

经济展望

拉丁美洲

2013年第二季度
经济分析

- 全球经济增长依然强劲，但各地理区域之间存在显著差异，尤其是在发达国家。
- 拉丁美洲的GDP将从2012年的2.9%增长到2013年的3.5%，2014年增长到3.7%。在三个安第斯国家中，巴拿马和巴拉圭将表现突出，而对巴西的复苏前景仍然存在疑虑。
- 2013年货币政策将继续保持稳定，但巴西和墨西哥除外。巴西的调整已经开始，而墨西哥在第三季度将变得更加宽松。该地区的汇率上行压力将会持续。
- 该地区必须进行改革，以提高生产率，从而巩固长期增长。该地区必须认识到，可持续人均收入增长不能只靠资本积累和增加就业。

1. 摘要

全球经济增长依然强劲，但增长前景的差异性变大。欧洲的复苏滞后于美国，新兴经济体将继续成为世界经济增长的主力。我们估计2013年全球经济增长率为3.3%，仅比2012年估计的数字高0.1个百分点。2014年增长率应该在4%左右，尽管风险仍偏向下行。

在这样的国际背景下，拉美地区仍然会面临一些较大的挑战，包括极端市场波动、大宗商品价格下行以及资本流入。主要发达经济体的央行都在进行量化宽松政策，在此推动下，资本流入将会继续。大多数拉丁美洲国家面临的挑战仍然是管理好这些现金流，因为最新的数据表明，它们仍然处于相对较高的水平。

国内需求将支撑该地区的可持续发展。如果巴西最终复苏，2013年和2014年拉丁美洲的GDP增长率将分别达到3.5%和3.7%。该地区大多数国家的信心指数继续处于高位，不过今年年初有所缓和。在未来几个季度该地区总增长率将会继续增加，三个安第斯国家的增长将尤其强劲。

在未来两年内通货膨胀将会维持在央行的目标范围内。目前大多数国家通货膨胀均在目标范围以外，除了秘鲁和哥伦比亚。在智利和巴拉圭，通货膨胀在目标之下，而在乌拉圭、墨西哥和巴西，通胀高于目标范围（墨西哥的核心通胀依然控制在目标以内）。我们预计2013年和2014年通胀会回到各自央行规定的目标范围内（除了乌拉圭）。巴西由于实施了减税、价格管理以及紧缩货币政策，通胀目标预计将会实现。

2013年各央行将保持观望的态度，2014年初将开始提高利率。然而在巴西，高通胀将使政策执行的力度继续加强。外部环境的疲软平衡了许多国家国内需的压力，预计2013年除了墨西哥和巴西之外其他国家利率保持稳定。从2014年开始，安第斯国家和巴拉圭的货币政策基调将不再宽松；一旦通胀下滑，乌拉圭或将降低官方利率。

国内和国际的宏观经济环境将会对大多数国家的汇率产生上行压力。一些发达经济体的货币扩张计划将会导致资本流入该地区。秘鲁、巴西、哥伦比亚和乌拉圭的经济主管部门正在积极应对这些压力。

强劲的国内需求将会对外部账户产生更大压力。巴西的对外账户日益恶化，表明该国制造业在失去竞争力。该地区其他国家也会因国内需求和汇率升值的影响而出现明显恶化，比如智利和秘鲁。该地区的财政平衡将受税收增加而得到改善，但安第斯国家除外：哥伦比亚需求疲软，智利经济增长放缓，秘鲁的刺激计划将会导致财政平衡的恶化。关注财政平衡和外部平衡至关重要，因为一旦外部融资条件逆转或商品价格波动较大，它们的失衡会增加该地区的脆弱性。

拉美国家应该推进改革，以提高生产率，巩固长期增长，从而减少对外部的脆弱性。近几年来拉丁美洲实现了高增长率，大幅度降低了贫困，中产阶级大幅度增加。然而，这种大约85%的高增长率是要素积累推动的，尤其是劳动力。如果要巩固其高增长率，必须认识到，可持续的人均收入增长不能仅基于资本积累和增加就业，还必须提高生产率。因此，需要对结构性改革的重要性达成共识，包括改善商业环境，增加产品和要素市场的竞争力，增加储蓄以保障在基础设施和人力资本方面的投资。

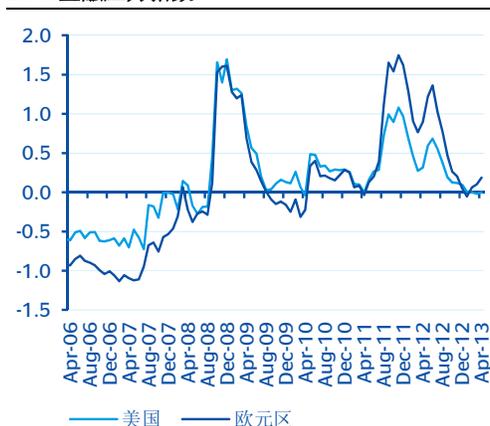
2. 全球经济差异日益增大

在过去三个月中，全球经济复苏的部分威胁已经减弱，但不同区域之间的差异越来越大。

美国和欧元区经济表现之间的差距不断增大，欧洲核心经济体已经出现经济疲软现象。此外，尽管对中国长期可持续性增长（甚至是2013年最终增长）持怀疑态度，该国似乎并没有在短期内进行大幅调整。与之前的增长预期相比，亚洲新兴经济体其他国家存在一些失望情绪，但这些预期可能是太高了。日本处于经济乐观的波峰，虽然到目前为止只表现在一些金融资产和信心指标上，而不是真实经济指标。

金融市场的反应有限，如对美国长期财政政策持续不确定性问题、意大利国内政治瘫痪以及塞浦路斯和葡萄牙事件（见图1）的反应。欧元区风险溢价下降主要是由于欧洲央行的OMT计划和全球流通手段充裕使得欧元区风险溢价下降。几乎所有资产都受益于这种变化，实际上只有一个例外：欧元区银行业的信贷风险上升。

图1
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA 研究部

图2
信心指标 (PMI)



来源: Markit 和 BBVA 研究部

最近的经济指标反映出不同地区之间的差异。总之，全球制造业信心稳定的趋势持续保持，虽然各地区之间的差异不断增大（见图2）。无论如何，金融市场积极的基调以及周期性前景的差异并未导致全球层面经济活动或贸易方面的显著变化。根据我们的全球BBVA - GAIN活动指标，最近的数据证实了我们的这种预期，即全球GDP季度增长继续保持在0.7%。然而，主要经济体之间前景更大的变化（尤其是由于欧元区和新兴亚洲某些经济体GDP增长下调）削弱了2013年和2014年预期的复苏力度。因此，我们对世界经济增长预测进行了下调，即从先前的3.6%和4.1%分别下调至2013年的3.3%和2014年的3.9%。

美国持续增长背后是什么原因，尽管财政存在不确定性？私人消费强劲和持续的扩张性货币政策

虽然2013年第一季度的GDP增长数据低于市场预期，但这些数据证实了迄今为止私人消费表现出持续健康的基调。这是由于就业（工作和工资）以及家庭经济状况（财富效应）方面的改善。私人消费已经成为美国经济增长的一种支撑。此外，美国金融市场并未受到风险事件

