

# 经济展望

智利

2012年第三季度  
经济分析

- 由于欧洲和美国当局降低了现有的不确定性，2013年全球经济增长应当会逐渐恢复。
- 由于今年上半年智利的经济活动强于预期，因此我们将其2012年GDP增长预测从4.2% 略微上调为4.4%。
- 由于外部环境不太有利，今年下半年经济活动增长将会放慢，我们将2013年的预测从4.7% 下调至4.5%。
- 2012年年底通胀率应当会达到2.3%，但在可贸易商品和非可贸易商品价格表现方面形成鲜明对比。
- 货币政策：没有降息空间，停滞会持续到2014年初。
- 外部风险更加明显，虽然智利在面对欧洲加剧的金融紧张局势时处于有利的位置。由于经济活动过热，通胀压力的风险已经减轻。

## 目录

概述 .....	3
1. 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
2. 智利：经济增长没有蔓延的迹象 .....	6
框1：展望中的贸易条件 .....	9
3. 通胀之难题 .....	10
4. 货币政策停顿 .....	12
5. 尽管铜价调整，财政收支平衡改善 .....	13
6. 向上的外部风险及向下的国内风险 .....	15
7. 附表 .....	16

截止日期：2012年8月8日

## 概述

**2012年和2013年全球经济增长预测进行了微调，分别下调至3.4%和3.7%。**修订是基于欧洲的金融紧张局势以及经济增长放缓，放缓的程度大于三个月前的预期，尤其是在中国、印度或巴西这样最大的新兴市场。这种全球情景的先决条件是，在欧洲货币联盟机构发展方面取得进展以及避免美国自动财政调整方面达成必要的政治协议。

**智利的经济活动未显示外部环境产生影响的任何迹象，**今年上半年智利年同比GDP增长5.5%。今年上半年强劲的经济活动会抵消下半年经济放缓的影响，我们正在将2012年的增长预测从4.2%上调至4.4%。

**然而，2013年由于缺乏超额能力以及更加不利的外部环境使得我们对预测进行了下调，即由5月份预测的4.7%下调为4.5%。**根据需求因素来看，预计投资会迅速减缓，2012年和2013年之间平均减缓7.5%。预计同期总消费平均增长5%左右。总体来说，国内需求，2010年和2011年期间平均大致以GDP两倍的增速增长，2012年和2013年期间的增长率将会略高于GDP增长率。

**预测经常帐将于2012年下半年和2013年下降，**主要是因为外国需求疲软，它将会对贸易条件产生负面影响，并减缓出口额的增长。经常账户差额将从2011年占GDP的-1.3%下降到2012年和2013年的-2.9%。

**2012年在国内方面最大的经济意外事件之一是通货膨胀的表现。**7月份12个月的通货膨胀率降至2.5%，这个结果明显不同于几个月前我们的预测和市场情况。这个结果主要可以通过可贸易商品的价格表现和某些一次性调整加以说明。今年下半年这两种现象不会再发生。因此，预测通胀将会回升，12月份通胀率年同比将会达到2.3%。2013年通胀率年同比将会达到3.0%。

**当考虑引导中央银行货币政策决策的主要因素时，论点似乎支持近几个月的中立立场。**尽管通胀水平令人吃惊地下降，与国内经济强劲表现有直接关系的非可贸易商品的价格发展，继续显示汇率远远高于中央银行耐量范围的上限。另一方面，由于国际金融紧张局势的加剧，汇率上升后又返回到先前的水平。我们预计未来几个月中汇率会有节制的贬值，年底达到492比索：1美元。

**2012年超出预计的支出增长的财政收入轻微实质增长即会决定GDP的0.6%盈余。**然而，这符合于我们5月份关于财政平衡会上调的预测，鉴于今年上半年经济相对表现较好。至于结构平衡，我们估计2012年赤字会达到GDP的1.3%，这比去年记录的-1.1%略高一些。

**主要风险因素将仍然是外部环境下滑的可能性，尤其是在欧洲和美国。**而经济过热的特殊风险正在失去动力。然而，智利在面对欧洲金融紧张局势加剧时处于有利地位。

# 1. 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

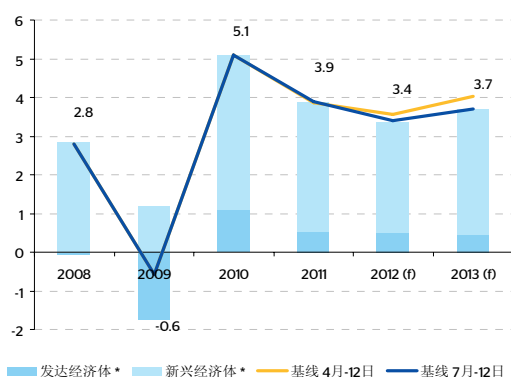
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

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”<sup>1</sup>。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。

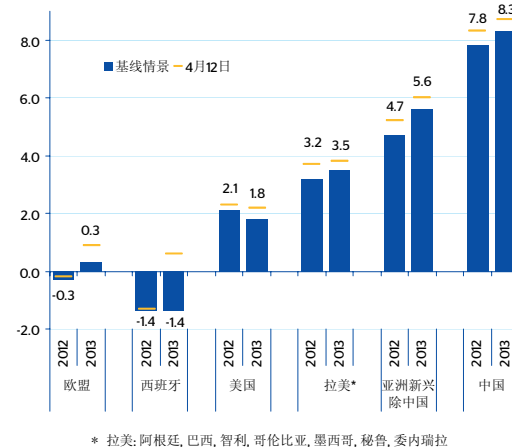
图 1  
全球 GDP 增长 (%)



(\*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2  
按地区划分的 GDP 增长 (%)



\* 拉美: 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉

(\*) 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

<sup>1</sup>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。

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 年增长率会上升到 8.3%，比 2012 年高出个百分点。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。

## 2. 智利：经济增长没有蔓延的迹象

### 今年第二季度经济增长超过了5月份的预测数字

智利的经济活动继续对外部环境的下降表现出弹性，第二季度年同比GDP增幅5.4%，比我们5月份预测的高出1个百分点。如下所述，今年上半年这种强劲表现的一个主要决定因素是雇主和消费者的期望提高，同时也引起对国内需求适度的向下修正，尤其是在消费方面，杠杆型增长适合于国内市场。

国际情景对经济活动造成的零影响主要可以通过经济预期的趋势加以说明。一方面，衡量消费者信心的经济感知指数（IPEC）记录了过去三个月的增长情况，在以悲观情绪为标志的长达16个月的一段时间过去之后，6月份智利家庭显示出积极的期望。另一方面，自2012年2月以来月商业信心指数（IMCE）一直高于60个点，制造业、采矿业、零售和建筑业分指数高于50个点，即乐观（高于50个点）和悲观（小于50个点）平衡之间的临界值。然而，我们不能排除，国内因素超过抵消对外部恶化预期产生可预见的负面影响的因素（图表3）。

需强调的因素之一（由于其对预期产生的有利影响）是劳动力市场的良好表现，它通常是经济活动表现的滞后指标。因此，在4-6月季度中失业率达到6.6%，即与在2011年结束时所记录的水平相同，这是就业率上升的结果，它并不反映由于季节原因通常在一年中这段时间工作岗位损失的情况。劳动力市场这种良好表现反映出工资增长强劲。

解释预期（尤其是客户的预期）提高的另一个因素，是通货膨胀呈下降趋势。这一点，正如我们在下面将会看到的，也是动态性降低的外部环境的一个良性副作用。

这些因素，就业活力和工资，说明了GDP各种需求要素发展情况及各种生产部门的相对增长速度。虽然第二季度的需求构成尚未公布，预计消费增长率将下调，略低于投资增长率。这也符合这样的事实，即推动GDP增长的部门与国内需求（如零售销售）有更紧密的联系。至于国外需求，预计会出现第一季度所观察到的积极影响的逆转，自2009年以来未看到这种情况的出现。

### 第二季度和2013年国内外经济基本因素可以在一定程度上说明增长减弱的情况。

至6月份的活动数据继续反映出各部门表现方面的显著对比，它们取决于国内和国外需求的相对重要性。因此，6月份制造业产量仅增长1.1%，而日历效应支持的零售销售年同比增长8.9%。

外部增长放缓的情景（在一定程度上可以解释工业部门和其他部门增长放缓的原因）应当在短期和中期继续影响这些部门的表现。至于与国内需求有很大联系的部门，比如贸易和其他服务，预计在最近活力中起决定性作用的基本要素方面有一些减弱。虽然失业率将会维持在充分就业水平，劳动力市场缺口闭合将是就业增长率放缓的主要原因（年同比就业增长率降到2.0%），预计2012年劳动力增长的速度年同比达到1.5%。而且，预计工资增长将会适度降低，并出现更高的通货膨胀。

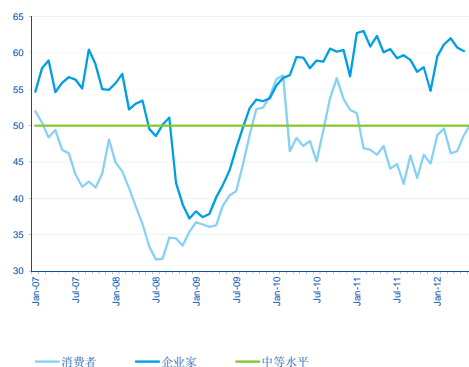
货币政策正常化延迟效应和财政扩张应当会继续反映出国内需求活力降低。这将会导致2012年下半年经济活动减缓。

然而，今年上半年出现的强劲的活力应该抵消下半年经济放缓的影响，2012年将增长预测从4.2%上调至4.4%。然而，2013年由于缺乏超额能力以及更加不利的外部环境使得我们对预测进行了下调，即由5月份预测的4.7%下调为4.5%（图表4）。

至于需求要素的表现，我们在5月份的报告中所预计的模式会持续存在。一方面，预计投资快速放缓，从2011年的增长率17.9%降低至2012年和2013年期间的平均增长率7.5%，在机械和设备方面的投资增长明显放缓，住宅和商业建筑投资方面减少非常有限。另一方面，预计同期总消费平

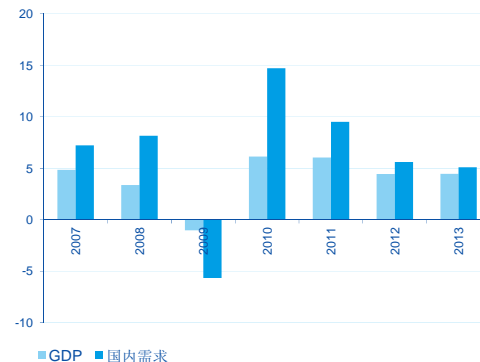
均增长5%左右。最后，平均库存积累将占GDP的1个百分点左右。总体来说，国内需求，在2010年和2011年期间平均以两倍于GDP的增长速度增长，2012年和2013年期间增长速度略有上升。

图表 3  
消费者和商业信心指数（反应平衡，点）



来源: Adimark 和 Icare

图表 4  
GDP 与国内需求增长（年同比 %）



来源: 智利中央银行和 BBVA Research

## 根据供求因素，信贷增长率将会适度降低。

当总信贷表现符合总需求的发展时，其在企业、消费者和按揭贷款的分解反映其要素的发展变化，某些分散反应与信贷供给和需求的其它决定因素的变化有关<sup>2</sup>。

在消费者贷款方面，2011年12月与2012年6月期间年增长率方面减缓超过3个百分点，这主要与供给因素有关，正如中央银行最近的银行贷款调查中所说明的那样。这些条件的发展可能受到某些金融机构预防行为的影响，与不利的外部情景的较高可能性或与家庭债务有关的已经实施的或正在讨论中的规章变化有关。无论如何，短期内消费者借贷方面不会有显著的额外调整，而中期预计平均名义增长率略高于名义私人消费增长，因此为智利深化金融和银行业发展提供了空间。

今年上半年向公司提供的商业贷款一直保持基本稳定。然而，预计今年下半年和2013年增长放缓将更加明显，主要是由于投资增长速度降低，尤其是机械设备方面的投资，那是在涉及在金融动荡和2010年2月的地震之后资产重组加速之后。然而，有利的供给（相对较低的利率）和需求（家庭收入和就业水平高）的条件，以及近期房地产价格的升幅应决定2012年和2013年抵押贷款的好转。

## 经常帐赤字的资金将主要通过直接投资提供

在2012年第一季度经常帐赤字达到3.46亿美元，与2011年最后两个季度所记录的赤字相比，有显著改善，当时的赤字刚刚超过20亿美元。然而，主要进出口商品的价格对此改善起到了作用，因为与前一个季度相比，在第一季度铜的价格增幅超过石油价格的增幅，而且在智利的对外贸易

<sup>2</sup>此项讨论使用了银行和其他金融机构（ABIF）发布的信贷数据作为参考信息。

中铜具有相对更大的重要性。第二季度这两种商品的价格均做了较大的向下修正，尽管石油价格的修正更加明显，铜的相对重要性再次确定贸易顺差的降低<sup>3</sup>。

预计今年的下半年经常账有更大的下降，由于国外需求的疲软，这将会对贸易条件产生负面影响，并减缓出口增长。在贸易条件方面，下降主要是由于铜的价格低于今年上半年的价格（每磅铜的价格将会从2012年上半年的3.7美元的平均价降低至2012年第二季度的3.4美元）。在数量方面，预计实际进口增长高于出口增长。按年度计，常账户盈余将从2011年占GDP的-1.3%下降到2012年和2013年的-2.9%。

关于2012年赤字融资的组成，正如我们在先前的报告中所说明的那样，相对于2011年有一些重大的变化。2011年经常账户赤字的资金来自投资组合的流入，主要来自养老基金，也有直接投资以及其它投资，如债券国外配售以及外国投资者收购权益工具。超过140亿美元的外汇储备弥补了这些资金流入，其中外汇储备的一部分是由中央银行在全年实施的120亿美元的储备积累计划而累积起来的。预计2012年无储备积累，融资主要来自直接投资，因为在第一季度养老基金资本外流出现了一定逆转，且前一年在海外发行债券的情况不会再出现。

---

<sup>3</sup>第二季度经常账数据和贸易支付差额详细情况于8月23日发布。



## 框 1：展望中的贸易条件

2012-2013年贸易条件将下降，主要是由于铜价收敛。

在过去几个月中我们看到商品价格有较大下调，部分原因是由于主要发达国家和新兴经济体的增长预期恶化，还有就是受到欧洲债务危机一定的影响。

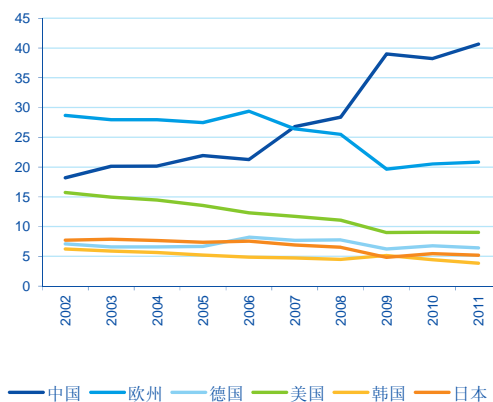
在这方面评价贸易条件的近期表现是非常重要的，鉴于智利经济的开放程度，自2003年以来智利积累了90%的贸易增加额。这在很大程度上是由于铜的高价格，相对来说抵消了石油和燃料等其它产品的价格增加，同时其它进口商品的价格降低或增幅非常有限。

然而，我们估计今年的贸易条件年同比将下降约6%，我们预计2013年会有进一步的下降，虽然要缓和的多，年同比约下降1%。这与名义铜价非常相符，铜价应当可以达到每磅2.9美元的长期价位。2012年达到3.5美元的平均价格后，我们预计2013年铜的价格平均为每磅3.2美元，然后价格长期稳定下来。这一因素，加上某些燃料价格的恢复，说明预计贸易条件会有全方位调整。

这种下降的关键变量之一是需求增长减缓，由于铜主要消费国中国可能出现经济增长放缓，而其他重要新兴经济体保持适度的增长率。由于新项目和扩建项目在建设当中，预计供给也会增长，这会导致库存增加，而不是近年出现的下跌（图表5）。

在金融因素方面，我们估计，在中期和长期由于避险买盘趋势引发的货币升值将会出现扭转。预期的实际贬值应该会支持商品价格，鉴于新兴市场在全球需求方面正在取得进展，且其货币正在升值，这又促进对商品的相对更大需求（图表6）。

图表 5  
铜消费量（占全球消费量的%）



来源: 世界金属统计局与 BBVA Research

图表 6  
实际铜价及美元-人民币实际有效汇率（自2011年起美元；当地货币与美元，2010=100）



来源: BBVA Research, BIS 和智利铜业委员会 (Cochilco)

在基准情景下，假定长期商品价格的收敛性逐渐发生，这意味着还根据响应相对价格变化的进出口数量做出调整。因此，经常账户趋向于稳定，我们估计会出现可持续的赤字，接近GDP的3%。然而，重要的是要注意到，如果出现外部冲击，对商品价格产生负面影响，尤其是铜的价格，可以预计至少在短期内经常账户会出现更显著的增加。

### 3. 通胀之难题

尽管差异结束且工资增长强劲，今年上半年累计通货膨胀仅为0.4%。

2012年在国内方面最大的经济意外事件之一是通货膨胀的表现。除了今年上半年积累的低水平以外，6月份12个月的通货膨胀率降到央行的目标以下，即降至2.5%，这个结果明显不同于几个月前我们的预测和市场情况。

今年4月央行的《经济预期调查》预计今年结束时通胀率年同比为3.5%，这与3月份央银行的货币政策报告中的预测相同，略高于我们自己的预测（3.4%）。这些期望，不仅有最近月度通胀记录的支持，而且还有智利经济周期性状况的支持，这清楚地表明，至少年均通胀会保持在目前水平，在今年年底的预测值附近。

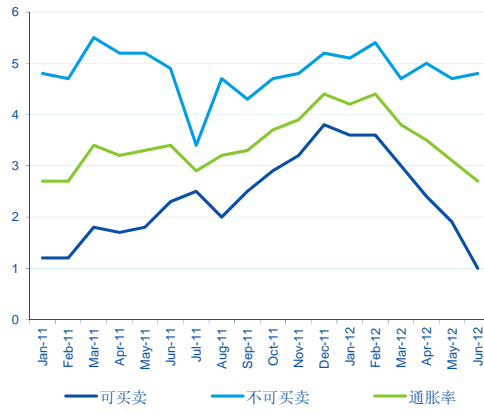
将通胀分解为可贸易部分和非可贸易部分使这个难题得到解决。事实上，非可贸易商品的价格7月份年同比增加了4.9%，符合经济预期，无过剩产能，劳动力市场的紧张状况和劳动力成本名义上年同比增长7%左右，高于通胀速度的两倍。然而，非可贸易商品有一个权重，大约为用来估算消费者物价指数（CPI）的消费篮子的一半。另一半由可贸易商品（即能够进口的商品）构成，自2012年6月以来，近几个月这些价格的动力有很大的不同，可贸易商品价格指数年同比达到了0.6%的通胀。

可贸易商品和非可贸易商品价格的表现与智利及其主要贸易伙伴经济周期的差异有关。发达国家和新兴市场降低的进口通胀以及与2011年末和2012年初相比升值幅度更大的汇率可以解释可贸易商品的价格较低活力。此外，尽管在修正管制的价格方面有一些下行影响，如在电价方面，这种影响只能缓解经济非可贸易部分的增长。同样，虽然在调整燃料价格方面有一些相关的影响，这种情况仅出现在6月份，因为先前其影响还是积极的。因此，一个不太具体的解释，如在上述情况下，与可贸易商品有限的（及在某些情况下负面的）通胀有关，这反映在多种商品上，如服装和鞋类、科技产品、燃料及某些加工食品。

我们根据这两大类别的价格表现，对未来有什么样的预料呢？关于可贸易商品，一个重要的方面是，我们预计不会重复进行下调，而是上调商品价格，无论是燃料还是食品，由于美国干旱的影响。在有更高附加价值的制成品方面，预计不会继续出现下降趋势，在某种程度上是因为预测了基本稳定的汇率。在非贸易品的情况下，由于缺乏超额能力以及将仍然面临紧张局势的劳动力市场，我们预计某些通胀压力会继续存在。总体来说，预计在今年下半年通胀会有一些回升，年同比12月份通胀率为2.3%（图表7和8）。

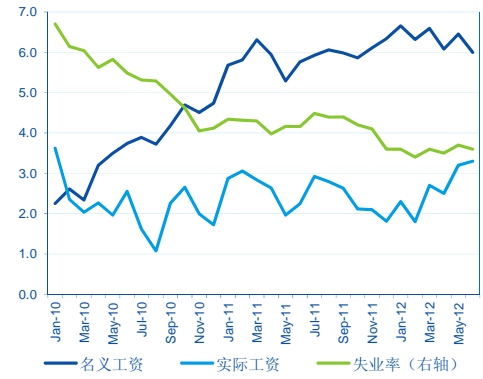
然而，全球经济增长下降的趋势可能决定进口商品的价格降低，尤其是燃料和食品。在这种情况下，2012年通胀可能会略低于中央银行制定的下线。2013年我们会将通胀预测维持在中央银行目标的中间，即3%，下降趋势与外部情景有关。

图表 7  
可贸易品和非可贸易品通胀  
(年同比 % 变化)



来源: 国家统计局

图表 8  
劳动力市场指标 (年同比 % 变化, 百分比)



来源: 国家统计局

## 4. 货币政策停顿

智利经济的外部不确定性和周期性情况会导致货币政策的长期停顿，尽管通胀下降。

今年我们已经看到对货币政策发展的预期如何从由于高通胀数据和强劲的经济增长转向较低的扩展性到今年下半年降息，主要是为了应对通胀突然下降，虽然外部情景的恶化也对这一调整起到了一定作用。

然而，在考虑引导中央银行的货币政策决策的主要因素时，论点似乎支持一个更加中立的立场，即使在中期。尽管通胀数字下降，可主要根据汇率升值以及燃料在国际市场的价格下跌这种情况，通过可贸易品良好价格表现加以说明。相比之下，与国内经济的强劲表现有直接关系的非可贸易品价格的发展，继续说明利率远远高于央行耐量范围的上限。而且，预测表明，这些价格会继续呈上升趋势，由于今年上半年劳动力市场紧张，工资上涨及低于预期的国内需求增长放缓。因此，只要通胀预期仍然符合3%的政策目标，有可能维持中性的货币政策立场（图表9）。

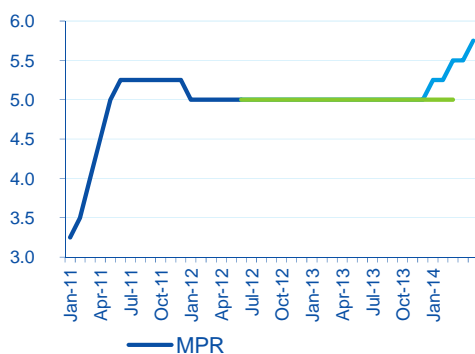
关于此基准情景表现出的风险，由于全球经济状况恶化和更大蔓延性所引发的内通胀和经济增长预期显著下降，使货币政策的预期下降。然而，需要对这些风险及更大蔓延性具体化，以证明削减货币政策利率是恰当的。特别是，长期通胀预期的不确定性可能引发对中央银行政策做出的反应。

### 汇率基本保持稳定

当地金融市场显示出受到外部金融风暴蔓延的一定影响。尤其是风险溢价适度增加支持下的汇率，在短暂的贬值之后，目前与今年5月在欧洲再次出现债务危机之前存在的汇率相类似，虽然汇率水平低于2011年第三季度的水平。我们估计在未来一段时间内虽有一些短期的波动，汇率应该保持在与当前汇率类似的水平，条件是外部环境逐步改善。我们在中期内智利比索有轻微贬值，主要是由于长期铜价会逐步下跌（图表10）。

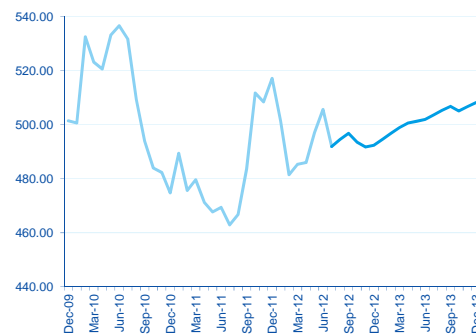
图表 9

货币政策汇率 (%)



图表 10

名义汇率 (比索/美元)



(\*) 经济预期调查  
来源:智利中央银行和 BBVA Research

来源: 智利中央银行和 BBVA Research

## 5. 尽管铜价调整，财政收支平衡改善

财政盈余将达到0.6%，因为尽管铜价下降，它仍然高于其长期价格

今年第二季度2012年财政预算进度达到43.7%，略高于去年同期的42.1%。这包括中央政府支出的增加，年同比5.9%，经常开支年同比增加5.5%，以及资本支出年同比增长8.2%。我们估计今年预算略微少花，导致支出实际增长5%左右。

关于收入，今年上半年实际增长年同比为2.9%，从私营矿业和智利国家铜业公司（Codelco）收取的税收显著降低，其原因是铜价降低，在此期间铜的平均价为3.67美元/磅，相比之下，2011年上半年的平均价为4.26美元/磅。然而，从其他纳税人收征的税年同比增加10.6%，反映出在过去两个季度经济活动发展强劲。今年下半年铜价相对较低，加上活动预计减缓，会导致年度收入实际增长年同比约1.7%。

实际收入略微增加以及支出预计增加会导致2012年预期的盈余降低（占GDP的0.6%），相比之下，2011年盈余占GDP的1.3%。然而，我们对5月份预测的财政收支平衡进行了上调，鉴于今年上半年经济相对表现较好。

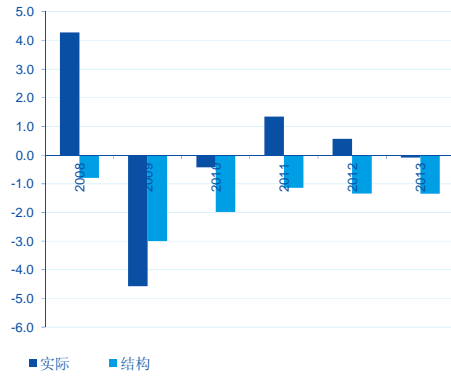
关于结构平衡，我们估计2012年赤字将占GDP的1.3%，略高于去年的1.1%（图表11）。

2013年预算讨论将会考虑在中期实现政府的目标，即使结构性赤字占到GDP的1%，对经济潜在年增长率5%左右以及铜的长期参考价（目前为3.02美元/磅）进行调整。我们的估计是，铜的长期价格应该会下降到名义价格水平，即2.9美元/磅，符合财政部召集的专家委员会目前所做的估计。

然而，重要的是要指出，上述计算没有考虑到5月1日政府提出的税制改革，目前正在由政府修订，以便在国会获得所需的支持。然而，估计其对征收的影响仍然为7亿 - 10亿美元/年，相当于GDP的0.4%左右，为了在长期实现必要的平衡结构性财政平衡，尤其是已经做出承诺，要支取这笔额外的收入。

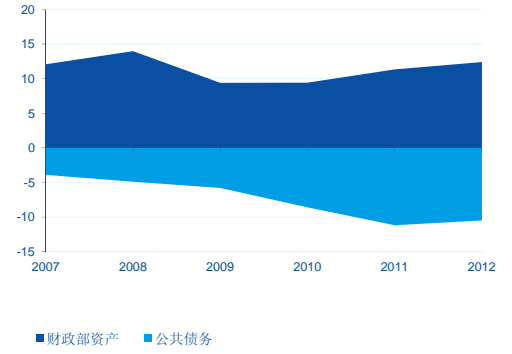
最后，在政府的净财政状况方面，仅包括铜盈余的主权基金在2012年第二季度达到148亿美元，而累积到退休金储备基金的总额为56亿美元，公库中可利用资金为134亿美元。这涉及到公共部门的储蓄，约占GDP的13%左右，会增加净债权人的地位，因为公共债务约占GDP的10.5%（图表12）。

图表 11  
财政平衡 (占GDP的%)



来源: 国家预算办和 BBVA Research

图表 12  
公共部门的资产和负债 (占GDP的%)



