

经济展望

拉丁美洲

2012 年第四季度
经济分析

- 世界经济增长速度在**2013年**将稳步增长至**3.5%**，各中央银行，尤其是欧洲央行的措施使得风险规避降低。
- 拉丁美洲在**2012年**将增长**3%**，**2013年**将增长**3.7%**，这受到国内需求和商品价格的推动。巴西应最终在第三个季度经济好转。
- 货币政策仍保持不变，虽然将会面临越来越多的由通胀压力增大造成的困境。
- 该地区面临的挑战主要集中在**外部环境**：它们来自于欧洲可能出现的危机或美国财政调整措施的处理方式；同时也来自于更多宏观审慎措施来控制全球流动性。

索引

1. 概述.....	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. 拉丁美洲：增长趋向于其潜力.....	7
框 1. 新太平洋联盟集团：墨西哥和安第斯国家于亚洲.....	16
4. 外部风险减弱，但仍然显著.....	17
5. 表格.....	19

截止日期：2012年11月6日

1. 概述

发达国家央行的有力干预限制了系统性风险情景发生的可能性。欧洲央行已经消除了通用货币不可逆性的担忧，并打造了继续朝着新的制度框架前进的道路。美联储的流动性注入预料了明年年初美国重大财政调整的潜在影响。综上所述，全球不确定性已经消退。在这种情况下，我们预计世界经济将继续稳步复苏，在 2012 年和 2013 年增长率将在 3% 和 3.5% 之间。

拉丁美洲的增长在第三季度恢复，这主要是由巴西的增长较快促成的。在大多数国家，第二季度的增长数字要好于 8 月份的预期。这导致了对 2012 年增长预测的上调。主要的例外情形是巴西，巴西直到第三季度才发生经济好转。

因此，我们预计该地区 2012 年的整体增长率为 3%；2013 年为 3.7%。2012 年的数字略低于三个月前的预测，而 2013 年的增长将略高于 8 月份的预测。2011 年的经济放缓将与全球经济放缓（从 2011 年的 3.9% 下降到 2012 年 3%）相一致。从中期来看，我们预计该地区将继续趋向于接近其略低于 4% 的潜在增长率。

大多数国家的通胀压力和通胀预测略有升高，这是由经济活动强度和上涨的粮食价格造成的。大多数国家的通货膨胀率将继续高于央行的目标，但仍在允许的范围内。

有关外部形势的不确定和国内需求压力之间的不稳定平衡使得大部分央行仍将利率保持不变。除了哥伦比亚、乌拉圭和巴拉圭以外，我们预计利率至少还有一年保持稳定在当前水平。

随着在欧洲财政压力减轻背景下的全球风险规避意愿降低，汇率将趋于再次升值。

财政和国外平衡将维持在可管理的水平内。财政赤字预计仍将受到控制，以进一步降低公共债务。在国外方面，国外平衡高度受到经济增长率的制约：增长率较高的国家目前也将有较大的国外赤字。

全球主要的风险是欧洲危机可能再次出现。总体而言，拉丁美洲准备好了承受这一冲击，虽然这将会有重大影响。虽然国与国之间会有明显差异，但对该地区的影响将是可控的。准备得最好的是秘鲁和智利，它们有更大的财政和货币操作空间，那些进入国际市场以及纾缓商品价格下跌能力较差、使用反周期政策空间较小的国家处于最不利位置。

发达国家的主要货币扩张正在推动越来越多的国家使用宏观审慎措施，这使得有些国家可能会开始不断使用一系列没有正确定标的政策而由此衍生出风险。

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

央行的大胆举措澄清了全球经济前景，但政策制定者要避免退步仍然存在挑战

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。

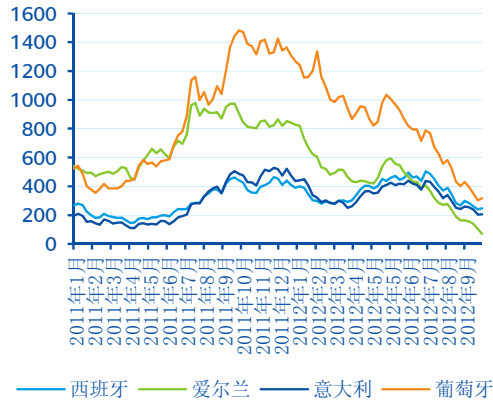
“不计代价”

在我们看来，当欧洲央行（ECB）行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）在七月下旬宣布实施新的债券购买计划（直接货币交易或 OMT）时，该机构走出了结束欧洲债务危机的决定性一步。在某些情况下，欧洲央行可干预二级主权债务市场。欧洲央行的举措发生在六月份召开的欧元区首脑会议之后，在该会议上，领导人达成了一些加强货币联盟的协议：一个通往单一银行业监管的广泛路线图、涉及财政问题和增长支持措施的深远计划。德拉吉宣告背后的理由是显而易见的。因为市场部分是在欧元区解体担忧中定价，所以一些外围债券收益率升高，从而形成了欧洲央行在严重的金融解体中的指令。

欧洲央行此举比预期更为有力。我们认为，只要该过程继续，解体担忧现在并不存在。自 6 月份以来，金融市场的紧张局势已经大为缓解（见图表 1）。我们认为，尽管近期发生了不利市场事件，但这种形势的维持证明其有能力消除疑虑。

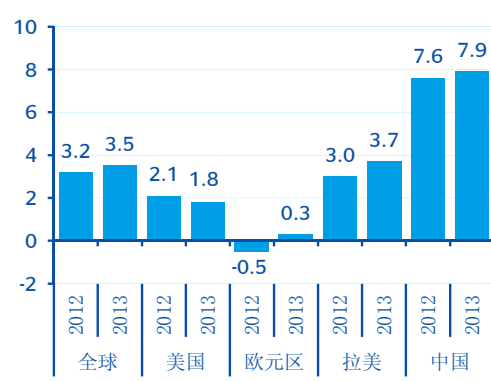
在该过程结束时，我们认为欧元区最终可能会拿出一个将会加强其治理的完整的一揽子方案。正如我们长期以来一直认为的一样，它应包含一个银行业联盟、财政联盟和一个防止解体的最终借贷人。所有这些方面都已经取得了进展。可能该进展还没有有力到足以迅速复苏当前的局势。然而，政策制定者似乎足以坚定的致力于这一过程，我们认为最严重的危机最终会结束。在短期内，欧洲央行的计划和财政条件下的 ESM 支持创建了一个处理意大利和西班牙等国家可能面临的融资困难情形的基准。同时，正确执行银行业联盟计划以及进一步定义财政联盟设计将是欧元区长期可持续性的一个关键因素。

图1
欧元区国家金融压力指数¹



来源: BBVA 研究部

图2
GDP 增长率



来源: BBVA 研究部

“只要需要……”

美国经济仍在增长, 但增长速度处于历史低位, 失业率仍然高企不下。这是由应继续削减的仍然高企的负债、有关欧元区危机最终解决的不确定外部环境以及从国内来看, 缺乏在避免日益邻近的自动收入和开支调整 (财政悬崖) 的同时如何降低高企的公共债务的协议等因素造成的。

在这样的背景下, 美联储在其 9 月份的会议上放宽了货币政策。美联储宣布, 其打算将利率至少在 2015 年中旬之前维持在目前的低值, 这比之前宣称的要晚一年。但为了支持改善就业市场预期, 其同时也宣布了新一轮的量化宽松 (QE), 通过购买抵押贷款支持证券(MBS)实施, 旨在改善家庭财务状况。采用该方式, 美联储购买了防止“财政悬崖”的保险, 其在我们的基准情景中我们预计不会完全发生。

QE3 的潜在影响并不仅限于美国经济。正如先前计划表明的一样, 它们促使资本流入到新兴经济体, 从而降低风险溢价、降低这些国家中的融资成本、提高信贷的可用性、提高它们的增长速度, 同时也增加了其通货膨胀。

¹ BBVA 研究之金融压力指数 (FSI) 是一个综合指标, 其概述了以下因素的动态: 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)。

央行的响应不足以使全球经济重回稳定扩张

世界经济可能已避免减速到过去 30 年中的最慢增长速度（2009 年的大衰退除外），但低增长环境还在继续。发达经济体自 2011 年以来正在失去势头，考虑到当前去杠杆化环境，这正如大家应该预期的一样。最近，新兴经济体也受到了冲击，虽然在一些重要国家（例如巴西和中国），最近数据表明经济活动正在变得稳定。

但是美国和欧元区的央行采取的措施正在部分消除一些疑虑和改善前景。在我们的基准情景下，欧元区的增长有可能在进入 2013 年获得势头。虽然欧元区 GDP 在 2012 年将下降（-0.5%），但在 2013 年将出现小幅反弹（+0.3%）。在美国，我们维持我们的预测不变：增长率在 2012 年和 2013 年将维持在 2% 左右。我们的 10 月情景中的主要下调对应于中国（2012 年 -0.2 PP；2013 年 -0.4 PP），虽然得益于预期的部分补偿其正在经历的经济放缓的政策刺激，其增长速度在这两年将仍接近 8%（见图表 2）。

总而言之，世界经济有望继续经历“缓慢恢复”，GDP 增速在 3% 和 3.5% 之间。但这一情景依赖于几个关键假设，尤其是欧洲政策制定者是否会兑现自己的承诺。首先，该情景假设近期有关金融监管的争吵没有对六月份的协议造成太大影响，主权和银行风险之间的恶性关联被打破，货币政策传导（其在欧元区主要通过银行开展）再次生效。其次，我们假设，消除“可兑换性风险”的现有机制在必要时全面启动。这将保持周边经济体的收益不变，但同时随着欧洲新的制度安排的进展以及承诺的履行，可能会大幅降低。最后，在这一情景下，希腊将继续是欧元区的一部分，其将需要通过额外融资和/或更长期限来履行财务条件来进一步获得欧洲的支持。根据以往的经验，太多事情可能都是有问题的，但政策制定者往往在关键时刻接近时会找到欧洲问题的解决方案。

3. 拉丁美洲：增长趋向于其潜力

到 2012 年目前为止，该地区大多数经济体中的经济增长高于预期，但巴西是个重要例外

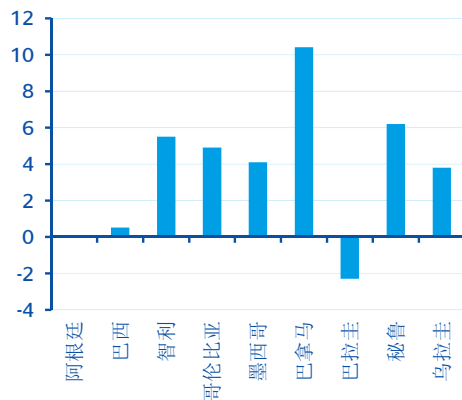
在该地区的大多数国家中，上半年的增长率均高于我们的估计值。智利、哥伦比亚、巴拿马、秘鲁和墨西哥均是如此。尽管最近几个月商品价格仍然较高，金融压力放缓，但这些国家在以全球低速增长为标志的环境中的积极表现的主要决定因素是其国内需求的强劲。消费和投资继续得到了强劲的劳动和信贷市场的支持。

从不同的角度看，许多拉丁美洲国家的国内需求继续受到仍然是扩张性货币和财政政策的支持。换言之，该地区的大多数经济体中的利率仍处于低于被认为是中性的水平，公共开支继续支持经济活动。其目的是抵抗发达国家较为温和的增长带来的负面影响，甚至（尽管程度要小得多）是亚洲。

因此，该地区大多数国家的增长率仍然在一个非常积极的范围内，范围从墨西哥的接近 4.0% 到巴拿马的大约 10%（参见以下图表 3）。

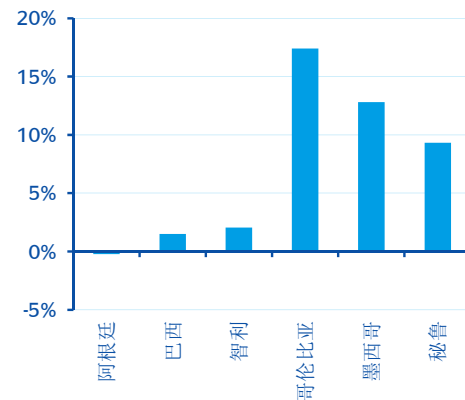
金融市场与经济活动强度保持一致：股市上涨（图表 4），而整体而言货币的上行压力持续，持续高增长的国家风险溢价已经缩小（虽然外部市场不稳定）。

图 3
GDP 增长率，第二季度 2012（年同比）



来源: National governments and BBVA Research

图 4
股票累计表现，年初至今



来源: Bloomberg and BBVA Research

但智利、哥伦比亚、巴拿马、秘鲁和墨西哥等经济体享有的正增长不能一概而论到该地区的其他国家。在两个最大的南方共同市场（Mercosur）国家——阿根廷和巴西中，最近的数据是令人意外的负值，其增长值与之前提到的国家的增长值形成对比。

具体而言，巴西的增长率在今年上半年仍然低于 1%，这与全球环境不景气、国内信贷市场放缓以及失去国内工业竞争力相一致。

巴西的低增长率对南方共同市场（Mercosur）国家是一个外部冲击（反过来对巴西经济是个负面反馈）。在阿根廷，该冲击伴随着代理商信心恶化（与更大的外汇限制有关）；在巴拉圭，该冲击伴随导致肉类和大豆出口大幅下降的严重的干旱和卫生问题。在阿根廷，上半年结束时增长率略高于 1.0%；在巴拉圭，农业在 GDP 中的重要性导致了经济衰退。

乌拉圭对来自巴西的冲击和全球环境的动荡的承受要好于其他南方共同市场成立国。因此, 乌拉圭的 GDP 在今年上半年的增长速度大约为 4%, 远高于其邻国, 与安第斯国家和墨西哥接近。

尽管有很大的差异, 但该地区的平均增长率仍然较高, 整体上略低于 3.0%, 如果不包括巴西和阿根廷, 则会超过 4.5%。

该地区在 2012 年下半年增长率应上升, 这尤其受到了巴西复苏的推动

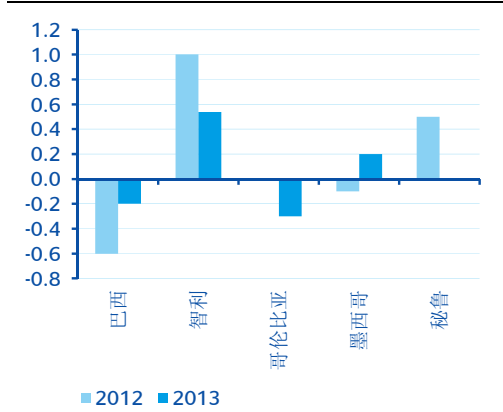
我们预计在今年下半年, 上半年最强劲的国家总体上增长会放缓, 而巴西、阿根廷和巴拉圭则会有显著复苏。这种趋势与我们对该地区国家的产出缺口的估计相一致。换言之, 在增长率高于其潜力的国家中, 经济放缓将已经开始; 而在增长率低于其潜力的国家中, 我们预计增长率会回升 (参见图表 5)。如图表 6 中所示, 在该地区的平均增长率在今年下半年将上升, 主要是由于巴西和阿根廷的复苏。

南方共同市场国家的复苏将以巴西产出增强为首, 巴西的高频经济活动指标表明最严重的周期性低迷已经过去, 前所未有的货币扩张和一系列财政刺激措施的组合正在开始生效。由于美国的严重干旱, 巴西和组建南方共同市场的合作伙伴也将受益于其主要农业出口产品较高的国际价格。巴拉圭也将受益于肉类出口市场的逐步开放以及反周期财政政策的推动。

预计的该地区其他国家中的轻微放缓与政府希望控制国内需求上升、智利和秘鲁等国家出口的金属价格降低 (部分是由于中国经济增长放缓) 相一致。这也是发达国家增长进一步放缓的结果; 对墨西哥的影响尤其强烈, 因为它与美国关系密切。在任何情况下, 经济放缓总体上是比较平缓的, 而不是突然失去力量。

与其他高频指标一样, 最近的信心指标加强了今年下半年巴西强劲复苏和安第斯国家和墨西哥 (以及其他国家) 强劲增长的前景。这些前景是由欧洲央行最近对直接货币交易 (OMT) 采取的决策以及美联储采用新一轮货币刺激政策 (QE3) 后的全球金融压力减小而支撑的。信心指标的近期走强与其几个月前当全球环境和一些特殊因素给出的该地区经济体的偏负指标时的疲软形成对比 (参见我们前一期的“拉丁美洲经济展望” http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1208_Situacionlatinoamerica_tcm346-351636.pdf?ts=23102012)。

图5
拉美：产出缺口* (%)



* 产出缺口：(实际 GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP
来源: BBVA Research and Haver Analytics

图6
拉美*：国内需求和外部需求对年增长率的贡献



*包括：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

拉丁美洲在2013年将增长3.0%；在2013年将增长3.7%，趋向于其潜力

鉴于第二季度和第三季度经济活动的正面惊喜，我们上调了大部分国家 2012 年的增长预测（见图表 7）。智利、哥伦比亚和秘鲁均是这种情况，2012 年的预测分别调整为 5.0%、4.3% 和 6.0%。

我们只保持了两个国家中三个月前所作的预测：一个是墨西哥，我们仍预期其经济将增长 3.7%；另一个是乌拉圭，其 GDP 在 2012 年应增长 3.8%。然而，墨西哥经济对美国的依赖以及乌拉圭经济对其邻国阿根廷和巴西的依赖自然使得这些数字依赖于我们预计的这些其他经济体的增长。

在巴西和阿根廷，已经在今年下半年启动的复苏将不能抵消今年上半年的负面意外。因此，我们下调了全年的增长数字。在巴西，我们预计全年的增长为 1.6%（比我们 8 月份的预测低了 0.6 个点）；而在阿根廷，我们将增长预测从 8 月份的 2.5% 下调至 2.1%。

巴西和阿根廷的下调是我们分析的一组 10 个国家中仅有的两个国家，但这两个经济体的比重（该地区 GDP 的 48%）证明将整个拉丁美洲的 GDP 从 3.2% 略微下调至 3.0% 是合理的。

