

乌拉圭

经济展望

2010 年第二季度

经济分析

- 活跃的国内需求将会是 **2010 年经济的主要动力**，我们预期增长达到 **5.8%**
- 通货膨胀压力会在今年余下的时间趋缓，但是期望值稍微高过中央银行 **2011 年** 的目标
- 政府提出的支出限制方案会使得财政帐目水平在未来三年改善，财政政策也会逐渐向中性靠拢
- 货币政策在选择目标通货膨胀率和避免外汇上升压力上面临两难境地

目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 乌拉圭再一次超越其潜能增长，基础也变得更好	4
3. 国际和地区性情况的恶化会影响复苏	5
4. 中央银行的两难境地：外汇和通货膨胀.....	6
5. 表格	7

截稿时间：2010年6月2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的增加，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. 乌拉圭再一次超越其潜能增长，基础也变得更好

在去年成功地将经济衰退排除掉并且在 2009 年实现 GDP 增长 2.9% 之后，今年乌拉圭会以 5.8% 的速度增长。在供应方面，在 2008 年和 2009 年损害了全国的干旱已经减弱，这使得对农业部门的增长预期得以加强（特别是牛，玉米和大豆）并且水利电的供应将会恢复到正常水平。

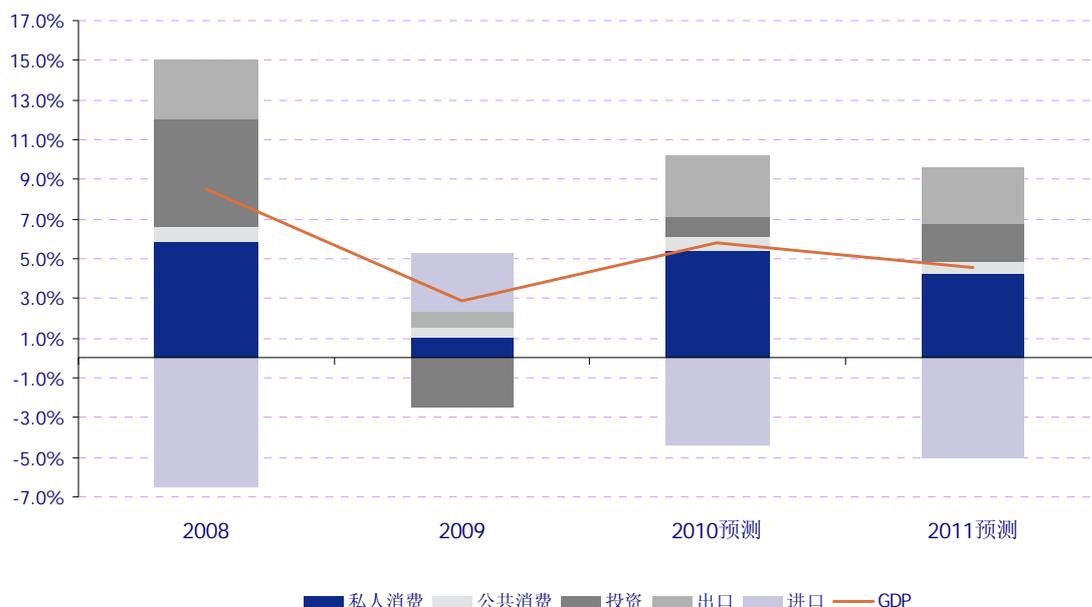
在需求方面，我们预期出口将会有显著的增长，这是由于乌拉圭的主要贸易伙伴的经济恢复。但是，由于人们对经济体恢复信心、就业率（2010 年化增长 2%）和实际工资的增长（4%），私人消费将会是经济的主要驱动力。

乌拉圭持续为商业创造一个好的环境。新政府已经强化了这个概念来吸引外来投资人，所以我们预期未来 2 年的投资增长率会超过 GDP 的增长率。未来已经宣布并承诺的投资部分主要寄住在纤维素纸浆，电能和自动化部门。

公共支出会缓慢增长，与新政府对 2010-2014 年度的支出一致，目标在于规管财政帐目并且降低公共债务。今年没有必要执行抗经济周期性的政策，或者如同在 2009 年稳定电能关税一样，政府主要关注在适度的增加公共部门实际工资和抚恤金，减少公共支出占 GDP 的比重。

图 1

乌拉圭: GDP 贡献 (% 同比)



来源: BBVA 研究部

随着强有力的增长，新的财政预期旨在增加主要的财政收入并在 2010 年达到 GDP 的 1.7%，而由于高利率的负担（GDP 的 3%）而造成运营赤字只占 GDP 的 1.3%。从现在开始，我们预期公共帐目将会巩固他们的增长，这是因为政府计划执行较少的扩张性支出政策，限制财政赤字低于 GDP 的 0.5%。

自去年开始，政府已经开始执行融资政策来确定预备基金的总额。政府已经发行了 5 亿美元美金的债务并且通过多种机构获得了 3.2 亿美金的资金，这完全足够供给公共部门支出的缺口。政府计划在 2010 年持续使用同样的预防性债务政策。政府将会专注在获得多边融资和私人部门债务中的最优组合来减少财政负担。

表 1
央行流动基金 (百万美元)

	2009	2010	2011
用途		1,817	2,081
利率支付		979	984
分期付款		669	1,048
贷款		229	274
债券		440	774
其他		168	49
来源		1,817	2,081
主要盈余		350	450
多方付款		320	261
发行		500	1,300
其他		149	0
可用资产*	-928	498	70
央行账户	1,509	1,011	941

*正数表明储备减少

来源: 债务管理部门, 乌拉圭

由于 2010 年高速复苏的期望和相对较便宜的进口消费品（由于外汇的变好）使得对资本产品和供应会造成贸易赤字。这个转变包括经常帐目赤字在 2010 年达到 GDP 的 1.6% 并在未来继续增加。得益于乌拉圭的金融稳定，该国的外汇直接投资已经有了显著的增加。这会使得该国完全能够应付全部的经常帐目赤字。

3. 国际和地区性情况的恶化会影响复苏

因为乌拉圭是一个较小但是开放的经济体，所以它无法对于全球的金融冲击而免疫，而且实际上，它对地区性的经济情况的敏感度很高。如果最近的风险趋避情绪由于欧洲主权危机风险上升而高涨，那么全球的经济减速再加上中国趋紧的货币政策会使得乌拉圭出口的需求减少，而这一趋势还会受到阿根廷和巴西增速而受影响。如果商品价格发生较大的调整那么外汇收支平衡的负面影响将会增加，尽管在最近这似乎是不太可能发生的。

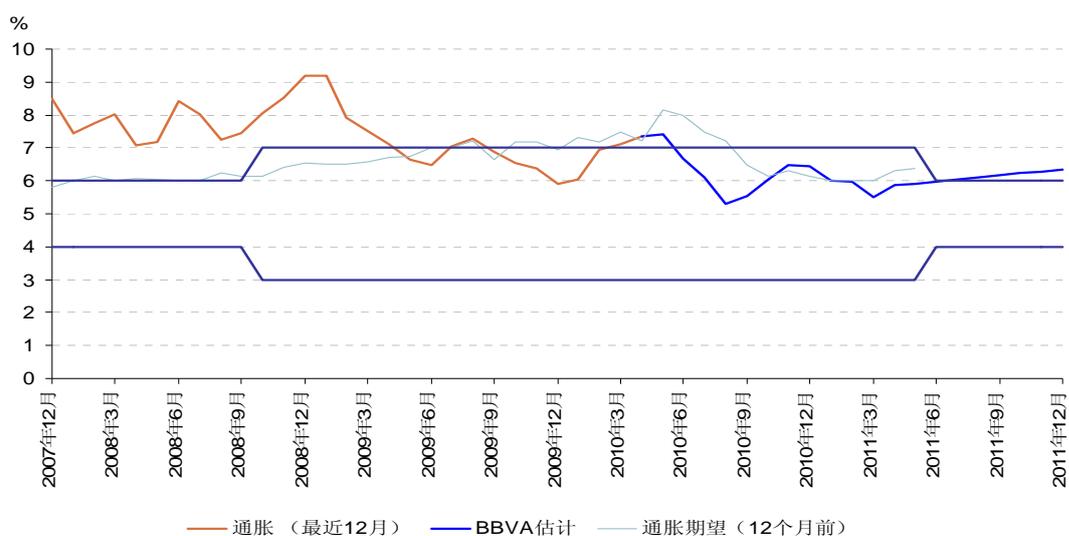
由于外国的环境如此，乌拉圭的经济体预期增速可能会降低，财政政策同样会受到于税收的减少和公共福利支出上升的影响。石油价格最初下降使得公共进口公司上升的利润会被未来几个季度中央政府财政水平的表现所对冲掉。

尽管乌拉圭已经在改善其债务到期结构和减少美元计价的公共债务方面做出了改善，但是仍然在外汇波动上面非常不素，这会造成极端的风险趋避情绪并且如果全球危机加深会加重资本流出。因此通过积极的减少财政支出来减少财务支出进而减少总债务对 GDP 的比重（2009 年 12 月是 69%）是迫在眉睫的。基于公共部门对季节性影响能源产出的因素的敏感度，设立一个用来防止在干旱的年份影响财政紊乱的基金是非常重要的。

4. 中央银行的两难境地：外汇和通货膨胀

通货膨胀在 2009 年还保持在乌拉圭中央银行的目标之中(到 11 月都还是 5.9%)，但是在 2010 年第一季度特别是一些受到调控的商品价格不断上升，这造成了 CPI 录得年化后 7.1% 的增长。核心通货膨胀的增加主要是由于普遍的价格上升，这显示出其原因不是由于季节性因素造成的，这也反应了内需的增加。另外，2010 年进口商品的价格并无法使得通货膨胀降低，这是由于乌拉圭比索在这段时间缓和的名义升值造成的。我们预期通货膨胀的增速会在 2010 年达到 6.5%，因为最近的增速会因为价格管制的降低而减缓，应该会低于中央政府目标的 7% 的门坎。

图 2
通货膨胀

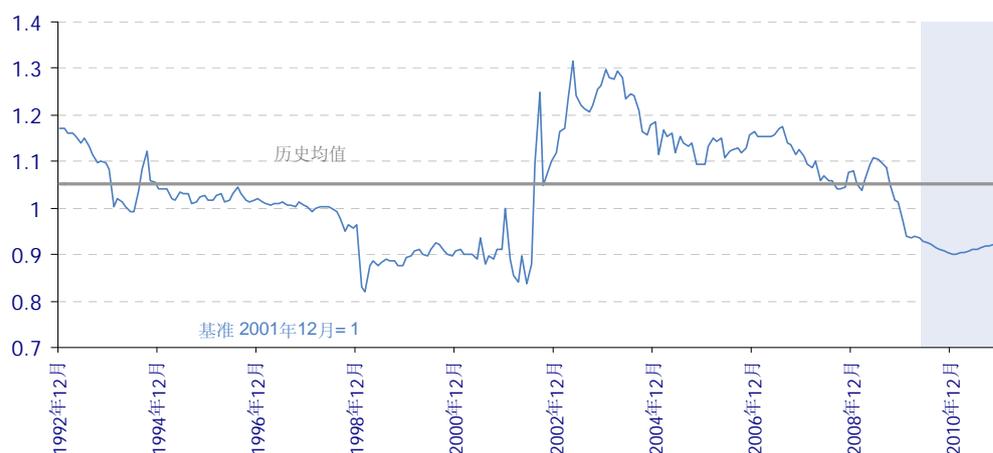


来源：BBVA 研究部和乌拉圭央行

但是未来 12 个月通货膨胀的预期并不会稳固的下调，而且依然高过中央银行已经下调过的对 2011 年中期的目标（4-6%）。货币政策利率（MPR）在 2009 年 11 月的时候下调了 175 个基点，但是实际利率依然保持在略微负数的值上面。基于对财政政策预期的中性看法，缓慢的推行货币政策并在年末前上调利率至 7% 是使得刺激需求的方案收回并且推行不那么扩张性的政策的方案，这样会使得 MPR 高于通货膨胀的预期。

这将测试中央银行对链接通货膨胀预期的政策承诺，上升的利率会给汇率带来上涨的压力，这是由于对乌拉圭经济向好的看法造成的。由于货币的升值最近几年的竞争力会受到影响。而由于通货膨胀高于其所有的贸易伙伴，这已经使得实际的多方汇率在过去的 12 个月中上升了 16%。

图 3
多边汇率



来源：BBVA 研究部

由于乌拉圭经济体对于美元的高度依赖以及汇率浮动对于其金融系统的负面影响，央行已经采取措施来防止本国货币升值，例如去年年底降低这个利率和准备金率，并积极干预外汇市场。截至5月，央行已经净购入外汇大约8亿美元。这些都随着货币政策条例的出台孕育而生。这些交易导致储备金上升10亿美金，并使得央行因政策利率与储备回购率之间的利差而录得财政赤字。

财政的改善使政府在偿还债务购买外汇中恢复了外汇购买的主导地位。中央银行在外汇市场中的地位以及消除外汇交易负面影响所需的配套措施因此减弱了。虽然欧洲债务危机的连带影响目前仍较小，但它将减少新兴市场的资本流动并减轻货币上升压力。这将使得央行将注意力集中在实现通胀目标上。

5. 表格

表 1

年度宏观预测

	2009	2010	2011
GDP (% 同比)	2.9	5.8	4.5
通货膨胀 (% 同比, 均值)	7.1	6.5	5.9
汇率 (兑美元, 均值)	22.5	19.3	19.7
利率 (% 均值)	8.7	6.6	7.2
私人消费 (% 同比)	1.5	7.9	6.1
政府消费 (% 同比)	5.2	5.9	4.8
投资 (% 同比)	-4.0	8.9	9.6
财政账户 (% GDP)	-1.7	-1.3	-0.4
经常账户 (% GDP)	0.8	-1.7	-2.3

来源: BBVA 研究部

表 2

季度宏观预测

	GDP (% 同比)	通货膨胀 (% 同比, 均值)	汇率 (兑美元, 均值)	利率 (%, 均值)
Q1 09	2.9	8.2	23.5	9.7
Q2 09	1.0	6.7	23.7	9.0
Q3 09	2.8	7.1	22.7	8.0
Q4 09	4.5	6.3	20.3	8.0
Q1 10	8.3	6.7	19.6	6.3
Q2 10	7.1	7.4	19.2	6.3
Q3 10	4.4	5.8	19.1	6.8
Q4 10	3.4	6.4	19.0	7.0
Q1 11	3.9	5.8	19.2	7.2
Q2 11	4.4	5.7	19.5	7.3
Q3 11	4.6	6.0	19.8	7.3
Q4 11	5.1	6.3	20.2	7.3

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](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)，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 our Argentina Unit:

Chief Economist

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

In collaboration with:

Diego Pereira Pereyra

dpereira@grupobbva.com.uy

Juan Manuel Manias

juan.manias@bancofrances.com.ar

Fernando Pastorino Rodríguez

fpastorino@grupobbva.com.uy

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.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@compassbank.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com