

全球经济展望

马德里, 2012年2月9日
经济分析

- 全球增速放缓。在新兴市场的带领下，全球增长只会在2012年下半年反弹。
- 由于欧洲主权，金融及财政危机继续，全球展望风险仍倾向下行。
- 欧洲危机将欧洲推向衰退。自十月继承的欧洲理事会及欧洲央行的行动仍在争取时间，但主要的进展仍未到。
- 新兴市场正朝向软着陆。凭着强劲的国内需求，增长很可能在2012年尾反弹因为政策倾向支持增长。

索引

1. 总结：全球经济增速放缓，欧洲经济出现衰退.....	3
2. 欧洲危机将欧洲推向衰退.....	6
框1：发达经济体之大规模财政整顿经验.....	9
3. 美国远离全球疲软地带，但不确定性依然保持在较高水平.....	11
框2：欧洲危机向美国的转移渠道.....	13
4. 新兴经济体受到国内需求的支撑.....	15
5. 图表.....	18

出版日期: 2012年2月9日

1. 总结：全球经济增速放缓，欧洲经济出现衰退

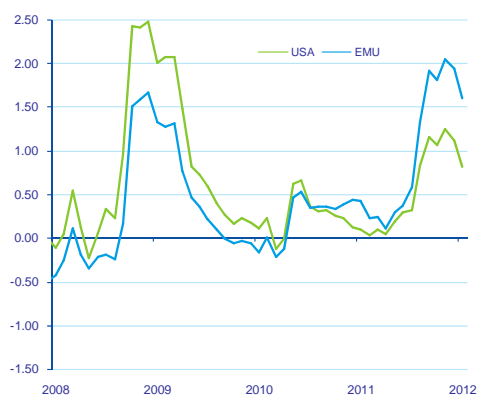
2011年底全球经济增速放缓，但在2012年下半年将从新兴经济体开始出现经济回弹。

2011年第四季度全球经济增长出现明显减速。这种现象源于欧洲经济的疲软增长（第四季度经济增长为负值），以及新兴经济体的经济增速下降，2011年底同比下滑至1%左右，这是2008年危机以来的最低增长值。尽管如此，造成欧洲和新兴经济体出现增长减速的现象之原因是一致的。鉴于欧洲在解决主权危机和金融危机方面没有取得较大的进展，欧洲从九月份（见图表1）开始逐渐感受到持续的高强度金融危机的压力。另一方面，对于新兴经济体增速出现放缓的现象，除了因于发达国家逆风而行之外，还因为持续至2011年上半年、用以避免出现经济过热现象的谨慎的紧缩政策。

展望未来，我们预计，倘若2012年下半年全球经济出现反弹的话，欧洲当局的果断行动能够缓慢地缓解欧洲的金融压力以及全球风险规避问题。2012年下半年经济能否出现反弹的最重要因素将是新兴经济体，因为与发达国家历史差距相比，新兴经济体的增长率将能够恢复大约4%的历史差距，而且新兴经济体的政策越来越转向支持增长。同时，尽管美国的增长将低于其在之前恢复期的增长，但美国将在2012年上半年脱离与欧洲衰退的关系。因此，与我们在2011年11月出版的全球经济展望相比，我们对2012年和2013年全球增长的预期将分别向下调整0.6pp和0.3pp，分别为3.5%和4.1%（图表2）。

图表 1

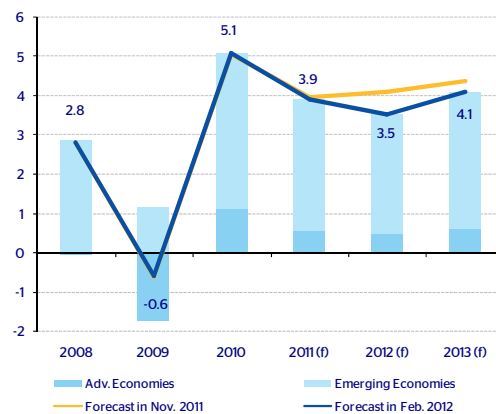
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图表 2

全球GDP增长(年增长百分比)



来源：BBVA 研究所和国际货币基金组织 (IMF)

欧元区在解决欧洲危机方面未取得决定性进展，其对全球经济仍构成主要风险。尽管我们对欧洲和新兴经济体国家的经济增长率的预期进行了向下调整，但对于全球经济增长展望而言，我们认为还是存在大幅下滑的风险。这些风险将继续取决于欧洲主权金融危机的演变，而欧洲主权金融危机持续不减弱，并可能深化欧洲衰退，并通过贸易联系、财务风险和越来越频繁的风险规避而蔓延至其他地区。

尽管十月以来在解决欧洲危机方面取得了一些进展-主要源于欧洲银行提供的长期流动性, 以及就财政纪律达成的一系列协议-但仍需要在三方面采取更多果断行动, 以解决欧洲危机。首先, 在主权债务方面, 透过完成与私有部门持券人的交易, 明确希腊的偿付能力。同时, 必须树立足够规模且足够可信的主权防火墙, 避免危机蔓延至无流动资金的欧洲国家。第二, 应继续进行宏观经济改革, 提高增长率, 包括那些意在修复金融机构资产负债表的改革, 但要注意避免私人部门的信贷出现突然减债和减少现象。最后, 在欧元区管理方面应取得进一步发展, 强化货币联盟, 以易于实施主权防火墙, 为建立财政联盟树立清晰的路标。

对于这三个方面, 若所达成的财政契约最终能够在国家层面通过, 并能够在欧盟三月峰会之后与为降低周边国家的脆弱性并提高其长期增长率而提议的经济改革一起快速实施, 则会对欧洲的前景有很大的帮助。欧洲核心国家和周边国家之间隐形“大交易”的快速实施将使得讨论转向降低欧洲主权压力的两个紧急措施。第一, 快速增加现有资源, 在希腊周围建立主权防火墙, 这也许需要欧洲央行更为果断的措施; 第二, 在评估大多数欧洲国家能否完成协定的赤字目标的时候, 需要考虑疲软循环的负面影响。

持续的金融压力将欧洲推向衰退。其与美国之间在增长率上的差距在未来两年将进一步扩大。

欧洲金融压力的持续层次比2008年莱曼兄弟倒闭(图表1)之后的压力所持续的层次还要高。这种金融压力和周边国家的财政调整造成的效应一起, 使得我们对欧洲经济增长的预期进行向下调整, 而且我们现在预计2012年上半年的增长将出现负值, 2012年整个年度增长值为-0.5%, 2013年将出现缓慢反弹。尽管如此, 非常值得注意的一点是, 这些预期都取决于将危机快速解决以及使金融压力得到显著下降, 以避免对增长造成更明显的影响。欧洲核心国家和周边国家之间不同的表现将继续扩大, 这其中部分原因在于周边国家做出了较大幅度的财政调整。