（比如欧元区发生的事件）外部蔓延的影响。然而，最近的周期性前景指标（制造业预期）在3月和4月下降到经济活动衰退水平，因此我们预计在第二季度GDP增长会进一步放缓。

在亚洲，对中国经济增长的强劲仍然存在怀疑；日本推出大规模量化宽松之后持乐观态度

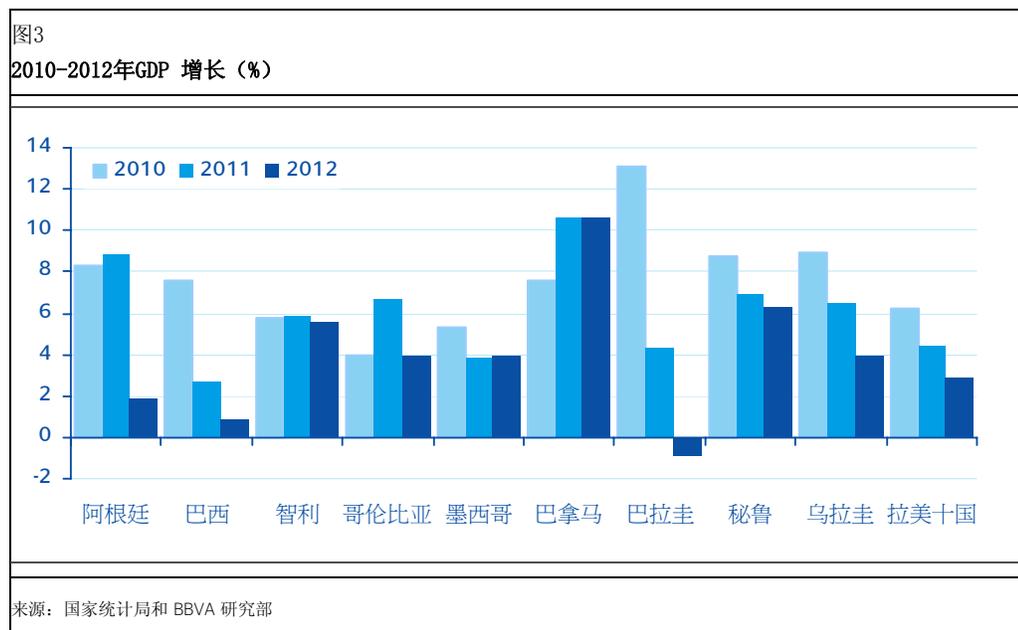
中国经济在2012年第一季度失去了一些强劲势头，当时投资疲软，尽管外部需求增加，而对于2013年增长仍然符合政府设定的7.5%的增长目标。用来应对金融脆弱性的措施似乎导致了经济放缓。然而，向着更加以消费为导向的经济增长模式的变化仍在继续。随着通货膨胀也低于预期，货币紧缩的压力有所缓和。因此，当局有回旋余地，他们致力于可持续发展。总之，我们对中国的增长预测保持不变，即在2013年和2014年均均为8%。

相比之下，日本经济将受益于一揽子比预期更积极的政策。其中包括大规模的量化宽松政策，其规模相当于日本GDP的25%左右（由美联储实施的每项量化宽松政策平均占美国GDP的10%），旨在改变通胀预期和促进经济增长。如果伴随着有效的财政措施，特别是结构性改革，这种货币的推动作用将是更有效的。因此，我们对2013年和2014年日本经济增长的预测保持在1.7%，高于1.3%的市场预期。

3. 拉丁美洲依然保持强劲

2012年该地区的增长率为2.9%，低于前两年的数字，主要由于受到巴西拖累

2010年、2011年和2012年拉丁美洲的GDP增长率分别为6.2%、4.4%和2.9%。这种放缓至少在一定程度上是可预见的，也是令人满意的，因为在09年发生危机时该地区GDP下降了2.2%，增长仍然高于潜在水平，不过仅持续了一段时间。在某些国家，经济活动放缓相对温和，2012年仍然保持强劲增长。秘鲁和智利就属于这种情况，其GDP分别增长了6.3%和5.6%（图3）。



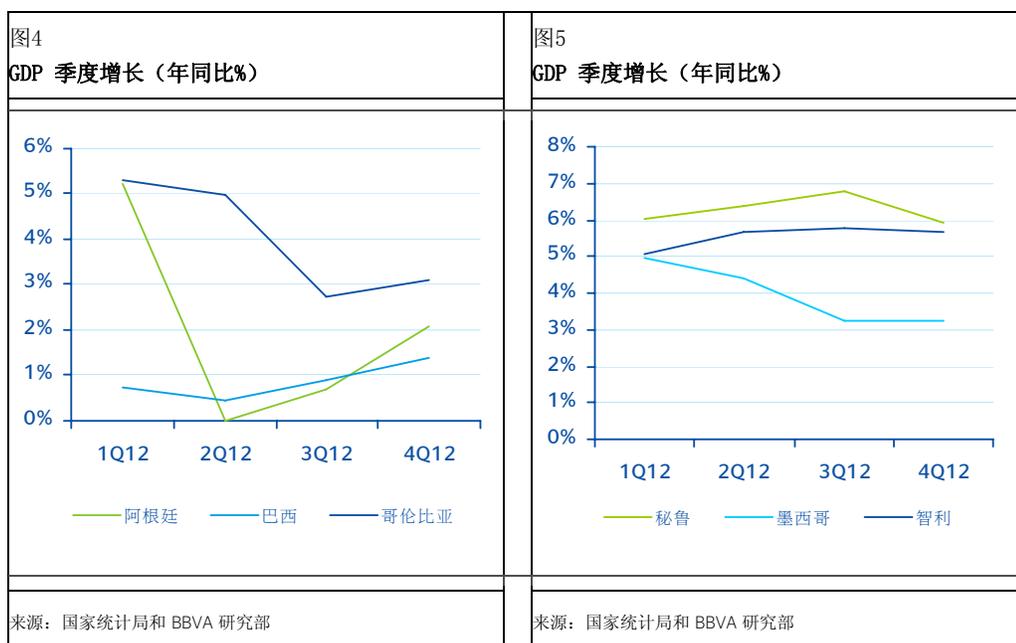
在墨西哥，2012年经济增长3.9%，与2010年相比略为放缓，与2011年基本相同。这一趋势反映了该国从金融危机中复苏要比该地区其他国家更为缓慢。与此同时，2012年墨西哥经济增长的相对稳健也与美国经济复苏有关。此外，近年来其经济竞争力增强，在未来几年中将会实施一系列改革计划，这些都将对该国的增长产生积极影响。

哥伦比亚GDP增长从2011年的6.6%减缓至2012年的4.0%。这仍然是一个较高的水平，但低于经济增长潜力。哥伦比亚经济放缓比秘鲁、智利和墨西哥更加明显。这种差异主要来自两个暂时性因素：采矿业物流瓶颈以及公共基础设施投资水平较低。

巴西也出现了显著放缓，特别是去年，GDP增长仅为0.9%。该国的增长乏力与制造业丧失竞争力、信贷增长放缓（部分是由于家庭债务增加）以及该国采取经济政策的不确定性有关。巴西经济疲软在部分程度上解释了阿根廷放缓的原因（GDP增幅从2010 - 2011年的8%以上降低至2012年的1.9%）。某些特殊因素（如不利天气对农业产出造成的影响）扩大了这种影响。

最后，在拉丁美洲最小的经济体中也有各种各样的情形。巴拿马增长率为10.7%，与2011年相同，由于未来两年的重大投资项目将会持续下去，巴拿马增长率应当会具有可持续性。在乌拉圭，去年增长放缓趋于其潜在水平，GDP增长了3.9%。尽管两个邻国的增长疲软，但本国的扩张性经济政策避免了更加急剧的放缓。然而在巴拉圭，牲畜健康问题对肉类出口的影响，以及农业收成不好，导致去年经济萎缩0.9%。

因此，一般来说，在2009年衰退之后，2010年增长开始放缓，而且持续到2012年。尽管某些特殊因素对拉美增长放缓产生了一定的影响，但在全球经济中逐渐失去实力是一个主要因素（全球GDP在2009年萎缩0.6%之后，2010年达到5.0%，2011年达到3.9%，2012年为3.2%左右）。与此同时，季度数据表明，一些国家的经济活动已经开始复苏，一些国家之前的放缓的过程非常突然（图4）另外一些则比较温和（图5）。



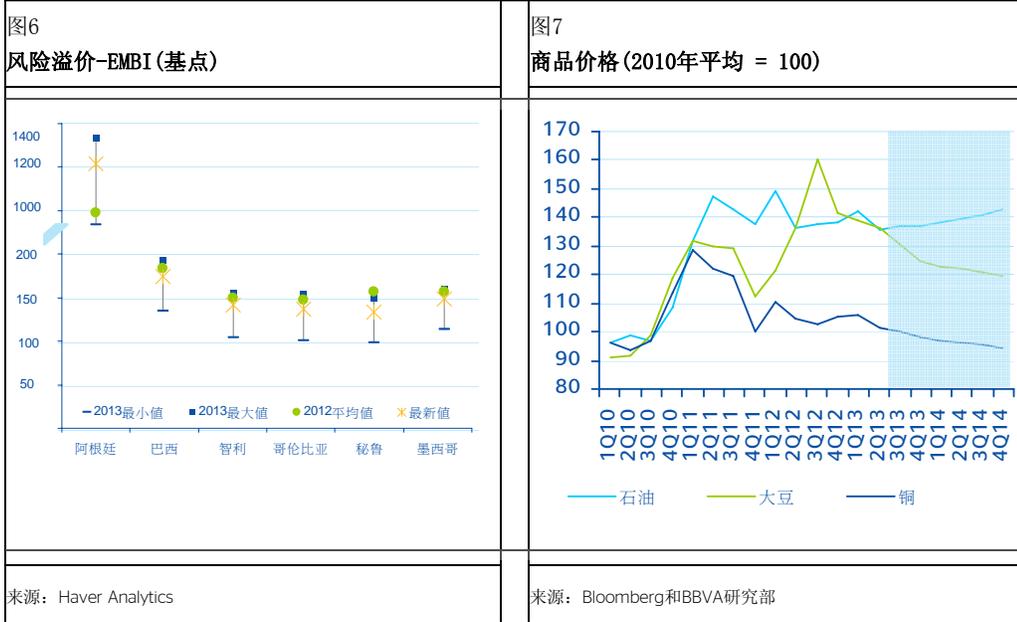
国际背景持续给该地区带来重大挑战，包括市场波动增大、商品价格下行和资本流入增加

正如在本报告的第一部分中提到的那样，近几个月来国际背景发生了变化，今年全球GDP增长将不会减少，增长约为3.3%（2012年3.2%）。然而，对于发达经济体，动荡和不确定性仍然存在，而对于某些新兴经济体（如中国），增长将会持续。

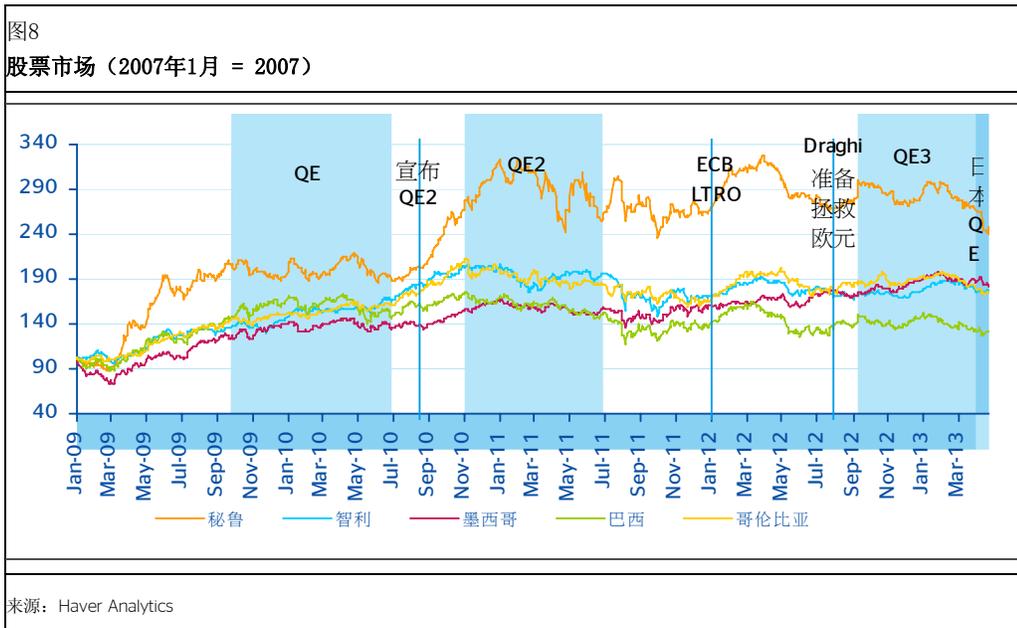
在其他影响当中，这种动荡产生全球风险厌恶情绪的波动，反过来又会通过其风险溢价的变化而影响到拉丁美洲国家。从这个意义上说，这些风险溢价大幅度波动反映了全球金融市场的波动对该地区的影响（图6）。

在这种环境下，尽管国际贸易比2012年更为活跃，商品价格平均保持在去年价格水平之下（图7）。我们预计今年中国的GDP增长率将达到8.0%¹，但如果达不到，正如某些市场猜测的那样，会导致对商品价格做更大的下调，这对于拉丁美洲地区的国家来说将是额外的挑战。

¹ 关于详细情况，请参阅2013年第二季度的《中国经济展望》。



拉丁美洲国家面临的另一个挑战是继续管理好外国资本流入，随着日本最近宣布的货币扩张计划，其压力将会增加。正如我们在先前的报告所强调的那样（见第一季度《[拉丁美洲经济展望](#)》），当前情况下这些流入有可能扭曲国内资产价格，并且增加提升利率的疑虑²。特别是资本流动可能会使该地区货币过度升值。因此，这种升值是大多数拉丁美洲国家当局必须面对的主要挑战之一。



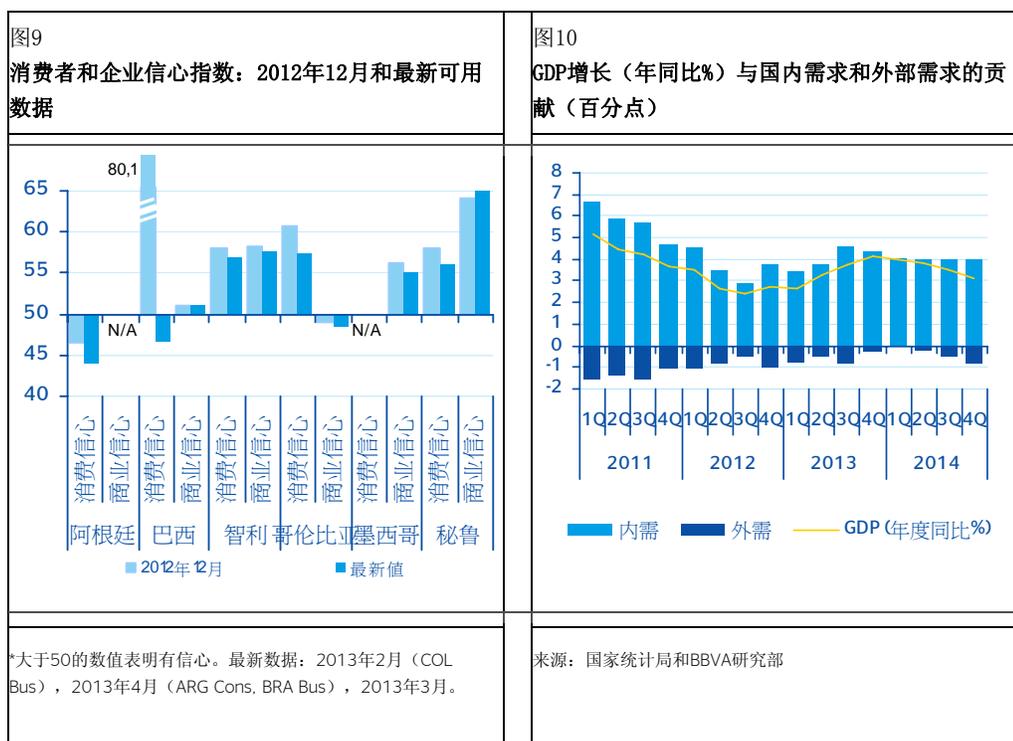
² 关于发达经济体的货币扩张对新兴经济体的潜在影响，请参阅2012年11月经济报告《新兴市场量化宽松政策的影响：管理成功问题》。

现有数据表明，向拉丁美洲的资本流动继续保持在相对较高的水平，至少从去年下半年开始，当时欧洲央行加强了其保护欧元的承诺，而美联储也宣布了新一轮的货币刺激措施，他们共同为减少全球风险厌恶情绪做出了显著贡献。与此同时，资本继续流入该地区，尽管缺乏对巴西市场的信心（如增长放缓，通胀加剧，以及人们对不同经济区政府过度干预的担心）。最近的数据表明，在日本宣布货币扩张政策之后，外国资本流入已经增加了。

在未来两年国内需求将支撑经济增长。如果巴西最终复苏，2013年和2014年拉丁美洲的GDP增长率将会分别达到3.5%和3.7%。

该地区大多数国家的信心指数保持在高水平，不过今年年初有所放缓（图9），这增加了我们对智利、墨西哥和哥伦比亚等国经济活动略有放缓的预期。然而，该地区其他国家的经济活动数据表明，尽管信心指数放缓，经济扩张速度或者保持（如秘鲁），甚至加速（如巴西和阿根廷）。

去年第三季度该地区的增长走出谷底，我们认为始于2012年第四季度的复苏今年将会继续（图10）。去年，由于巴西和阿根廷经济活动较低（这两个国家占该地区GDP近50%），该地区增长疲弱。



在巴西，去年年底尤其是今年年初出现的加速增长是财政政策和货币政策扩张的结果（不过在将来几个月内，巴西央行准备实施货币紧缩政策的周期即将到来）。低库存和农业收成的前景也是复苏背后的原因。巴西的经济增长将会推动阿根廷的复苏，该国最近的经济数据已经表明今年的经济表现会更好。

因此，我们预测2013年巴西GDP将增长3.4%，阿根廷将增长3.0%，这远远高于2012年的值（分别为0.9%和1.9%）。然而，巴西增长将面临下行风险，因为内需的激增仅仅是暂时的，并会受到家庭债务、通胀压力以及劳动力市场已经出现的紧张状况的拖累。

在哥伦比亚，我们预计经济活动将从今年中旬开始加快。最近的货币刺激政策和政府采取的一系列其他措施将会决定这种加快的程度。但是，今年上半年经济相对疲软将使GDP增幅难以比2012年大很多。具体来说，与2012年4.0%的增长率相比，我们预计今年增长率为4.1%。

在秘鲁，公共开支增加将阻止出口减缓（在某种程度上是由于黄金和铜的产量低于三个月前的预期）。我们预计2013年秘鲁的GDP增长率将会达到6.5%，高于去年的6.3%。

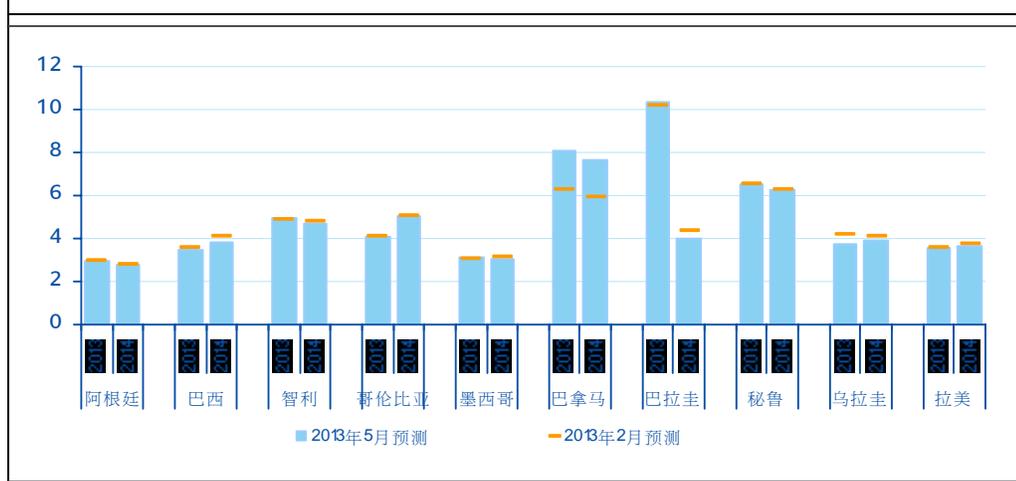
与2012年相比，智利和墨西哥的GDP预期会放缓。智利是由于机械和设备方面的投资速度减缓，尽管私人消费持续走强。墨西哥则是因为美国经济增长将会放缓。我们预计2013年智利和墨西哥的增长率分别为5.0%和3.1%。

巴拉圭GDP将强劲回升，主要得益于农业生产的复苏以及来自巴西和阿根廷的积极影响，而乌拉圭和巴拿马略有减缓。

总的来说，我们预计2013年拉丁美洲GDP增长率为3.5%。这一数字几乎与我们三个月前预测的（3.6%）相同，因为我们在对智利、巴拿马和巴拉圭的预测中所做的上调几乎完全抵消了我们对巴西（由于意外的货币增强影响）和乌拉圭预测中所做的轻微下调（图11）。正如在前面提到的那样，三个安第斯国家的表现（智利、哥伦比亚和秘鲁分别为5%、4.1%和6.5%）值得期待；巴拉圭在克服干旱的影响后经济将回升（10.4%）；巴拿马在强劲基础设施投资的促进下将持续走强（8.1%）。

图11

2013-2014年GDP增长估计（%）



来源：BBVA研究部

我们预计2014年该地区的强劲经济增长将会继续。更具体地说，我们预计会达到3.7%（与三个月前所做的预测一致）。更快的增速主要是由于1）在总统选举和举办足球世界杯的环境下，这些因素应当支持3.8%的增长率，预计巴西增长强度大于预期；2）哥伦比亚持续复苏；

3) 墨西哥的增长维持在3.1%；4) 阿根廷、智利和秘鲁的减缓非常温和（智利和秘鲁的增长在一定程度上受到官方利率增加的制约）。

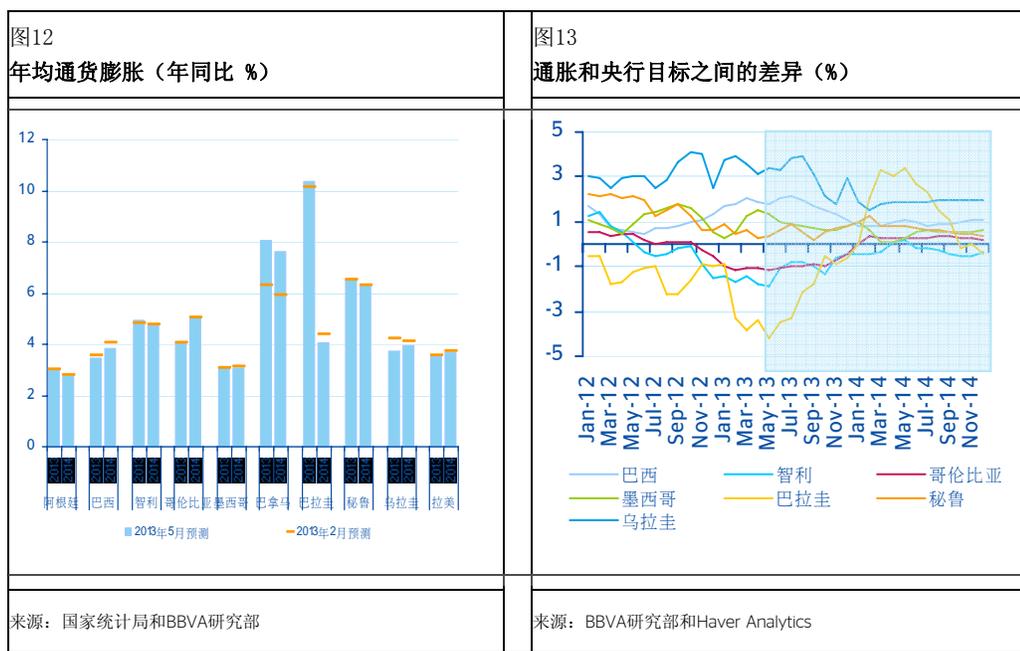
国内需求将成为该地区增长的主要决定因素。总体而言，增长率应当会从2012年的3.5%增加到2013年和2014年的3.9%。强劲的国内需求将会继续得到劳动力和信贷市场以及近年来实施的一系列结构性改革的支持。在劳动力市场方面，国内需求将受益于更高的工资和较低的失业率。在信贷市场方面，信贷渗透率的过程将会继续，而违约率不会增加。

国内需求的势头将会抵消国外需求，如果按照净值来计算，后者将会对增长造成消极影响。这是因为国内投资和消费的力量将会对进口施加压力，而尽管贸易条件有利，发达国家相对疲软的增长将会限制出口。

一般而言，2013年和2014年通货膨胀将会保持在各央行的目标范围之内

今年年初，秘鲁、智利和哥伦比亚的通货膨胀出人意料地呈下行趋势，秘鲁略高于2%的目标（3月份为2.6%），智利、巴拉圭和哥伦比亚略低于目标。在哥伦比亚，商品价格缓和，经济增长放缓。在智利，商品价格的缓和主要得益于电价降低。今年第一季度低于预期的通货膨胀以及智利和哥伦比亚的减税前景使我们降低了对今年通胀的预期。具体来说，我们预计秘鲁、智利和哥伦比亚的平均通胀率分别为2.6%、1.8%和2.0%，相比之下，我们三个月前的预测分别为2.8%、2.1%和2.3%。

到今年年底，智利的通胀率将会达到2.5%，即略低于央行目标的3%；哥伦比亚将继续低于3%，即目标范围的中间值；而秘鲁将仍然保持目前的水平。2014年这三个国家的通胀率将会仍然保持在目标范围之内，但略高于2013年的水平（图12）。



在墨西哥和巴西，通胀最近超出了其各自目标范围的上限。墨西哥4月份价格年同比上涨4.25%，突破了4.0%的上限。尽管如此，我们预测今年年底通胀可能降至3.8%，核心通胀继续保持在3.0%左右。因此，通胀应该会回到墨西哥央行目标范围上限以内，而且会在2014年继续保持。

尽管巴西的通胀现在也高于央行目标范围的上限（目前通胀为6.6%，目标范围的上限是6.5%），但巴西的情况与墨西哥有很大的不同。自去年年底以来，尽管政府为降低国内物价采取了一系列特别措施，但巴西通胀一直呈上行趋势。这些措施包括提前执行电价降价的措施，对许多对消费者有较大影响的产品（包括主食）减税，以及延迟调整公交价格。

巴西国内价格的压力来自多个方面，包括：货币政策和财政政策的扩张基调，劳动力市场的稳健性，进口关税增加，去年第二季度汇率贬值，以及央行没有完全致力于将通胀控制在4.5%的目标范围内。无论如何，尽管国内经济将会复苏，我们预计自今年下半年起通胀将回到目标范围内。更具体地说，我们预测今年年底通胀率会达到5.5%，2014年会保持在类似的水平上。积极的基数效应、目前当局正在实施的货币调整措施以及汇率的较低压力均有助于通胀降低。

在巴拉圭，需求增加带来通胀压力，但经济主管部门所采取的积极措施意味着2013年年底和2014年通胀将会继续维持在4.5%左右，接近于该国的通胀目标。

最后，乌拉圭通胀将会继续保持在较高水平（2013年年底和2014年分别为8.0%和7.0%），并且在超出其央行的目标范围。

2013年各央行将会继续保持观望态度，然后在2014年将会开始推行更强硬的措施，但墨西哥和巴西除外。前者第三季度会降低利率，后者将继续上调

今年年初墨西哥和哥伦比亚央行宣布降低其参考利率。墨西哥贷款利率下调了50个基点，3月份达到4.0%，因为1）预计今年下半年通胀会朝着目标降低；2）在应对通胀方面取得了结构性进展（比如通胀水平、波动性和持久性降低，缺乏第二轮效应）；3）全球经济增长疲软，尤其是美国增长仍存在下行风险。

