

# 经济展望

拉丁美洲

2012年第一季度  
经济分析

- 世界经济下滑。在新兴经济体引领下，经济增长将于2012年下半年复苏。
- 鉴于欧洲主权和金融危机持续，全球增长评估有很高的下滑风险。
- 在开始减缓的国内需求推动下，拉美将在2011年增长4.4%，2012年增长率稍低于这个数字（3.7%）。
- 由于风险更高的全球环境以及衰退危险，尤其是欧洲，金融管理机构将推迟取消货币刺激措施。
- 通货膨胀在近几个月意外上涨。如果未来几个月保持这一趋势，中央银行陷入左右为难的境地。
- 巨大的外部和财政盈余在全球经济恶化情况下提供了支持。

## 目录

1. 全球经济下滑和欧洲衰退.....	03
2. 增长收敛更接近趋势.....	05
3. 能经受全球环境可能恶化的良好条件.....	08
4. 图表.....	12

到 2012 年 1 月 31 为止

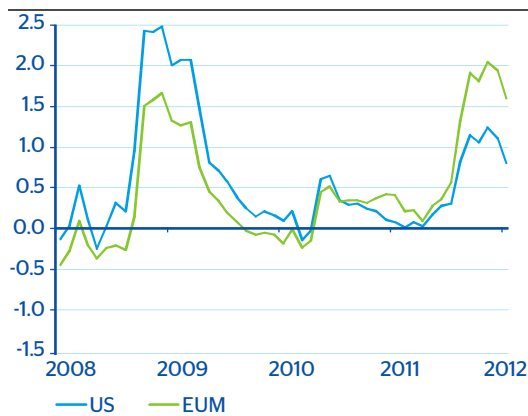
## 1. 全球下滑和欧洲衰退

全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹。全球经济在 2011 年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011 年底新兴经济体季同比增长约 1%，是自 2008 年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自 9 月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图 1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到 2011 年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在 2012 年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在 11 月份公布的《全球经济展望》，我们将 2012 年的全球增长预测下调了 0.6 个百分点，2013 年 0.3 个百分点，分别降至 3.5% 和 4.1%（图 2）。

图 1

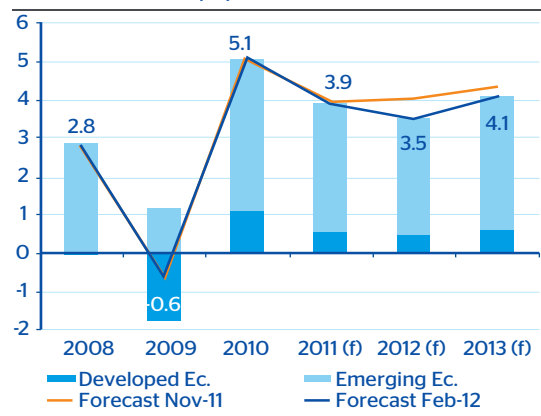
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 2

全球 GDP 增长 (%yoy)



来源：BBVA 研究部和 国际货币基金组织

### 欧元区仍是全球前景的主要风险

即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。这些风险取决于欧洲主权 - 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险和风险规避增加而溢出至其它地区。

尽管自 10 月份以来已取得一定进展 - 主要是 ECB 提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动。首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在 3 月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。

### 持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于2008年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在2012年上半年的负增长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

### 新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

## 2. 增长收敛更接近趋势

### 下滑更加普遍

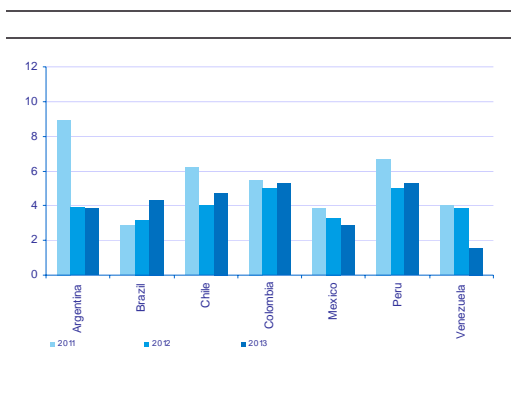
在去年最后几个月，特别是12月初，整个地区普遍经济下滑。这是由多种不同因素造成的，但最终结果相当清楚：地区正趋向于其正常增长率，接近不同经济体生产能力的提高。