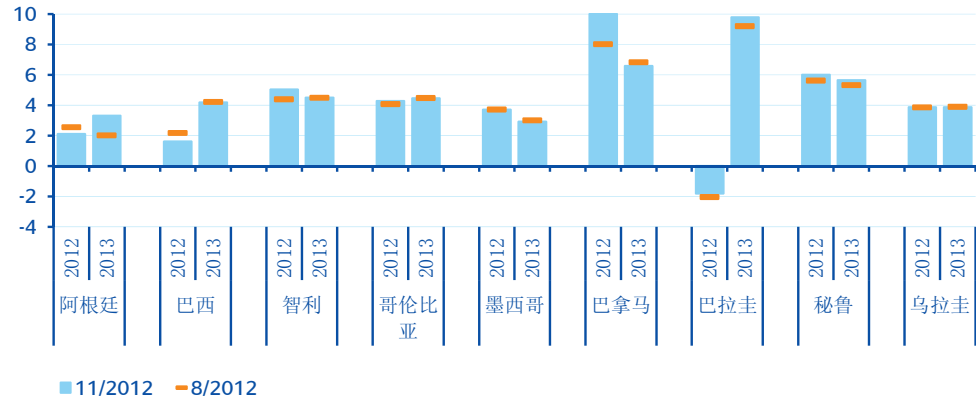
不仅是在今年下半年，而且在整个 2013 年，GDP 都将继续趋向于其潜力（参见图表 7）。鉴于今年的 GDP 将大幅低于其潜力，预计的巴西在 2013 年的更高增长与反弹效应有关。GDP 也将受益于明年大约 2 个百分点的统计方法的影响。在阿根廷，较大的农业收成将对经济活动有重大影响。

巴拉圭的情况没有太大的不同。在 2012 年的衰退之后，增长在 2013 年应达到近 10%。这在一定程度上将会重现该国在之前的农业危机中发生的情形：在该农业危机中，其 GDP 在 2009 年下降了 4.0%，然后在 2010 年增长了 13.0% 以上。

在哥伦比亚，增长在 2013 年将继续保持强劲，接近 4.4%，但略低于该国的潜在 GDP。在秘鲁，预计的 2013 年的轻微放缓将保证产值趋向于其潜在水平。智利和墨西哥的增长今年将会放缓，智利将从 5.0% 下降至 4.5%，墨西哥将从 3.7% 下降至 3.0%。但智利和墨西哥的 GDP 在明年均将高于潜力。

总体而言，该地区的 GDP 增长将由 2012 年的 3.0% 增长到 2013 年的 3.7%。这一增长步伐显示了该地区的实力，尤其是其稳健的基本面以及能够采取措施缓解发达经济体低速增长以及高风险为特征的全球环境影响的能力。

图 7
拉美：GDP 增长预测，2012-2013



来源: BBVA Research

经济活动强度和食品价格正在对通货膨胀施加压力，整体上使其略高于央行设定的目标值

最新的数据显示，通货膨胀高于该地区几乎所有央行采用目标系统设定的目标，但智利和巴拉圭例外。智利的通货膨胀为 2.8%，略低于 3.0% 的目标。在巴拉圭，该国面临的严重衰退将通货膨胀率降低到了远低于 5.0% 的目标的水平。

不断上涨的粮食价格（主要与美国经历的严重干旱相关）是该地区中国家常见压力的一个来源，尤其是那些其在消费者篮子中所占比重更大的国家。这当然也是解释通货膨胀偏离国家各自目标的因素之一。

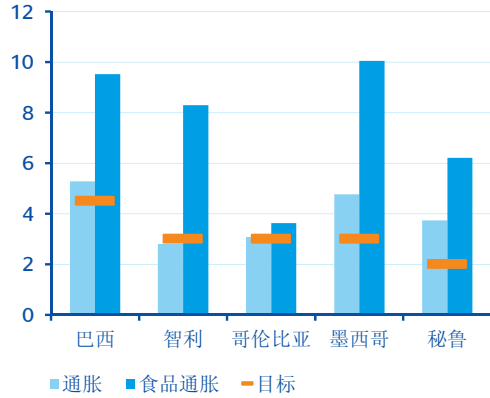
从图表 8 中可以看出，在该地区选定的一组国家中的食品通货膨胀率目前显著高于平均通货膨胀率。巴西、墨西哥和智利的差异尤其明显。但在智利，食品在总体通货膨胀中的比重相对较小（19%），这使得其在当前情况下更易于遵守目标。在巴西和墨西哥，食品在参考篮子中的比重分别为 24% 和 23%。虽然食品通货膨胀率和总体通货膨胀率之间的差距在秘鲁没有像在其他国家中一样大，但该项的比重在秘鲁特别高（38%），这有助于解释观察到的通货膨胀率和目标值之间的差距。最后，在哥伦比亚，食品产品的比重处于中间范围（28%），但压力要比该地区的其他国家小得多。

然而，食品价格并不是造成通货膨胀压力的唯一因素。另一个来源是经济活动。正如可从图表 9 中看到的一样，非贸易品的通货膨胀（其更好地反映了需求压力）在除哥伦比亚之外的所有国家中均高于 4%，在哥伦比亚略低于这个数字（3.8%）。其在巴西最高（6.4%），巴西的该组产品的比重也较高（64%），虽然该国的 GDP 低于其潜力（其应意味着较低的需求压力）。

另一个压力因素是石油价格的预期上涨，这对智利、哥伦比亚和秘鲁等国家有非常重大的影响，虽然近期油价变动在短期内应有正面影响。

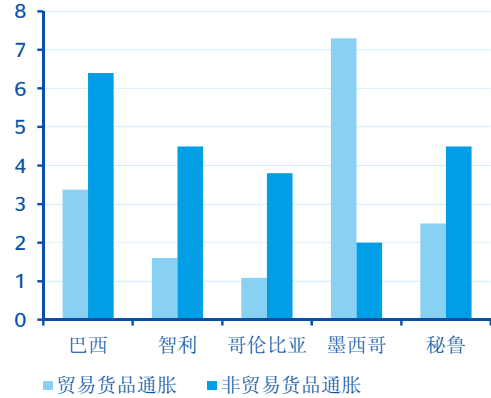
相反，贸易品的通货膨胀通常是缓解压力的来源，尤其是在其比重较高和/或外汇政策不允许货币更多升值的国家（例如智利，与贸易品比重较低、避免汇率升值的巴西等国家形成鲜明对比）。

图8
拉美: 总体通胀和食品通胀
(2012 年 9 月, 年同比)



来源: National governments 和 BBVA Research

图9
拉美: 贸易货品及非贸易货品通胀
(2012 年 9 月, 年同比)



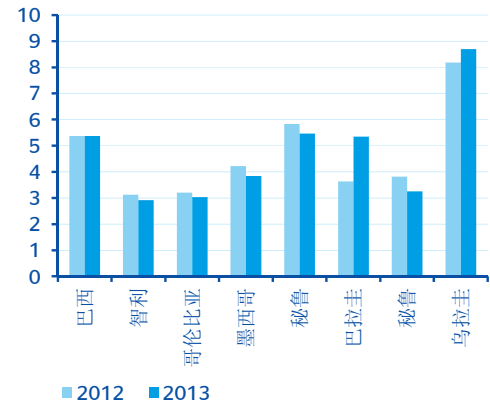
来源: National governments 和 BBVA Research

