

# 巴西 经济展望

2011年一季度

经济分析

- 经济政策将更具约束性以缓解仍然旺盛的国内需求。**GDP**继**2010**年增长约**7.5%**之后，**2011**年应会继续增长**4.1%**。
- 受内需旺盛、物价高企、劳动力成本上涨和惯性价格调整影响，通胀压力正在加大。
- 央行应仍将关注重点放在减轻通胀压力上，尽管这有可能会给汇率造成升值压力。因此，紧缩的货币政策将会持续。我们预计接下来的几个月里**SELIC**基准利率会调整**100**个基点至**12.25%**。此外，我们预计将实行更多的宏观审慎措施以缓解并控制信贷增长。
- 这一次，财政政策有望配合货币政策提供反经济周期的努力，但如果削减开支达不到预期，货币政策将肩负额外调整负担且**SELIC**利率将须向上调整超过**100**个基点。
- 反周期财政政策的实施将有助于减轻汇率的压力，但相关经济部门将继续干预汇率市场以防止实际汇率大幅走强。
- 收紧财政政策也将为今年主权债务评级再次上调提供空间。
- 今年的经常账户赤字约为**GDP**的**3.0%**，未来几年这一数字将达**4%**。虽然资本大量流入应能够提供充足的融资来源，经常账户赤字扩大却加大了外部冲击对该国造成的潜在负面影响。
- 总的说来，巴西的状况可控且表现积极，但须警惕经济和政治方面的风险。

## 目录

1. 全球展望: 全球经济继续分化.....	3
2. 更具约束性的经济政策将使经济增长放缓 .....	6
3. 通胀压力加大 .....	8
4. 财政收支: 2010年进展有限; 2011年充满不确定性 .....	10
5. 国际收支: 经常账户恶化与资本大量流入 .....	12
6. 平衡风险 .....	13
7. 表格 .....	14

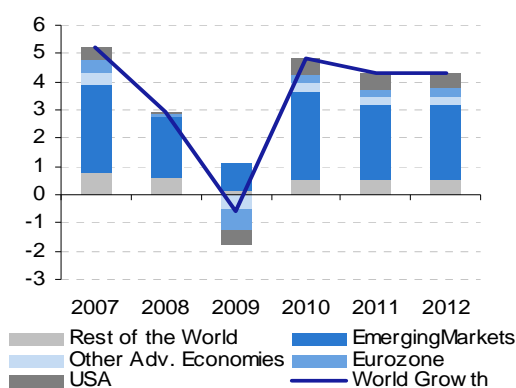
截稿日期: 2011年2月7日

# 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

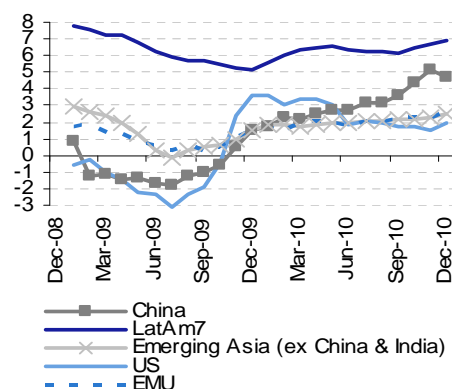
2010年全球经济增长了4.8%，预计2011和2012年经济增速均将小幅减速至4.4%，比12个月以前的预计的要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现会更加强劲，与二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在2010年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图1），发达国家仍然略逊一筹。

图1  
全球GDP增长和各地区的贡献



来源：BBVA 研究部

图2  
通胀



来源：Datastream 以及 BBVA 研究部

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，还是防止本币突然大幅升值。

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。

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。

## 主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱

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。促使对美国经济增长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。此外，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）从本质上说是短期因素，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。

### 欧洲的制度和经济改革至关重要

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。

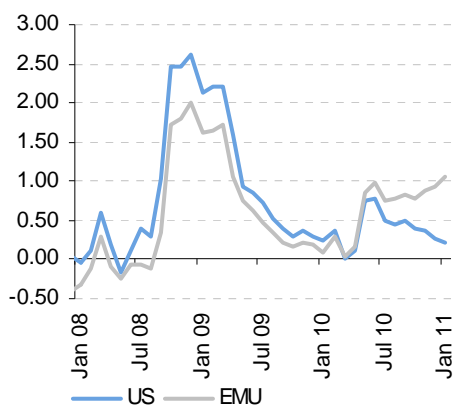
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担2013后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

