

经济展望

巴西

2012年第一季度
经济分析

- 在2011年出现停滞，经济活跃性将在2012年加速。经济增长最困难的时期已经过去。工业产出将会在2012年上半年反弹，并将在2012年下半年加速。2012年GDP增长3.2%，2013年增长4.3%。
- 通货膨胀将继续高于目标。消费者物价指数在2012年上半年将出现下降，但在2012年下半年继续下行的可能性很小。我们预测，消费者物价指数本年末将达到5.4%，通货膨胀压力在2013年将继续持高。
- 货币政策将继续放宽。央行已经指出基准利率很快会降至一位数。我们预计，本年末基准利率将达到9.50%，但不会出现更低的利率。此外，我们认为，2013年基准利率不会向上调整。
- 完成本年度的财政目标可能具有挑战性，但并不是不可能。较高的工资和投资需求所带来的较低税收和压力留给国家有限的财政政策实施空间。但是，“承诺具备财政清偿能力”和“支持实施更为严格的财政政策”可能会为货币政策创造“完成本年度的基本盈余”的动因。

索引

1. 外部环境：全球增速放慢，欧洲经济衰退.....	3
2. 在2011年底经济活跃性出现停滞之后，将在2012年出现加速.....	5
3. 通货膨胀：出现减速，但并未出现交汇，仍然是风险的主要来源.....	7
4. 基准利率趋向个位数.....	9
5. 完成今年的财政目标：具有挑战性，但并不是不可能.....	10
6. 较低的进出口价格比率可能意味着对外账户情况的恶化.....	12
7. 欧洲面临较大压力的环境对巴西的潜在影响巨大.....	13
8. 图表.....	14

出版日期: 2012年2月10日

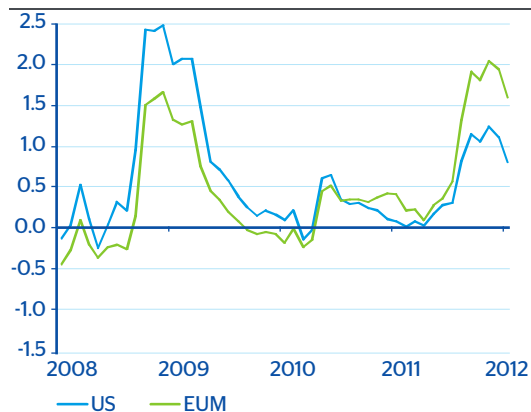
1. 外部环境：全球增速放慢，欧洲经济衰退

2011年最后几个季度，全球经济减速明显。这是欧洲增长疲软（第四季度增长率为负值）以及新兴经济体增速放缓（2011年底同比增长约为1%，是2008年危机以来的最低增长率）所造成的结果。但是，这次增速放缓的动因对两个地区而言并不相同。因为欧洲在解决主权和金融危机方面没有取得重大进展，因此自九月份以来欧洲就开始持续感受到较高的金融压力（见图表1）。另一方面，新兴经济体增速放缓，除了由于发达经济体的不利影响，部分原因还在于其持续至2011年上半年“意在避免出现经济过热”的政策紧缩措施。

展望未来，若2012年下半年出现全球经济回暖的话，我们预计，欧洲当局会采取果断措施，逐步降低欧洲金融压力，以及全球风险规避。尽管如此，全球经济回弹的主要动因还将来自新兴经济体，因为与发达国家相比，新兴经济体的增长率将恢复其大约4%的历史差距。而且新兴经济体的政策将变得越来越具有增长稳定性。同时，尽管与之前的恢复周期相比，美国的增长速度较慢，但美国将在本年度上半年脱离欧洲衰退的影响。因此，对于在十一月份发布的全球经济展望，我们将对2012年和2013年的全球增长分别向下调整0.6pp和0.3pp，为3.5%和4.1%（图表2）。

图1

BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

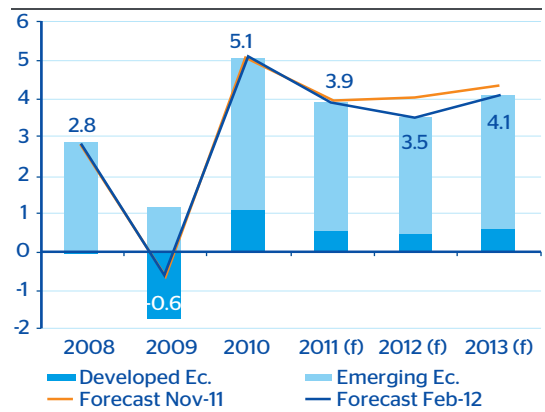
尽管欧洲和新兴经济体的增长率都被作了向下的调整，但我们认为，全球增长前景的风险依然是显著下行的。这些风险继续取决于欧洲主权-金融危机的发展状况，而欧洲金融危机依然未有减弱，还有可能继续深化，并通过贸易联系、金融接触和风险规避的增加而蔓延至其他地区。

尽管自十月份以来已取得了一些进展-主要是“欧洲央行注入长期流动性”和“达成一些在财政纪律方面的协议”-但还需要在三个方面采取更为果断的行动，以解决欧洲的危机。第一，在主权债务方面，需要通过“完成与私有部门债券持有者完成交易”来确认对希腊清偿能力的担忧。同时，需要建立足够规模、足够可信的主权防火墙，避免危机向无流动资金之国家的蔓延。第二，应该继续进行对宏观经济的改革，提高增长率-包括那些旨在修复金融机构资产负债表的改革，但要小心避免对私有部门实行“突然减债”和“降低信贷”的措施。最后，必须在欧元区的管理方面取得进一步进展，强化货币联盟，以便建立主权防火墙，为财政联盟树立清晰的路标。

如果能够完成这三方面，而且所达成之财政契约最终能够在国家层面获得通过，并在欧盟三月峰会之后得到快速实施的话，加之为欧盟周边国家所提议之“旨在降低其金融脆弱性并提高长期增长”之经济改革，欧洲前景将得到极大的改观。欧洲核心国家和周边国家之间所暗含之“大妥协”的快速实施也将会使得讨论转向两个“降低欧洲主权压力”之迫切的措施。第一，快速增加可获得的资源，在希腊周围建立主权防火墙，这也许需要欧洲央行采取更为果断的行动；第二，考虑疲软周期对欧洲大部分国家在“实现既定赤字目标”方面的能力所造成之负面影响。

图2

全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部

欧洲的金融压力还在持续，其水平高于2008年莱曼兄弟倒闭之后的水平（图表1）。这种压力，与周边国家之财政调整的效应一起，使得我们必须向下调整对欧洲增长的预期，而且我们目前预测，至少在2012年上半年欧洲经济增长将为负值，2012年全年的增长将为-0.5%，2013年将出现缓慢回暖。尽管如此，我们需要注意，这种预测取决于对危机的快速解决，以及金融压力的大幅缓解，以便避免对增长产生强烈影响。欧洲核心国家和周边国家在经济方面的表现差异将继续扩大，其原因部分在于后者大幅度的财政调整。

与欧洲不同，美国将在2012年出现回暖，其在2011年下半年已出现反弹。我们对美国的预测将与三个月前的预测一致，2012年和2013年的增长分别为2.2%和2.3%。但是，美国经济的恢复弱于其在后衰退周期时的表现，而且其周围充满了来自欧洲以及国内政策不确定性所带来的风险——包括在2013年可能实施大规模的财政紧缩政策（因为税收削减政策将要到期，而且与“债务限额限制协议”相关之自动开支削减将会自动实施）。此外，疲软的房地产市场、紧缩的信贷市场以及现行的减债措施可能限制消费增长的构成。总之，对于美国而言，我们认为下行风险的可能性更大。

当前危机的一个重要方面是新兴经济体国家的信心依然具有弹性，这一点与2008年莱曼兄弟倒闭的后果不同。其中一个可能的决定因素是莱曼兄弟的倒闭很让人意外（这一点在欧洲危机中几乎不存在），以及事件发生的速度不同（欧洲危机的发展是以“慢动作”进行的）。这使得新兴经济体的国内需求能够很好的得以保持，尽管新兴经济体也在“资金流入变小、贸易金融受到影响、资产价格降低以及汇率降低”等方面感受到了全球风险规避增加所带来的某些影响。

“新兴经济体在2011年放缓增速”意味着其与发达经济体之间的增长差距在2011年底接近3%，低于上个世纪以来的4%的历史记录。我们认为，全球风险规避将继续持高，但将在2012年下半年随着欧洲压力的逐步减缓而缓慢降低。此外，经济政策将利用现存的缓冲效应（包括较低的通货膨胀压力和某些财政空间），变得越来越具有增长稳定性，这与2011年上半年的紧缩政策形成对比。在“存在来自发达国家之外部不利影响”的情况下，这种政策将使得国内需求能够继续支撑当地的增长。在此背景下，预计在2012年底，新兴经济体将能够（从2011年底的1%）同比恢复接近2%的增长率，全年的增长率将为6.2%。可能不会出现这种良好表现的国家集中在欧洲的新兴经济体，因为其将因“与欧元区更为密切的贸易和金融联系”而受到更大的影响。

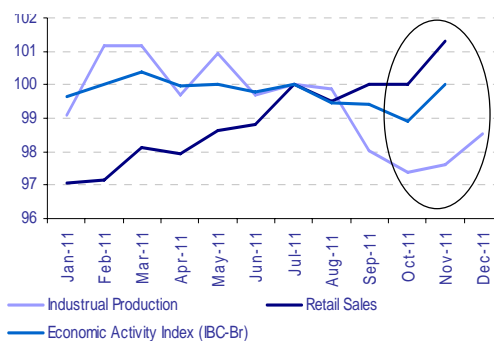
2. 在 2011 年底经济活跃性出现停滞之后，将在 2012 年出现加速

2011年下半年，经济活跃性出现降低，主要原因有二，一是全球动荡环境的负面影响，二是2011年上半年实施的较为谨慎的政策之滞后影响。GDP出现下跌，并在第三季度保持稳定（同比增长0.0%），预计在第四季度将缓慢恢复（同比增长0.3%）。因此，第二季度GDP的表现明显差于其在2011年上半年的表现，2011年上半年GDP季度同比增长大约1.0%。2011年底出现减速，这证明“我们对2011年全年GDP的预测进行向下修正”是正确的。更为确切的说，我们目前预计，GDP在2011年出现了2.8%的增加。这少于我们之前的预测（3.2%），而且远低于2010年所观测之增长率（7.5%）。

尽管2011年下半年的整体状况确实不是很乐观，但不断有数据显示，经济将于十一月和十二月出现复苏，而且经济活跃性最差的时候已然成为历史（见同比3）。经济复苏一方面受到全球环境的小幅改善的拉动，另一方面受到增长稳定性政策的拉动（降低基准利率，发布谨慎的宏观措施以促进信贷特许，以及降低对消费品、信贷和长期外国资本的税收。事实上这些因素在2012年将继续发挥重要作用，并将有助于稳定2012年的国内经济活跃性。此外，2012年的增长还将受到下列因素的支撑：一月份所实施之15%的最低工资调整、依然活跃的劳动力市场、2014年世界杯以及2016年奥运会之前的公共和私人投资。

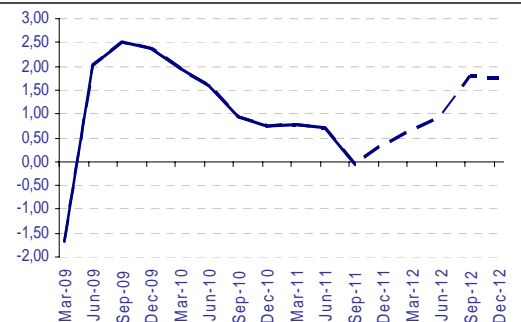
对2012年而言，我们认为存在两种情况。2012年上半年，季度增长将不会显著高于同比1.0%的增长，但在2012年下半年GDP的增长将高于这一水平（见图表4）。2012年增长的加速主要是因为2011年八月以来实施的宽松的货币政策的延迟影响。换言之，较低利率所产生之积极的支撑作用将在2012年下半年被明显的感受到，其时在经过两三个季度之后已实现了基准利率调整之最大的影响。

图 3
经济活动指标（经季节调整）



来源：IBGE,巴西中央银行

图 4
GDP 增长 (%季度环比; 经季节调整)



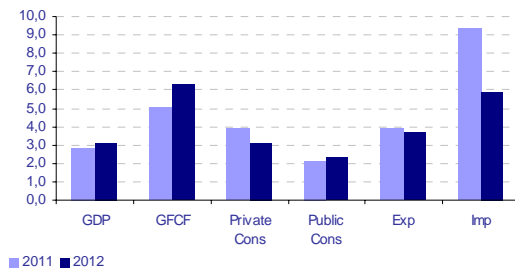
来源：IBGE, BBVA 研究部

正如和去年一样，国内需求将是巴西2012年增长的动力。我们认为，与2011年的3.9%相比，个人消费（约占GDP的60%）在2012年将增长3.1%。这种增速的放缓符合我们对本年度劳动力市场“软着陆”的预测，而且符合消费信心的轻微衰退现象（源于全球环境的持续动荡）。但是，另外两个国内需求因素：公共消费和固定资产投资（分别占GDP的21%和18%）在本年度将会出现缓慢复苏。预计前者将增长2.4%，略高于去年的水平（去年预计增长2.1%）。后者将受益于政府在“加快基础设施建设投资”方面做出的努力，以及与“组织2014年世界杯和2016年奥运会”相关的需求。与2011年的5.1%相比，2012年固定资产投资应该会增长6.3%。

对于外部需求，我们预计本年度出口会增长3.7%，低于对2011年所预测之3.9%的水平，也低于对进口预测之5.9%的增长水平。进口的稳健表现符合国内和国外经济存在增长差距的事实（例如，与发达经济体的疲软经济相比，巴西经济具有相对的优势）。

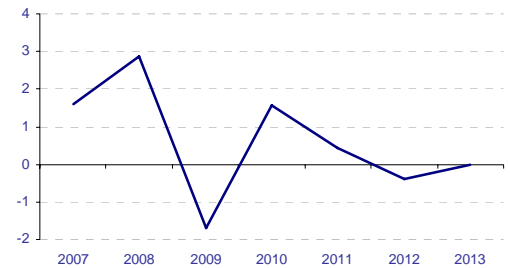
需要强调的是，2012年GDP增长的数据效应较小，更准确的说，与2011年的1.4%相比，数据结果将会给今年的增长增加0.4个百分点。

图5
GDP增长预测（需求部分）



来源：BBVA 研究部

图6
输出差距 (%)



来源：BBVA 研究部

总之，我们预计2012年GDP将增长3.2%，这还不足以再次将产出差距变为正值（见图表6），但另一方面，鉴于全球经济一片灰暗，所以这个3.2%的增长还是一个相对比较稳健的表现。我们预计，2013年增长将继续加速，GDP增长将达到4.3%，而且经济活跃度将结束存在产出差距的现象。

因此，在我们看来，巴西将具备继续增长的能力（至少是缓慢增长的能力）尽管发达经济体出现衰退现象。巴西经济的恢复力在某种程度上取决于中国和日用品价格的恢复力。但是，巴西经济的恢复力也受到下列因素的影响：巴西国内市场的规模、实施逆周期政策的空间、金融系统（以及私营部门金融系统）的安全性以及公共账户和对外账户的相对强度。与2008-2009危机期间相比，巴西本次将会受益于积极的信誉效应：莱曼兄弟危机时期，巴西经济的恢复力最令人惊讶，而此次，市场已经预计巴西（和其他新兴市场经济体）对外部危机能够做出（相对）很好的回应。这应该能够帮助我们理解，为何与其他国家相比，巴西经济在“应对外部危机”时状态较好（巴西的状态也好于其在2008-2009危机中的表现）。但这并不意味着巴西能够脱离欧洲的影响。如果（例如，因为欧洲的“极端事件”）外部情境出现剧烈恶化，那么巴西经济将会受到重创。我们在本报告的上一章节中已经就巴西的这一风险情境进行了分析。报告的其他章节将分析基本情境下巴西经济的其他方面。

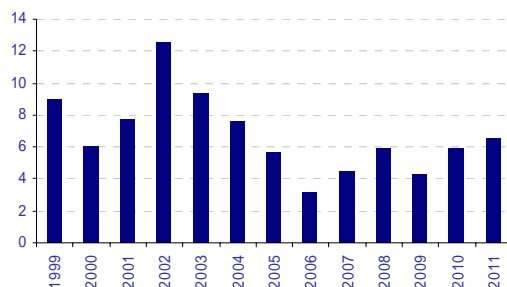
3. 通货膨胀：出现减速，但并未出现交汇，仍然是风险的主要来源

根据我们的预测，2011年底产出差距是负值，也就是说2011年的经济运行低于其潜在增速（见图表6）。尽管如此，2011年通货膨胀增加到6.5%，处于范围目标（2.5%-6.5%）的上部，是2004年之后的最高值（见图表7）。通货膨胀的活力受下列因素决定：去年初之拉动食品价格上升的供应冲击、坚挺的劳动力市场（尽管2011年下半年经济活跃性下降，但劳动力市场依然非常活跃）的影响以及巴西经济中人所共知的价格粘附性。

四月份年度通货膨胀应该从6.5%下降至 5.2%。与明显较低的需求压力相比，这种下降趋势更多的与较高的底线效应有关：2011年前四个月中，通货膨胀每月平均为0.8%_{m/m}，预计今年平均值大约是0.5%_{m/m}。一旦这些底线效应消失，随着非贸易通货膨胀继续保持稳健（目前大约为8.6%），我们预计，通货膨胀继续下降的空间就非常有限了（见图表9）。更加确切的说，我们预计，四月过后，通货膨胀将处在5.2%-5.6%的范围之内，2012年底将达到5.4%。因此，我们不认同央行的观点-认为通货膨胀将在年底达到目标值。在我们看来，要实行通货膨胀于2012年达到4.5%的目标，全球情境需要比我们（甚至是央行）预想的基本情境更为恶劣。

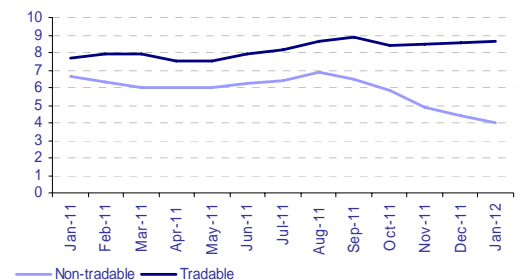
展望未来，2013年通货膨胀情境也不会出现利好现象：我们预计，通货膨胀将达到5.5%的平均值，而且2013年底将随着国内经济增长接近5%以及产出差距的消失而达到5.6%。

图7
消费者物价指数（%）



来源：IBGE

图8
可交易及不可交易的通胀(同比%)



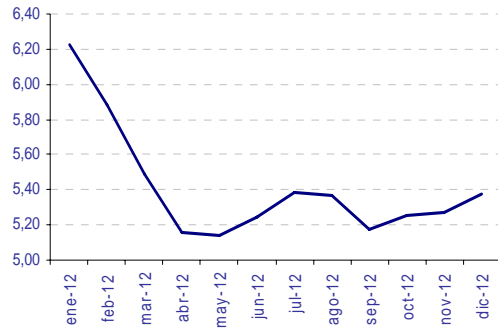
来源：巴西中央银行

图表10显示，巴西通货膨胀低于4.5%的时期都是特例，而不是规律。事实上，4.5%的标记看起来更像是起点，而不是目标值。自1999年开始采用通货膨胀目标系统以来，通货膨胀只有在20%的月份内低于4.5%，而且这种情况只出现在三个时期：（1）1999年上半年；（2）2006年五月至2007年十二月；（3）2009年八月至十二月。在第一和第三个时期，巴西处于应对严重的衰退风险的时期¹，2006-2007年间巴西经济没有出现衰退，但实际利率很高，大约是10%。

在我们看来，如果对降低通货膨胀应该采取的措施重新进行讨论-例如对“某些指数化机制”或者“较低通货膨胀目标的确定”进行修改，巴西将会受益。尽管我们并不认为一定会发生这中改变，但如果如“讨论将国内利率进行长期下调”这类事早于预期出现的话，我们也不会感到惊讶。

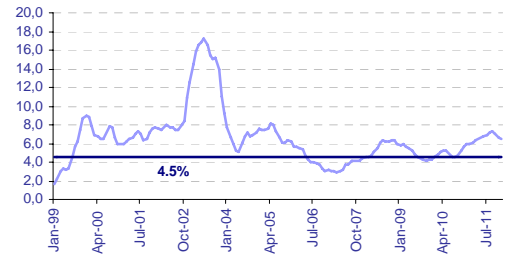
¹ 在1999年，世界经济正在从亚洲危机最糟糕的时期进行恢复，巴西价格仍旧能够反映实际价格（那时的实际价值事实上已被确定了很多年）的高估现象。十年之后，巴西正在处理莱曼兄弟危机事件的影响。

图9
通胀预测 (同比%)



来源: BBVA 研究部

图10
消费者物价指数(同比%)



来源: IBGE

4. 基准利率趋向个位数

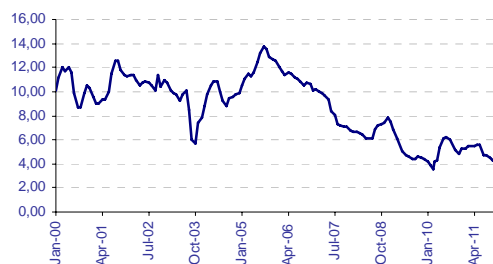
连续四次降低50bps的利率（使基准利率下降至10.5%）之后，在一月底公布的上一次货币政策会议之备忘录中，央行货币委员会（COPOM）表示很可能采用个位数基准利率。这统一了市场看法，即在未来几个月内将继续实施宽松的货币政策。在BBVA的研究中，我们预计，还会出现两次50bps的利率下调，第一次将出现在三月，第二次将出现在四月。四月之后，我们认为，最有可能出现的情况是，基准利率在本年度剩下的时间内将稳定在9.50%，但央行近期的鸽派立场让我们觉得还会出现利率的再次下调。

9.50%的基准利率意味着实际利率大约是4.0%，这对巴西而言是历史上的较低值。下面的图表11显示，巴西的实际利率在过去几年一直在逐步下降。其利率的下降与“过去几年全球经济降温”有部分关系，也与一系列国内因素有关-例如央行货币委员会（COPOM）在其上一次的备忘录中所指出的因素：较低的风险溢价（因为“连续八年实现了通货膨胀目标、宏观经济的稳定性以及制度的先进性”）、金融市场和资本市场结构的变化、深化的信贷市场、减少公共借贷以及不断增加（且廉价）的国外存款供应。尽管存在下调趋势，我们预计中性利率目前在5.0%和6.0%之间，高于预计在2012年将出现的实际利率水平。

“将实际利率控制在中性利率以下”会增加通货膨胀压力，至少在“避免出现全球风险规避恶化”的情况下是这样的。但是，与大多数分析师们目前的预测不同，我们估计，这种非线性不对称现象不会在2013年得到修正。更确切的说，我们认为，基准利率更可能不发生任何变化，保持在9.5%的水平，而且实际利率明年保持接近4.0%的水平。这种观点与市场中存在的主流观点不同，他们认为，2013年底，基准利率将被调整上升至10.75%，而实际利率将上升至5.75%。

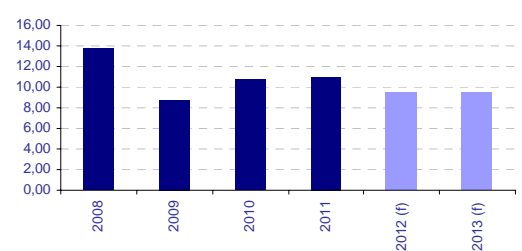
我们坚持“明年利率不会被大幅向上调整”的观点基于以下证据：（1）央行明确的鸽派态度；（2）央行愿意在较大范围内（2.5%-6.5%）调整通货膨胀，而不是坚持中心目标值（4.5%）；（3）政府愿意将利率长久地控制在较低水平；（4）我们预计，公共部门将能够完成2012年和2013年的财政目标（关于此证据，请参阅下面财政政策章节）；（5）国外部门相对具有稳定性（例如，发达经济体的低增长和低利率）；（6）可能使用其他工具（紧缩的宏观政策）降低国内需求压力；（7）更多的债务通过代理利率得到升级；以及（8）可能实施某些支持性的结构性改革（例如对公职人员进行社会保障改革，以及改变某些银行存款的报酬管理规则-例如，目前阻碍了基准利率的大幅降低的存款账户。

图 11
实质利率 (%)



来源：BBVA 研究部

图 12
基准利率(%其终)



来源：巴西中央银行，BBVA 研究部

5. 完成今年的财政目标：具有挑战性，但并不是不可能

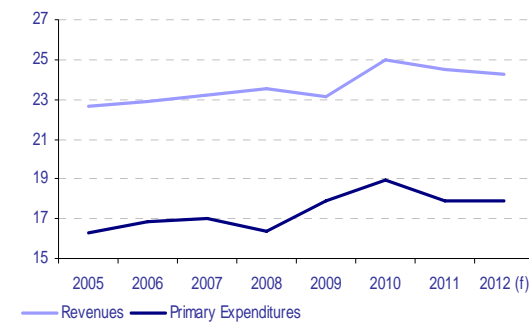
2010年初的时候，政府正在准备削减开支，以完成当年的财政目标。削减计划于二月公布，但在当时几乎没有人相信能够实现那个目标。2010年末的时候，政府实现了3.1%的基本盈余，因此实现了财政目标。本年度实现财政目标的环境更具有挑战性，但我们认为，2011年的经历还会再次发生，政府也将寻找再次实现基本盈余的空间。这将增强政府对财政清偿能力的决心，并将减轻央行的负担。

今年完成财政目标将比2011年更具挑战性，因为我们预计“税收不会重复去年的活力”，而开支也将因增加15%的最低工资和对基础设施的公共投资而感到压力。

因为某些税收的支付可以拖后一年，因此2011年公共税收得益于2010年国内需求的超好表现（+10.9%）。因为2012年国内需求的扩大低于2011年4.0%的水平，因此效果也将不会像2011年一样积极。与“更有效的税收征收”和“经济形式化增加”相关的税收收益今年几乎不可能再次出现。尽管私营部门已经获得了提供某些公共服务（例如航空管理）的特许，与之相关的税收今年将可能增加，但今年也不会出现特殊税收。总之，我们认为，与2011年的11.0%相比，按实际价值计算，联邦政府的税收本年度将增加2.0%-3.0%。

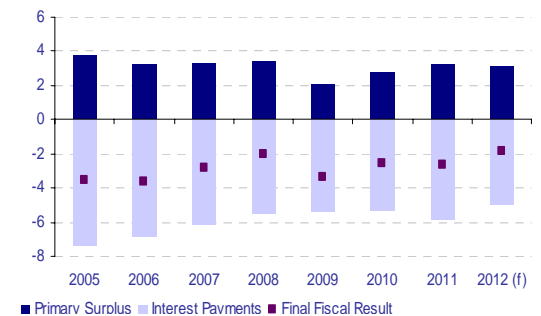
在受到来自“最低工资调整”和“公共投资”方面压力的同时，联邦政府必须对开支实施严格控制，以完成财政目标。更确切地说，本年度，联邦政府必须阻止按实际价值计算的基本支出（不包括利息支付）的增长超出4.0%。这个目标是可以实现的，但需要付出巨大的政治成本，尤其是在选举年（十月份将选出城市市长和参议员）。

图 13
联邦政府储备（%GDP）



来源：巴西中央银行，BBVA 研究部

图 14
财政账户-统一公共部门（%GDP）



来源：巴西中央银行，BBVA 研究部

正如上面之图表14所示，随着基准利率的大幅下调（去年平均值为11.7%，预计今年平均值为9.7%），预计2012年的利息支付将从2011年的5.9%下降为4.9%。既然我们预计基本盈余将达到大约3.1%，那么本年度的整体财政赤字应该是1.8%。

公共信贷和谨慎的宏观措施对宏观经济管理的影响将变得更为明显

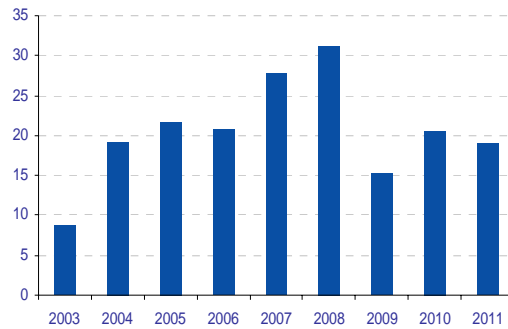
因为政府承诺实现基本盈余，而且货币政策受到经济部门“降低基准利率目标”的限制，因此财政政策受到限制，鉴于此，我们预计政府将更多地依赖于公共银行的贷款以及谨慎的宏观措施，来实现对宏观经济状况的管理。

因此，本年度（尤其若本年度上半年经济活跃性不会出现大幅反弹的话）政府可能宣布实施谨慎的宏观措施（例如降低金融交易税，并降低对消费信贷的资金要求）-正如在“经济活跃性出现意外下降，而且经济出现停滞”的2011年下半年宣布的那些措施一样。此外，公共银行还可能像2008-2009年以及近期的2011年底一样，增加信贷特许，拉动国内需求。

因此，这有可能妨碍2012年信贷的适度增长。我们认为，信贷增长更可能保持在20%左右（2010年和2011年的增长分别是21%和19%），而不会回到适度水平（银行预测信贷会出现15%的增长）。此外，本年度公共信贷所占比例（从2008年初的34%增加到2011年底的44%）应该得到继续增加。事实上，应该对“公共银行信贷的增加”进行认真观察，因为其可能成为长期问题的源头。

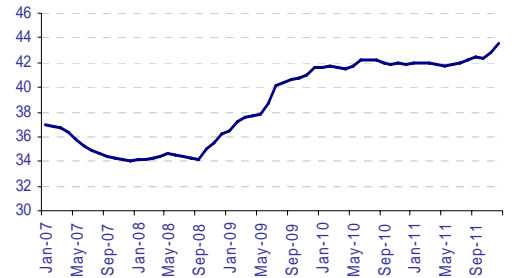
2013年产出差距消失且通货膨胀压力加剧的时候，就应该调整谨慎的宏观措施，降低国内需求和价格。事实上，我们预计，增加资本和增加存款准备金率等之类措施的实施能够在2013年给央行稳定基准利率的空间（至少能够限制最终利率的上调）。

图 15
信贷增长 (%)



来源：巴西中央银行

图 16
公共信贷 (%总信贷)



来源：巴西中央银行，BBVA 研究部

6. 较低的进出口价格比率可能意味着对外账户情况的恶化

鉴于全球增长放缓，我们预计商品价格会出现下跌，并将推动巴西的进出口价格比率（出口价格/进口价格）。正如图表17所示，我们预计，巴西出口价格将会下降7%左右，而巴西进口价格将几乎保持不变。因此，进出口价格比率将下降8%（但还是高于1997-2010均值23个百分点）。根据我们的判断，这种调整将帮助贸易顺差从2011年的298亿美元（占GDP的1.2%）降低至2012年的100亿美元（占GDP的0.4%）。巴西相对强劲的国内需求将会是降低贸易顺差的另一个动因。

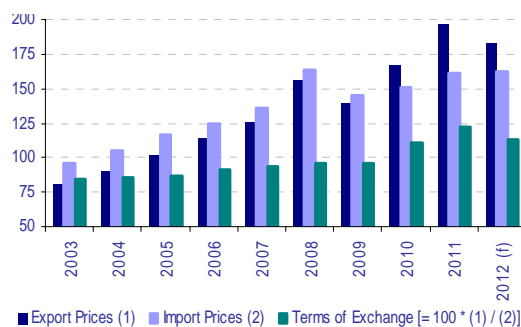
贸易顺差的流失将降低经常账户赤字，经常账户赤字自2010年中期以来一直稳定地保持在GDP的2.0%左右。此外，经常账户另外两个主要成分-服务账户和收入账户-将继续出现严重赤字。因此，我们预测，经常账户赤字将超出其自2010年以来一直保持的2.0% - 2.3%的范围，并将在本年度达到高于3.0%的水平。

这将使得巴西更加暴露于全球形势的波动之中，但这不一定会成为一个大问题，至少外资愿意继续流入巴西，正如其在2011年的表现一样。外国直接投资（融资的最稳定之来源）在2011年达到GDP的2.8%，几乎是十年以来的最高值。尽管不如2011年强劲，但2012年外国直接投资将继续保持强劲。我们预期，外国直接投资流量将达到2.2%。预期证券投资流量至少会与2011年保持在同一水平，2011年净流量达到GDP的1.0%（严重低于2009年和2010年之3.0%的水平）。无论如何，巴西可以依赖于大约占GDP15%的大量国际储备，这将为防止出现外部环境的恶化和资金的外流提供保障。

鉴于进出口价格比率的下降、依然不稳定的外部环境以及对资金流入的不同看法，我们预期，本年度剩余时间内，该比率将保持在1.7 - 1.8的范围内。经济部门对汇率市场的干预措施可能会从某种程度上抵消升值压力-升值压力最终可能将汇率降低至1.70以下。

图 17

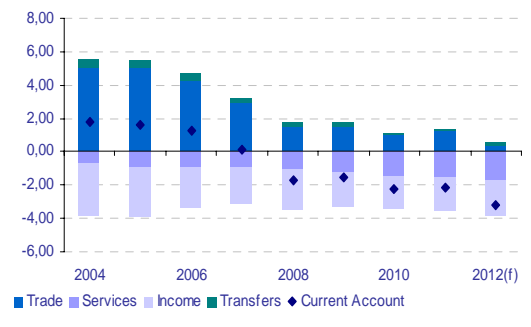
出口及进口价格；贸易比率（指标：1997=100）



来源：BBVA 研究部，PEADATA

图 18

经常账户（%GDP）



来源：巴西中央银行，BBVA 研究部

7. 欧洲面临较大压力的环境对巴西的潜在影响巨大

如上述分析，在基本情境中，巴西经济的主要风险来自外部环境，更确切地说是来自欧洲状况的恶化。

因此，我们就欧洲的混乱可能对巴西产生的影响进行了模拟。确切地说，我们创造了一个全球风险情境，在这个风险情境中，欧洲周边国家金融市场的崩溃在欧洲周边国家产生了信贷危机，并在欧洲核心国家产生了严重了信贷限制，2012年GDP降低3.5%，2013年GDP降低1.5%（与我们的基线本情境中之2012年GDP下降0.5%以及1.0%的增长形成对比）。在美国，风险规避增长了“莱曼兄弟事件中风险规避增长量”的30%左右，2012年和2013年经济活跃程度分别下降1.6%和0.3%（而在基本情境中，2012年和2013年的增长率分别为2.3%和2.2%）。在这种风险情境中，欧洲和美国的需求减少，全球风险规避增加，相比较而言对中国增长的有效效应已经减小-而目前中国的政策刺激空间应该足以保证中国实现最低7%的增长率。

在这种全球风险环境下，巴西经济将受到影响，尤其受到“国内信心恶化”以及“对贸易的负面效应”的影响。一方面，较低的信心可能拉低国内需求增长，而另一方面，与“基本情境的出口表现”和“风险情境的进口表现”相比，较低的进出口价格比率和较低的全球需求将意味着风险情境下较差的出口表现。

为了减轻外部冲击的影响，央行可能将基准利率降低至8%，并将可能宣布实施谨慎的宏观措施，刺激信贷。财政政策的贡献将是积极的，但并不显著（因为财政政策会减少实施大量货币政策的空间）。尽管流动性问题不会像2008-2009年一样严重，但政府还是会通过“出售美元和降低存款准备金率”分别以外币和本币形式注入流动性。

这些逆周期政策可以帮助支撑国内需求，阻止国家出现衰退。更确切地说，我们预测，2012年和2013年的GDP将分别增长0.9%和2.6%（与基本情境下的3.2%和4.3%形成对比）。国内需求的相对强劲和实际需求的疲软将抵消较低的日用品价格所产生的效应，因此，2012年和2013年的通货膨胀将分别达到4.9%和4.7%，仍高于目标值。经常账户将进一步恶化，在2012年和2013年分别达到3.4%和4.0%。完成财政目标将不会成为首要任务。2012-2013年的基本盈余将在2.5%左右。

8. 图表

表1
宏观年度预测

	2010	2011	2012	2013
GDP (%同比)	7.5	2.8	3.2	4.3
通胀 (%同比, 其终)	5.0	6.5	5.4	5.6
汇率 (对美元, 其终)	1.75	1.67	1.77	1.88
利率 (%其终)	10.00	11.0	9.50	9.50
个人消费 (%同比)	7.0	3.9	3.1	4.4
政府支出 (%同比)	3.3	2.2	2.4	2.8
投资 (%同比)	22.0	5.1	6.3	8.0
财政平衡 (%GDP)	-2.5	-2.6	-1.8	-1.3
经常账户 (%GDP)	-2.3	-2.2	-3.2	-3.6

表2
宏观季度预测

	GDP (%同比)	通胀 (%同比)	汇率 (对美元)	利率%
Q1 10	9.3	4.9	1.80	8.75
Q2 10	8.8	5.1	1.80	9.75
Q3 10	7.1	4.6	1.74	10.75
Q4 10	5.4	5.6	1.69	10.75
Q1 11	4.1	6.1	1.66	11.42
Q2 11	3.2	6.6	1.58	12.08
Q3 11	2.2	7.1	1.66	12.17
Q4 11	1.8	6.7	1.81	11.17
Q1 12	1.7	5.9	1.80	10.33
Q2 12	1.9	5.2	1.78	9.50
Q3 12	3.8	5.3	1.76	9.50
Q4 12	5.2	5.3	1.76	9.50

Source: 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/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.

This report has been produced by the Emerging Economies Unit:

Enestor Dos Santos
enestordossantos@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
aliciagarcia-herrero@bbva.com.hk

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

Asia
Stephen Schwartz
stephenschwartz@bbva.com.hk
Latam Coordination

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juanatellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldolopez@provincial.com

Mexico
Adolfo Albo
aalbo@bbva.bancomer.com
Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
rdomenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguelcardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenez@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.compass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdels@bbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubio@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
scastillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
anamunera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisenrodriguez@grupobbva.com

Contact details:

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