

全球展望

2010年第二季度

经济分析

- 全球经济正处于两大冲突的力量之中：一是来自新兴市场与美国的正向的周期性推动，另一个则是来自欧洲的风险溢值的扩大。欧盟的拯救计划部分程度减少了短期的不确定性。
- 复苏成长使得货币政策的退出机制变得各不相同：美国采取了逐步撤离的路线；欧盟的计划不清晰；而新兴市场的退出机制没有一个统一的适合方案。
- 对于发达国家来说，长期的财政巩固是一个主要的挑战
- 对于有着较高的公共债务及私营去杠杆化有限的经济体，对利率向上增长的风险承受能力较差。



目录

1. 持续复苏所要面临的考验	3
2. 世界经济受两大冲突的力量所主导	5
3. 货币政策退出机制因增长差异而不同	8
4. 市场表现出抵抗周期衰退的财政政策功效有限	12
5. 发达国家长期的财政巩固面临的挑战	15
6. 缓慢的金融改革和政策变化很可能使得复苏的情况恶化	17
7. 表格	19

1. 持续复苏所要面临的考验

全球经济现在受到两个相冲突的势力所影响：一是来自新兴市场与美国的正向的周期性推动，另一个则是来自欧洲的风险溢价的扩大。与此同时欧盟的拯救计划部分程度减少了短期的不确定性，中长期的风险依然保持在下降的通道之中。

随着新兴市场和美国的经济复苏，周期性的市场情况在过去的几个季度已经显着回暖。全球贸易额增长达到7%，我们预期2010年的全球增长能够达到4.2%。与此同时，大家都在怀疑欧洲货币联盟在处理其成员国的债务问题方面的决策能力及机制。这些疑虑造成了金融压力的扩散和重新发生。事态的发展会先冲击欧洲大陆的经济体，并很有可能影响全球其它地方。这些负面影响发生的时间及所触及的方面很大程度上受到这次欧盟在5月9日提出的拯救计划的实际效果及所持续的时间来影响。尽管在短期来看这个拯救计划维持了市场的稳定，但是不确定性依然在三方面都有存在：1.未来几个月即将执行的拯救计划；2.欧盟国家未来将要采用的财政巩固计划的可信度；3.欧洲货币联盟的主要国家对拯救计划中期的承诺。

尽管有着全球短期内空前的财政政策及货币政策的扩张所带来的刺激，2010年的经济可持续复苏并没有得到保证，特别是在那些发达国家。

尽管在2010年出的经济复苏在全球发生，但是复苏的力度在不同的国家互不相同。这是由于不同国家在使用财政及货币政策上面的强度不同所造成。这些政策对于为中国及美国提供复苏的刺激带来周期性的向上趋势尤其有帮助。与此同时，新兴市场受到国内需求的复苏带动而广为收益。总的来看，复苏在这些经济体中表现得更加有可持续性。相反的，在发达国家，由于扩张的政策逐渐褪色，对2010年经济是否还能持续复苏的怀疑正在增加。

对于货币政策退出机制不断增加的差的展望：美国将会逐步发生；欧洲货币联盟尚不清晰；而新兴市场没有统一的方案

预期美联储的利率上调的道路将会渐缓。美联储开始上调利率的最早时间估计是2011年刚开始的时候，而利率估计在2011年末也只会微微高过1%。美国和欧洲经济体的背景差异将会导致这两个地区的货币政策发展的不同。尽管经济的增长会在2010年变得迟钝的，但是美国现阶段增长动力变弱的可能性会很小，而初期的通货膨胀压力正在形成。相反的，在欧洲，除了现在脆弱的经济环境外，向上的动力充满不确定性，而通货膨胀的压力几乎不存在。由于周期性的不同，退出的方案会随着国家的不同而改变。在一些国家，如果紧缩的货币政策或者其它控制不能尽快实施的话，宏观经济的不平衡会发生。

市场已经反应出抗周期性衰退的财政政策的效果有限。有着有限的高负债和私有部门去杠杆化经济体受到向上调升的利率所带来的风险较大。

在逆风险情绪高涨的地区，金融市场加重了对未来的不良预期。金融市场在追踪宏观政策的不一致上面非常有效，但在普通的时候经常被忽略。尽管欧洲推出了巨大的拯救计划，但是巨大的风险溢价将会在将来的财政巩固的道路中带来许多不确定性。扩大的风险恶化状态就是现在这个市场脆弱的最好证明。经济历史上充满着很多国家的经济问题蔓延到其它国家的情况。这些情况下，地域上的联系以及相同的周期所带来的影响远比基本面厉害。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管问题的根本依然在激烈的讨论之中，但是为了尽快安抚国际投资者的情绪，现在大部分国家需要尽快加强信用。

长期的财政巩固才是对发达国家的主要挑战

现在市场都在担忧公共债务产生带来的长期后果。这会不可避免的给实际利率和高风险溢价带来上行的压力。就算最近的危机慢慢的消退，慢慢增长的基于对各国财政基础信用带来的歧视会增加。

银行系统的非决定性重组和即将到来的调控过程会减缓复苏

金融部门不确定性的阻塞主要是两方面的。缓慢的金融改革，特别是在欧洲，会导致信用缺失的再次发生。市场上有越来越多担忧，因为历史情况和经验主义的争取都显示了信用在经济上行的初期的重要性。市场同时充满了许多规管上的改革的不确定性。最有可能发生的情况是资本和流动性的大幅需求增加。这会阻碍银行系统在未来保证其信贷来源。

2. 两个相互冲突的势力将会主导世界经济体系

在好的方面，世界经济正在受到来自美国和新兴市场国家复苏带来的正向的周期性刺激。国际贸易复苏，世界GDP预期会在2010年增长4%。

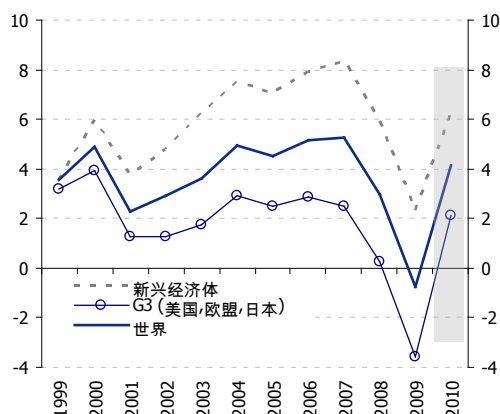
一些世界经济的不确定因素已经被清除，从最近的几个季度开始，经济周期的情况已经明显变好了很多。但是，复苏的迹象并没有能够全方面拓展。最新的数据表明广泛的经济复苏已经在2010年初开始了。但是，复苏的强度随着地域性的不同而不同（见图1）

总的来说，领先的经济体已经连续累计了3个季度的经济增长，但是只有美国的复苏被证明是相比更稳定的。最近的证据显示出最近几个季度令人惊异的上升表现，在过去的三个季度中，平均每个季度的增长约为1%。尽管欧元区已经停止了增速的下降，经济活动仍然保持缓慢的（在过去的三个月中只有平均每月0.1%的季度增长率），最新的数据明确证明了我们对于欧洲复苏滞后于美国的看法。

周期性的经济复苏覆盖了整个新兴市场。他们吹捧者他们巨大的动能，从而获得了明显的经济复苏增长率，已经基本接近危机前的情况。实际上，最近几个月，我们接触到了来自不同经济体的令人惊讶的向上增长。最值得提及的莫过于中国经济体，2010年第一季度的增速达到了2.7%，明显超过了预期。

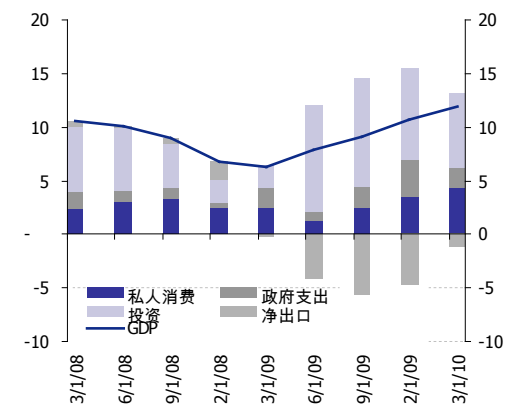
新兴市场国内的强劲需求并不是唯一推动其快速增长的原因。中国的外需在过去的几个季度里面也得到很快的复苏（见图2）预计将会为2010年带来正向的贡献。美洲的其它国家受到过剩的影响 - 通过国际贸易和商品价格的高涨，如图3所示 - 这是由于中国强劲的需求和最近来自全球各地与的外部需求的增长。

图1
各地区经济增长速度 (%)



来源：BBVA研究

图2
GDP各要素构成(中国：同比增长)



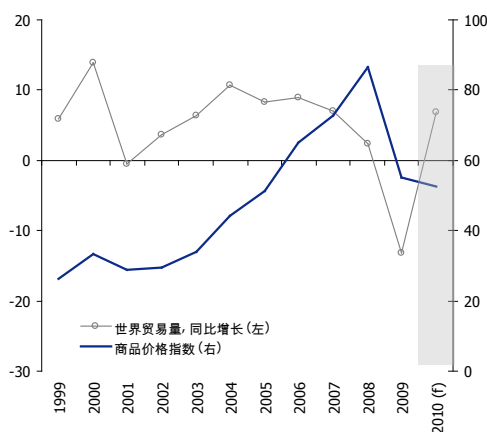
来源：BBVA研究

在所有从背后推动周期性的复苏的因素中，扩张的财政政策在许多经济体中扮演了重要的支持角色，并且依然在支持许多地区的经济增长。在这样的大环境下，财政政策 - 通过显著的宏观刺激 - 已经成功的显示出其超过预期的效果，在短期为中国和美国的经济活动起到了刺激作用。在美国，一些项目，比如房屋税收信用（Tax Home Credit）和现金补贴（Cash for Clunkers）已经起到了很好的效果。这些项目成功的实施带来的效果超过了预期。不过，一些信号表明除开公共部门的复苏外，美国的私人部门的需求也在复苏。私人的消费正在逐步增长（在第一季度，消费者消费按季度增长了0.9%，贡献了0.6pp，从上一个季度的0.3pp增长到现在的数值）并且，劳动市场开始首次显示出持续复苏的迹象，失业率到达了转折点，并且开始从最高点下滑（从09年第四季度的10%到10年第一季度的9.7%。另外，许多财政政策中可用的资金还没有实施，这样看来保证了对今年剩下的时间的经济活动的支持。但是，市场也在担忧在2010年后这些经济刺激带来的复苏的可持续性。

由于周期性的恢复，美国和中国的增长预期已经有所调整。对美国的2010年的GDP增长率的预估已经在年初的时候上调了3.0%，以此来显示其潜在的上升空间。另一方面，中国的增长预期也得到了上调并且预期增长到了9.8%。基于这样的背景，这些国家不仅从扩张性的政策中收益，同时也受惠于过剩的影响（spill over effect）。例如，由于短期对美国经济增长的预期得到了加强，对墨西哥经济的协同效果的预期在2010年也得到加强。基于上述，这样的影响会在2010年带来至少1pp的刺激，这会使得我们上调对墨西哥的增长预期从3.8%至5%。但是，墨西哥上升的税率和低于预期的实际工资水平让大家对国内需求的强度有所担忧。

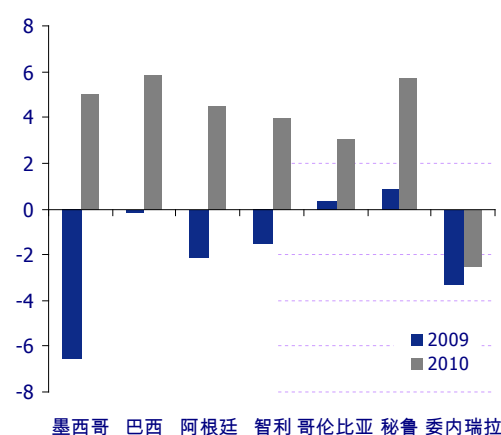
亚洲和拉丁美洲其它的国家同样也受到了过剩效应 (spill over effect) 的影响。我们对亚洲除中国外及南美洲的2010年GDP增长预期在一月份都有所上调, 分别是5.1%至6.0%, 和2.3%至2.9%。(见图4)

图3
贸易和商品价格 (实际值)



来源: BBVA研究

图4
GDP同比增速预测



来源: BBVA研究

负面来看, 高涨的风险溢价已经从欧洲开始扩散。但是欧洲的金融稳定机制会在短期减少所带来的不确定性。

因为高涨的主权风险溢价的不确定性引发的负溢出效果 (spill-over effect) 已经作为一种相冲突的势力在欧洲发生。这是由于一些欧洲国家的高负债率及对现时的欧元区是否有能力在现在的决策架构上解决问题的担忧所带来的。但是, 正在扩散和加深的金融危机可能会在短期通过一些干预措施达到拐点, 特别是5月9日欧洲理事会达成的对维持欧洲金融稳定的稳定机制, 和IMF和UE在希腊问题和解决葡萄牙和西班牙危机上达成进一步承诺的协定。

欧洲的稳定机制是对建立欧洲实际的制度的一个聪明并且令人满意的回应。自从欧元区建立开始, 从来没有两个可以有效地稳定财政制度的工具。另一方面, 在过去的几年中, 在稳定及增长条款 (SGP) 所具体化的财政制度被证明并不充分。另一方面, 长期以来债市低估了一些欧元区国家公共债务政策中潜在的风险。但是, 在上一次金融危机中, 市场因为国家的不同而存在差异化, 但是那次危机的影响之大, 造成了金融市场过度的不稳定性。

新的工具被完善得设计来稳定市场规则和财政制度, 因为这项新的政策可以基于信用的实际稳固计划的中长期执行情况来使用稳定基金。因此, 欧元区已经建立了对各国财政巩固适当并且充足的刺激方案。如果各国没法提出信用计划, 他们将无法获得支持, 而暴露于市场的风险之中。这会很快的增加债务的成本, 并会加速财政持久的问题, 并且, 慢慢的, 会引发国内的财政危机。因此, 市场的规则能够只有在欧洲的债务稳定的前提下才能得到加强。

更为重要的是, 欧洲央行会执行其它的机制来处理市场上严重的紧张情绪。这些机制代表欧洲央行进行巨大的政策变动。第一, 随着抵押机制的延伸, 希腊债券会无条件的接受, 在最近的信用降级之后依然能够接近欧洲央行的门槛。第二, 在主权危机蔓延到其它信用市场后, 欧洲央行答应重新引入3个月和6个月的LTROs并且重新开启和美联储进行临时的流动性掉期。最后, 在资金市场被关闭后, 欧洲央行开始在欧元区的公共和私人债务证券市场上进行买入动作以此来干预市场。

不论执行的情况如何, 欧洲央行政策的巨变很有可能保持系统中长期保持巨大的现金流。这会造成短期利率的下行风险和退出机制的延迟。

整个救助方案会在短期稳定市场情况。基金的规模应该可以保证西班牙和葡萄牙无恙。但是不确定性依然处于三个方面: 1.未来几个月拯救计划的执行情况, 2.信用和以后的财政巩固计划被欧盟的国家接受的程度, 3.欧洲货币组织的核心国家中期对这个拯救计划的承诺。在短期来看, 欧洲的展望由于高风险溢价, 将来的财政巩固计划的执行情况和最近的信心的坚定情况的负面影响。

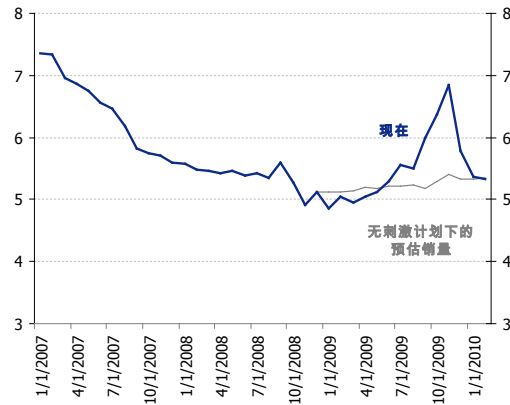
因此, 欧元区的2010年的增长预期继续保持不变, 2010年约为0.7%, 这个地区的增长会落后于其它成熟的经济体。尽管这些发展会首先冲击欧洲经济体, 负面的对全球其它国家的扩散效应并没有完全消除。

随着短期的空前的财政政策和全球的货币政策扩张, 2010年复苏的可持续性并没有完全被保证, 主要是在发达国家。

尽管2010年初的经济复苏正扩散到全球各地, 复苏的强度可能因为各地的差异性而不尽相同。不同的复苏周期的背后原因主要是实行经济政策后各国所面临的经济情况的不同。换句话说, 各地区复苏的强度成为现在各地区舒缓其财政政策和货币政策的考虑标准。

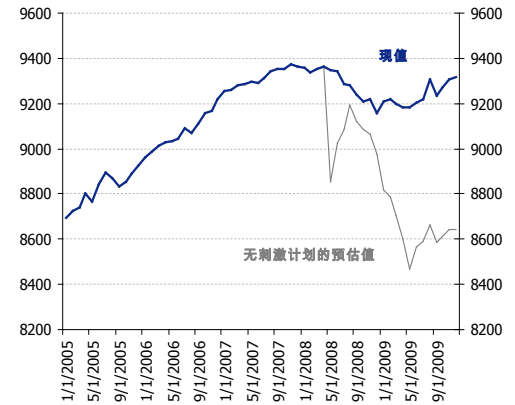
尽管各种不同的差异性出现，之前的证据显示这些政策在刺激中国和美国经济周期向上趋势上起到了明显的作用。通过空前的财政政策和货币政策的扩张，不仅刺激经济活动并且增加收入，这些政策的填充超过了预期（见图5和图6）。但是，由于许多财政和货币扩张政策的退去，对2010年的复苏可持续性的担忧开始浮现，特别是在发达的经济体中。

图5
美国房屋销量(百万)



来源：BBVA研究

图6
美国实际消费值(百万美元)



来源：BBVA研究

3. 货币政策退出机制正在变得各不相同

现在各地区的经济周期的情况正存在广泛的差异性。因此，各方的策略也会有所不同：美国采取了缓慢推动的打算，而欧洲货币联盟却还不确定将要在何时退出，与此同时，新兴市场也没有一个一统的方案。

在美国，尽管2010年的经济增长现在来看依然缓慢，不过出现再次经济触底的可能性很小，而通货膨胀的压力正在浮出水面。相对的，在欧洲，我们面对的是灰暗的经济增长前景，金融危机和过分疲软的通货膨胀率，这些都影响欧洲央行（ECB）的经济刺激方案的推出时间。而在新兴市场中人们关注更多的是经济的持续过热，而推出的时间却在一再延迟。因此，我们预期不同的货币退出机制会在不同的地区发生。

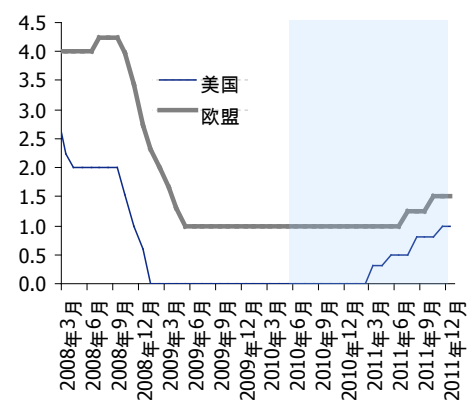
由于美联储很有可能对其较弱的基础和略微抬头的通货膨胀压力做远期的评估，我们预期美国会在2011年初开始缓慢的上调其利率。

由于美国私人消费指数和劳动市场的回复，美国上调利率的动作会因为这些复苏的经济因素而加速。因为利率处于历史最低水平，我们估计美联储会采取前瞻性的决定，可能会在一些周期性指标到达上一次紧缩的情况之前采取相关动作。

尽管如此，紧缩的道路应该会是逐渐的。按照我们的基本情况分析，美联储最早会在2011年第一季度开始升息，而市场普遍认为会在2010年的第四季度。我们的看法是基于中期的不太乐观的看法，因为GDP增长做为经济的一处依然处于比较弱的水平，而去杠杆化的过程仍然未到来。这些怀疑同样也被其它一些因素所引发，比如美国现在的向上复苏的判断是基于一些只是暂时的影响，而经济基础得到复苏的标志仍然不够充分。

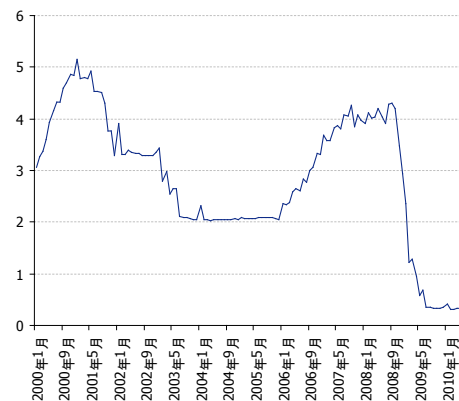
而且，渐行的方案是基于逐渐显现的通货膨胀压力。因此，我们预期利率会在2011年微微超过1%。只有劳动市场超出想象的回复才有可能加速这一缓慢增长的趋势。

图7
美国及欧洲的官方利率



来源：BBVA研究

图8
欧洲一个月期隔夜银行拆借利率



来源：BBVA研究

为了控制超出规模的流动性，美联储可能会采取更强大的，非传统的方法，利用可预期的传播战略，进行超过储备水平利率的支出。

另外，美联储会期望通过一系列方法来管理巨大的流动性水平，并且逐渐的减缓传统的机制，比如：对于超过储备水平的资金支付更多的利率(IOER rate)，进行期间性的和主要的交易商进行储备回购合同 (RRP)，与更广泛的交易对手进行期间性的储备回购合同 (RRP)，使用期间性的存款机制 (TDF) 来吸收多余的储备资金，偿还美联储发行的到期和提前支付的证券而不进行再投资，并且在到期前转卖美联储持有的债券。

美联储仍然有很多的流动性超过了他的储备，这些行动需要早一些进行。在美联储配置的政策工具篮中，很有可能更多的使用IOER。实际上，最近美联储的动作已经明确开始进入一个通道（被折现率和IOR所包围的空间）被IOR所限定。

基于这样的背景，沟通的战略预计非常能够被预期，由于美联储会想要避免市场出现快速紧缩的政策错误预期。“延长的期间”这样的字眼会继续保持到2010年第四季度。然后一些合理的改变会慢慢出现。

欧洲央行的退出机制预期会很晚，由于现在欧洲脆弱的金融系统，以及对复苏强度的怀疑和非常低的通货膨胀率。

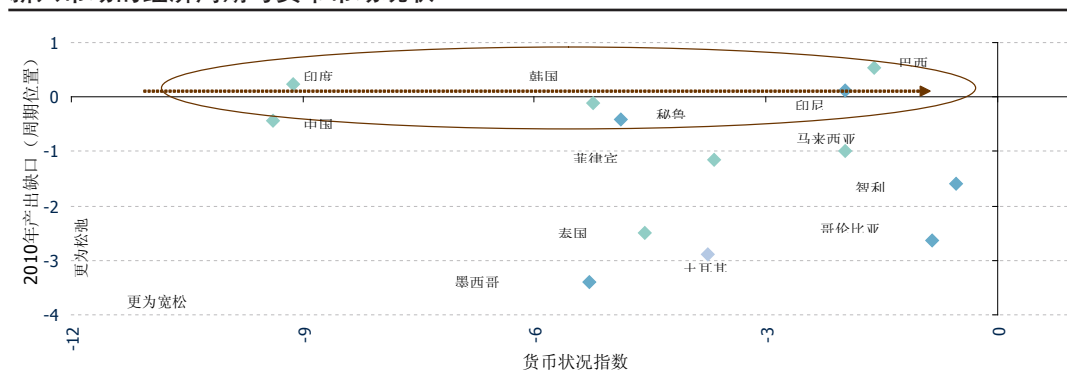
相反的，在欧元区，悲观的增长预期，金融和主权危机，被压抑的通货膨胀率，这些因素很有可能会延缓欧洲央行的退出机制，并会延长一个相当长的时间。疲软的经济复苏，缓慢的通货膨胀率使得欧洲央行似乎不太可能在2011年中前上调利率。由于金融部门在2010年和2011年会继续疲软，国内的需求会保持在低水位。核心通货膨胀率预计会有少许下调（2010年会有0.5%，2011年会有0.7%）。这些利率处于欧元区以来的最低水平。

进一步讲，现在欧元区的债券市场的情况支持了我们的观点，欧洲央行会面临更困难的选择，关于是否放弃现在的政策，并且相对美国的紧缩的货币政策，滞后相当长的时间。我们预期欧洲货币联盟会延长其执行低利率的时间。（见图8）

不同于美国和欧洲，新兴市场的风险主要是关于经济过热的，这会引起快速的退出机制的必要性。但是，由于各国面临的经济周期的情况不同，现在没有一个一统的方案。

现在市场中依然有一些关于新兴市场是否能够在短期和中期保持增长的怀疑。对新兴市场来说，风险主要来自于过热的经济和政府可能会进行的处理方案。得益于经济危机初期执行的扩张的政策，经济复苏的动力是充足的。因此，2010年的时候许多新兴经济体的产出缺口已经得以恢复，如图9所示。这些国家中，很多会再加强其紧缩的货币政策的力度，比如中国和印度。

图9
新兴市场的经济周期与货币市场现状



注：圆圈内的国家显示出过于宽松的货币状况，考虑到他们的产出缺口状况。因而建议他们采用更为严格的相关政策
来源：CEIC以及BBVA研究

在这样的环境中，存在着对货币政策刺激方案退出的时间上的担忧。在这些地区中，除了传统意义上的能够决定最佳退出时间的因素（周期性的位置，通货膨胀水平，财政政策的情况...）。我们必须考虑另外一些肯能会产生其它问题的因素，比如说资产泡沫和资本流入。但是，由于不同的新兴市场面对的增长情况不同，现在没有任何一统的退出机制。

但是，货币政策的推出遭到延迟，特别是在亚洲，我们预期这样的延迟还会继续一段时间，这会增加经济过热的风险。

实际应用上，货币政策的刺激已经在缓慢的从过度的标准减缓，主要是通过数量上的方法来为房地产市场降温，并且阻止信贷的增长，但是利率上并没有任何显著的变化。

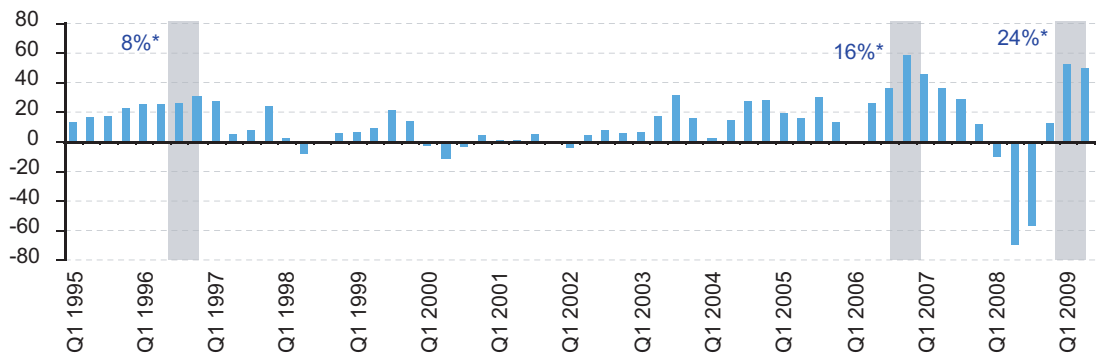
因此，尽管经济周期已经有了显著的改善，而这些经济体正处于巨大的流动性之中，很多国家依然延迟了退出机制，或者没有主动的执行其退出机制。全球需求复苏的不确定性和对风险的理念可能会引起第二次触底，显著的通货膨胀压力的不存在（除了印度和巴西）和一些拉丁美洲国家的选举周期给政策制定者们带来了一些延缓退出机制的论调。

在近期，我们预期退出机制的出现会持续保持低迷状态啊，由于有限的经济过热的风险，特别是在亚洲，伴随着不断增长的国内需求的贡献，退出机制的时间表现得更为急需的。

新兴市场强有力的复苏正在引起风险溢值的减小并带来巨大的资本流入，这些可能会上海到国家的竞争性。资本的管制可能会出现，不过这似乎对控制资本升值的压力效果不大。

于此同时，相比其它发达国家，这些经济体表现得非常好，风险溢值在新兴市场正变低，这些原因使得自2002年以来的资本流入重新出现，其间旨在2008年的危机中打断了一下（见图10）。

图 10
新兴市场：资本流入（美元 十亿）以及货币升值



*该数值为流入资本激增期间的最大升值幅度（取主要新兴国家间的算术平均值：阿根廷，巴西，墨西哥，哥伦比亚，智利，秘鲁，委内瑞拉，中国，印度，印度尼西亚，马来西亚，韩国，泰国，波兰，俄罗斯和土耳其）
来源：IFS以及BBVA研究

巨大的资本流入被认为会伤害复苏的经济。从宏观角度来看，这会引入升值的压力，降低国家的竞争力。从金融的角度来看，资本的流入会带来过多的外汇，很有可能会带来信贷的扩张和资产泡沫。

政策制定者一般来说选择将财政政策和货币政策混合使用来降低利率或者通过外汇储备的积累来直接的对外汇市场的干预（外汇管制，如果需要的话）另外一个政策工具中可以用来管理资本流入的是进行资本管制。不过管制基本上来说非常无效，因此，由于缺乏其它的政策，外汇率不会舒缓现在面临的资本升值压力。

因此，在外汇市场上，我们预期大部分新兴市场的外汇会升值。尽管欧元贬值，美元依然会丧失价值。

在现在的环境下，全球外汇市场的格局将会在未来的几个月发生显著的变化，带来的影响预期会继续。这些影响：1.欧元相对所有主要货币贬值；2.新兴市场的货币升值继续增压，除非蔓延的情况变得清晰；3.美元基于贸易实际基础而贬值。

对于第一点来说，全球货币发生重要调整的主要因素是欧元相对其它主要货币贬值。短期来看，这些变化很明显主要是由于逆风险的的因素，更广泛的来讲，是由于投资人对欧洲几个国家的债务问题的负面认识以及欧洲和其它地区的经济复苏的周期状况不同造成的，这直接的反应在美国和德国的收益率的巨大差值上面。因此，即使逆风险的因素可能会在未来的几个月减弱，欧元兑美元的交叉汇率回到之前的水平的风险应该被控制。

至少在最近几周的危机蔓延影响之前，外汇市场上第二大的趋势是新兴市场的货币升值。这个升值主要是有清晰的基础支持，得益于多个主要的经济体的乐观的增长情况，如同我们之前所评论的。这些基础因素的动力被金融情况所放大。第一，是由于金融危机的结果，不过会持续发展，许多发达国家的风险溢价和波动率预期已经和这些新兴市场变得相似了，使得风险偏好的描绘更喜欢后者。

第二，更危险的，在美国和欧洲国家低利率的刺激下，发达国家的充足的流动性找到了通向新兴市场的道路。中国就是这其中最明显的例子。我们的看法是中国政府会同意人民币逐渐升值，并且官方利率会逐渐上调并进行新的数量控制，同时放松每日的外汇波动以此来抵御过度的流入。另外的亚洲国家也预期会升值，这是由于他们较强的周期环境，货币政策的紧缩和对更多资本流入的预期。而对于拉丁美洲的货币来说，由于许多升值已经发生，预计许多中央银行（特别是巴西）会尝试阻止货币进一步升值。该地区唯一的例外是墨西哥，其外汇率仍有升值的空间，主要是由于其最初比较低的价值水平和我们所预期的经济周期性的复苏。

最后，由于之前的这些趋势，我们需要注意到的是美元，至少在最近前，一直以实际的基准在贬值。美元相对欧元升值而对新兴市场货币贬值这一情况和所述的周期性差异是一只的，但是也是中期的全球平衡的调整。因此，明显的逆趋势应该会很有限，除非逆风险继续发生更大的蔓延效果。即是说，中期的美国经济的不确定性显示这一过程应该会比过去的几个月的变化较慢，现在美元强势的过程可能会在今年的余下的时间中发生几次逆转。

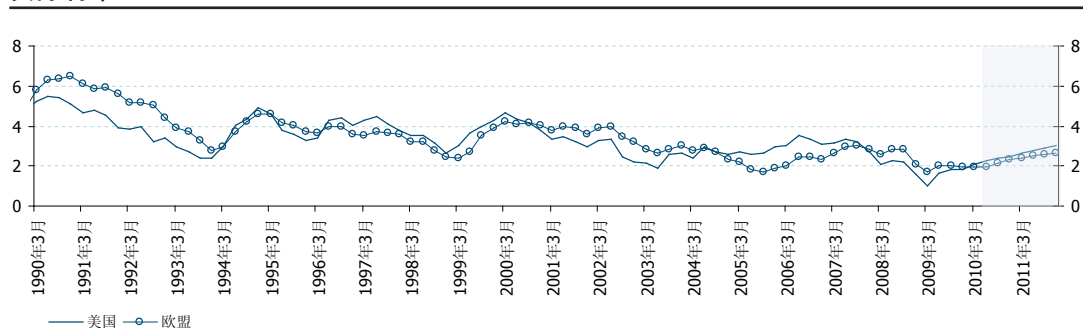
4. 市场显示出抗周期性的财政政策的有限性

财政巩固的过程已经揭露了欧洲经济体的弱点，高风险溢值会主导市场，代表着这一过程可能带来的不确定性。

市场对于财政政策的认识已经快速的从对宏观经济的刺激转向了对稳固的政府帐目的要求，特别是在欧洲。伴随着巨大的欧洲拯救计划，一些经济体开始加强他们的财政稳固计划。但是，对于稳固计划的不确定性仍然对未来的公共债务的力量产生了疑虑。一些经济体高涨的公共债务（由于过度的使用财政抗周期政策而产生的持续的侄子）和私人部门的债务（由于缓慢的去杠杆化）会推高一些实际利率（尽管这些会继续保持在历史低点，如图11所示），这会使得这些经济体在利率的上调和较高的风险溢值的情况下易受伤害。

主要的向下风险是机构们的信心是否受到影响，可能危害正在复苏的经济，并增加二次触底的可能。

图 11
实际利率



来源：BBVA研究
注：使用核心通胀5年移动平均

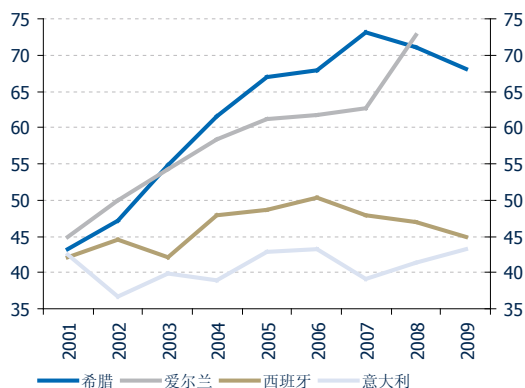
现在脆弱的环境的最明显的结果是这些情况开始蔓延到了其它国家。这会是未来主要的担忧因素。经济史充满着金融危机后过分的担忧蔓延到了其它国家的例子。这些情况中，地域上的关联或者周期上的相似性会比基础上的差异带来更多的影响。

其中一个例子是当年的阿根廷危机蔓延到了周围的国家之中。对智利的负面的靠近影响尤其没有被证明正确：智利的经济被传说有着稳健的基础和知名的正统的经济政策管理方法。也有在发达国家毫无根据的危机蔓延传言。在90年代初期欧洲货币系统中的外汇率机制的危机中（ERM），法国法郎是其中遭受到全球投资人抛售压力的货币之一。法郎不像英镑，里拉或者比索，活得了德国的财政支持。但是，几年后，在1998年，法国加入了欧洲货币联盟，而其挂钩的方式和ERM危机之前是相同的。挂钩明显的未变为当年攻击法郎并非是基于其基础这一论点提供了支持；那只是由于其它基础较差的国家的货币的危机蔓延造成的。

希腊危机蔓延到欧洲其它的外围国家已经变成了另外一个过分的蔓延情况。

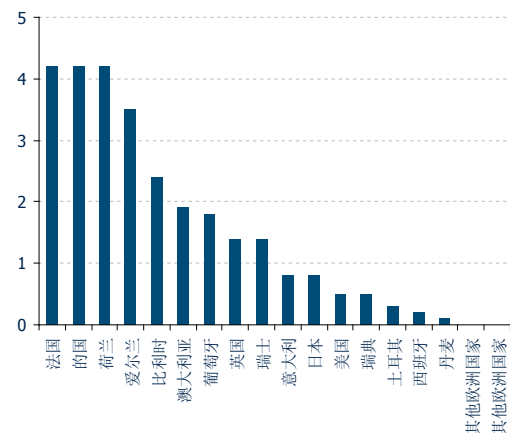
现在的市场波动已经展现出明显的危机蔓延情况。实际上，希腊的危机已经引发了大量的主权危机的扩展，比如葡萄牙，冰岛和西班牙。但是这些发展并没有完全的证明是由希腊问题直接引发的或者是有相似的基础问题的。对于第一个问题，全球对希腊的曝险表现出各国明显的不同。超过70%的总的希腊债务是有非国内的投资人持有。这同样也是冰岛的情况，但是西班牙和意大利显示国内投资人的比例较高，因此，依赖外国救助的程度不高，如图12所示。实际上80%的希腊债务曝险部位是有欧洲的银行持有的。但是，这些数据同样显示，欧洲银行对希腊的曝险部位也是因不同国家而异的（如图13）也包括西班牙对希腊的曝险部位。

图 12
非居民持有政府债券 (占总量百分比)



来源：中央银行和BBVA研究部

图 13
各国银行持有希腊债券比例 (占银行资本百分比)

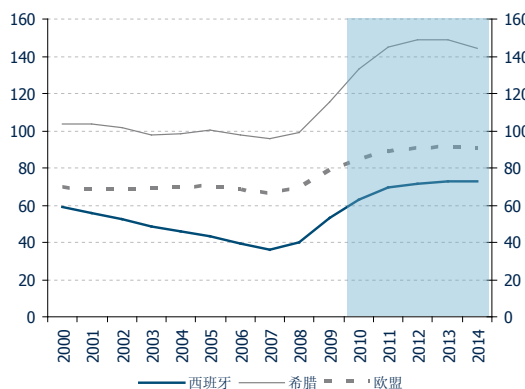


来源：IIF

除了这直接的通道，这些国家基础的差异也不尽相同。特别来讲，西班牙和希腊在财政政策和竞争力上有着不同。对于前者来说，西班牙的经济没有显着的公共债务问题。公共债务明显低于欧洲很多国家，包括希腊（见图14）。西班牙是在希腊危机爆发前第一批开始实施财政巩固过程的国家之一，并且其在处理财政节约计划上有着比较好的记录。特别的是，现在的初级财政结构调整等同于为了在2013年达到财政赤字为3%的目标进行的现时需要；没有其它的欧洲国家可以吹嘘他们有类似的表现。

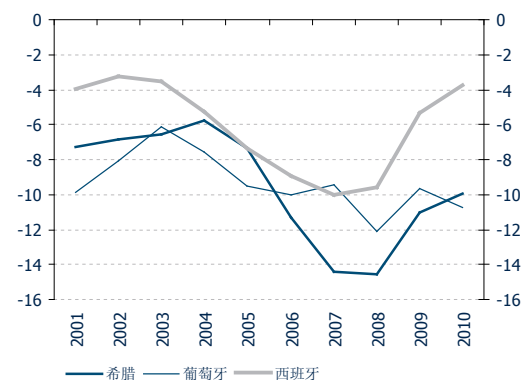
更多的是，在竞争力上面，西班牙的问题并不准确。西班牙的出口比率正在增加，现在的经常项目的负债情况非常不错，如图15所示。与持续的外债很多的国家相比，如同希腊（经常项目债务达到12%）和葡萄牙（经常项目债务达到10%），西班牙的经常项目债务从2008年GDP的10%下降到了2010年初的4%。很多的因素支撑了这项发展。第一，西班牙的私有部门已经进行了许多必须的调整。特别的是，西班牙不同于其它经济体，经历了繁荣实际投资的暴涨，这正在被快速的调整。第二，未来，西班牙不需要其它国家持续的大面积的财政支持。这会带来一个非常不一样的债务可持续道路。

图 14
政府发债情况



来源：欧盟统计局及BBVA研究

图 15
经常账户盈余 (占GDP百分比)



来源：Datastream

总的来说，尽管一些国家有着来自国际投资人的压力，来自希腊危机严重的蔓延程度在基本上来说很难被证实。但是，为了解决这样的情况，收到蔓延影响的国家因该负起责任来保证他们的信用并且加强其对财政可持续性和结构调整的承诺。随着欧洲推出的金融稳定机制，西班牙和葡萄牙，将会成为市场特别的关注。西班牙政府已经宣布其会进行巩固的努力并且减少债务比率，2010年的目标是0.5%，2011年的目标是1%。同样的，葡萄牙也宣布了额外的机制来进行更多的财政政策调整。（2010年赤字下降1%，2011下降1.5%）。

5. 发达国家长期的财政巩固面临挑战

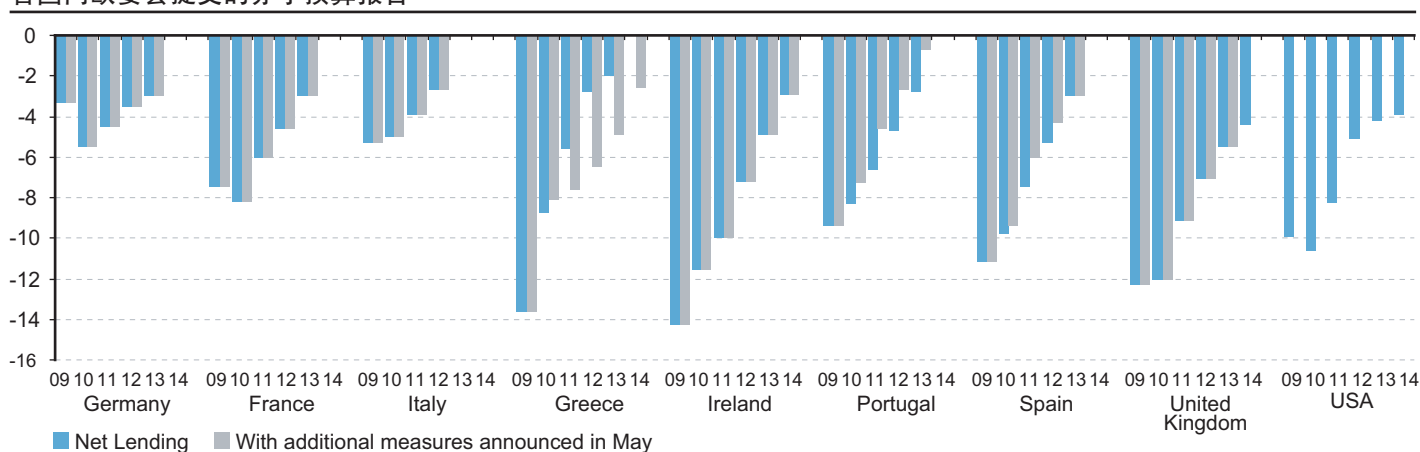
由于高升的公共债务危机引起的不确定性开始让大家针对高风险溢值而进行财政巩固计划进行过多的关注。

除了短期的需要外，对于高升的公共债务水平的长期后果的担忧也在升温，这使得大家开始关注财政巩固的过程。我们可以从图16看出，财政情况的恶化正在扩散。同样的，虽然各方的方案不同，但是财政巩固计划正在各个地方开始推行。

一些如同德国，法国或者是意大利的国家，（虽然法国有相对较高的赤字水平）面临的财政巩固上的压力较小。德国在2010年会执行新的刺激方案。除开希腊，爱尔兰和葡萄牙正在推行的巩固计划非常缓慢，大部分调整只能留到后期。西班牙稍微不同，也在2010年开始推行巩固计划，尽管西班牙的巩固计划和之前的相似（2007年的财政盈余为2%），但是其赤字纠正力度很大。

图 16

各国向欧委会提交的赤字预算报告



来源：2010年各国向欧委会发表的报告

在欧元区外，虽然财政巩固已经开始推行，不过依然在一个缓慢的过程中。英国虽然开始，但是财政赤字的部位较大，而且现在新政府缺乏该计划的细节，这个巩固过程将会是缓慢的。美国的巩固过程也很缓慢，国会预算办公室刚出的数据表示其将会在2010年达到4%的水平。在这一过程中，一些因素将会带来过多的压力。所有的发达国家都面临因为人口老化和公共医疗系统而发生的财政支出。

对于英国和美国来说，可以用来调整的金融工具和经济的灵活性是获得信用，增加市场信心并且舒缓市场压力的关键。

各个财政扩张政策退出时间上的差异性和不同市场的反应显示出市场信心和信用是推行经济政策是否发生变化的关键。在欧元区意外，以英国和美国为例，尽管他们有着巨大的财政赤字，他们可以承受缓慢的退出他们的刺激项目。这些国家的经济灵活性较高，体制结构较强，如果需要的话可以很快的制定相关政策来满足信用额度。在核心，所有的元素都指向同样的方向：随后继续的高风险溢值，对未来的巩固努力的需求和加强国家竞争力的结构性调整。

各国的差异会随着各自控制自身风险波动的能力而扩大。

最近的逆风险的情况是对欧洲债市出现的大量资产飞向高质量资产现状的延续，即使细微调整发生，这样的情况也会持续很长时间。即使最近的蔓延情况慢慢消退，由于各国的财政政策的差异而带来的不断增加的偏好差异会继续保持。相似的，由于各国自身控制信用的能力不同产生的差异会预期增大。这一过程，如果慢慢按照顺序进行，将会给大家带来良好的希望，因为市场的规律会给政府带来纠正的刺激，而这些在过去是不曾发生的。

6.缓慢的财务重组和监管过程可能危及经济复苏

在目前和将来的市场形势下，另一个主要的不确定性来源于金融部门的两个原因。一方面，越来越多人开始担心金融部门缓慢的结构调整。另一方面，正在进行的监管改革出现了愈多不确定性。这两种因素均有可能限制将来的信贷供应。

在欧洲，金融部门的重组速度尤其得慢，这引起了广泛关注。

金融行业缓慢重组引起了关注，尤其在欧洲。2009年，欧洲的一些经济体只争取时间和延迟一些适当的用来来解决金融业仍然遭受的问题的措施。

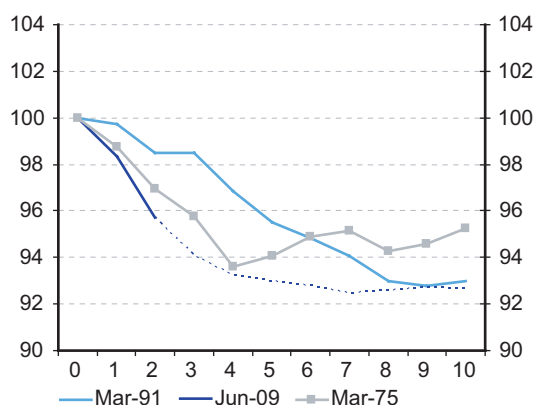
直到现在，一些经济体的金融部门才看见了曙光，并开始利用一些已经缓解了压力的部门的优势。首先，杰出的货币政策措施（包括利率较低、流动性良好）已经创造了一种便宜的融资方式，但在债券成熟方面仍有缺陷。

其次，减债的实现的过程缓慢，资产结构和贷款结构的调整暴露逐渐减少，使得不良贷款利率维持在一个相对较低的水平，推动了金融部门的表现。这些都是暂时的影响，尤其是考虑不良贷款的高峰在周期中显示出滞后，尤其是欧洲的不良贷款滞后美国1年。

在这种情况下，与其它的复苏期比较，信贷的提供将受到显著的影响。鉴于信贷渠道在经济转好的第一步的重要性，无信贷的复苏的风险增加，它可以对经济增长构成潜在阻力，尤其是欧元区。

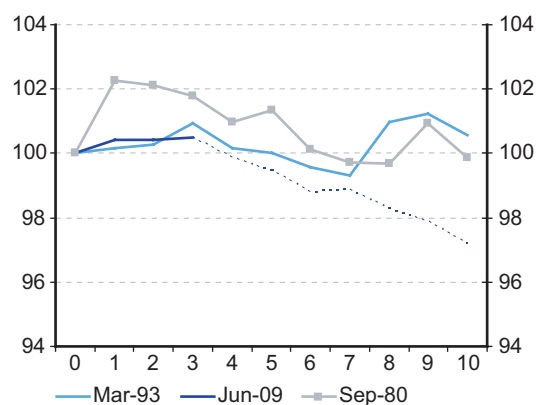
对缓慢的金融部门的重组是面临更深层无信贷复苏的可能性，这种担忧超过了预期，例如缺少信贷推动经济早期的经济增长。到目前为止，各个地区的信贷已经显示出超过过去几个季度的趋势。在美国，向下的趋势已经越来越明显，一些信贷指数强烈下行，而欧元区则表现出较小的延伸，信贷仍然很弱。这是由几个因素造成的，例如去杠杆化的过程（deleveraging process）和金融部门的瓦解。根据我们的预测，在目前的经济周期中，信贷渠道将不会增加。而且信贷与GDP的比值将会在接下来的几个季度中持续下降，比其它任何周期更为深入。这是一个持续的担忧，因为历史经验和我们自己的预测显示信贷渠道对经济增长的重要性，尤其是在经济体增长的前期。因此，无信贷的复苏是一个有风险的因素，而且对经济体来说，是一个潜在的阻力，尤其对欧元区而言。

图 17
美国：在不同周期里超过GDP的实际贷款
(恢复初期=100)



来源：BBVA研究以及美联储和经济分析局

图 18
欧元区：在不同周期里超过GDP的实际贷款
(恢复初期=100)



来源：BBVA研究以及欧洲统计局和欧洲央行

目前的监管改革很可能阻碍银行部门在将来提供贷款的能力。最后可能的情况包含：资本和流动性需求的增加，及其它的措施控制系统风险。

关于第二个因素，目前的监管改革方案包含对金融行业向前发展的一些不确定因素，尤其是最后的结果仍为一个相对开放的情况，而且不同机构提供了许多不同的方案。在这种背景下，我们的中心方案包含了将改革中潜在的风险最小化的因素。特别的是，这个方案基于金融稳定委员会（FSB）的领导地位，及削弱国家的倡议，或在金融稳定委员会框架内推荐一些国家的提议。因此，一个国际性的做法在某种程度上得到保证，从而最大程度地降低监管分散的风险。

在这种情况下，FSB的截止日期是11月，当G20峰会在首尔举行。11月期待的结果是为银行增加资本和流动资金附加费，即已知的巴塞尔3的提议。

我们对于此项监管改革的关注点是：首先，如果较长的过渡期从国家层面上来说是可行的，执行阶段的分离即是可行的，这样就增加了套利的机会。其次，国际决策框架的破裂可能会破坏公平竞争的环境。再次，过度的监管，加上根据BASEL3而来的不同政策将会危及信贷市场，对新兴市场产生不当后果，从而危及正在进行中的原始化进程。为了避免这种情况，定量影响研究的结果应该予以考虑。评估监管变动的累积性影响，有利于在维持金融稳定的同时减少其对信贷和经济增长方面的冲击。

7. 表格

表1
宏观经济预测：国内生产总值

(同比增长)	2007	2008	2009	2010	2011
美国	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
欧元区	2.7	0.5	-4.0	0.7	1.3
德国	2.6	1.0	-4.9	1.0	1.3
法国	2.3	0.3	-2.2	1.2	1.3
意大利	1.4	-1.3	-5.1	0.6	1.1
西班牙	3.6	0.9	-3.6	-0.5	1.0
英国	2.6	0.5	-4.9	0.8	1.5
拉丁美洲*	5.8	4.0	-2.5	4.6	4.0
墨西哥	3.3	1.5	-6.6	5.0	3.8
拉美5国**	7.8	5.0	-1.4	2.9	3.6
亚洲	7.3	4.0	1.8	5.8	5.3
中国	14.2	9.6	8.7	9.8	9.2
亚洲(中国除外)	5.1	2.1	-0.8	4.2	3.8
全球	5.3	3.0	-0.7	4.2	4.1

来源：BBVA研究

预测结束日期：2010年4月30日

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

表2
宏观经济预测：通货膨胀(平均值)

(同比增长)	2007	2008	2009	2010	2011
美国	2.9	3.8	-0.4	2.0	1.8
欧元区	2.1	3.3	0.3	1.0	1.2
德国	2.3	2.8	0.2	0.7	1.0
法国	1.6	3.2	0.1	1.3	1.4
意大利	2.0	3.5	0.8	1.6	1.8
西班牙	2.8	4.1	-0.3	1.2	1.6
英国	2.3	3.6	2.2	2.7	1.7
拉丁美洲*	6.0	9.0	7.4	6.3	6.4
墨西哥	4.0	5.1	5.3	5.1	4.4
拉美5国**	10.6	16.5	12.5	9.0	16.0
亚洲	2.8	4.9	0.2	2.9	2.6
中国	4.8	5.9	-0.7	3.1	3.3
亚洲(中国除外)	2.1	4.6	0.6	2.8	2.4
全球	4.1	6.1	2.2	3.7	3.4

来源：BBVA研究

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

表3
宏观经济预测: 经常账户 (占GDP百分比)

	2007	2008	2009	2010	2011
美国	-5.2	-4.9	-3.0	-3.4	-3.8
欧元区	0.1	-1.1	-0.8	-0.6	-0.5
德国	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
法国	-2.3	-3.3	-2.9	-3.3	-3.6
意大利	-2.4	-3.4	-3.4	-2.9	-2.8
西班牙	-10.0	-9.7	-5.4	-2.9	-1.4
英国	-2.7	-1.5	-1.3	-1.8	-2.0
拉丁美洲*	0.9	-0.4	-0.1	-0.9	-1.7
墨西哥	-0.9	-1.6	-0.6	-0.7	-1.7
拉美5国**	2.7	2.5	2.1	1.3	0.3
亚洲	5.6	4.1	3.9	3.3	2.9
中国	10.9	9.6	6.0	5.6	5.0
亚洲(中国除外)	3.6	2.1	3.1	2.4	2.1

来源: BBVA研究

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

表4
宏观经济预测: 政府赤字 (占GDP百分比)

	2007	2008	2009	2010	2011
美国	-1.2	-3.2	-9.9	-10.6	-8.4
欧元区	-0.6	-2.0	-6.3	-6.6	-5.2
德国	0.2	0.0	-3.3	-5.5	-4.5
法国	-2.7	-3.3	-7.5	-8.2	-6.0
意大利	-1.5	-2.7	-5.3	-5.0	-3.9
西班牙	1.9	-4.1	-11.4	-10.4	-8.7
英国	-2.8	-4.9	-11.5	-12.0	-9.1
拉丁美洲*	-0.7	-1.1	-3.2	-2.8	-2.5
墨西哥	-1.1	-2.1	-3.2	-3.6	-3.3
拉美5国**	2.1	0.7	-2.9	-2.2	-2.2
亚洲	-0.3	-2.4	-5.5	-5.6	-5.0
中国	2.2	1.4	-0.9	-2.8	-2.8
亚洲(中国除外)	-1.3	-3.8	-7.2	-6.7	-5.8

来源: BBVA研究

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

表 5
宏观经济预测: 10年利率 (平均值)

	2007	2008	2009	2010	2011
United States	4.6	3.6	3.2	3.9	4.3
EMU	4.2	4.0	3.3	3.3	3.6

来源: BBVA研究

表 6
宏观经济预测: 10年利率 (平均值)

美元/当地货币	2007	2008	2009	2010	2011
美国 (欧元/美元)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
欧元区	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
英国	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
中国	7.6	6.9	6.8	6.7	6.4

来源: BBVA研究

表 7
宏观经济预测: 官方利率 (期末)

	2007	2008	2009	2010	2011
美国	4.3	0.6	0.3	0.1	1.3
欧元区	4.0	2.5	1.0	1.0	1.5
中国	6.9	6.9	5.3	5.6	6.0

来源: BBVA研究

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit

Chief Economist

Mayte Ledo
+34 91 374 40 75
teresa.ledo@grupobbva.com

Rodrigo Falbo
+34 91 537 39 77
rodrigo.falbo@grupobbva.com

Jaime Martínez-Martin
+34 91 537 47 54
j.martinez.martin@grupobbva.com

Alejandro Fernández Cerezo
+34 91 374 99 24
alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Valez
+34 91 537 48 90
jorge.rv@grupobbva.com

With the contribution of :
Financial Scenarios Unit
Ignacio González Panizo
+34 91 374 67 61
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@grupobbva.com

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Sonsoles Castillo
+34 91 374 44 32
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
+34 91 374 33 42
arubiog@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Esquivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com
Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Regulatory Affairs
Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com
Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com
Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Cross-Country *Emerging Markets* Analysis
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com
Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
South America
Joaquín Vial
jvial@bbva.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
Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com
Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com
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

Contact details

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com
Legal Deposit: 31256-2000