

# 智利 经济展望

2010 年第三季度

## 经济分析

- 欧洲局势的蔓延对智利产生了轻微且短暂的连带影响。
- 最近几月经济增长强劲，我们将 2010 年增长预期调整为 4.8%，2011 年和 2012 年增长预期分别为 5.6% 和 4.8%。
- 需求激增可能导致今年下半年和 2011 年的通胀压力，因此，我们维持之前货币政策正常化将早于央行预期的判断。
- 乐观的经济增长前景和铜价巩固了财政收入，而对外账户下滑温和。
- 欧洲局势若持续恶化将给智利经济造成不利影响，但威力将大大小于次贷危机。国内存在经济再次过热和货币升值风险。



## 目录

1. 全球经济风险再评估.....	3
2. 经济逆势复苏.....	5
3. 经济增长极不均衡.....	6
4. 主要风险：国外经济降温与国内经济回暖.....	8
5. 表格.....	9

# 1. 全球经济风险再评估

**欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区不可持续财政地位的中期风险可能被低估了。**

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字且至少稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

**全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。**

源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实施严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

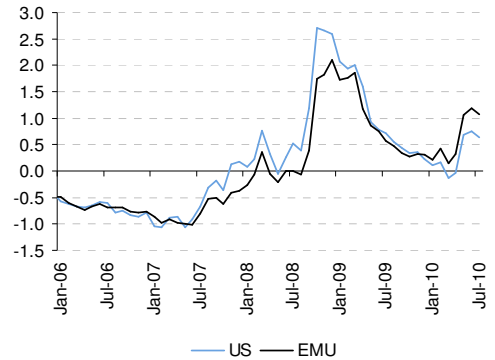
**货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使 Fed 和 ECB 推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了融通性政策。**

欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然得到良好预测。

**全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。**

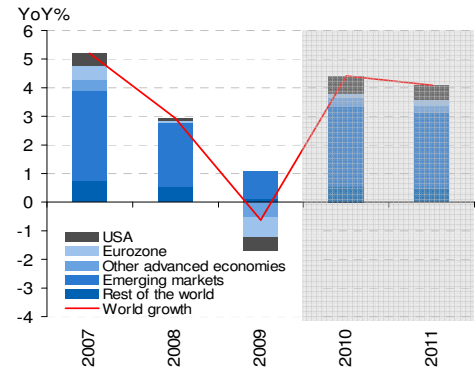
欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年轻着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

图1  
美国和欧盟的金融压力指数\*



\* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。  
来源：BBVA Research

图2  
对全球 GDP 增长的贡献



来源：基于国民账目的 BBVA Research 和 IMF

**尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。**

中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

## 2. 经济逆势复苏

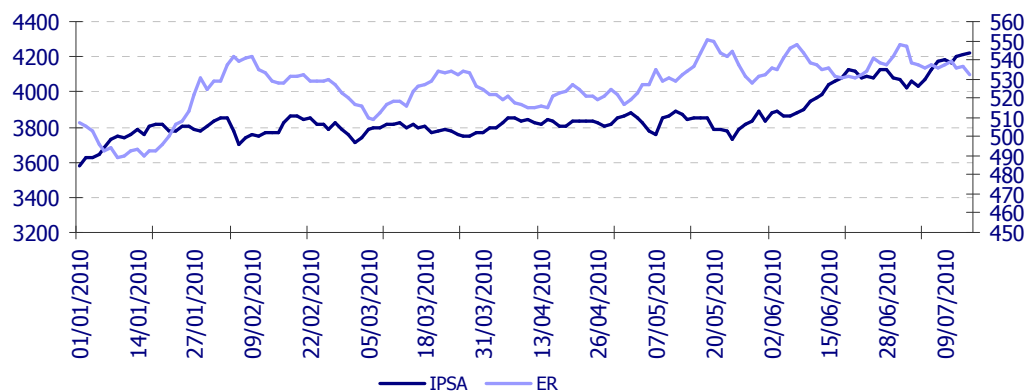
### 经济增长因地震暂时受阻，欧洲局势对经济的影响较为温和。

大地震不禁引起人们对智利经济能否连续两次经受重创的担忧，尤其是在世界经济复苏因欧洲局势扩散还存在很大不确定性的情况下。3月份，也即地震后的第一个月，智利经济跌了一个大跟头，仿佛验证了市场之前的担忧。然后，4月和5月经济复苏势头强劲，大大超过预期，可以明确表示的是经济恢复了27F之前的所拥有的动力。

