

巴西 经济展望

2010年第二季度

经济分析

- 国内需求会是 **GDP** 增长的主要动力，但可能也会预示通胀风险以及经常账户赤字的增加。
- 在央行采取逐渐收紧的货币政策的时候，财政政策仍将保持宽松，从而造成一定程度的宏观经济扭曲。
- 国际上以及本土的不稳定因素将会造成汇率大幅波动的风险。



目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 高速发展可能预示通胀风险以及经常账户赤字的增加	4
3. 汇率风险	6
4. 次优化的混合经济政策	7
5. 表格	8

1. 持续的全球复苏所面临的挑战

在过去的几个季度里面，全球经济由于新兴市场和美国的复苏得到了持续的改善。2010年世界贸易增长率达到7%，我们的预估则是4.2%。但是，市场对欧洲货币联盟解决高负债水平的能力依然存在疑虑。这些疑虑引起了许多主权违约风险差异的扩大并且带来的金融不稳定。这个情况正影响着欧洲经济并且很有可能扩散到全球其他地方。负面影响发生的时间和所涉及的范围受到欧盟在5月9日提出来的拯救计划所影响。尽管这个拯救计划在短期稳定了金融市场环境，不过市场上仍然充满着三个不确定因素：1. 拯救计划在未来几个月的执行情况；2. 其他欧盟国家计划执行的财政巩固计划的可信度；3. 欧盟各国在中长期对拯救计划的承诺。

在2010年初经济复苏在全球发生的同时，复苏的强度在不同国家是不同的。这是由于各国在使用财政政策和货币政策上的程度不同造成的。这些政策使得中国和美国的经济得到的快速的复苏。于此同时，新兴市场受益于国内市场需求增加，贸易的增加和市场逆风险环境的增强。因此在这些地区，复苏相对来说比较稳固。另一方面，在发达国家，随着扩张性政策的逐渐褪色，对于2010年是否能够持续复苏的疑虑还是出现。

美联储计划慢慢的上调利率。市场预计第一次上调会在2011年的初期，并且只会比1%高一点点。欧盟和美国的经济基础的差异造成了两个地方货币政策的退出是不同。尽管2010年开始的经济增长可能会放缓，但是美国现在的复苏状态逆转的可能很小，并且通货膨胀的压力才刚刚显现。但是，在欧盟，由于金融情况比较脆弱，周期性的改善依然存在不确定性，而且现在也没有通货膨胀的压力。而对于新兴市场的货币政策来说，不用怀疑这些政策需要开始收紧。如果一些经济体的财政收紧政策或者其他方案没有及时执行，市场的不平衡将会发生。

在逆风险情绪很显著的时候，金融市场比较倾向于对未来的期望。金融市场容易发现在经济增长的期间中宏观经济政策上面的不一致性。虽然欧洲通过了巨大的拯救计划，巨大的风险溢值将依然会在欧洲的主权债务市场中出现，这是由于财政巩固过程的不确定性引发的。现在的危机的蔓延就是现在的脆弱的情况的证明。经济史充满着金融危机后过分的担忧蔓延到了其它国家的例子。这些情况中，地域上的关联或者周期上的相似性会比基础上的差异带来更多的影响。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管危机的原因还在讨论中，现在市场紧迫的需要一些国家增加他们的信用来面对全球投资人的压力。

市场上对公共债务增长带来的长期后果由持续的忧虑。在发达国家这已经造成了实际利率的上升和高风险溢值的产生。即使最近的危机传播慢慢消除，市场也会开始出现基于各国实际的信用情况而产生的金融歧视。

金融市场有两个主要的不确定性。第一，金融市场的缓慢结构调整，特别是在欧洲，很有可能带来无信心的复苏。这给市场带来更多的忧虑，因为从经验和过去的证据上来看，经济复苏初期的信用渠道非常重要。而已经在执行中的规管的调整也同样带来许多不确定性。最有可能的结果资本和流动性的需求增加，这会减少银行在未来几年的信用能力。

2. 高速发展可能预示通胀风险以及经常账户赤字的增加

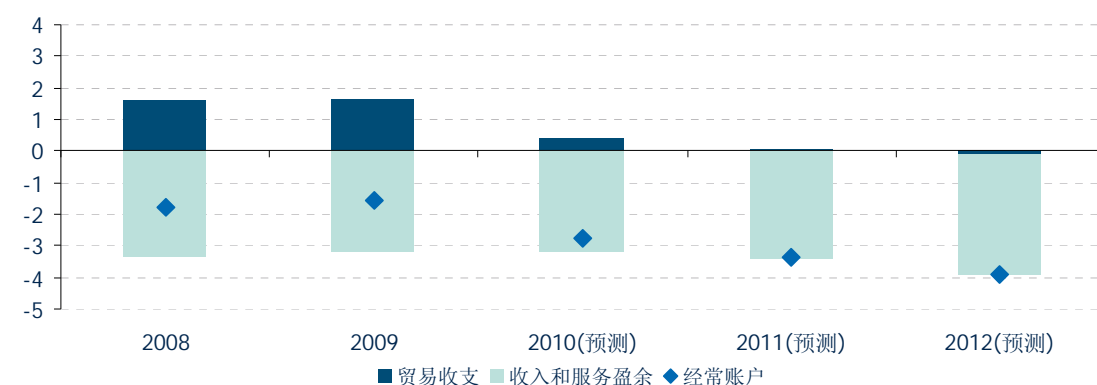
巴西的 GDP 预期今年增长 5.9%。国内需求会是 GDP 增长的主要动力，但是巴西同样会从美国的复苏，中国的经济增强，较高的商品价格和国内较平稳的大选中收益。

占 GDP 86% 消费总额预期会增长 5.4%。私人消费会随着上升的正式的雇佣人数，更加良好的社会财富转移和超出预期的扩张性的货币和财政政策的影响而上升 6.7%。在去年增长了 10% 之后，固定资产投资总额预期会增长大约 18%。

经济如同几个月前所预期的一样持续高速的增长。我们基于高频率数据的综合活动指数现实 GDP 会在 2010 年的第一季度增长超过 2%（按季度）。尽管经济活动会在第一季度有超出想象的上升（并且创造一个 GDP 预测的上升性偏见），财政刺激的放缓和开始慢慢收紧的货币政策会在未来的几个季度中影响经济。另外，家庭高企并且在增加的债务负担会减少未来的消费扩张带来的增额。

巴西经常发生的经济环境是在高速减少的经常账目盈余和国内需求带来的有力的增长引发的通货膨胀。这次也不例外。进口在今年预期会增长 26%，而出口预计只会增长 13%。外部需求给 GDP 带来的贡献估计会是 -2.0%。经常账目赤字会在 2010 年达到 GDP 的 2.8%，而增长的趋势可以在图 1 中看到。外部的赤字已经在第一季度达到了 GDP 的 1.8%。但是对赤字的融资却应该不是个问题。外汇储备依然在一个非常高的水平（2010 年差不多是 GDP 的 14%）并且我们预计明年会有更多的资本流入来平衡赤字的水平。（2010 和 2011 年占到 GDP 的 3.4%，2012 年达到 4.0%）。

图 1
经常账户（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究

通货膨胀也随着国内需求的强劲动力而增长，尽管供应刺激在最近的国内价格表现中起到了作用。在连续扩张了 6 个月之后，通货膨胀在 4 月份达到了年画 5.3%。我们预期通货膨胀能够稳定并且在全年保持在年化 5.3% 的水平。

继续现在强有力的经济活动和通货膨胀的刺激，中央银行被迫在 4 月上调了 75bps 的利率达到了 9.5% 的水平。这一调整 - 由于在 2009 年末已经有明显的活动增强和通货膨胀上升的迹象，这次调整来得较晚 - 会在未来的几个月继续。我们预计货币管理机构会在未来的的会议上上调 75bps，然后在今年结束前再上调 50bps。今年末的基准利率应该会达到 11.5% 的水平。这个预测比市场上的普遍观点较为温柔，因为我们认为今年的经济的增长会变的较为柔和，而且中央银行的政策会受到地方政治周期和欧洲不稳定因素的影响。另外，中央银行很有可能会尝试通过其他的货币条例来进行部分调整，比如上调存款准备金率。

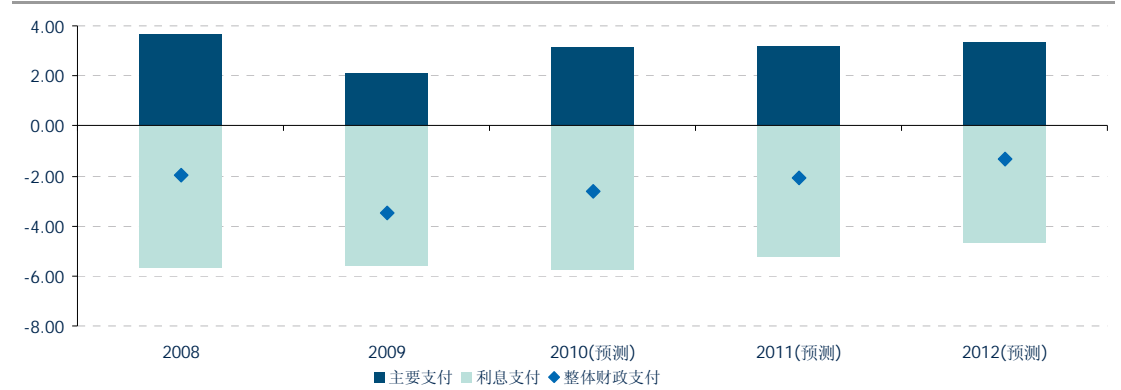
在货币政策紧缩的情况下，增长的情况依然会给巴西 Real 带来升值的压力。但是，中央银行或者财政部对外汇市场的干预使得巴西币不会在现在有极陡峭的升值。最近在外汇汇率掉到 1.75 的分界线之下的时候，中央银行将强了对美元购买，显示出中央银行不愿意看到升值太多的巴西币。同样，每当汇率接近分界线的时候，财政官员就会开始评论提出新的管理条例的可能（以 2009 年末为例，提出新的对外汇流入的税收征收）。另外，经常账目赤字的增加会出现一个自我纠正的机制来限制升值的压力。总的来说，我们预计外汇汇率会在年末达到 1.76，接近其平衡点。

在 2009 年的财政账目恶化之后，预期这样的情况会在未来的几年有所改善。尽管依然有这公共支出扩张的舆论，GDP 的快速增长可以提升财政收入，并且可以允许基本的盈余在来年略高于 3%（高于 2009，不过低于 2004-2008 年平均值 3.6%）。尽管基础利率相比 2009 年末会上升，但是依然会显著的帝国

2004-2008 的平均水平（15.7%），因此，可以是财政账目的利息支出的负担持续减少。更精确的来讲，利率的支出在 2004-2008 年占 GDP 的 6.5%（2009 年是 5.6%），预计在 2010 年占到 5.7%，并且在未来的两年还会持续减少，如图 2 所示。总的来说，名义赤字 2010 年会保持在 GDP 的 2.6% 左右，并且在来年会继续降低。自 2008 年的 40% 上升到 2009 年的 45% 之后，由于财政赤字的减少，净负债总额会慢慢下降（2010 年占 GDP 的 42%，2011 年占 GDP 的 41% 而 2012 年占 38%）。

图 2

财政账户（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究

十月，总统大选将会举行。尽管这会给市场增加一些不确定性，尽管主要的候选人最近都表示他们会实施一些经济政策上面的调整（对外汇和货币政策的干预），政治上面面对经济的风险是有限的，特别是与之前的选举相比。我们因此预计未来几年依然会有强劲的增长 - 2011 年达到 4.6%，2012 年达到 5.2% - 而同伙通胀的预计会牢牢的保持，外汇会保持在 1.75 的水平线上摆动。

3. 汇率风险

随着欧洲环境的恶化，巴西币兑美元在几天之内从 1.72 贬值到了 1.84。在很短的时间里，博维斯帕指数下跌了 6%，巴西的 EMBI 增长了 50bps。尽管这些变化相对最严重的全球危机来得缓和一些，但是也显示出巴西并不是对经济恶化的蔓延免疫的。而对于巴西可以从欧洲增加的紧张情况中受益，从有问题的地方吸收外来资本的论调，最近的数据是最好的反驳，虽然现在来看有可能下确定的结论过早。比如，以每一比例 GDP 代表的经常账目赤字可能会增长 20bps，而如果商品价格下降 10%，那么财政赤字会增长 15bps，而如果风险趋避增长 100bps，那么财政赤字会增长 40bps。

尽管全球的经济动荡通过商业渠道传播的程度较小，但是巴西经济紧密的和金融场所整合，并且对外部风险趋避有很高的依赖程度。比如，外来资金资本账目已经占了巴西证券交易所的 1/3 而外国贷款账目占了巴西所有公司贷款总额的 15%。

由外部刺激产生的风险对私人部门非常之高，因为私人部门持有了大部分外债（2009 年达到 52%）而且从 2008 年外汇衍生品上面的损失可以看出，外汇风险的管理依然不稳定。另一方面，巨大的外汇储备对冲了公共部门对外汇波动的曝险，并且可以在有必要时用来支持私人部门，这可以限制外汇风险。

除了国际市场的动荡，外汇市场的波动可以恶化一些国内因素。在经济活动主要受国内需求刺激的国家中，经常账目和外汇汇率自然会非常波动。为了对经常账目的赤字进行融资，需要大量外国资本，这样会产生许多波动。另外，对于财政部干预的不确定性（最近获得批准使用主权基金来干预外汇市场），同样会增加市场的波动性，而不是增加稳定。对于财政部是否会进行干预，这主要是基于财政部和中央银行的协调程度。最后，选举同样会对外汇市场产生波动。

4. 次优化的混合经济政策

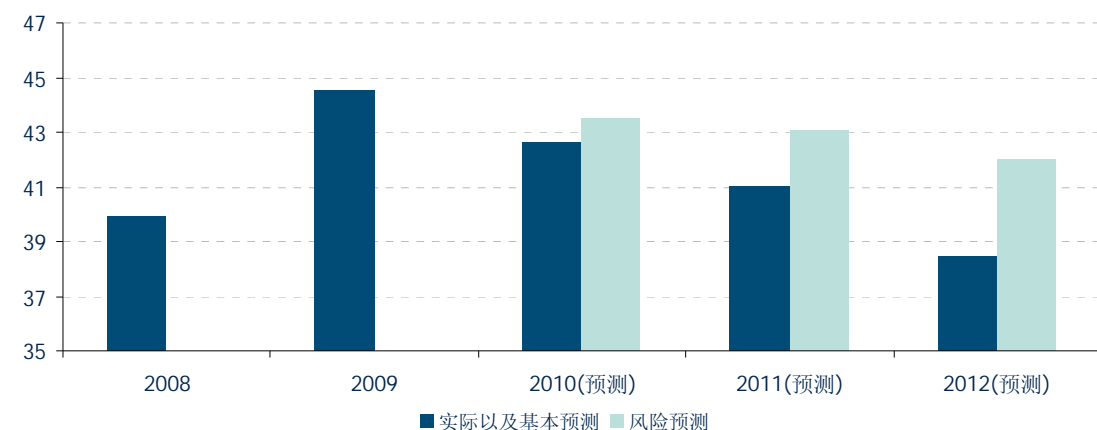
现在的混合宏观经济政策明显是无效的，一方面中央银行开始使用收紧货币政策来防止过热，但是另一方面，政府还在继续对性扩张的财政政策（在第一季度基本盈余年化下降了**22%**，而支出年化增加了**19%**）。这个混合政策明显不是最优的，因为如果财政政策扩张想多较弱，那么极端的增长会被过激的货币政策调整所抑制。这样的情况下巴西币升值的压力会减小，财政账目也会因为公共部门利息支出下降，赤字下降而受到影响。

