

经济展望

巴西

2012年第三季度
经济分析

- 随着欧洲和美国当局消除不确定性因素，全球经济增长应当会在2013年逐渐恢复。
- 由于外部因素和国内因素对经济产生的影响，巴西经济增长会低于2011年，2012年肯定不会超过2.0%很多。
- 宽松货币政策周期仍将持续一段时间，尽管通胀下行趋势已经结束。
- 信贷增长放缓和制造业丧失竞争力对政策制定者构成挑战，并对巴西宏观经济模式失败发出了预警信号。
- 巴西对于缓解其经济受到新全球危机冲击方面有自己的手段，然而，新的全球危机可能会到来，这时巴西所处的周期性状况要远远弱于2008年前一次危机时的状况。

索引

1. 概述.....	3
2. 外部环境：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧.....	4
3. 巴西：低增长，高风险.....	7
框1. 巴西和墨西哥：前景多变，挑战依然.....	15
框2 巴西和墨西哥：不断变化的前景与挑战.....	17
4. 表格.....	20

截稿日期：2012年8月13日

1. 概述

我们对全球 GDP 增长预测向下进行了微调，即 2012 年和 2013 年分别为 3.4% 和 3.7%。下调是由于欧洲存在的金融压力且主要新兴经济体（如中国、印度和巴西）均出现了增长放缓，虽然放缓略大于三个月前预计的那样。我们的全球情景预测是基于这样的假设，即当局将采取必要的政策，以便在欧洲货币联盟（EMU）的体制发展中取得进展并防止美国发生财政危局。

2012 年巴西的增长率应该可以达到 2.2%，低于 2011 年的 2.7% 以及我们数月之前预测的 3.3%。全球动荡和国内因素，如信贷增长放缓工业发展疲软，阻止了经济复苏。我们预计经济活动会根据货币政策提供的越来越多的支持加速开展。

短期通胀前景有所改善，符合经济活动的负面基调。然而，我们预计最近的下行趋势会逆转，且今年随着国内需求的复苏、积极的基数效应减弱及食品价格上涨，通胀率会保持在 4.5% 的目标以上。

在未来数月里，中央银行将继续实施宽松货币政策，因为这一政策侧重于对外部风险的驾驭。我们预计 10 月份基准利率（SELIC）会达到 7.0%，然后在很长一段时间内保持不变。

税收不会同 2011 年一样强劲，但政府应该仍有增加其主要支出的空间，而不放弃财政目标。财政政策会有效推动公共债务的下降，但不一定能抑制通胀压力。

巴西雷亚尔已经达到了一个新的、较弱的范围（2.0-2.1），我们预计在短期内仍然会维持这种状况。外部环境恶化之后货币会贬值，货币贬值与巴西经济增长模式的可持续性、贸易额下降、基准利率（SELIC）降低以及政府对外汇市场的干预等有关。

欧洲形势的恶化或美国的财政危局引发的外部冲击对巴西经济会有相当大的影响。该国有很大的空间，可以采取一些措施，来减轻经济受到重大外部冲击的影响。可能会避免严重的经济衰退，但 GDP 增长难以保持乐观。与 2008 年相比，该国的主要弱点之一是，这一次外部冲击可能会在该国所处的周期性状况远远弱于 2008 年时的状况时到来。

在过去几个月中经常帐赤字相对保持稳定，但我们预计未来会有一些恶化。较为疲软雷亚尔的影响抵消了贸易条件降低造成的负面影响。因此，经常帐赤字保持接近 GDP 的 2.2%。我们预计今年经常帐在 2.5% 左右。

去年经济停滞使人们对基于信贷扩大和私人消费的巴西增长模式的可持续性产生许多质疑。持续强调需求方面产生了不少重大的问题，如家庭债务增加、货币升值和劳动力成本上升（与生产力不匹配）。由于这些问题，信贷市场发展减缓，制造业的竞争力削弱。展望未来，我们预计利率降低、支持性的商品价格以及经济增长模式一些（非常有限的）的重整会使国家经济走上正轨，虽然中/长期增长率不会高于 4%。这种情景有一个明显的下行倾向，因为它取决于信贷市场和财政政策长期（不确定的）适度性。

在拉丁美洲内，人们对巴西增长模式的可持续性存在的质疑与墨西哥竞争收益带来的相对更大的回升形成了鲜明对比。这是在对这两个国家的市场预期逆转的情况下提供的。

2. 外部环境：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧

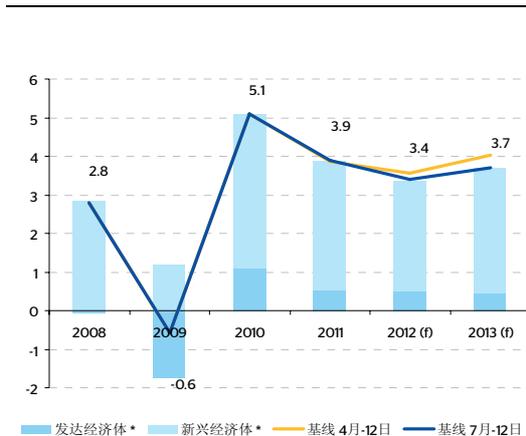
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

在 2012 年上半年全球经济状况恶化后，我们目前还在设想的 2013 年会有轻微的经济回升是非常依赖经济政策问题的。我们对 2012 年至 2013 年的全球 GDP 增长预测约为 3.5%，但依赖若干政策措施在世界各地实施这一假设。一些政策措施已经生效，但需要适当的实施；一些已经宣布，但还没有采用；最后，一些关键措施仍然尚未通过。政策措施必须避免 2013 年欧洲发生金融混乱和美国发生自动金融调整，并帮助新兴经济体取得较高的增长率。但如果经济政策未能实现其目标，自 2011 年起到现在还在进行的经济放缓有可能在 2012 年和 2013 年加剧。这有可能使得 2013 年全球 GDP 增长达到 30 年以来的最低值（2009 年经济衰退除外）。

在 6 月份一次首脑会议上，欧元区领导人在正确的方向达成了加强货币联盟的协议：欧元区单一银行监管、涵盖银行业和财政问题的影响深远的计划和保增长措施。但是已被批准以确保欧元区金融稳定的金融救助机制（即 EFSF&ESM）机制必须尽快全力使用，以避免发生金融“事故”¹。这是确保目前正在努力进入金融市场的经济体有机会实施财政整顿计划和结构改革的唯一途径。这应包括欧洲中央银行（ECB）的参与。

在美国，必须有一个协议来防止自动开支削减措施和减税期满在 2013 年初生效。这一“财政悬崖（fiscal cliff）”不会解决国家公共财政的长期可持续性，而且如果所有措施成为现实，它们会在 2013 年将美国经济推回衰退。由于总统竞选会使得任何类型的协议在

图 1
全球 GDP 增长 (%)



(*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2
按地区划分的 GDP 增长 (%)



(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research

¹金融“事故”可有多种形式，例如外围经济体主权债券发行需求不足。

竞选前都很达成，围绕这一过程结果的不确定性可能会在形成我们年底前的经济和金融展望中起到关键作用。

与此同时，在有政策刺激空间的新兴经济体中，需要采取措施来拉动内需，以减轻外部经济放缓的影响。此外，由于欧元区危机时好时坏，以及另一方面，与美联储可能启动的新一轮量化宽松相关的流量的缘故，资本流入的波动性可能增加。

未能按照市场要求的节奏衔接主权转移和债务共担拖延了欧元区危机

当前经济形势主要的不确定性是欧元区国家将不得不做出的加强其治理的努力是否会迟于金融形势的进一步恶化。如果是这样的话，我们认为其会导致来自欧盟机制的大规模干预，以最终确保欧元区的金融稳定。已经做出的决定（如果强行实施的话）可能足够，但要求在六月底批准的措施迅速落实。这些措施旨在通过积极使用 EFSF 和随后使用 ESM 来积极购买一级和二级市场的债券，来消除西班牙主权与银行业间的反馈回路产生的风险以及稳定整个欧元区的金融市场。西班牙最近的控制赤字的政策措施以及欧洲中央银行（ECB）总裁强烈支持的立场正在有助于缓和紧张局势。

总而言之，由于来自欧元区危机的持续财政压力和全球经济信心持续恶化，我们下调了先前的预测（三个月前发布）。这种情形意味着欧元区在 2012 年至 2013 年期间有一个停滞期。尽管有这一修订，但考虑到一些国家出于国内政策考虑，已获批准的措施采用太慢的可能性，我们认为风险平衡会继续向下行倾斜。如果发生这种情况，欧洲 2013 年经济衰退的风险将是相关的，尤其是在西班牙和意大利等国家。

欧元区国家必须解决一些市场上的流动性紧缩。这些制约是因为市场参与者认为可能会发生欧元区解体。欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战能令人满意地解决，则全球增长在 2012 年下半年可逐步进入正轨。

对于美国而言，我们将 2012 年及以后的展望下调是因为 2012 年上半年的增长数据令人失望以及来自欧元区的高的财政压力的影响。因此，新兴经济体可能是我们预计 2013 年全球 GDP 略有加速背后的主要驱动力。在拉丁美洲，尽管与三个月前相比增长预测普遍下调，但得益于 2012 年上半年的乐观活动数据、国内市场持续的有利融资条件以及竞争力提高，墨西哥的估值（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变。在巴西，由于外部环境的影响和国内一些问题（例如：信贷市场放缓和日益严重的竞争力问题），增长预期已显著下调（2012 年从 3.3% 下调到 2.2%）。尽管在货币状况前所未有的疲软后，活动仍有望在未来几个季度恢复，但最近的经济放缓警告要提防目前的模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。

对于亚洲而言，中国今年上半年的增长放缓超过预期。为了与全球较弱前景一致，我们相应下调了 2012 年至 2013 年的预测。但支持增长的货币和财政措施应会带来好转，2013 年增长会上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲地区其他地方也有政策刺激空间来支持增长，但也有下行风险，包括更为严重的外部需求恶化以及中国的持续经济放缓，这被持续的国内金融脆弱性加剧。

3. 巴西：低增长，高风险

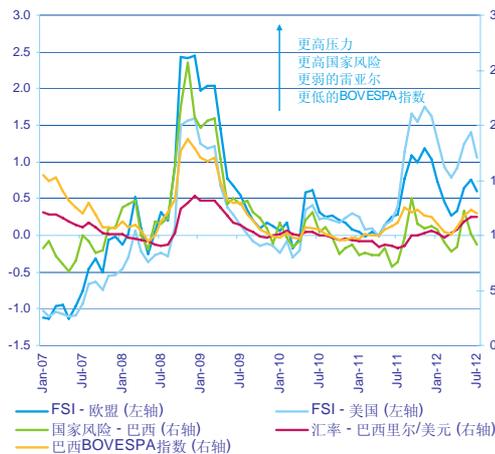
到现在为止，国内和外部因素阻止了健康复苏

自 2011 年中期以来巴西经济几乎停滞不前。更确切地说，根据中央银行发布的每月活动指标，在截止到 5 月份的去 12 个月内经济活动仅带来微乎其微的 0.2% 的增长。GDP 在 2011 年第三季度同比下降 0.15% 之后，在 2012 年第一季度和 2011 年第四季度同比回升 0.20%。今年第二季度的 GDP 数据尚未发布，但是高频指标（央行的活动指标）表明预计这段期限内不会有明显强劲的复苏。

这种缓慢增长有许多因素。当然，全球动荡是诸多原因之一。发达国家的金融压力保持在异常高的水平，这毋庸置疑，加剧了国内的压力，使资本流入下降，削弱了巴西雷亚尔并使巴西证券交易所遭受损失（见图表 3、4 和 5）。

通过金融渠道所遭受的外部动荡的影响特别大，至少与其他拉美国家相比是如此（见 [BBVA 研究的最新拉丁美洲经济展望](#) 了解有关此问题的更详细说明）。这与巴西金融市场的规模和全球经济一体化相关，但几个月前所表现出来的对该国的过分乐观情绪也使当前的修正措施更加强烈。

图表 3
金融压力指标 (FSI) 及巴西 EMBI
(2010 年指标=100)



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics.

图表 4
巴西 EMBI、汇率及 BOVESPA (2010 年指标=100)



来源: Haver Analytics

图表 5
流入巴西的资本（百万美元）



来源: Haver Analytics.

图表 6
信心（指数）



来源: FGV.

外部情绪也通过信心渠道对该国产生影响：商业信心，最近消费者信心已呈下降趋势，见图表 6 所示。

更加消极的全球环境对出口价格和外部需求的影响也不可忽视。与 2011 年相比较，今年截止到 5 月份出口价格下降了 3%，而出口量降低了 5%（同期制成品出口量下降 7%）。

除了无支持性的外部环境外，一些内部因素也加重了经济成本并阻止了经济复苏。

消费信贷已经明显显示出疲软迹象。今年 6 月消费信贷年同比扩大了 13.4%，这是自 2003 年以来的最慢增速。消费贷款方面的不良贷款目前约有 7.8%，而 2011 年上半年为 5.5%-6.5%（见图表 7）。消费信贷市场的疲软，在一定程度上，是最近所观察到的过度扩张以及对有关巴西信贷市场存在的一些顾虑的一种自然反应（见方框栏 1 “信贷市场增长放缓：担忧还是缓解？”）。

另一个有助于解释在过去几个月中表现不佳的国内因素是工业界的疲软。在过去数月中，工业产值一直令人吃惊地呈下降趋势，目前的水平仍低于 2008-2009 年危机之前的水平。此外，库存保持在较高水平（见图表 8）。正如我们在方框栏 2 中所讨论的那样，工业部门的疲软反映在劳动力成本不断上升的环境中缺乏竞争力和仍然强劲的汇率（尽管近期巴西雷亚尔贬值）。

国内利率历史性下调（即从 2011 年中期的 12.50% 下调至今年 7 月的 8.0%）的影响到目前为止尚不大。据巴西以往的经验，利率变动会影响活动，使其滞后大约三个季度。这意味着，最近实施（和将在未来数月内实施）的宽松货币政策的全面影响仍有待观察。此外，外部环境和在国内信贷市场中观察到的疲软现象均对中央银行提供的货币刺激措施不利。

在过去数月中经济部门还采取了许多其它措施。然而，它们并没有有效地推动经济活动。在我们看来，这些措施过度集中于支持信贷市场和个人消费上，而没有集中在支持固定资本形成或解决巴西的结构性问题。其中有些措施最终反而成为扭曲、低效和失衡来源，而不是支持经济（如对有高比例外国零件的汽车征收工业化产品税）。有些措施的方向是正确的，但规模太小未发挥实际影响作用（如对某些特定行业削减工资税）。在过去数月中所采取的措施似乎仅是孤注一掷的反应，而不是解决悬而未决的问题和增加潜在产出长期计划的一个部分。最后，在截止到几周前的过去数月中宣布的措施，还加强了政府对经济的过度干预，这是不支持经济复苏的一个因素。

图表 7
消费信贷市场：增长与不良贷款



来源: 巴西中央银行

图表 8
工业生产指数 (2008年9月=100; 季度调整) 及库存指标*



*库存指标: 库存高于计划时大于 50; 低于计划时则低于 50。
来源: IBGE 和 CNI.

从积极的一面来看，由于劳动力市场依然紧张，私人消费仍然相对强劲。

即使信贷市场的支持性降低，私人消费继续表现出强劲的迹象。2011年第三季度小幅下降后（季度同比-0.075），2011年第四季度和2012年第一季度私人消费季度同比增长1.0%。这与固定投资的表现形成对比，2011年最后两个季度固定投资下降0.6%，2012年第一季度又下降1.8%。

实际上私人消费的积极表现在2011年第四季度和2012年第一季度防止经济陷入衰退。

零售销售数字也反映出巴西消费的弹性，它表明在今年前五个月平均增长月同比0.6%（季度同比9.0%）（相比之下去年同期分别为0.5%和-7.4%）。

私人消费活力背后的主要原因是劳动力市场仍然保持强劲，尽管当前的宏观经济环境。自2011年中期以来，失业率已经非常接近历史低位6.0%（见图表9）。而且，工资继续强劲增长（在今年前五个月实际年同比增长4.8%）。劳动力市场的稳健性受益于农业、建筑业和服务业等行业的活力，并受益于近期通胀率和利率下降以及某些公共政策（今年年初最低工资上调14%）。

如果全球环境有利，从现在起经济发展势头将会增大。

我们预计从今年下半年起国内经济活动恢复更为强劲。然而，其条件是，欧洲和北美领导人采取所需的政治决策，以避免“极端事件”，并使世界经济在2013年增长更为强劲。

在一个相对良好的外部环境下，包括自今年下半年起中国经济增长更快，国内经济复苏的主要驱动力是支持性日益增强的货币政策，工业生产最终复苏以及改善的信贷市场也会促进经济复苏。

在我们看来，工业生产的复苏是由库存调整过程的结束决定的。无论如何，这种复苏将是有限的，因为竞争力的主要障碍依然存在。

关于信贷市场，由于有有利的劳动力市场和更低的利率，我们预计不良贷款逐步下降会促进一定改善。

除了这些因素以外，基于最近某些当地新闻，我们看到了实施支持国内经济活动的新措施的空间，这些措施比过去数月中宣布的措施更加有效。更确切地说，这些措施着重于推动固定投资增长并解决一些国家的主要问题。据称，政府正在研究的措施有，电力税收减少-允许生产成本不可忽视的减少、工资税削减延长以及新一轮的优惠政策，这些政策允许私营部门管理更多的机场、海港和道路。

由于有这些因素，尤其是货币刺激措施，我们预计在今年下半年 GDP 会加快增长，今年增长率会达到 2.2%。在我们对巴西经济基本情景所做的分析 - 这符合我们对世界经济前景所做的上述评述，巴西经济明年会继续回升，2013 年 GDP 增长率会达到 4.2%。重要的是要强调指出，GDP 增长将受益于较大的续存效应 (2.3%)，相比之下，2012 年此效应为 0.2%。我们认为，私人消费将会带动经济复苏，我们预计 2012 年和 2013 年私人消费将分别增长 3.6% 和 4.7%，固定投资也将促进经济复苏，尤其是在 2013 年，我们预计 2013 年固定投资会增长 8.9% (我们预计 2012 年此增长率仅为 0.6%)。

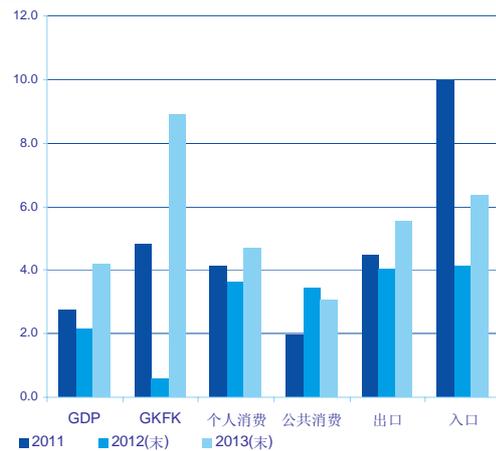
虽然我们对巴西的经济增长预测明显低于我们先前在 5 月份的预测 (即 2012 年和 2013 年分别为 3.3% 和 4.3%)，风险显然呈下降趋势。消极偏见是由于存在外部风险以及对目前巴西经济增长模式失败存在的忧虑 (我们将在下文更详细地讨论这些风险和忧虑)。

图表 9
零售额 (年同比%) 及失业率 (%) - 季度调整



来源: IBGE.

图表 10
GDP 增长 (%)



来源:BBVA Research 和 IBGE.

短期通胀前景有所改善，但 2012 年或 2013 年通胀率不会降到 4.5% 的目标。

今年上半年通胀率下降幅度超过预期。更确切地说，几个月前我们曾预计通胀率会从 2011 年年底年同比 6.5% 下降至 6 月年同比 5.2%。然而，上半年结束时通胀率达到 4.9%。

非弹性通胀下降趋势，在很大程度上是由于积极的基数效应，弱于预期的国内需求加强了这一趋势。此外，商品价格下跌超过预期，抵消了巴西雷亚尔最近贬值的负面影响：与 2011 年下半年水平相比商品价格措施保持稳定，达到 4.8%，低于同期上半年水平。最后，通胀得益于一系列不可忽视的一次性因素，如更新 IPCA (官方消费物价指数) 权重、阻止汽油和柴油价格上涨的燃料税降低以及对汽车、家电和家具等产品的减税。

尽管有所有这些因素的支持，在今年上半年通胀仍高于 4.5% 的目标。实际上，7 月份通胀年同比上升到 5.2%，这是近一年的首次上升。正如我们在先期刊《巴西经济展望》中强调指出的那样，仅在特殊情况下 (如严重的经济衰退或异常高的利率) 通胀率才会低于

4.5%。这种非弹性与诸多因素有关，如仍然很高的价格指数化、可买卖商品对通胀的低权重（约 36%）以及一定通胀容忍度。

正如在前面所评述的那样，我们预计今年下半年经济活动会比上半年更有活力。这种活力降低了通胀下降趋势的可能性。同样，积极的基数效应将会减弱。此外，鉴于由于美国干旱某些粮食（如大豆、玉米和小麦）在国际市场的价格近期上涨，占 IPCA 指数 23% 的食品价格受到更大的压力。最后，当地消息表明，在未来几个月内汽油和柴油的价格可能上调，以便减少国内价格、价格补贴和国际市场价格之间的差距。

因此，我们预计在今年其余时间内通胀积极态势低于上半年。更确切地说，今年下半年通胀应当会保持在 4.8%-5.2% 这个范围内，年底年同比达到 5.0%。2013 年全球和当地复苏应当会使价格受到更大的压力，因此，我们预计明年国内通胀率平均达到 5.4%（相比之下，2012 年为 5.2%），2013 年年底达到 5.5%。

尽管我们预计 2012 年和 2013 年通胀仍高于 4.5% 的目标，最近外部环境以及国内情景的恶化提高了短期通胀前景。这反映在我们三个月前所做的 2012 年和 2013 年预测值降低，即从 5.4% 和 5.9% 分别下调到 5.0% 和 5.5%。

图表 11
通胀率 (年同比%)



来源: BBVA Research 和 IBGE.

图表 12
SELIC 基准利率 (%)



来源: BBVA Research 和 IBGE.

宽松的货币政策仍将持续一段时间

巴西中央银行于 7 月份将 SELIC 基准利率削减了 450 个基点，达到 8.0%，创历史新低。这一历史性的调整是在国内和外部经济活动恶化之后做出的。这也是政策制定者决定的结果，即将利率降低，使其更加接近国际标准。尽管这种调整受到了批评，因为它损害了巴西中央银行的可信度并对未来的通胀带来了重大风险，但我们预计这种调整会持续下去。换句话说，我们预计 SELIC 基准利率不会高至几年前的基准利率。

考虑到在目前宏观经济的时刻及巴西央行董事会的偏好，我们预计在下两次货币政策会议（8 月和 10 月）之一会将 SELIC 基准利率削减 50 个基点，然后是长时间保持不变。我们预计 2013 年政策制定者将会试图避免加息，这时通胀压力将会更大，虽然这种选择不应该被排除。这种预期的原因至少有五个因素：1) 巴西央行愿意将高通胀限制在 2.5%-6.5% 这个范围；2) GDP 的潜力保持很长一段时间（至少到 2013 年底）；3) 政策制定者愿意使用其他工具(财政政策和宏观审慎措施)来控制通胀；4) 采纳一些积极的结构性变革，例如公共部门债务额外削减、通过降低与 SELIC 基准利率关联的债券份额改善债务组合、社会保障改革以及采取降低价格指数化的措施；5) 提高利率对汇率和公共账户的负面影响 - 至少从政府的角度看（见下文了解更多详细情况）。

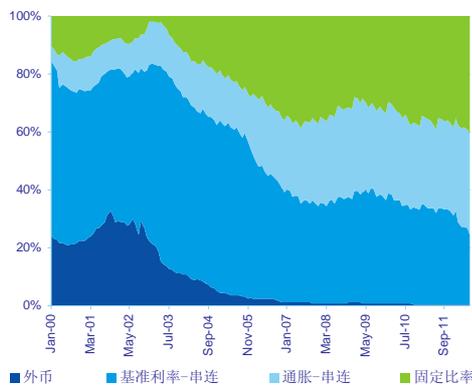
财政政策：能有效推动公共债务下降，但不一定能减轻一些通胀压力

显著降低利率将会减少公共部门的利息支付。据我们估计，2012年利息支付会下降到GDP的4.5%，2013年占4.0%，2011年占5.7%，2001年和2010年之间平均值为6.6%。这将增加基本盈余且削弱巴西雷亚尔，并允许在未来一年积极的债务动态。注意，较弱的巴西雷亚尔对净债务有积极的影响，因为公共部门是净外国债权人（由于国际储备的规模）。根据我们的估计，2012年和2013年公共部门的净债务相当于GDP的35%左右，在未来几年将接近30%，这与2011年公共部门的净债务（36.4%）吻合良好，尤其是在2001-2010年期间，这时的平均值为47.8%。

如果一方面降低的利率会积极地影响财政账目，另一方面降低的债务和更好的债务状况应该减轻一些利率压力。

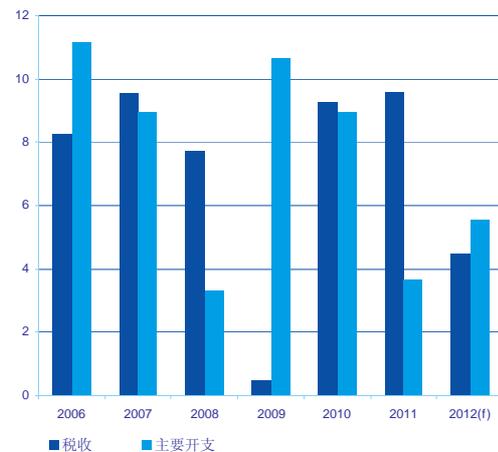
关于公共部门的债务状况，过去几年中已经有显著改善。以外币计价的公债总额的份额从2000年的24%几乎降低到零。此外，与SELIC基准利率相关的债券份额从2000年初的60%削减到2012年6月的23.8%（见图表13）。我们预计在未来几年内这一份额将继续下降。

图表 13
债务状况（在总债券中份额%）



来源: 巴西中央银行

图表 14
联邦政府的收入和主要支出（年同比%）



* 2010年数据不包括与巴西石油公司首次公开募股相关的收入和支出。来源: BBVA Research 和 IBGE.

在未来几年中公共部门的净债务应当下降，且基本盈余严重达不到2012年和2013年制定的目标，并不意味着财政政策不应当有扩张性。这一观点有最近的证据支持：例如，去年债务从2010年的39.1%下降到GDP的36.4%，3.1%的基本盈余目标达到了，主要支出实际增加3.6%，对经济活动提供了明确的支持。达到财政目标，减少净债务，同时采取扩张性财政政策只有在2011年才可能，因为收入非常稳健（由于国内需求的活力以及政府产生一次性收入的能力）。

2012年税收的支持性将低于2011年，但政府应该仍有增加其主要支出的空间，而不放弃财政目标。更确切地说，我们预计今年主要支出实际增长5.0%左右，且基本盈余仅略低于需达到目标的GDP的3.1%。

对采取扩张性财政政策的一项批评是，它可能会通过过度支持国内需求而降低央行削减利率的空间，因此，推动通货膨胀。在经济从2013年的放缓复苏后，这可能特别令人担忧。

。另一项批评是，公共支出仍然集中在消费支出，而不是集中在投资，从而增加了巴西经济增长模式的失衡（见下文了解更多信息）。

汇率贬值符合宏观经济环境的恶化。

在过去三个月中，巴西雷亚尔（BRL）大致稳定在 2.04 左右，在 2.0-2.10 范围内。这表示在今年第一季度贬值了 15% 左右。

鉴于在这个时期国内增长前景急剧恶化，人们对当前巴西经济增长模式的可持续性、下降的贸易条件以及急剧下降的利率等方面的担忧日益增加，而且全球压力仍处于非常高的水平，巴西雷亚尔疲软不应令人感到意外。此外，政府(包括中央银行)似乎对目前水平的汇率感到满意，而不是更高的汇率。

预期的经济活动复苏可能会推动汇率在未来几个月略微下降，尤其是在 2013 年。然而，我们认为，货币升值的空间不大，因为利率应当会继续保持创纪录低位（有助于与国际利率相比按照比过去低的利率保持利率差异），交易条件应当继续下调，而且如果升值强劲，政府肯定会干预。总体而言，我们预计在今年下半年巴西雷亚尔平均会达到 2.02，2012 年年底降低到 1.99（见 2013 年预测报告末尾的附表）。

较弱的巴西雷亚尔对经常账的影响是积极的，尤其因为它助于降低利润汇款，今年上半年利润汇款达到 100 亿美元，相比之下，去年同期利润汇款达到 188 亿美元。较弱的巴西雷亚尔对利润汇款的影响抵消了交易条件降低对交易平衡造成的影响。结果，上半年经常账累积赤字达到 250 亿美元，非常接近 2011 年上半年创纪录赤字（260 亿美元）。按年计算，6 月份经常账赤字达到 GDP 的 2.2%，略高于 2011 年年底的赤字。

展望未来，我们预计今年下半年经常账赤字将达到 330 亿美元(2011 年下半年达到了 270 亿美元)。因此，今年年底赤字将会达到 580 亿美元（占 GDP 的 2.5%）。国内经济的一定复苏以及交易条件降低的影响会推动赤字的恶化。自从 2001 年外国直接投资流入以来，外国直接投资流入在 2012 年应该足以向经常账赤字提供资金。此外，今年国际储备应该可以达到 3810 亿美元(占 GDP 的 16%)，可对资本流动流入该国时意外突然停止提供一些保险。

较高的风险：巴西经济面临一个更具挑战性的全球环境以及对其增长模式的失败产生越来越多的疑虑

巴西经济仍然存在重大风险。这些风险实际上高于几个月前的风险，因为外部形势尚未稳定，且国内问题越来越严峻。

我们的基准情景预测是基于这样的假设，即会达成必要的政治协议，以逐步降低欧洲的紧张局势并避免明年初期美国财政危机的发生。然而，这两个因素，尤其是欧洲的形势，对全球构成了主要风险。这两个事件之一所引发的外部冲击将会对巴西经济产生巨大的影响。

该国有较大的空间，可以实施一些措施来缓解经济受到重大外部冲击的影响。尽管国内利率已经处于创纪录的低位，但巴西中央银行肯定会积极地削减 SELIC 基准利率，以降低对经济的冲击影响。此外，巴西中央银行的强制银行储备目前已经达到 GDP 的 9.2%（相比之下，就在雷曼兄弟危机冲击该国之前的 2008 年 9 月为 8.6%）。这些储备是流动资金的重要来源，必要时注入系统使用（如在 2008-2009 年发生的情况）。在财政方面采取应对措施要比在货币方面采取应对措施的空间要小，但政府仍然可以通过减税并采取其他措施来应对外部冲击，鉴于相对较低的公共债务（2012 年 6 月占 GDP 的 35%，而在 2008 年 9 月占 41%）。最后，国际储备也将是弹性的来源，因为它们可以用来抵消资本流入巴西突然停止产生的影响（2012 年 7 月国际储备达到 3760 亿美元，相比之下 2008 年 9 月达到 2060 亿美元，外债总额为 3010 亿美元）。

在应对外部环境可能出现的急剧恶化情况时，政策制定者也能受益于在 2008-2009 年危机中吸取的经验，之前的那次危机成功地得到解决。

尽管有空间采取反周期政策，该国无法防止强烈影响经济的外部冲击，尤其是通过金融和信心渠道，但也是由于商品价格的下跌。可能会避免严重的经济衰退，但 GDP 增长难以呈积极趋势。

与 2008 年相比，该国这次的主要脆弱点之一是，当巴西处于比 2008 年时更加脆弱的周期性状况时，外部冲击可能降临。

在国内方面，去年经济停滞导致人们对基于信贷扩张和私人消费的巴西经济增长模式的可持续性产生了许多质疑。

信贷扩张，尤其是在消费领域，一直是巴西目前的经济增长模式的主要支柱之一。连同过去几年国内劳动力市场的发展，信贷增长为国内需求以及整个经济的骄人业绩创造了条件。

扩大内需一直是向供给部门提供支持的一个来源，尤其是那些更加依赖内需发展的部门。内需拉动的发展能够抵消供给部门面临竞争压力的某些问题（税务负担、差而又昂贵的基础设施、高利率...），这一部门传统上也得益于丰富的、低成本的劳动力。

持续强调需求方面而不是供给方面产生了许多重大问题，如家庭债务的增加、货币升值和劳动力成本的上升（与生产力不匹配）。制造业尤其关注巴西雷亚尔的升值和劳动力成本的增加，制造业更加依赖国内需求，还面临着外部竞争（基于商品的部门更加依赖外部需求，而服务业更加孤立于外部竞争）。

由于这些问题²，信贷市场增长放缓，而制造业竞争力削弱。这两种影响显然造成了近期的经济停滞。

展望未来，我们预计利率会降低 - 且外部方面有所改善 - 为信贷市场和制造业减轻一些压力。经济还应该继续受益于高商品价格。尽管我们认为国内利率有历史性下降，我们并不期待经济政策会有任何根本性改变。具体地说，我们预计注意力会继续集中在需求方面且改革议程几乎保持不变。

在我们对巴西经济基线情景的预测中，我们预计财政政策和信贷市场对国内需求增长的作用会小于以往的作用，抵消了货币政策发挥的更大作用。

即使在这个相对良性的前景下，全球环境不那么不友善，且政府能够使财政政策和信贷增长保持在控制之下，我们预计在中长期该国的增长率不会超过 4%。实际上，经济增长可能更接近 3.0%，而不是 4.0%。

更强劲的增长需要重整巴西模式，更加注重扩大供给方面，尤其是生产力方面且减少需求方面。然而，这是我们认为这是极不可能的事情。

实际上，该国增长率远远低于 3.0% - 4.0% 的风险不可以忽略不计（实际上风险高于几个月前的风险）。因此，我们可以说，我们对巴西基线情景的预测有明显的下行趋势。

在负面风险上，短期内信贷市场和工业生产可以抑制对降低利率所产生的影响。那样最终可能会削弱国内劳动力市场，并将停滞期延长更长，这样可能会增加政策滑坡的机会（比如 SELIC 基准利率过度削减或政府过度对汇率市场或激进的贸易/工业政策进行干预）。在长期内政府未必能（或根本就不会愿意）收紧信贷市场和财政政策。结果，可能因非常宽松的货币政策增强国内需求，而出现过热和泡沫经济。

方框栏 1“信贷市场增长放缓：担忧还是缓解？”以及方框栏 2“巴西和墨西哥：不断变化的前景与挑战”对本节中有关巴西经济增长模式、优势及薄弱的分析增添了内容。

²显然，这些问题背后还有其它原因，比如外部环境的恶化和较高的商品价格等。

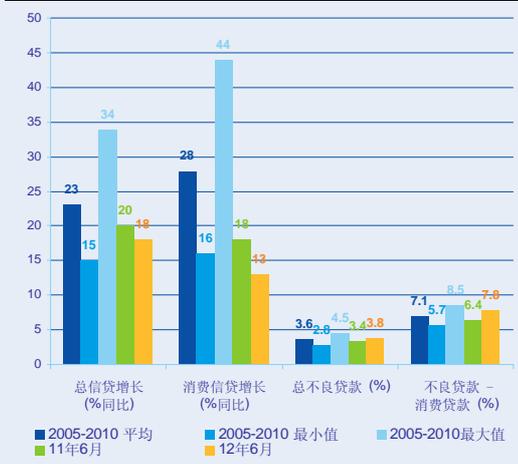
框 1 信贷市场增长放缓：担忧还是缓解？

自从 2004 年年底以来，除了雷曼兄弟危机期间的短时间以外，巴西的信贷市场一直以年同比至少 20% 的速度增长。这种活力推动信用资本从 2004 年年底的 25% 上升到占 GDP 的 50% 左右。

在信贷市场迅速发展的这个时期，许多人（包括我们）呼吁要适度。虽然起始水平低，收入扩大，利率下降，体制转变，但信贷还是增长过快。

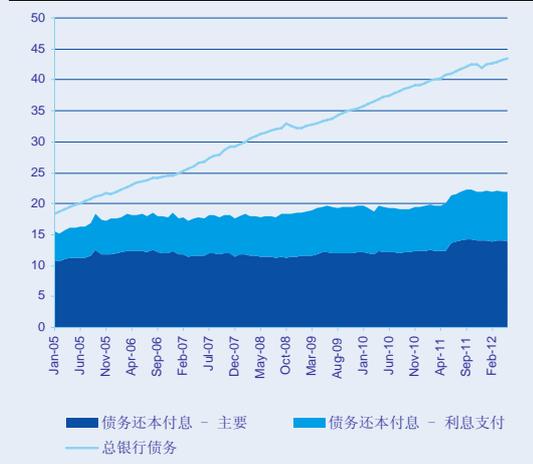
2011 年中期信贷市场增长开始放缓，2011 年年底和 2012 年初其增长放缓至 18%-17%。与此同时，不良贷款开始出现上升趋势。这些变化在消费贷款方面更加尖锐（见图表 15）。

图表 15
信贷增长与不良贷款



来源: 巴西中央银行。

图表 16
家庭总银行债务和债务服务(在 GDP 中占%)



来源: 巴西中央银行

2011 年上半年实施的紧缩货币政策（在这个时期 SELIC 基准利率上调了 175 个基点）以及去年中期全球环境恶化（例如，外国资金进入银行系统以及外国信贷进入私人非金融行业均减缓）引发信贷增长放缓。这种放缓背后有更大的结构性因素：对过度家庭债务的担忧。

根据巴西中央银行的数据，家庭银行债务在年收入中从 2005 年初的 18% 增长到 2012 年 5 月的 43.4%（12 个月前为 41%）。同期债务服务的增长也同样很大（从 2005 年的 15% 增长到 2011-2012 年的 22%），虽然没有债务增长那么大，因为自 2005 年以来平均贷款期限增加了。

根据我们自己的计算，我们的计算方法不同于巴西中央银行采用的方法，2011 年巴西的债务服务达到可支配收入的 17%，明显高于欧洲平均水平（11%）和其他拉美国家的水平（在该地区智利的比率最高，即 12% 左右）³。

因此，在一个更高不确定性和经济增长放缓的环境中沉重的家庭债务负担引发对拖欠债务率（向上）和信贷供给（向下）的修正。

由于这个原因，长期降低国内利率肯定受到信贷市场参与者的欢迎，尤其是在巴西利息支付大约占债务服务的 36%。

³ 这些数字符合国际货币基金组织在其最近的一份报告“巴西：金融体系稳定性评估”中发布的数据。

降低利率以及采用其它措施（如引入更多的激励措施，允许对拖欠贷款进行重新谈判、以当前的（较低的）利率兑换“较旧的”（较高的）利率）或实施支持家庭收入的一些政策，更容易降低家庭债务总额和债务服务。在今年下半年加快经济发展肯定是好消息。

无论如何，我们认为，采取一种渐进的、非创伤性的方式解决债务问题需要某种适度的信用。不接受信贷放缓并坚持以基于信贷的政策推动增长可能会加剧问题，而无助于解决问题。

最近几个月公布的主要反周期措施中有降低消费贷款资本及储备要求、降低对汽车和其它消费品征收的工业产品税以及公共信贷增长（它已经占信贷总额的 45%）。

在我们看来，最近宣布的集中于信贷市场和私人消费的一些措施有些令人担忧。基于上述原因，信贷放缓与其说令人担忧，倒不如说是一种缓解。

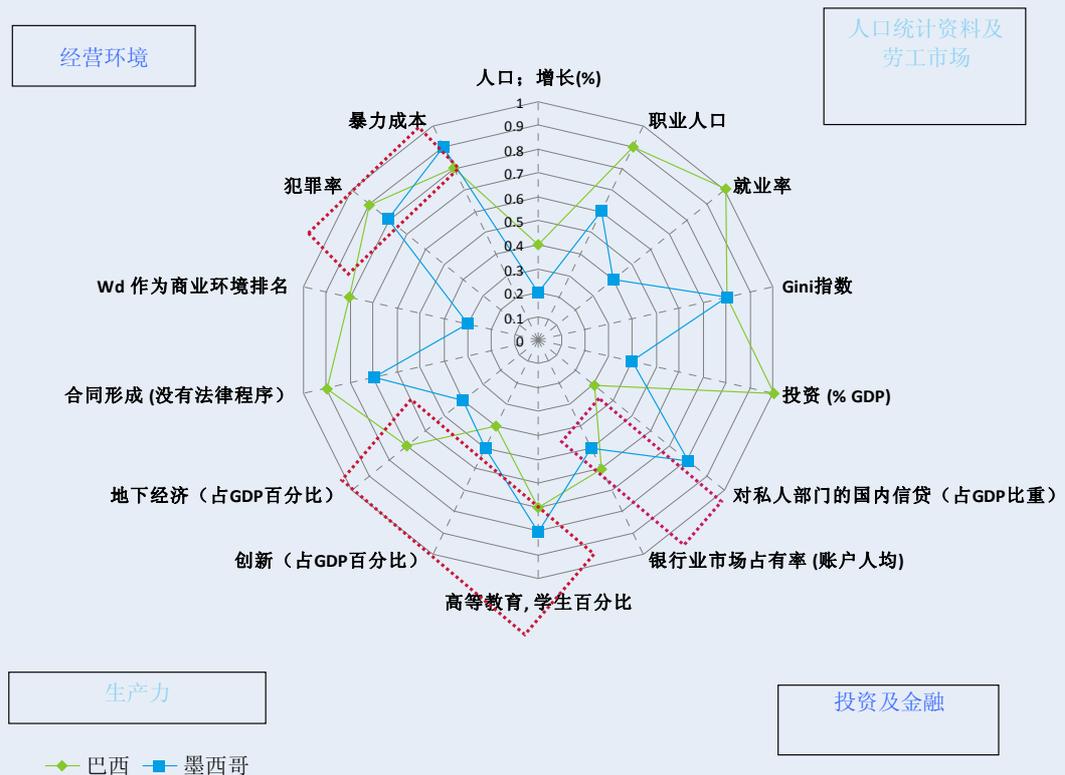
框 2 巴西和墨西哥：不断变化的前景与挑战

最近几个季度关于巴西和墨西哥经济体的经济增长预测有一些变化，例如 2012 年墨西哥的增长率为 3.8%，巴西的增长率高出近两个点。如果这一预测成真，2012 年将是墨西哥增长速度高于巴西的第二年，4 年之后有利于巴西的平均增长差距为 3.5 个百分点。

墨西哥和巴西均属于“EAGLES⁴”集团，其成员国在未来十年内对于全球GDP的贡献将大于发达经济体的平均贡献。墨西哥属于这个集团，当初是由于其大小而非增长速度而进入此集团的，近年来其增长速度低于其他新兴经济体，尤其是低于巴西 - 拉丁美洲的另一只“鹰”。巴西的GDP几乎比墨西哥高出 50%，过去 10 年中其平均增长率为 3.8%，比墨西哥高出约 1.5 个点。

