

经济展望

巴西

2013 年第一季度
经济分析

- 由于欧洲较低的金融紧张，美国为避免财政悬案达成协议和新兴经济体的强劲表现，**全球经济前景正在改善。**
- **巴西的经济状况在近几个月有些恶化**，包括增速放缓，通胀增高，并且存在其他特质风险。不过，我们仍然预期增长会在 2013 和 2014 年反弹，并且通胀会在官方目标之内。
- 在 **2012 年仅增长 0.9%**之后，**GDP 在今年会增长 3.6%，在 2014 年增长 4.0%**。虽然依然脆弱和缓慢，经济复苏已经开始。
- 尽管政府有计划的管理减税政策以及对价格进行控制，**通胀压力不会在今年消退**。我们预期通胀在今年上半年为 6.5%，在下半年下降到 5.6%。
- 我们维持在 **2013 和 2014 年 SELIC 不变的预测**。这会减少政府的利息支出以及允许减少财政目标。其不应该危害公共债务的偿还能力，但是会增加通胀风险。

目录

1. 概要.....	3
2. 全球经济前景改善.....	4
3. 巴西：缓慢和脆弱的复苏正在开始.....	5
4. 表格.....	11

出版日期：2013 年 2 月 13 日

1. 概要

全球经济的前景在上个季度有所提升，这主要归功于欧洲金融紧张程度的缓解和美国为解决财政悬崖达成的协议。除日本以外，大部分主要经济体的信心指数都有所上升，产出的数据显示全球经济依然在缓慢的增长。全球经济会从2012年的增长3.2%提高到2013年的3.6%，并在2014年继续提升至4.1%。

巴西的经济状况在几个月有些恶化，包括增速放缓，通胀增高，并且存在其他特质风险。在2012年的下半年，增长远远低于预期。虽然私人消费受到劳动力市场的推动保持相对健康，投资的持续萎缩却妨碍了复苏。我们下调了对2012年全年增长的估计，从1.6%下调到0.9%。另一方面，通胀意外上扬。2012年的最终值为5.8%，现在在6%。我们认为低增长和高通胀造成了本国经济的风险因素。

不过我们依然认为巴西经济会逐渐复苏，通胀会保持在官方的目标范围内（2.5%-6.5%）。增长仍然是脆弱的，但我们预计在2013年恢复增长势头，国内生产总值增长3.6%。2014年会有更积极的增长势头（4.0%）。通胀压力不会在2013年消退。我们预计上半年通胀率是6.0%和6.5%之间，然后在今年年底回落到5.6%左右。政府的减税管理和价格管理将成为主要的政策工具，以防止价格失控。我们预期通胀在2014年平均为5.5%。

央行受困于高通胀和低增长，会维持现有的货币政策。我们预计通胀压力会引发一些政策反应，如令货币升值或甚至调整公共开支。除了引进更多的减税，但是SELIC利率不会增高，我们维持在2013-14年保持不变的预测。

我们预计政府会使用由较低利息支付而创造出的空间缓和经常帐目标。政府对2013财政目标的预算案作出了一些调整，其减少了主要盈余目标由占3.1%降低到1.8%。其不应该危害公共债务的偿还能力，但是会增长通胀风险。

政策制定者面临着汇率管理的困境：支持增长或者减轻通胀压力。为了提升竞争力，政府在上一年使巴西货币在2.0-2.1区间。然而最近的通胀担忧激发了对货币升值的考量。我们预计兑美元汇率保持在2.0左右，大幅升值不太可能。

我们预计经常帐赤字会在2013-2014年扩大。我们的预测是贸易账户盈余会持续减少，服务和收入账户赤字会扩大，经常帐赤字在2013年会在2.6%，并在2014年达到2.9%。

较高的本国风险抵消了降低的外部风险。在过去的几个月，全球动荡的情况有所缓和，发达国家避免了极端情况的发生，这我们对巴西经济基本情景的。然而，一些本国因素（通胀的上升，目前增长模式的枯竭，过度的公共信贷增长以及政府的国度干预政策等）都会拉底经济的发展。与3个月前相比，我们认为这些风险因素现在更为突出。

2. 全球经济前景改善

由于欧洲较低的金融紧张，美国为避免财政悬崖达成协议和新兴经济体的强劲表现，全球经济前景正在改善

几乎所有经济体的信心指数都在上升，但是产出和支出数据显示增长有限。欧洲的金融紧张有所缓解，市场有限度的开始为欧元区外围国家提供融资。

三个因素导致了近来金融市场情况的改善(i)数据显示中国避免了硬着陆; (ii) 美国没有坠入财政悬崖，而且经济表现抵抗住了不确定性 (iii) 欧洲向着财政联盟前进，并且强化了保持欧元的决心。

然而市场信心的改善并没有掩盖经济缺乏增长动力的问题，尤其在发达经济体。因此，全球经济会在 2012 年上涨 3.2%，2013 年 3.6%，并在 2014 年达到 4.1%，和我们 3 个月前的预测基本一致 (图 1)。在 2013 年，巴西经济的下调，和欧洲及美国基本情景不变，中国，墨西哥和一些拉美经济体将表现良好 (图 2)。

只有欧洲和美国实施正确的策略，复苏才能够持续。美国需要不仅仅减少加税的立即影响，而需要驱散关于偿还债务的所有不确定性和财政巩固的负担如何分散。至于欧元区，管制方面的进展，尤其是银行联盟，必须持续，通过更多的协议和对现有协议的有效实施。

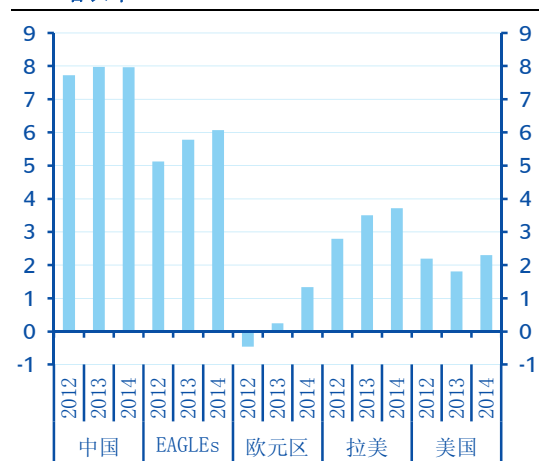
虽然正面的惊喜可能会出现，但是围绕在全球经济前景的不确定性依然维持高位。如果对于欧洲当局对提振欧元的决心有所怀疑的话，金融紧张的上升和信心的下降都会给增长带来负面效应。这些风险暂时被上年六月欧洲央行对于支持欧元的言论所支持。如果这些风险成为现实，稳定金融市场的新规定需要落实，但欧元区将在 2013 年继续收缩。如果美国没有达成对财政巩固和债务上限的协议，美国的风险也会显著增加。在这种情况下，全球经济会由于新兴经济体的表现得到一些支撑，在 2013-2014 年增长 2.5%-3%。此种风险情景相对于 3 个月前，发生几率缩小并且影响减弱。这主要收益于发达经济体实施的一系列正确措施，和新兴经济体的良好表现。

图 1
全球 GDP 增长率



来源: BBVA Research

图 2
GDP 增长率



来源: BBVA Research

3. 巴西：缓慢和脆弱的复苏正在开始

在 2012 年 GDP 预计增长 0.9%，经济活动的反弹弱于预期

在 2012 年的下半年，巴西的经济活动持续复苏。但增长的速度远远低于之前的预期。

GDP 在 2012 年第三季度环比增长 0.6%，这是近一年多的时间内的最好表现，然而依然低于潜在增长率（图 3）。经济的复苏是不平衡且脆弱的，主要依赖于消费的增长。投资没有出现复苏的迹象，持续下降的投资损害了国内需求（图 4）。出口也没有开始恢复。不过，近几个季度进口的下降使得净出口对增长的负面影响有所降低。（图 5）

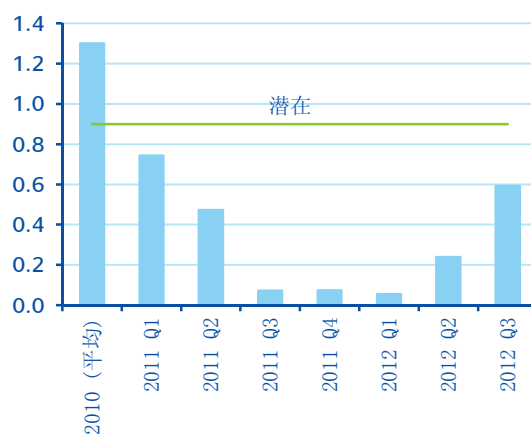
私人消费是目前经济增长的主要动力，这主要由于劳动力市场的紧度。在积极的结构性变化之后，巴西仍然正面的经济前景，失业率仍处于历史较低水平。在 2012 年失业率平均为 5.5%，低于 6.0% 的平均水平，更远低于 2002-2011 年的平均水平 9.3%。此外实际工资增长了 3.2%，高于通货膨胀，这显然是支持消费的另一个因素（虽然这也引致对通胀的担忧和竞争了的担忧）¹。最后，就业市场的非正式职位持续下降，在 2012 年达到 27.2%，与 2011 年的 29% 和 2003 年的 39.8 相比。