就像我们之前评论的一样，我们预期公共负债和全部的赤字对 GDP 的比例会在未来几年下降。在我们对巴西经济的基础分析情况下，我们预期财政政策将会持续，而破产的风险较低，但是同样结构性改善的可能也很低。比如减税，增加支出的总类。

对于财政政策质量的改善的可能性，过热的经济担忧估计不会导致结构性调整，尽管担忧会引发一些细微的调整，比如刚刚宣布的联邦支出削减**0.3%**。根据我们的预测，由于欧洲危机引发的负面的外部刺激汇使得公共净负债情况恶化，如图 3 所示。但是，在我们看来，以巴西的情况来看，这样的情况应该促使政策制定者改变现在的财政政策。可能会有财政政策质量上的改善 - 这可能，比如，利率的结构性下降 - 如果反对方的总统候选人获胜，尽管这样的情况下，干预货币政策的风险会变高。

图 3

净公共贷款（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究

另一方面，最近的事件显示，尽管依然有限，但是财政政策错误管理的风险正在上升。例如，允许所有在 PAC（联邦政府增长提速计划）上面的投资不包括在基础盈余目标之外（政府的灵活性财政目标），并且因为所有的投资可以被标记为“PAC 投资”所以不用考虑达到财政目标，这些将公共账目的信用置于怀疑之中。在另一方面，政府依据市场利率发行了公共债务来充足巴西国家开发银行的资本（总共的注资超过 1000 亿美金）并且允许发展银行提供补贴性的贷款利率，这会明显的给公共账目不好的影响。另外一个担忧是最近的公共债务组成的变化。连接基准利率的债券的数量从 2007 年的 47% 增长到了现在的 65%。这是稳定外汇储备的后果，这是通过交换以基准利率指数为连接标的的短期债务来获得美元。这明显增加了货币政策紧缩周期的成本，就如同现在一样。如果这些风险都发生了，那么更进取的货币政策和更大的宏观经济混乱（好通货膨胀和高经常账目赤字）会明显增加。不过就算是在这样的压力环境下，破产的风险依然很小。

5. 表格

表 1

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
GDP (%同比)	-2.13	-1.63	-1.22	4.29	6.80	6.58	5.71	4.39	3.88	4.17	4.78	5.51
通货膨胀 (%同比)	5.78	5.18	4.40	4.23	4.86	5.12	5.27	5.32	5.09	4.94	4.96	4.84
外汇 (兑美元)	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.76	1.78	1.77	1.76	1.76	1.77	1.77
利率 (%)	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	11.33	11.50	11.50	11.50	11.00	11.00

来源：BBVA 研究

表 2

宏观经济指数预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (%同比)	-0.2	5.9	4.6
通胀 (%同比, 年平均)	4.9	5.1	5.0
汇率 (兑美元, 年平均)	2.0	1.8	1.8
利率 (% 年平均)	10.1	10.3	11.3
个人消费 (% 同比)	4.0	6.7	4.8
政府支出 (%同比)	3.7	2.0	2.3
投资 (%同比)	-9.9	17.8	10.1
财政收支 (占GDP百分比)	-3.5	-2.6	-2.1
经常账户 (占GDP百分比)	-1.6	-2.8	-3.4

来源：BBVA 研究

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document are based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

This report has been produced by Emerging Markets Unit

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com

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

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

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
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

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717
economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese