

智利 经济展望

2010年第二季度

经济分析

- 本次地震使得产能受到严重破坏，但得益于重建的投资，经济活动会继续增加。我们已经下调了2010年的增长预测（4%），上调对2011年的预测（5.6%）。
- 我们预计智利2010年经常帐略有盈余（占国内生产总值的1.8%），2011年和2012年分别的赤字预计分别为3.5%和3.1%，这主要是商品价格较低和国内需求的强劲增长的结果。
- 目前关注的重点是地震灾后重建的财政计划。我们从对国家经济活动影响的角度考虑，认为计划衡量了各种不同来源的资金，使用适当。

目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 本次地震：短期内造成生产力损失，但对未来产生积极影响 ...	4
3. 财富不代表幸福.....	5
4. 外部风险受到控制	5
5. 表格	6

1. 持续的全球复苏所面临的挑战

在过去的几个季度里面，全球经济由于新兴市场和美国的复苏得到了持续的改善。2010年世界贸易增长率达到7%，我们的预估则是4.2%。但是，市场对欧洲货币联盟解决高负债水平的能力依然存在疑虑。这些疑虑引起了许多主权违约风险差异的扩大并且带来的金融不稳定。这个情况正影响着欧洲经济并且很有可能扩散到全球其他地方。负面影响发生的时间和所涉及的范围受到欧盟在5月9日提出来的拯救计划所影响。尽管这个拯救计划在短期稳定了金融市场环境，不过市场上仍然充满着三个不确定因素：1. 拯救计划在未来几个月的执行情况；2. 其他欧盟国家计划执行的财政巩固计划的可信度；3. 欧盟各国在中长期对拯救计划的承诺。

在2010年初经济复苏在全球发生的同时，复苏的强度在不同国家是不同的。这是由于各国在使用财政政策和货币政策上的程度不同造成的。这些政策使得中国和美国的经济得到的快速的复苏。于此同时，新兴市场受益于国内市场需求增加，贸易的增加和市场逆风险环境的增强。因此在这些地区，复苏相对来说比较稳固。另一方面，在发达国家，随着扩张性政策的逐渐褪色，对于2010年是否能够持续复苏的疑虑还是出现。

美联储计划慢慢的上调利率。市场预计第一次上调会在2011年的初期，并且只会比1%高一点点。欧盟和美国的经济基础的差异造成了两个地方货币政策的退出是不同。尽管2010年开始的经济增长可能会放缓，但是美国现在的复苏状态逆转的可能很小，并且通货膨胀的压力才刚刚显现。但是，在欧盟，由于金融情况比较脆弱，周期性的改善依然存在不确定性，而且现在也没有通货膨胀的压力。而对于新兴市场的货币政策来说，不用怀疑这些政策需要开始收紧。如果一些经济体的财政收紧政策或者其他方案没有及时执行，市场的不平衡将会发生。

在逆风险情绪很显著的时候，金融市场比较倾向于对未来的期望。金融市场容易发现在经济增长的期间中宏观经济政策上面的不一致性。虽然欧洲通过了巨大的拯救计划，巨大的风险溢值将依然会在欧洲的主权债务市场中出现，这是由于财政巩固过程的不确定性引发的。现在的危机的蔓延就是现在的脆弱的情况的证明。经济史充满着金融危机后过分的担忧蔓延到了其它国家的例子。这些情况中，地域上的关联或者周期上的相似性会比基础上的差异带来更多的影响。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管危机的原因还在讨论中，现在市场紧迫的需要一些国家增加他们的信用来面对全球投资人的压力。

市场上对公共债务增长带来的长期后果由持续的忧虑。在发达国家这已经造成了实际利率的上升和高风险溢值的产生。即使最近的危机传播慢慢消除，市场也会开始出现基于各国实际的信用情况而产生的金融歧视。

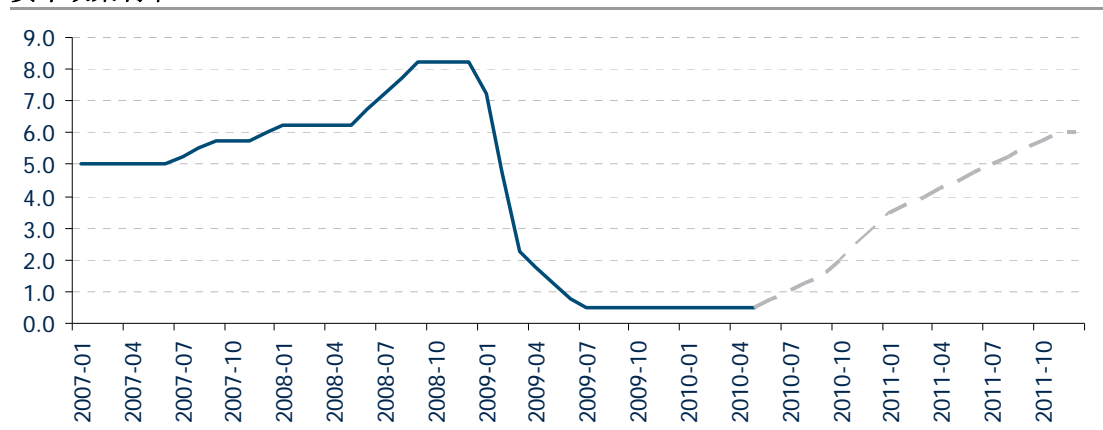
金融市场有两个主要的不确定性。第一，金融市场的缓慢结构调整，特别是在欧洲，很有可能带来无信心的复苏。这给市场带来更多的忧虑，因为从经验和过去的证据上来看，经济复苏初期的信用渠道非常重要。而已经在执行中的规管的调整也同样带来许多不确定性。最有可能的结果资本和流动性的需求增加，这会减少银行在未来几年的信用能力。

2. 本次地震：短期内造成生产力损失，但对未来产生积极影响

智利的经济前景展望受到2月27日地震和海啸的强烈影响。在灾难发生之前，智利经济显示出强劲增长的迹象，国内需求表现强劲，特别是消费，在2009年最后一个季度增加了5.5%。这一点，加上在今年年初公布的提前指标，预示2010年经济增长预测将上扬。然而，地震发生了，迫使我们根据其产生的短期生产损失而下调经济预测。据估计，地震破坏了该国约3%资本存量，主要是住房和交通基础设施，将导致国内生产总值和现有的剩余产能相应减少。在第一季度，产量增长1%，低于1.2%的预测，而因此今年上半年经济增长将不足3%。然而，虽然这些数字为经济展望抹上消极的色彩，但因为灾后重建的缘故，我们预计2010年下半年以及整个2011年经济表现强劲。这一增长的主要催化剂将是公共和私营部门的投资，分别增长11.2%和13.9%，这将导致2010年下半年和2011年的增长约为6%。

这次地震对劳动力市场的影响不大。今年第一季度，失业率从上季的9%下降到9.1%。不过，我们预计对劳动力市场受地震影响最严重的地区进行更深入的研究后，失业率会上升。整体而言，我们预计失业率逐步下降，到2011年左右平均水平达到其自然水平；据财政部估计，这大约是8%。今年到目前为止工资略有下降(-0.1%)，我们期望在2010年实际增长将不到1%。

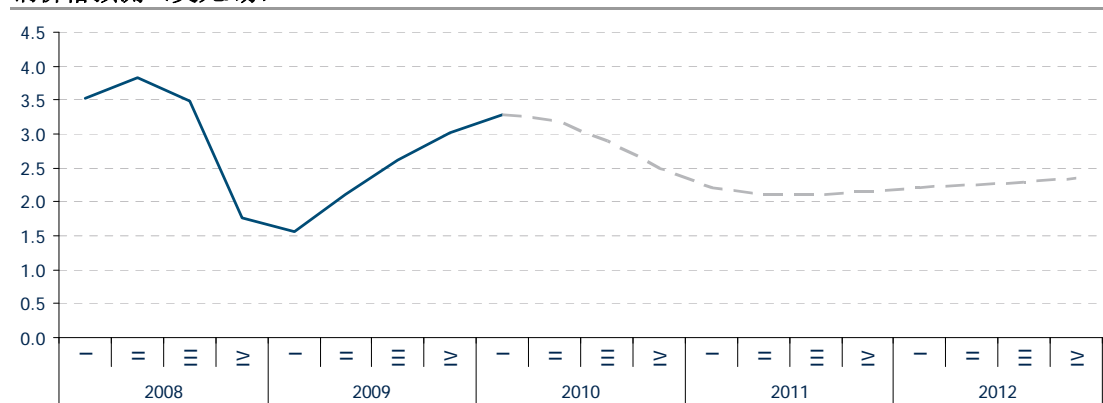
图1
货币政策利率



来源：智利央行以及BBVA研究

产出差距缩小和最近几个月需求的强劲增长将导致通货膨胀上升，这将在央行可接受的范围内，在2010年底逼近3.4%。预计到这种情况，央行在最近的货币政策会议记录上暗示，它不久将开始政策利率上调周期。该事实际上是在4月会议上讨论的。然而，当时通胀预期比现在高，因此它在5月利率会议保持利率稳定，我们预计六月开始首次。我们预期利率会相对迅速地恢复正常水平，今年12月MPR将达到3%，而在2011年底将达6%。

图2
铜价格预测（美元/磅）



来源：Cochilco 以及BBVA研究

我们预计在 2010 年的财政赤字为 2.7%，在 2011 年这将增加至 3.8%，主要是由于我们预期铜的价格将下跌。由于地震的缘故，政府将不得不增加约为 840 亿美元的开支；政府表示，它希望在其执政期间 4 年内完成所有重建工作。为此，政府已经提出了重建的融资计划，而其政府项目将在 4 年内需要约 90 亿美元；这包括在短期内增加税收收入。除了债务问题，主权资金的使用，预算的重新分配和非必要的财政资产的销售，公共融资计划还包括对大公司和私营采矿持续至 2013 年的临时加税；还包括永久减少对家庭储蓄和投资的税收优惠。

我们预计的较低的商品价格，加上随着国内需求重新充满活力而大幅增加的进口，将会对国际贸易平衡有显著而可控的影响，将从 2010 年的经常帐略有盈余（国内生产总值的 1.8%）而转变到 2011 年及 2012 年分别有 3.5% 和 3.1% 的赤字。

比索在 2 月和 4 月升值了 3.1%，直至风险规避增加，希腊危机的开始，中国货币政策强硬导致铜价大幅回调（跌 16%）以及比索贬值 4.5%。尽管如此，一旦向市场恢复平静，比索将再次升值，在 2010 年 12 月到 510 比索兑 1 美元左右的水平。当局已经发出信号，暗示这是接近长期均衡水平，因此没有理由对它们作出干预。不过，由于目前的汇率是 530 比索兑 1 美元，由于铜价下跌或如果当前的高风险厌恶状况持续下去，可能对升值产生风险。

3. 财富不代表幸福

正如我们已经指出，智利没有任何公共开支的融资问题，即使面对因地震造成的破坏影响。但是，这并不意味着没有问题。事实上，主要的政治难题是，如何利用现有的资源（或利用哪些资源）而不损害出口商和与进口商竞争的企业的竞争力。如果主权资金集中使用，或产生过多的外债，比索将倾向于升值，这将影响竞争力。发行内债和随后对利率上调的压力会取代私人投资和导致汇率升值。加税，也将导致一些私人投资移位，并会减少公共开支的乘数效应。在这方面，我们认为公共财政计划在本质上是正确的，因为其平衡了不同的资金来源。

智利最重要的政治经济困境是由国外提供的丰富资金和货币的压力。如果我们再加上国内需求的迅速扩张对增加通胀产生一个有利的环境，中央银行可能需要更加迅速地提高利率。在这种背景下，公共开支的融资方案中从融资具有重要贡献的过渡性加税将缓解决央行的任务。

4. 外部风险受到控制

截至目前，国际上最关心的是希腊的会否影响其他国家。新兴国家通常通过财政渠道受影响，特别是通过增加的主权风险。就智利而言，这已影响不大，部分是由于风险溢价上升已经非常小，且因为它公共债务水平低脆弱性有限，事实上该国是债权人。这种情况也得益于当地金融市场的相对深度，使得在最大压力时已经能够提供由该国的业务所需的资金。然而，智利可能会通过贸易受到影响，特别是如果中国采取国内措施以减少通货膨胀压力，这将影响如铜产品的价格，正如我们最近几天看到的，这可能会影响到未来的展望，税务和对外贸易平衡。但应指出，我们目前看到的商品价格水平与我们的预测一致，其中包括在今年下半年大幅调整（铜在上一季度平均价格为 2.5 美元/磅）。假如欧洲问题依然存在并恶化，亚洲通货膨胀上升超出可接受的水平，我们可能面临远比目前严峻的国际形势，具有较高的风险溢价和原材料价格的降低，在智利将反映在更高的利率和更低的投资活动上，特别是在对外部资金依赖的活动受影响较大。

从国内看，最重要的风险是如何处理地震造成的经济和社会问题，特别是未来政府创造出高度的期望。一个相关的因素是缺乏经验，因为过去 20 年中都没有联合政府。乐观地看，政府得到社会大众大力支持，而国会的主导力量基本上是温和的。

5. 表格

表 1

宏观经济指数预测：季度

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11
GDP (%同比)	-2.1	-4.5	-1.4	2.1	1.0	2.7	6.2	6.0	6.9	6.6	4.8	4.0
通货膨胀 (%同比)	5.6	3.1	-0.6	-1.9	-0.3	1.3	2.2	2.8	2.9	2.8	2.8	2.9
外汇 (兑美元)	607.1	567.4	545.4	518.6	519	520	505	510	514	515	522	530
利率 (%)	4.75	1.25	0.5	0.5	0.5	0.58	1.25	2.5	3.75	4.5	5.25	5.92

来源：BBVA 研究

表 2

宏观经济指数预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (%同比)	-1.5	4	5.6
通胀 (%同比, 年平均)	1.6	1.5	2.9
汇率 (兑美元, 年平均)	551	513	520
利率 (% 年平均)	1.8	1.2	4.9
个人消费 (% 同比)	0.9	2.6	4.6
政府支出 (%同比)	6.8	4.3	4.2
投资 (%同比)	-15.3	11.2	13.9
财政收支 (占GDP百分比)	-4.5	-2.7	-3.8
经常账户 (占GDP百分比)	2.5	1.3	-3.8

来源：BBVA 研究

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document are based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

This report has been produced by Emerging Markets Unit

Chief Economist

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Nathan Pincheira
npincheira@bbva.cl

Soledad Hormazábal
shormazabal@bbvaprovida.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

Perú
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.rodriguez@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@compassbank.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

economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese