

经济展望

巴西

2012 年第二季度
经济分析

- 政府和央行力图永久性降低利率。基准利率（SELIC）被从2011年8月的12.5%降低至2012年4月的9.0%，我们预计，其将很快达到空前最低记录之8.25%的水平。实际利率将在很长一段时期内低于中性水平。
- 经济增长和通货膨胀出乎市场意料，出现下行趋势，但我们预计，在采取了非常宽松的货币政策之后，这两者都将恢复。预计国内生产总值（GDP）在2012年将增长3.3%，这一增长率仍低于其潜在增长率；通货膨胀将在年底达到5.4%，高于目标范围。2013年，国内生产总值（GDP）会出现4.3%的增长，而通货膨胀率将会在6.0%左右。
- 巴西雷亚尔的再度贬值将对经济增长和外部账户产生积极影响，但将对通货膨胀产生消极影响。在对汇率市场增加干预，降低利率，尤其是在出现“全球对巴西的乐观预期出现恶化”的情况之后，二月末以来，巴西雷亚尔的贬值超过了15%。
- 在“利率较低”和“汇率进一步贬值”的基础上，向新的宏观经济均衡的过渡带来了挑战，尤其在通货膨胀管理方面。尽管现在特质风险较高，但主要风险仍来自外部环境。

目录

1. 概要：全球经济复苏，但风险重燃	3
2. 政府和央行力图将利率永久性地降下来	5
3. 经济增长和通货膨胀出乎市场意料，出现下行趋势，但我们预计，在采取了非常宽松的货币政策之后，这两者都将恢复	7
4. 财政政策：致力于实现基本盈余目标，不一定会使公共需求降低	9
5. 宏观审慎政策：灵活地对宏观经济状况进行管理	10
6. 往来账户：尽管商品价格出现回弹，巴西雷亚尔出现疲软，但往来账户依然存在压力	11
7. 主要风险仍来自外部环境，但是目前特质风险仍然较高	13
表框：“巴西公共部门银行的权利增加：是否回到了过去？”	14
8. 附表	16

截止日期：2012年5月16日

1. 概要：全球经济复苏，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。

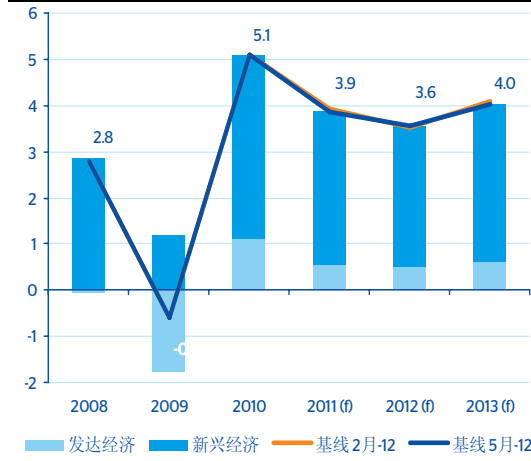
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

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

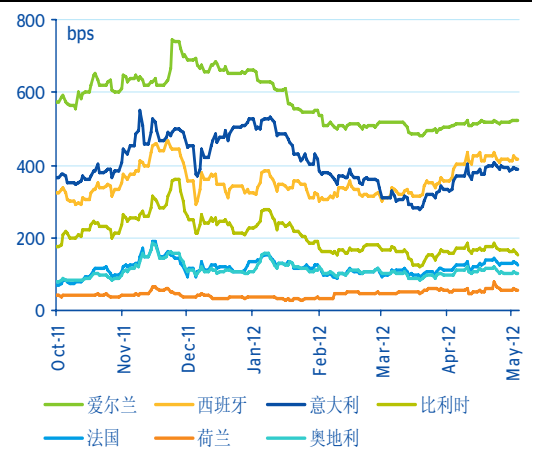
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 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。

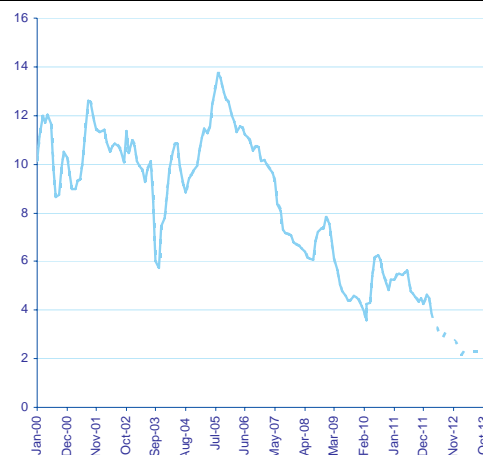
2. 政府和央行力图将利率永久性地降下来

现在，利率是巴西宏观经济争论的中心。联邦政府和央行都在采取措施，力图将国内利率永久性地降下来。实际上，多年来国内利率一直是最高利率，因此永久性地降低国内利率这一目标是合理的。尽管如此，永久性地降低利率会牵扯到很多风险，尤其是在出现政治决定-而非技术决定的时候。

2011年中期以来，央行一直在削减基准利率（SELIC），并带来了市场向下的惊喜：目前政策利率是9.0%，比2011年七月份低350bps，而且远低于大多数分析师几个月之前的预测。随着去年中期开始之基准利率（SELIC）的下降，外部环境和国内状况也出现剧烈恶化。但是，在我们看来，“采用较为宽松的货币政策”也与“货币当局之将基准利率（SELIC）永久性地降低至国际标准的意图”相关-国际标准可能对通货膨胀具有更大的容忍度。

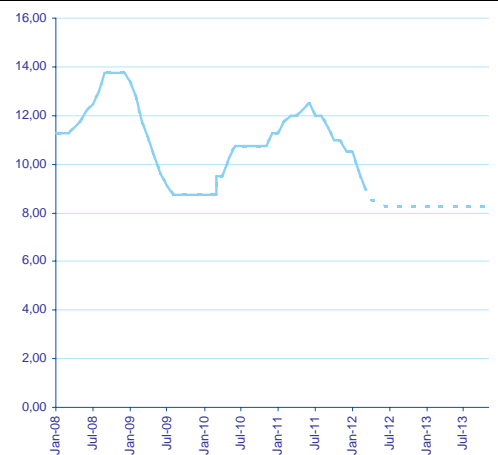
货币当局近期介绍了其官方通讯实录，称去年利率一直在下降。如下面图表3所示，事实上，巴西雷亚尔利率去年已出现下行趋势。根据央行的数据，这是一系列结构性调整的结果-例如降低风险溢价（源于“完成连续第八年之通货膨胀目标的要求”、“宏观经济稳定性”和“制度进步”），改变金融和资本市场结构、深化信贷市场、降低公共债务，以及增加外部存款的供应（并降低其供应成本）。对这些调整作出说明之后，我们-以及大多数巴西分析师-预计，中性利率将会在4.0%附近，这类似于巴西雷亚尔的当前利率。

图表3
巴西雷亚尔利率（百分比）



数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

图表4
基准利率（SELIC）（百分比）



数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

很明显，降低利率是迪尔玛（Dilma）总统政府首先需要考虑的事。因此，政府采取了一些措施，支持银行的举措。正如我们从2011年初一直强调的一样（请参阅2011年第二季度之巴西经济展望以及以下关于财政政策之章节），财政措施变得不那么具有扩展性，以便为实施较为宽松的货币政策留出空间。

除此之外，政府最近宣布将改变通常形式之储蓄账户（“contas de poupança”）的报酬，以便继续降低基准利率（SELIC）。在此之前，这些储蓄账户每月将得到0.5%，加上轻微的货币修正

（去年的货币修正是官方通货膨胀的一半左右），这些都是免税的。这一计划为基准利率（SELIC）创造了一个平面，因为倘若利率低于这一平面（在8.0%和9.0%之间），那么，大量资源就会从基准利率（SELIC）投资基金转入储蓄账户。此后，这一计划被一个新的计划取代，在新的计划中，储户将得到基准利率（SELIC）的70%，加上“基准利率（SELIC）低于8.5%（若基准利率（SELIC）等于或高于8.50%，则之前的报酬计划继续有效）的情况下”的轻微货币修正。

尽管从结构性角度来看，这是一个很具有积极性的措施，但这一措施可能给（法律上并不独立的）央行带来额外的压力，并将产生其他通货膨胀方面的风险（关于通货膨胀方面信息，请参阅下面的章节）。

在这种情况下，我们认为，未来几个月，若通货膨胀能控制其上行趋势（很大程度上受积极的底线效应的影响），央行将继续对基准利率（SELIC）进行向下调整。更为确切的说，我们预计，五月底，基准利率（SELIC）将降低50bps，七月将最终宣布降低25bps。然后，基准利率（SELIC）将在很长一段时期内保持稳定在8.25%的水平-这一水平比空前最低记录低50bps（见图表4）。

在短期时间内（未来几个月），我们会看到，这一预测会出现下行风险，这就意味着，就算国内活跃性不再降低，或者全球环境不再稳定，也不会出乎市场意料地出现低于8.25%，甚至低于8.0%的基准利率（SELIC）。但是，在中期时间内（今年年底或2013年初），风险却是上行的，因为我们不能排除出现“对基准利率（SELIC）进行暂时且有限的向上修正，以便将通货膨胀预期保持在可控范围”之情况的可能性。无论如何，尽管基准利率（SELIC）可能会提高，但我们预计，其在长期时间内的趋势将是下行的，而且巴西雷亚尔利率将继续低于中性利率，这也就意味着通货膨胀存在风险。

显然，宽松的货币政策将是明年巴西宏观经济均衡的主要因素：来自较低利率（以及疲软的巴西雷亚尔）的刺激在某种程度上将抵消全球环境之不甚乐观的状态，而且在财政方面和降低信贷增长方面要采取更大的努力，来保持通货膨胀的可控性。这种新“模型”的增长潜力也将取决于政府解决结构性问题的能力-目前，这些结构性问题正在降低巴西经济的竞争力。

3. 经济增长和通货膨胀出乎市场意料，出现下行趋势，但我们预计，在采取了非常宽松的货币政策之后，这两者都将恢复

受到上半年之逆周期政策和外部情境恶化的影响，巴西经济下半年实际出现停滞，自此之后，可获得之数据显示，2012年第一季度，巴西经济出现复苏。但是，复苏速度慢于预期，而且，实际上，与第一季度国内生产总值（GDP）预期相比，经济复苏的季度增长出现0.6%的下行风险。

