

# 经济展望

## 巴西

2012 第四季度  
经济分析

- 世界经济将在 2013 年稳步恢复至 3.5%。主要受益于个央行采取行动后更低的风险回避
- 在 1 年的停滞之后，巴西经济在下半年开始恢复。预计在 2012 年增长 1.6%,2013 年 4.2%
- 政府在供给方的新政策增强国家竞争力。但我们调低了长期增长预测。
- 通胀压力会在明年加大。但减税会部分对冲其影响
- 在重要的向下调整后，SELIC 率预期会长期维持稳定。
- 巴西的主要风险集中在外部环境，但是仍有些特殊风险存在。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 概要 .....                          | 3  |
| 2. 以欧洲央行和美联储所采取的有力措施为标志的外部环境 .....   | 4  |
| 3. 巴西：在困境中向前 .....                   | 7  |
| 框：降低的资本和全要素生产率（TFP）使得巴西的潜在产出下降 ..... | 10 |
| 4. 表格 .....                          | 15 |

截稿日期: 2012年11月19日

## 1. 概要

**发达国家央行的果断干预限制了系统性风险出现的可能性。**欧洲央行驱散了关于欧元区解体的担忧，并且明确了通向新制度体系的路线图。联储局的流动性注入为美国在明年年初可能面临的重大财政调整作出了准备。总之，全球不确定性已经减少。我们预计世界经济稳定复苏，增长率在 2012 年为 3%，2013 年 3.5%。

**在 2012 年巴西会增长 1.6%，在 2013 年增长 4.2%。**在持续一年的停滞，巴西经济在第三季度反弹。虽然对未来几个季度的不确定性依然存在，我们认为扩张性的货币政策，工业品库存的减少，公共支出的扩大，为促进汽车行业的减税措施会保证国内需求增长。

**政府在供给方的新政策增强国家竞争力。但我们调低了长期增长预测。**巴西政府宣布了一系列措施提升本国竞争力，应对关于其增长模式和快速经济减速的批评。虽然采取措施提升竞争力是利好消息，我们依然调低了其 2014-2016 年 GDP 增长率，从 4.2%到 3.8%。这是因为新宣布的政策实施仍存有疑问，同时近期投资活动趋势向下。

**胀压力会在明年加大。但减税会部分对冲其影响。**高食品价格使通胀在 10 月达到 5.5%。一些非需求方面冲击也影响了通胀。例如电力关税的减少持续对通胀产生影响。我们认为通过管理像电力关税等的因素和实施收紧政策，政策制定者有能力控制通胀在 6.5%以下。我们认为 2013 年通胀为 5.3%，1 上涨压力存在。

**在重要的向下调整后，SELIC 率预期会长期维持稳定。**与我们的预测一直，央行在 10 月份下调 SELIC 利率 25 基点至 7.25%，并提出终止货币宽松政策。我们预计 SELIC 利率至少在 2013 年底保持不变，这将是自 1999 年实施通胀目标系统后的最长稳定时期。

**近期的财政数据显示公共部门盈利的减少，**这是相对较对开支和较少收入的结果。我们预计财政盈余会从上个 10 年的平均 3.2%下降到 2.6%在 2012 和 2013。利息支出会显著下降（由于 SELIC 利率的下调），这为更为紧缩的财政政策提供了空间。

**在几个月的稳定之后，我们预计在 2013 年汇率会小幅升值，经常帐会继续恶化。**真实汇率从 1.8/美元在 5 月底上升至 2.03，并保持在此水平。我们认为巴西经济的复苏，全球波动性额度平缓，和通胀问题的浮现会使汇率在 2013 年贬值。虽然汇率会保持在比 2009-2010 年低 15% 的水平，商品价格依然较高，我们认为经常帐会在 2013 年恶化。

**巴西的主要风险集中在外部环境。**有可能出现的欧洲危机以及美国可能的财政调整。为控制全球流动性而使用的宏观审慎措施同样令人担忧。同时，一些国内风险而不能忽视：通胀，现有增长模式的不可持续，公共银行的过度扩张以及政府的干预主义。

## 2. 以欧洲央行和美联储所采取的有力措施为标志的外部环境

### 中央银行的大胆措施已澄清了对全球经济的展望，但在避免风险方面，政策制定者仍面临挑战

预计 2013 年全球经济将继续缓慢复苏，全球国内生产总值（GDP）为 3.5%（2012 年是 3.2%，2010-2012 年平均为 4.1%）。之所以作出这一预测，是因为风险规避较低，而且中央银行-尤其是欧洲央行-的决定很具有影响力。尽管如此，在使这一展望可能出现严重恶化的因素中，三个因素比较突出：首先，欧洲将面临问题，不确定“市场参与者是否担心再次出现本年度上半年所出现之日益凸显的欧元崩溃风险”；第二，美国的问题是，美国依然存在之所谓的财政悬崖的威胁，即应在 2013 年初开始实施的削减开支和占国内生产总值（GDP）4% 的税负增加一揽子计划，其将可能把美国的经济拉回衰退状态；第三，如果中国对原材料的需求降低，那么新兴经济体国家经济增速放缓将很严重，尤其在中国和一些大宗商品导向型国家。

### 中央银行伸手营救，其他政策制定者应该顺势而行

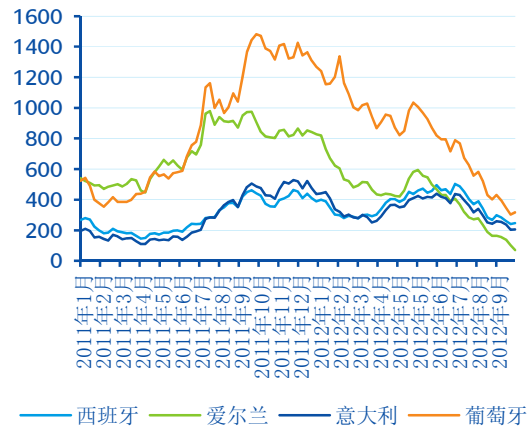
在全球经济存在高度不稳定性和威胁的背景下，在过去几个月时间内，全球各个当局-尤其是欧元区和美国中央银行-已采取了重要措施。这些大胆的措施使全球经济免于陷入类似 2008 年全球金融状况类的全球系统性事件。欧元区央行和美国央行均建立了通往新制度环境的桥梁，也在美国建立了实施新财政契约的桥梁；这些措施为其他政策制定者使用其操作空间铺平了道路；但是，因为受限制的不同，美联储的措施比欧洲央行的要更为开放：欧洲必须实现严格的财政目标，而美国的目的在于改善劳动力市场。