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

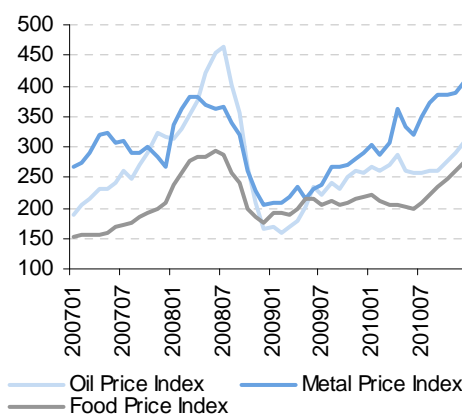
#### BBVA财务压力指数



来源：BBVA 研究部

图 4

#### 商品价格指数(2000=100)



来源：BBVA 研究部

### 大宗商品物价将逐渐趋稳，但新兴国家的通胀让人担忧

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（正如以下所述，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. 更具约束性的经济政策将使经济增长放缓

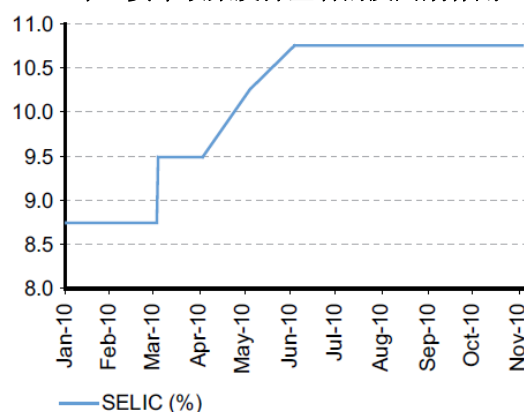
在卢拉总统8年任期届满后，巴西从1月1日开始由Dilma Rousseff政府执政。政权交接过程中经济与政治平稳过渡。由于Dilma政府已预先致力于发展从Fernando Henrique Cardoso政府时即秉承的三大宏观经济支柱，即不容许通货膨胀的政策，提升公共部门偿债能力，以及保持汇率灵活性，政权更替对于市场几乎没有实质影响。

Dilma 政府经济团队的公告中加强了对经济持续性的关注。卢拉执政时期的经济部长Guido Mantega将留任并负责协调宏观经济政策。而在2005至2010年度任央行行长的Alexandre Tombini将接替Henrique Meirelles执掌金融管理局。

在Guido Mantega 和Alexandre Tombini接受任命之后随即有声明称，一方面，自此以后的财政政策将会更具约束性；另一方面，央行将继续独立制定货币政策并不会对通胀持更加容忍的态度以调节汇率压力。

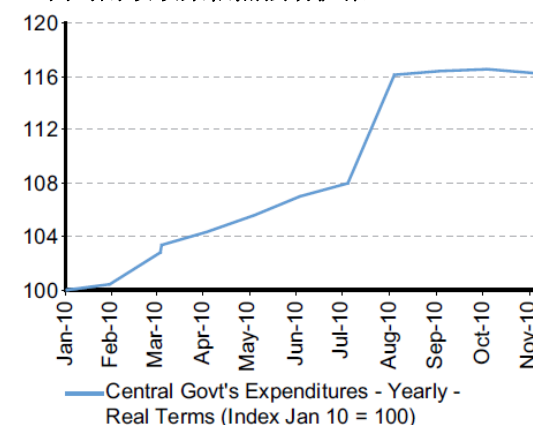
后者已受到了央行行长Alexandre Tombini将于1月份上调SELIC利率50个基点这一决定和央行有意在未来几个月进一步收紧货币这一声明的有利支持。但前者所说的情况还没有看到。

图5  
2010年，货币政策发挥显著的反周期作用...



来源: 巴西央行

图6  
... 同时财政政策依然强劲扩张



来源: IPEADATA

在我们的基准情形中，我们假定央行将上调SELIC利率100个基点至12.25%以上（预期会在3月2日和4月20日的货币政策会议上分别加息50个基点）。我们预计将出台财政措施，这样一来公共部门就能够达到1180亿雷亚尔的目标并实现今年的初次盈余，因此，也将有助于避免经济运行过热，而不像前届政府在其执政的后期那样，将调控的重担全部放到货币政策上。（图5、6）

另外，随着去年12月的宏观审慎监管措施的宣布（增加银行准备金及资本要求），经济将会有所下滑。预计这些措施将有助于使信贷增速从2010年的20%下降至今年的15%。尽管大家普遍认为巴西的信贷扩张是建立在基本面的基础之上的，但这些措施也会限制信贷并防止更广泛的金融风险<sup>1</sup>。

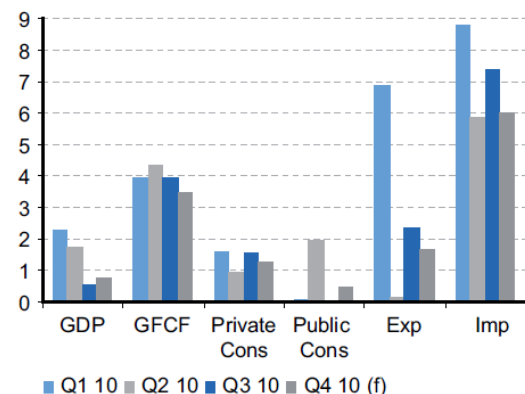
如果财政政策未能扮演反周期的重要角色，则SELIC利率将上调超过100个基点。并且，极有可能有更多更为强硬的宏观审慎措施会出台。但就目前来看，我们不认为这是最有可能出现的情况。（参照第4部分可更多了解财政政策）

