

经济展望

巴拿马

2011年第2季度

经济分析

- 在新兴经济体的推动下，全球经济保持快速增长。2011年油价将保持高位，尽管对全球增长的影响有限。
- 在政府投资和个人消费的推动下，2011年巴拿马经济预计将增长近7.8%。
- 在强劲商业活动和国际商品价格高企的推动下，通货膨胀平均水平将接近5.3%。
- 稳定的经济增长前景将吸引投资，并有助于降低大规模经常项目赤字。
- 财政赤字将反映由公共投资以及对雨季造成损坏的维修支出所带来的适度压力。
- 危及经济表现的主要风险是中东地区政治危机的加剧以及其对油价和世界贸易流通的后续影响。

目录

1. 复苏, 全球性的冲击和脆弱性.....	3
2. 政府投资和个人消费推动了巴拿马经济增长.....	5
3. 通货膨胀加速.....	6
4. 支出的增长反映在经常项目的急剧恶化.....	7
5. 银行贷款增加, 金融改革寻求按国际标准制定规则.....	9
6. 风险集中于油价进一步攀升以及公共支出快速增长.....	10
7. 附表.....	10

截稿日期: 2011年5月13日

1. 复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临向下风险。

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，高物价（主要是高油价）的威胁加大了不确定，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的地区。与此同时，前一期全球经济展望中识别出的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最终，新兴市场经济运行过热的压力仍然存在，但受商品价格上涨的驱动，未来这一担忧会在南非更为突出。

虽然高物价招致了风险，但却不太可能削弱经济增长。

中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在进行，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC充足的闲置产能和OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

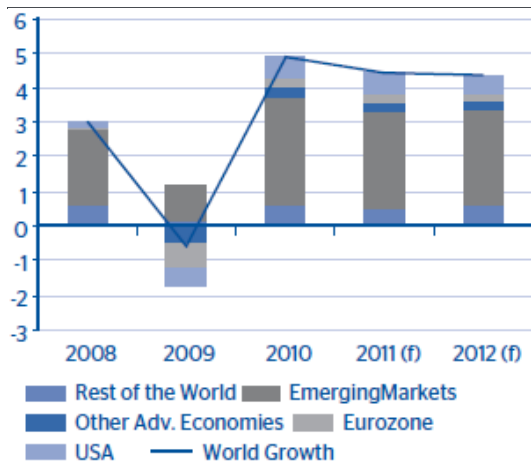
鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要是主要的发达国家和亚洲多数的新兴经济体，原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这一点连同2011年一季度相对强劲的数据证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美是两个例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的向上风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使多数地区央行提早加息。

石油冲击的主要影响将体现在价格指数上。多数经济体2011-12年通胀上升将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，各家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息）。另一方面，美联储更加关于其经济复苏缺乏可持续性的问题，更倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持着警惕。

图1

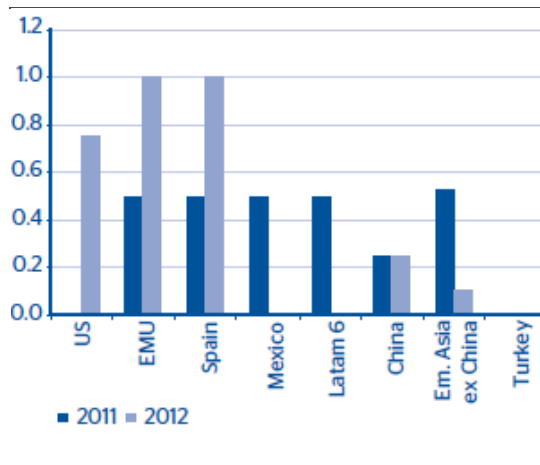
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2

预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

欧洲外围国家仍将面临很大的财务压力

在欧洲，三月份会议上所达成的协议有助于中期的经济结构改革以及对危机的预防。此外，欧洲金融稳定基金（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）引入的改变是积极的，缓解了对流动性的担忧。然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的可能性极高，因此方案必须谨慎的制定。

西班牙正将自己与上述三个外围国家区别开来，考虑到其在财政整合和经济结构改革方面所取得的进展，尤其是对其国内金融部门和劳动力市场。然而，持续的进展以及主权债券利差的缩小将关键取决于金融系统资本重组是否成功，包括私人资本的迅速进入，财政整合目标的不断达成，各地方政府也参与其中，以及持续在结构性改革方面取得突破，尤其是劳动力市场。