此表现在增长来源方面符合全球变化趋势，越来越多的贡献来自亚洲和拉丁美洲新兴经济体，发达经济体停滞不前或衰退。这对来自巴西和墨西哥的外部需求有重要影响，鉴于他们对于上述领域接触的方式有很大的不同。从这个意义上讲，墨西哥的主要出口目的地是发达国家，主要是美国，占到海外货物销售量的 83%。另一方面，巴西出口到美国的货物占销售额的 12%，而 68% 的货物销往表现较好的地区，如中国、亚洲以及拉丁美洲其余国家（在墨西哥这个数字为 12%）。这样，巴西出口目的地经济体的 GDP 自 2003 年起增长了 50%，而对于墨西哥产品的目的地，仅增长了 20%。

图 16
巴西和墨西哥：新兴经济体的脆弱性雷达



注：值越小，相对状况越好
来源：BBVA Research, IMF、世界银行和UN数据

在中期，这两个经济体之间的平衡并不对任何一方表现出明显的优势，在一些更重要的因素方面，各国各有优势。如果我们从供应的角度以及通过生产和效率因素的适当相互作用

⁴ “雄鹰”经济体

扩大增长能力来看经济发展，有四个主要要素需要考虑：人口与就业市场、投资与储蓄、生产力以及商业环境（图表 17）。

在人口和就业市场方面，似乎墨西哥的人口增长和就业率高于巴西。巴西的低就业率引人注目，其就业率是按照工作年龄人口的百分比来衡量的。根据现有数字，巴西的就业率为 40%，比该集团国家的平均就业率低 20 个点。

在投资和银行融资方面，墨西哥在投资方面要好一些，巴西在银行融资方面要好一些。平均而言，在过去的十年里，墨西哥在 GDP 的投资比例比巴西高出 5 个点（24.6% 相对 18%），同期韩国占 29.4%。简而言之，墨西哥的投资水平对于一个没有亚洲新兴经济体国内储蓄率或未从海外获得较大储蓄的国家来说是大量且适当的。在 2001 年和 2011 年期间墨西哥国内储蓄率占 GDP 的 23.6%，而巴西平均占 17.3%。这是增加投资的明显限度，没有从海外获得任何帮助。公共和私人领域的消费在巴西占更大的分量，获得更多银行信贷进一步推动了这一趋势，无论是私人还是公共银行系统提供的信贷。国内银行信贷在巴西占 GDP 的 50%，几乎比墨西哥高出 30 个百分点，公共银行系统提供的贷款差距比私人银行系统提供的贷款差距高。

图表 18
价格竞争力，实际有效汇率(2005=100)



来源: 巴西中央银行.

图表 19
家庭债务(在 GDP 中占%)



来源: 巴西中央银行

改善商业环境无论是在巴西还是在墨西哥仍然需要做更多的工作。尽管按照世界银行的《经商图表》在经商便利性方面墨西哥比巴西有明显的优势，不断增加的暴力行为对墨西哥经济造成了不确定性。

经济增长的关键在于使用可用生产要素的效率。在雷达图（作为生产力代表所选变量的一部分）中，数字不利于巴西。事实上恰恰相反：黑市交易在 GDP 中的比重在巴西要比在墨西哥高出很多。非正规性是生产力的好迹象，因为如果活动在现行规定之外开展，主要是在财政问题上，那么经济行为者不能利用规模经济或充分进入金融市场，以提高效率并增加物质和人力资本的价值。从这个意义上说，根据国际劳工组织的数据，墨西哥的就业市场非正规性水平较高。无论如何，这两个经济体面临的挑战似乎都是减少黑市交易，以便长期经济增长（生产力）主要来源提高。

近年来巴西贸易伙伴需求强劲（不一定在供给能力方面）及更好的表现创造了更好的前景。然而，巴西模式（过于集中在高需求）的力竭迹象以及墨西哥在与巴西的竞争中获利正在使这两个经济体发生转变，对墨西哥经济更为有利。按照这种分析，在中期内在人口、劳动参与率或投资率不能给巴西带来更大的增长率。这样，最佳的 GDP 记录必须将供应方面与效率或生产率联系在一起，在评估经济变量方面的两个经济体中没有很大的差异。在需求方面，更有利的外部环境和更高的银行融资率对巴西经济增长的支持性要比

对墨西哥的支持性更大。然而，这两个因素并不一定是永久性的：新兴亚洲经济体的增长可能会减缓，巴西也可能丧失价格的竞争优势。借贷能力对于经济行为者来说，对于有特定债务水平的经济增长可能不那么重要。

的确，近期这两个国家的市场前景发生了变化，对墨西哥有利，相比之下，中国经济增长有所放缓，巴西信贷市场疲软，劳动力成本和较高的汇率对巴西工业产生了负面影响。最后两个因素与墨西哥信贷市场最近的活力以及竞争力增强的迹象形成对比。无论如何，这两个国家都是大经济体，在未来几年中均有良好的增长潜力。此外，各自的前景将由接触全球环境程度的不同以及各自采取减少弱点的改革能力决定。

4. 表格

表 1

年度宏观预测

巴西				
	2010	2011	2012	2013
GDP (%同比)	7.6	2.7	2.2	4.2
通胀 (%同比, 期终)	6.0	6.5	5.0	5.5
汇率 (兑美元, 期终)	1.66	1.87	1.99	1.98
利率 (% , 期终)	10.75	11.0	7.00	7.00
个人消费 (%同比)	7.0	4.1	3.6	4.7
政府开支 (%同比)	4.2	2.0	3.4	3.1
固定资产投资 (%同比)	21.5	4.8	0.6	8.9
财政平衡 (% GDP)	-2.5	-2.6	-1.5	-0.7
经常账户 (% GDP)	-2.3	-2.2	-2.5	-3.2

来源: BBVA Research

表 2

季度宏观预测

巴西												
	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	Q1 13	Q2 13	Q3 13	Q4 13
GDP (%同比)	4.1	3.3	2.2	1.4	0.7	0.9	2.7	4.3	4.9	5.0	4.0	3.0
通胀(%同比, 期终)	6.3	6.7	7.3	6.5	5.3	4.9	4.9	5.0	5.5	5.6	5.4	5.5
汇率 (兑美元, 期终)	1.63	1.56	1.86	1.87	1.83	1.83	2.02	2.03	1.99	1.97	1.99	1.96
利率 (% , 期终)	11.75	12.25	12.00	11.00	9.75	8.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50

来源: BBVA Research

此报告由新兴市场单位提供

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriquez@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com