<sup>1</sup>信贷占GDP的份额由2003年的23%上升到了2010年的47%，但与其他新兴国家相比仍然较低（如当前智利的信贷就占到了GDP的71%），特别是对房地产部门的信贷仅占为GDP的3%。此外，尽管近期信贷有所增长，但不良贷款仍有限（2010年12月增长了3.2，而2003年的平均水平为5.1%）。

对于更具限制性经济政策的迫切需求可以从仍然旺盛的国内需求、通胀预期（详见第3部分）和对外账户（详见第5部分）的恶化得以证实。

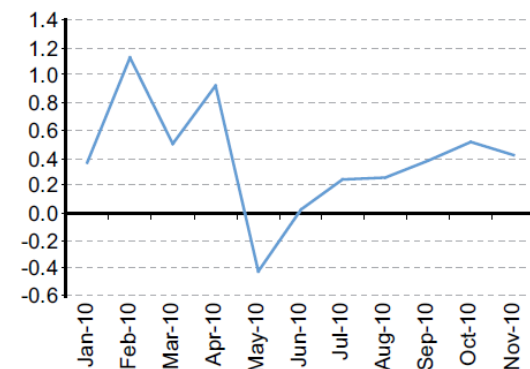
国内生产总值第三季度的季环比增速减缓至0.52%（二季度季度环比增长为1.76%），但此般减缓基本上是进口增长而非国内私人需求减弱所致（图7）。除此以外，高频指标，如央行经济活动指数，显示出国内经济将在第四季度略有加速。

图7  
GDP及需求组成部分：（经季节调整，季度环比变化%）



来源：IBGE；BBVA 研究部

图8  
经济活动指数（经季节调整，月度环比变化%）

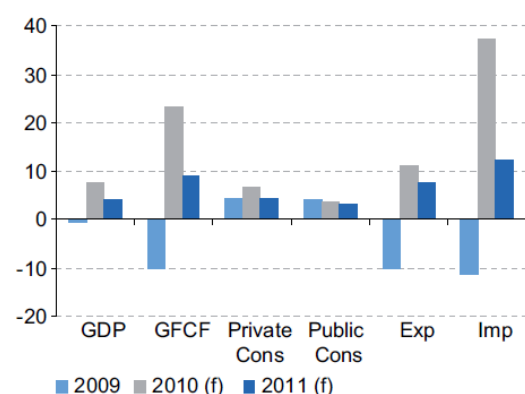


来源：巴西央行

我们预期四季度GDP环比增长0.8%左右且2010年总增长达到7.6%。对明年的滞后影响约为1.5%，即，如果四个季度每个季度的环比增幅都为0，2011年GDP将增长1.5%。但预计2011年巴西GDP季度环比平均增幅将为1%（2010年为1.3%），因此今年的国内生产总值增长将达到4.1%（如图9）。

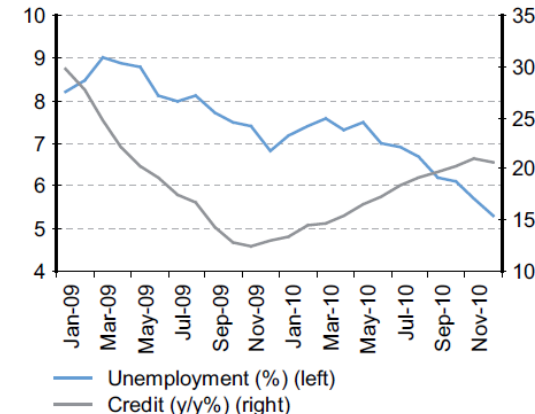
更具限制性的经济政策是经济缓和的诱因，这也会致使作为内需主要拉动力的信贷和劳动力市场的活跃度有所下降（图10）。然而，个人消费和投资仍将持续快速发展（分别同比增长4.4%和8.9%）并带动巴西经济的增长。进口也将趋于缓和，但受内需强劲和汇率升值的影响，进口增速仍将快于出口（2011年同比增长12.1%与7.3% vs. 2010年同比增长37.3%和11.1%）。

图9  
GDP及需求组成部分（年环比变化%）



来源：IBGE；BBVA 研究部

图10  
失业率及信用扩张

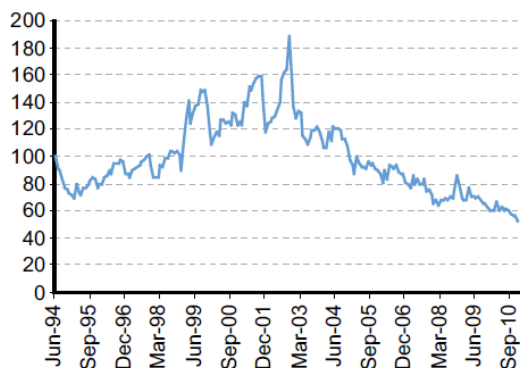


来源：巴西央行

国内增长与外部增长的缺口，加之过高的物价，将继续给汇率造成压力。无论如何，央行都以通胀为重，至多把汇率放在第二位。换言之，预计货币当局不会容忍通胀继续上升以减轻汇率的压力，但其可以在一定程度上依赖宏观审慎措施而非继续上调SELIC利率。

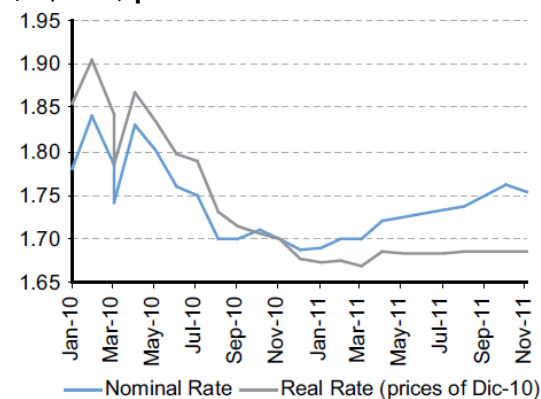
可以缓解雷亚尔汇率压力的主要工具即是过去几个月已采取的这些措施：购入美元（由央行执行，也可能由财政部通过主权财富基金购买），上调海外资金流入税税率，限制银行在汇率期货市场的头寸。这些措施将有助于为雷亚尔搭建一个平台并使巴西货币保持在1.7上下波动（也即经济管理部门2010年10月开始加大汇率干预以来的情况）。更确切地说，相较于2010年的1.76，预计雷亚尔将在2011年达到1.72的平均水平。正如近期的数据显示，我们的预测偏向于雷亚尔有更大幅度的升值，在如果物价继续高于预期的情况下更是如此。

图 11  
实际有效汇率，经生产力调整后（1994年7月=100）



来源：BBVA 研究部

图 12  
汇率—R\$ per USD



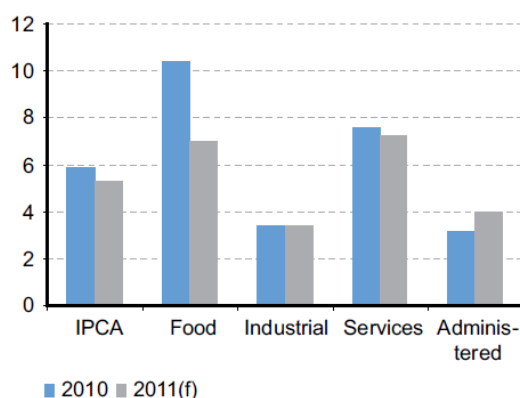
来源：巴西央行；BBVA 研究部

### 3. 通胀压力加大

自2010年底起，巴西对通胀的关注日益增加。通胀由8月4.5%的同比增速大幅上升至12月的5.9%。今年年初的初步通胀数据也超过了预期。

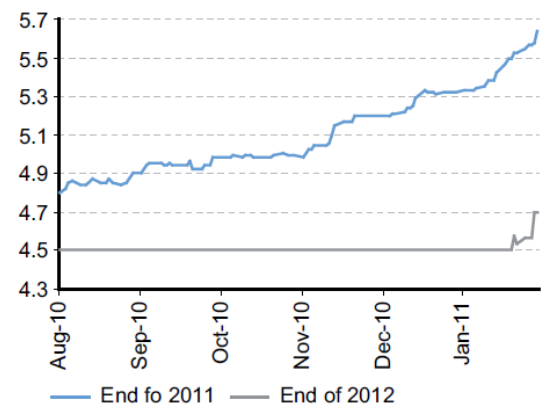
如下图13所示，通胀预期也呈现出快速上升态势。对2011年底的通胀预测已由去年8月份同比4.8%的增幅上升至1月份的5.7%。市场对2012年底的通胀预测近期也开始上升且当前处于4.7%的水平。这些数据大致符合我们的预测：即在2011年和2012年底同比分别增长5.3%和4.6%。

图 13  
IPCA 及各组成部分(%), 2010-11



来源：IBGE；BBVA 研究部

图 14  
通胀预测，IPCA(%)—市场调查



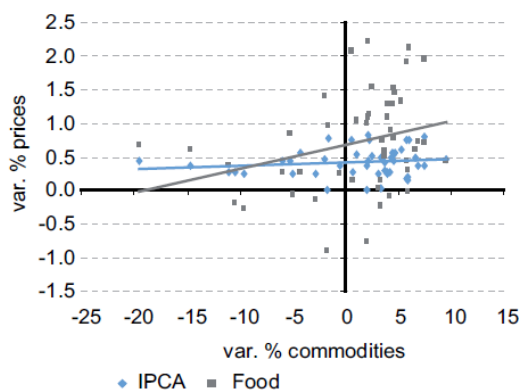
来源：巴西央行

下图15至18展示了2007至2010年间通胀（及其组成部分）对多个不同因素所作出的反应，并有助于我们预见今年国内价格将对一系列因素作何反应。正如所料，通胀与商品价格，汇率贬值以及内需（零售）都呈正相关关系。在通胀与物价的关联中，其与食物和饮料价格的关系尤其紧密，这一点好不意



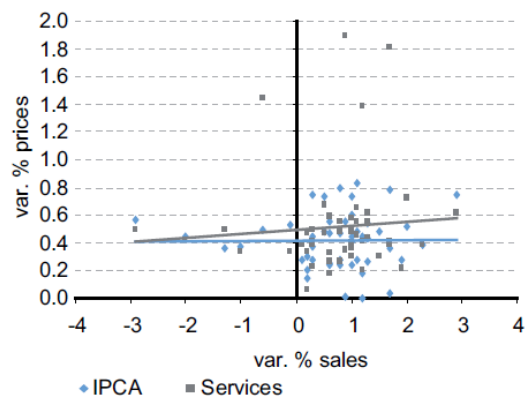
外。另外，通胀与汇率和内需的正相关关系在工业和服务业价格上表现得尤为显著。另一方面，通胀与失业率明显呈负相关关系，解释了紧张的劳动力市场（更少失业）如何推高通胀（特别是工业部门的通胀）。

图 15  
物价 VS IPCA 及粮食价格（月环比变化, 2007-10）



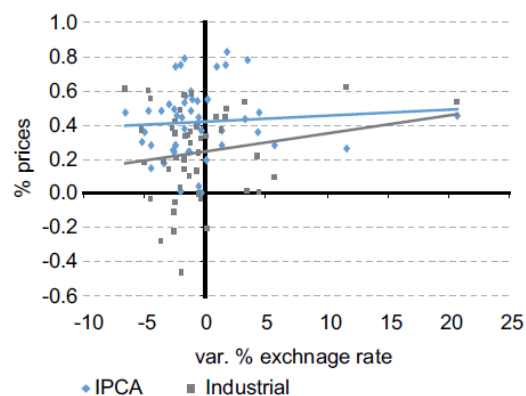
来源：IBGE;BBVA 研究部

图 16  
国内需求（零售额）VS IPCA 及服务价格（月环比变化, 2007-10）



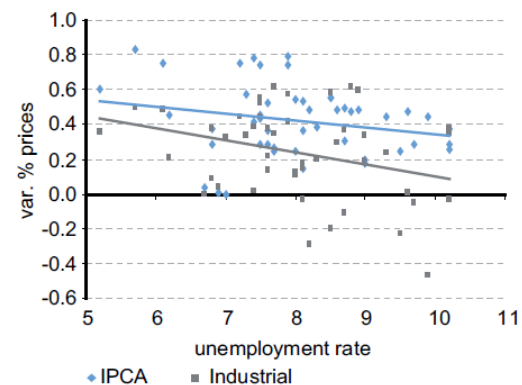
来源：IBGE;BBVA 研究部

图 17  
汇率 VS IPCA 及工业品价格（月环比变化, 2007-10）



来源：IBGE;BBVA 研究部

图 18  
劳动力成本（失业率）VS IPCA 及工业品价格（月环比变化, 2007-10）



来源：IBGE;BBVA 研究部

受内需旺盛、物价高企和价格指数化惯性进程（在巴西仍然十分显著，特别是服务业通胀）的推动，我们预计今年服务业和食品及饮料行业的通胀会继续给国内物价造成压力。相较于2010年，经济增速放缓应有助于降低这些组成部分对总体通胀的影响，尤其是在物价无显著增长的情况下（否则，2011年的IPCA预测值将上调）。尽管劳动力市场依然紧张，今年工业品价格仍应保持低于4%的增长。除了经济活动趋于缓和，预计工业通胀也将受到雷亚尔走强和进口增长强劲的限制。虽然惯性会使管制价格相较于2010年有更大幅度的增长，但其对于整个通胀的贡献仍然有限。