哥伦比亚始于去年6月的利率调整（当时货币政策利率为5.25%）今年仍在继续。自1月份以来连续三次下调，3月份参考利率维持在3.25%，接近历史低点3.0%。自去年中旬以来，哥伦比亚经济增长失去势头，通胀减缓，全球仍然处于低增长的环境，这些因素决定了货币调整的方向和趋势。全球流动资金过剩表明新兴经济体货币（及其它资产）存在升值风险。

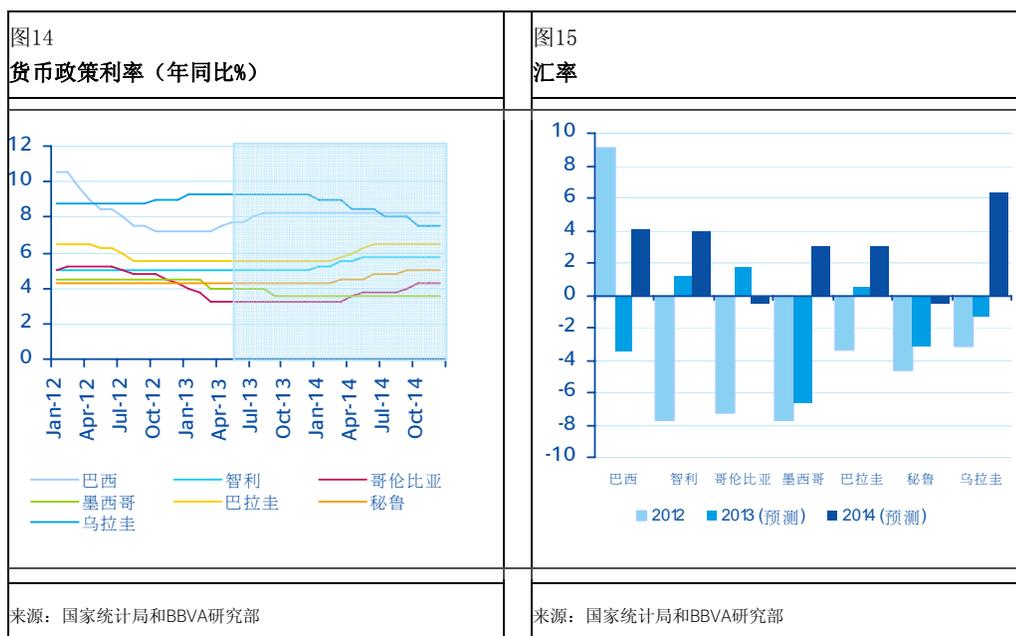
尽管全球环境有利于该地区下调利率，但实际上利率并未出现下调，这主要是因为国内需求保持稳健（如智利和秘鲁）甚至明显复苏（如巴拉圭）。

巴西央行鉴于通胀失控的风险不断增长，在最近一次会议上被迫将SELIC利率提高了25个点，达到7.50%。

在今年年初宣布调整之后，我们预计今年全年哥伦比亚的利率将会稳定在目前的水平上。哥伦比亚共和国银行最近的几次货币政策会议强化了这一愿景，虽然他们也认为风险呈下行趋势。换句话说，如果经济下行风险成为事实，可能会出现额外的宽松货币条件，例如，如果经济没有按预期的那样对最近实施的货币和财政刺激措施做出反应。

在未来几个月内，我们预计巴西在即将到来的货币政策会议上将做出25个基点的调整，使SELIC利率达到8.25%。按照该国的标准来看，这是一个相对较低的水平。我们认为，增加官方利率的主要目标是在中期（基本上是2014年）控制通胀预期，并不一定要保证通胀达到4.5%的目标。

从长期来看，该地区其他国家均有可能维持官方利率的稳定。在智利和秘鲁，外部风险将会继续通过国内风险反映出来，并防止2013年利率上升。然而，由于外部风险失去其主导作用，这两个国家央行的关注重心或将越来越多地与内部因素（增长的稳健性和对通胀的影响）相关联。我们预计今年巴拉圭和乌拉圭利率将保持不变。



2014年，我们预计巴西和墨西哥均不会做出货币调整，因此，这两个国家的利率将会分别保持在8.25%和3.5%；但该地区其他国家预期会做出调整。智利、秘鲁和巴拉圭2014年将在第一季度进行调整，而哥伦比亚将于年中开始调整。相反，2014年乌拉圭的利率将从9.25%下调至7.50%，因为我们预计明年通胀会更加缓和（图14）。

宏观经济环境对汇率将会继续产生上行压力

一些发达国家采用了货币扩张计划和低利率政策，再加上拉美的大宗商品价格处于历史高位而且经济活动强劲，这些都持续对该地区大多数国家的货币产生压力。

在某些国家，如秘鲁、哥伦比亚、乌拉圭和巴西，这些上行压力正在被经济主管部门的干预所抵消，无论是直接通过其央行购买美元³，或是通过采取不利于外国资本流入的措施（包括货币条件正常化的延迟或按照其他宏观经济变量更大幅度降低利率）。在秘鲁，这些措施以及风险厌恶情绪已经阻止了秘鲁新索尔的进一步升值（该货币已累计小幅下跌2.7%），在过去12个月中仅升值0.8%。哥伦比亚当局所采取的各种措施，以及最近贸易条件恶化和经济活

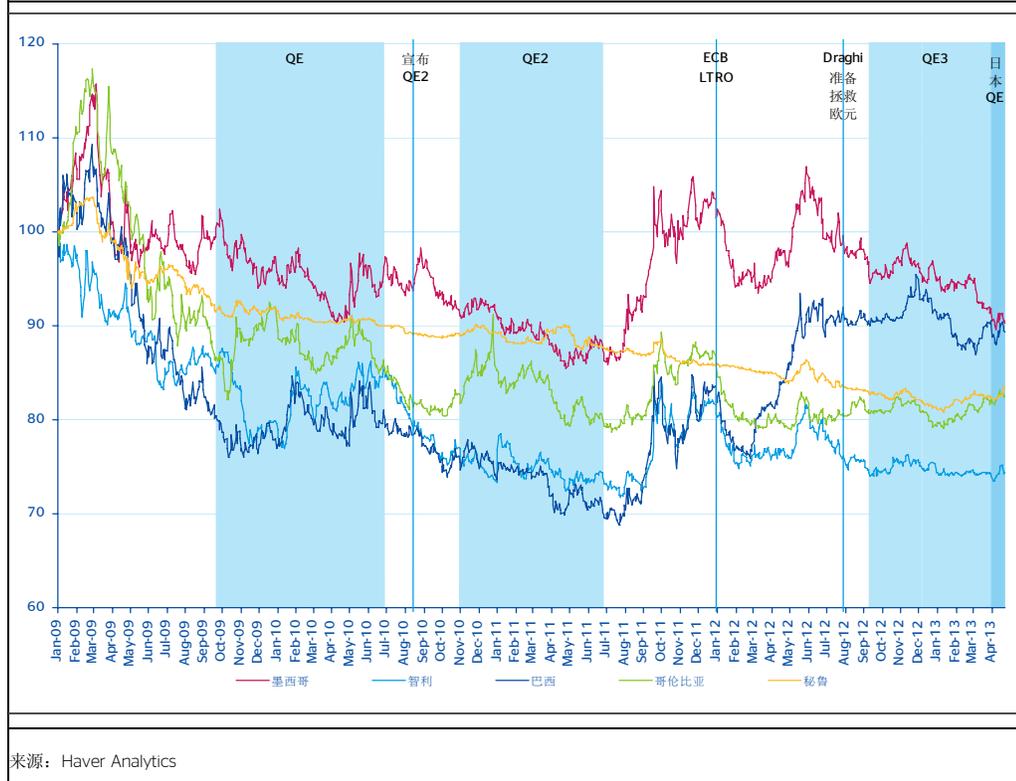
³ 关于秘鲁、哥伦比亚、乌拉圭和巴西央行在该地区采取外汇干预策略作为抵制升值压力的最积极手段更加详细的分析，请见经济展望“拉丁美洲外汇干预：有效且可持续吗？”，将很快发布于：www.bbva.com。

动放缓，使其货币贬值了4%左右。在近期没有采取干预措施的国家，如墨西哥和智利，汇率升值更加明显：墨西哥比索本年迄今为止升值5%，年度同比升值8%；同期智利分别升值1%和3%。

我们预测在短期和中期，该地区货币的上行压力主要来自经济增长强劲、利率上调、全球流动性增加以及发达经济体的疲软。因此，外汇干预措施必须继续下去，以防止汇率和其他资产进一步升值。更具体地说，我们预计今年剩余时间以及2014年巴西、哥伦比亚和秘鲁的汇率相对稳定。智利铜价预期下降（图7），预计会导致智利比索轻微贬值。在墨西哥，新政府采取促增长的经济改革，预计会在2013年（而不是2014年）引起汇率的进一步升值，逐渐趋向其长期均衡值。根据墨西哥当局最近发表的声明，与雷曼兄弟危机前的汇率相比较，比索将会继续相对贬值，无论是名义还是实际汇率。

图16

汇率（2007年1月 = 100）



来源：Haver Analytics

经济增长强劲将会使该地区大多数国家的外部账户恶化

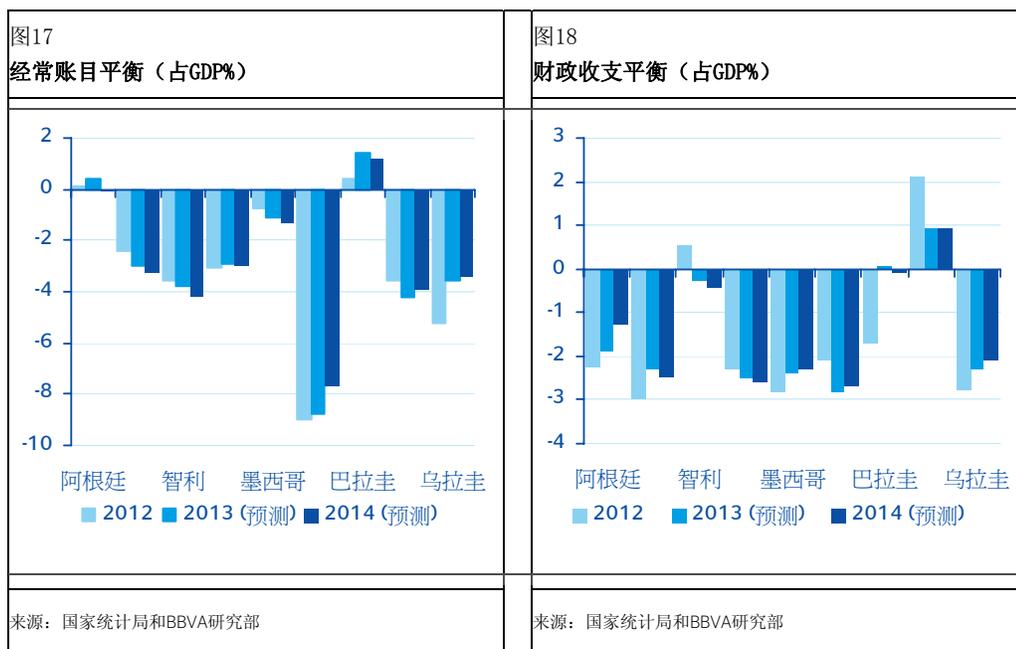
该地区大部分国家的经常账户收支继续恶化。去年智利、秘鲁和乌拉圭赤字大幅增加，而哥伦比亚和巴西稍低一些。在这些国家，2012年赤字占GDP的2% - 5%（图17）。

一般来说，这种恶化主要是来自于国内需求势头强劲，而全球发达经济体增长疲弱，例如智利和秘鲁。一些特殊问题也导致了该地区经常账户的高赤字，比如哥伦比亚和秘鲁遇到出口瓶颈，巴西制造业失去竞争力并且和阿根廷之间存在贸易问题。

然而，2012年这种恶化并非普遍情况。在墨西哥，经济竞争力的提升，以及美国制造业的相对复苏，防止了其强劲的国内需求产生较大的外部赤字（2012年占GDP的0.7%）。在巴拿马，经常账户赤字下降，但仍处于较高水平（9.0%），由于国内需求增长又一年超过了12.0%。

鉴于许多发达经济体的扩张性政策和周期性疲软，该地区各国外部赤字的恶化可能在未来几年继续下去。虽然农业收成提高会使该地区南锥体国家受益，缓和的国内需求可能会降低巴拿马的外部失衡，但该地区总体外部赤字将会持续增加。

尽管如此，这些赤字将继续保持在可控范围，尤其是考虑到其国际储备非常高，而且外部融资主要通过外国直接投资流入（这比短期资本流动更加稳定，也有利于增加生产和出口能力）。总的来说，外部赤字的问题需要得到关注，因为一旦良性的外部融资条件逆转或者商品价格有较大修正，它可能会显著增加该地区的脆弱性。然而，目前这两种情况出现的可能性非常有限。



尽管强劲的经济活动有利于税收并且商品价格仍将维持在高位，安第斯国家的财政收支平衡状况将会恶化

虽然国内需求强劲对外部账户的影响是消极的，但它对税收的影响总体来说是积极的。这些收入的增加使得许多国家采取了支持增长的财政政策，但这并不一定意味着公共账目余额有显著恶化。此外，商品价格维持在历史高位，政府努力推进财政改革和保证公共账户余额的偿付能力（去年哥伦比亚宣布的措施），融资成本降低（尤其是在巴西，在自2012年起实施的SELIC利率结构性削减之后），这些都对税收产生积极影响。

在该地区几乎所有国家的赤字均保持在GDP的3.0%水平，而且预计在未来几年会持续下降（图18）。主要的例外是安第斯国家，其中哥伦比亚需求疲软，智利经济预期放缓，以及秘鲁的刺激政策，将会导致财政收支平衡的恶化。