如上所述，这种现象的背后有许多不同因素。一个相当普遍的因素是通货膨胀比预期稍高，特别是智利和秘鲁。尽管主要是就业和工资增长，但这限制了消费者购买力。另一共同因素是去年最后一个季度之初全球风险规避增加，这反映在货币压力及更高的不确定性上。在阿根廷，这一因素非常重要，因为巴西雷亚尔贬值使阿根廷比索的压力增大，从而造成流动性及外汇市场控制问题。另外，可能与拉尼娜现象再次出现有关的初期干旱影响了阿根廷、巴拉圭、乌拉圭和巴西的粮食产量，还造成国内需求下降。以哥伦比亚为例，其国内需求复苏较晚，仍在继续，其中央银行已提高了利率，以减缓复苏。商品价格，特别是铜，也在10月进行了下调，这影响了今年的前景。

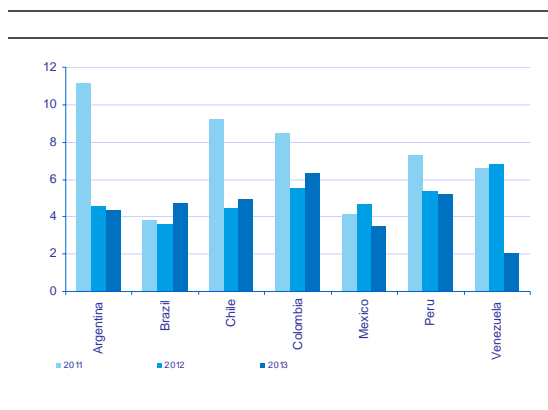
然而，国内需求调整一直适度。即使在智利等国家，对需求的合理质疑足以确保通货膨胀在今年回归到接近目标的水平。同时，固定资产投资数字继续为正，这部分受到自然资源外国投资的推动（智利、哥伦比亚、秘鲁）。再加上公共投资预期提高（巴西、哥伦比亚、秘鲁），这使我们预计，国内需求将继续支撑地区令人满意的生长。

墨西哥的情况与地区其它国家稍有不同。该国在2009年猪瘟疫爆发时受到特别沉重的打击，且美国衰退对其经济活动和就业产生直接影响。国内需求也受到消极影响，与地区其它国家相比，其复苏过程受到更大延迟。只有到2011年底，它才开始增长，因此，取消货币刺激措施的压力要小得多。尽管如此，其前景依然如故，2012年GDP将从2011年接近4%降至3.3%。这与2012年未得到明显改善的外部需求是一致的，而经济的融资条件、利率及获得贷款也将得不到改善，甚至某些领域会恶化。所有这些均抑制了就业创造以及家庭支出和商业投资的能力。

鉴于上述原因，我们预计2011年地区增长将为4.4%，巴拿马（9.4%）和阿根廷（9.0%）居首。2012年增长将为3.6%，之后，它将在未来几年内达到近4%的增长率。增长主要受到国内需求的支撑，后者在2011年增长了5.6%。我们预计国内需求将在2012年降至4.5%，之后，它将逐步趋于约4%的增长率。在总体水平上，这些数字受到2012年增长小幅下调的影响，秘鲁是例外，由于地区商业气候改善，从而补偿了国外情况恶化，因此，其预测值保持不变。从各个国家来看，巴拿马、秘鲁和哥伦比亚将在2012-15年增长最快，增长率高于5%的平均水平。我们对巴拿马的增长评估也是正值（该时期平均约为5%），但它们高度依赖影响其肉类出口的健康问题迅速解决以及有利于农业特别是大豆生产的良好气候条件。在乌拉圭，好于预期的3Q11表明，2011年的增长率将超过6.2%，但我们保持2012年4.4%的预测值不变，因为关于干旱对农业和能源部门影响以及阿根廷外汇控制对旅游季节影响的疑虑仍未消除，只有到1Q12末才能搞清楚。

图3  
GDP 增长 (y/y %)

来源：BBVA 研究部

图4  
国内需求增长 (y/y %)