金融方面，市场的全部注意力都集中在欧洲局势对智利经济的影响上。就此问题而言，相关测试，至少到目前为止，更多是针对欧洲问题对世界金融市场，尤其是智利金融市场（而非实体经济）的影响来进行，特别是对证券市场、汇率和主权风险指标的影响。在第一种情况下，智利证券市场的表现不仅没有受到影响；上个月圣地亚哥股票指数（Santiago stock index）还持续上涨至历史最高点位，预计这一水平至少能维持到2010年底。另一方面，汇率继最初调整5个百分点后，已经止跌，并预计将在希腊危机恶化前水平的基础上贬值约2%后趋于稳定，与雷曼兄弟破产后的汇率变化情况大相径庭（见图3）。主权风险方面，CDS自5月起已增长了20个点，与次贷危机最糟糕时期的情况大不相同。无论如何，智利的主权债务保险成本都是新兴国家中最低的，甚至低于某些发达国家。

图3

### 股市指数（IPSA）以及汇率



来源：Datastream

### 3. 经济增长极不均衡

**经济开始新一轮增长，但国内供给和需求极不平衡，预计经济存在通胀压力，货币政策成本将逐渐降低。**

近几个月经济增长强劲，年化月度经济活动指标在4月和5月分别增长了4.6%和7.1%，下半年经济增长预计将达6%左右，2010年全年增速预计将达到4.8%<sup>1</sup>。比我们之前的预测高了1个百分点。根据我们之前预计，地震对经济的消极影响会更大。

必须强调的一点是，复苏过程中供给总量和需求总量的发展并不平衡。今年一季度，国内需求较上季度增长了4.2%，但GDP却下降了1.5%。

同样，预计2010年国内需求总量将增长16.4%。投资和消费更是将分别增长19%和6.5%。然而，供给和需求增长的这一对比背后意味着什么呢？虽然影响因素很多，且这些因素在未来几个季度还将继续发挥作用，但大多数都是暂时性的，且部分不均衡无需依靠反衰退政策就能消除。当然，当前货币政策的延迟效应是其中一个因素。虽然政府已收回了非常规措施且货币政策利率（TPM）正呈上升态势，但货币政策成本依然高昂，且这一情况将至少持续到2011年下半年。

另一个短期因素是，财务危机导致的不确定性使耐用品消费和投资的复苏延迟。这项支出包括了汽车的购买，而根据我们的预测，今年这一数目将达到历史最高的26万辆。最后须提及的一点是，地震中损毁的房屋需要重建，这一工程将持续数个季度，并将在2010年和2011年全年推动经济更快增长。预计今年公共和私人投资支出杠杆率（增速为5.6%。到2012年经济增速将为4.8%，消费者支出、投资和进口的增长将得到抑制。另一方面，国外需求对经济增长的负贡献将持续到2012年，这主要是因为：与消费和投资一样，进口也呈增长态势，且进口的增长将大大快于出口。

就业市场方面需要指出的是，虽然就业正缓慢复苏，但这主要是受季节性和地震的影响。我们预计就业率的下降会持续到8月份，但随着下半年震后重建工作的进行，就业率应该会持续上升。因此，我们预计就业市场会在某种程度上再次升温。

通胀方面，2010年的通胀预期从3.4%小幅上调至3.6%，但2011年和2012年的预期仍维持在3%（央行目标）。但未来几个月，受税收（印花税）和关税（电力账户和公共交通税率）调整的影响，预计通胀还存在较大变数。事实上，最近几个月，通胀恢复正增长是受波动因素和价格管制的影响，因此在用CPI衡量的通胀的增长中并未加入核心通胀衡量标准，CPI通胀趋于温和。照此一来，考虑到经济的快速增长，我们或许要问：这些通胀数据意味着什么；未来是否有更大的通胀压力。对于这个问题，一是可从就业增长的延迟和放缓可能通过产量的提高抑制成本上涨这个角度来看；二是可从2009年经济下滑之后，产能持续过剩的角度来看。但无论哪方面将，我们都预计未来几个季度都将面临更大的通胀压力。

鉴于重建工作的进行和近几个月的增长后劲，预计就业市场会开始回暖。产能过剩方面，我们认为这一情况会在2011年消失。这一预期导致央行在6月和7月的会议中将MPR上调了50个基点，至1.5%，与我们在此前报告中的预测相符。同样，经济活动和通胀的表现以及预期使我们相信，我们对2010年和2011年MPR分别为3%和6%的预测，偏差不会很大。我们认为通胀压力将会从2012年底开始减弱，预计将呈中性，约为5.75%。<sup>2</sup>

预计利率结构不会出现重大调整，因为市场可能预见到了这些调整，调整与2008年初的水平相似。我们认为短期商业贷款的利率会逐渐上涨，与隔夜银行间利率（通常设定在MPR左右）保持同步调整。市场竞争将使抵押贷款利率维持在相对低位，并低于历史平均值。至于信贷量，良好的国内外融资形势表明信贷将保持较好发展势头，预计2010年信贷总量增长约达11%，其中消费类贷款增速将超过企业贷款。另一方面，抵押贷款量的增长将更加缓慢，与今年房屋销售温和下降的预期相符。<sup>3</sup>

没有了央行的干预，汇率的诸多决定因素（即实际因素、金融因素、短期和长期因素）将使汇率呈现出较大波动。近期的根本因素（如铜价或公共支出水平及结构）中还加入了与欧洲局势引起的金融动荡有关的因素，以及，外汇对冲和对外投资限制等相关规定变动对风险厌恶及资金流，或PFM投资组合决定的影响有关的因素。预计汇率将在今年下半年小幅上涨。这部分源于PFMs正接近该部门规定的对外投资限额，表明这些机构对美元的需求将会下滑，是最近几个月对比索贬值的存在压力的因素之一。这同时还受到货币政策成本降低而产生的升值效以及为震后重建融资而出售美元套现等因素的影响。

<sup>1</sup> 需要指出的是，自然灾害对经济的影响通常被高估。但主要是对股市市值的影响，对现金流，尤其是GDP的影响更为温和。

<sup>2</sup> 与央行的货币政策报告相符，或将在2011年底至2012年初这一期间达到中性水平。

<sup>3</sup> 参见2010房地产观察，2010年6月。

预计到 2010 年底至 2011 年，汇率将达一美元兑换 530 比索的水平，但在此过程中汇率或将有大幅波动。到 2012 年底，预计汇率将达到一美元兑换 525 比索。中期来看，根本性因素——主要是有效溢價的作用，铜价和预算平衡——将决定比索的走强。

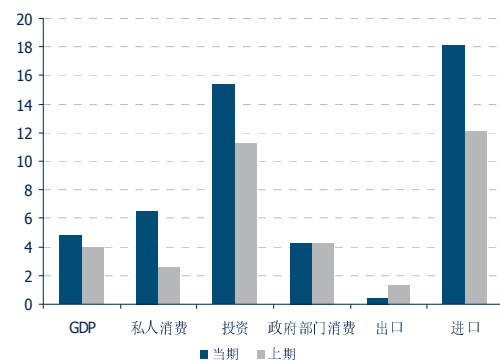
我们将 2010 年中央帐目水位部分的财政帐目水位预期从-2.7%上调至-1.6%，这主要是基于对 GDP 和国内需求总量增长加速，以及铜价上涨的预期。预计 2011 年和 2012 年的赤字分别为 0.9%和 2.1%，低于我们此前的预期，这也是基于对铜价上涨的预期好于前期估计的考虑。

2010 年中央政府的融资需求，也即包括偿还债务利息在内的赤字，约占 GDP 的 3 个百分点，批准的债务总额达 78 亿美元。近期通过的重建融资计划消除了市场对在今年和今后两年里重建项目的融资方式的疑虑。政府原来的提案中，仅排除了开采特许权改革，是该提案中最微不足道的一部分并计划在 2011 年到 2012 年间融资 6 亿美元（占 GDP 得 0.3%）。这一数额可通过主权基金节省下来的钱或更多的负债<sup>4</sup>获得。此外，正如政府所说，结构性平衡要到 2014 年本届政府任期届满时才有可能实现。

国际收支方面，预计 2010 年贸易顺差为 123.31 亿美元，出口总额增长 20%，进口增长 30%。包括服务、收入和转移性支付在内的经常项目盈余预计为 0.2%。低于我们此前 1.3%的预期。

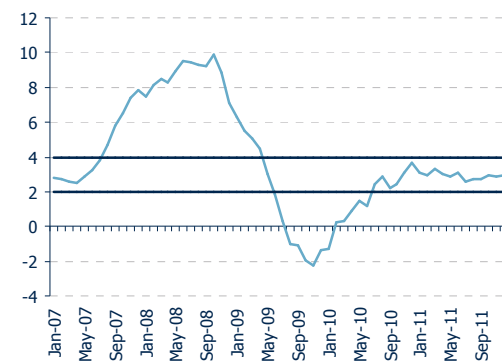
我们维持对 2011 年出现 3.8%逆差的预期，这同样是受进口增长的影响，并受平均铜价从每磅 3.05 美元下跌到每磅 2.75 美元的影响而有所加剧。

图 4  
2010 年预测变化：需求与 GDP (年同比变化)



来源：BBVA Research

图 5  
通胀预测 (年同比变化)



来源：BBVA Research

<sup>4</sup> 如果今年预计的公债发行（国内发行 60 亿美元，国外发行 15 亿美元）成为现实，2010 年底，公债和外债总额将分别约为 GDP 的 10%和 2%。

## 4. 主要风险：国外经济降温与国内经济回暖

**国内经济复苏与发达国家经济增速放缓形成鲜明对比，是使当前经济政策走向面临两难局面的主要原因。因为国内方面经济升温的风险意味着上调政策利率，在世界主要市场推迟首次加息的背景下，可能引发货币过度升值。**

若世界其他地区的情况变得更为不利，如由于欧洲局势的扩散波及其他国家的经济复苏、导致国际融资再受限制并对原材料的价格和需求产生影响，这或意味着经济增速将放缓，货币出现一定幅度的贬值，物价上涨放缓，财政收支平衡低于最有可能的基准情形预测结果。

无论如何，我们必须指出，这种情况对经济的影响并不会像次贷危机后的衰退那样严重。就经济活动而言，2010年增速仅会放缓0.5个百分点，2011年增速放缓不会超过1个百分点。通胀将会处于央行容忍范围的下限水平；汇率的增长则会较2009年温和得多。

正如之前所提到的，智利公共部门产能过剩，因此财政收支下降并不代表融资出现了问题。另一方面，这也不一定就表明国际收支将下滑，因为国内需求减少将抑制进口增长。

然而，风险不是仅仅来自于国外，实际上，经济政策面临的主要难题与发达国家和新兴国家所处经济周期时期的不同有关。的确，供给和需求的不平衡让我们有理由相信，今年下半年和2011年智利经济存在通胀压力。然而，考虑到经济政策，尤其是货币政策的滞后性，当前的决定对经济和通胀的成效要在数个季度后才能显现。否认增加中的通胀压力，维持高成本的货币政策，将导致经济过热和通胀过度，在未来几年影响经济复苏。

另一方面，在世界主要市场加息行动长期停滞的情况下，政策利率上涨过快可能导致比索升值过度，对净出口和经济复苏产生消极影响。这是当前经济政策面临的主要难题，能否解决得当是短期和中期内的主要风险。



## 5. 表格

表 1  
宏观经济预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (% 同比)	1.5	4.8	5.6
通胀 (% 同比, 年平均)	0.4	1.5	2.9
兑美元汇率 (平均)	559.6	530.0	535.0
利率 (% ,平均)	2.0	1.5	4.9
私人消费 (% 同比)	0.9	6.8	5.5
政府部门消费 (% 同比)	6.8	4.3	4.2
投资 (% 同比)	-15.3	16.4	16.0
财务平衡 (占GDP百分比)	-4.6	-1.6	-0.9
经常账户 (占GDP百分比)	2.5	0.2	-3.8

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，投资者应该熟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 Asia Unit of the Emerging Markets team

Chief Economist  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

**Soledad Hormazábal**  
shormazabal@grupobbva.cl

**Andrés Muñoz**  
amunozo@bbva.cl

## BBVA Research

Group Chief Economist  
**José Luis Escrivá**

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and  
Economic Scenarios:

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

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

Regulatory Affairs  
Economic Scenarios

Spain and Europe:

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

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

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

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets  
Analysis

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

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

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

South America

**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.cl

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

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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

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

Macro Analysis Mexico  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

## Contact details

### BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre  
8 Finance Street  
Central, Hong Kong  
Tel. +852-2582-3272  
Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese