

# 经济展望

## 拉丁美洲

2011年第4季度

经济分析

- 全球经济的双速增长将会持续下去。新兴经济体蓬勃发展，而欧洲陷入动荡。
- 2011年拉丁美洲的经济增长率将达到**4.4%**，2012年略低于这个数字（**3.7%**），国内需求带动的增长开始放缓。
- 货币当局抑制货币刺激措施的取消时间长于预期，由于全球环境风险更大以及发达国家存在衰退的危险。
- 可能出现的经济过热使得各经济体更容易受到不利外部冲击的影响，因为国内需求和GDP之间不断加大的差距使这些经济体更加依赖于维持高贸易条件。
- 最近几个月来，通货膨胀令人惊讶地呈上升趋势。如果这种趋势在未来几个月中持续下去，将会给各中央银行造成困境。

## 目录

1. 全球经济放缓，存在显著的下降风险.....	xx
2. 全球环境的变化加速了拉丁美洲的经济放缓.....	xx
3. 区域经济增长放缓正在与潜在增长相持平.....	xx
4. 如果形势恶化，大多数国家都能挺住.....	xx
5. 表格.....	xx

截稿日期：2011年11月16日

# 1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

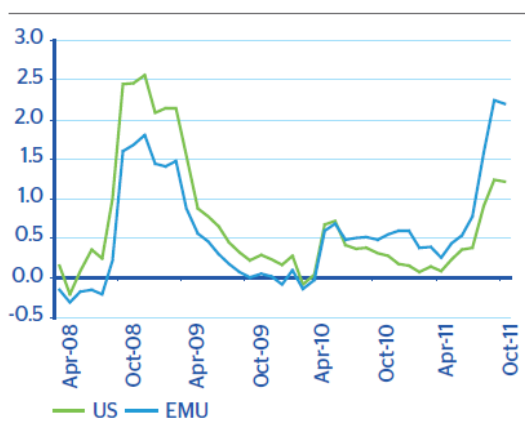
全球经济放缓并且会取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著

全球经济在过去的几个月之中恶化了很多，主要由4个因素影响，而这些影响还在继续。首先，不仅限于发达国家的大部分地区经济增速低于预期（美国上半年数据令人失望，一些分析师认为经济会有二次探底）。尽管美国在第三季度保持增长，而欧洲经济在第一季度也稍微上升，但是欧洲现在陷入了减速的境地。其次，欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始更加系统化。虽然10月会议上宣布的决定是在正确的方向上，但是主要因素还没有解决，特别是一些用来解决主权流动性的机制细节——包括杠杆化EFSF，私人投资者希腊债务重组以及欧元区政府达到财政联盟的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统的担忧开始恶化，金融紧张程度超过了雷曼兄弟在2008年10月破产后的水平（图1）。最后，全球风险趋避情绪高涨造成金融市场波动，自2009年开始第一次扩散到了新兴市场的资产中。

在内文中，相较之前全球经济预测，我们下调了0.3%对2011和2012年全球增速的预期，主要是由于下调了发达国家的经济增长预期（美国，欧洲，部分由于日本），尽管新兴市场也会比之前预期增长低。因此，全球经济会在2011年增长3.9%，2012年增长4.1%，主要受到依然稳健增长的新兴国家支持，而不是其它平淡无奇的发达国家。（图2）

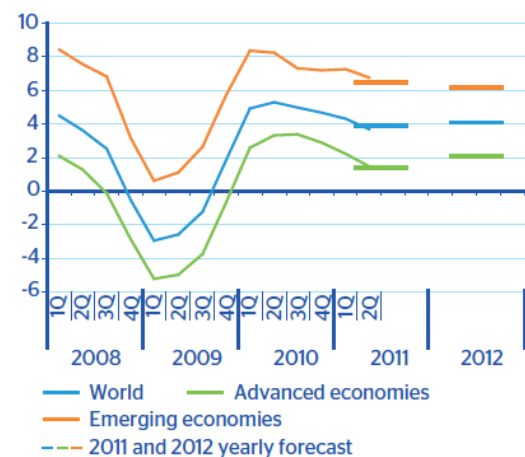
在经济依然有较为强势增长的同时，向下的风险正在出现，主要是由于欧洲短期主权金融风险正在加重。特别来说，市场需要欧洲金融压力快速减少来避免欧洲和其他地区的增长由于全球风险趋避情绪而受到影响。

图 1  
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 2  
全球GDP增长（同比）



来源：BBVA 研究部

## 欧洲逐步迈入正确方向，但是主要的问题还没有解决，金融市场紧张情绪没有减退

在我们看来，10月的欧盟会议有5个要点需要成功解决：1. 解决希腊债务的可持续问题；2. 在欧洲货币联盟建立主权防火墙；3. 促进周边国家进一步的改革；4. 强化银行系统；5. 加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全解决这些问题。首先，希腊的私人债务持有者被要求主动接受减记50%—比7月同意的高很多—但是即使投资人都参与到债务交换上，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧，希腊问题的最终解决相当大的取决于希腊自身在国内采取的政策。其次，EFSF会用担保机制进行杠杆操作并由外部投资人补充（可能包括IMF）不过，EFSF具体的功能在12月前可能不会实施。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，ECB暂时还是会需要作为一个最终主权债务买家。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行系统的资本充足的改革一直非常没有效率，造成欧洲银行出现突然去杠杆的风险。同样，长期的流动性预备机制还没有实施。最后，尽管欧洲的管理有了一些进步，但是关于欧洲联合政策和欧盟债券还没有清晰的道路，而这个在我们看来是达到长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助避免进一步的金融紧张的扩大，但是并无法减少紧张度到可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家怀疑用来避免希腊债务重组蔓延的必须结构是否安排好了。这可能会需要足够大的EFSF，并需要ECB作为最终债务购买人并重组银行，提供融资渠道。如果这些因素没有到位，市场会对希腊改革的持续性继续大打折扣，并希望核心国家进一步紧急融资，这会增加下行风险的可能性并使得信用破碎，欧洲陷入紧缩，并会蔓延至全世界。

## 美国3季度增长改善，但是结构性的疲软还在继续

积极的方面，美国的增长看起来在3季度有加速的趋势，至少根据初步的预测。这并不是说很多—前两个季度的增长较少，而产能缺口依然很高。但是这依然减少了市场对二次经济下滑的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲软，消费者和商业信心持续低迷，房屋市场依然疲软调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，政治的僵局可能会阻碍商议来 1. 避免非故意的短期财政收缩；2. 推动长期信用稳定。

## 新兴市场正在逐渐软着陆，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求弹性的支持。拉丁美洲依然较高的原物料价格和亚洲的出口—尽管两者都出现了调整—都为增长预期提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，两者都在按照预期的路线进入软着陆。欧洲和美国的动荡从两个地区的金融市场给经济带来的压力—反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。但是，许多国家具有强大的缓冲能力—较强的公共财政和较过去良好的宏观经济管理—他们的情况良好足以引入新的政策刺激来避免外部疲软。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家的注意力从关注经济过热转向了下行风险，并逐步提升了需要政策支持的可能。

## 2. 全球环境的变化加速了拉丁美洲的经济放缓

### 商品价格、股票和货币暴跌

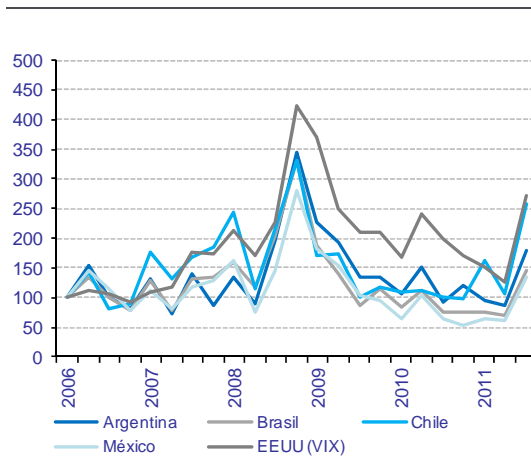
随着北半球夏季的结束，市场对欧洲发生的种种事件似乎已经失去了耐心。风险溢价方面的大幅增加伴随着商品价格和股市指数的显著下降，而拉丁美洲绝大多数国家的货币均已下跌。该地区大多数中央银行均进行了干预，以缓解（甚至逆转）其货币损失。这导致明年经济增长预测的削减。2012年该地区经济增长预测从上次报告中的4.2%降至3.7%，而今年年终经济增长率应当达到4.4%。

### 这些波动事件留下的创伤将会有多大的影响？

从九月份以来，股市和货币市场的波动性在全球和地区范围内一直居高不下。在某些情况下，这种波动性已经接近2008年第三季度的水平。值得一问的是，这会不会对经济增长留下永久性的创伤，即使在应对目前全球不确定性方面有一个有利的解决方案。Raunig 和 Sharler (2011) 的研究表明，美国增加的股市波动性对投资和耐用品消费的增长带来了负面影响。Carriere-Swallow 和 Medel (2011) 所做的一项类似的分析适用于智利和秘鲁，他们得出这样的结论：全球的过度不确定性，相当于2008年不断飙升的波动水平，将总需求减少了4%。

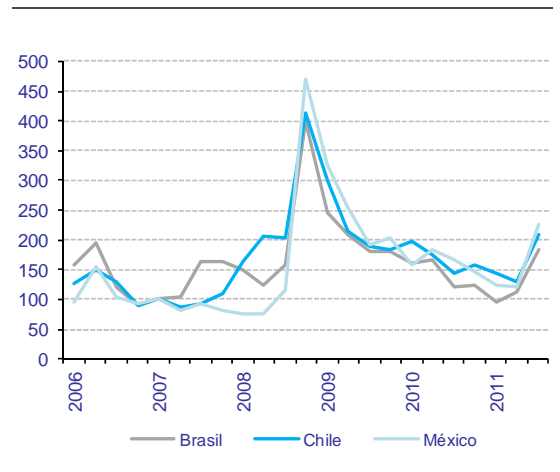
上述情况表明，我们在国内需求方面的减缓幅度可能比我们在前几个月中的预测值还要大，因此会缓解潜在通货膨胀的压力。此外，如果在未来几个月内形势不会显著恶化，外部冲击规模带来的影响将远远低于2008年的冲击，因此保持警觉是非常重要的，假使内因性支出减缓不充分。有助于缓解全球经济衰退的因素之一是政府和私营部门从2008年的危机中所取得的经验。这将有助于限制消费者和投资者中间存在的恐惧心理和缺乏信心，还有助于政府采取更加适当和有效的行动。

图表 3  
实际股市波动性  
(2006=100)



来源: BBVA Research

图表 4  
引申的1个月汇率波动性  
(2006=100)



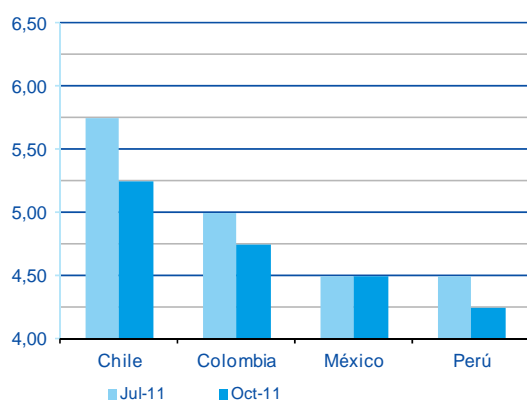
来源: BBVA Research

### 利率上升暂停

遵循通货膨胀目标的各国央行为应对全球风险厌恶情绪的增长，暂停了其参考利率的上升。按照我们以上所述，这似乎是明智之举，尤其是因为国内需求已经显现出某些减缓的迹象，尤其是在巴西，智利和秘鲁的减缓程度较小。巴西采取了进一步的措施，降低了其基准利率，尽管通货膨胀率每年是7%，大大高于其官方目标值。理由是经济放缓的迹象递增。

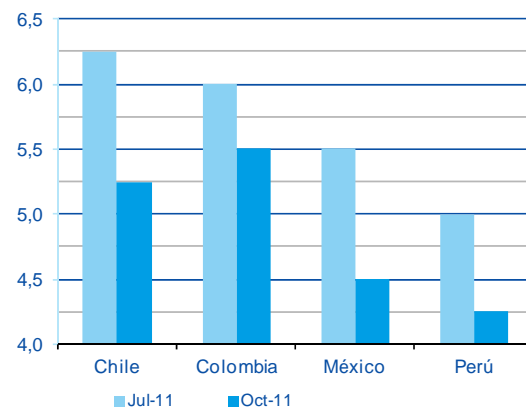
虽然最初这些情况使人们预计其他国家的官方利率会削减，但这并没有发生，部分原因是最新的通货膨胀数据比预计的还高。央行声明的基调现在更加谨慎，暗示利率将维持在目前水平的会更长，至少在智利、墨西哥和秘鲁是如此。因此，新的预测是货币刺激措施会逐步取消。然而，哥伦比亚仍然朝着相反的方向发展。其部分原因是，哥伦比亚在前几个月中利率的提高幅度较低，还因为该国在国内需求减缓方面的迹象尚不明显。在这种情况下，我们相信哥伦比亚央行在未来几个月内将会提高其参考利率。

图表 5  
预期利率（2011年年底）



来源: BBVA Research

图表 6  
预期利率（2012年年底）



来源: BBVA Research

在全球风险厌恶情绪增加的背景下，参考利率上升停顿，加上某些重要出口产品价格的下跌，可能加剧了汇率调整的幅度，虽然其调整幅度仍然比2008年温和得多。如果将来国内需求持续强劲，意味着货币价值方面这些损失转嫁到国内价格，其幅度超过正常水平，可能会给政府到来种种难题。

汇率表现为“刚性”的地方，往往政治困境加剧。在这种情况下，较大不确定性产生的压力迫使货币当局干预储备损失以及流动性潜在的下降。阿根廷已经受到这种反应的影响。这导致阿根廷共和国中央银行十月份出售了15亿美元，然后又采取了一些汇率限制措施。这些行动旨在设法减少向该共和国出售美元的数量，但减缓了银行外汇储备的增长，而且这些做法对信贷的可用性和成本产生了负面影响。我们认为目前的形势远还没有处于危险状况，比索适度贬值即足以解决这些问题。然而，在这样的情况下，当局必须采取措施，以恢复信心。如果他们不这样做，问题可能变得更加严重。



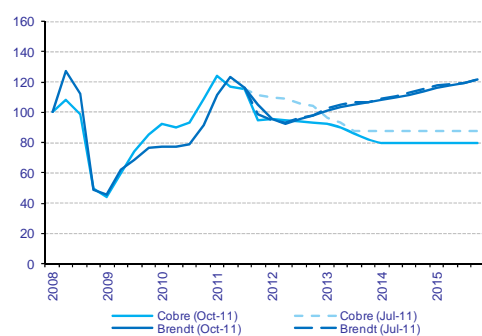
### 3. 区域经济增长放缓正在与潜在增长靠近

#### 通过对国内需求的调整，经济增长放缓正在得到控制

尽管最近出现动荡，我们预计2011年该地区经济增长率为4.4%。今年上半年的数据稍好于预期，会弥补上一季度经济增长急剧放缓的状况。2012年我们的经济增长预测已向下修正至3.7%，做出最大修正的是阿根廷、巴拿马和巴拉圭。对于阿根廷和巴拿马，部分原因是由于其2011年的比较基数较高。此外，随着银行体系中流动性呆滞状况消失，由于银行信贷的调整，阿根廷经济增长预计将会放缓。对于巴拉圭来说，由于口蹄疫爆发后关闭了国外市场，而且由于天气状况的原因预计大豆产量低于2011年，对该国的增长预测也向下做了修正。最后，由于全球经济增长降低，尤其是发达国家，我们将对墨西哥、秘鲁和乌拉圭的经济增长预测下调了约半个百分点。

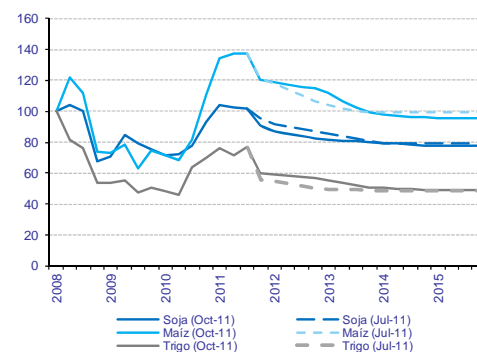
此外，根据我们目前的基础情景，已经对商品价格预测向下做出了修正，做出较大修正的是铜的价格。正如我们在上一份报告中说明的那样，高商品价格向该地区国家提供了在贸易方面的显著收益。这改善了他们的经常账户和财政平衡，尽管国内需求与GDP之间的差距越来越大（按固定价格测算的）。

图表 7  
铜和原油价格预测  
(2008=100)



来源: BBVA Research

图表 8  
大豆、玉米和小麦价格预测  
(2008=100)



来源: BBVA Research

#### 警告！通货膨胀的风险并没有过去

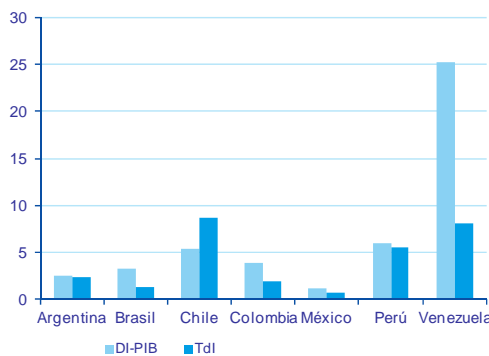
对于基础情景下出现的减缓状况，应采取对国内需求做出调整的对策。如果这种调整力度不够大或太迟，就会对进口和物价带来压力。事实上，在许多国家通货膨胀率高于官方目标（巴西、乌拉圭、秘鲁）或明显高于历史水平（巴拿马）。在正常情况下，其央行，甚至政府，往往会采取方法来降低国内需求带来的压力。增加的全球不确定性会导致在私人消费方面的内源性修正，但到现在为止，几乎没有什么证据表明这种情况正在发生（除巴西以外）。因此，仍有通货膨胀的风险，而且贸易跌价在一定程度上会加剧这一风险。

智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁最新的通货膨胀数据表现出出人意料的上升。在某些情况下，这些变化可能可以通过季节性因素得到解释，但问题是，这些数据是否实际上能够揭示出更加普遍性的趋势。在此背景下，值得分析的一个有用指标是国内需求与GDP之间的差距（按固定价格测算）。

我们将2005年作为了此项估算的一个参考基准，因为当时该地区大多数国家的GDP水平非常接近潜在风险。如果我们将2007年和2011年国内需求与GDP之间的差距相比较，我们会发现在除

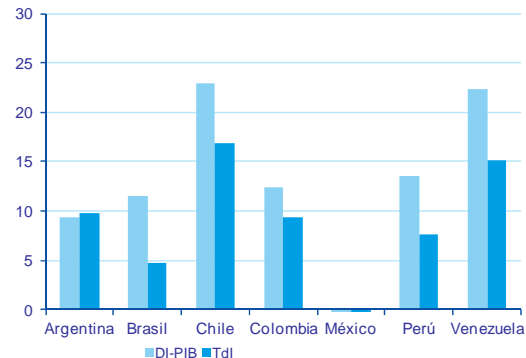
墨西哥以外的所有国家国内需求与GDP之间的差距已经增大了。虽然这种增加在很大程度上是由于2011年贸易条件的改善引起的，在除墨西哥以外的所有国家这种差距的加大有些过度。我们预测在2012年这种状况会持续下去。

图表 9  
2007年国内需求、GDP与贸易条件（GDP %）之间的差距比较



来源: BBVA Research

图表 10  
2011年国内需求、GDP与贸易条件（GDP %）之间的差距比较



来源: BBVA Research

此分析表明两个方面的重要情况：第一，现在国内需求与GDP之间的差距大于2008年；第二，出口价格的下跌使得对此下跌没有做出内源性调整的所有国家极容易受到伤害。在2008-09年度，私营部门采取了过度反应，消费和投资方面的衰退消除了过度需求。结果，当局进行干预，重新扩大需求。相比之下，在目前全球风险厌恶情绪上升的情况下，这种情况尚未出现。在此背景下，贸易条件进一步恶化会伴随经常账户和货币压力恶化的出现。

在不确定性相当大的环境下，看来非常明智的是，这些国家通过削减过度的国内需求来降低对贸易条件产生的不利影响。

## 4. 如果形势恶化，大多数国家都能挺住

如果欧洲的情况不尽快解决，高风险溢价最终会迫使欧洲 - 最后是美国 - 陷入衰退，这将会对新兴国家产生显著的影响。我们认为，在那种情况下外部融资会变得更加有限和昂贵。那将会延迟阿根廷重返国际金融市场，而且会使得委内瑞拉国家石油公司（PDVSA）的融资策略和委内瑞拉的经常账户更加困难。然而，我们不相信它会导致信贷措施的终止或金融系统的普遍崩溃，因此，对该地区其他国家的影响将会是有限的。

第二种影响渠道是对外贸易。这可以以多种方式起作用。对于那些在生产链中与大型合作伙伴有密切关系的国家，如墨西哥与美国，或在较小的程度上，阿根廷和巴拉圭与巴西，出口额下降会对工业活动和就业机会产生直接的影响。但在大多数南美洲国家，最大的影响来自于出口商品价格的下跌，并直接影响经常账户和财政平衡。

最后，我们分析一下巴拿马这个特殊例子。巴拿马运河的交通量对经常账户和财政平衡有直接和重大的影响。巴拿马也始于高通货膨胀率和经常账户赤字。如上所述，这种情况意味着，巴拿马易受到全球环境的恶化带来的侵害。

在2007年的情况相比，我们可以看到，无论是在外汇账户还是在财政支出方面，该地区的大多数国家状况都要好一些。此外，当局在本国货币和外国货币方面都积累了储备。他们也从上次



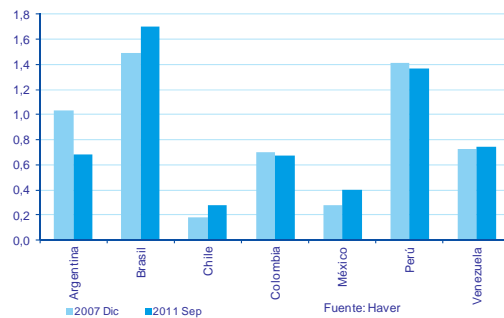
危机中累积了经验，而这有助于他们选择和利用最有效的工具，以便做出更快的反应。事实上，大多数国家都具备了更强的能力通过其储备资助出口，除阿根廷以外，该国的这一指标是下降的。2011年公共债务总额预测值也低于2007年的水平，除智利以外，该国的公共债务仍低于GDP的10%。然而，一些国家的公共债务水平降低其在新危机中调遣的能力，其显著表现是对日益倚重的主权风险表现出厌恶情绪。

现在私营部门也有了更多的流动性，与2008年相比几乎所有的国家私营部门的资本都更加雄厚了，在其资产负债表中货币不匹配情况减少了。更重要的是，我们相信，在十月和十一月外汇紧张的状况，一定成功说服关闭公开外汇头寸的可取性。

最后，我们也相信，有了2008-09年度的经验，即使欧洲的情况显著恶化，私营部门也不会因恐惧而受到很大的影响。因此，国内需求的紧缩也会非常有限。

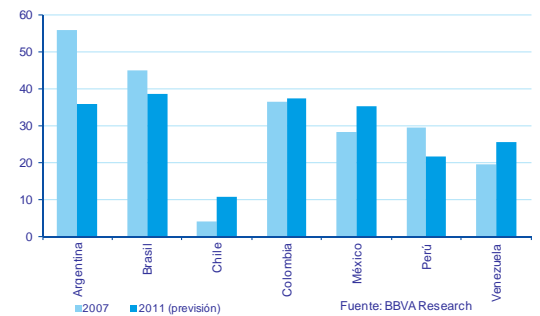
所有这些因素表明，调整的有限性会比2008年更大，整个地区的经济将会持续增长，虽然增长速度有所减缓（比我们的预测低1-2个百分点）。经济衰退的阴霾只是缠绕那些初始就有严重不平衡的国家，由于他们高度依赖对外贸易，而且其获得外部融资的渠道也有限，因此他们更容易受到影响。

图表 11  
国际储备大于进口



来源: Haver

图表 12  
财政债务总额 (%GDP)



来源: BBVA Research

## 5. 附表

表1  
国内生产总值 (%年比)

	2010	2011*	2012*
阿根廷	8.7	8.7	4.1
巴西	7.5	3.2	3.6
智利	5.2	6.5	4.5
哥伦比亚	4.3	5.0	5.4
墨西哥	5.4	3.8	3.3
巴拿马	7.5	9.1	6.7
巴拉圭	15.3	5.5	3.0
秘鲁	8.8	6.3	5.0
乌拉圭	8.5	5.8	4.0
委内瑞拉	-1.5	2.8	2.0
拉丁美洲	6.3	4.4	3.7

来源: BBVA研究部 \*预测

表2  
消费者物价指数通胀 (%年终)

	2010	2011*	2012*
巴西	5.0	6.6	5.6
智利	1.4	3.2	2.9
哥伦比亚	2.3	3.4	3.3
墨西哥	4.2	3.4	3.5
巴拿马	3.5	5.6	5.0
巴拉圭	4.6	9.3	10.7
秘鲁	1.5	3.3	3.1
乌拉圭	6.7	7.8	5.9
委内瑞拉	29.1	27.5	26.5
拉丁美洲	6.4	6.8	6.5

来源: BBVA研究部 \*预测

表3  
汇率 (兑美元, 年终)

	2010	2011*	2012*
阿根廷	3.9	4.1	4.8
巴西	1.8	1.7	1.7
智利	510.2	482.2	504.3
哥伦比亚	#####	#####	#####
墨西哥	12.6	12.0	12.3
巴拿马	1.0	1.0	1.0
巴拉圭	#####	#####	#####
秘鲁	2.8	2.8	2.7
乌拉圭	20.0	19.0	19.5

来源: BBVA研究部 \*预测

表4  
利率 (年终)

	2010	2011*	2012*
阿根廷	10.1	12.7	16.9
巴西	10.0	11.7	10.5
智利	1.5	4.8	5.3
哥伦比亚	3.1	4.1	5.3
墨西哥	4.5	4.5	4.5
巴拿马	2.7	2.2	2.8
巴拉圭	0.0	0.0	0.0
秘鲁	2.1	4.0	4.3
乌拉圭	6.3	7.6	8.0
委内瑞拉	14.5	14.5	14.5

来源: BBVA研究部 \*预测

表5  
经常账户 (% 国内生产总值)

	2010	2011*	2012*
阿根廷	0.8	0.0	-0.5
巴西	-2.3	-2.1	-2.8
智利	1.9	-1.3	-2.8
哥伦比亚	-3.1	-2.8	-3.6
墨西哥	-0.5	-0.8	-1.1
巴拿马	-11.0	-12.2	-10.9
巴拉圭	-4.5	-6.4	-3.6
秘鲁	-1.5	-2.8	-3.0
乌拉圭	-0.4	-0.6	-0.7
委内瑞拉	6.1	10.3	6.7
拉丁美洲	-0.8	-0.8	-1.6

来源：BBVA研究部 \*预测

表6  
财政平衡 (% 国内生产总值)

	2010	2011*	2012*
阿根廷	0.2	-1.3	-1.8
巴西	-2.5	-2.2	-2.2
智利	-0.4	0.5	-0.3
哥伦比亚	-3.8	-3.6	-3.5
墨西哥	-3.4	-3.0	-3.0
巴拿马	-1.9	-1.6	-1.0
巴拉圭	1.4	0.8	0.6
秘鲁	-0.3	0.5	0.4
乌拉圭	-1.1	-1.7	-1.6
委内瑞拉	-3.1	-4.3	-6.3
拉丁美洲	-2.4	-2.3	-2.5

来源：BBVA研究部 \*预测

## 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/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 Economic Scenarios Unit**

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

Rodrigo Alfaro  
+ 56 2 939 1198  
ralfaro@bbva.com

Cristián Ashwell  
+ 56 2 939 1052  
cashwell@bbva.com

**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

**Financial and Economic Scenarios**

**Financial Scenarios**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@grupobbva.com

**Economic Scenarios**

Juan Ruiz  
juan.ruiz@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**

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang  
daxue.wang@grupobbva.com

India

Sumadh 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

**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.rodriquez@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