来源: 国家预算办和 BBVA Research

## 6. 向上的外部风险及向下的国内风险

外部风险加剧，现在对基准情景构成主要威胁。然而，智利在应对欧洲增加的金融紧张状况时处于有利地位。由于经济活动过热，通胀压力已缓解。

很显然，在这种情况下，风险平衡是向外部经济环境因素倾斜。在发达国家日益增长的金融紧张局势，主要是在欧元区和美国，再加上一个更大的紧缩性全球经济活动，会通过实际和金融渠道影响我们的经济。

不利的外部事件对智利造成的主要影响是铜价下跌以及出口矿物数量的减少。虽然信心和国内需求会下降，但这种情况不会像过去的危机那样严重。扩张性政策的实施，主要是货币政策，减轻了这样的影响，因为政策利率大约在中性水平。中央银行对货币政策利率的下调意义重大，但规模小于2009年的调整。至于财政政策，虽然政府实施反周期的财政刺激方案，在发生不利的外部事件时预计财政政策起不到重要作用，因为财政盈余低于2008年——起点不太有利——且2009年和2010年的财政刺激方案尚未完全撤出财政支出。

虽然更大的全球风险厌恶情绪，可以减少外部融资，但其影响将是有限的。在出现国际信贷紧缩的情况下，如在先前危机出现的那些情况，央行将制定比索和美元的信贷措施，以面对这种情况，这一次危机再次是暂时的。约400亿美元的国际储备将支持这一战略。

即使主权风险增加，预计将是有限的。此外，公共部门的融资需求将是适度的，使用主权基金的财政储蓄可资助融资需求。在这方面，私营部门的融资需求，可以在很大程度上通过本地市场来满足，正如在以前发生的危机那样，以养老基金积累的资源再次抗议发挥一定作用。

关于特殊性的风险，由过热经济活动引起的显著通胀压力近几个月来可能已经在减轻。由于国际价格降低和汇率升值，可贸易品价格中出现的低通胀减缓了通胀压力。然而，重要的是要指出，如果发生外部基准情景，我们不能排除这样的可能性：维持国内需求的高活力可能会产生相关的通胀压力，尤其是如果我们认为非贸易商品的通胀仍然处于较高的水平时。

## 7. 附表

表 1

年度宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012	2013
GDP (% 同比)	-1.0	6.1	6.0	4.4	4.5
通胀 (% 同比, 期末)	-1.4	3.0	4.4	2.3	3.0
外汇 (对美元, 期末)	502	475	517	491	508
利率 (% 其终)	0.5	3.3	5.3	5.0	5.5
个人消费 (% 同比)	0.9	10.4	9.0	5.1	4.8
政府消费 (% 同比)	7.5	3.3	4.0	4.0	4.8
投资 (% 同比)	-15.9	18.8	15.7	7.7	7.3
财政平衡 (占 GDP %)	-4.6	-0.3	1.4	0.6	-0.1
经常账户 (占 GDP %)	2.0	1.5	-1.3	-2.9	-2.9

来源: BBVA Research

表 2

宏观季度经济预测

	GDP (% y/y)	通胀 (% 同比, 期末)	汇率 (兑美元, 期末)	利率 (% 期末)
Q1 10	2.9	0.3	523	0.50
Q2 10	7.1	1.2	537	1.00
Q3 10	7.7	1.9	494	2.50
Q4 10	6.8	3.0	475	3.25
Q1 11	9.7	3.4	480	4.00
Q2 11	6.0	3.4	469	5.25
Q3 11	3.9	3.3	484	5.25
Q4 11	4.8	4.4	517	5.25
Q1 12	5.6	3.8	485	5.00
Q2 12	5.4	2.6	506	5.00
Q3 12	3.9	2.5	497	5.00
Q4 12	3.0	2.3	492	5.00
Q1 13	4.5	2.2	499	5.00
Q2 13	4.5	3.1	502	5.00
Q3 13	4.5	3.3	507	5.00
Q4 13	4.4	3.0	508	5.00

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围。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,以及所持有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.

此报告由智利单位提供

#### Chief Economist for Chile

Alejandro Puente  
apuente@bbva.com

Karla Flores  
kfloresm@bbva.com

Felipe Jaque  
fjaques@bbva.com

Soledad Hormazabal  
shormazabal@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 Domènech**  
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.rodriguez@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