信贷市场支持私人消费。消费者受益于下调的借贷利率和延长的贷款期：去年利率从 4.4% 下降到 3.5%，贷款期由 402 天延长到 432 天。不过，信贷市场对消费的支持没有劳动力市场显著。在 2012 年家庭信贷上升 10.4%，低于 2011 年的 15.2%。鉴于家庭负债的上涨，这样的信贷增速放缓是良性的。家庭负债在 2012 年达到 44% 家庭年收入，与 2 年前的 40% 和 2006 年的 20% 相比²。

私人 and 公共消费的强劲，较低的利率，减税政策，信贷增长³ 和较弱的汇率都不足以使投资提升。我们认为这是由于围绕投资决定的不确定因素。一方面，外部环境在近几个月虽然有所好转依然动荡。另一方面，一些国内的问题例如政府过度的干预也造成了担忧和不确定性。

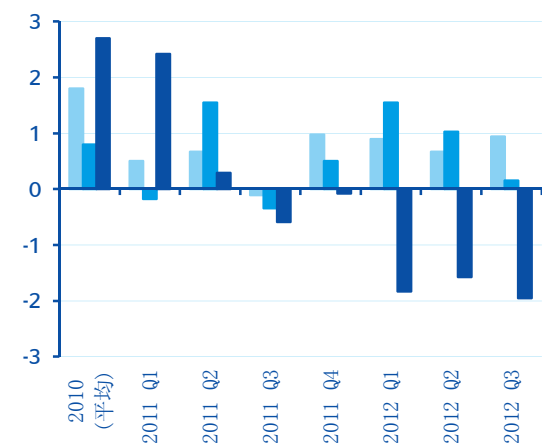
最后，由于发达经济体的问题，中国，印度，和阿根廷的经济减速，对巴西的出口产品需求减少，造成了巴西出口量的减小。然而，国内经济的不振和去年实施的贸易壁垒造成了对进口会修正的担忧，这造成净出口对 GDP 的负面影响有所下降。

图 3
GDP 增长率（季度环比）



来源：IPEADATA

图 4
消费和投资增长（季度环比）



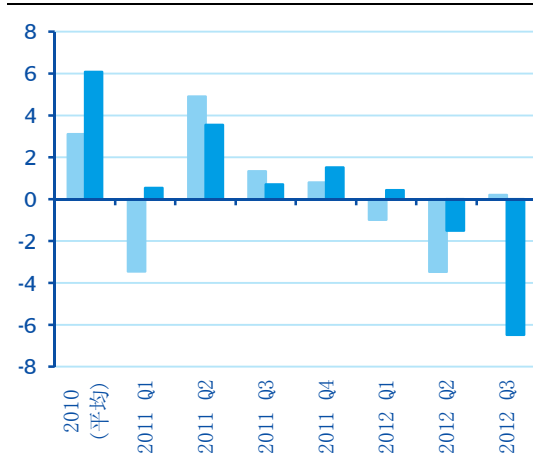
来源：IPEADATA

1: 工资的上涨一部分是由于 2012 年初最低工资上调 15% 的影响。

2: 家庭部门不良贷款率在 2012 年达到 7.9%，相较于 2 年前 5.7%。

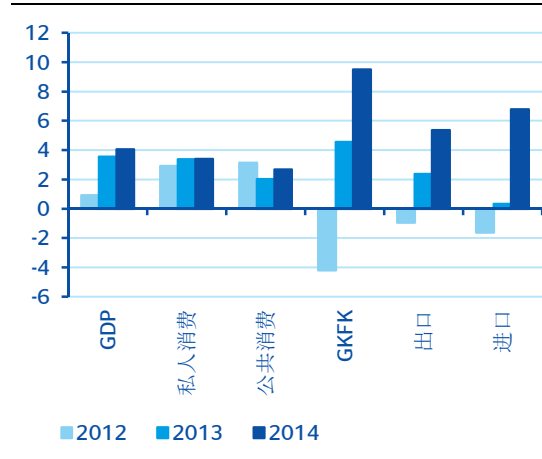
3: 2012 年企业信贷增长放缓较家庭信贷放缓没那么剧烈。企业信贷增长从 2011 年的 17.3% 下降到 2012 年的 13.5%。另外，企业的不良贷款率保持稳定，自 2011 年底保持在 4.0%。

图5
出口和进口环比（季度环比）



来源：IPEADATA

图6
BBVA 增长预测：GDP 和需求因素 (%)



来源：BBVA Research 和 IPEADATA

高频指标显示，GDP 在第四季度增长 0.6%，和第三季度保持一致。按年，在 2012 年 GDP 仅增长了 0.9%，这是 2009 年以来的最差情况。

我们目前对 2012 年的预计低于 3 个月前。我们调低了年增长，从 1.6% 到 0.9%，主要由于第三季度出乎预期的糟糕表现。（观测值：0.6% QoQ；预测：BBVA 1.4% QoQ, consensus 1.2% QoQ）。

总的来讲，2012 年本国经济缓慢增长，其这种增长非常脆弱，主要依赖于消费。

我们预计经济会在今年渐渐得到活力，全年增长为 3.6%

如果经济继续保持 2012 年的增速-大约 0.6% 季度环比-2013 年全年增长会是 2.4%。然而，我们预计今年的经济会逐渐加速增长，2013 年全年增长 3.6%。

我们预计私人消费的强劲，基础建设投资对私营部门的开放，降低的库存水平，支持性的财政和货币政策，信贷的可获得性和改善的外部环境，都会促进投资的增长。我们预计投资全年增长 4.6%，成为支持本国需求的一个因素，虽然这个速度不及往年（2004-2011 年间，投资平均年增长在 8.7%）。

劳动力市场持续的稳健型和家庭信贷的回升，对应不良贷款的下降，令私人消费会在 2013 年保持积极的基调。我们预计私人消费，其占国内生产总值的 64% 左右，在 2013 年增长 3.4%，相比 2012 年的 3.0%。（低于 2004-2011 年的平均年增长率 5.1%）

尽管我们预计 2013 年外部需求会更有支持性，经济复苏的主要动力还是国内需求。我们预计其会对 3.6% 的经济增长贡献 3.4 个百分点。在 2012 年，我们预计国内需求在整体 0.9% 的增长中贡献了 0.7 个百分点。

在 2014 年，经济增长会继续巩固，并达到 4.0% 的增长率。（图 6）2014 年的经济也会受益于举办世界杯足球赛和持续扩张性的国内政策和改善的外部环境。

总体而言，我们预计投资反弹的推动经济增长。但是这个进程也会受到干扰：例如新一轮的经济干预政策，外部环境的恶化都会令经济复苏终止。因此，尽管我们对巴西经济的短期前景保持相对乐观，我们继续看到不可忽视的风险（见下面关于该国面临的外部和内部风险）。

在 2013 年，通胀压力不会消退

通胀在 2012 年意外的上升到 5.8%。这使得通胀率连续第三年高于 4.5% 的目标，虽然在 2.5% - 6.5% 的官方范围。

去年下半年通胀上升的主因是食品价格的上涨（上涨 9.8%），其占 IPCA 指数大约 24% 左右。但是，还有更多的因素导致了通胀的上升。特别是需求旺盛的劳动力市场。正如我们之前所提到的，工资增长高于通胀率。服务类通胀较好的反应了劳动力市场对价格的影响，其在去年下半年开始上涨，并在 12 月份达到 8.7%。

核心通胀指标也显示通胀压力是广泛的，不仅限于食品。5 个核心指标的平均值显示通胀从去年年中的 5.2% 上升到年底的 5.6%。

食品价格的动态变化（关系到供给问题），劳动力市场的紧张度（产生的服务类通胀），汇率贬值，以及巴西经济的指数化，都有助于解释为什么在经济增速远低于潜在水平的时候，通胀却居高不下。

2013 年通胀没有放缓的空间。尽管食品价格上涨可能放缓，今年最低工资标准的调整也是去年的 15%，但是紧张的劳动力市场和逐渐恢复的经济活动都会保持价格的压力。

年初的数据支持这样的观点，通胀将在今年继续令人担忧：在 1 月份，IPCA 达到 6.15%，这是 12 个月内的最高值。

今年年初政策决定者也表明了控制通胀的政策倾向：减税和对价格实施管制；另外会运用除了 SELIC 利率外的其他工具，例如汇率。

在一月中旬，由于对通胀的担忧上升，政府决定采用比预期更早和更大幅度的削减电费计划（18-32%）大于之前计划的（16%-28%）。

此外，自 2012 年年底以来，央行已调整了其在外汇市场的干预，偏向有利于升值的政策，控制通胀压力。政府也取消了一些之前实施的资本控制措施（请见下一个部分关于汇率）。

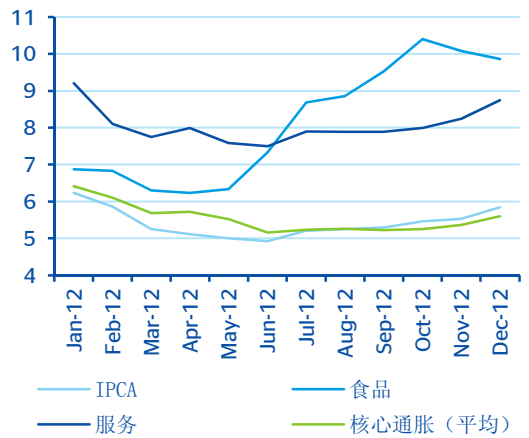
我们预计 2 月份，削减电费的效果会略微减小通胀压力。在一些城市和州运输税率调整的延期也会在今年的年初为通胀压力带来一定缓解。此外，其他措施例如对一系列必需品的减税措施和汇率的升值都会帮助把通胀控制在官方范围内。

根据我们的估计，通胀趋势在今年上半年会在 6.5% 附近，然后在今年下半年逐渐减速⁴。我们预计通胀率接近今年的 5.6%，稍低于在 2012 年年底。在 2013 年的平均通胀率将上升至 6.1%，从去年同期的 5.4%。在 2014 年我们预计价格持续存在压力，通胀率在 5.5%，这越来越被认为是 BCB 的潜在通胀目标（图 8）。

我们并不认为国内需求在 2013 年的复苏会对劳动力市场造成更多的压力和进一步令服务价格上涨。我们认为今年的工资调整相对 2012 年较小，不会影响到价格。同时，我们认为经济在 2012 年放缓的情况以及未来会开始增长的预期，促进了囤积劳动力的行为，这为国内需求的提高创造了条件，同时不会过多的影响到价格。然而，现阶段这种预期并没有完全形成，通胀仍然是最主要的风险。（见下面对巴西经济体基线情景风险的分析）。

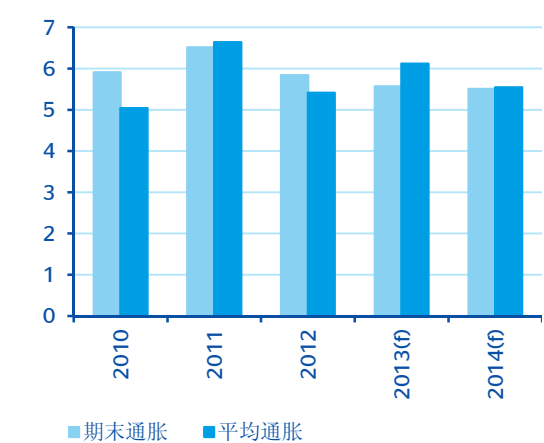
4: 基数效应对于预期通胀走势起到重要影响

图7
通胀:通胀及核心通胀平均值,
食品和服务(年度百分比变化)



来源: Central Bank of Brazil

图8
通胀:平均值和期末值 (%)



来源: BBVA Research 和 Central Bank of Brazil

巴西央行保持货币政策现状，处于高通胀和低增长的困境中

BCB 在其最近的通信中，继续强调外部环境的复杂性。但是其焦点已经转移到国内状况上。对货币政策当局来讲，一方面低增长应当造成通胀下行，另一方面最近又出现通胀上升的风险。BCB 承认最近风险平衡开始恶化，但是仍然认为保持货币政策的现状是达到 4.5%通胀目标的最佳策略。

在我们看来，最近的央行通信中显示会保持 SELIC 利率不变在 7.25%。我们认为持续的通胀压力最终会促使政策方面的回应，例如对货币升值的适度容忍，或者在更多减税政策之外对公共支出的调整，但是不会调升 SELIC 利率。

新一轮的货币宽松政策至少在短期内不开可能出现。

如果通胀在今年上半年继续恶化，央行可能会变得更为强硬，特别是如果增长水平没有出乎意料的向下，但是我们仍然认为不会调升 SELIC 利率。在今年下半年预期通胀下降会减轻央行的一些压力。在任何情况下，SELIC 利率下调都不太可能，国内需求会渐渐提升，通胀会保持在大于 4.5%目标之上。

新的货币政策，新的财政制度⁵

最近利率的显著下降是自巴西经历恶性通胀时期后最重要的变化。这正在引起财政政策的重要改变。

在 2001 年-2011 年之间，利息支付占 GDP 的 6.5%，这显然是由于高国内利率引致的（真实利率在 8.5%）。这导致政府需要创造大量财政盈余保持财政赤字在控制范围内，并且尽量减少债务对 GDP 百分比。这个财政制度运行的颇为良好，盈余在上个 10 年都保持在 3.2%左右，公共债务从 2002 年的 60.6%下降到 2011 年的 39.1%。

然而，自 2009 年开始，虽然政府都可以达到大约 3.1%的财政盈余目标，但是却越来越依赖一次性的收入（也即是创造性的会计方法）。这些措施包括巴西国家石油公司的资本化，债务税的结算，非典型股息以及国家主权基金的推出。在 2012 年政府再次依赖一次性的收入达到 2.4%的调整后财政目标。虽然财政盈余在减少，利息下降到 4.8%令总公共赤字略微下降到 2.5%并且帮助公共债务下降到 35.1%。

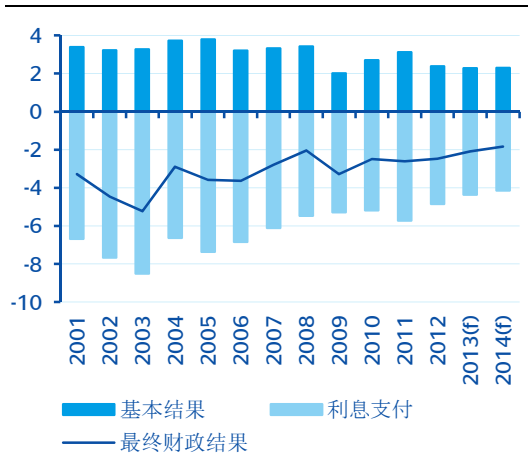
5: 此部分主要内容为 巴西经济观察 “巴西的宏观混合状况: 新财政制度和新货币政策”。

我们预计政府会持续利用低息所创造出来的空间改进目前的财政目标系统。（根据预测，政府的利息负担会在未来几年持续下降到 4.0%）。就这一点而言，政府宣布了就 2013 财政目标进行了一些调整。根据这项法案，完整的盈余目标将保持在 3.1%，但政府现在允许排除最多占国内生产总值 0.4% 税收减免及占 0.9% 的投资项目包括在 PAC 目标。实际上，基础财政盈余目标会降低到占 1.8% 的 GDP。

财政目标的变化是合理的，相对于 1999 年首次建立财政目标时，巴西的经济状况现在要健康很多。（较低风险，公共债务和外债以及利率）。当然，可能在像目前经济状况在潜在增长之下时，财政目标是有必要的。实际上，我们对 2012-2017 年的债务状况预测显示，即使财政盈余下降显著，公共债务占 GDP 百分比一样会下降到 27-29%。（图 10）

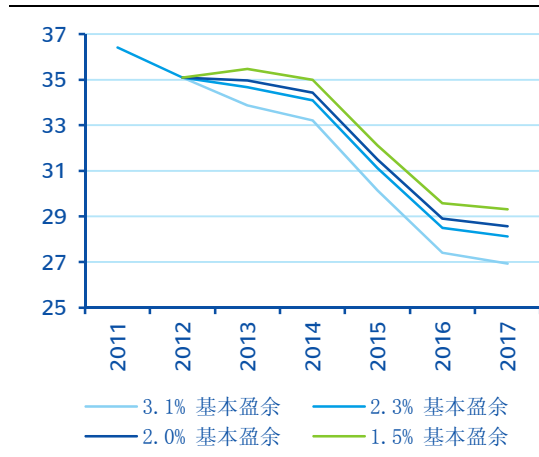
财政目标的放宽可能会对通胀及通胀预期的上升造成压力。此外很重要的事，财政和货币当局要继续协调宏观混合状况，这在前几年的卢拉政府并没有采用，在 2011 年上台的迪尔玛政府需要重新建立这一政策。

图 9
财政账户 (% GDP)



来源: BBVA Research 和 Central Bank of Brazil

图 10
净公共债务 / GDP (% GDP)
建立在基础财政目标的假设上



来源: BBVA Research

我们认为，财政政策的放宽会为货币政策减少一些压力，货币政策的波动会比之前降低。应当在需求减弱时（如在 2012 年和 2013 年初）实行财政宽松，在国内需求增强和通胀压力上升时收紧财政政策。我们预期在今年财政政策会略微收紧，从而避免调升 SELIC 利率。在这方面，我们认为政府可能不会把所有的缓解空间在今年使用。也即是说我们预计今年基本盈余为 2.3%，高于 2013 年财政法案规定的最低值(图 9)。

尽管我们认为这次的财政政策微调会是有挑战的，但是其对限制通胀在可控范围内是非常重要的，虽然通胀还是会高于 4.5% 通胀目标。

汇率的困境: 支持竞争力还是降低通胀压力?

无论是高通胀还是缺乏竞争力都是巴西目前面临的主要问题。由于汇率同时影响竞争力和通胀，同时巴西政策制定者更多的干预外汇市场（现在的汇率系统更像联系汇率制度而不是浮动汇率），现界政府面临着两难困境：汇率政策是应该偏向于支持竞争力还是处理通胀压力？

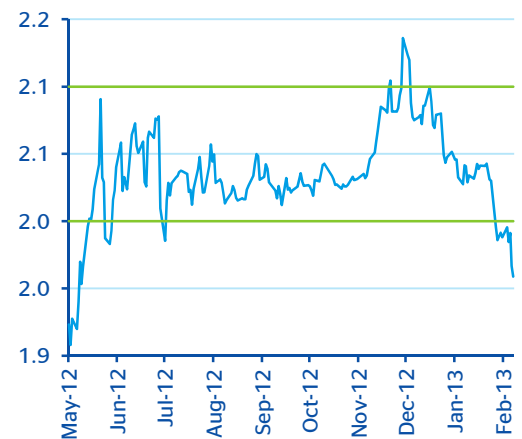
着眼于竞争力，巴西政府从 2012 年 5 月到目前令巴西雷亚尔从 1 美元对 1.8 贬值到 1 美元对 2。在此期间，财政部（偏向于令货币贬值）和央行（偏向于令货币升值）之间达成了协议令货币在 2.0-2.1 范围内。

然而，最近的通胀担忧引发政府更倾向于令货币适度升值。一些之前实施的资本管制措施现在已经被放松。最近的一次是对外商投资房地产基金 IOF 税从 6% 至 10% 的减少。此外，在 BCB 调整其在外汇市场的干预，以清楚地表明有利于 BRL 升值。

由于最近的这些举动，巴西货币已经在过去几个星期走强，现在低于 2.0 为 1.96（这是 2012 年 5 月的最低水平）。这样的升值大致符合我们的预期，政府愿意通过非利率方式来控制通胀。

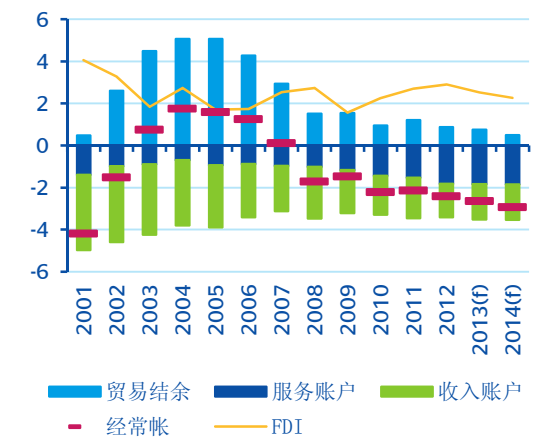
展望未来，我们预计巴西雷亚尔在 2013 和 2014 年持续在 2.0 左右。（请见此报告背后的预测表格）虽然我们认为今年会有少许升值，但是升值到 1.85 以下水平不太可能。虽然为了对抗通胀，一定的升值是需要的，但是考虑到竞争力的问题，大幅升值不在政策制定者的考虑中。

图 11
汇率 (BRL/USD)



来源: Central Bank of Brazil

图 12
经常帐赤字 (% GDP)



来源: BBVA Research

经常帐赤字在 2013-2014 年会扩大

在国外旅游支出不断增加的带动下，服务账户赤字上升到 GDP 的 1.8%，同时贸易顺差收缩，使经常帐赤字扩大到 GDP 的 2.4%（图 12）。因此，经常帐继续下行趋势，这也由于国内需求的增长以及巴西雷亚尔的升值。2012 年的货币贬值和经济活动放缓实际上缓解了经常帐更加恶化。

由于最近的经济增长放缓和货币的走弱，经常帐进一步恶化的几率不大。此外，强劲的外国直接投资（2012 年占 GDP 的 2.9%）和庞大的国际储备（占 GDP 的 16.7%）为资本流入突然逆转的风险以及恶化的贸易条件提供了保险。

我们预计贸易顺差将继续下降，服务和收入账户的赤字会继续扩大，经常帐赤字今年会达到 2.6%并在 2014 年达到 3.0%。（图 12）

较高的国内风险抵消了较低的外部风险

在最近几个月全球动荡变得缓和，发达经济体的极端情况发生的几率大大减少。然而，全球经济的不确定性依然很高。

像我们在之前报告中所提到的，如果发达经济体出现意外情况，将会对巴西产生严重影响。（请见 2012 第三季度巴西经济展望）因此，极端情况发生的可能性的减少支持了我们对巴西经济的基准情景预测。

然而，有一些特质风险会令巴西经济表现不如预期；并且和 3 个月前相比，这些风险变得更为显著。巴西经济面临着更严重的国内风险。

通胀的持续上涨。国内需求在今年会对巴西通胀造成更大的压力。另一方面，目前控制通胀的方法比较软弱（使用非利率工具控制通胀）。所以，我们不应忽视通胀变得不受控制并且迫使央行调整利率可几率，这会给增长带来负面影响，尤其是在目前增长低于潜在增长时。

另一个本国风险是目前依靠私人消费和信贷扩张带动的增长模式消失殆尽。虽然最近政府已经开始使用一些供给方面的措施促进经济，但我们认为这个风险依然存在。(向私人部门开放基建项目，减税等)并且尝试提升竞争力。

另外一个风险是政府对经济的过度干预，其会抑制私人投资计划。

最后，过度的公共信贷扩张在短期和中期都是一个风险(去年公共信贷增长了 27%，而私人信贷只增长 8%)。

虽然我们对巴西经济的复苏仍然保持乐观，增长率预计在 3.5%，一些特质风险会造成经济发展的停滞。

5. 表格

表 1
年度宏观经济

	2011	2012	2013	2014
GDP (% y/y)	2.7	0.9	3.6	4.0
通胀 (% y/y, 期末值)	6.5	5.8	5.6	5.5
汇率 (vs. USD, 期末值)	1.87	2.04	1.99	2.04
私人消费 (% y/y)	4.1	2.9	3.4	3.4
政府消费 (% y/y)	2.0	3.1	2.0	2.7
固定资产投资 (% y/y)	4.8	-4.2	4.6	9.5
财政平衡 (% GDP)	-2.6	-2.5	-2.1	-1.8
经常帐(% GDP)	-2.1	-2.4	-2.6	-2.9

来源: BBVA Research

表 2
季度宏观经济

	GDP (% y/y)	通胀 (% y/y; eop)	汇率 (vs. USD; eop)	利率 (%; eop)
Q1 12	0.8	5.3	1.83	9.75
Q2 12	0.5	4.9	2.02	8.50
Q3 12	0.9	5.3	2.03	7.25
Q4 12	1.5	5.8	2.04	7.25
Q1 13	2.5	6.2	1.97	7.25
Q2 13	3.4	6.5	1.95	7.25
Q3 13	4.0	6	1.97	7.25
Q4 13	4.4	5.6	1.99	7.25
Q1 14	4.4	5.7	2.00	7.25
Q2 14	4.1	5.5	1.99	7.25
Q3 14	3.9	5.5	2.01	7.25
Q4 14	3.8	5.5	2.04	7.25

来源: BVA 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 Emerging Markets Unit:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@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.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@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