来源：BBVA 研究部

### 通货膨胀仍未如预期那样下降

然而，并非所有一切都是积极的。如上所述，通货膨胀给地区中央银行提出了一些难题（尽管轻微）。如果我们比较10月预测的2011年通货膨胀率，我们会看到，地区七个最大的国家中，有五个国家超过了预测值。最突出的情况是智利，其当年的通货膨胀率达到4.4%，比预测值高1.1个百分点，高于其中央银行目标范围的上限。在其它国家，偏差并不太大（介于0.1%和0.4%之间），但只有委内瑞拉和阿根廷的通货膨胀稍低于预期。巴拉圭在这一方面尤其突出，因为在约10%水平徘徊数月后，其通货膨胀突然降至约5%，与官方目标一致。这一结果的决定因素是限制性货币政策及进口通货膨胀下降。与之相比，乌拉圭通货膨胀为8.6%，稍高于中央银行的目标范围。尽管2011年12月货币政策利率突然提高（从8%增至8.75%）以及汇率相对走强，我们对2012年的预期以及一致认同的数字仍使通货膨胀高于要求的水平6%，尽管比前一年有所下降。

通货膨胀意外上涨的部分原因暂时是粮食价格上涨，但随后又下降了。然而，不能排除货币贬值在年底也产生一定影响。在国内需求旺盛的情况下，这比调整期对价格的影响更大。因此，毫不奇怪的是，鉴于国内需求下降更加明显，使得人们将关注点从通货膨胀转向对可能衰退的担忧，至少持续数周，因此，巴西的通货膨胀偏差仅为0.1%。实际上，最新短期指标表明，近几个月国内需求开始恢复活力。

关于墨西哥经济，通货膨胀上涨是食品供应波动、能源税提高以及较小程度上2011年最后一个季度比索价值损失影响的结果。鉴于2009年严重衰退后要素市场的可用容量，需求方面没有压力。工资或信贷市场也没有压力。

在未来，去年最后一个季度初的货币收益、粮食价格下调以及国内需求的较小压力应有助于使通货膨胀趋于不同国家各自的官方目标。如果没有发生这种情况，通货膨胀将有继续高于官方目标的风险。这将改变智利和哥伦比亚等国市场预期的官方利率轨道。

### 对全球经济担忧下的汇率波动

最近几个月，货币面临着强大压力，根据全球市场风险规避水平的变化，这改变了方向。商品价格波动也使压力增大，前者受到人们对全球经济未来看法变化的影响，尽管仍在其潜在实力框架内。

因此，在9月份人们对欧洲南部国家的未来越来越担忧时，最灵活的拉美货币（巴西、智利和墨西哥）在经历长期复苏后损失了10%-20%，之前，它们已达到2008年危机前水平。这缓解了限制资

本进入的压力，某些国家的限制甚至被取消，而其它国家中央银行也从购买货币变成净出售者。从10月起，货币保持稳定，干预终结。阿根廷是个例外，其地区风险因素造成高于通常的资本外流。在实施货币控制以及对大选后贬值的预期消失后，流动性于12月恢复正常。总之，由于较低的全局风险规避，轻微货币升值压力重新在地区出现。

我们认为，全球经济下滑将最终造成对拉美国家出口商品价格的有限下调。金融市场压力将持续，因为一些欧洲国家的问题不会消失。因此，除哥伦比亚和秘鲁外，地区货币的总体趋势应是适度贬值，并使用国际储备。在我们的预测中，准备更强有力地干预以限制货币波动的国家，如秘鲁，将经历较小变化。另一个极端是智利，它很少或没有采取货币干预，其货币将贬值。

### 财政和外汇平衡轻微恶化

2011年，几乎所有国家的财政和经常账户结果均低于10月的预期。它们受到最后一个季度商品价格出人意料下降的影响，如石油、铜和大豆，较高进口也加剧了这一趋势。对于财政平衡，由于国内周期及通货膨胀的意外上涨有助于至少部分抵消商品价格的下降，恶化不太明显。总之，与其它国家以及历史表现相比，这些账户的形势仍然是非常合理的。

至于财政平衡方面，智利及秘鲁都在展示强健的基础，他们的财政平衡保持正数或贴近平衡点，同时有充裕的储备以缓冲不利的事。两国均可轻松获得外部融资，具有较低的公共债务。其次是巴西、哥伦比亚和墨西哥，其赤字介于2-3% GDP，公共债务水平可管理，在获得融资方面也没有太大问题。与这些国家一样，巴拿马也可获得融资，但它面临着高额经常项目逆差，财政赤字也大幅增长，接近法律规定的限值，因此，将会进行财政调整。最后，阿根廷和委内瑞拉处于第三层次，它们并未面临金融危机或急需即时调整，但部分由于其获得外部融资受到限制，它们对商品价格及经济周期非常敏感。建议这些国家进行财政调整（实际上，阿根廷已在这样做），并采取必要措施，以重新进入国际融资市场。

关于国外账户，部分由于所有国家在高商品价格的最后时期积累了大量国际储备，形势也非常合理。所谓的“货币战争”实际上意味着，拉美国家的实力现在不仅受到高进出口交换比率和资本流动的支撑，而且还受到几乎所有国家较好的净国外资产状况的支撑。

### 3. 能经受全球环境可能恶化的良好条件

全球经济尤其是拉美国家面临的一个主要风险是欧洲形势恶化，这抑制了资本流动。再加上商品价格大幅下降，这可能使上述情况雪上加霜。

正如我们在第一节所述，向地区扩散有三条主要渠道：(i) 财政渠道，可能造成较高的风险溢价，并最终终止地区贷款和投资流动（可能是暂时的）；(ii) 贸易渠道，我们估计，根据每个国家的外贸结构，影响将有较大变化：对于出口制造品的国家（制成品或零件），如墨西哥、大多数中美洲和加勒比海地区以及较小程度的巴西，最大影响将是出口的数量，并对就业造成间接影响。其它极端情况是贸易结构强烈偏向商品的国家（委内瑞拉和哥伦比亚的石油；智利和秘鲁的铜及其它矿产品；阿根廷、乌拉圭和巴拉圭的粮食及肉类；运河国家（巴拿马）提供的服务，后者受到贸易量变化的影响）。在这里，最大影响将是这些商品价格下降；(iii) 第三和最后一个渠道是地区消费者及企业预期。这个因素对地区几乎所有国家在 2009 年经历的衰退至关重要，即使其基本面是合理的；信心崩溃，并使消费和投资下降。在这种情况下，我们认为，影响将不会太大，因为与欧洲不同，这些国家已有了早期经验，并看到影响只是暂时的。

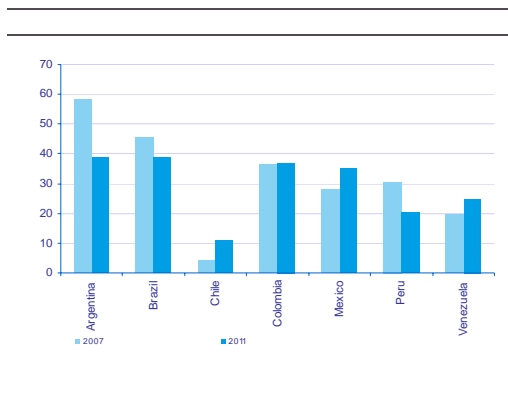
为了使地区在全球经济恶化时能够挺住，下面是对 2008 年以来已发生变化因素的简单总结。

#### 公共债务和财政赤字

经济体当前脆弱性的一个决定因素是其公共财政的形势。这取决于资产状况（政府持有的公共债务及资产）和融资需求，后者由总赤字或盈余以及债务偿还要求决定。在这两个方面，拉美形势非常合理（图 5 和图 6）。在审查公共债务时，第一个突出方面是整个地区债务占 GDP 比重较低。没有一个国家达到 40%，大多数国家已降至 2008 年危机前水平，尽管为应对危机，大多数国家实施了财政刺激措施。

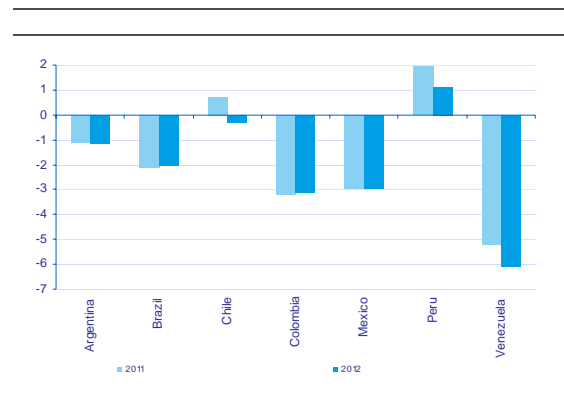
财政赤字也保持在有限且审慎的范围内。即使在全球经济因欧元区危机深化而恶化的不利情况下，我们预计这些赤字将不会增长。这是因为，在这种情况下，与商品价格有关的较低增长及收入下降的影响因财政刺激措施而缓解。只有在委内瑞拉，由于极度依赖石油价格税收，我们看到需要进行财政调整，以降低赤字。