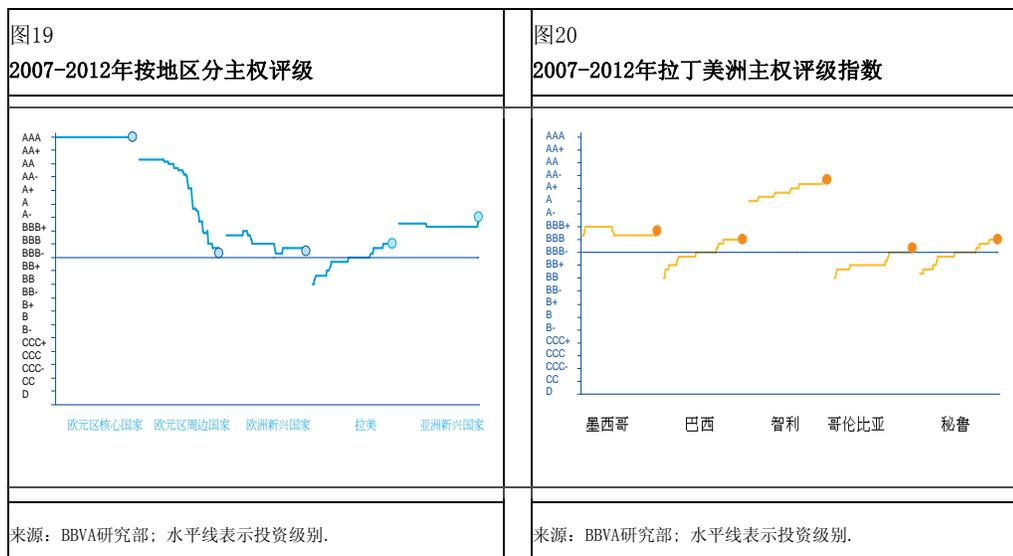
同时，减少对经济活动的财政支持应该会受欢迎（哥伦比亚可能除外，主要鉴于经济放缓）。它可能会降低国内需求的压力，减轻汇率上升压力，因此缓解该地区许多央行目前面临的货币政策困境。此外，它还将有助于减少各国财政赤字的规模。虽然这些赤字处于可控范围，但一般来说它们密切依赖于商品价格，因此比较容易受到外部冲击的影响。

4. 拉丁美洲不能忽视长期发展

近年来该地区取得了较快的经济增长，脆弱性水平较低

过去，拉丁美洲曾一度被认为是经济不稳定、高通胀和贫困的地区。然而在过去20年中，该地区已经经历了重大的转变。在全球经济危机的背景下，拉丁美洲依然保持较快的经济增长和较低的通胀率，同时财政赤字和外部赤字有所下降，展示了其在中长期的发展潜力。此外，该地区大多数国家都实施了审慎的经济政策，为反周期性的货币政策和财政政策留有空间。加上保持弹性汇率，这些措施极大缓解了外部环境的冲击。信用风险评级也反映出这一趋势，大多数国家被评为投资级以上的级别（图19和20）。

但该地区的进步不仅限于宏观经济的的增长，过去十年拉美的贫困和不平等现象有着实质性的减少，这无疑会为今后的经济增长和制度稳定提供了保障。几乎所有拉美国家的贫困人口都有所减少，拉美作为一个整体，其生活在贫困线以下的人数从2000年到2011年减少了5500万人。同时，中产阶级人数有所增加，从2000年大约1亿人增长到2010年1.5亿人。虽然拉美的不公平程度依然处于高位，但已经大幅减少：2000年到2011年之间，阿根廷、巴西、秘鲁和委内瑞拉的基尼系数下降了6个百分点以上，智利和墨西哥降低了3个百分点以上，哥伦比亚降低了2个百分点（美洲开发银行，2013年）。



然而，为了避免落入中等收入陷阱，拉美必须通过提高生产力

尽管近年来该拉美地区的经济迅速发展，但其增长率仍低于东亚地区。此外，过去十年所取得的进步在一定程度上得益于亚洲经济的快速增长以及国际市场良好的融资条件（许多发达国家的央行实施了量化宽松计划），这些都带动了大宗商品出口价格的提升。最后，自2000年以来，拉丁美洲的生产力增长率与美国相近，但与亚洲地区相比仍然有差距。同时，拉美地区的储蓄率和投资率一直低于亚洲。巴西的储蓄率占GDP的18%，墨西哥和智利占GDP的24%，而印度占31%，马来西亚占34%，中国占51%。

过去十年中拉丁美洲的强劲增长主要是由要素积累推动的（尤其是劳动力要素，许多国家人口激增）。这解释了在过去10年增长的约85%（其余可由全要素生产率解释）。更重要的是，亚洲和拉丁美洲在经济增长方面的差异主要归因于生产力的差异。

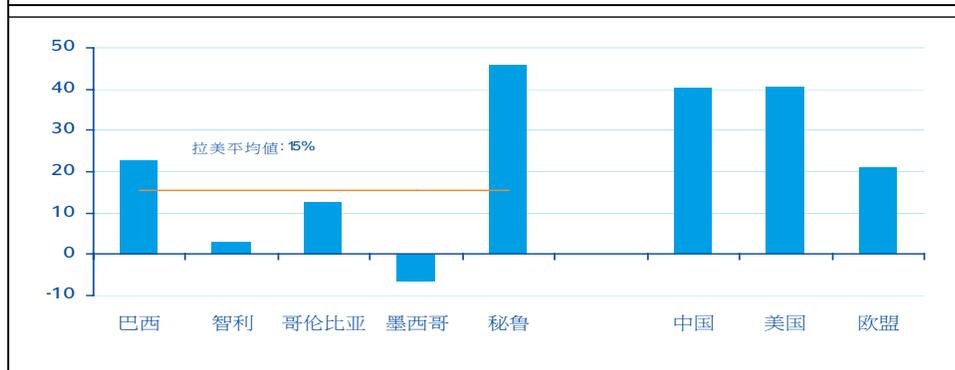
正如我们在先前几期《拉丁美洲经济展望》中解释的那样，这种要素积累的过程得益于制度创新和更加谨慎的宏观经济政策，但它的特点是一旦阻碍初始发展的障碍消失之后，这个过程就自然趋于终止。此外，许多国家的投资集中于矿产采掘，在许多情况下生产率会下降。

拉美必须认识到，要实现可持续增长就必须提高生产率，不能仅仅依赖于要素积累和有利的国际条件。二十年前，为实现宏观经济的稳定，各国在货币政策和财政政策方面达成了共识，然而现在，该地区似乎未能在提升生产力对维持增长的重要性方面达成共识。

提高生产率需要的要素如下：结构性改革，包括改善商业环境；产品和要素市场更具有竞争力；提高储蓄率，它可以为物质资本（尤其是基础设施）和人力资本方面提供更大的投资。

图21

2003年和2012年期间全要素生产率对GDP增长的平均贡献（总增长的%）



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%20Governance)，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 Latam Coordination Unit:*Chief Economist for Latam Coordination*

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Miguel Poblete
miguel.poblete.contractor@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

BBVA 研究部*Group Chief Economist*
Jorge Sicilia*Emerging Markets:*

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Latam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Global Areas:
Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

联系方式:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com