

巴拿马

经济展望

2010 年第二季度

经济分析

- 巴拿马的经济在 **2009** 减缓之后会随着内部需求的扩张而重新抬头
- 由于 **2009** 年经济活动和就业率的下滑，通货膨胀下降了，预期明年增长依然有限
- 公共财政会由于经济复苏和税收的增加而改善。另一方面，适度增加的经常帐目赤字预计会由需求的复苏造成
- 大型基础项目的投资，例如巴拿马运河的扩建，会提升经济的潜在增长。尽管 **40%** 的运河工程的资金已近有保障，如果国际贸易量下降，基于运河使用的收支平衡将比较脆弱

目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 国内需求将刺激增长	4
3. 外部环境的恶化会延迟复苏的过程	5
4. 外界依赖的减少会是未来几年主要的挑战	6
5. 表格	6

截稿时间：2010年6月9日

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 and 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，巨大的风险溢价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。

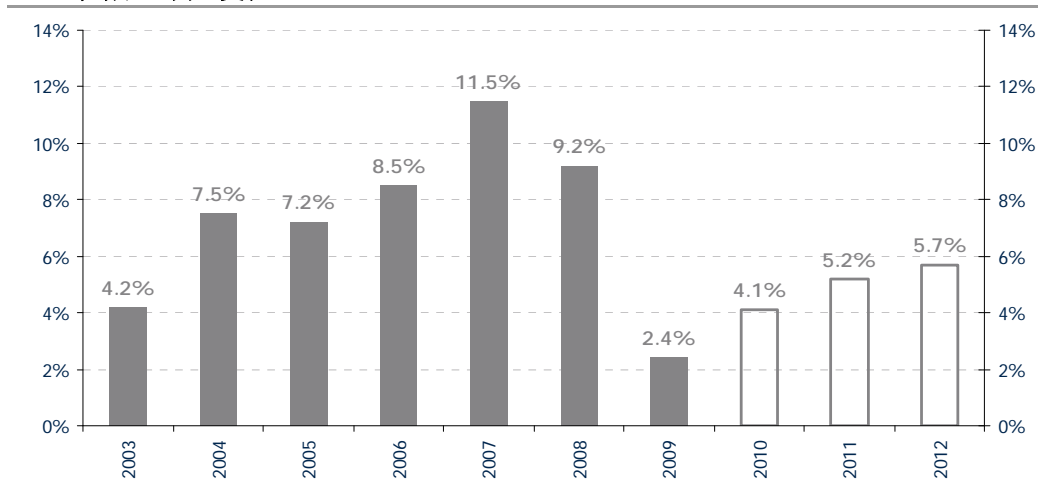
金融市场有两个主要的不确定性。第一，金融市场的缓慢结构调整，特别是在欧洲，很有可能带来无信用的复苏。这给市场带来更多的忧虑，因为从经验和过去的证据上来看，经济复苏初期的信用渠道非常重要。而已经在执行中的规管的调整也同样带来许多不确定性。最有可能的结果资本和流动性的需求增加，这会减少银行在未来几年的信用能力。

2. 国内需求会刺激增长

巴拿马的经济在 2009 年的全球危机中存活了下来并且与大部分该地区的国家不同，巴拿马取得了年 GDP 增长 2.4% 的数据。这个增长主要是依赖国内消费，由于来自国际的外需和投资对 GDP 是负的影响。与最近的数据相比，2004-2008 的平均成长率是 8.8%，2009 的增长较缓并且失业率增加了 1.1%，这也减缓了这次复苏中劳动力市场大幅的改善。2009 年经济伴随着的通货膨胀下降减速至全年 2.4% 的水平，这是前期经济增长过程里需求压力上升导致通货膨胀上涨后经济所需要的调节。

图 1

GDP 年增长（同比变化）

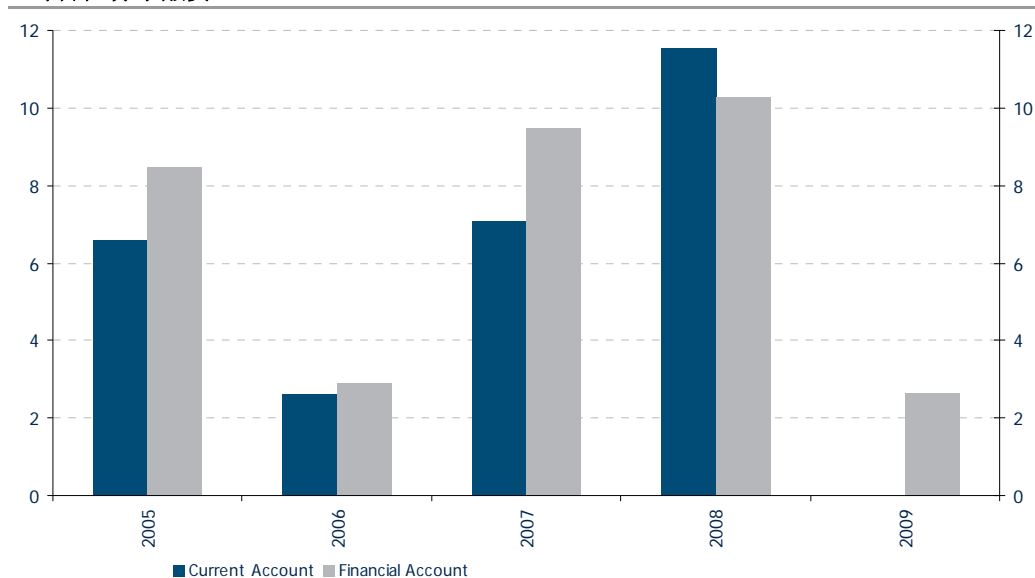


来源：Contraloría General de la República 和 BBVA 研究部

2010 年前半年领先的经济数据显示出经济由于投资，消费和出口（后两项作用相对较小）的带动已经进入了一个大部分加速提升的时期。今年第一个月的住房和商用房预期改善会刺激未来几个月的私人化小，但是动力可能不会比上一个周期来得足。由于以扩充巴拿马运河为首的积极基础设施项目的持续开展，投资增长会很快的恢复到 2008 年的水平，而相关的项目和运输基础建设也预期会为巴拿马增长的潜能作出贡献。因此，我们预期 2010 年和 2011 年的经济扩张分别达到 4.1% 和 5.2%。

在房屋建设活动面，预期在 2009 年由于外需和信贷限制而减少后，2010 年的表现将会改善很多。最近的数据显示房贷的扩张带来的地区需求持续和去年下半年一些因为优惠的税率得到许可的已开工工程的良好表现给房屋建设带来了部分的动力。其它的增长原动力包括：预期随着美国和亚洲经济的改善和全球贸易逐渐的正常化而得到提高的旅游收入，和通过巴拿马运河运输的货物和巴拿马免税区的经济活动而带来的收入增长。

图2
经常账户赤字融资 (%GDP)



来源: CGRP, IMF 和 BBVA 研究部

在 2010 年，外汇帐目会有一定程度的恶化，反应出国内需求增长的复苏。贸易赤字的增加预期是由于消费和资本产品的需求增加。不过资金来源会被保证，这是由于资本市场的环境比去年好很多，而且加上最近的投资的程度，新的贷款会以较低的利率发出而且会使更多资金进入巴拿马经济体。但是，最近的全球风险趋避的情绪会引起一些短期的紧张情绪。

预期通货膨胀在未来几年会保持在可控的局面（2010 年 2.7%，2012 年 3.1%）。这个预测数据是考虑了食品和饮料价格在明年保持低位并且基于 2009 和 2010 年 GDP 的增长的负的产出缺口会低于潜在计算的 5%而作出的。后者会反应出过剩的产能，这使得经济成长的同时没有对需求造成通货膨胀的压力。但是，我们并没有排除由于国际石油和燃料价格造成的通胀上行压力。

另外，公共帐目会继续减少赤字和债务水平。牢记我们的预测比政府在 2010-2014 的策略计划中的预测来得高，税收计划预计将会更好，这会使得有更多的资源来执行基础投资计划而不会影响达到财政和社会责任法（Fiscal and Social Responsibility Law）所建立的目标。明年支付债息的水平将会持续减少，这将减少债务比重占 GDP 的数量。公共帐目稳固的表现显示出经济预期增长的改善和 2010 年第一季度的税务改革带来了较好的效果（税改决定了新的税收设计并且增加了增值税率）。

3. 外部环境的恶化会延迟复苏的过程

欧洲国家的风险溢值已经慢慢扩散到了新兴经济体中。在危机传染性渐强的大环境下，这些地区的资本流入会因为风险趋避的情绪而减少，全球贸易增长可能会减少；而一些其他因素包括资本市场的更多进入限制和一些资源的成本增加会限制经济的增长。在这样的情况下，我们并没有预期巴拿马向许多机构融资所开展的运河扩张计划会有障碍，他们的第一笔账款已经在 2010 年支付了。但是，通过巴拿马运河所进行的商业运输的巨大减少会逐渐影响一些依赖于贸易上升而带来的通过费，而这笔费用占了总共拓展费用的 56%。

最后政府赞助的投资项目执行的拖延会使得 GDP 增速减缓。这个可能性可能会由于国际环境的恶化或者合同行政过程和执行的拖延而上升。在这样的情况下，与劳动力市场复苏相联系的第二层次的影响可能会影响居民消费支出。

4. 外界依赖的减少会是未来几年主要的挑战

经济体顺利的增长情况有着许多其他的挑战。一方面，高速的增长会造成经常帐目赤字的过度增加，尽管这可以被大量的外国直接投资和外债来平衡掉，但这最终将使该经济体更易受到外界冲击的影响。同样的，这样的情况会使得经济体进入由通货膨胀的压力和资产价格不可持续的潜在增长所带来的过热状态。随着这个方向看，受自由贸易协定支持的贸易多样化的工作是非常需要的，比如和美国达成的协定和正在和欧盟及哥伦比亚讨论的协定。此外，对于增加国内储蓄和生产力的结构性计划的工作也是必要的，这和现在的政府计划是一致的。进一步来讲，考虑到巴拿马独特的政策结构（美元化并且中央银行不充当最后的借款保障），维持良好的财政管理的重要性增加了。在这样的方式下，政府有责任调节公共开支和投资计划，以使明年的经济增长预期保持在一个有顺序的方式下并且其融资和执行不会对中期的可持续增长造成风险。

与维持良好的国际关系保持一致的一点是，与 OECD 的成员签署税收信息交换协定以避免受到国际处罚是非常重要的。到目前为止，已经和 5 个国家签署了条约，另外还有三个在谈判中。考虑到 OECD 设立的目标是 12 个签约国以免被列入免税区名单，政府应该在年末前作出努力以达到目标。

5. 表格

表 1

年度宏观预测

	2009	2010	2011
GDP (% 同比)	2.4	4.1	5.2
通货膨胀 (% 同比, 年平均)	2.4	2.7	3.1
固息存款利率(% 期末)	2.5	2.6	3.1
私人消费 (% 同比)	3.7	3.9	4.3
公共支出 (% 同比)	3.0	3.8	4.9
投资 (% 同比)	-8.8	21.6	7.9
巴拿马政府财政收支 (% GDP)	-1.0	-1.6	-1.2
经常账户 (% GDP)	0.0	-3.2	-3.8

来源: BBVA 研究部

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策时应考虑前述情况，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 drawn by the Colombia Unit:

Chief Economist

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com.co

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com.co

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com.co

Mario Nigrinis

mario.nigrinis@bbva.com.co

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

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

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

Contact details

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com