图 5  
2007 和 2011 年公共债务 (% GDP)



来源：BBVA 研究部

图 6  
2011 和 2012 年财政赤字 (% GDP)



来源：BBVA 研究部

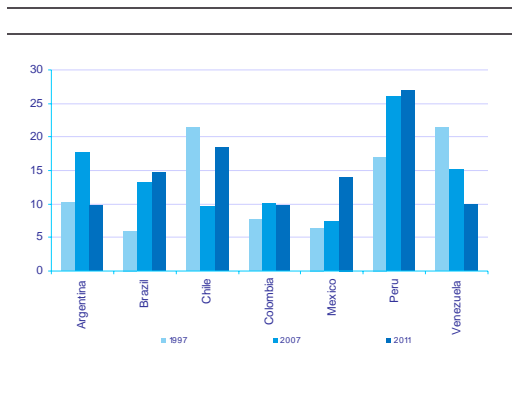


## 拉美国家资产状况大幅改善

我们对地区乐观的原因之一是，在2008年后，各国大规模改善了其国内和国外资产状况。避免过量货币收益的压力引起外汇干预，造成几乎所有国家大量积累国际储备（除委内瑞拉和阿根廷外）。另外，2010-11年强劲经济复苏以及高商品价格推动了整个地区的税收，使得几乎所有国家政府能够积累大量资金，这些资金以地方和外汇存款形式存在（图7和图8）。

图7

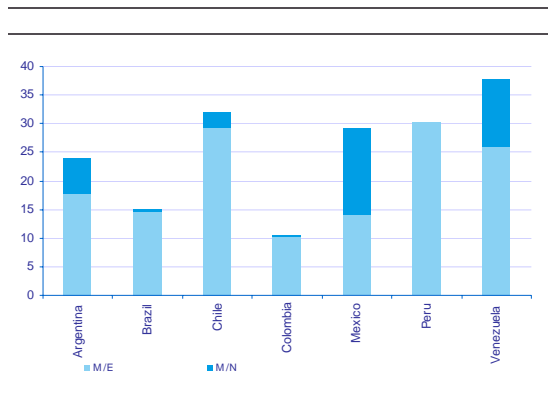
1997年、2007年和2011年国际储备  
(% GDP)



来源：BBVA 研究部

图8

2011年按货币的公共财政资产 (% GDP)



来源：BBVA 研究部

这些图澄清了智利和秘鲁的合理资产状况。巴西也有明显改善，与前两个国家相比，后者是一个不太开放的经济体，因此，对外贸经营可能贷款融资的需求较小。委内瑞拉公共部门国外资产状况的变化也很明显。与过去困难时期相比，其国际储备较低，但公共部门实体的大规模资金积累弥补了储备。

## 实施反周期政策的余地

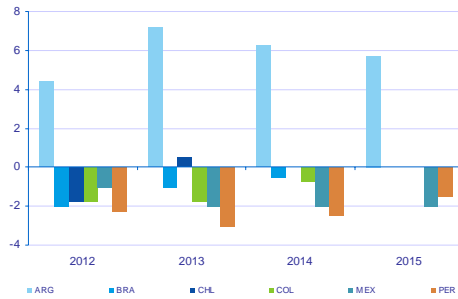
鉴于这些国家具有合理的财政状况以及健康的金融系统，再加上近年来当全球形势可能恶化时提供流动资金和促进贷款的所有工具已经过测试和改进，预计政府当局将比2009年做出更强烈和有效的反应。另外，当前市场承认拉美地区可靠性较高，而2009年的质疑更多。

我们的预测包括这一因素，因为现在国际市场比以前更有可能经历财政账户的永久性恶化。在这种情况下，这将使得货币工具的作为更加重要。我们对货币政策和财政反应的改善评估参见图9和图10。

关于货币政策，除阿根廷外，我们看到，政府当局正在降低官方利率。刺激措施的数量和程度各不相同，但其方向不变。对于阿根廷，我们估计，由于全球恶化对金融系统储户的影响，我们图中所用的市场利率（Badlar）将升高，这将使其资产的美元化水平提高。如果这种情况发生，政府当局将做出适当反应，以恢复信心，这对于取消这种限制至关重要。

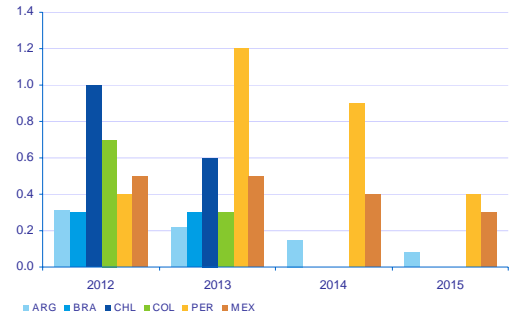
财政刺激措施非常重要，但不像2008-09年那样有力，因为全球市场对可能主权信贷可靠性问题的敏感性比2009年更高。这将降低财政激进主义，即使在债务指标良好的国家，如智利和秘鲁。

图9  
风险和基准利率差异(pp)



来源：BBVA 研究部

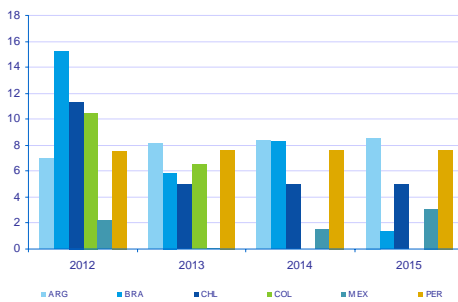
图10  
无条件财政刺激措施  
(% GDP)



来源：BBVA 研究部

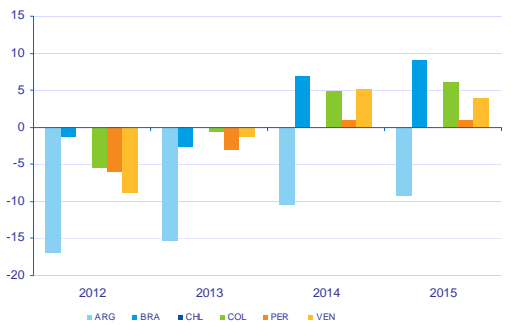
大规模公共干预的其它领域是外汇政策和储备。根据经济管理机构对较高外汇灵活性（本例中是贬值容差）和使用储备减轻影响的优先选择，各国在这个方面的差异更大。图11和图12显示了当全球经济大规模恶化时我们对货币管理机构在这两个方面反应的最佳预测。

图11  
货币相对基准情况的贬值 (pp)



来源：BBVA 研究部

图12  
风险情况下2010年NIR年变化(%)



来源：BBVA 研究部

如图中所示，与基准情况相比，所有货币均对美元贬值。然而，在2012年初期调整后，所有货币将在未来几年内恢复部分损失，阿根廷是例外，其国内和国外通货膨胀差异会产生压力，造成货币持续贬值。我们还看到，除智利外，所有国家都非常积极地在2012年和2013年利用其储备来限制损失，之后，当其货币开始升值时，它们又成为净外汇购买国。阿根廷是我们看到使用储备趋势持续的唯一国家，因为我们估计，只要其与国际金融市场的关系没有恢复正常，它将继续损失储备。尽管私人资本外流已恢复正常，但贸易顺差下降将意味着，私营部门的外贸顺差不足以抵消公共部门的外汇赤字，它需要外汇来偿还其到期外债。

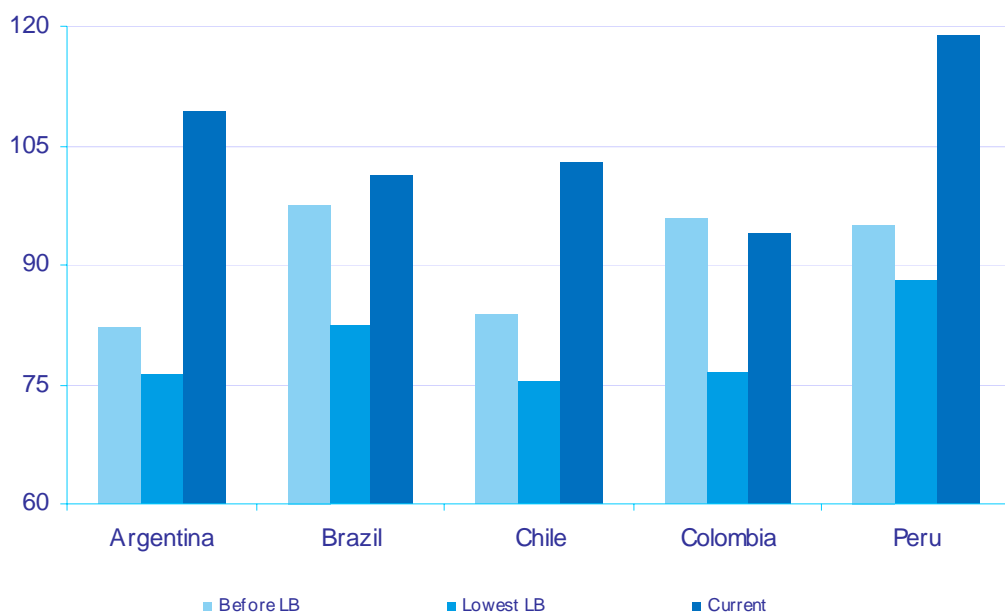
### 更大未知：地方私营机构如何应对全球恶化？

2008年，拉美经济的客观指标就像我们今天看到那样良好，尽管大多数国家在数十年来首次实施强有力的财政和货币刺激措施，但大多数国家仍将陷入衰退（与过去类似事件相比，时间短且轻微）。这种明显的矛盾可解释为：在一个高度互相联系的世界，随着全球经济体系的未来处于详细审查之下，消费者和企业变得恐惧，取消或推迟了投资和消费支出。这些预期造成国内需求进行内在调整，使得几乎所有国家扩大了其贸易差额，尽管商品价格在下落。

我们的看法是，即使与目前相比，全球经济形势大规模恶化，但同样事情不会发生；或者如果发生，它将比以前情况更弱。主要原因是私营经济机构已度过以前的经历，知道即使强烈经济恶化也不会造成新兴经济体崩溃。尽管这只是推测，但我们可从消费者信心指数中找到一些证据，它与个人消费支出密切相关，尽管他们预计不同国家的情况会有所不同。图13比较了雷曼兄弟公司倒闭前夕（处于当时低点）以及去年最后一个季度（关于欧洲主权债务危机的担忧复苏）的消费者信心指数。关于这些数据，最值得注意的事情是在欧洲大规模动荡期间的信心水平高于雷曼兄弟公司倒闭之前。这表明了态度的明显变化。基本面合理且以前担忧被夸大，这可能只是无知、不负责任或平静的信心；但事实在于，我们在2012年不可能看到类似于2008-09年经历那样的消费及个人投资内在崩溃。

图 13

消费者信心指数  
(Q1 2008 = 100)



来源：BBVA 研究部

根据上述分析，我们认为，即使在全球经济恶化情况下，拉美将继续增长，但增长率较低。对于整个地区，这种情况下的GDP增长率将为0.4%，如果我们排除两个地区大国（巴西和墨西哥），则增长率约为1.7%。然而，在初期影响后，我们预计将逐步复苏，从而使年增长率介于3.5-4%之间，接近其当前潜在增长率。

## 4. 图表

表1  
国内生产总值 (% 同比)

	2010	2011*	2012*	2013*
阿根廷	8.7	9.0	3.9	3.8
巴西	7.5	2.8	3.2	4.3
智利	5.2	6.2	4.0	4.7
哥伦比亚	4.3	5.5	5.0	5.3
墨西哥	5.4	3.8	3.3	2.9
巴拿马	7.6	9.4	6.0	6.2
巴拉圭	15.0	4.1	4.2	5.1
秘鲁	8.8	6.7	5.0	5.3
乌拉圭	8.5	6.2	4.4	4.2
委内瑞拉	-1.5	4.0	3.8	1.6
拉丁美洲	6.3	4.4	3.6	3.8