### “不计代价”

在我们看来，欧洲央行行长马里奥·德拉吉在七月底宣布实施新债券购买计划（直接货币购买，OMT）时，欧洲央行实际上是采取了“结束欧洲的债务危机”的果断措施。在某些情况下（详细内容请参阅[http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB\\_Watch\\_Sep12\\_tcm348-356910.pdf?ts=25102012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012)之九月份欧洲央行展望），欧洲央行能够干预次级主权债务市场。六月，欧元区举行了峰会，会议上领导们达成了一些协议，来强化货币联盟，这些协议包括：单一银行监管标准的路线图，制定覆盖财政事务的深远计划和支撑经济增长的措施。在此之后，欧洲央行采取了上述行动。德拉吉宣布实施新债券购买计划背后的道理很清楚。由于市场已经部分地为欧元区崩溃的情景定价，某些外围债券的收益升高，这能够降低欧洲央行在严重的金融分化中的指令作用。由于这种情况是“不被允许的”，欧洲央行承诺不限量购买已经向欧洲基金（即欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制）寻求援助国家的主权债务，同时施加严格而有效的条款。最后贷款方的存在消除了对“欧元在其当前形势下可逆”的恐惧。

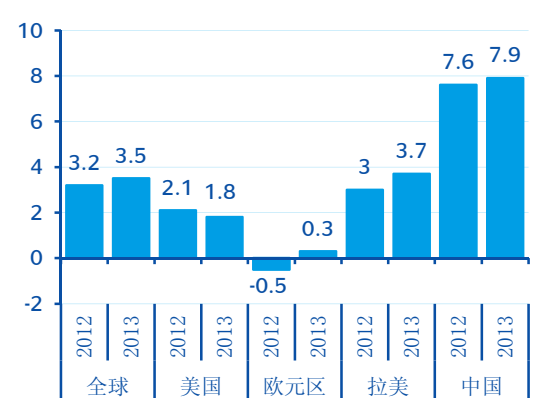
在“存在极端市场压力”和“对不断逼近之欧元崩溃恐惧”的情况下，欧洲领导者们和欧洲央行的一些措施已然受到长期期待了。但是，欧洲央行的举措比预期更具决定性。直接货币购买（OMT）计划使欧洲央行成为一个可信任的支撑体。因此，对欧元崩溃的担心就无从存在了，而且只要这一举措仍在继续，这种担心都将没有存在的理由。自六月份以来，金融市场的压力也得到显著降低（见图表 1），而且，在我们看来，尽管近期还存在一些不利市场因素，但“这种状态的保持”证明金融市场具有消除怀疑的能力。

图 1  
欧元区国家金融压力指数<sup>1</sup>



来源：BBVA 研究部

图 2  
GDP 增长率



来源：BBVA 研究部

近期，还有一些其他因素也强化了欧洲的货币联盟。首先，德国立宪法法院支持德国参与，在此之后，将对“欧元区出现的任何紧急救助”进行处理的永久基金（欧洲稳定机制，ESM）已然到位。第二，尽管进程缓慢，但在欧洲实现银行联盟（六月欧洲集团会议中的决定）的进程得以继续进行。完整的银行联盟的实现包括四个不同的因素：共同监督、共同管理、银行决议共同体和泛欧洲存款保障计划。鉴于上述之任务的范围覆盖较广，因此完全实现可能是一个长期的过程。但是欧洲领导者们同意在一月份之前达成一个银行监督日程表，而且将在十二月份的欧洲集团会议中确定更多的细节性内容。六月份，欧洲领导者们同意从欧洲稳定机制（ESM）中实行直接的银行资本重组，我们认为这是消除“主权-银行反馈环”中出现风险的关键。尽管如此，在实现管理限制之最高目标和“消除可能已然出现之主权风险和银行风险”之目标方面还可以使用其他方法。当然，银行联盟的计划需要取得快速的进展。

我们认为，在这一计划末期，欧元区将最终会出现一个完整的、“强化其管理”的一揽子计划。正如我们一直所论证的，它应该包括一个银行的联盟、一个财政联盟和一个最后借款方，这样就可以防止出现金融系统破碎。在这些方面都取得了进展。也许这样的进展还不足以快速改善当前的动态。但是，政策制定者们似乎对这一进展倾尽了全力，而且我们认为，危机最糟糕的时期最终可能结束。短期来看，欧洲央行的计划和财政受限情况下的欧洲稳定机制（ESM）为“解决周边国家之困难的融资情况”提供了基准，允许这些周边国家保持市场准入。同时，“银行联盟的正确实施”和“对财政联盟计划的进一步确定”将是实现欧元区长期稳定的关键因素。

### “...只要有需要...”

美国经济增长速度持续低走，失业率继续持高，且受欧洲不稳定环境的影响，在这样的情况下，“如何将美国巨大的赤字降低”这一选举前的困局对美国而言是最需要解决的问题。在此背景下，美联储没有犹豫。首先，根据其“前行指导政策”，美联储宣布其将至少在 2015 年中期之前保持其当前利率不变。第二，为了支撑增长和就业的复苏，美联储宣布实施新一轮量化宽松政策。

此次之进一步的货币宽松政策与以往几轮不同。首先，为了改善家庭财政状况，美联储将购买按揭抵押证券（MBS），而非国库券。第二，美联储将在相当长一段时期内实施上述政策，即便是在“经济复苏状况得到改善”且“劳动力市场出现巨大改善”之后仍将如此，换言之，美联储在“经济增长开始增加”的时候仍将继续购买按揭抵押证券（MBS）（更多细节请参阅 [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB\\_Watch\\_Sep12\\_tcm348-356910.pdf?ts=25102012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012) 之美联储展望）。