与欧洲经济不同, 2012年美国将像2011年下半年一样, 继续出现反弹。我们的预期与三个月之前的预期相比继续保持不变, 即2012年增长2.3%, 2013年增长2.2%。尽管如此, 与衰退后周期相比, 此次经济恢复较为疲软, 并且周边充满了由欧洲蔓延而来的风险, 和由国内政策高度不稳定性带来的风险, 包括可能在2013年实施大规模财政紧缩政策(因为减税期满, 且自动实施了跟债务限额期限协议相关的自动削减开支措施)。此外, 疲软的房地产状况、紧缩的信贷市场以及持续的减债将限制消费增长的步伐。总之, 对于美国经济, 与上行风险相比, 我们看到的更多的是下行风险。

新兴经济体得到强劲国内需求的支撑, 正走向软着陆。未来的政策将对增长有利。

当前危机的一个重要形势是人们对新兴经济体国家的信心继续仍具有弹性, 这与2008年莱曼兄弟倒闭的余波不同。这种弹性的决定因素可能是莱曼兄弟意外倒闭这事实的本身(这在欧洲危机中大多不存在), 以及两次危机的发展速度不同(欧洲危机是“慢动作”发展)。这使得新兴经济体的国内需求能够得到支撑, 即使这些地区的金融市场透过较小的资本流入、贸易金融方面的一些影响、缩减的资产价格以及较低的汇率等方面感受到不断增加的全球风险规避效应的某些影响。

新兴经济体在2011年的缓慢增长意味着其与发达经济体在增长方面的差距在2011年底达到了接近3个百分点, 低于本世纪以来一直保持的4个百分点的历史记录。我们预期, 全球风险规避将保持在高水平, 但将在2012年下半年得到缓和, 这与“欧洲压力逐步降低”的预期一致。此外, 不同于2011年上半年的紧缩情况, 经济政策将利用当前的缓冲状况(包括较低的通货膨胀压力以及某些财政空间), 逐步转变为支持增长的模式。这令国内需求在面对从发达国家而来的外来逆风时, 继续在区内支持增长。在这种背景下, 我们预计, 2012年底新兴经济体增长率环比将(从2011年底的

1%) 恢复至大约2%，且2012年将增长6.2%。与这种利好表现不符的国家将主要集中在欧洲的新兴经济体，由于其与欧元区较为密切的贸易和金融联系而受到更大的影响。

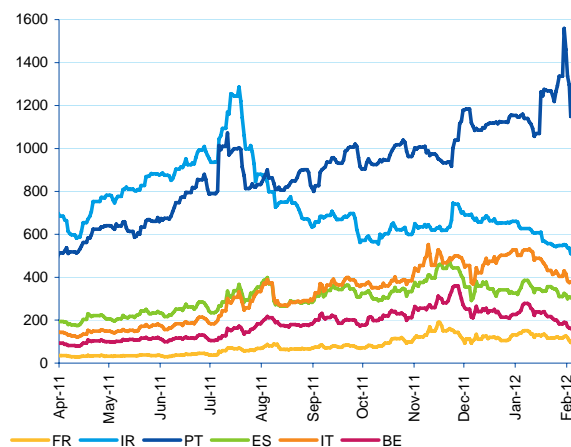
2. 欧洲危机将欧洲推向衰退

欧洲主权债务危机持续不减弱。十二月及一月峰会之后的解决方案至今依然不公正。

去年夏天以来，主权债务危机在欧元区已经变得具有系统性了。根据我们的金融压力指数，十一月份的压力已达到历史最高纪录（图表1），远高于莱曼兄弟时期的水平。尽管过去几周内略有缓和，但市场情况依然紧张（图表3），对于主权和银行系统尤为如此。

解决欧洲主权危机的方法依然明显不公，并有些不稳定。正如我们之前所提到的一样，欧盟政府应该就三个方面达成一致步伐，结束危机：（1）主权债务；（2）促进更均衡增长的改革；（3）欧元区的管理。

图表 3
波及德国的10年期债券（bp）



来源：BBVA 研究部和彭博资讯

需要清除对偿付能力的忧虑，无现金流动的国家尚未建立具有可信度的防火墙。

主权债务方面主要有两个问题：处理资不抵债问题和流动性问题。希腊的资不抵债问题处理得太慢，而且情况可能因为救助计划过于苛刻的财政措施而恶化，且根据希腊政府的说法，此计划不符合希腊国情，至少不符合当前的实施状况。而对避免发生三月份的违约情况至关重要的第二个救助计划取决于与私人部门之间的协议，此私人部门强加了50%的估值折扣，且可能令其蒙受70%或更高的净现值损失。这项协议还存在两项不确定性。第一，私人部门的参与可能并不足以解决问题。第二，鉴于经济已出现剧烈衰退、加上缺乏解决问题的有效措施以及大规模财政调整仍然悬而不决，所以即使希腊完全参与进来也不一定具有偿还能力。在此背景下，公共部门以及欧洲央行参与估值折扣是不可避免的。

对于存在流动性问题但有偿付能力的国家，必须建立足够大规模且具有足够信用度的主权防火墙以避免危机蔓延。在我们看来，欧盟解决危机的方法中一个重大失误（至少是“带有太多负面外部因素”的决定）在于“私有部门持券人可能因PSI造成损失”。欧盟十二月份同意降低对“欧洲稳定机制（ESM）的一切将来的救援都要必须让私人部门参与”的要求（希腊之外的国家）。这是

有帮助的，而且含蓄地承认希腊的PSI计划是一个失误，但还不足以使投资者们信服其下次不会要求他们参与。其最明显的证据就是葡萄牙蔓延的危机之扩大程度已达到历史最高水平（图表3）。

不幸的是，随着危机在欧洲核心国家蔓延得越来越严重（图表3），危机的加剧使所有对欧洲金融稳定机构（EFSF）具有杠杆效应的计划都变得毫无作用。同时，因为投入的金额（5000亿欧元）仍不以充当流动性“火箭炮”，其替代机制（欧洲稳定机制（ESM）的实施将持续至2012年年中）对解决危机而言也无济于事，并且需要得到所有国家的许可才能实施。即便是加上批准用于国际货币基金组织（IMF）的1500亿欧元，仍不足以满足西班牙和意大利未来三年的资金需求。尽管如此，ESM、EFSF和20国集团（G20）所讨论之国际货币基金组织（IMF）支持基金可能可以解决危机。

需要继续推进宏观经济改革，减少宏观经济不安全因素，并增加长期增长率

欧洲越来越多的周边国家已提出了一些改革提案，我们预计其在短期内将继续提出类似提案（正如西班牙一样）。尽管这些改革的实施需要时间，但这些改革是“实现持续增长”和“实现货币联盟长期生存”的必要条件。大规模财政调整造成对增长的强大拖延力正在越来越多地受到周边国家以及国际货币基金组织（IMF）的公开关注。迄今为止，欧盟和德国政府对这场辩论的反应还很模糊，仅指出其可能使用已有的、可使用的结构基金。在我们看来，应该在结构性-周期性赤字框架下讨论这些财政调整。