## 4. 财政收支：2010年进展有限；2011年充满不确定性

公共部门2010年的主要盈余达到了GDP的2.8%，因此没有达到当年3.1%的目标。包括利息支付在内的名义盈余相当于GDP的-2.6%。

这些数据相对好于2009年财政收支状况（主要盈余增长2%；名义结果减少3.3%），但低于危机前的水平（2008年主要盈余增长3.3%，名义结果减少2%）

鉴于收入的极好表现，2010年财政收支复苏有限尤其令人失望。收入的大幅增长是受到了去年内需强劲增长（其帮助中央政府的税收收入实现了同比16%的增长）和开采出大量特殊资源的支撑。巴西国家石油公司资本化本身就创造了占GDP 0.9%的经济增长（按净额计算），若除开这一部分，财政结果将比2009年的状况更糟。

鉴于2010年的超高收入，公共部门未能达到3.1%的主要盈余目标的原因在于支出的大幅增加。中央政府的主要开支同比增长了22%（若剔除与巴西国家石油公司IPO相关的部分则为15%）。地区政府的财政盈余则因为选举支出而有所下滑，这也帮助解释了2010年财政收支回升有限的原因。更确切地，地方政府主要盈余相当于2010年GDP的0.6%（2009年为0.7%，2008年为1.0%），而地区政府的名义盈余则相当于GDP的-1.3%（2009年为0.1%，2008年为-1.2%）。

公共部门净负债由2009年GDP的42.8%降至2010年GDP的40.4%（2008年为38.5%），这在很大程度上受强劲的GDP增长所推动。

表1 财政收支账户(2010及2011年)

	2010		2011(f)	
	R\$ millions	% GDP *	R\$ millions	% GDP *
<b>Federal Government</b>				
1) Total Revenue	917,265	25.1	944,116	23.4
1.1) National Treasury - Taxes and Contributions	644,731	17.6	723,095	18.0
1.2) Petrobras Extraordinary Revenues	74,800	2.0	0	0.0
1.3) Treasury's Restitutions and Incentives	-14,234	-0.4	-17,603	-0.4
1.4) Social System's Revenues	211,968	5.8	238,625	5.9
2) Transfers to Regional Governments	140,678	3.8	152,563	3.8
3) Net Revenues (1-2)	776,587	21.2	791,553	19.7
4) Total Expenditures	839,304	22.9	877,931	21.8
4.1) Primary Expenditures	697,101	19.1	777,600	19.3
4.1.1) Treasury's Expenditures	398,100	10.9	499,535	12.4
4.1.2) Petrobras Extraordinary Expenditures	42,900	1.2	0	0.0
4.1.3) Social System's Expenditures	254,859	7.0	276,500	6.9
4.1.3) Transfers to Central Bank	1,242	0.0	1,565	0.0
4.2) Expected Budget Cuts to Meet Goal	-	-	-65,611	-1.6
4.3) Interest Payments	142,203	3.9	165,942	4.1
5) Primary Result [ (3) - (4.1) - (4.2) ]	79,486	2.2	79,564	2.0
6) Nominal Result [ (3) - (4) ]	-62,717	-1.7	-86,378	-2.1
<b>Central Bank</b>				
7) Primary Result	-520	0.0	-782	0.0
8) Nominal Result	17,175	0.5	18,777	0.5
<b>Regional Governments and State Owned Firms</b>				
9) Primary Result	22,973	0.6	39,119	1.0
10) Nominal Result	-47,888	-1.3	-33,251	-0.8
<b>Public Sector</b>				
11) Primary Result [ (5) + (7) + (9) ]	101,939	2.8	117,900	2.9
12) Nominal Result [ (6) + (8) + (10) ]	-93,430	-2.6	-100,852	-2.5
11) Primary Result without Budget Cuts [ (11) + (4.2) ]	101,939	2.8	52,289	1.3
14) Nominal Result without Budget Cuts [ (12) + (4.2) ]	-93,430	-2.6	-166,463	-4.1

\* In this table, 2010 GDP is taken from government's estimates and not from BBVA's. To calculate 2011 GDP we take 2010 GDP as base and apply our inflation and GDP growth forecasts.  
Source: BBVA Research; Treasury of Brazil

2011年，我们预计税收收入将同比增长12.2%且联邦政府的净收入总额将同比增加12.8%（除开2010年财政中来自巴西国家石油公司的收入）。根据2011年的预算提案，联邦政府的主要支出将达到7776亿雷亚尔，同比增长18.9%（未包含巴西国家石油公司的支出）。考虑到我们对于其他公共部门领域（央行，地方政府和国有企业）的财政预测，这样一来，公共部门的主要盈余仅将达GDP的1.3%。

然而，预计政府很快便会宣布调整预算并削减总开支。据我们计算，涉及金额将达到656亿雷亚尔以达到主要盈余目标（表1）。鉴于需要削减的支出规模以及过去几年实行的宽松财政支出政策，市场开始越发担忧巴西政府是否有能力达成今年的目标。

我们预计政府的预算调整金额将接近656亿雷亚尔，这样财政政策才能为货币政策补充反周期的动力。如果政府宣布的调整金额为656亿雷亚尔，联邦政府的主要开支占GDP的比例则将从2010年的19.1%（若从中剔除巴西国家石油公司的支出则为17.9%）下降至17.7%。

支出的预期放缓将被平均SELIC利率上升造成的利息给付的增加所部分抵消（SELIC利率2011年为12%，2010年为10.0%）。总的说来，今年公共部门的名义赤字应小幅下降至GDP的2.5%左右。

由于财政收入的增加，特别是GDP的强劲增长，未来几年公共部门的净负债占GDP的比例应会继续呈下降趋势。然而，我们看到，在2014达到30%的（非官方）目标多么富有野心。据我们估计，其应在2011年底达到39.4%，在2014年底达到35.5%。

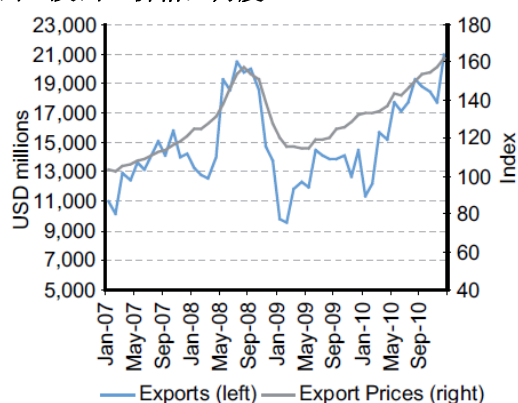
## 5. 国际收支：经常账户恶化与资本大量流入

2010年的经常账户赤字为GDP的2.3%（475亿美元），超过了2009年的水平（1.5%，243亿美元），并预计明年会继续走高。更确切地说，我们预计2011年这一赤字将达GDP的2.8%（650亿美元），并在2012和2015期间逐步上升至GDP的4%。

对外收支恶化的部分原因要归咎于贸易的失衡。在2010年贸易顺差为200亿美元，相较前一年减少了20%。尽管出口价格非常可喜，2010年的出口增长（同比32%）仍远低于进口增长（42%）。进口的强劲增长与旺盛的内需、正以历史最快速度增长的投资（固定资本总额）以及汇率的升值有关。预计2011年进口增速会继续超过出口增速且贸易顺差会收窄至97亿美元。

图 19

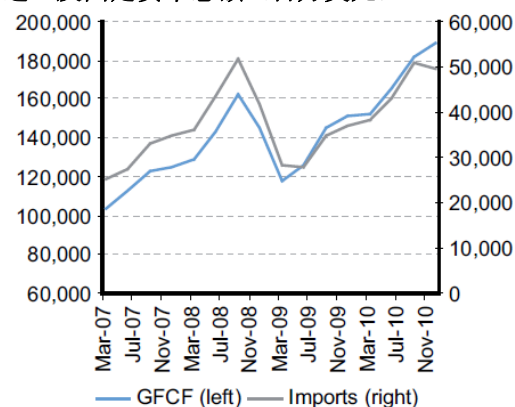
出口及出口价格，月度



来源：IPEADATA

图 20

进口及固定资本总额（百万美元）



来源：IPEADATA

对外收支的恶化也可从收入和服务账户上可见一斑（具体数据详见下表2）。其中对赤字有主要贡献（且仍将继续贡献）的有旅游支出（在2010年同比增长88%，达到105亿美元）和利润及股息汇款（其净余额达304亿美元，较2009年高出20%）。

当前全球对于巴西经济的乐观情绪以及充裕的国际流动性促使资本大量流入巴西并远足以弥补2010年的经常账户赤字。2010年巴西资本及金融账户盈余为1001亿美元，占2010年GDP的4.9%，高于前两年的水平（2009年为4.4%，2008年为1.8%）但低于2007年的水平（6.5%）。外国直接投资流入表现高于预期并达到了485亿美元，即GDP的2.4%（仅这些就足以经常账户赤字融资），但流入的资本中以证券投资为主，达到了645亿美元（GDP的3.2%）。其中流入股市的资金占投资资金总额的68%，而固定收益投资因受到去年资本流入管制措施的影响仅占32%。

表2 国际收支 (2009-2011)