经济增长和粮食价格正在对通货膨胀施加的压力大于我们在三个月前的预期, 强度视当地特性而有强有弱。我们因此上调了巴西、智利、秘鲁和墨西哥的通货膨胀预测, 并保持哥伦比亚、巴拉圭和乌拉圭的通货膨胀预测相对不变。

从图表 10 和 11 中可以看出, 我们预计智利、哥伦比亚和巴拉圭的通货膨胀率在年底前将趋向于(甚至低于)其各自的目标。在秘鲁和墨西哥, 通货膨胀率将在上目标范围之内, 但预期仍有很好的基础。在巴西, 我们也预计通货膨胀率仍然在上目标范围内, 但在这种情况下, 我们在预测期间不预计其将趋向于目标, 部分是因为巴西央行的货币政策偏向扩张性。最后, 在乌拉圭, 通货膨胀将继续高于目标范围, 尽管央行最近改变了立场(扩张性降低)。

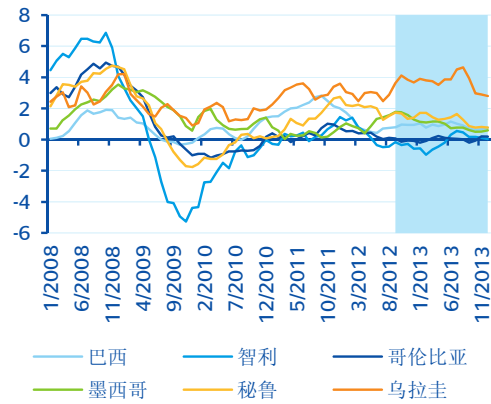
在 2013 年, 智利、哥伦比亚、秘鲁和巴拉圭的通货膨胀率应继续接近核心目标。在墨西哥, 随着导致今年通货膨胀率上升的供给冲击影响的消失以及比索走强, 价格预计在 2013 年轻微下降。在巴西, 通货膨胀率将继续显著高于目标, 但不会接近目标上限(6.5%) (因为积极的减税带来的正面影响, 如果明年采用的话)。

图10
拉美: 年平均通胀率



来源: BBVA Research

图11
设定通胀目标的国家: 央行目标与实际通胀差距



来源: BBVA Research and Haver

持续一段时间的稳定的扩张性货币政策

在巴西做出具有重大历史意义的减息、哥伦比亚共和国银行所做出全年调整、巴拉圭削减开支以应对衰退以及乌拉圭的参考利率在 10 月份令人惊讶的增长后，前景为在有通货膨胀目标的国家中，稳定的利率将在较长的时间内维持在当前水平。

较长一段时间内（至少再延长一年，但哥伦比亚、乌拉圭和巴拉圭除外）稳定利率的预测受到处于相对平衡中的风险平衡支持：与持续强劲国内需求相关的风险被全球经济更进一步的放缓以及财政压力维持在很高水平的风险抵消。至少在哥伦比亚、秘鲁和巴西等国家，利率调整也可能被推迟，以避免对本国货币造成额外的压力。

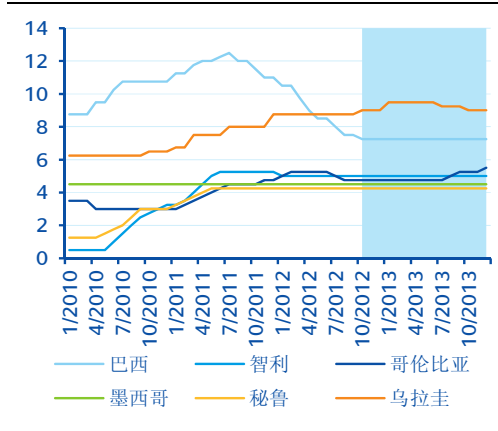
关于货币过度坚挺的担忧表明，虽然我们预计在今后 12 个月内利率不会发生增长，但通过采用宏观审慎措施，货币政策可能会变得扩张性减低。这是一个最近使用得很多的工具，尤其是在巴西和秘鲁。在任何情况下，我们预计有关是否提高利率的讨论明年就变得更加激烈。

因此，大部分地区的货币政策将至少在明年年底之前一直是扩张性的（图表 12）。

在哥伦比亚和巴拉圭，我们预计明年利率将上调，以符合更快的经济增长，尤其是在巴拉圭。哥伦比亚的调整将在今年下半年采用，将货币政策利率从目前的扩张性位置 4.75% 提高到 5.5%，以更符合中性。

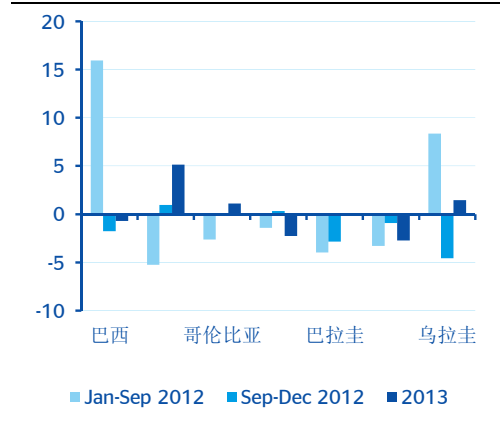
在乌拉圭，我们预计明年年初利率将由目前的 9.0% 上调至 9.5%，以防止通货膨胀率达到 10%，其将会触发与指数挂钩的最低工资和退休金的增长。然而，这一货币环境的强化是暂时的。我们认为货币主管部门将在 2013 年下半年将参考利率降低至 9.0%，以与通胀压力的缓和相一致。

图12
设立通胀目标国家的官方利率



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图13
设立通胀目标国家的货币与美元汇率的变化



* 正变化表明该货币对美元升值

来源: Bloomberg 和 BBVA Research

全球风险规避意愿下降、发达国家的货币扩张和国内扩张均支持了拉丁美洲货币的坚挺

在该地区的货币历经一段时间的疲软后，大部分拉丁美洲的国家的汇率在今年下半年升值。他们是对随着欧洲央行自七月底以来发表声明支持欧元和欧洲主权债务以及美国联邦储备委员会采用了新一轮的刺激（QE3）后全球金融压力做出的反应。

在巴西、秘鲁、哥伦比亚等一些国家，外汇市场的货币压力受到了主管部门再度干预的抵制。

另一个支持地区货币的因素是一些与供应和财务因素相关的商品价格的回升，包括农产品和石油。金属价格的趋势有所不同。例如，铜的价格受到中国经济增长放缓的负面影响。这是智利比索疲软的一个因素。同时，巴西雷亚尔也受到了铁矿石的价格下降的影响，但这一巴西货币下行压力被农产品商品价格上升的正面影响抵消。事实上，商品价格仍然是该地区货币坚挺而不是疲软的一个来源。

考虑到拉丁美洲和发达国家之间的增长率（以及利率）差异，尤其是在一个全球流动性较高的环境中，我们预计未来总的趋势是小幅升值（图表 13）。我们同时也预计哥伦比亚、秘鲁和巴西将继续保卫其货币。但在巴西，我们认为，随着经济复苏的巩固和通胀压力的增加，货币控制将会不怎么有效。

在墨西哥，经济主管部门关于相对于该地区其他货币强化本国货币的态度各不相同，（至少部分是因为墨西哥比索相对于其基本面而言相对低估），风险规避意愿的下降以及更大的全球流动性应该允许比索再次开始升值。

经济增长决定了外部帐户的变化

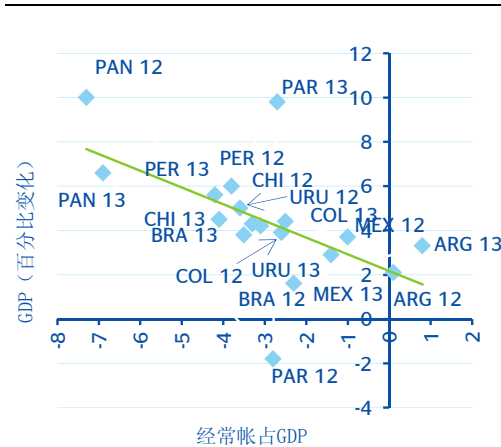
与发达国家中的低增长速度相比，该地区国家中经济活动的强度将意味着几乎所有的拉丁美洲国家在 2012 年结束时和在随后的几年中将会宣布经常账户赤字（图表 14），尽管贸易条款（其与商品价格紧密相连）仍然处在历史积极水平。

我们对外部帐户预测的变化也反映了经济活动的基调。巴西 2012 年年底的经常账户赤字已经由 2.6% 下调至 2.3%，这与低于我们预期的增长速度相一致。我们也大幅上调了哥伦比亚和秘鲁等国家 2012 年年底的经常账户赤字，因为其经济活动增长的步伐较快。在阿根廷和墨西哥，我们保持了经常账户预测几乎不变。在阿根廷，进口管制和增长放缓的影响抵消了干旱对农产品出口带来的负面影响，而在墨西哥，我们维持增长估计值不变。

2013 年，经济活动的强度应导致巴西、智利（其中较低的铜价将支撑赤字上升趋势）、墨西哥和秘鲁的经常账户赤字增加。在阿根廷、乌拉圭和哥伦比亚，由于较高的农产品价格、该地区南锥（Southern Cone）国家收成较好以及哥伦比亚的较高石油价格，经常账户明年将改善。

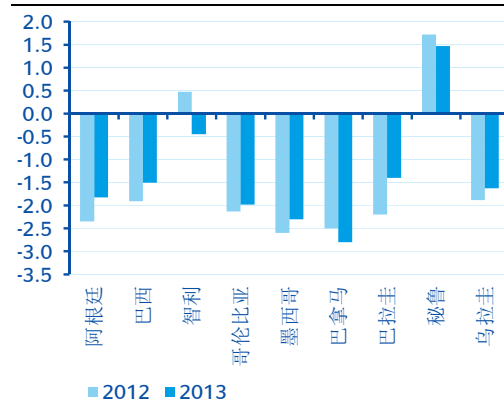
考虑到拉丁美洲在未来几年的持续增长前景，由较高经济增长导致的外部帐户的进一步恶化显得尤为重要。但外部帐户保持处在可管理的水平内，国家继续有非常积极的外国直接投资（FDI）流和大量国际储备。

图 14
拉美: 经常帐占 GDP 和 GDP (2012/2013 %)



来源: BBVA Research

图 15
拉美: 财政结余占 GDP 百分比



来源: BBVA Research

财政政策：支持经济活动，而不会危及公共账户的偿付能力

在一个以异常高的不确定性和发达国家低增长速度为特征的环境中，与国内需求增加和较高商品价格相一致的公共收入的增加将财政和货币政策变为支持经济活动的一个元素。

在该地区的一些国家中（哥伦比亚就是一个明显的例子），公共开支一直在补偿较低的出口和国内需求。巴西和秘鲁的例子表明工资政策、社会开支以及向私营部门的转移也在支持经济活动，无论是出于结构原因（减少贫困和不平等）还是周期原因。

类似的，巴拉圭和智利最近批准的税制改革以及墨西哥关于这个问题的讨论将会提高采用反周期措施的能力以及给予收入转移政策更大的支持。这不会危及财政偿付能力，因为这三个国家的公共债务相对较低。

财政政策对巴西经济的支持也在增加。在一个增长速度低于其潜力和债务偿还开支大幅降低（由于SELIC利率大幅下降）的环境下，财政赤字已由1.5%上调至1.9%。

对经济活动的支持一般不会对该地区国家的公共余额的稳固性构成威胁（有关拉丁美洲近年来公共债务正面趋势的更多详细信息，请参阅我们前一期的“拉丁美洲经济展望”）。财政数字仍然处在可管理的水平（图表15）。仅在少数情况下（主要是巴西和巴拉圭），我们上调了2012年结束时的财政赤字估计值。

在该地区的几乎所有国家中，2012年和2013年的公共赤字水平将限制在使得公共债务在GDP中所占百分比降低的水平。在智利，尤其是秘鲁，我们预计至少在部分预测期间有财政盈余。这将实现这些国家中的公共债务进一步降低，并因此提供更多采用支持未来增长政策的空间。

框 1: 新太平洋联盟集团: 墨西哥和安第斯国家看向亚洲

“太平洋联盟”是一个新的地区集团, 目的是促进与亚洲经济体的国际合作和关系。智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁于 2012 年 6 月创建了该经济集团, 目的是加强合作, 同时也是作为一项与亚洲经济体建立更密切关系的战略。哥斯达黎加和巴拿马是附属成员。作为一个集团, 该联盟是世界第九大经济体, 拥有 2 亿多消费者, 人均 GDP 约为 10000 美元。

