认为是一种过度的政府干预行为，并给政府融资的可持续性带来潜在风险。

同时，继与加拿大成功签订自由贸易协定之后，政府还计划继续与韩国和哥伦比亚等战略伙伴就贸易协定进行磋商。虽然巴拿马政府也在同美国签订自由贸易协定的问题上做出了积极努力，但美国贸易保护主义抬头可能阻碍该条约尽快获得批准。因此，巴拿马政府应该会努力加强与亚洲地区，尤其是同中国的贸易联系（中国是继美国之后，巴拿马的第二大贸易伙伴）。同时，巴拿马还须与税收协议被搁置的国家完成相关协议的签署以避免国际双重征税，方便交换税收信息。这也是巴拿马想要从OECD灰名单中移除所需达到的要求。

³ 巴拿马签署并通过了与台湾、萨尔瓦多和新加坡的自由贸易协定，以及与哥伦比亚和中美洲的部分协定。并与美国缔结了优惠关税条约。但2007年签署的自由贸易协定还尚未获得美国国会的批准。今年，巴拿马延长了与哥伦比亚的条约期限，与加拿大签订了一项自由贸易协定，并与欧盟签订了一些列贸易协定。

⁴ 来自总审计长的数据表明，今年前六个月的资本投资大大低于预算中所载明的数额，并较去年减少了10.2%。

5. 表格

表 1

年度宏观预测

	2009	2010	2011
GDP 同比%	2.4	6.0	6.3
通货膨胀 同比%，均值	1.9	4.0	3.3
3个月存款利率% 期末	2.5	2.2	2.6
私人消费 同比%	3.7	4.4	4.7
公共消费 同比%	3.0	3.5	4.2
投资 同比%	-8.8	21.6	12.9
财政账户，非金融公共部 (%GDP)	-1.0	-1.0	-1.2
经常账户 (% GDP)	0.0	-7.0	-7.5

来源: BBVA 研究部

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 drawn by the Colombia Unit:

Chief Economist
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

Poldy Paola Osorio
poldy.osorio@bbva.com.co

BBVA Research

Group Chief Economist
José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

- Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
- Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
- Regulatory Affairs
- Economic Scenarios

Spain and Europe:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

- Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com
- Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

- Cross-Country Emerging Markets Analysis
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
- Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com
- Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
- South America
Joaquín Vial
jvial@bbva.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

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:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

- 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

Contact details

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com