1: BBVA 研究之金融压力指数 (FSI) 是一个综合指标，其概述了以下因素动态：风险对策（五年期信用违约掉期、非金融公司信用违约掉期和金融债务）、波动性（股票、利率和汇率）和流动性压力（银行同业利率和三个月期无风险资产之间的价差）。

在我们看来，美联储通过实施第三次量化宽松并延期政策指导，购买了一份防范“财政悬崖”的保险，但其若不和财政措施一起实行的话，并不能保证万无一失。在我们的基准情景中，为避免“自动开支削减和税负增加之完整一揽子计划的实施”，将会达成一个协议。但是，我们仍然认为会出现某种形式之“降低经济增速”的财政整合。为避免在 2013 年倒退到衰退状态，美联储用第三轮量化宽松和政策指导给美国经济提供了其所需的推动作用。事实上，根据我们的估计，货币宽松政策对 2013 年国内生产总值（GDP）将仅仅产生百分之零点点的贡献，但从 2014 年开始，其影响将变得更为显著。对通货膨胀的影响将比较小，且影响出现的时间将被延迟（见本报告第三章）。尽管如此，在我们看来，美联储对较高通货膨胀率的忍耐力将取决于经济增速和劳动力市场的改善状况。

第三轮量化宽松的潜在影响不仅仅限于美国经济。正如前期方案所示，前期方案促进资金流入了新兴经济体国家，降低了新兴经济体国家的风险溢价，并降低了其融资成本，推进了信贷有效性和经济增速，当然也抬高了这些国家的通货膨胀。我们的预计显示，由于新兴经济体国家的风险溢价和资本流入的相对变化，第三轮量化宽松（加之德拉吉的影响）所产生的影响将低于第一轮量化宽松。无论如何，其所产生的影响将取决于国内政策对资本流入的反应措施（见第三章）。

## 中央银行的反应不足以使全球经济恢复到稳定增长状态

全球经济增长速度也许没有下降至过去 30 年的最低水平（2009 年大衰退除外），但其低速增长的环境依然存在。鉴于当前的去杠杆化环境，我们可以预料，发达经济体自从 2011 年就失去了增长势头。近期，新兴经济体国家也受到影响。鉴于此，贸易渠道在降低出口和国内生产总值（GDP）增长方面影响巨大（见表格 3）。当然，三个最大新兴经济体国家的情况即是如此。巴西经济在本年度上半年就陷入止步不前的状态；印度在第一季度和第二季度的国内生产总值（GDP）年度增长分别是 5.3% 和 5.5%，是 2009 年以来的最低速度；尽管中国近期的数据显示其经济将会出现回升，但其第三季度的经济增长率是 7.4%，为 2009 年以来的最低速度。

尽管如此，美国中央银行和欧元区中央银行所采取的措施正在从某种程度上消除了一些疑问，并改善了对经济的预期展望。在我们的基线情景中，欧元区经济很可能在进入 2013 年时获得增长势头。尽管欧元区国内生产总值（GDP）将在 2012 年出现负增长（-0.5%），但其在 2013 年将出现小幅回升（+0.3%）。我们对美国的预期保持不变：即美国经济在 2012 年和 2013 年的增长将是 2% 左右。与“我们十月份的情景中之主要的下行修正”相一致的国家是中国（2012 年 -0.2 pp，2013 年 -0.4 pp）- 尽管由于“预期政策刺激”部分地缓和了其下滑趋势，中国在 2012 年和 2013 年的增长率均将保持在接近 8% 的水平上。其他新兴经济体国家将会填补上述三个主要新兴经济体国家的下行趋势：对拉丁美洲经济增长的预期展望是其在 2013 年将出现小幅回升，2013 年，这一地区的经济增长率将从 2012 年度的 3% 上升至 3.7%。

总之，预计全球经济将继续缓慢恢复，其国内生产总值（GDP）将保持在 3% 至 3.5% 之间。但这一情景还将取决于一些关键假设，尤其取决于欧洲政策制定者能否实现其承诺。首先，这一情景假设“近期对金融监督的争论不会对六月份所达成之协议产生较大影响”，因此主权和银行风险之间的恶性联系就不复存在，而且货币政策传动效应将再次开始起作用- 货币政策传动效应在欧元区主要是由银行操作的。第二，我们假设，如有需求，消除“兑换性风险”的机制将被完全启动。这将使周边国家的收益处于可控状态，但是随着欧洲之新制度安排的进展和承诺的实行，周边国家的收益同时也会出现大幅减少。欧洲稳定机制（ESM）/ 欧洲央行的干预足以将“西班牙和意大利的收益”恢复至与“其政府债务之中期稳定性”相一致的水平上，和“足以使改革产生长期效果”的水平上。这就意味着西班牙和意大利仍将保持其市场准入和投资等级评级，并“实现其财政承诺”或“获得延期的权利来实现财政承诺（理想状态下，在其机构性财政平衡方面）”。对于此，应该考虑到“财政调整和经济增长之间”的反向经济恶性循环，以及“出现负财政乘数高于预期”的可能性，至少在短期内如此。最后，在这一情景中，希腊仍将是欧元区的一部分，其将从欧洲获得更多的后续资金并/或较长的时间来完成其财政限制性。基于以前的经验，很多方面还是有可能恶化，但是，政策制定者们倾向于在关键时刻到来的时候为欧洲问题找到解决之道。

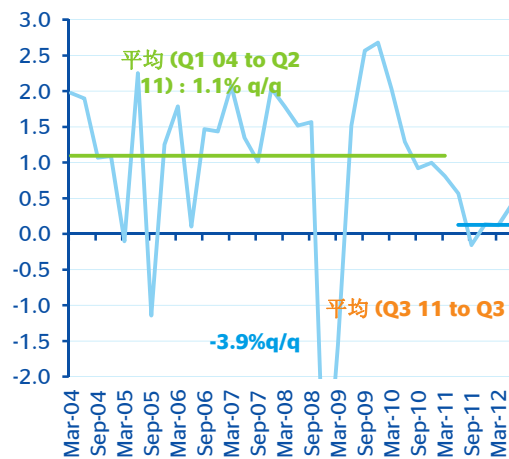
### 3. 巴西：在困境中向前

#### 在 1 年的停滞之后，巴西经济在下半年开始恢复

从 2011 年中旬至今，巴西经济一直处在低迷的状态。上四个季度的 GDP 平均增速是 0.1% 季度环比，明显地小于自从 2004 年起保持的 1.1% 季度环比。（见图 3）

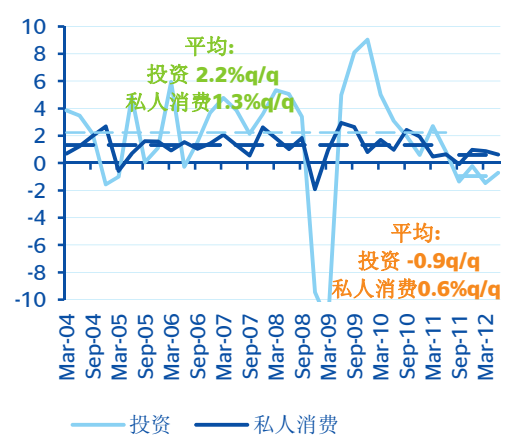
在上一期的巴西经济展望中，我们讨论了导致经济放缓的原因。这既有外部需求的因素，又有本国因素的作用。虽然全球的不稳定有着不可忽略的影响，但是本国工业部门竞争力的下降，信贷市场的放缓，和政府干预降低本国需求都有着重要的影响。

图 3  
GDP 增长（季度环比）



来源: IPEADATA

图 4  
私人消费和投资增长（季度环比）



来源: IPEADATA

第三季度数据显示，GDP 增速返回强劲水平。高频数据，例如工业产值，零售销售，汽车销售，就业市场指标，信心调查都显示经济在第三季度恢复。我们预计在第三季度经济增长 1.4% 季度环比，这将会是自 2010 年初最好的数字。

我们认为扩张性的货币政策，工业品库存的减少，公共支出的扩大，为促进汽车行业的减税措施会保证国内需求增长。虽然第三季度经济的恢复只要源于国内环境的好转，全球风险回避的下降也提供了支持作用。

#### 今年下半年的经济恢复不会阻止全年 GDP 在 2.0% 以下

尽管 GDP 在第三季度恢复，未来几个季度的增长前景依然不明。最近的增长非常依赖汽车行业的表现（也依赖于促进此行业的政策）。另外，虽然私人消费的表现并没有完全令人失望，投资支出并没有恢复，全球的信心以及政府在供给方面推出的提高竞争力的措施是否可以促进企业进行资本投资并不明朗。信贷市场并没有出现复苏的确切信号，违约率也没有像预期中下降。最后，外部环境持续为潜在的动荡因素。（在本报告的最后一节，提供关于外部及内部风险的分析）

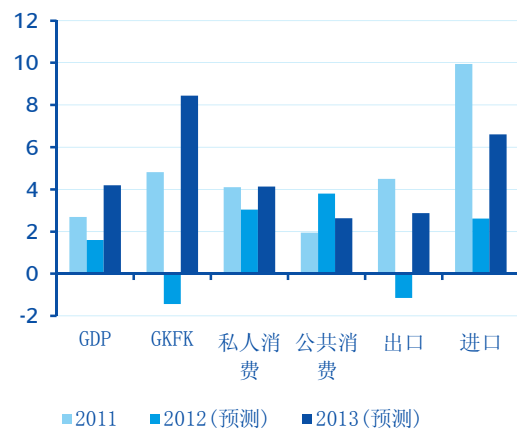
不过，尽管有这些风险，我们认为促进经济在第三季度增长的因素会持续为巴西提供活力。宽松的货币政策和财政状况，库存向上调整的需要，以及发达市场极端情况不会出现。

我们预计第四季度增速会比第三季度稍低，但会显著高于第一季度，

尽管下半年增速加快，但我们预计全年增长仅为 1.6%。连续两年增速会低于潜在增速的 3.8%，也低于 2003-2010 的平均值 4.1%。

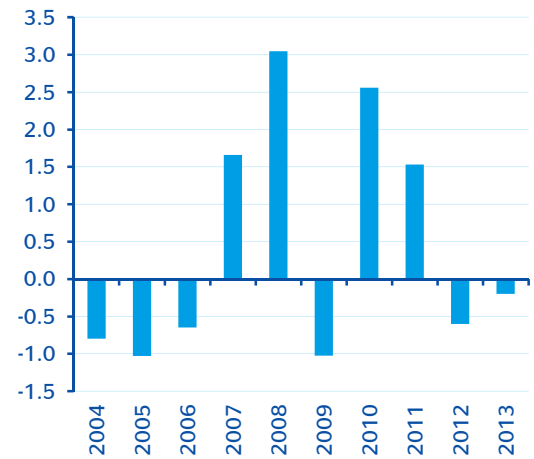
2012GDP 预测低于之前预测的 2.2%。这个向下调整基于低于预期的下半年复苏速度和小幅增长的前景。

图 5  
GDP 增速



来源: BBVA Research and IPEADATA

图 6  
产出缺口<sup>(\*)</sup> (季度环比)



(\*) 产出缺口 = (GDP 观测值 - 潜在 GDP) / 潜在 GDP  
来源: BBVA Research

## 在两年的糟糕表现后，我们预计 2013 年 GDP 增长 4.2%

2012 下半年的复苏为 2013 更好的表现铺平了道路。从统计数字的方面看，会有大约 1.8 基点的留后效应。即是如果 2013 年经济保持在 2012 年的水平不变，那么 2013 年 GDP 会增长 1.8%。从经济的角度来看，2012 年下半年的表现会帮助 2013 年有一个良好开始，低库存和高信心的状况都好于 2012。

GDP 的内部需求因素来看：下年投资会增长 8.0%左右，与 2012 年下降 1.0%相比。这是由于高公共支出，对私营部门进行基础设施投资的特权，和更好的宏观环境。明年国内需求应同时被消费和投资所驱动。（见图 5）

GDP 的外部需求因素来看：在下降 1.0%之后，出口在 2013 年会复苏。更好的谷物收成，阿根廷的经济复苏（其是巴西制造业产品的重要进口国），和中国的经济增长（2012：7.9%，2012：7.6%），和更低的汇率。我们预计出口在 2013 年扩张 3.0%，但低于 2003-2010 平均值 5.5%。进口在 2013 年也会改善，与本国需求的强劲一致。我们预计进口 2013 年增长 6%与 2012 年 3%相比。

总的来讲，2013 年经济的反弹决定在于国内需求的加速，其对 GDP 的贡献会从 2012 年的 2.2% 上升至 2013 年 5.1%。进口大于出口更多的扩张意味着外部需求对 GDP 的贡献为负。

经济的恢复会在 2013 年底消除产出缺口，在很长一段产出缺口为负之后。（图 6）



## 政府在供给方的新政策增强国家竞争力。但我们调低了长期增长预测

在前几个月，政府对关于巴西增长模式的批评作出了回应。（见上一期巴西经济观察）一系列增强竞争力的新措施被宣布。其中包括对某些部门减税，电力关税的削减（大约 20% 的减税和对私营部门特许权的重新发放），和对私营部门开放基础建设投资部门。政府在继续研究减少债务负担和修正税务系统的扭曲。因为很多不同部门设计这些改革，任何改变都非常敏感。但是任何新的发展都是非常正面的信息。

提升竞争力的新措施不会取代继续促进信贷和消费增长目标。在未来几年，信贷和消费仍然有很大的增长空间。

增强竞争力的措施会是对近年实行的促进国内需求措施的补充，而不是取代。在现今较弱国内需求形势下，这样的措施可以理解的。但是当经济恢复之后，这些措施可能成为一些问题的来源。需求政策（同时也有供给政策）在短期内可以促进经济增长，但是中长期来讲可能会导致例如过度信贷增长的问题。

虽然采取提升竞争力的措施是正面新闻，但是是否政府有能力把这些政策落实依然存有疑问。另外，政府的微观管理和干预主义也使这新的政策存有疑问。

进来对于实行新政策提升竞争力的怀疑和对政府过度干预的担忧使投资下降并且让我们决定下调长期增长预测。2014-2016 的潜在 GDP 增长率从 4.2% 下调至 3.8%。（更详细讨论见框）。实施提升竞争力措施的有效性，即是税率的显著减小，税制结构的简化和增加公共及私人投资可以使我们调高这些预测。

框：降低的资本和全要素生产率（TFP）使得巴西的潜在产出下降

最近我们修订了潜在产出模型，它遵循生产函数的方法。连续第二年我们的模型显示该国的增长前景减弱。更准确地说，现在该模型告诉我们，2014-2016 年巴西的潜在产出在 3.8%左右，低于前两年的估计值（即 2011 年和 2010 年分别为 4.2%和 4.5%）。

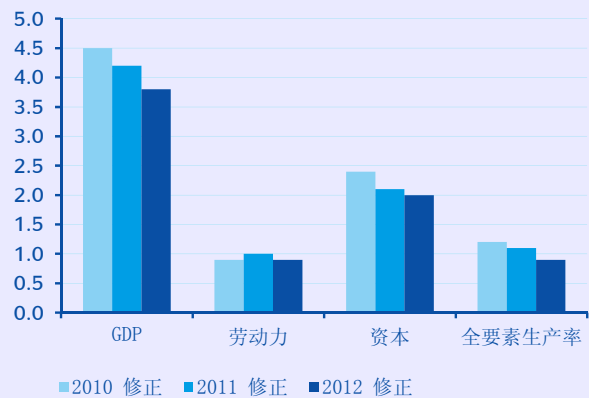
如图 7 所示，资本要素和全要素生产率（即从广义上说衡量劳动力和资本使用方面的生产率）发展前景减弱说明了对过去两年潜在 GDP 下调的原因。根据我们的估计，2014-2016 年资本要素对潜在增长的贡献下降，即从 2010 年的 2.4%左右下降到 2011 年的 2.1%，然后又下降到现在的 2.0%。同样，全要素生产率的贡献从 2010 年的 1.2%下降至 2011 年的 1.1%，2012 年又下降至 0.9%。劳动力要素对 GDP 增长的贡献基本保持不变，约为 0.9%。

我们认为，资本和全要素生产率的贡献前景减弱，是与近年来无法推动投资增长和改革议程的停顿相关联的。就后者而言，2011 年投资增长了 4.8%，

然而预计今年下降幅度超过 1.0%。与 2004 - 2010 年期间所记录的平均增长率 9.3%相比较，这些数字较差。虽然外部环境肯定没有支持性，但政府无法推动公共投资增长以及对私人投资方面存在的机构和监管不确定性带来的负面影响也是投资疲软表现一个关键因素。关于改革议程，在卢拉（Lula）政府过去几年里以及迪尔玛（Dilma）政府的头几年中，在提高国内竞争力方面取得的进展甚微。

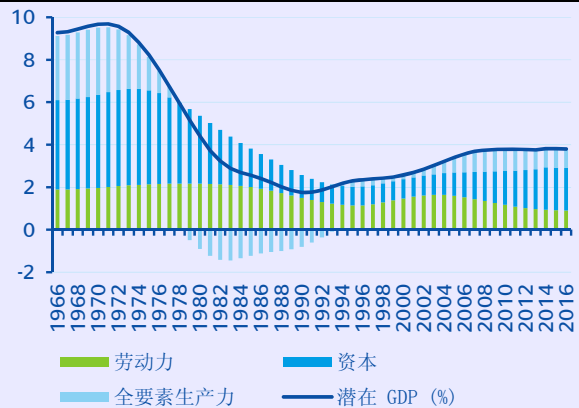
正如我们在本报告中所指出的那样，仍有这样的机会，即采取某些积极的结构性措施将有助于改善未来几年全要素生产率和资本的贡献前景。如图 8 所示，根据我们最新版本的潜在 GDP 模型预测，在未来几年内全要素生产率的贡献将基本保持不变，而资本要素的贡献将会增加。然而，非常必要的是，未来经济可持续增长速度约为 4.0%或更高，尤其是因为人口统计数据 and 当前劳动力市场状况（失业率非常低）将会使劳动力要素的贡献持续受到制约。

图 7  
2014-2016 潜在增长和不同因素的贡献 (%)



来源: BBVA Research

图 8  
潜在增长和不同因素的贡献(%)



来源: BBVA Research

## 明年通胀压力将会增加，但在一定程度上会受到减税影响的抵消

在过去的几个月里，供给冲击使得食品价格急剧呈上升趋势，由于受到食品价格的影响，通胀压力增大。10月份通胀年同比达到5.5%，这是自2月份以来最高的数字。同期食品通胀年同比达到10.5%（见图9）。

如果食品通胀维持接近于今年上半年的平均值（并非远离自2004年以来所记录的平均值），而非急剧上升，那么现在和今年年底整体通胀可能会保持在4.8%。这远远低于目前的通胀水平，但仍高于4.5%的通胀目标。

然而，如果我们排除对通胀的一次性、非需求因素的影响（如政策制定者要求分析师所做的那样），我们还会看到如果通胀方法没有改变且没有实施车辆和其它商品的减税政策，通胀会有如何表现。我们的计算表明，如果将这些因素排除在外，2012年通胀率会高出约80个基点。因此，如果通胀计算不考虑负面食品冲击和积极的一次性因素，现在（及今年年底）通胀会保持在5.6%左右。

2013年一次性因素将会继续对通胀有重大影响。按照近期公告，预计明年年初电价会下降约20%，使2013年通胀降低约50个基点。此外，我们认为明年很有可能会实施对通胀非微不足道积极影响的其它减税措施。另一方面，燃油价格的最终调整（2012年基本保持不变，以免对通胀产生负面影响）以及临时减免税政策的结束是对通胀构成上行风险的一个来源。

我们认为，适度的食品价格会使通胀在今年余下的时间里基本上保持稳定。我们预计巴西全国广义消费者物价指数（IPCA）年底会达到5.4%。由于经济复苏且弥补产出差距，我们预计2013年会重新出现通胀压力。财政政策和货币政策的基调，不情愿接受货币更急剧升值和采纳更高的进口关税，应当有助于创造一个不利于通胀的环境。

然而，我们相信，政策制定者通过管理上述一次性因素（燃油价格、电费、减税...）以及通过采取一些限制性措施（见下文）将能够使通胀率远离6.5%的通胀目标上限。

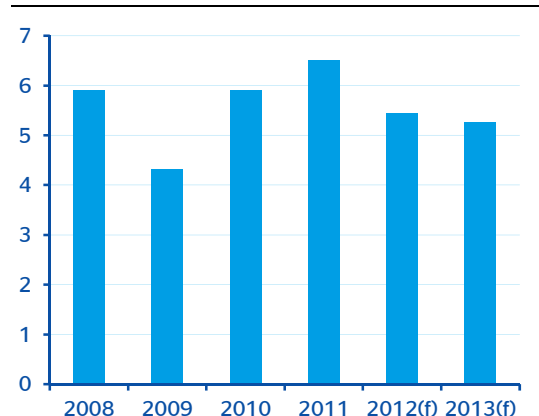
我们预计2013年年底通胀率为5.3%（见图10），但是可以看出这种预测有不断增大的向上偏差（关于此问题的更多情况，请见下文有关巴西经济面临特殊风险和外部风险的内容）。

图9  
通胀：总体值和食品分类 (%y/y)



来源: IBGE

图10  
通胀：期末值 (%)



来源: BBVA Research and IBGE

## 在历史性下调之后，预计 SELIC 基准利率将会在空前长的一段时间里保持稳定

根据我们的预测，央行将削减 SELIC 基准利率 25 个基点至 7.25%，并要求终止在该国实行的最激进的货币宽松周期之一。从 2011 年 8 月至 2011 年 10 月，参考利率降低了 52 个基点（见图 11）。在此期间，防止 SELIC 基准利率降低到历史最低水平的一些障碍（如储蓄账户补偿）（“contas de poupança”）被取消。

除了削减 SELIC 基准利率之外，货币当局将重点放在（“反通胀”）外部环境（尽管存在“短期”的食品压力），并提出建议，利率应在“足够长的时间内”保持稳定。

我们预计 SELIC 基准利率保持在 7.25% 不变，至少到 2013 年年底。这是自 1999 年实行通胀目标制度以来最长的稳定期。

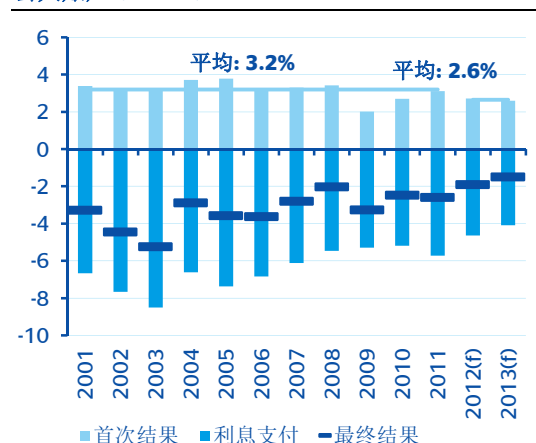
我们认为，2013 年更高的通胀压力不会引起利率调整。正如我们在前面所讲到的那样，我们预计通过管控减少某些税收，这些压力会得到控制。此外，我们预计会实施一些财政政策的紧缩措施，雷亚尔一些升值可以被接受，而且会采取一些限制性的宏观审慎措施（正如我们在图 15 所说明的那样，巴西已经采取了这种措施，其积极性高于该地区的任何其他国家）。换句话说，经济主管部门会使用 SELIC 基准利率之外的手段防止通胀失控。

图 11  
SELIC 利率 (%)



来源: BBVA Research and Central Bank of Brazil

图 12  
公共账户 (% GDP)



来源: BBVA Research and Central Bank of Brazil.

## 更多的公共投资和降低的税收负担换取降低的基本盈余吗？

最近的财政数据显示公共部门的基本盈余恶化：按年度计算，基本盈余由一年前占 GDP 的 3.2% 下降到 9 月份的 2.3%。基本盈余账的下降（不包括利息支付）是相对较强支出和不够强劲收入（由于经济增长缓和和减税）的结果。

基本盈余的下降既不是不合理，也不是令人惊讶，尤其是因为 1) 经济运行低于其潜力；2) 由于 SELIC 基准利率急剧下降，利息支付稳步下降（与一年前的 5.7% 和 2004 - 2011 年期间平均 6.2% 相比，9 月份利息支付“仅仅”占到 GDP 的 5.1%）；3) 公共债务状况仍然是非常积极的（与 2012 年 9 月份的 36.3% 和 2004 - 2011 年期间的 44.5% 相比，9 月份为 35.3%）。

虽然基本盈余减少有周期性的因素，但我们认为，也有结构性的因素。更确切地说，我们预计从现在开始起，甚至在经济复苏之后，政府的基本盈余将会降低。由于我们预计近期大部

分利率降低将会是持久性的，即使基本盈余占到 GDP 的 1.0%（远远低于目前 3.1%的目标），会保证公共债务/GDP 比率不会增加。

我们认为，如果能够达到两个条件，政府在实施新财政制度方面将会取得成功。首先，使用剩下的财政空间来减轻税收负担和/或增加公共投资（这将有助于提高私营部门的竞争力，并避免更大的通胀压力）。其次，使用另外一种财政锚取代当前的基本盈余目标，以保证公共债务持续趋于下降，并管理预期。

虽然目前尚不清楚政府如何从当前的制度向新制度转变（事实上，甚至还不清楚是不是会有一个新制度），我们预计从今年起税收负担将会降低，公共投资将会增加。因此，我们预计基本盈余会从过去十年中的大约 3.2%下降到 2012 年和 2013 年的大约 2.6%，在未来的几年甚至会降低到更低。

如图 12 所示，基本盈余的下降将会伴随着利息支付下降，这将会保证总财政结果的下降低于-2.0%的水平。最后，我们预计 2012 年和 2013 年公共债务仍接近于 35%，在未来一年会接近 30.0%。

虽然当前财政目标放宽（或简单地说，公共部门基本盈余减少）从债务的角度来看并非是一个令人担忧的问题，但它可能会对通胀产生影响。换句话说，一个更加扩张性的财政政策明年可能会增加通胀压力，因此，我们认为在经济复苏和产出缺口弥补时，此项政策会进行微调（即其扩张性降低）。如果不是这样，则有通胀上升和 SELIC 基准利率上调的风险（这不是我们的基本案例情形，而是该国的风险情形，如下所述）。

## 在许多个月来汇率保持稳定之后，我们预计 2013 年汇率会有小幅升值，经常账户会有恶化

如图 13 所示，在对欧元区出现新一轮的悲观情绪之后，汇率从大约 1.8 雷亚尔兑换 1 美元发展到 5 月底的约 2.03 雷亚尔兑换 1 美元。因为在汇率市场政府和中央银行持续进行干预，而且承诺如果需要会有更多干预（关于在巴西以及该地区其他国家汇率市场干预程度的评价，见图 15），尽管自那时起外部情绪已略有改善，但雷亚尔未能回到更高的增值水平，SELIC 基准利率会持续降低。

或许比雷亚尔新增值更令人惊讶的是其稳定性。更准确地说，在过去几个月中汇率波动急剧下降：自从 5 月份以来平均值（2.03）汇率标准偏差为 0.02，不到前一个月标准偏差的一半（见图 13）。由于这一惊人的稳定性，有些分析人士说目前的汇率制并非是一个自由的汇率制，而是一个爬行钉住汇率制。

我们预计在今年余下时间里全球紧张局势和国内干预会使雷亚尔基本保持在目前的范围内。我们预计 2013 年巴西经济会复苏，全球动荡会有所放缓，关于通胀引发雷亚尔略微贬值的担心会增加。我们的预测是，在 2013 年大部分时间雷亚尔将会保持在 1.95，今年接近 1.96。

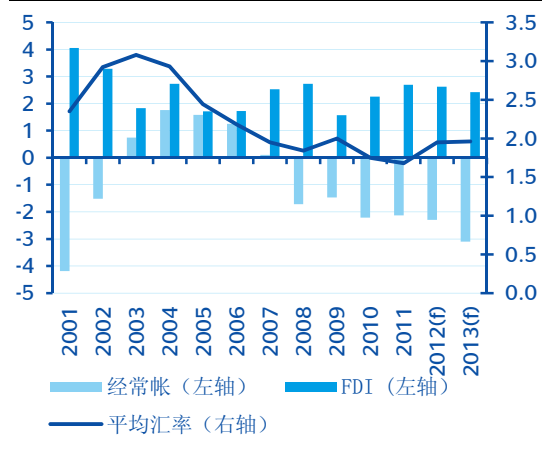
即使汇率将持续平均低于 2009-2010 年水平的 15%且商品价格保持在相对强劲水平（尤其是食品类商品），我们预计 2013 年经常账户会恶化，到今年年底会超过 3.0%（见图 14）。这种恶化将会出现在约 2.0% -2.3%的较长稳定期之后，符合这种预期，即在未来几个季度国内需求将会回升。然而，我们预计外国直接投资（FDI）将会继续为大部分经常账户赤字提供资金，国际储备将会对资本流动的突然逆转提供一个重要缓冲。

图 13  
汇率: BRL 每 USD



来源: BBVA Research and Central Bank of Brazil.

图 14  
经常帐, 国外直接投资 (% GDP)  
和汇率 (BRL 每 USD)



来源: BBVA Research and IBGE.