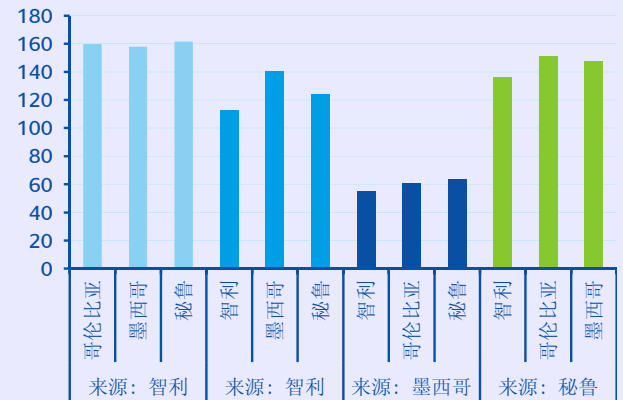
增进成员之间贸易的机会是不对称的, 考虑到其经济结构, 墨西哥受益可能要多于其他三个国家。目前, 墨西哥经济体出口的大多数商品(高附加值的制造产品)由安第斯国家进口, 但反过来并非如此, 尤其是对智利和秘鲁而言。换言之, 墨西哥没有将其出口集中在铜和矿物等自然资源上, 而自然资源是智利和秘鲁的主要出口产品。

但也有其他行业很有可能从合作中获益, 例如基础设施和资本市场。对基础设施而言, 墨西哥、哥伦比亚和秘鲁的质量远低于智利, 智利可以为成员合作伙伴提供建造这类项目的技术诀窍和专业知识。对于资本市场而言, 拉丁美洲综合市场(MILA, 由智利、哥伦比亚和秘鲁的证券市场组成)和墨西哥证券交易所之间可能组建的一个合资企业将会造就该地区最大的证券交易所。

该联盟创建了一个加强与整个亚洲经济体(不仅仅是与中国)关系的有吸引力的经济集团。虽然中国是该联盟最大的亚洲贸易伙伴, 但日本和韩国也是该地区值得注意的投资者。他们对汽车和电子行业

等其他类型的项目感兴趣。得益于其与美国、欧盟和其他发达国家的自由贸易区, 该联盟还创建了一个可能成为全球价值链一部分的有吸引力的经济集团。

图 16
产出结构和区域内出口的潜力
(0=高出口潜力; 200=低出口潜力)



来源: BBVA Research with Comtrade data

4. 外部风险减弱，但仍然显著

该地区继续密切留意可能来自发达国家的冲击的影响

尽管发达国家的主要央行引入了措施（第 2 节中进行了分析），但在主要发达国家仍有可能双底衰退（double-dip），虽然这种可能性要小于 3 个月以前。在欧洲，它可能是财政和银行联合之路上一次事故的结果，其将大大增加全球金融紧张局势。该“事故”一个可能的情景就是，如果核心国家达到救助耗尽点，则周边国家将会耗尽它们的改革，并不能遵守它们承诺的要达到的目标。

这对世界上其他地方有重大影响。在拉丁美洲的特定例子中，它们会通过我们在前一期“拉丁美洲经济展望”中讨论的蔓延渠道发生。首先，全球风险规避意愿将大幅增加；地方风险溢价将使得融资困难和扭转资本流入，从而弱化货币。其次，同时也在该地区的主要贸易伙伴中，例如美国和较小程度上的中国中，有较低的商品价格和外部需求。最后，商业和消费者信心将大幅降低，对私人投资和耐用品需求产生重大影响。

此外，如果明年没有政治协议来纾缓调整，美国的风险集中于在明年年初可能会发生突然的财政紧缩。在这种情况下，对墨西哥的影响将是大幅紧缩。

欧洲紧张局势急剧上升和美国重大自动财政调整对该地区的影响是什么呢？总体而言，亚洲新兴经济体，尤其是中国，将能承受（鉴于其强劲的基本面和抵消外部需求下降和不确定性造成的私人投资的减少的政治操作空间），这将有助于拉丁美洲更好的借力外部调整以及在地区许多国家中引入反周期政策（货币和财政）以及灵活汇率。

拉丁美洲准备好抵抗一个新的全球危机。总体而言，对增长的影响将是重大的

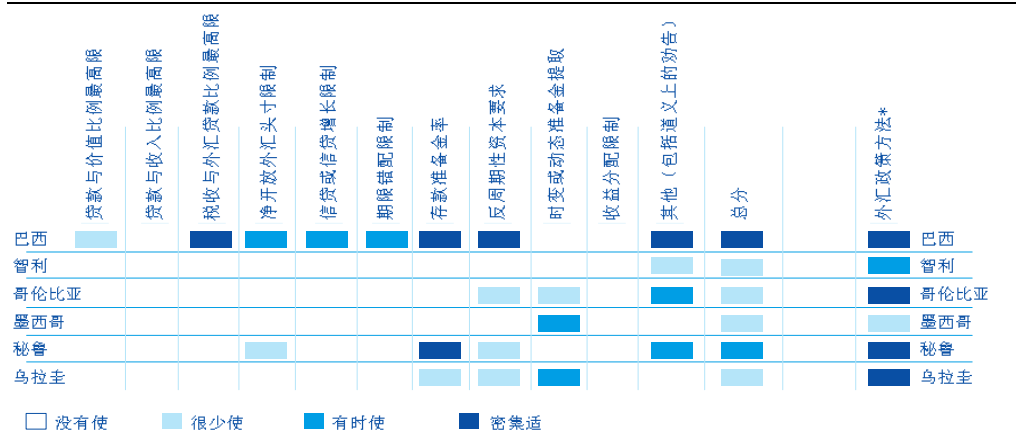
虽然不断恶化的外部环境对该地区的经济可能有显著影响，但它们不会导致像在以前的发达经济体中蔓延时一样的危机。

虽然国与国之间有明显的差异，但对整个地区的影响将是可控的。在 2013 年和 2014 年将会有严重放缓，在一个较短时间会迅速恢复其潜力。准备得最好的是秘鲁和智利，它们有更大的财政和货币操作空间，那些进入国际市场以及纾缓商品价格下跌能力较差、使用反周期政策空间较小的国家处于最不利位置。

鉴于冲击令人惊讶的程度不如雷曼兄弟（Lehman Brothers）的破产，欧洲新危机比 2008-2009 年期间的危机对该地区的影响要小。虽然经济放缓将是激烈的，但该地区作为一个整体应该能避免负的增长率。

在任何情况下，主管部门必须时刻警惕外部融资环境以及当前宽松的贸易条件的可能的突然恶化。外部风险是相当大的，主管部门因此必须确保该地区做好了准备。

图 17
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

在发达国家重大货币扩张背景下，也有全面定标的宏观审慎措施升级的风险

正如我们在本报告开头提到的一样，发达国家央行所采取的措施在短期内降低了全球经济一个十分不利的情景发生的可能性。然而，发达国家的货币扩张对新兴国家，尤其是那些具有强劲增长前景、非常强劲的国内需求和灵活的利率的国家的央行产生了重大挑战。面对外部货币扩张和由此造成的资本流动增多，许多央行选择了运用宏观审慎措施以限制或阻止这些流动。它们避免了升高利率（以解决国内需求压力增大），从而降低了汇率的上行压力。

在有通胀目标的国家中，巴西一直是使用宏观审慎措施来降低资本流入激励和控制国内信贷增加最活跃的国家（见图表 17）。排在第二位的是秘鲁，其在一个仍然为强美元化的金融系统背景下谨慎操作（虽然有明显的去美元化趋势）。因此，大多数国家中的宏观审慎政策已被用来取代传统的货币工具而成为紧缩货币政策的一个工具。

但在该趋势中有三个风险主管部门必须考虑。第一，如果在发达经济体的扩张性货币政策推动下，宏观审慎政策将资本流动转向其他新兴国家，则有这些宏观审慎措施过度使用的整体风险。这种不断升级的一系列宏观审慎措施对各个单独看待的单个新兴经济体而言有超出其用途的影响。第二，经济主管部门尚没有足够的使用大部分宏观审慎措施的经验（自己的或他人的）。这增加了在其使用中的出错几率，无论是过度使用还是使用不足。第三，应该指出的是，宏观审慎措施最终会拖累该地区所需的金融渗透的进展，因为大多数国家仍然有信贷/GDP 比率远低于具有其特征的经济体预期应有的比率等问题。

总之，经济主管部门不仅要知道使用宏观审慎措施的优点，而且要知道它们的缺点和可能的附带影响，这一点是很重要的。在任何情况下，为了避免该地区这些政策的不断升级的螺旋式上升，协调宏观审慎政策方面的进展是至关重要的。

5. 图表

图1
GDP (% yoy)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	8.2	8.9	2.1	3.3
巴西	7.6	2.7	1.6	4.2
智利	6.1	6.0	5.0	4.5
哥伦比亚	4.0	5.9	4.3	4.4
墨西哥	5.6	3.9	3.7	3.0
巴拿马	7.6	10.6	10.0	6.6
巴拉圭	13.1	4.3	-1.8	9.8
秘鲁	8.8	6.9	6.0	5.6
乌拉圭	8.9	5.7	3.8	3.9
拉丁美洲	6.3	4.4	3.0	3.7

* 预测
来源: BBVA Research

图2
通胀 (% y/y, 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
巴西	5.0	6.6	5.4	5.4
智利	1.4	3.3	3.1	2.9
哥伦比亚	2.3	3.4	3.2	3.0
墨西哥	4.2	3.4	4.2	3.8
巴拿马	3.5	5.9	5.8	5.5
巴拉圭	4.6	8.3	3.6	5.4
秘鲁	1.5	3.4	3.8	3.3
乌拉圭	6.7	8.1	8.2	8.7
拉丁美洲	6.4	6.9	6.2	6.4

* 预测
来源: BBVA Research

图3
汇率 (vs. USD, 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	3.91	4.13	4.55	5.30
巴西	1.75	1.68	1.95	1.96
智利	510	484	485	488
哥伦比亚	1.899	1.848	1.795	1.775
墨西哥	12.67	12.48	13.11	12.56
巴拿马	1.00	1.00	1.00	1.00
巴拉圭	4.734	4.188	4.411	4.167
秘鲁	2.83	2.75	2.64	2.54
乌拉圭	20.0	19.3	20.5	20.4

* 预测
来源: BBVA Research

图4
利率(% , 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	10.11	13.34	13.72	15.06
巴西	10.00	11.71	8.46	7.25
智利	1.54	4.75	5.00	5.00
哥伦比亚	3.13	4.10	5.00	4.96
墨西哥	4.50	4.50	4.50	4.50
巴拿马	2.69	1.86	1.44	1.60
巴拉圭	1.46	8.49	6.00	7.38
秘鲁	2.06	4.04	4.25	4.25
乌拉圭	6.31	7.69	8.81	9.31

* 预测
来源: BBVA Research

图5
经常帐 (% GDP)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	0.8	0.0	0.1	0.8
巴西	-2.2	-2.1	-2.3	-3.1
智利	1.5	-1.3	-3.6	-4.1
哥伦比亚	-3.1	-3.0	-3.3	-2.5
墨西哥	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4
巴拿马	-10.8	-12.6	-7.3	-6.9
巴拉圭	-3.7	-2.0	-2.8	-2.2
秘鲁	-2.5	-1.9	-3.8	-4.2
乌拉圭	-1.9	-2.8	-3.3	-2.0
拉丁美洲	-0.8	-0.9	-1.6	-1.8

* 预测

来源: BBVA Research

图6
财政余额 (% GDP)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	0.2	-1.5	-2.3	-1.8
巴西	-2.5	-2.6	-1.9	-1.5
智利	-0.4	1.3	0.5	-0.4
哥伦比亚	-3.9	-2.9	-2.1	-2.0
墨西哥	-3.4	-2.7	-2.6	-2.3
巴拿马	-1.9	-2.3	-2.5	-2.8
巴拉圭	1.4	1.2	-2.2	-1.4
秘鲁	-0.3	1.9	1.7	1.5
乌拉圭	-1.1	-0.9	-1.9	-1.9
拉丁美洲	-2.4	-2.3	-2.3	-1.9

* 预测

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, 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。”

这份报告由拉美组撰写

Chief Economist for Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Miguel Poblete
miguel.poblete.contractor@bbva.com

阿根廷
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

智利
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

哥伦比亚
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

秘鲁
Hugo Perea
hperea@bbva.com

委内瑞拉
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

BBVA 研究部

Chief Economist of the Group
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

Financial 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 Global
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 - 7ª planta
28046 Madrid
Tel: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com