供需分歧现象仍然很明显：本年度前几个月的零售销售额以及劳动力市场指标显示，国内需求仍然相对比较强劲，至少与供应相比而言是这样的-工业生产指标显示，供应依然处于疲软状态（见图表5）。

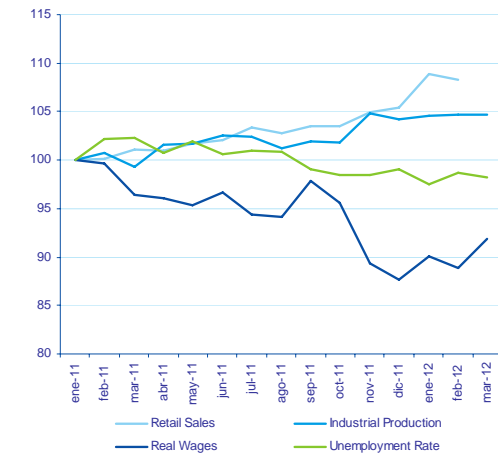
短期因素可以解释国内需求强劲的现象，这些短期因素包括最低工资增长14%，近期利率和通货膨胀的降低，以及更具有结构性的因素-例如去年较高的商品价格和中产阶级扩大带来的投资机会。另一方面，供应的疲软是因为汇率的升值、劳动力市场的紧缩、基础设施较差以及税收负担较重。

展望未来，我们认为，国内需求将在本年度剩余时间内受到史上最低之利率的支撑。我们也认为，这种支撑将会增加，而且，国内生产总值（GDP）在本年度将会加速增长-这符合货币支撑对国内经济活跃性的影响力滞后的现象。

本年度第一季度，国内生产总值（GDP）的季度增长是0.6%-或者稍低，在此之后，其在剩下三个季度的季度增长将会是1.5%左右。除了受到货币政策的支撑，劳动力和信贷市场将继续发挥其积极的作用，出口将继续保持相对强劲（出口的强劲主要是因为商品价格将继续保持在高位-尽管全球动荡的形势继续存在），而且既然库存量减少，因此工业部门对国内生产总值（GDP）的贡献将出现增长。

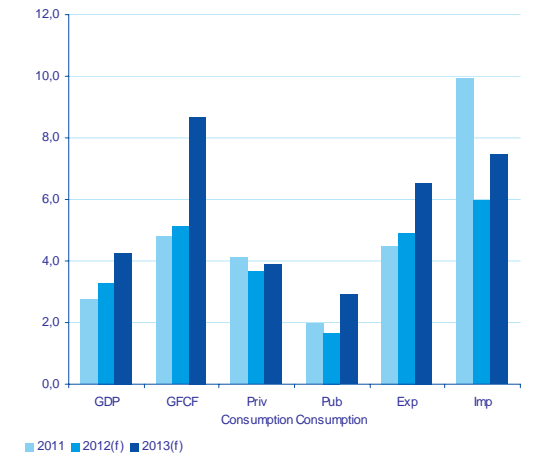
从整个2012年来看，预计国内生产总值（GDP）在2012年将实现3.3%的增长，略高于2011年2.7%的增长。2012年，受到固定资产投资的增加（5.1%），以及个人消费（3.7%）和公共消费（1.7%）的刺激，国内需求将增加3.5%左右。我们预计，2012年，经济活跃性将继续得以复苏，因此，2013年经济将增长4.3%，产出缺口将不复存在-到那时，产出缺口将依然处于负值区域（见图表6）。

图表5
经济活跃性指标（指标 2011年一月份=100）



数据来源：彭博资讯和巴西应用经济研究所(IPEA)数据

图表6
国内生产总值（GDP）和需求构成（增长率）

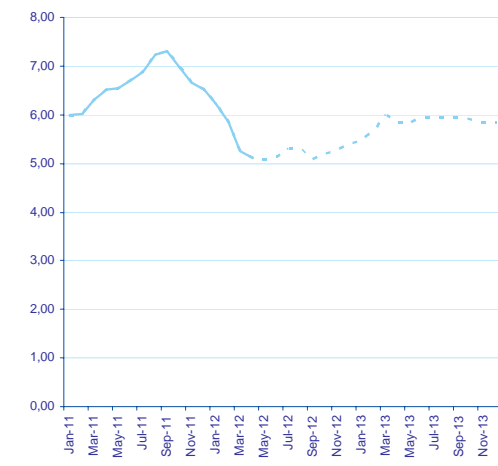


数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

与预期国内生产总值（GDP）的加速一致，我们认为，与下半年相比，本年度下半年的通货膨胀压力将会更大。正基线效应使通货膨胀从2011年底的7.0%降低至2012年四月份的5.1%，但是这种效应在五月份消失。因此，我们认为，通货膨胀降低至5.0%以下的可能性极小，而且通货膨胀聚敛至4.5%的目标值的可能性也非常小。更确切地说，通货膨胀在上半年末就会触底，那时候，通货膨胀将达到5.0%左右，而在下半年，通货膨胀平均将达到5.2%，年末将接近5.4%。明年，通货膨胀将继续面临压力：我们预计，通货膨胀在2013年底将达到5.9%，与中间目标值（4.5%）相比，这一数值更接近通货膨胀目标值（6.5%）的上限水平（见图7）。

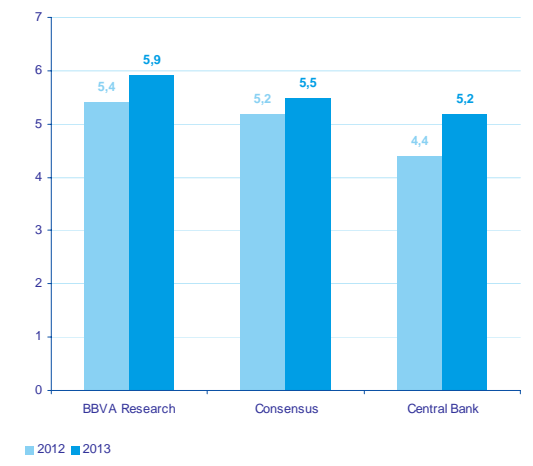
尽管可获得的数据显示，“将汇率转嫁给国内通货膨胀”的现象在巴西发生的可能性相对较低，但是事实是，与过去和我们之前的预期相比，巴西雷亚尔贬值幅度较大（对于这一问题，请参阅下面的章节），这一事实将使通货膨胀处于压力之下。较高的商品价格和其惯性也将限制通货膨胀降低的可操作空间。

图表7
通货膨胀（年度增长百分比）



数据来源：BBVA 研究所和巴西央行

图表8
通货膨胀预期（期末百分比）



数据来源：BBVA 研究所和巴西央行

4. 财政政策：致力于实现基本盈余目标，不一定会使公共需求降低

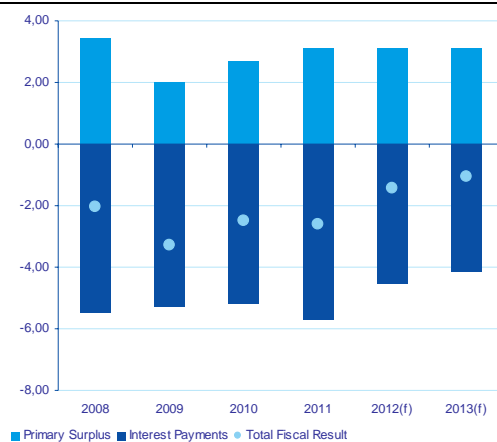
几个月之前，政府宣布将本年度的开支限制在R\$550亿（国内生产总值（GDP）的1.25%），在此之后，对于“是否能完成2012年的财政目标（基本盈余R\$1391亿，占国内生产总值（GDP）的3.1%左右）”的不确定就消失了。但是，为了实现这一目标，比这一举措更为重要的是以下之明显意图，即利用财政政策给央行提供永久性较低基准利率（SELIC）的空间以及形成一次性、非经常性收入的能力（例如，通过将航空服务授予权给予私有部门的方式）。

近期的财政数据也让我们相信，公共部门将在年底实现3.1%的基本盈余（2011年的情况也是如此，但卢拉（Lula）政府的最后两年并非如此）：与去年同期相比，今年第一季度中央政府的净收入增长14.6%，支出“仅仅”增加12.0%，因此，中央政府的基本盈余在这一时期内增长了31.3%。这有助于公共部门（由中央政府、地方政府和国有企业构成）在这一季度呈现R\$460亿的基本盈余，相当于本年度目标的三分之一。

因此，我们预计，政府在今年年底的基本盈余将达到R\$1291亿，这是积极的一步-在考虑到今年是一个选举年的时候尤为如此（十月份将举行地区选举）。尽管如此，通过创造一次性收入-而非对开支采取更为严格的控制的-来实现目标并不意味着财政政策会变得具有限制性（事实上，我们预计，联邦政府本年度的实际基本开支将增长6.5%）。这一问题显示，与使用名义目标的方法相比，使用结构性财政目标（根据经济状况和一次性收入或开支调整财政平衡）可能更合适。

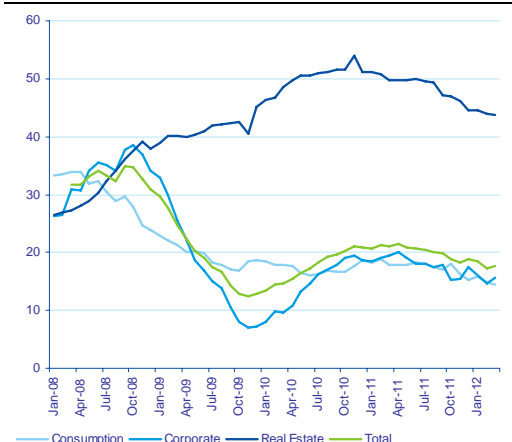
无论如何，较低的利率对公共账户将产生积极的影响，而且有助于公共部门降低其总赤字，而大额基本盈余的产生将增加上述这一积极的影响。更为确切的说，我们预计，今年的利息支付将从2011年之占国内生产总值（GDP）的5.7%降低至4.5%，因此，2012年的公共部门赤字将从2011年之占国内生产总值（GDP）的2.6%降低至1.4%（见图表9）。

图表9
财年营收状况（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：BBVA 研究所和巴西央行

图表10
信贷（年度增长百分比）



数据来源：巴西央行

5. 宏观审慎政策：灵活地对宏观经济状况进行管理

我们在近期的报告中曾指出（请参阅[2012年第一季度-巴西经济展望](#)等），宏观审慎政策将在巴西以后的宏观经济管理中起到更为重要的作用。这是其他主要宏观经济政策保持相对刚性的结果，至少在我们的基线情境中是这样的-在我们的基线情境中，全球动荡的局势还是可以控制的：一方面，考虑到要实现基本盈余目标的承诺，基准利率（SELIC）似乎开始出现下降趋势，但财政政策可操作的空间极为有限。认为“近几年所采取之宏观审慎措施对宏观经济变量产生了巨大影响”的看法进一步肯定了“这种措施在以后还要经常使用”的看法。

因此，倘若在未来几个月（或者甚至是未来几天）之内，宣布实施宏观审慎措施-例如降低央行所决定之存款准备金率或央行所决定之对消费贷款的资本要求-来增加信贷市场的活跃性并增加“银行降低其利差”的空间的话，那将不会构成出乎意料的事。对于前者而言，最近，房地产信贷、消费信贷和公司信贷都已减少，而且总信贷增长在17.0%左右，这是2010年上半年以来的最慢速度（见图表10）。信贷增长速度的降低与2011年中期开始之经济活跃性的疲软和不良贷款（NPL）份额的增加有关-不良贷款份额目前是3.7%，一年前是3.2%。在银行利差方面，最近政府发布了一项改革，催促央行降低利差（巴西利差非常高：根据最近的数据，年度利差为28%），这也符合迪尔玛（Dilma）总统之降低国内利率的目标。

尽管降低银行利差可能对信贷供应产生消极影响，但是，信贷市场应该能够在本年度下半年出现适度回弹-这主要是由于国内经济活跃性的加速-这将有助于降低不良贷款（NPL）-和宏观审慎措施的最终宣布实施。

降低银行利差是合理的目标（更不用说是必需之事），但是，倘若降低银行利差不与“降低信贷专款份额和/或存款准备金率”此类措施结合实施的话，那么降低银行利差可能对银行系统和经济产生消极影响。公共银行近期出现增长，而且其对政治压力尤其比较敏感（关于这方面的更多信息，请参阅下面之表框），因此，降低银行利差所带来的风险对公共银行的影响尤为突出。

倘若在短期内，宏观审慎措施有助于信贷和国内需求的增长，那么，在2012年底之前以及在2013年都应该使用宏观审慎措施，以便降低通货膨胀的压力。因此，宏观审慎措施在短期时间内具有扩张性偏差，在长期时间内具有适应性偏差。

6. 往来账户：尽管商品价格出现回弹，巴西雷亚尔出现疲软，但往来账户依然存在压力

在全球压力之下，商品价格显示出高于预期的回弹力，因此，我们近期对商品价格预测进行了向上的修正。正因如此，我们现在预计，与我们之前的7%相比，巴西贸易（出口价格和进口价格的比率）将下降4%（见图表11）。

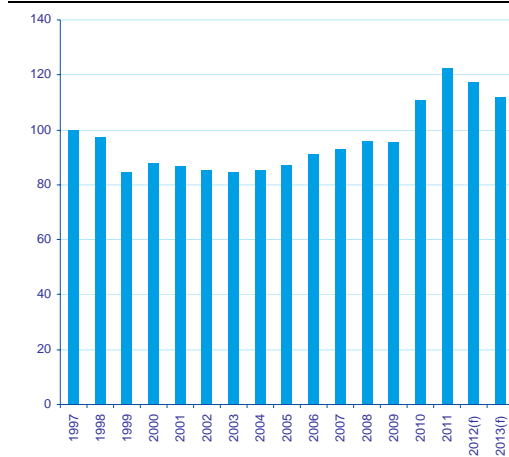
另一方面，自年初以来，巴西雷亚尔对美元降低了17.6%，自二月底以来降低了7.5%。尽管全球环境仍然处于不稳定期，但巴西雷亚尔的贬值在很大程度上是由国内因素造成的。

首先，近期对汇率市场的干预增加：一方面，政府在三月份宣布实施新的措施，来削弱巴西雷亚尔（其增高了“外部发行免于缴纳金融交易税”的门槛），而且，由于通货膨胀积极的市场表现在某种程度上降低了央行的压力，因此，央行甚至在巴西雷亚尔还处于更为贬值的水平时就加快了收购美元的速度（见图表12）。这些干预措施都印证了“政府和央行乐于接纳1.90 – 2.0范围内的汇率”的观点。

第二，基准利率（SELIC）的大幅降低也给市场带来了压力，并有助于进一步削弱巴西雷亚尔。

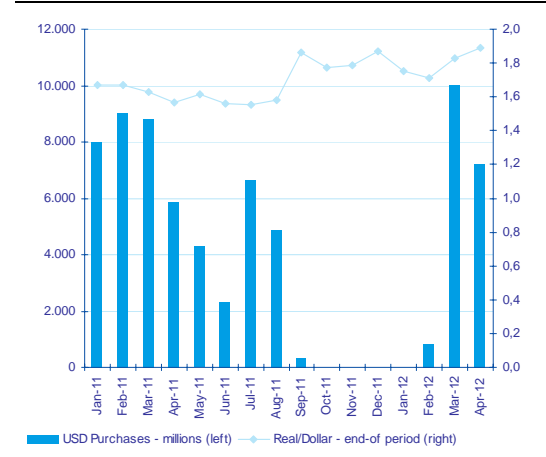
最后，也许是最重要的一点，因为“对汇率市场的干预增加”，“对通货膨胀的忍耐度明显提高”，“工业部门缺乏竞争力的迹象日益明显”，“对非正统贸易措施的采用”，以及“过去几个季度经济活跃性的较差的表现”等一些因素，目前对巴西的积极情绪进一步减少。与这种对巴西情况日益恶化的观点（对外部情境的看法也是如此）一致的是，博维斯帕股（BOVESPA）与二月份相比低了15%，而且巴西国家风险（EMBI+）所测量之目前巴西的国家风险高了15bps。

图表 11
贸易条件（指数：1997=100）



数据来源：BBVA 研究所和巴西应用经济研究所(IPEA)数据

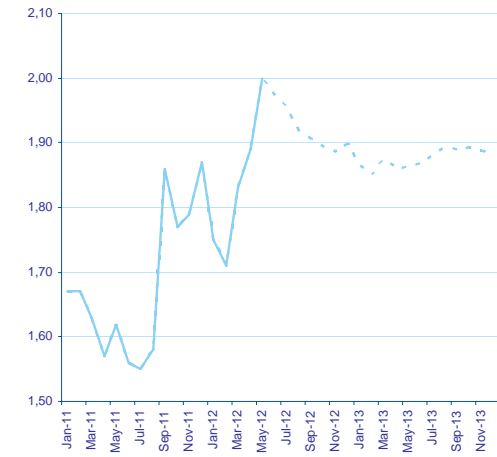
图表 12
央行的美元购买量（100 万美元）和汇率（期末）



数据来源：巴西央行和彭博资讯

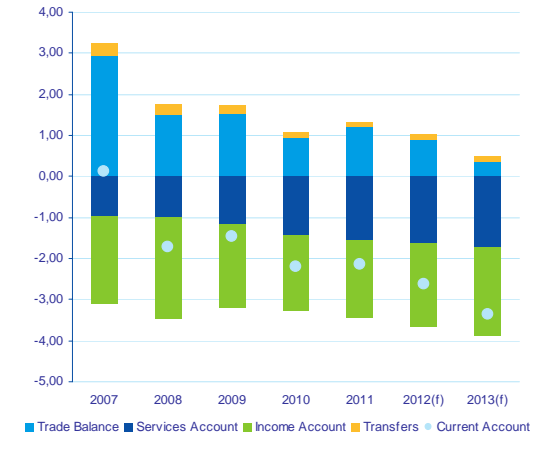
展望未来，我们预计，国内经济活跃性的复苏和商品价格的相对强劲将会支撑巴西雷亚尔出现适度升值。更为确切的说，我们预计，巴西雷亚尔在本年度剩余时间内将保持在1.90-2.0的范围内（见图表13）¹。

图表13
汇率（巴西雷亚尔/美元）



数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

图表14
往来账户（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：巴西央行和彭博资讯

货币的进一步贬值和外部账户之较高的贸易条件将产生积极的影响，但是，我们依然认为，由于国内需求和国内供应之间的缺口，往来账户赤字会恶化（尤其在本年度下半年）（见图表14）。

¹我们最近所发布之拉丁美洲经济前景并没有包含对巴西雷亚尔的最新预测，因为其截稿日在 5 月 11 日，早于我们发布新的汇率预测的日期。

7. 主要风险仍来自外部环境，但是目前特质风险仍然较高

上述我们对巴西经济的基线情境是存在风险的。其中最重要的一个风险就是外部风险。目前欧洲还存在很多不确定性，而且明显不能排除发生经济混乱的可能性。

如果这一混乱成为现实，那我们将看到，欧洲会出现信贷危机和经济衰退，美国会出现经济硬着陆，中国经济会出现减速。

在这种情况下，巴西经济将受到重创。由于受到（1）全球风险规避剧增的负面影响，（2）商品价格剧烈下滑，（3）外部需求减少，以及（4）全球金融压力向国内金融市场蔓延的影响，巴西的国内生产总值（GDP）增长将在1.0%左右。

如果采取更为扩张的财政政策并进一步减低基准利率（SELIC）的话，可能可以避免出现经济衰退。那么在这种情况下，对新的全球环境进行调整就不仅仅要求国内经济活跃性要给予方便，而且还要求汇率进一步下降。

尽管对巴西基线情境而言，其主要风险来自国外，但是，在较低利率和汇率进一步减低的基础上所进行的向新的宏观经济均衡的过渡便会对经济政策带来挑战，尤其在通货膨胀管理方面，因此，目前，与过去的情况相比，当地风险更为突出。

另外一个当地风险是工业部门缺乏竞争力所带来的风险-与过去相比，现在这一风险的相关性更大，这方面的风险一方面会破坏经济增长前景，另一方面能够引发“其他措施的采用”-例如公共信贷的过度扩张（关于这方面的信息，请参阅下面表框）-这将会增加对“公共部门对经济进行干预”的担忧，并会使巴西的制度环境出现恶化。

表框：“巴西公共部门银行的权利增加：是否回到了过去？”

上个世纪八十年代，巴西公共银行的信贷达到巴西总信贷的70%左右。这是由无序的宏观经济环境-其特点是过度通货膨胀和财政危机等-以及一系列不恰当的刺激措施-其允许公共银行参与政治事件，并控制私有银行的扩张-所致。

从上个世纪八十年代末开始，公共信贷份额出现大幅下滑；尤其是在出现通货膨胀和财政问题之后，实施了很多恰当的刺激政策，而且一些公共银行被私有化。

2001年，公共信贷份额达到34%，而且在2008年底莱曼兄弟危机波及巴西之前，公共信贷份额几乎一直保持稳定。那时，由于风险规避的增加、流动性问题的出现、和经济增长预期的大幅恶化，个人信贷出现减少。与此形成强烈对比的是，公共信贷从2008年底出现加速增长。

经济开始从外部冲击中复苏之后-甚至是在2010年出现经济过热迹象之后，公共贷款继续以比个人贷款更快的速度增长，因此，公共银行的市场份额大幅增加，并在2011年底达到总信贷的44%，实际上比其在2008年中期的份额多10 p.p.（见图表15）。

公共银行的扩张现象非常普遍。这不仅仅与巴西国家发展银行（BNDES）的扩张有关，而且与公共商业银行的活力有关。

在2007年十二月份至2011年十二月份之间的四年中，公共商业银行的信贷增长达到199%，而巴西国家发展银行（BNDES）的信贷增长达到178%。这与国内私有银行和外国私有银行的总信贷分别增长109%和69%形成对比。

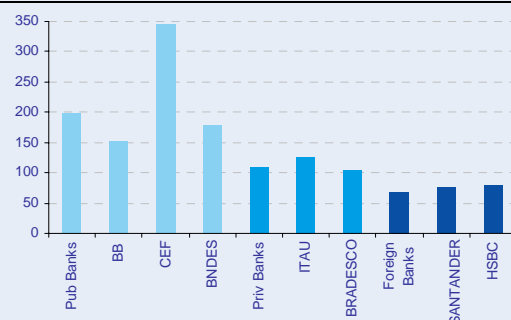
在公共商业银行内部，巴西央行（BB）和巴西联邦储蓄银行（CEF）的信贷分别增长152%和347%-这两家银行的资产占公共银行总资产的96%。

图表 15
公共信贷（占总信贷百分比）



数据来源：巴西央行

图表 16
2007年至2011年之间的信贷增长（百分比）



数据来源：巴西央行

若参考其他的参数-例如总资产和资金，公共银行的过度扩张也是很明显的。在过去的四年中，公共商业银行的总资产增加了116%，巴西国家发展银行（BNDES）的总资产增加了204%。而国内私有银行和外国私有银行之资产的增长幅度却没有那么大：分别为96%和51%。一方面，公共商业银行的资本在2007年至2011年间增长了96%，巴西国家发展银行（BNDES）的资本增长了144%，另一方面，国内私有银行和外国私有银行在这段时间内的资金分别增长了69%和112%。

尽管前几年公共银行的资金和资产的增长都十分强劲，但与之相比，公共信贷的增长更为剧烈，这显示出，与私有银行的均衡相比，公共银行的均衡出现恶化。与国内私有银行相比，公共银行存款之“不是那么剧烈的增长”也说明了这一点。

2011年十二月份，巴西央行（BB）、巴西联邦储蓄银行（CEF）和巴西国家发展银行（BNDES）的巴塞尔（Basel）指数分别是14.5、13.3和21.5，远远高于国内监管机构所要求之最低水平（11.0%），亦远远高于国际上通常所要求之水平。但是，这些数字却低于四年之前的水平，而且低于外国私有银行和国内私有银行的水平。

对其他基本比率的分析-例如信贷/资产比、信贷/资金比和信贷/存款比-进一步验证了这一说法，即总体而言，公共银行的状况不如2007年的状况稳固，而且不如私有银行稳固（见图表17、18、19和20）。这是公共银行前几年大幅增长所带来的结果。换言之，公共银行的扩张给公共银行带来了更多的市场份额，但也带来了更多的风险，因为其资本化较低，而且杠杆效应较高。

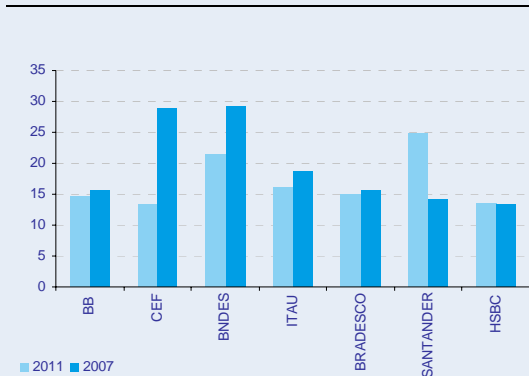
但这些因素并不意味着公共银行的金融状况疲软。恰恰相反，公共银行的资产负债表依然稳健，而且确实比几十年前更为稳健。从某种程度上来说，公共银行的金融情况好于私有银行的情况：以不良贷款（NPL）的份额为例，2011年底，国内私有银行是5.0%，外国私有银行是5.4%，公共银行只有2.1%。

但是，上面所描述之恶化状况显示，倘若公共银行继续以前几年的速度扩张的话，在中期或长期时间内将会出现问题-倘若（从政治方面）利用公共银行解决宏观经济的扭曲，则情况尤为如此。

2008年，巴西受到全球动荡的负面影响，此后所采取之增加公共信贷的决定是主要的逆周期措施之一，这些措施能够使巴西降低来自外部危机的影响，并能在2009年开始强劲的经济复苏。尽管当时公共信贷对经济起到了积极的作用，但是从政治角度利用公共银行，对经济进行复苏的做法造成了对“公共银行系统之长期表现”和“整个银行系统长期表现”的担忧。

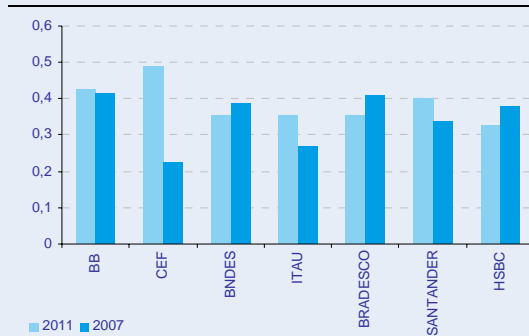
这些担忧因以下事实而得到加剧：（1）即使在2010年出现经济过热的迹象之后，公共信贷依然保持活力；（2）持续使用国库（补贴）资源对巴西国家发展银行（BNDES）进行资本化操作（2009年至2011年间，R\$2350亿-占国内生产总值（GDP）6.5%；2012年R\$450亿-占国内生产总值（GDP）1.0%）；尤其是（3）近期宣布两家主要的公告商业银行（巴西央行（BB）和巴西联邦储蓄银行（CEF））将降低其利率，以便推动巴西的银行利差的降低。

图表 17
巴塞爾指数（Basel）



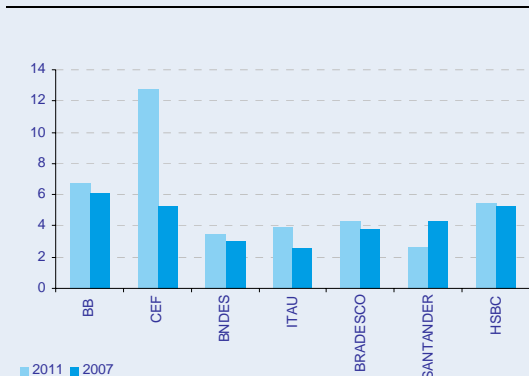
数据来源：巴西央行

图表 18
信贷/资产比率



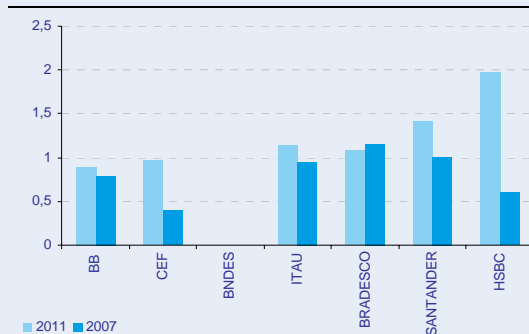
数据来源：巴西央行

图表 19
信贷/资金比率



数据来源：巴西央行讯

图表 20
信贷/存款比率（*）



（*）分析中不包括巴西国家发展银行（BNDES），因其没有活期存款、短期存款或定期存款。数据来源：巴西央行

“利用公共信贷刺激经济的做法”以及“降低公共银行贷款利率的决定”（尽管政治压力增大，但私有银行不应该这么做-至少不应该以与公共银行相同的力度降低贷款利率）显示，公共金融机构可能继续以比私有金融机构更快、更具活力的步伐进行扩张。因此，公共银行在不久的将来很可能占据巴西一半以上的信贷市场-这与十几年之前的情况类似。

如上所述，我们认为，公共银行的过度扩张中存在风险-在公共银行的扩张是受到政治方面驱动的情况下，尤为如此。这种过度扩张除了会“为公共银行的资产负债表带来恶化”，以及“将其暴露于可能出现的经济下滑状态中”（因此，整个银行系统都将暴露于经济下滑的状态中）以外，“公共银行的继续增长”可能增加对“巴西产生信贷泡沫”的担忧。这一结果也可能减少“央行将基准利率（SELIC）降低至国际水平以下”的操作空间-而这反而是巴西政府的主要目标之一。

8. 附表

巴西				
	2010	2011	2012	2013
GDP (% 同比)	7.6	2.7	3.3	4.3
通胀 (% 同比, 期终)	6.0	6.5	5.4	5.9
汇率 (兑美元, 期终)	1.66	1.87	1.90	1.88
利率 (% , 期终)	10.75	11.0	8.25	8.25
私人消费 (% 同比)	7.0	4.1	3.7	3.9
政府消费 (% 同比)	4.2	2.0	1.7	2.9
投资 (% 同比)	21.5	4.8	5.2	8.7
财政平衡(% GDP)	-2.5	-2.6	-1.4	-0.9
经常账户 (% GDP)	-2.3	-2.2	-2.6	-3.4

来源: BBVA Research

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	1.3	2.1	4.0	5.5	5.8	5.0	3.8	2.6
同比 (% 同比)	6.3	6.7	7.3	6.5	5.3	5.1	5.1	5.4	6.0	6.0	6.0	5.9
汇率 (对美元)	1.63	1.56	1.86	1.87	1.83	1.95	1.89	1.90	1.88	1.87	1.89	1.88
利率 (%)	11.75	12.25	12.00	11.00	9.75	8.50	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25

来源: BBVA Research

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.