美国有望实现财政整合

在美国，在就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但政治程序将十分漫长。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续

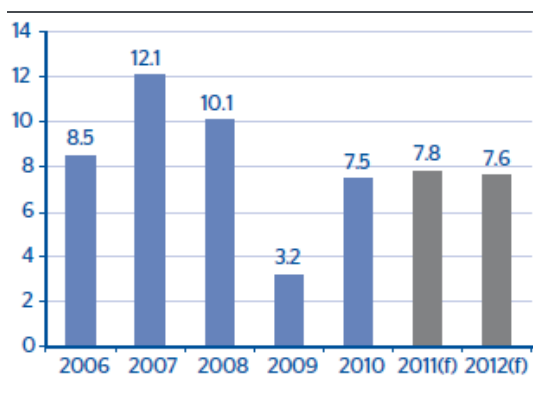
新兴经济体继续显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家刚开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而在亚洲的新兴市场，其影响相反。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会对多数亚洲国家的经济增长造成影响。另外，与南美相比，当前多数亚洲地区的经常账户盈余为该地区提供了一定的缓冲

2. 政府投资和个人消费推动了巴拿马经济增长

2010年，巴拿马经济开始复苏，录得同比增长7.5%（参见图3），在2009年增长有所放缓后（3.2%）再次显示强劲上升势头。因此，巴拿马巩固了其拉丁美洲地区经济增长最快国家之一的地位。季度GDP增长加速，第四季度达到环比增长6.3%（同比增长8.7%）（参见图4）。这得益于在公共部门投资计划和巴拿马运河扩建工程支出增加推动下国内需求的强劲增长。2011年，所有指标表明，在国内因素以及国外部门和国际贸易复苏的推动下，巴拿马经济将增长约7.8%。

图3

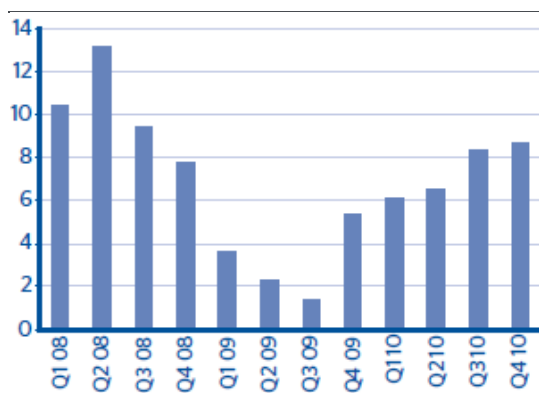
年度GDP增长（% 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

图4

季度GDP增长（% 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

2010年经济增长是由服务业带动的，运输、仓储和通信、宾馆和酒店以及商业的增长率较高（参见图5）。前几个部门（运输、仓储和通信），包括港口和巴拿马运河经营，在2010年占GDP的23.3%，比上一年增长了2个百分点。2010年，该部门的增长趋势引领电信（17.7% 同比）、港口（26.5% 同比）和空运（15.6% 同比）等部门实现两位数增长。这一势头仍将受到通过港口系统的货物运输量以及通过巴拿马运河的航运流量增大的支撑。一个特殊的推动因素是国际贸易复苏带来的集装箱航运量增大（参见图6）。

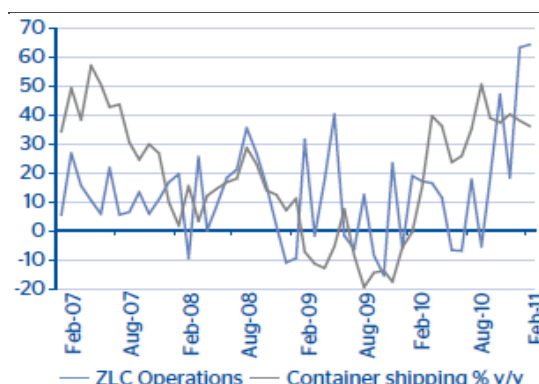
图5

GDP按行业分类（% 同比）



图6

服务业指标（% 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

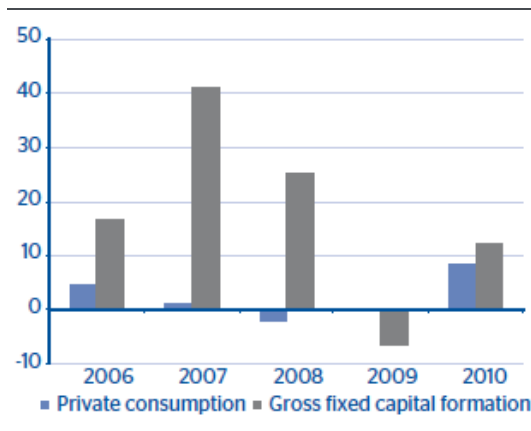
来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

在国内需求方面，我们估计，在公共部门投资的推动下，2010年固定资本构成增长将接近12%（参见图7）。在去年，作为对强有力扩建计划的响应，巴拿马运河管理局（PCA）将其投资率提高到同比增长185%。同时，非金融公共部门（NFPS）资本支出在下半年同比增长了15.2%。2011年和2012年，基础设施项目，如海滨大道Cinta Costera和巴拿马地铁，都将刺激当地经济活动。然而，我们不可能再看到2010年所录得的高增长率了，特别是来自巴拿马运河管理局的投资额。因此，我们预计，个人投资项目的贡献较大，这将弥补较低的公共投资增长。

根据最新市场数据，住宅建设行业正在强劲复苏（参见图8），其表现将是个人投资复苏的关键。这与中低水平的房地产价格（低于8万美元）推动的房地产销售增长趋势是一致的，它已取代高成本住房成为增长的推动因素。对建筑行业的推动得益于旨在为贫困家庭提供住房的公共部门项目，它优先于建设宾馆和购物商场的个人投资项目，所有这些将有助于使2011年的建筑行业充满生机与活力。

图7

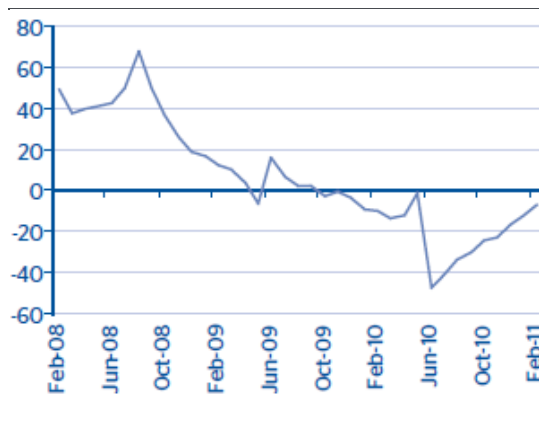
固定资本形成总额和个人消费（% 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

图8

建筑许可（美元, 累计12个月, % 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

同时，我们估计，银行贷款和旅游业增长带动就业率提高，推动家庭消费将按照2010年的预测速度同比增长8.5%。其中旅游业更将受到国内酒店业容量的增长以及国内机场吞吐量增加的推动。

最后，国际方面的发展表明，贸易流量加快将为巴拿马出口营造一个有利的前景，特别是在与运河航运、集装箱港口和科隆自由贸易区有关的服务方面。然而，进口将继续快速增长，特别是资本货物，这表明2011年净外部需求将做出积极贡献。在这种情况下，我们预计，主要在国内需求的支撑下，2011年增长势头将得到延续。

3. 通货膨胀加速

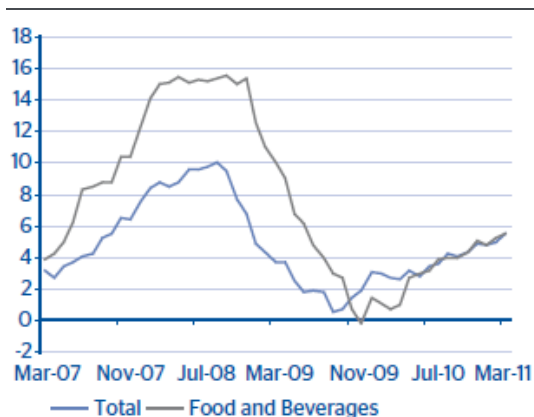
较强大的经济活动以及国际市场上不断上涨的原材料价格反映在通货膨胀的大幅升高上，3月份同比增长高达5.5%（参见图9）。造成这一趋势的因素与2008年类似，包括正产出缺口以及商品价格大幅增长，这些因素已超过2010年底因洪灾造成的国内食品供应萎缩带来的压力。此外，油价上涨造成运输价格大幅提高（7.5%）。由于商业活动的有力增长以及生产能力限制，其它消费品价格也出现增长。

需要指出的是，为了控制日益上涨油价的影响，政府决定将每加仑汽油和柴油价格冻结90天，这实际上分担了一部分的燃料成本，相当于对这些消费品所征税收的1%。政府还宣布，如果国际价格持续上涨，它将考虑采取替代措施。

在这种情况下，我们预测2011年通货膨胀平均将接近5.3%，2012年将降至4.4%，这与国际商品价格的预计调整以及美国采取更加限制性的货币政策造成美元转强的预期保持一致。然而，在经济活动势头强劲以及控制支出的货币政策工具缺乏的情况下，通货膨胀仍将是经济政策制定者面临的一个挑战，将降低经济的竞争力并突出生产方面面临的显著问题。虽然政府目前正在执行减少基础设施瓶颈的计划，但其它重要因素还包括针对下列问题的公共政策进展，比如劳动力弹性、开放贸易和劳动力教育等方面。

图9

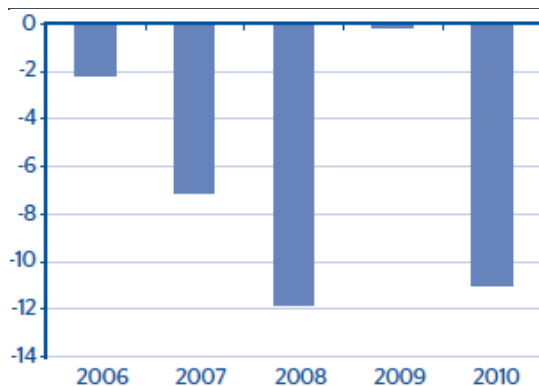
整体通胀和食品饮料通胀（% 同比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

图10

经常账户（占GDP百分比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

4. 支出的增长反映在经常项目的急剧恶化

2010年，经常项目赤字急剧扩大，相当于29.53亿美元（占GDP的11.0%），而2009年的赤字约为4350万美元（占GDP的0.2%）（参见图10）。这些数字的出现与国内需求的强劲增长有关，除了相当高的生产要素收入赤字（-1,861美元），还造成贸易平衡的严重恶化。尽管过度支出伴随着外部储蓄的大幅增长，但这不足以完全抵消经常项目赤字。实际上，在国外资产经过多年的持续积累后（自2005年以来），后者已出现微幅下降。

虽然如此，外国直接投资流动弥补了大部分的经常项目赤字。2010年，这些资金流动增长了33%，达到23.63亿美元（占GDP的8.8%），而在2009年的规模则下降了19.3%（占GDP的7.4%）。

2010年的结果表明，巴拿马严重依赖国外储蓄来为经济投资融资，这种情况使其非常易受危机期间外部震荡的影响。我们预计，经常项目赤字将保持较大规模，在未来几年内将占GDP的11%至12%，部分原因是与巴拿马运河扩建有关的投资，它主要通过外国贷款来融资。尽管贸易平衡和要素收入将继续对经常项目造成压力，但鉴于商品出口的缓慢复苏以及在巴拿马经营的外国公司调回红利的增加，全球贸易增长将有利于服务出口。然而，我们认为，由于国际前景、对未来几年经济强劲增长的乐观、各种投资机会以及有利的国家风险指标，巴拿马将继续吸引资金流动，从而避免因储备损失造成的突然货币萎缩。

雨季的突发事件造成对非金融公共部门（NFPS）财政赤字的法律限度提高

由于非金融公共部门的投资，2010年财政赤字占GDP的百分比增至1.9%，这低于《财政和社会责任法案》（FSRA）确定的上限（2.0%），但高于2009年经济下滑期间录得的1.0%的赤字（参见图11）。这一结果与占GDP约8.4%的较高公共部门投资是一致的，包括对2011年和2012年工程的预付款。公共债务与这一结果一致，出现绝对增长，尽管其占GDP的比重从上一年度的45.6%降至43.4%。

非金融公共部门（NFPS）的经营活动预计将在2011年和2012年分别保持相当于1.5%和0.8% GDP的赤字。该估计考虑了与经济扩张周期有关的税收增长以及近期税制改革中确定的间接税率增长的影响。另一方面，对今年的估计考虑了为弥补2010年底雨季期间洪灾造成损失的额外支出需要。

为了提供更多机动空间以及应对突发事件，国民大会于3月份批准了对《财政和社会责任法案》的修正案，将社会责任财政法在2011年允许的财政赤字上限从以前占GDP的1.5%提高至3.0%。修正案还包括一项在2014年将赤字降至占GDP的1.0%的计划，比预期晚两年（参见表1）。

表1

社会责任财政法规定的财政赤字限制

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
社会责任财政法赤字上限	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
国家突发事件下授权的赤字			3.0%	2.0%	1.5%	1.0%

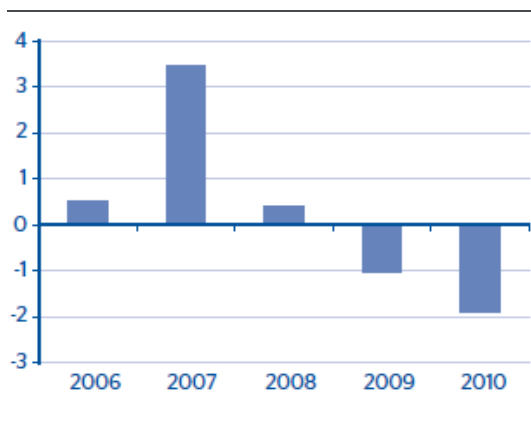
来源: Ministry of Economy and Finance 和 BBVA Research

尽管出现这些变化，但就应对雨季紧急事件所需的估计支出低于社会责任财政法提供的补贴来说，我们认为，财政赤字将像过去几年那样宽松地保持在新法规规定的限度内。另外，经济的坚实基础以及积极的增长前景将继续支持进入本地和国外市场，允许对稍高于预期的赤字水平进行融资。5亿美元10年期2.66%利率的政府债券成功投放日本证券市场即说明这一点。据政府报告，债券发行所产生的额外资金将用于投资融资以及政府的社会事业。

然而，公共支出的快速增长是一个需要关注的因素，如果持续增长，将造成2012年和2013年公共债务占GDP的百分比增长，这将意味着自2005年以来债务下降的逆转。值得注意的是，除了确定非金融公共部门赤字的上限外，社会责任财政法还以在2015年将公共债务的相对规模削减至占GDP的35%为目标，这将需要进一步加强财政纪律。如果巴拿马要保持它在2010年达到的投资等级，这将是关键。

图11

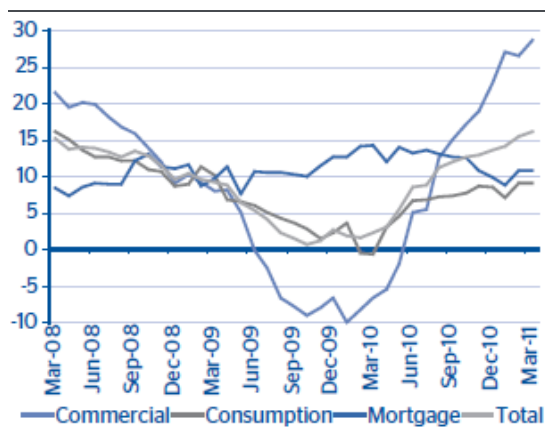
财政平衡（占GDP百分比）



来源: Contraloría General de la República 和 BBVA Research

图12

金融系统贷款（% 同比）



来源: Financial Superintendency 和 BBVA Research

5. 银行贷款增加，金融改革寻求按国际标准制定规则

经济活动的活力推动了贷款，其在3月份的增长率达到同比16.1%（参见图12）。这一积极表现已扩大至所有信贷类型，其中商业贷款增长幅度最大，在2009年大幅下滑后，增幅达到同比28.7%。消费者贷款也有强大表现（9.1% 同比），包括个人消费和汽车购买。对于第一部分，在建筑行业复苏、对中低端住宅的显著需求以及政府激励政策的推动下，抵押贷款快速增长（10.8% 同比）。

金融系统的高额流动资金以及银行之间的激烈竞争将使2011和2012年的利率保持较低水平，从而促进贷款增长。这将继续使与过剩需求有关风险处于控制之中，避免对经济流动性进行大幅调整（参见第6节）。

金融改革将加强管理机构之间的协调，并增强对外汇市场的管控

鉴于按照国际标准制定金融系统规则的重要性，政府组成一个委员会，以设计旨在加强管理和监督框架的金融系统改革。作为此次改革的一部分，政府提出一项设立证券监督机构的议案，以取代证券交易委员会，作为发行商、投资公司、经纪商和其它股票市场经营者的管理者和监督者。此次改革的主要目标之一就是加强对外汇市场经营的管理。改革的其它方面包括加强机构协调和合作系统建设，促进金融领域管理的标准化，以消除管理空白。

此外，改革还包括对1993年适用于养老和退休基金的第10号法律进行修正。该措施旨在确定养老和退休基金管理公司所需核心基金的投资参数，包括国外金融工具的投资百分比。改革还允许养老和退休基金管理者成立具有不同风险和收益状况的非核心基金。

6. 风险集中于油价进一步攀升以及公共支出快速增长

在这种情况下，我们认为，今年经济表现面临的主要风险是中东政治危机加剧以及其对油价和世界贸易流量的影响。这将造成国内油价以及对运输和能源成本的后续影响推动下的通货膨胀加速。然而，由于对服务出口、通过巴拿马运河的流量以及科隆自由贸易区ZLC活动的影响，这种情况也意味着增长趋势放缓，这将部分抵消与商业增长速度有关的通货膨胀压力。无论如何，由于正在进行的巴拿马运河扩建工程以及其它基础设施项目，对巴拿马经济的影响将是适度的，尽管我们预计，鉴于商业前景较差，公共支出将下降。

在本地层面，主要风险因素是境外账户的表现及其对本地需求的可能影响。就2011年和2012年预测的大规模经常项目赤字将由临时因素决定来说，其中最明显的是巴拿马运河扩建工程，鉴于投资率下降以及服务出口快速增长，赤字将减小。这些高赤字水平是由全球复苏和积极增长前景推动的可持续资本流动支撑的。然而，外部流动减缓的风险不能被排除，特别是鉴于油价进一步上涨以及其对全球增长的重大影响。

最后，鉴于较大幅度公共投资增长对通货膨胀及境外账户越来越大的影响，其它风险可能出现，这将引起对国内需求的大幅调整。就巴拿马来说，由于美元化，过剩需求可能意味着高于资金流入的外部融资需求，这将造成国家外部资产的大幅下降以及最终货币供应量的萎缩。这种情况将迫使巴拿马对国内需求进行调整，从而影响家庭支出能力。同时，恶化还将对金融系统造成风险，特别是鉴于贷款快速增长。然而，我们估计，在目前条件下，只要公共支出增长处于控制之中，这种情况出现的风险就较低。

7. 附表

表2
宏观经济预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011预测	2012预测
GDP (% 同比)	8.5	12.1	10.1	3.2	7.5	7.8	7.6
固定资产投资	16.6	41.0	25.3	-6.5	12.2	9.5	6.0
个人消费	4.4	0.9	-2.1	-0.2	8.5	8.3	7.8
通货膨胀 (% 同比, 均值)	2.5	4.2	8.8	2.4	3.5	5.3	4.4
公开失业率 (% 期末)	6.7	4.7	4.2	5.2	4.7	4.5	4.3
财政平衡 (占GDP百分比)	0.5	3.4	0.4	-1.0	-1.9	-1.5	-0.8
3个月存款利率 (% 均值)	3.3	4.1	3.1	2.9	2.7	2.6	2.8
兑美元汇率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经常账户 (占GDP百分比)	-2.6	-7.1	-11.8	-0.2	-11.0	-11.5	-10.8

来源: Contraloría General de la República de Panamá, Financial Superintendency 和 BBVA Research

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 the Economic Scenarios Unit

Chief Economist

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

Ignacio Miró
ignacio.miro@bbva.com.co

Student Intern:

Jose Felipe Rodríguez
josefelipe.rodriguez@bbva.com.co

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial Systems and Regulatory Affairs:

Santiago Fernández de Lis
santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

United States and Mexico:

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis

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

China
Daxue Wang
daxue.wang@grupobbva.com

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

South America
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Financial and Economic Scenarios

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 2582 3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语，西班牙语和中文版以供参阅