

经济展望

乌拉圭

2012年上半年
经济分析

- 全球增长将逐步恢复，但仍有强烈下滑风险
- 由于外部脆弱性较低，乌拉圭恢复投资级，提高了增长潜力
- 经济活动逐步减缓，这与较低外部需求是一致的，在2012年增长率降至4.2%
- 财政平衡轻微恶化反映了高能源价格和经济减缓的影响：基本预算盈余将达到1.4% GDP
- 由于合作伙伴进口限制和不利价格造成经常项目轻微恶化：赤字将增至2% GDP，将通过外国直接投资融资
- 国内价格坚挺以及货币升值将制约乌拉圭中央银行；我们预计，在年底前，货币政策利率将保持在8.75%

目录

1. 全球复苏，但风险再次出现.....	03
2. 乌拉圭恢复投资级，提高了增长潜力.....	05
3. 因外部需求较低，经济活动适度下滑.....	06
4. 审慎的债务管理和基本盈余提高了财务实力.....	07
5. 不利的相对价格使2012年经常项目恶化.....	09
6. 乌拉圭中央银行几乎没有机动空间.....	10
7. 尽管仍存在一些特殊弱点，但受全球风险的影响有限.....	11
8. 附表.....	12

出版日期：2012年5月18日

1. 摘要：全球复苏，但风险再次出现

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1%（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（影响地区供应链）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

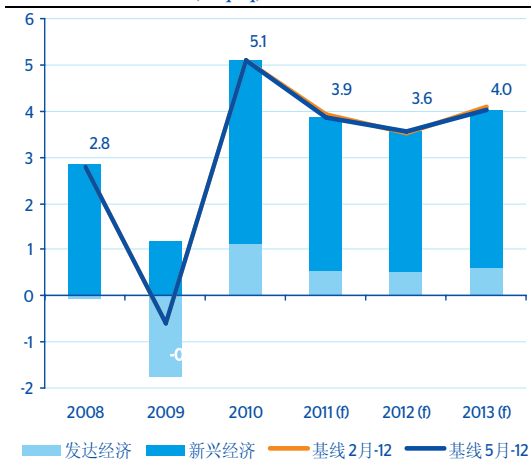
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

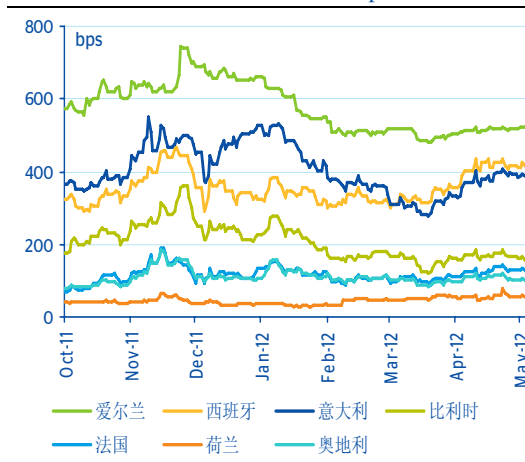
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿美元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价
(对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长，这些积极影响证明是暂时的 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先，ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革，同时，核心国家应刺激欧元区的需求。其次，有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线，以制定全面、详细的中期整顿方案。

尽管价格猛涨会造成重大风险，但当前油价仅对全球增长有着适度影响

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力)。

在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为 120 美元/桶，比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

2. 乌拉圭恢复投资级，提高了增长潜力

审慎的债务处理、出口多样化以及 FDI 开放降低了对外部冲击的主权脆弱性

由于规范有序的经济管理以及以遵守法律制度为基础的民主巩固，乌拉圭在经济和体制方面取得的重大进展使得标准普尔将其升级为BBB-，从而恢复在2002年危机中失去的投资级地位。评级机构强调了持续增长带来的财政和对外指标改善；审慎的主权债务管理（参见第4部分）以及不断提高了的抵抗外部冲击的能力。

乌拉圭因其机构的信誉和质量而在国际排名中名列前茅，如表1所示，它与南美洲其它国家相比脱颖而出。

表1：国际指标，乌拉圭排名

指标	乌拉圭在南美的排行	乌拉圭在世界的排行
清廉指数 (透明国际组织 2011)	2	25
民主指数 (经济学人智库 2010)	1	21
经济自由度指数 (传统基金会 2011)	2	33
繁荣指数 (列格坦研究所 2011)	1	29
政治稳定指数 (世界银行 2010)	1	44
全球竞争力指数 (世界经济论坛 2011-2012)	3	63
各国经商容易度列表 (经商 2012)	4	90

来源：乌拉圭经济部

来源：乌拉圭经济部

除了体制合理，乌拉圭还在经济发展方面做出了巨大努力，将在今年达到十年连续增长的顶点。由于贸易开放以及旨在吸引外国直接投资的政策，它能够克服较小规模固有的限制。实际上，乌拉圭制定了给予外国投资商有利待遇的特殊法律，使它们具有与国内公司同等的地位。

2007年，乌拉圭通过了《促进和保护投资法》，最近在2011年中期，又批准了关于“公共-私人参与基础设施和提供相关服务合同”的法律，这是对投资的新促动，其重点是基础设施，尤其是高速公路、港口、机场和能源基础设施。基础设施改善将有利于吸引新公司并增加现有公司投资。

投资级评级对潜在产出增长的影响在中期和长期是至关重要的。毋庸置疑，它将对降低资本成本和提高投资产生积极的影响，尽管它可能在设计一项防止短期资金过量流入的战略方面面临挑战，从而可能使已经坚挺的货币面临的升值压力增大。它将对资金流入以提高生产率进而促进投资至关重要，主要是基础设施和能源，其中部分瓶颈已经显现。

3. 因外部需求较低，经济活动适度下滑

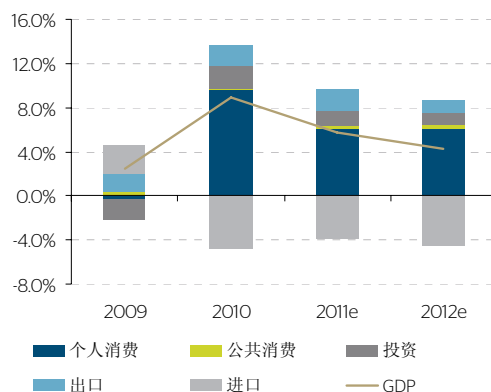
造成信用评级提高的最重要因素之一是乌拉圭从2006年开始持续增长。实际上，它是全球在2009年没有经历衰退的少数国家之一。尽管2011年GDP增长低于预期（5.7%，预计6.2%），但这是由于4Q11影响发电和制造业的特殊因素¹造成的，使得GDP季同比下降1.9%。正如上一期报告预测那样，其它部门总体下滑，尽管幅度适中。

2012年，我们保持增长预测基本不变，因为主要鉴于欧洲不确定性造成的外部需求下降，尤其是阿根廷和巴西低于预期的增长数据，我们以前评估已经考虑了今年出现明显下滑的情况。由于主要合作伙伴货币的大幅贬值（而乌拉圭比索相对稳定）以及最近其它MERCOSUR成员国施加的贸易壁垒，对外部门的竞争力也将下降。

2013年，主要由于工资增长减速（实际较低工资增长率）以及Montes del Plata项目大规模投资阶段结束造成国内消费低迷，我们预计GDP增长率将小幅下降（3.9%）。

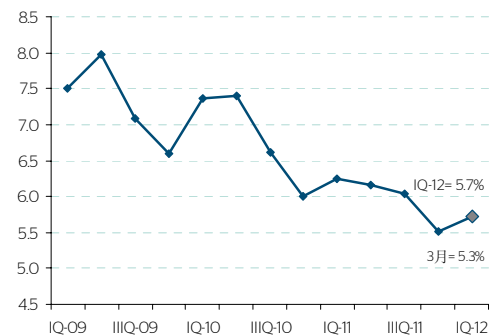
劳动力市场是在2011年下半年恶化后1Q12消费者信心提高的主要因素之一。该因素以及一些初步指标（如来自工业协会的重要CERES指数和工业产值指标）表明，经济在今年前几个月继续增长，尽管速度较慢。原因是走弱的房地产行业、1月份炼油厂关闭（实际上从10月至1月）、干旱对发电的影响以及阿根廷和巴西强加的贸易保护主义措施，这影响了某些工业部门和物流部门。

图3
乌拉圭：增长贡献



来源：B.C.U.

图4
总失业率，季平均



来源：INE

然而，乌拉圭增长下滑受到国内需求走强的限制。在保持适度乐观的情况下，由于失业率处于空前低水平（参见图4）以及约4%的实际工资增长，个人消费仍是今年经济活动最重要的支撑之一。今年没有计划新的大规模投资项目，如Montes del Plata（2013年启用）或Botnia（2008年）。然而，投资将受到为优化纤维素厂正常运营所需的基础设施工程的推动，它将从附属工程开始，如港口和55号线建设。

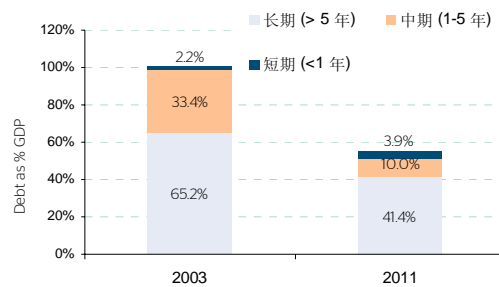
¹4Q11 GDP萎缩基本源自电、气和水供应部门以及制造业。对于前者，干旱使水力发电下降，而制造业受到ANCAP冶炼厂重组的消极影响。

4. 审慎的债务管理和基本预算盈余提高了财务实力

精明的债务管理是赢得投资级的关键，这一方面大幅改善。乌拉圭不仅设法将其公共债务水平从2003年的100.8% GDP降至2011年的55.4% GDP（参见图5），而且它还降低了美元化比重，从而降低了潜在汇率波动带来的风险（参见图6）。乌拉圭还利用异常低国际利率的有利时机，在2011年12月将固定率债务比例提高到84%，而2003年仅为54%。

乌拉圭设法改善其债务状况，而没有像阿根廷在2002年危机期间那样拖欠债务。尽管在降低债务负担方面取得的进展较为缓慢（在阿根廷，公共债务目前为44.1% GDP），但显然，有利市场运作的重新谈判战略以及对现有合同的遵守使乌拉圭更永久性地降低了风险溢价和债务收益。尽管其公共债务水平仍高于其主要Mercosur合作伙伴（参见图6），且美元化水平高于巴西，但其到期债务结构和利率构成更加有利，因为可变利率债务/GDP仅为8.8%。

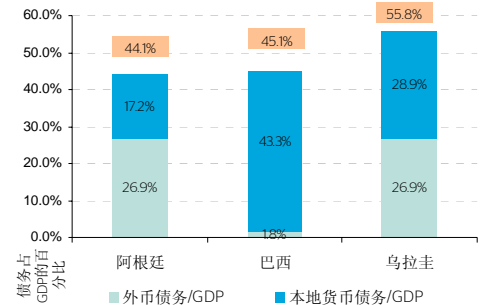
图5

到期公共债务
(% GDP)

来源：乌拉圭债务管理单位，BBVA Research

图6

外币债务 (% GDP)



来源：阿根廷、巴西和乌拉圭经济部，BBVA Research

合理增长和保守公共支出政策的环境使得乌拉圭在2002年危机后连续9年保持基本预算盈余。在2012年，它将再次取得积极成果，我们估计将为1.4% GDP，低于去年的2% GDP。收入水平将不仅受到经济下滑而且还受到今年高油价的影响。此外，较低的水力发电将给国有企业带来损失，因为政府可能不会调整能率，以防止其影响通货膨胀。

政府在满足其融资需求方面将不会有任何问题，因为它制定了一项前瞻性的市场债务发行计划，并与国际组织保持积极的关系。2012年融资需求包括分期偿还6.37亿美元债务以及支持12.13亿美元利息。据经济部称，这些需求将通过基本预算盈余以及从多边组织贷款2亿美元和债务配售12亿美元来满足（参见表2）。

表 2
中央政府资金流量

中央政府资金流量 美金百万		
	2011	2012
用途	3976	2019
利息支付	1170	1213
分期偿还	2737	637
贷款	457	192
债券	2280	445
其他	69	168
资源	3976	2019
预算盈余	800	700
多边支付	237	192
发行	4673	1200
其他	119	96
资产利用	-1853	-169

来源：乌拉圭经济与财政部

从信誉角度来看，与阿根廷的《税收信息交换协议》响应了 OECD 关于向国际金融市场提供更高透明度的要求，从而有助于降低主权债务融资成本。协议本质上并不具有追溯效力，每个信息请求必须认真考虑，从而避免可能引起外国投资者恐慌的大规模检查（主要是阿根廷人）。这样，对进入乌拉圭资金流量的负面影响受到限制，而取消双重课税将提高乌拉圭服务出口商的竞争力。

5. 不利的相对价格使 2012 年经常项目恶化

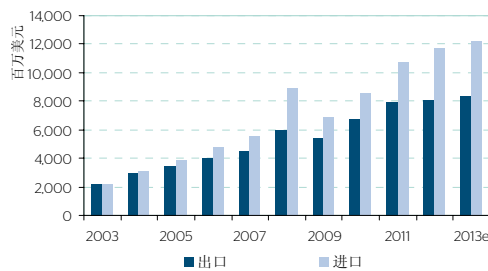
2011 年，乌拉圭外贸赤字为 28 亿美元，出口增长 18%，进口增长 24%。然而，出口增长主要受价格控制（增长 23%），因为出口额下降了 5%；进口价格增长 13%，进口额增长 9%。对于乌拉圭，鉴于国内需求，有利的进出口交换比率不足以弥补对外差额，因此，2011 年经常项目逆差增至 1.9% GDP。

鉴于乌拉圭进出口构成，我们预计，考虑到农产品比重（其价格在今年下半年将下降，而占进口大部分的石油价格将在今年剩余时间内保持坚挺），2012 年进出口交换比率将下降约 4.7%。

出口额将下降，主要原因是全球需求减弱以及阿根廷最近对进口施加的非关税壁垒，尽管 2012 年下半年和 2013 年巴西恢复增长将部分抵消这一影响。进口将增长 9% y/y，其中一半来自于价格上涨。因此，贸易差额将使 2012 年的赤字达到约 36 亿美元。

从 1 月至 4 月，出口总额增长 10.7% y/y。然而，对阿根廷出口下降近 6% y/y，反映了这些进口限制造成的难度并降低了阿根廷作为乌拉圭出口目的地的份额。根据乌拉圭 XXI 公布的信息，在今年第一季度受贸易限制影响最大的部门是汽车和汽车零配件、造纸及硬纸板。

图 7
贸易差额
(百万美元)

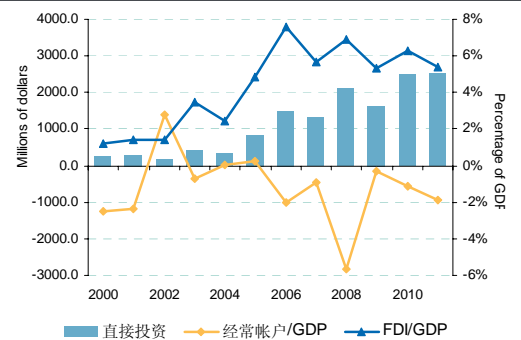


来源: BBVA Research, 基于 BCU

这将造成经常项目的轻微恶化（2% GDP），主要原因是贸易赤字增加。鉴于旅游季节并未达到上一年的预期，实际服务将不会完全抵消这一结果。实际上，在 2012 年第一季度，旅游收入达到 9.99 亿美元，比 2011 年同期低 7%。进入乌拉圭的游客数量及人均支出均下降，主要原因是巴西和欧洲游客数量下降。相比之下，进入阿根廷的游客数量及其支出均有增长，没有受到阿根廷外汇限制的影响。

然而，经常项目逆差增大可通过外国直接投资（FDI）轻松融资，FDI 在 2011 年达到创记录的 25.27 亿美元，或 5.4% GDP。我们预计，未来这一趋势将持续，乌拉圭将再次实现创记录的 FDI 稳定收入，因为近期恢复的投资级地位将为 FDI 增加提供额外刺激。

图 8
贸易支付差额: 经常项目和 FDI (百万美元)



来源: BBVA Research, 基于 BCU

6. 乌拉圭中央银行几乎没有机动空间

因大规模 FDI 流入以及较小程度上政府和中央银行债务发行带来的丰富外币供应继续支持乌拉圭比索对美元保持坚挺。我们估计，2012 年底的汇率为 UYU 19.9/USD，接近其当前水平。

鉴于多边实际汇率对长期平均值已增长 10.5%，乌拉圭中央银行通过在今年前四个月干预外汇市场以及购买 4.4 亿美元债券而避免比索进一步升值，比 2011 年全年数字要高得多（3.39 亿美元）。

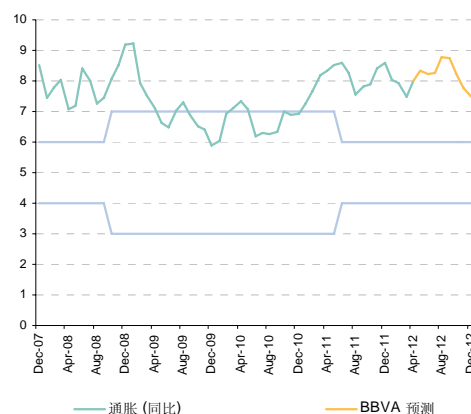
今年截止目前，与地区其它国家货币相比，乌拉圭比索波动相当小，尤其是与巴西雷亚尔相比，这可能反映了短期资本在乌拉圭的重要性下降。然而，我们认为，这是暂时的，2013 年比索将开始逐步贬值，与巴西雷亚尔更加一致，在年底达到 UYU 20.4/USD。因此，多边实际汇率将保持不变，从而防止竞争力持续下降。

中央银行汇率干预所产生的货币化只被金融主管当局部分消除。这使价格压力增大，它在 2011 年增长了 8.6%，远超过中央银行目标范围 4% - 6% 的上限。国内需求走强将是今年通货膨胀的关键，鉴于核心通货膨胀反映的通货膨胀惯性，它将在 2012 年达到 7.5%（参见图 6），核心通货膨胀仍高于一般通货膨胀。

对乌拉圭泰勒原则评估表明，考虑到产出差距缩小以及通货膨胀预计下降，货币政策利率将在 2012 年最后一个季度降至 8.40%（参见图 7）。然而，我们认为，货币政策委员会（COPOM）仍在担忧过热和油价风险，这些对于乌拉圭相当严重。在这种情况下，我们估计，货币政策利率（MPR）将保持在当前水平 8.75%，实际利率为稍小正值，再加上经济活动减弱，它将从消费获得推动，并在年底降低价格。我们预计，MPR 将于 2013 年下降 50 个基点，通货膨胀将降至 6.9%，使得实际利率基本未变。

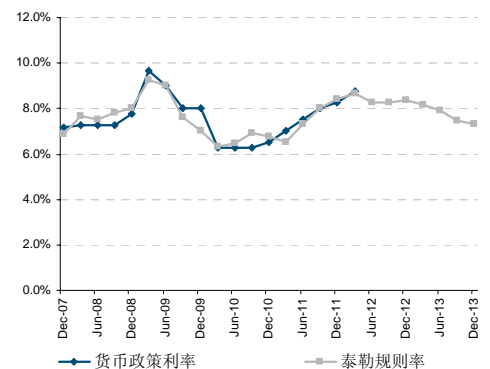
正如我们在上一期报告中解释那样，鉴于货币继续走强，货币政策困境变得更加严重。然而，由于通货膨胀仍高于目标范围且经济和就业并未呈现强烈减弱迹象，中央银行几乎没有降低货币政策利率的机动空间。在这种情况下，采用一系列宏观审慎措施或控制公共服务价格的可能性越来越大。

图 9
通货膨胀和预期



来源：INE、BCU 和 BBVA Research

图 10
乌拉圭泰勒规则



来源：BBVA Research

7. 尽管仍存在一些特殊弱点，但受全球风险的影响有限

由于商品价格普遍崩溃将对进出口交换比率产生积极影响，因此，与地区其它经济体相比，欧洲风险情景通过外贸对乌拉圭的影响程度较小。鉴于石油在进口中的比重较大，这甚至会造成经常项目改善（通过贸易差额），因为全球食品需求低收入弹性，农业出口价格受到的影响比油价要小。资金流入“突然中断”不可能造成严重问题，因为大部分资金以 FDI 形式进入乌拉圭，这比短期流动更加稳定。

财政部门风险也相当有限，因为油价下降将提高政府所有公司的财政业绩，部分抵消因经济活动减弱造成的收入下降。今年和明年公共部门融资需求已得到满足的事实降低了主权债务对全球风险规避突然增加的脆弱性。

对乌拉圭经济增长的最大影响可能来自欧洲危机对巴西和阿根廷的影响。对于两者，其经济活动将大幅下滑，这可能造成乌拉圭货物和实际服务（旅游）出口下降。然而，乌拉圭面临的最大风险可能来自汇率波动性增大（在周边国家贬值的刺激下）。由于储蓄美元化和金融负债，这些情况将造成国内不确定，从而大幅降低信心。反过来，这将对经济活动水平产生消极影响，尽管不可能出现大规模下滑。

然而，乌拉圭在经济和体制合理性方面取得的重大进展尚未完全消除特殊风险，这在中东地缘政治紧张的情况下尤其重要。这些风险之一是乌拉圭能源系统对石油进口的严重依赖。这种情况在水力发电较低以及油价较高时更加严重，目前就是如此。

这种脆弱性因持续高于中央银行目标范围的通货膨胀而增强，因为它使财政方面的压力增大。面对允许石油对国内价格更高传递效应或降低国有公司利润的困境，政府将可能选择牺牲财政偿付能力，因为更高通货膨胀不仅对经济造成消极影响，而且还会因工资和保险费支出增长而对财政业绩本身造成其它二次效应。

流金流入增长的消极一面是货币升值，从而降低竞争力。乌拉圭必须密切关注这一方面，因为其实际多边汇率已经较高。尽管仍处于可管理水平，但如果强大资金流入继续，局势将变得更加复杂。由于失业率达到创记录低水平且人口增长率较弱，劳动力供应的刚性可能增大。这一方面的主要挑战是提高劳动生产率，使得资金储备预期增加，以支撑中期的扩张经济周期。

8. 附表

表1
宏观年度预测

乌拉圭					
	2009	2010	2011	2012	2013
GDP (% 同比)	2.4	8.9	5.7	4.2	3.9
通胀 (%同比, 平均)	7.1	6.7	8.1	8.1	7.1
汇率(兑美元, 平均)	22.5	20.0	19.3	19.7	20.2
利率 (% , 平均)	8.7	6.3	7.0	8.8	8.3
个人消费 (% 同比)	-0.3	13.7	8.2	8.0	3.0
政府消费 (% 同比)	3.1	0.8	3.0	3.0	2.5
投资 (% 同比)	-8.5	10.1	7.0	4.0	4.0
财政平衡 (% GDP)	-1.7	-1.1	-0.9	-1.5	-1.3
经常帐户 (% GDP)	-0.3	-1.1	-1.9	-2.0	-1.6

来源: BBVA Research

表 2
宏观季度经济预测

乌拉圭					
	GDP (% 同比)	通胀 (% 同比, 平均)	汇率(兑美元, 平均)	利率 (% , 平均)	
Q1 11	6.7	7.7	19.6	7.0	
Q2 11	5.1	8.5	18.7	7.5	
Q3 11	7.7	7.9	18.8	8.0	
Q4 11	3.5	8.3	19.9	8.3	
Q1 12	2.4	7.8	19.5	8.8	
Q2 12	4.2	8.2	19.7	8.8	
Q3 12	3.2	8.6	19.8	8.8	
Q4 12	7.0	7.8	19.8	8.8	
Q1 13	7.9	7.5	19.9	8.5	
Q2 13	6.0	7.0	20.1	8.3	
Q3 13	4.4	7.0	20.2	8.3	
Q4 13	3.3	6.9	20.4	8.3	

来源: BBVA Research

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182.

本报告由阿根廷单位提供

首席经济师

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Juan Manuel Manías
juan.manias@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

With the assistance of:

Andrés Escardó
aescardo@grupobbva.com.uy

Marín Pastorino Rodríguez
fpastorino@grupobbva.com.uy

BBVA Research

Chief Economist of the Group
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

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

Transversal Analysis of Emerging Markets
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

China

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination
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

Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldolopez@provincial.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com
Macroeconomic analysis Mexico
Julian Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.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

Financial Systems and 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 Policies
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Innovation and Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.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.rodriiguez@grupobbva.com

For more information please contact:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
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