来源:BBVA研究部 \*预测

表2  
Inflation (% y/y, average)

	2010	2011	2012*	2013*
巴西	5.0	6.6	5.6	5.2
智利	1.4	3.3	3.8	2.9
哥伦比亚	2.3	3.4	3.6	3.6
墨西哥	4.2	3.4	3.8	3.5
巴拿马	3.5	5.9	5.4	4.3
巴拉圭	4.6	8.3	2.5	5.2
秘鲁	1.5	3.4	3.5	2.2
乌拉圭	6.7	8.1	7.8	6.7
委内瑞拉	29.1	27.2	27.2	28.6
拉丁美洲	6.4	6.9	6.7	6.6

来源:BBVA研究部 \*预测

表3  
汇率(兑美元, 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	3.9	4.1	4.7	5.6
巴西	1.8	1.7	1.8	1.8
智利	510	484	516	521
哥伦比亚	1,899	1,848	1,797	1,762
墨西哥	12.6	12.4	13.4	12.5
巴拿马	1.0	1.0	1.0	1.0
巴拉圭	4,739	4,196	4,310	4,552
秘鲁	2.8	2.8	2.7	2.6
乌拉圭	20.0	19.3	19.7	19.8

来源:BBVA研究部 \*预测

表 4  
利率 (% , 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	10.1	13.3	16.8	15.7
巴西	10.0	11.7	10.1	9.5
智利	15	4.8	4.8	4.9
哥伦比亚	3.1	4.1	5.2	5.9
墨西哥	4.5	4.5	4.5	4.9
巴拿马	2.7	2.2	2.0	2.4
巴拉圭	-	-	-	-
秘鲁	2.1	4.0	4.3	4.5
乌拉圭	6.3	7.6	8.8	8.5
委内瑞拉	14.6	14.5	14.5	15.0

来源: BBVA研究部. \*预测

表 5  
经常账户 (% GDP)

	2010	2011*	2012*	2013*
阿根廷	0.8	0.1	-0.4	-0.8
巴西	-2.3	-2.1	-3.1	-3.5
智利	1.9	-1.9	-3.8	-3.8
哥伦比亚	-3.1	-2.8	-3.2	-3.4
墨西哥	-0.5	-1.0	-1.1	-1.1
巴拿马	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
巴拉圭	-3.7	-0.7	-2.6	-1.6
秘鲁	-1.5	-1.5	-2.7	-3.2
乌拉圭	-0.4	-1.3	-2.1	-1.5
委内瑞拉	6.1	10.6	5.5	6.5
拉丁美洲	-0.7	-0.7	-1.7	-1.8

来源: BBVA研究部. \*预测

表6  
财政平衡 (% GDP)

	2010	2011*	2012*	2013*
阿根廷	0.2	-1.1	-1.2	-1.0
巴西	-2.5	-2.1	-2.0	-1.6
智利	-0.4	0.7	-0.3	-0.8
哥伦比亚	-3.8	-3.2	-3.1	-2.8
墨西哥	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8
巴拿马	-1.9	-2.4	-2.0	-2.0
巴拉圭	1.4	1.2	0.6	1.1
秘鲁	-0.3	2.0	1.1	1.0
乌拉圭	-1.1	-1.2	-1.0	-1.1
委内瑞拉	-3.1	-5.2	-6.1	-1.4
拉丁美洲	-2.4	-2.2	-2.3	-1.8

来源:BBVA研究部 \*预测

## 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为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 drawn up by the Latam Coordination Unit:***Chief Economist for Latam Coordination*

**Rodrigo Alfaro**  
+ 56 2 939 1198  
raifaro@bbva.com

**BBVA Research***Chief Economist of the Group***Jorge Sicilia***Chief Economists and Strategists for the Units:***Economic and Financial Scenarios/Regulation:**

Scenarios

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulation

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

**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.rodriguez@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**

mjjimenezg@grupobbva.com

**United States and Mexico**

United States

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic analysis Mexico

**Julian Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

**Emerging Economies:****Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Transversal Analysis of Emerging Markets

Pensions

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

**For more information:****BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Tel: + 56 2 6791000

E-mail: bbvaresearch@bbva.com