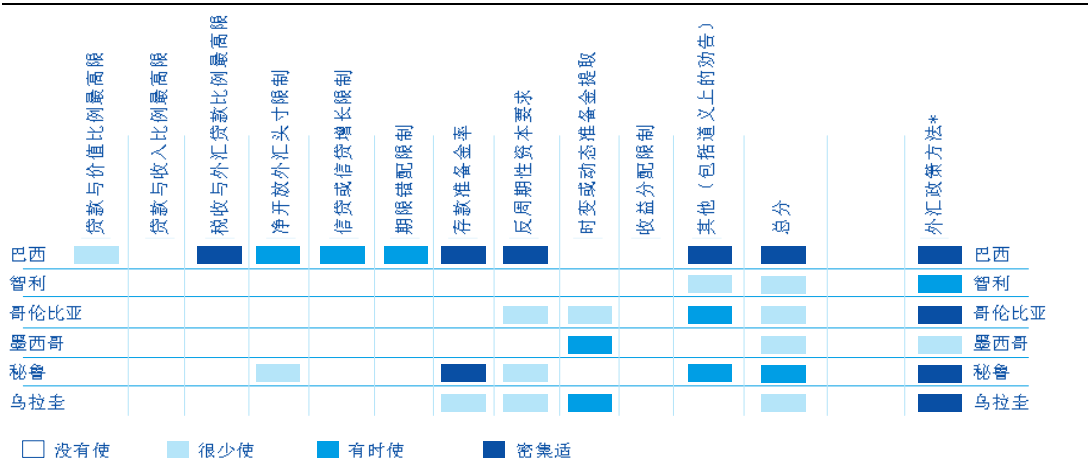
### 风险主要来源于外部环境, 但是本国同样存在一些风险

包括巴西在内的拉丁美洲的主要风险来源于外部环境。欧洲危机的结果和美国财政调整措施, 同时包括为应对全球流动性增长而使用的宏观审慎措施。

对于外部风险, 美国和欧洲都比三个月前形势有所好转。而且我们相信巴西有能力应付新一轮的全球危机, 虽然其影响会非常严重。(有关巴西如何应对全球性危机见上一期巴西经济展望)

对于宏观审慎措施的加大使用, 权力机关要注意其成本和风险。尤其是巴西其使用的力度远远大于其他国家。(见图 15) 首先, 宏观审慎措施会拖延加大金融深度的过程。这是拉美国家目前非常需要的, 考虑到大部分国家信贷/GDP 比率低于应有水平(有关此题目的更多讨论见拉美经济展望)。

图 15  
拉美地区宏观谨慎政策的使用, 2010年1月-2012年10月



来源: BBVA Research

对于本国风险，通胀值得关注。由于一系列的减税和限制性措施，通胀可以在明年在控制之下。但是通胀还是有可能在预期之外的上升，特别是管理者没有很好的应对持续上涨的需求压力或者财政政策比预期中更为宽松（使用较低的利息支付所提供的空间扩大公共消费而不是增加投资或者减税）。

通胀并不是唯一的本国风险。过度依靠信贷扩张和消费的增长模式殆尽的风险依然存在，虽然相比3个月前这些风险因为新政策的实行而降低。另外，公共部门信贷扩张也是潜在风险，如果经济没有像预期中复苏，那么其会对公共银行带来问题。最后，近期关于特许权的协商和电力部门关税的削减可能会减少某些部门的盈利和阻碍其发展，虽然这些措施减少了过度干预和法规风险。

## 4. 表格

表 1  
年度宏观预测

|                   | 2010  | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------|-------|------|------|------|
| GDP (% y/y)       | 7.6   | 2.7  | 1.6  | 4.2  |
| 通胀 (% y/y, 期末值)   | 6.0   | 6.5  | 5.4  | 5.3  |
| 汇率 (vs. USD, 期末值) | 1.66  | 1.87 | 2.02 | 1.96 |
| 利率 (% 期末值)        | 10.75 | 11.0 | 7.25 | 7.25 |
| 私人消费 (% y/y)      | 7.0   | 4.1  | 3.0  | 4.1  |
| 政府消费 (% y/y)      | 4.2   | 2.0  | 3.8  | 2.6  |
| 固定投资 (% y/y)      | 21.6  | 4.8  | -1.4 | 8.5  |
| 财政平衡 (% GDP)      | -2.5  | -2.6 | -1.9 | -1.5 |
| 经常帐 (% GDP)       | -2.2  | -2.1 | -2.3 | -3.1 |

来源: BBVA Research

表 2  
季度宏观预测

|         | 利率 (%; 期末值) | 利率 (%; 期末值) | 利率 (%; 期末值) | 利率 (%; 期末值) |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 季度 1 11 | 4.2         | 6.3         | 1.63        | 11.75       |
| 季度 2 11 | 3.3         | 6.7         | 1.56        | 12.25       |
| 季度 3 11 | 2.1         | 7.3         | 1.86        | 12.00       |
| 季度 4 11 | 1.4         | 6.5         | 1.87        | 11.00       |
| 季度 1 12 | 0.8         | 5.3         | 1.83        | 9.75        |
| 季度 2 12 | 0.5         | 4.9         | 1.83        | 8.50        |
| 季度 3 12 | 2.1         | 5.3         | 2.03        | 7.50        |
| 季度 4 12 | 3.1         | 5.4         | 2.02        | 7.25        |
| 季度 1 13 | 4.1         | 5.5         | 1.98        | 7.25        |
| 季度 2 13 | 4.7         | 5.7         | 1.96        | 7.25        |
| 季度 3 13 | 4.2         | 5.2         | 1.94        | 7.25        |
| 季度 4 13 | 3.8         | 5.3         | 1.96        | 7.25        |

来源: BBVA Research

## 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或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 Brazil Unit:**

Enestor dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com

**BBVA 研究部**

*Group Chief Economist*  
Jorge Sicilia

*Emerging Markets:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination  
**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

Peru  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

Mexico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

*Developed Economies:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

Spain  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europe  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

United States  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Finacial Systems & Regulation:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensions  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Global Areas:*

Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX  
and Commodities  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**联系方式:**

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