

拉丁美洲

经济展望

2010 年第三季度

经济分析

- 拉美主要经济体经济增长加速超过预期，因此，我们将 **2010** 年整个拉美地区的经济增长预期从 **4.6%** 调整为 **5.2%**。
- 市场信心回升、因高物价而得以继续维持的扩张性财政政策和货币政策推动内需增长，成为经济复苏的主要驱动力。
- 预计这一增长势头将在 **2011** 年和 **2012** 年持续，拉美地区年增速将达 **4.5%**，接近其经济的潜在增长能力。
- 各国央行积极应对以阻止可能爆发的通胀，但其经济周期与发达国家不同步使得这项任务十分艰巨。
- 欧洲经济动荡的影响有限而短暂。现在，风险溢价、商品价格和股票价格水平都等于或者好于年初的水平。
- 更加开放的商业环境和高物价吸引了大批资本流入，外商直接投资比重大大上升。
- 货币升值压力正在加大，各国央行进行干预，可能使通胀风险的预估变得十分复杂。中期内可能导致对财政政策效果的重新评估。
- 全球风险厌恶增加的风险仍然存在，可能对该地区经济复苏构成重大威胁，经济政策的走向更加复杂。

目录

1. 全球经济风险再评估	3
2. 受“欧洲危机”影响较小	4
3. 内需强劲，可能上调此前预期	6
4. 信贷也将随之复苏	7
5. 经济政策的困境	7
6. 表格	9

1. 全球经济风险再评估

欧洲财政调整对经济增长的影响将不像通常所认为的那样高。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，其它发达地区财政地位可持续性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和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，但再次出现财政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。

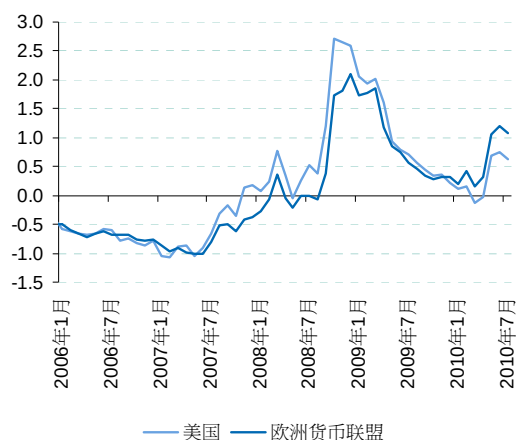
货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使美联储和欧洲央行推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了紧缩性政策。

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这两个机构，限制欧洲央行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，长期通货膨胀预期仍然得到良好预测。

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。

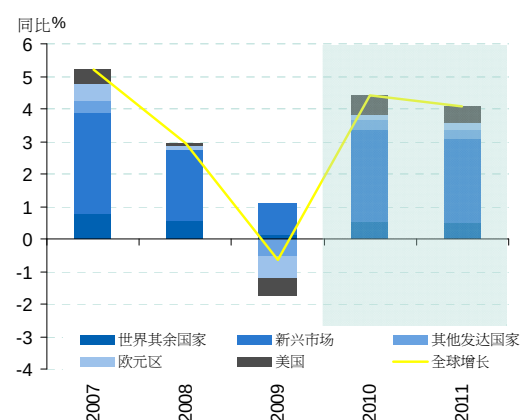
欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年轻着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

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. 受“欧洲危机”影响较小

今年二季度，由于对部分欧洲国家偿还债务及由此造成的对其银行系统影响的担忧逐渐升温，引发了金融市场的强烈震荡。最初开始于希腊，但恐慌情绪随之蔓延到了葡萄牙、西班牙、爱尔兰和意大利，尽管这些国家已经宣布并执行了重大的财政调整措施，而欧盟也承诺了大量的财政救助计划。

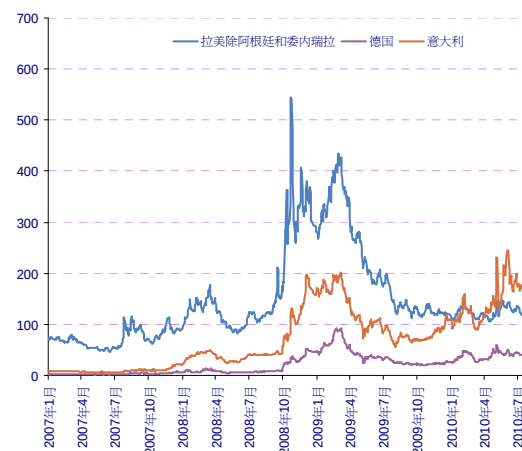
这一事件使得相关国家风险溢价和 CDS 大幅上涨、股价下跌、美元在全球范围内走强。因此对世界范围内的物价、汇率和风险溢价产生了一定影响，当然也影响到了拉丁美洲。现在，假设正常化进程仍在继续，我们可以说这种影响是相对有限而且短暂的。但尽管如此，正如我们此前所提到的，潜在的风险仍然存在，并可能导致国际形势继续恶化，对该地区产生新的负面影响。

对物价影响十分有限

物价能够影响该地区绝大多数国家的对外贸易和财政状况，是国际危机传入拉美的一个主要渠道。从这一角度讲，外贸和财政收支的下滑是十分有限而且短暂的。另一方面，调整的一个主要部分是美元的升值，欧洲风险厌恶增加只是其次。随着风险厌恶的降低，美元兑欧元的汇率平价已回归到接近 1.3USD/EUR 的水平，物价也已回归到原油约 75 美元一桶、铜价每磅 3.2 美元、大豆每吨 350 美元的水平，处于历史高位。

图 3
商品价格（指数：2008 年 1 月=100）

来源：Datastream 和 BBVA 研究部

图 4
信用违约掉期

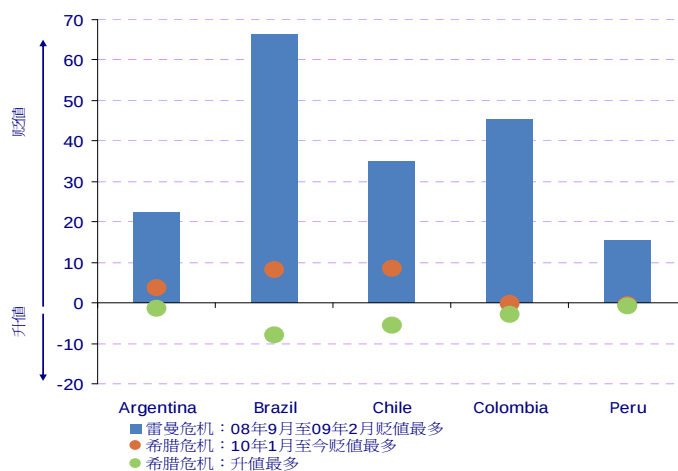
来源：来源：Datastream 和 BBVA 研究部

风险溢价相对提升

虽然该地区主权风险溢价较去年年底有所增加，现在所处的水平与雷曼兄弟危机前相当。更有趣的是，巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的信用违约掉期（CDS）平均价值低于意大利和西班牙等国，表明这些国家的相对位置正在发生之前从未发生过的变化。评级机构们已经意识到了这一点并自雷曼兄弟危机开始起就上调了巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁的评级。这一相对更好的状况导致资本大量涌入该地区，使得阿根廷、巴西、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的央行在这段时间积累外汇储备成为可能。

货币在最初的恐慌过后升值

受全球风险厌恶增加的影响，该地区各货币有所贬值，其中，与欧洲贸易来往更密切的国家（巴西、智利）其货币贬值幅度更大。但影响是有限的，而且是临时的：最终仅造成美元相对走强。事实上，在发达国家加息预期越发渺茫、该地区限制货币刺激政策压力加大的背景下，大多数国家已重新开始积累外汇储备来干预外汇市场以避免本国货币更大幅度地升值。

图 5
汇率变动

来源：Datastream 和 BBVA 研究部

“善行”会有好回报

根据我们的观察，这两次不利的外部冲击（雷曼兄弟和希腊危机）表明该地区在过去的基础上取得了巨大突破。事情的正常状态本应是：这类冲击会因这些国家的财政和汇率波动而被放大，本可能会导致痛苦的财政调整、货币贬值和通货膨胀，衰退、滞胀以及就业情况恶化周期都会延长。而这一切并未发生的原因就是绝大多数国家在 20 世纪 90 年代进行了旨在提升其财政和外债清偿能力的改革，加强了其技术和制度能力。因此，这些国家能够抵御危机、政策制定能够迅速并适当做出反应并且拥有足够的财政和外债清偿能力并非巧合；风险溢价和评级的相对提升亦不是。我们认为拉丁美洲正步入经济稳定增长的新时期，增长步调接近其潜在增长能力，这将使缩小该地区与发达国家的收入差距成为可能。

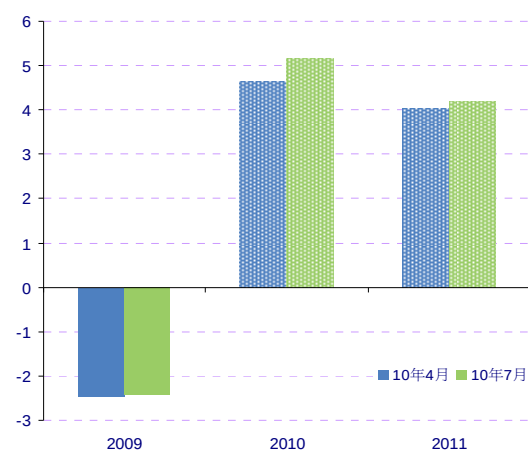
3. 内需强劲，可能上调此前预期

根据今年上半年的可靠数据，无论是从国民收入还是从近期局部指标看，国内需求增长迅速，尤其是阿根廷、巴西、智利和秘鲁，而哥伦比亚和墨西哥的增长则更趋于缓和。在上述提及的所有国家中，我们都看到了高于预期的增长，尤其是在投资和耐用消费品领域，这两个领域的发展推动进口出现了两位数的增长。这部分是由于市场信心的回升，另外也是对各国 2009 年初强势货币和财政刺激政策的回应。另外，这与诸如国际风险溢价水平降低和高物价等因素也有关系。在亚洲大国快速增长、全球性自然资源开发竞赛起步以及该地区境外直接投资大多与采矿和能源工程相关的背景下，后者在某种程度上反映出了对未来供给的担忧。这尤其会影响到巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁等国，它们对这一流入的接受能力更强。

上调 2010 年 GDP 增长

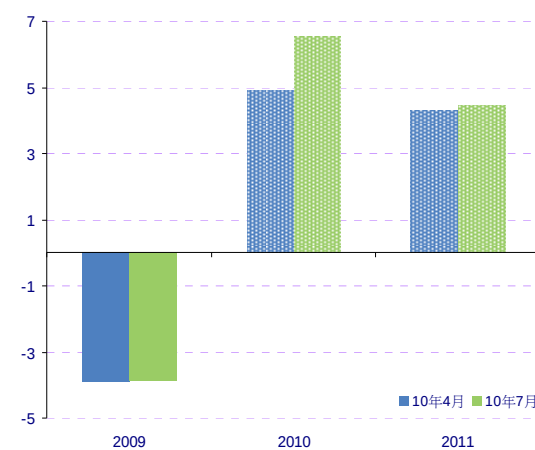
正如图 6 中拉美七国（阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉）的数据所显示的，受上述因素的推动，该地区 2010 年增长将达 5.2%，之后将逐渐降至与 GDP 增长潜力趋于一致的水平（2011 年和 2012 年分别为 4.2% 和 4.3%）。增长放缓部分与全球经济发展的影响有关，也和货币刺激政策的退出有关。现在这一退出进程已经启动，并可能因内需增长过快进而导致通胀压力而加速。

图 6
拉美*GDP 预测比对



*拉美 7 国：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
Source: BBVA 研究部。

图 7
拉美*国内需求预测比对



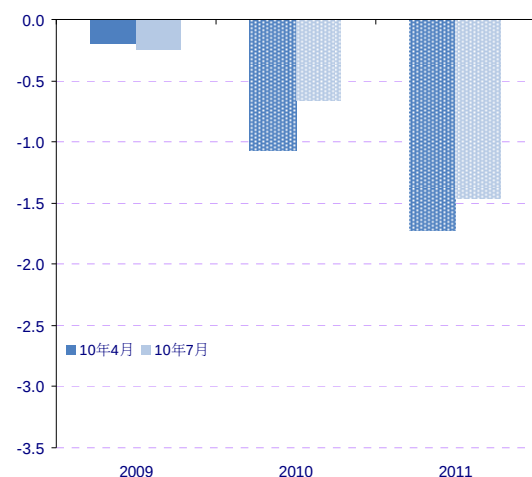
*拉美 7 国：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
Source: BBVA 研究部。

在我们的预测中，没有预见任何通胀的重大变化：在所有追赶通胀目标的国家中，当经历了 2009 年食品和燃料价格下跌以及整个地区范围内的衰退导致的货币大幅贬值之后，通胀已经上升至接近官方目标的水平。在阿根廷和委内瑞拉，通胀继年初加速上升之后，已在计划范围内趋于稳定或小幅高于这一范围。

尽管巴西、秘鲁和智利的复苏力度使市场产生了对未来通胀变化的担忧，但值得注意的是，这三个国家的央行已迅速做出加息反应，巴西和秘鲁还退出了定量刺激政策。哥伦比亚和墨西哥还处在复苏周期的初期，其中，国外需求和公共支出是墨西哥经济复苏的主要驱动力；我们预计未来几个月不会有加息的举动。

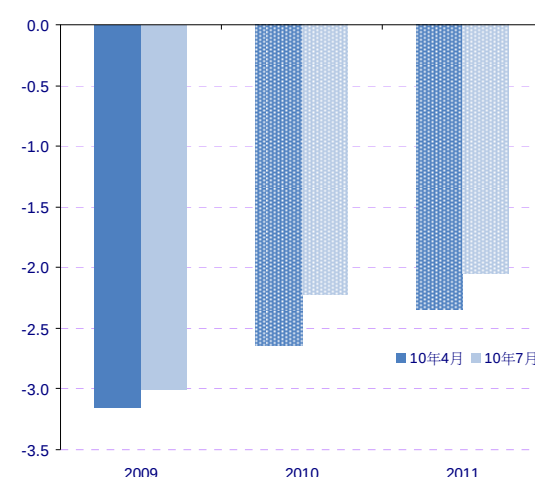
最后，值得一提的是，由于商品价格和出口需求的表现好于预期，尤其是来自的亚洲需求，这反过来有助于抵消进口增长加速的影响；因此，新的预测暗含了该地区经常账户和财政收支状况的改善。这一点可以从图 8 中拉美七国经常账户的对比中看到。如图 9 所示，高物价及其增长促使税收增加，并进而促进了财政增收。在这两个情况下，分母较大也是原因之一，因为 GDP 的增速高于我们当前的预期。

图 8
拉美*经常账户预测比对 (%GDP)



*拉美 7 国：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
Source: BBVA 研究部

图 9
拉美*财政账户预测比对 (%GDP)



*拉美 7 国：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
Source: BBVA 研究部

4. 信贷也将随之复苏

在信贷经历了 2007 和 2008 年的强劲增长之后，恰恰是因为食品和能源价格上涨推动通胀上升，拉美各国央行果断决定放缓扩张速度。而雷曼兄弟危机大大改变了这一情况。因为在世界其他地方，银行信贷链崩溃了，例如：在秘鲁，危机前信贷增长的折现利率（inter-annual rates）接近 35%，2009 年下半年却跌至 2.3%。同时，违约率上升，但低于十年来的中期水平。各国政府和央行采取了相应措施以提供流动性，某些国家（如巴西和程度较轻的智利）则利用国家银行体系提供信贷。那时，我们认为部分问题是由于限制银行流动性以及衰退时期采取的更严格的风险评估标准造成的。另外还包括因市场丧失信心而不愿投资或购买耐用品导致的信贷需求下滑。

事实上，自 2009 年起我们就看到信贷一直呈正增长趋势，但增长并未加速，仍处于审慎水平。这与市场信心的恢复同步并与流动性状况的改善相符。然而，值得注意的是，尽管我们仍然没有拿到二季度的完整数据，到现在为止的零星证据表明，当全球风险厌恶状况恶化时，拉美大部分地区的信贷仍在保持加速增长，尤其是私人银行信贷（它们正努力在市场竞争中夺回市场份额），因此，私人消费品支出和投资的复苏将随之而来。而市场上也没有迹象表明诸如智利、哥伦比亚和秘鲁等国的长期市场利率过低。

5. 经济政策的困境

由于该地区开采、采矿和能源工程相关的境外直接投资大量流入，在增长前景和风险溢价方面对发达国家也更富吸引力，拉美多数国家都面临保持总需求过快增长和避免造成通胀压力的两难局面。因此，快速调高基准利率这一传统的应对方法与对货币过度升值的担忧相冲突（今年上半年，多数国家已通过干预外汇市场、积累外汇储备来避免本国货币升值过度）。而这些干预举措失效也导致了巴西和秘鲁央行增加其外汇储备；令人感到恐慌的是，倘若这仍不足以解决问题，一些国家可能会再次对资本流入进行管制。

这个问题还与财政政策自身的调整周期太长有关，而大部分拉美国家至今采用的仍是扩张性的财政政策。此外还有投资和私人消费的复苏。近期的秘鲁公共投资数据以及智利因地震灾后重建而增长的公共支出证实了要再次使宏观经济政策同步、强调货币升值风险（这可能削弱本国商品的竞争力）的困难程度。

正如在第一节中所提到的，全球风险厌恶复发和发达国家新一轮衰退调整的风险仍然存在，拉美各国必须考虑放缓国内需求的扩张速度。虽然旺盛的国内需求确实有助于抵消国外需求下滑得影响，但也必须意识到，在这种情况下融资将变得更加高昂和稀缺，包括由多边组织发行的债券。这样一来，储蓄充足的国家能为财政赤字融资的时间要相对长一点，此外，充足的国际储备能为金融系统提供外汇流动性，也将在更长的时间内使反衰退政策得以为继。

在预测未来的长期走势时，值得思考这么一个问题：我们现在所看见的是否超出了暂时的汇率冲突以及拉丁美洲与欧美经济周期的不同步这一范围。如果我们长期以来观察到的物价上涨是供给方面对亚洲大国发展、工业化和城市化过程中需求限制的结果，那么，我们可能处于物价“超级周期”的初期，而这个周期可能持续很长时间。这可能给非洲和南美等地资源富裕国家的相对价格结构、生产结构和发展模式产生深远影响。干预汇率并非这一问题的解决方法，若希望使这些国家的经济保持相当程度的多样化，就不得不考虑从现在赚取的资本中留存一部分供将来所用的必要性。

6. 表格

表 1

	GDP (% 同比)												2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11			
阿根廷	-1.8	-2.3	-4.3	0.2	5.5	7.7	6.7	6.1	4.1	3.0	3.9	4.6	-2.1	6.5	3.9
巴西	-2.0	-1.7	-1.3	4.4	8.9	8.2	6.3	4.3	2.9	3.9	5.2	6.6	-0.2	6.9	4.7
智利	-2.1	-4.5	-1.4	2.1	1.0	6.1	6.3	5.8	6.9	5.6	5.0	4.8	-1.5	4.8	5.6
哥伦比亚	-0.9	0.1	0.7	3.4	4.4	4.2	4.0	4.3	4.3	5.0	5.2	5.4	0.8	4.2	5.0
墨西哥	-9.1	-8.5	-6.2	-2.4	4.4	5.6	4.3	3.6	4.8	3.8	3.3	2.8	-6.6	4.5	3.7
秘鲁	1.9	-1.2	-0.6	3.4	6.0	9.0	7.6	4.7	5.7	3.8	5.7	7.7	0.9	6.8	5.7
委内瑞拉	0.5	-2.6	-4.6	-5.8	-5.8	-4.9	-3.6	-1.4	1.6	2.0	1.5	1.6	-3.3	-3.8	1.7
拉丁5国	-0.7	-2.1	-2.5	0.3	2.4	4.4	4.1	4.0	4.2	3.7	4.1	4.6	-1.3	3.8	4.1
拉丁6国	-1.4	-1.9	-1.8	2.5	6.0	6.5	5.3	4.2	3.5	3.8	4.7	5.7	-0.7	5.5	4.4
拉丁7国	-3.7	-3.9	-3.1	1.1	5.5	6.2	5.0	4.0	3.9	3.8	4.3	4.8	-2.4	5.2	4.2

拉丁 5 国: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉；拉丁 6 国: +巴西；拉丁 7 国: +墨西哥。

来源: BBVA 研究

表 2

	通货膨胀 (% 同比, 均值)												2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11			
阿根廷	6.6	5.5	5.9	7.1	9.0	10.6	11.0	11.0	11.0	10.9	11.1	11.4	6.3	10.4	11.1
巴西	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	5.2	5.4	5.0	4.6	4.7	4.8	4.9	5.2	4.8
智利	4.8	1.8	-1.9	-3.0	-0.3	1.2	2.2	2.9	3.0	2.8	2.8	2.9	0.4	1.5	2.9
哥伦比亚	6.6	4.8	3.2	2.4	2.0	2.1	2.4	3.0	3.5	3.1	2.9	3.1	4.2	2.4	3.1
墨西哥	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.0	4.2	5.0	3.8	4.1	4.1	3.7	5.3	4.5	3.9
秘鲁	5.6	4.0	1.9	0.4	0.7	1.1	2.0	2.5	2.4	2.6	2.5	2.4	3.0	1.6	2.5
委内瑞拉	29.5	28.2	28.7	28.1	27.4	32.1	32.7	34.3	34.9	30.8	29.8	28.4	28.6	31.6	31.0
拉丁5国	10.9	9.2	8.4	8.2	9.0	10.8	11.3	12.0	12.1	11.2	11.0	10.9	9.2	10.8	11.3
拉丁6国	8.1	7.0	6.2	6.0	6.7	7.7	8.0	8.4	8.2	7.6	7.6	7.5	6.8	7.7	7.7
拉丁7国	7.5	6.7	5.9	5.4	6.1	6.6	6.8	7.4	6.9	6.5	6.5	6.4	6.4	6.7	6.6

拉丁 5 国: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉；拉丁 6 国: +巴西；拉丁 7 国: +墨西哥。

来源: BBVA 研究

表 3

	汇率 (兑美元, 均值)												2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11			
阿根廷	3.5	3.7	3.8	3.8	3.8	3.9	4.0	4.2	4.3	4.4	4.5	4.7	3.7	4.0	4.5
巴西	2.3	2.1	1.9	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	1.8	1.8
智利	607	567	545	518	519	531	529	530	534	539	537	531	560	527	535
哥伦比亚	2415	2233	2017	1965	1947	1950	1940	1930	1915	1900	1852	1880	2158	1942	1887
墨西哥	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.4	12.6	12.1	11.8	11.9	12.2	12.3	13.5	12.5	12.0
秘鲁	3.2	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	3.0	2.8	2.8
委内瑞拉	2.2	2.2	2.2	2.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	2.15	4.3	4.3

来源: BBVA 研究

表 4

	利率 (% , 均值)												2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11			
阿根廷	13.29	12.83	12.64	10.75	9.62	9.56	11.11	12.87	13.89	14.49	15.12	15.78	12.38	10.79	14.82
巴西	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	11.33	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	10.14	10.33	11.50
智利	5.55	1.44	0.53	0.50	0.50	0.67	1.92	2.75	3.75	4.50	5.25	5.92	2.00	1.46	4.85
哥伦比亚	8.00	5.17	4.33	3.67	3.50	3.00	3.00	3.17	3.67	4.17	4.67	5.17	5.29	3.17	4.42
墨西哥	7.33	5.33	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	5.00	5.75	6.00	5.42	4.50	5.31
秘鲁	6.25	4.00	1.50	1.25	1.25	1.50	2.25	3.00	3.42	3.92	4.42	4.75	3.25	2.00	4.13
委内瑞拉	17.10	15.60	14.52	15.05	14.59	14.51	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	15.57	14.03	13.50

来源: BBVA 研究

表 5

	私人消费 (% 同比)				政府支出 (% 同比)				投资 (% 同比)		
	2009	2010	2011		2009	2010	2011		2009	2010	2011
阿根廷	-4.1	6.0	3.3	# #	7.2	8.7	6.1	# # #	-10.2	15.7	7.8
巴西	4.1	6.4	4.2	# #	3.7	2.2	2.1	# # #	-10.0	20.6	9.0
智利	0.9	6.8	5.5		6.8	4.3	4.3		-15.3	16.4	16.0
哥伦比亚	1.1	4.0	5.0		2.6	3.0	1.3		3.2	7.9	7.7
墨西哥	-6.2	1.9	2.6		4.9	-2.3	0.1		-15.3	5.3	9.3
秘鲁	2.4	4.1	4.6		16.5	8.0	3.9		-15.1	14.0	11.0
委内瑞拉	-3.2	-2.5	3.3		2.3	3.7	4.2		-8.2	-26.4	1.7
拉丁5国	-1.4	3.8	4.1		6.4	5.9	4.2		-8.5	5.5	8.1
拉丁6国	1.6	5.2	4.2		4.9	3.8	3.1		-9.3	13.8	8.6
拉丁7国	-0.7	4.2	3.7		4.9	2.0	2.2		-11.1	11.2	8.8

拉丁5国:阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; 拉丁6国: +巴西; 拉丁7国: +墨西哥。
来源: BBVA 研究

表 6

	财政账户 (% GDP)				经常账户 (% GDP)		
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
阿根廷	-0.6	-0.4	-1.9		3.6	1.4	0.8
巴西	-3.3	-2.8	-2.4		-1.6	-2.7	-3.3
智利	-4.6	-1.6	-0.9		2.5	0.6	-2.8
哥伦比亚*	-3.8	-3.9	-3.3		-2.0	-2.1	-1.8
墨西哥	-2.7	-2.3	-1.9		-0.6	-1.2	-1.9
秘鲁	-1.9	-1.4	-0.7		0.1	-0.9	-1.7
委内瑞拉	-5.4	-0.7	-1.6		2.4	11.2	9.2
拉丁5国	-2.9	-1.4	-1.8		1.7	2.3	1.2
拉丁6国	-3.2	-2.2	-2.1		-0.1	-0.4	-1.3
拉丁7国	-3.0	-2.2	-2.0		-0.2	-0.7	-1.5

拉丁5国:阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; 拉丁6国: +巴西; 拉丁7国: +墨西哥。

*中央政府

来源: BBVA 研究

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，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 Emerging Markets Unit

Chief Economist

Joaquín Vial
+(562) 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Myriam Montañez

+(562) 679 1354
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Esquivá

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