极需改革的一个重要方面涉及金融部门。对于此，欧洲银行业管理局增加了2012年的资本需求，这是“西班牙和意大利受到市场质疑的影响”以来的首次回应。但在我们看来，这并不是正确的决定。首先，这个决定并未处理欧元区的核心问题（大部分是主权债务，而不是银行业债务），并且这个决定并未奋力争取可清理欧元区一些银行资产负债表方面的协调行动。第二，计算资本需求时，“对主权债券进行估值折扣”加重了市场对偿付能力的担忧，强化了从银行至主权的负面反馈。最后，在市场对银行融资不开放的情况下（在“存在较高资本要求”的情况下是不会开放的），不清理资产负债表，而强制实施资金杠杆，这种做法增加了信贷限制的风险，并因此导致欧洲的衰退现象进一步恶化。

最后，“欧元区管理的进步”对强化货币联盟必不可少

欧元区管理的进步对于强化货币联盟是必不可少的。在“加大对货币联盟内部宏观经济不均衡现象（公共和私人部门之间）的监管”方面已出现一些进步，在“一系列需要密切监控的指数（所谓的“六项规则”）”方面也达成了一致。尽管如此，在其他方面的进步还不多。我们预计，欧盟将于十二月份达成一致，加强财政纪律，但国际协议的细节（不包括英国以及其他可能的国家）将被推迟至三月份峰会上进行讨论，这扼杀了“欧洲央行对债券市场的更具决定性的干预”的可能性。更为重要的是，谈判并未给以欧洲债券为中心的财政联盟树立一个清晰的、可信的路标。

从更广泛的意识上来说，欧元区管理的快速进步包括允许快批准及实施财政契约以及周边国家快速实施各项改革都将有利于欧洲的前景。一旦一方面开始处理欧洲核心国家和周边国家的“大妥协”，讨论就可能转向上述两个足以减少欧洲主权压力的紧迫措施上。第一，增加资源，在希腊周边建立主权防火墙，也许需要欧洲央行的果断行动。第二，在对欧洲大部分国家能否完成既定的赤字目标进行评估的时候，应考虑疲软周期。

欧元区第三季度经济失去势头，第四季度出现衰退。我们预计欧元区经济将在2012年出现衰退，并在2013年缓慢走出衰退

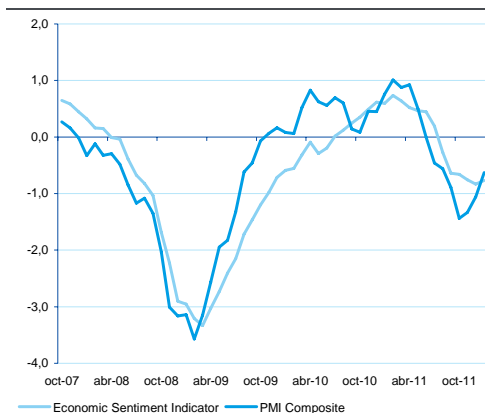
与我们三个月前所预期的不同，欧洲十二月份达成的措施不足以缓和金融危机，而且造成信心的大幅下滑（图表4）以及主权债务融资成本的大幅增加（图表3）。与此措施同时达成一致的还有2012年和2013年的财政整顿计划，这些计划在某种程度上正好是之前的财政整顿之上限规定（见框1），有损于公共消费。此外，对主权融资价格和数量的限制已经转至私人部门，这将对经济活动产生重大影响。欧元区的GDP在第三季度出现放缓，尽管各个国家之间的情况存在显著差异，但我

们预计，核心国家和周边国家的GDP都将在第四季度出现萎缩。一月份信心有所改善（尤其在德国），但这种利好因素还需要在未来几个月得到确认。

考虑到持续的财政压力、疲软的欧元和宽松的货币政策所带来较小的正面效应抵消了部分的财政整顿，我们预计未来两年的增长预期会出现明显的向下调整。尤其在2012年经济会出现微小衰退（-0.5%），而2013年会出现逐步恢复（1%，仍将低于其潜在可能性）。因为经济活跃性下降，劳动力市场将继续恶化，失业率上升（见下一节图表8）。考虑到不均衡（失业、财政赤字或私人债务）的规模不同，所以国家之间在增长率方面将出现巨大差异（图表5）。

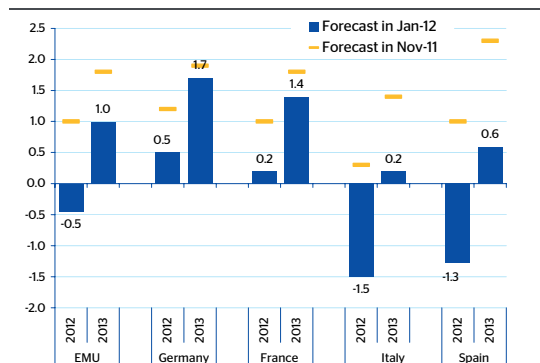
基线情景假设“2012年能够解决主权债务危机，能够建立较强的防火墙阻止不利外溢蔓延至其他成员国”。尽管如此，金融压力仅能等到2012年的下半年才能得到逐步缓和。因此，这种增长预期的风险主要是下行风险，因为在金融市场压力得到逐步缓和的过程中可能出现“意外”。

图表4
欧洲货币联盟（EMU）：信心指数（标准化）



来源：BBVA 研究部、调研机构 Markit 和 Haver

图表5
欧洲货币联盟（EMU）GDP 增长



来源：BBVA 研究部

欧洲央行努力修复欧洲市场的运作，但还远远不够

考虑到对欧洲的展望不甚明朗，而且不存在任何明显的通胀压力，所以“传统”的货币政策将继续保持较为适应的状态。欧洲央行已经将其贷款率降低了50bp，我们预计，未来几个月内还会出现25bp的下跌，那时利率将为0.75%。低于之前的1.0%的下限。

但我们认为这还不足以解决欧洲危机。欧洲央行需要进一步参与其中。市场对金融机构几乎不开放-核心国家和给主权的条件除外，而且“在2011年下半年一直紧绷”的主权仅仅是在近期才出现好转。迄今为止，来自欧洲央行对主权债务市场的支持（通过证券市场计划购买债券）也是受到限制，因为大家认为欧洲央行扮演的不是“主权国家的最后贷款人”的角色，而是“恢复货币政策传导机制”的角色，而这个角色现在扮演还为时尚早。

相反，欧洲央行一直关注于为遭到严重伤害的银行系统提供流动支持。对主权危机持续的担忧正在转向银行业风险，因为管理主导型的银行业与主权债务的接触程度较高。此外，这种主权接触正在负面地影响着银行系统进入大规模融资市场的能力（增加其对欧洲央行的依赖），而且增加了对银行偿付能力担忧，后者反过来又造成了对欧洲银行系统新的资本需求。

为了支撑“在2012年初即面临债务到期之紧急日程”的银行系统，欧洲央行在三年时间内将为流动性提供充分拨款（这种措施在欧洲银行业已被大量使用），并将放宽抵押政策。这些措施对欧洲银行系统具有积极作用：它们对资金需求起到支撑作用，同时可以降低银行系统的流动性风险。

但是，没有迹象表明机构之间做好了互相借贷的准备。额外的流动性有利于减缓主权市场的压力，尤其对收益率曲线短端而言，但这些额外的流动性的大部分都通过存款机制回到了中央银行。

总之，我们认为除非采取进一步措施，否则“通过向银行提供流动性而间接干涉主权市场”的方法不足以按照要求降低长期利率，尽管这种方法无疑已经提供给这些国家解决其面临挑战的时间。此外，必须再次开放私人融资市场，恢复正常状况。考虑到银行和主权之间的密切联系，应该采取大胆的行动，从根本上解决问题：主权债务灾难。

框 1：发达经济体之大规模财政整顿经验

目前很多欧洲周边国家（包括西班牙和意大利）正在雄心勃勃地实施2012年财政整顿计划。符合欧洲委员会设定的目标。西班牙必须将其公共赤字降低至大约占2012年的GDP 3.8%的水平，意大利必须降低1.6 pp。其他国家也要降低其赤字：葡萄牙¹（3.5 pp），希腊（1.2 pp）和爱尔兰（0.9 pp）。很明显，对很多国家而言，这是相当具有雄心的目标，也促使我们将当前的状况与过去的财政整顿的经验做一对比。

并不是过去所有的降低赤字的经验都可以与2012年欧洲将要实施的计划相比，因为财政整顿的实施并不一定是因为要降低赤字。例如，可以因为经济周期的改善、或资产价格（例如房地产泡沫）的急速上升而降低赤字。另一种解释是，实施限制性财政政策可能是为了防止出现经济过热现象，在这种情况下，赤字的降低是这些措施的结果，而不是经济部门设定的具体目标。

知道这些之后，我们将1978年至2009年间经济合作与发展组织的17个成员国²看作是相关样本，发现总计在173个事件（国家和年份）中，政府明确实施了旨在降低财政赤字的措施。³从这些事件中得出三个主要结论。

第一，一年之中出现大规模财政整顿的现象是极少的（见图表6）。一年之中对GDP的整顿超过4%的情形仅出现过三次：2009年在爱尔兰（GDP的4.7%），以及1993年和1995年在意大利（分别是GDP的4.5%和4.2%）。对GDP的整顿超过3%的有五例：1993年和1994年在芬兰（分别是3.7%和3.5%）、1992年在意大利（3.5%）、1995年在瑞典（3.5%）以及1983年在荷兰（3.2%）

第二，即便是降低赤字的政策经过深思熟虑，并且很合适，但大多数情况下，积极的经济环境明显有助于国家完成政府设定的赤字削减目标。看一下这些时期的增长率，大多数经济体的增长率非常明显地高于其前几年的增长率，八个例子中仅有三例当年出现了衰退。这对当前欧洲很多国家的国情而言都是重要的教训，这些国家将不会得到经济增长或有利的国际环境的帮助。

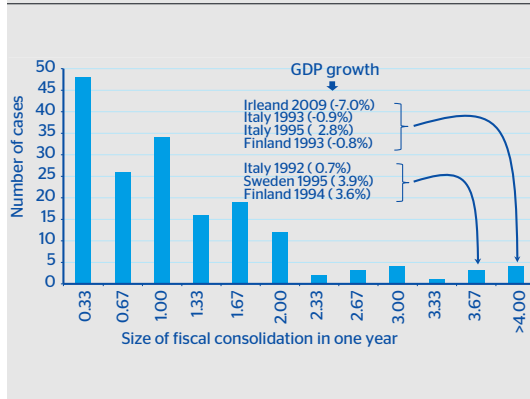
第三，看一下这些计划的实施方式，我们观察到，在所分析的八个例子中，65%的调整是通过削减开支实现的。尤其明确的是，削减公共开支仅仅降低了占GDP 2.5 pp的赤字，其余削减赤字的任务就必须通过增加收入来完成。也有一些例外，税务负担已然很高，例如北欧国家（见图表7），这就为通过增加税收达到整顿目标的方式增加了难度。

¹不包括 2011 年转移的私有银行的养老基金。

²澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、英国和美国

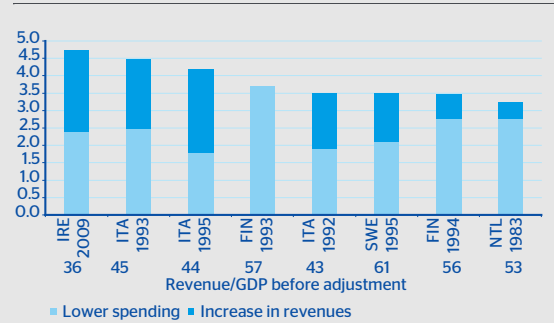
³“基于行动的财政整顿资料集”；Devries、Guajardo、Leigh、Pescatori；国际货币基金组织（IMF），2011年6月

图表6
针对降低财政赤字之世界经济合作与发展组织 (OECD) 国家之年度财政整顿的粒度分布



基于1978-2009年17个世界经济合作与发展组织 (OECD) 国家 (澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、英国和美国) 的173例行动型财政整顿计划
来源: Devries 等地的 BBVA 研究部 (2011)

图表7
1978-2009世界经济合作与发展组织 (OECD) 之最大年度财政整顿: 根据调整类型进行分解



来源: Devries 等地的 BBVA 研究部 (2011)

3. 美国远离全球疲软地带，但不确定性依然保持在较高水平

预计有弹性的增长将继续推进，但将受到欧元区疲软和持续财政压力的限制。

2011年底的一连串数字还算是让人欣慰，因此对2012年的展望稍微明朗一些。上周的新数据显示，美国第四季度的经济活跃性加快，这从一月底首次公布的GDP数据即可看出来。十二月工业生产加速，尽管劳动力市场正在限制消费者开支的增长速度，但一月份的非农业工资表已连续第三个月出现增长。因此，失业率下降至8.3%，并将继续下降（图表8）。不管怎样，就业增加很可能受到限制，部分原因在于政府实施削减计划。此外，除了存在大量“取消抵押品赎回权”的积压待发股票，房地产市场开始显示出一些利好迹象。这些对于市场参与者而言都是利好消息，但还不足以减轻市场所受之重挫，大家质疑美国经济能否在“亚洲经济活跃性减缓以及欧洲危机可能恶化”的消极影响下继续这样向好的方向发展下去（图表2）。

对第四季度GDP增长的首次预计显示经济活跃性出现了0.7%的季度增长，这是一年半以来最强劲的增长，尽管其受到下列两个因素的支撑：圣诞节购物和库存。除此之外，我们主要的指数显示2012年第一季度GDP的增长可能接近0.5%的季度增长（年度增长2%）。这些趋势显示出在非住宅投资、库存以及出口方面出现改善。

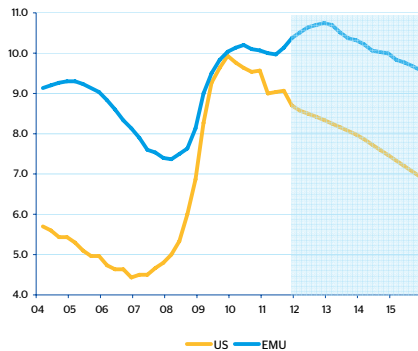
尽管第四季度2.8%的同比增长率低于市场预期。但这种低于预期的预计符合伯南克的观点，即对增长的展望评述不一，经济恢复不能自足，这促使美联储向下修正其对2012年和2013年的增长预期。从这个意义上来说，尤其是考虑到未来的紧缩措施造成的财政拖累因素，我们仍然认为美国联邦公开市场委员会（FOMC）对美国GDP增长的预期过高。

尽管美国经济的恢复比其在后衰退周期中的表现要缓慢得多，但美国经济已脱离了“预计在2012年可能出现”的欧洲衰退（关于这一问题请参阅图表8之劳动力市场）。关于我们之前在十一月份发布的全球经济展望，我们的预期保持不变，2012年为2.3%，2013年为2.2%。

我们认为，这种增长展望的风险是下行的。考虑到下行风险，正在逼近欧洲的危机对增长而言仍是需要首先考虑的问题。国内方面，房地产市场的持续疲软。紧缩的信贷市场以及持续的减债将限制消费增长的速度。政策方面，不断增加的不确定性（图表9）将抑制资本开支和融资。更为重要的是，随着一系列削减税收政策的到期，以及“与债务限额协议相关”的自动削减开支政策的实施，在2013年可能实施大规模财政紧缩政策，可能造成很多不确定性因素。风险值预期显示，政策不确定性增加200个点就可能在一年之后对GDP产生高达2%的不利影响，对投资产生高达13%的不利影响⁴。

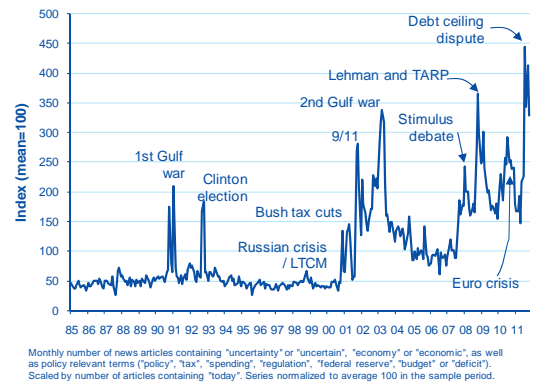
⁴Baker, Bloom 和 Davis (2011) 经济政策不确定性的衡量 <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.davis/pdf/PolicyUncertainty.pdf>

图表 8
美国 and 欧洲货币联盟 (EMU) 失业率 (%)



来源：基于 Haver 分析的 BBVA 研究

图表 9
美国：对经济政策不确定性的谷歌搜索指数



来源：基于 Baker 等分析的 BBVA 研究 (2011)

美联储的态度将十分谨慎。实施其他的刺激措施需要在“更稳健的美国联邦公开市场委员会 (FOMC)”中达成更广泛的共识。

如上所述，美国经济还存在很多不明朗的信息。但是，若增长预期恶化的话，美联储准备再次采取行动。美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 最近的声明表达了委员会将保持高度合作的意愿。这个声明表示，美联储认为美国经济的恢复将是一个旷日持久的缓慢过程，尽管其对经济增长的预期比公认的要高。

根据美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 成员近期的预期，我们认为，美联储至少在2014年之前都将保持其利率不变。美联储的最新传播策略 (包括发布其利率预期) 是在努力强化其宽松立场。预计此传播策略的变化可能产生如下影响：(1) 降低“目标政策利率的未来之路”的不确定性，并降低利率波幅；(2) 帮助投资者制定长期投资决策，这反过来又可作为另一种经济刺激动力；(3) 降低对长期利率的市场预期，增加总需求。

尽管开始进行新一轮资产收购 (QE3) 貌似合理，但尚不紧迫。我们认为，美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 现在尚未做好开始收购的准备，因为若其不处理好房地产市场的问题，则其进行资产收购所产生的效应将被抵消。无论如何，若情况恶化，尤其是在稳定的通货膨胀预期的情况，美联储将毫不迟疑地采取更为积极的措施。

政策僵局将阻止进一步实施重大的财政行动。

美国大规模的结构性的财政赤字以及政府极端的党派偏见是问题所在。与其他地区相比，美国的财政整顿过程将会更为缓慢，但仍受突然紧缩政策的限制。短期内，削减工资税以及2011年十二月到期的失业津贴 (0.4万亿美元) 的期限已延长，但仅延长两个月。尽管极力争取延长十个月，但尚未得以解决。若不如此，布什政府的削减税收、工资免税期和自动开支削减这三个因素将促成在2013年实施的大规模财政紧缩政策。

国会很可能同意延长削减工资税期限，但由此带来的对经济的影响力将会很微小。协议达成之后，华盛顿政府可能不会解决额外发生的事件，因为政府官员都专注于十一月份的选举事宜，这就意味着到时可能会出现政治僵局。这就导致对财政政策的展望没有任何清晰和可信的长期财政整顿计划，而且在2013年很可能出现集中的财政紧缩，准确地说，应该是相反的政策才能保证平稳地过渡到由私有部门支撑的自足增长。

框 2: 欧洲危机向美国的转移渠道

本框分析了持久的欧洲危机对美国经济增长可能产生的影响。这些影响通过贸易、金融和信心渠道对美国造成损害。但是, 长期的欧洲危机也可能通过造成股价下跌(财富效应)、增加不确定性(降低商业信心)和全球信贷情况紧缩而间接损害美国经济增长。⁵为衡量长期的欧洲危机对美国经济活跃性的影响, 我们主要关注以下两项直接联系: (1) 对美国出口的可能影响; (2) 对金融市场美元资金的可能影响。

近期研究表明, 金融状况和莱曼兄弟倒闭后全球出口剧烈下滑的现象存在联系。金融危机似乎与资本损失和资金杠杆有联系。当然, 这些因素都限制了贸易信贷的延期, 反过来又限制了贸易本身。此外, 波动性指数的强烈上升-这是金融状况恶劣和存在不确定性的常规标记-可能引发美国出口的又一次下滑, 因为在此情况下订单被取消, 公司面临支付问题, 或者剧烈的货币波动。

另一方面, 研究表明, 反复的卖空交易活动可能产生股票的抛售, 加速流动性危机。一旦短期资金像在2008年一样到达最终比率(terminal rate), 银行预期就会发生系统失败, 银行就会决定进行现金囤积。因此, 极端流动性事件能够破坏信贷市场和股票市场。金融系统的互联性允许增强流动性, 但同时也会产生抵押风险, 并因此使“其他地区 and 货币”的美元资金市场更易受到波动幅度的影响。

为量化欧洲危机对美国出口的不利影响, 我们使用了美国出口模型, 这一模型使用世界GDP增长和波动指数作为解释因素。在假设的风险情形下, 我们使用联邦储备2012年资本计划审议中的波动指数(风险情形), 并结合我们为美国实际有效汇率量身定制的不利情形⁶。据目前所知, 欧洲危机是一个长期、持续的过程, 而莱曼兄弟事件代表的是国际贸易中的机械制造业的突然下滑。据此, 我们认为, 与莱曼事件相比, 此次出口的下滑将是一个更为缓慢的过程: 美国出口在2011年第四季度和2012年第四季度之间会减少1000亿美元, 占GDP的0.7%(见图表10)。

关于金融系统, 我们认为, 美国的银行系统能够抵抗欧洲危机的冲击, 因为美联储为其注入了大量流动性, 调整者也对其进行了彻底、客观而可信的资本评估。

进一步说, 对于金融蔓延的可能性而言, 因其已经为市场所知, 所以我们认为, 欧洲危机不会带来强烈冲击。莱曼兄弟倒闭之不确定的性质确实造成了2008年的危机, 但是, 此次事件中很多投资者已经减少了在欧洲投资。因此, 国际清算银行(BIS)的报告称美国在“出现问题”的欧洲投资可能总计为3021亿美元, 不包括海外债券。非直接投资的最主要部分都是主权债券和银行(信贷违约掉期)CDS债券: 美国大约69%的投资都集中在衍生产品、信用债券和放款担保上。

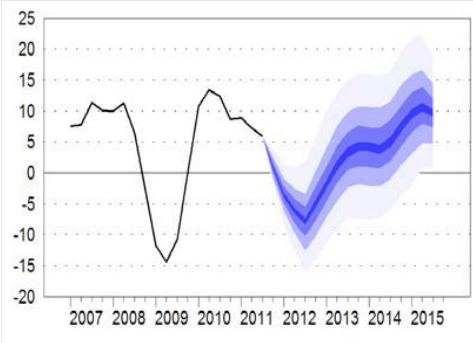
为描述美元资金的一些动态, 我们在事件分析的基础上建立了一个情境, 这个情境力图将莱曼事件的驱动因素分离出来, 并将其用于符合当今全球经济状态的基线模型。在我们的基线情形中, 假设市场意识更大, 以便降低被抵押的货币资金风险, 而这使得欧元在一夜之间平均掉价利差达到98.2bp-欧元银行同业拆借利息/欧元调换-并且造成美元较为缓和的平均55.7的掉价利差-伦敦银行同业拆借利率/美元调换。在波动较大的风险情形中, 欧洲紧缩现象严重, 且国内增长预期恶化, 欧元掉价利差和美元掉价利差可能分别高于基本情形的21.5和23.3bp(见图表11)。

简言之, 模拟结果强调欧洲危机可能持续很久这对美国经济增长会造成重大冲击。对美国经济的总影响取决于直接和间接传导机制的综合作用, 而且很可能影响较大, 但肯定小于莱曼兄弟时期。

⁵关于危机渠道的更多详细概况, 请参阅2012年1月19日之《经济观察》之《危机渠道: 贸易、金融和信心》篇

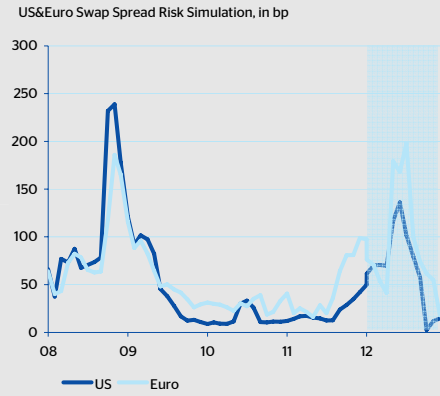
⁶因为追求安全投资, 所以美国实际有效汇率出现适度上升(升值)。

图表10
欧洲危机加剧的情况下美国出口情况模拟（年度百分比）



来源: BBVA 研究部

图表11
欧洲危机加剧的情况下美国和欧洲的互换利差



来源: BBVA 研究部

4. 新兴经济体受到国内需求的支撑

有弹性的国内需求起到缓冲作用，能够阻止全球经济进入衰退期。同时，通货膨胀风险降低。

新兴经济体国家2011年的济动力减少，这已在意料之中，情况在2011年下半年尤甚。随着债务危机在欧洲开始，新兴经济体国家中看到的更多的是疲软的外部需求。新兴经济体也受到“对中国硬着陆担忧”的冲击，虽然中国经济并未发生硬着陆。总体上，新兴市场经济体按年度计算的季度增长在2011年底仍在以年4%的速度增长，尽管这是其经济恢复以来的最低值。

也就是说，考虑到全球经济处于困境，新兴经济体经济增长放缓的速度较小。这其中的原因在于新兴亚洲经济国家以及拉丁美洲国家内需的反弹。总体来说，新兴经济体的增长速度继续快于发达经济体。迄今为止，欧洲债务危机对这些地区的影响有限，仅仅是造成增长速度放缓。对已经存在不平衡现象且难以通过经济政策以度过难关的国家而言，这实际上是利好消息。

同时，通货膨胀趋势不甚明了。在亚洲新兴经济体国家，通货膨胀压力因食品价格和经济活跃度的下降而有所缓和。对通货膨胀走势的预期是其将继续下降，其他食品价格（主要是原油价格）也将下降。在拉丁美洲，大多数国家的通货膨胀稍高于预期，但其走势也将下降，虽然没有亚洲下降得多。

较低的通货膨胀率以及价格风险的下行为更为宽松的货币政策提供了实施的空间。事实上，这正是我们所预期的：鉴于通货膨胀展望利好且预期经济增长放缓，政策机动性就较大，所以可以改变政策，以支撑或至少保持经济的增长。亚洲的货币政策可能比拉丁美洲的要更为宽松-因为亚洲的整体通胀率预期下降的更多-但即便是在拉丁美洲，大多数利率上调计划也已经废除，而且有些（例如巴西）利率还被降低。

拉丁美洲的经济增速继续接近潜在增长率；看来这个地区具备安全度过全球衰退的条件。

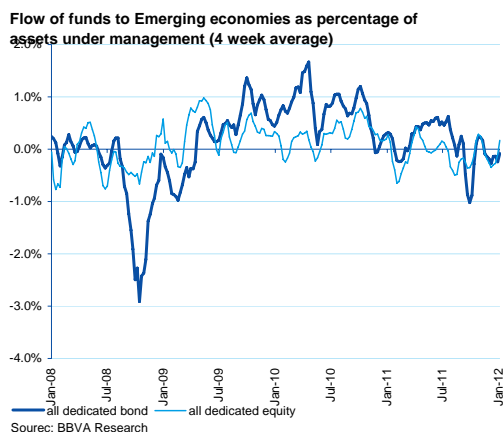
2011年最后几个月以来，拉丁美洲的经济增长率就开始下降。其原因在于通货膨胀率的上升，通货膨胀破坏了购买力，而且全球风险规避的增加降低了资金流入量（图表12），给货币带来了压力，并造成不确定性的增加。去年第三季度的商品价格-尤其是铜价-下滑，这也影响到了2012年的价格预期。与全球经济接触较多的经济体（例如墨西哥），其外部需求所受到的影响较小，但远小于预期。

拉丁美洲经济增长的下降是比较温和的。在某些国家（例如智利和秘鲁），人们怀疑国内需求的下降足以使通货膨胀接近央行设定的目标水平。同时，因部分受海外投资的拉动（智利、哥伦比亚、秘鲁），固定资产投资继续保持稳健。加之公共投资增长预期，这都说明国内需求还会继续保持强劲，能够支撑整体的经济活跃度。简言之，看来拉丁美洲的经济增长率正在接近其潜在增长率。

如上所述，近期通货膨胀率已超过预期。其部分原因在于食品价格的暂时上升-一定程度上也是因为食品价格的暂时下降-以及拉丁美洲货币在2011年下半年的贬值。展望未来，“食品价格的下降”以及“对国内需求的较小压力”应该有助于扭转这些国家的通货膨胀趋势，使其下降至政府目标水平（图表13）。

图表12

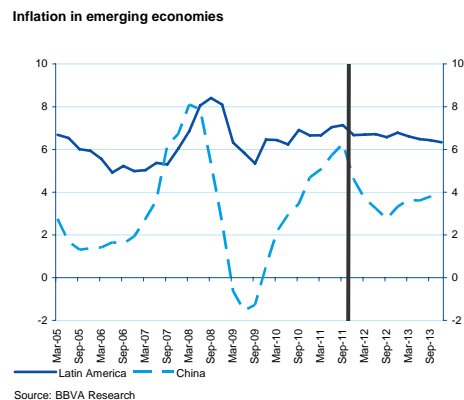
以管理资产形式流向新兴经济体的资金（四周的平均值）



来源：BBVA 研究部和新兴市场投资基金研究公司（EPFR）

图表13

通货膨胀（年度百分比）



来源：BBVA 研究部

拉丁美洲货币一直不稳定，与全球风险规避趋势一致。商品价格虽然强劲，但也受到全球经济预期中巨大变化的影响，因此受商品价格波动的影响，其货币波动幅度较大。2011年中期拉丁美洲货币的贬值减轻了包括资金流入在内的货币的压力，某些国家还提高了限额。尽管如此，全球经济增长放缓应该能够拉低拉丁美洲主要出口商品的价格，但是金融市场的压力可能较大，至少在2012年前半年还是如此。在这种情况下，拉丁美洲货币应该有所贬值。

在这种背景下，十一月份以来的增长预期几乎没有改变（委内瑞拉除外，因其财政政策似乎开始变得比三个月前的预期更为宽松）。2012年拉丁美洲在的经济增长应该继续保持强劲，尽管比2011年略低，但在“未来几年内恢复到4%”之前，2012年的平均增长率将是3.7%。其主要拉动力是国内需求，国内需求2011年增长了5.6%，预计2012年会下降至4.5%。与去年相比，外部需求将是主要阻力（图表14）。

亚洲的软着陆和刺激增长的宽松政策

亚洲的趋势继续保持平稳：全球增长放缓使其外部需求减少，但国内需求继续保持相对强劲。也就是说，亚洲经济增长的放缓幅度较小。中国就是一个很好的例子；第四季度的GDP增长超出预期（第四季度年增长率为8.9%，而第三季度增长率为9.1%），其原因在于受到出口的支撑，尽管出口增长缓慢，但增长率依然保持在较高水平。这缓和了对中国经济硬着陆的担忧，若中国经济出现硬着陆，则会拖慢亚洲其他国家的经济。这个地区其他国家的增长速度也已放缓，经济总量较小但贸易量较大的国家尤为如此。

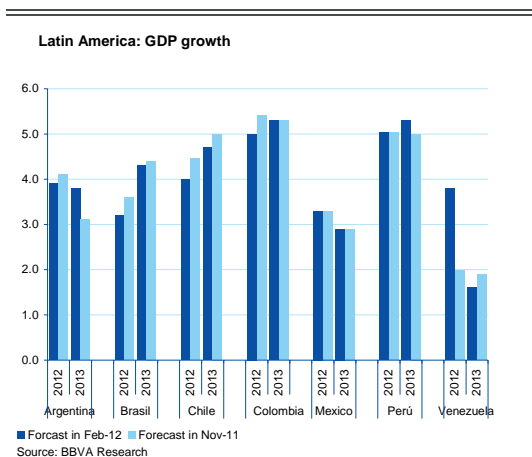
但是，亚洲并不免于风险规避中股票报升带来的影响，尽管其少于其他新兴经济体，但亚洲市场也出现了风险利差增加的现象，随着投资者对危机蔓延的担忧，也出现了重大的资金外流现象。在此背景下，货币市场遭受重创，2011年的前几个月出现货币纷纷贬值的现象-人民币除外-促使央行进行干预，减轻货币压力，印度卢比的情况尤其甚。

如上所述，食品价格和非食品价格的下降使整体通胀和核心通胀有所下降。通货膨胀的下降有利于减轻央行的压力。贷款增长速度也已放缓，但中国所采取的给房地产市场降温的措施取得了一些成功，房地产价格继续下降。

尽管依然持高的通货膨胀限制了政府可调动的空间，但所有这些都带来货币政策态度的微小改变。事实上，亚洲之前所采取之阻止某些市场过热的措施已然被暂停，而且，在某些情况下已被撤销。中国的情况显然就是这样的，现在中国有关部门讨论的是积极主动的财政政策。此外，十一月底，中国政府减低了存款准备金率，清晰地发出实施宽松的货币政策的信息。其他国家，例如澳大利亚和印度尼西亚，也减低了首次利率。

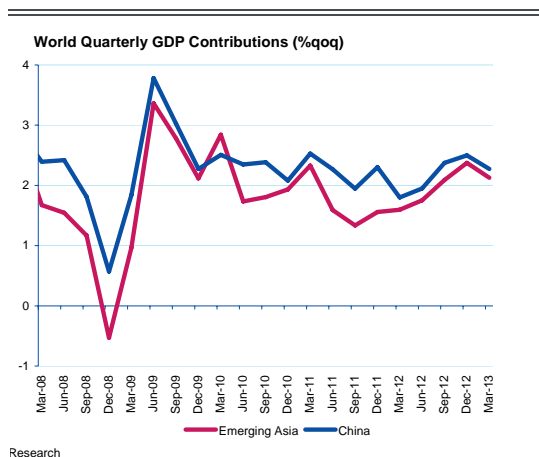
亚洲的增长预期已被轻微下调。2012年下半年，随着通货膨胀压力出现缓和以及资产价格下降将实施更为宽松的经济政策，在这种情况下，亚洲经济会出现某种程度的反弹（图表15），但在此之前的2012年上半年，亚洲经济将保持较慢增速。因此，我们认为，利率还有（适度）降低的空间，以便抵消外部需求的下滑带来的影响。在中国，因外部需求的疲软，经济增长似乎要低于前一年的水平。尽管如此，似乎GDP增长还会达到8.3%。全年平均通货膨胀率大约是3.3%，人民币有小幅度升值。因为通货膨胀率的下降使中国政府有更大的可操作空间，这个潜在增长率部分是源于货币政策。我们预计，中国在2012年上半年将会根据外部需求的趋势降低利率和存款准备金率。

图表14

拉丁美洲：GDP增长率

来源：BBVA 研究部

图表15

新兴亚洲GDP增长率(%环比)

来源：BBVA 研究部

外部需求导致风险下行

因全球不确定性以及国内经济疲软，所以这个情形的风险依然下行。两个地区的经济拉动力到底能下降多少？例如，中国经济增长放缓程度的标志是什么？印度和巴西国内需求降低的潜在影响是多少？这是目前担忧的事。对中国而言，在“房地产价格的急剧下降”以及“当地公司的金融压力”方面都存在风险。也就是说，虽然中国硬着陆风险正在增加，但风险还是很低的。国内疲软是可以调控的，而且经济政策还有很多支撑增长的空间。

拉丁美洲的情况也是如此。有足够的空间来处理外部需求的下滑问题。对大部分地区而言，预算不均衡以及活期存款账户不均衡现象已得到控制，同时，国家也改善了其外部定位。因此，如果时机成熟的话，还是存在支撑增长的空间的。除委内瑞拉之外，拉丁美洲的总体情况还是稳定的。即便是全球经济增长进一步下滑，这个地区的经济似乎还将继续增长。

因为信心依然稳定，且远高于2008年莱曼兄弟倒闭之后时期的状态，因此全球经济增长放缓对亚洲和拉丁美洲的影响都是有限的。其部分原因在于当前的危机是一连串事件，而非突然或意外的下滑现象。尽管金融市场在“资金流量、资产价格较低以及货币贬值”方面所感受到的“风险规避的增加”确实造成了某些影响，但亚洲和拉丁美洲的国内需求还是能够得以保持的。

5. 图表

表1
宏观经济预测: 国内生产总值

年度同比增速	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧元区	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
德国	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.7
法国	-2.6	1.4	1.6	0.2	1.4
意大利	-5.1	1.4	0.4	-1.5	0.2
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.9	0.5	1.4
拉丁美洲	-0.6	6.6	4.5	3.7	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.8	3.3	2.9
EAGLES	4.0	8.4	6.7	5.9	6.5
土耳其	-4.9	9.2	8.5	1.9	4.2
亚太地区	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
除中国外的亚洲地区	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表2
宏观经济预测 (通胀, 平均)

(年度同比增速)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.2	2.3	2.3
欧元区	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
德国	0.2	1.2	2.3	1.8	1.3
法国	0.1	1.6	2.1	1.6	1.2
意大利	0.8	1.5	2.8	2.2	1.5
西班牙	-0.3	1.8	3.2	1.2	1.1
英国	2.2	3.3	4.5	2.8	1.9
拉丁美洲	6.9	7.4	10.0	9.5	9.1
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.0	3.3
EAGLES	2.8	5.3	6.3	4.8	4.7
土耳其	6.3	8.6	6.7	9.1	6.0
亚太地区	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.3	3.7
除中国外的亚洲地区	1.1	3.7	4.4	3.2	3.1
世界	2.2	3.5	5.1	3.9	3.6

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表3
宏观经济预测 (经常账户占GDP%)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2
欧元区	-0.5	-0.5	0.0	-0.1	0.4
德国	5.6	5.7	5.3	4.6	4.4
法国	-1.5	-1.7	5.3	4.6	4.4
意大利	-2.0	-3.5	5.3	4.6	4.4
西班牙	-5.2	-4.5	-4.3	-3.5	-1.1
英国	-1.7	-2.5	-2.5	-0.9	-0.2
拉丁美洲	-0.3	-0.8	-0.6	-2.0	-2.2
墨西哥	-0.7	-0.5	-1.0	-1.1	-1.1
EAGLES	2.4	2.1	1.4	1.2	1.1
土耳其	-2.2	-6.4	-10.2	-8.0	-7.8
亚太地区	3.5	3.4	2.5	2.4	2.5
中国	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
除中国外的亚洲地区	2.3	2.2	1.1	1.1	1.2

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表4
宏观经济预测 (政府赤字, 占GDP%)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-9.9	-8.9	-8.5	-7.1	-4.6
欧元区	-6.4	-6.2	-4.2	-3.0	-2.0
德国	-3.2	-4.3	-1.2	-0.7	0.0
法国	-7.5	-7.1	-5.5	-4.7	-3.4
意大利	-5.4	-4.6	-4.0	-2.4	-1.0
西班牙	-11.1	-9.2	-8.2	-5.3	-3.3
英国	-11.5	-10.3	-8.0	-6.4	-4.8
拉丁美洲	-2.8	-2.0	-1.9	-2.1	-1.4
墨西哥	-2.6	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8
EAGLES	-3.9	-2.9	-2.4	-2.6	-2.4
土耳其	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-1.7
亚太地区	-4.8	-3.9	-3.9	-3.7	-3.2
中国	-2.8	-2.5	-1.5	-1.8	-1.8
除中国外的亚洲地区	-6.1	-4.8	-5.5	-5.0	-4.2

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表5
宏观经济预测: 10年期利率(平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	2.3	2.7
欧元区	3.3	2.8	2.6	2.2	2.7

预测截止: 2012年01月31日
来源: BBVA Research

表4
宏观经济预测(外汇, 平均)

美元兑国际货币	2009	2010	2011	2012	2013
美国(美元对欧元)	0.72	0.76	0.72	0.80	0.79
欧元区	1.39	1.33	1.39	1.26	1.27
英国	1.56	1.55	1.60	1.59	1.64
中国(美元兑人民币)	6.83	6.77	6.46	6.25	5.94

预测截止: 2012年01月31日
来源: BBVA Research

表7
宏观经济预测: 官方利率(期终)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	1.10	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

预测截止: 2012年01月31日
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.

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit*Chief Economist for Economic Scenarios***Juan Ruiz**

Juan.ruiz@grupobbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@grupobbva.com

Alejandro Fernández Cerezo

alejand.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jaime Martínez Martín

jmartinez.martin@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Vález

Jorge.rv@grupobbva.com

With the contribution of:

BBVA Research*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Chief Economists & Chief Strategists:*

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@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

nathanielkarp@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

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

Contact details**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@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Legal Deposit : M-31256-2000