Balance of Payments (USD millions)	2009	2010	2011(f)
<b>1) Current Account</b>	<b>-24,320</b>	<b>-47,518</b>	<b>-65,178</b>
1.1) Trade Balance	25,347	20,266	9,510
1.1.1) Exports	152,995	201,915	214,771
1.1.2) Imports	127,647	181,649	205,261
1.2) Income and Services Balance	-52,930	-70,630	-80,344
1.2.1) Services	-19,245	-30,573	-34,069
1.2.2) Income	-33,684	-40,057	-46,276
1.3) International Transfers	3,263	2,845	5,656
<b>2) Capital and Financial Account</b>	<b>70,551</b>	<b>100,102</b>	<b>92,812</b>
2.1) Capital Account	1,129	1,119	2,812
2.2) Financial Account	69,423	98,984	90,000
2.2.1) Foreign Direct Investment	36,033	36,962	25,000
2.2.1.1) Abroad	10,084	-11,500	-15,000
2.2.1.2) In Brazil	25,949	48,462	40,000
2.2.2) Portfolio Investment	49,133	64,458	65,000
2.2.3) Derivatives	156	-112	0
2.2.4) Other	-15,900	-2,324	0
<b>3) Errors and Discrepancies</b>	<b>434</b>	<b>-3,484</b>	<b>0</b>
<b>4) Current, Capital and Fin. Accounts (1+2+3)</b>	<b>46,666</b>	<b>49,100</b>	<b>27,634</b>
<b>5) Reserves Variation (- = increase)</b>	<b>-46,666</b>	<b>-49,100</b>	<b>-27,634</b>

Source: BBVA Research; Central Bank

我们预计巴西不会在接下来几年面对为当前经常账户赤字融资的问题。除预期的大量资本流入外，巴西还可以动用不断增加的国际储备，其当前金额达2885亿美元并预计会在未来几年随着央行购买美元政策的实施而继续增加。然而，值得一提的是，经常账户赤字的扩大加大了贸易条件恶化或对巴西的信任危机给这个国家造成的潜在负面影响。

## 6. 平衡风险

巴西的经济前景是乐观的。旺盛的内需应将继续支持GDP大幅增长并减少贫困和不均衡现象。预计财政和对外收支不会产生偿付能力的相关问题。事实上，这种情况应会在今年引发评级机构对该国评级的新一轮上调。然而，仍有一些因素需要注意，因为其有能力改变巴西经济的预期活力。

目前，巴西国内主要的不确定性在于今年及Dilma Rousseff余下的执政期间内财政政策将扮演怎样的角色。如果财政政策不能发挥反周期作用，那么调整的代价将主要由货币政策承担（但宏观审慎措施也会承担一部分）。这种宏观经济政策的搭配是明显无效率的，因其会给汇率徒增不必要的压力，阻碍了国内利率向国际利率水平靠拢，对财政收支（由于其会导致支出和利息给付增加）和对外收支也存在明显的不利影响。尽管巴西的财政现状相对良好，但这也会造成对其长期发展的疑虑并加大对通胀担忧。至于对外收支，这一低效率的政策组合可能促使经常账户恶化快于预期，这将为其融资带来一定的不确定性。

同时我们还需监测政治状况，尤其是Dilma总统及她领导的政党（PT）控制和调节联合政府（PMDB）内部其他主要政党政治野心的能力。PT与PMDB不稳定的关系将可能导致一些政治动荡并对经济造成负面影响。

另外一种风险是来自于商品价格急剧逆转的负面影响（尽管这种情况不太可能发生）。尽管巴西发展了平衡商品价格下跌影响的机制，但这一情形将给对外收支造成更大的压力。根据模拟，如果商品价格恢复到长期结构水平，今年当前的经常账户赤字将达3%并将在2012-15年间达到5%，而非4%。

## 7. 表格

表 3

宏观经济指数预测：季度

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11
<b>GDP (% 同比)</b>	-2.1	-1.6	-1.2	4.3	9.0	8.8	7.1	5.3	3.6	3.7	4.5	5.2
<b>通货膨胀 (% 同比)</b>	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	4.6	5.3	4.8	4.6	5.1	4.8
<b>汇率 (vs.USD)</b>	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.79	1.74	1.69	1.68	1.73	1.75	1.77
<b>利率 (%)</b>	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75

来源：BBVA 研究部

表 4

宏观经济指数预测：年

	2009	2010	2011
<b>GDP (% 同比)</b>	-0.2	7.5	4.3
<b>通货膨胀 (%同比, 均值)</b>	4.9	5.0	4.9
<b>汇率 (vs. USD, 均值)</b>	2.0	1.8	1.7
<b>利率 (% , 均值)</b>	10.1	10.0	10.8
<b>私人消费 (% 同比)</b>	4.0	5.9	4.2
<b>政府消费 (% 同比)</b>	3.7	4.0	4.2
<b>投资 (% 同比)</b>	-9.9	21.6	8.2
<b>财政账户 (% GDP)</b>	-3.5	-2.1	-2.3
<b>经常账户 (% GDP)</b>	-1.6	-2.4	-2.9

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](http://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 the Emerging Markets Unit:

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@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:*

**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

*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](mailto:research.emergingmarkets@bbva.com.hk)

BBVA research reports are available in English, Spanish and Chinese