

# 经济展望

## 拉丁美洲

2011年第2季度

经济分析

- 在新兴经济体的推动下，全球经济保持快速增长。
- 石油和其它商品价格将在**2011**年全年保持高位，使地区受益，其对全球增长的影响将非常有限。
- 虽然存在有利外部条件和强劲国内需求，但**2011**年拉丁美洲的经济增长将降至**4.6%**。
- 由于货币升值引导过量国内需求以增加进口，地区通货膨胀升高，但仍保持在大多数中央银行可接受的水平。
- 中央银行提高利率的时间和幅度均早于且高于我们的预期；然而，利率仍需要进一步提高。
- 中东及北非地区较高的地缘政治风险或将使油价升至**150**美元每桶，同时其它商品价格下降将对拉丁美洲地区的经济增长造成消极影响，并将加剧通货膨胀；但不会造成经济衰退。区域间各国情况将各不相同。

## 目录

1. 全球展望：复苏,全球性的冲击和脆弱性.....	3
2. 强劲经济增长持续.....	5
3. 政府当局将对经济降温.....	7
4. 未来前景良好.....	8
5. 来自国外的风险.....	10
6. 附表.....	11

截稿日期：2011年5月12日

# 1. 全球展望：复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临向下风险。

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，高物价（主要是高油价）的威胁加大了不确定，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的地区。与此同时，前一期全球经济展望中识别出的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最终，新兴市场经济运行过热的压力仍然存在，但受商品价格上涨的驱动，未来这一担忧会在南非更为突出。

虽然高物价招致了风险，但却不太可能削弱经济增长。

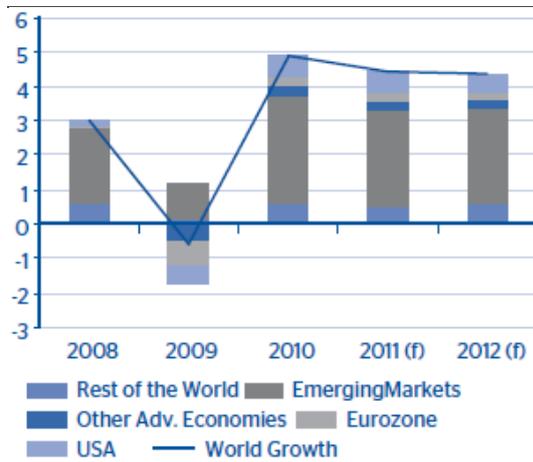
中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在进行，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC充足的闲置产能和OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要是主要的发达国家和亚洲多数的新兴经济体，原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这一点连同2011年一季度相对强劲的数据证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美是两个例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的向上风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使多数地区央行提早加息。

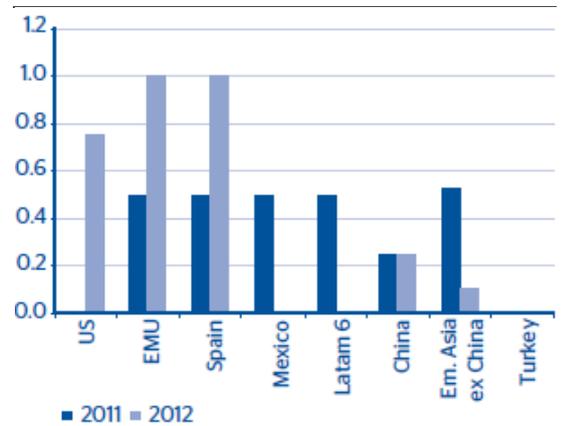
石油冲击的主要影响将体现在价格指数上。多数经济体2011-12年通胀上升将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，各家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息）。另一方面，美联储更加关于其经济复苏缺乏可持续性的问题，更倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持着警惕。

图1  
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2  
预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

### 欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

只要对陷入偿付困境的国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）的疑虑仍然存在，债务重组的风险就不会消散，这些国家的私部门融资会受到负面影响且主权债务利差会很高，且这种情况可能会蔓延至其他国家。因此，亟需制定出一种全面且细致的债务解决方案，以避免危机蔓延至其他欧洲国家。

### 美国有望实现财政整合

在美国，在就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但政治程序将十分漫长。

### 新兴经济体中对经济过热的担忧持续

新兴经济体继续显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家刚开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而在亚洲的新兴市场，其影响相反。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会对多数亚洲国家的经济增长造成影响。另外，与南美相比，当前多数亚洲地区的经常账户盈余为该地区提供了一定的缓冲

## 2. 强劲经济增长持续

### 领先的国内需求

随着2010年底的官方数字开始公布，显然，最后一个季度的经济增长高于预期。短期指标表明，强劲增长在今年前几个月继续保持。其主要推动因素是投资的增长（拉丁美洲地区整体增长13%）、补进存货和个人消费增长（5.7%）带动下的国内需求扩大。公共支出的增长也在某些国家发挥了一定作用，如阿根廷、巴西、智利、秘鲁和委内瑞拉。促进增长的其它因素还包括一些供应方面的事件，比如有利于农业生产的气候环境，使得阿根廷、巴西、巴拉圭和乌拉圭等国都实现了高收成或创记录收成，同时本国货币的升值也造成公众的购买力提高。

因此，2010年拉丁美洲地区GDP总量同比增长了6.3%，比我们2月份的估计值提高了0.2个百分点。而国内需求增长了8.3%，比我们2月份的预测要降低了多个百分点。各部门经济指标表明，第一季度国内需求增长了6.5%，与我们2月份的预测一致。对于各个国家，按季度来看，我们发现阿根廷、委内瑞拉和秘鲁的国内需求高于预期，而巴西、智利和墨西哥的国内需求则略低于预期。

虽然2010年商品价格普遍上涨以及对外贸易流量恢复正常造成美元出口大幅增长，但总的来说，这对GDP增长的直接贡献非常有限，例外情况是阿根廷、巴拉圭和乌拉圭，农业收成均录得创记录水平；墨西哥，其工业出口受到美国复苏的推动；巴拿马则受益于国际贸易复苏带来的巴拿马运河交通流量增大。进口的持续强劲增长主要是由于货币升值造成国内需求复苏从而提高了对国外的购买力；尽管较高的油价和食品价格也有一定影响，但与进口量增长相比，影响显得次要。

国内需求增长也增强了地区公共财政，间接税在地区税收中占了很大比重。此外，较高的贸易条件在收入增长中发挥了非常重要的作用。正如我们在2月份所述，公共支出并未根据经济周期新的现实情况进行调整；即使如此，地区总体财政赤字从2009年占GDP的5.9%降至去年的1.7%。

因此，产出缺口收窄的速度快于预期，人们对“过热”可能性的担忧日益加剧，它可能造成较高通货膨胀以及易受国际经济状况不利变化的影响，特别是在原材料价格出现下跌时。

图3显示了拉丁美洲地区主要国家的IMF过热指标，可以看出，只有墨西哥目前没有过热风险，而阿根廷、巴西和委内瑞拉均出现所有问题征兆。尽管程度不同，但智利、哥伦比亚和秘鲁也面临相应风险，经济政策的变化将是未来事件发展的关键。

图3

### 经济过热风险

	Overheating Indicator summary	GDP compared to trend	GDP gap	Unemployment	Inflation
Argentina					
Brazil					
Chile					
Colombia					
Mexico					
Panama					
Paraguay					
Pere					
Uruguay					
Venezuela					

\* Low Overheating → High Overheating

来源: IMF 和 BBVA Research

因此，毫不奇怪的是，IMF在其5月初发布的最新“经济展望”中强调了拉丁美洲地区的过热风险。虽然我们也认同IMF的担忧，但我们认为，国内需求的调整过程已经开始，那些通货膨胀目标明确且最易受国际市场影响的国家的经济管理机构将果断采取行动，以避免通货膨胀的增长率超过预定目标水平。然而，我们同意，如果他们反应迟缓，这些经济体将有可能回到我们在过去所观察到的经济发展大起大落交替循环的潜在风险。

### 通货膨胀开始令人担忧

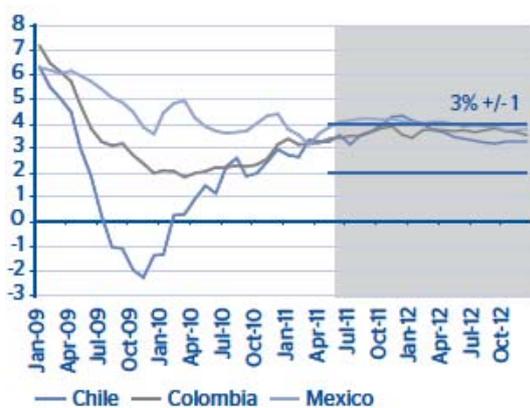
通货膨胀与上图一致，继续的攀升，造成几乎所有国家均出现令人意外的增长趋势。因此，我们预计拉丁美洲地区2011年的平均通货膨胀率将从2010年的同比上升6.4%增至6.9%（以前我们预测为6.5%），2012年则将小幅下降至6.2%。最值得注意的是，除了哥伦比亚和委内瑞拉，我们现在预计的所有国家通货膨胀均高于我们2月份的预测。虽然事实上这些增长幅度非常小，但共同的模式表明，这样的趋势与经济过热和国际商品价格高企的普遍问题是相一致的。

然而，需要提醒的是，第一季度的预测误差解释了几乎所有按年通货膨胀的预期变化，秘鲁例外，该国的预测通货膨胀与实际值相同。这是因为我们仍保持对未来通货膨胀变化的预计，根据则是国内需求变化与预期相符，而且经济管理机构反应比我们2月份所预计来得更强烈。

因此，我们认为，通货膨胀大幅攀升的风险在那些设定通货膨胀目标的国家是有限的。货币当局已开始迅速取消其经济刺激措施，一些国家则已经发出可能开始取消财政刺激措施的信号。然而，最重要的问题在于，本国货币的名义汇率兑美元将大幅升值，这一定会抵消通货膨胀压力。正如我们在2月份的报告中所述，这并不意味着就没有经济过热的风险了，而是正从国外产生并通过进口入国内；由于拉丁美洲区域内主要出口商品价格增长，这一点在对外贸易账户中很难被注意到。

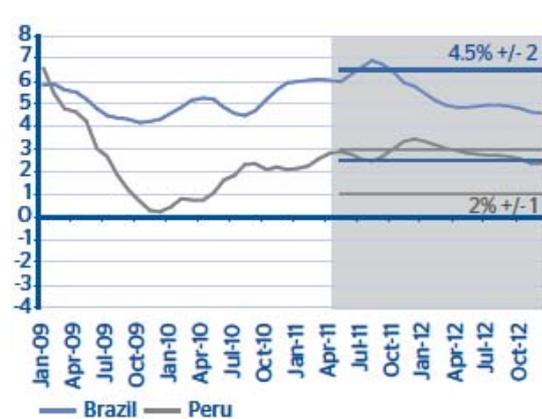
最后，值得注意的是，多个国家出现的通货膨胀加剧都与某些具体因素有关，这些因素的影响将逐步减弱，包括哥伦比亚、巴拿马和委内瑞拉的洪灾所造成的食品价格上涨；巴拉圭、乌拉圭和阿根廷等国肉类市场的发展；以及国际基本产品价格的增长，例如2010年底和2011年初的食品和燃料价格现已逐渐开始回落。

图4a  
预定通胀目标的国家其通货膨胀和容忍区间：  
智利、哥伦比亚和墨西哥的通胀及目标（同比 %）



来源: BBVA Research

图4b  
预定通胀目标的国家其通货膨胀和容忍区间：  
巴西和秘鲁的通胀及目标（同比 %）



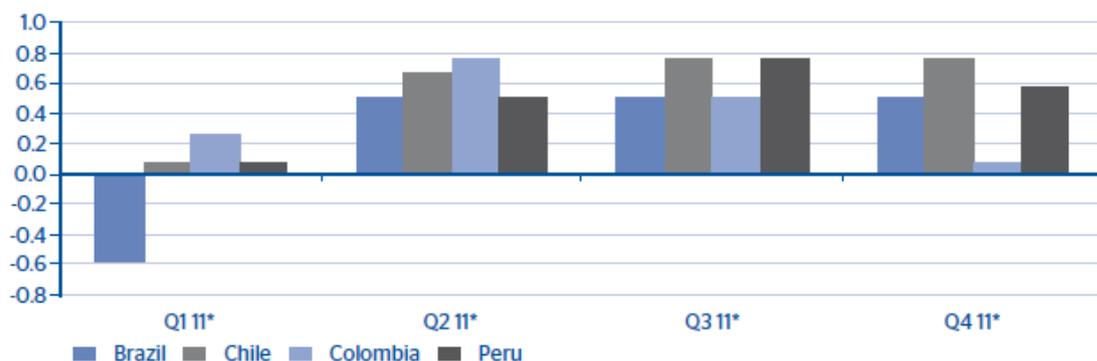
来源: BBVA Research

### 3. 政府当局将对经济降温

地区的一个共同因素是，在2010年底和2011年初（具体国家时间略有不同）出现最初的犹豫之后，货币当局开始发出明确而又坚定的信号，表达其对通货膨胀的担忧，并以高于且早于市场预期的加息行动令市场感到意外，而巴西则属例外，其中央银行在4月底仅仅加息25个基点。通过比较我们在年初对官方利率的预测与当前利率水平，我们注意到，设定通货膨胀目标的主要国家均较早和/或较大幅度地提高了利率，如图5所示。

图5

参考利率预测的变化



来源: BBVA Research

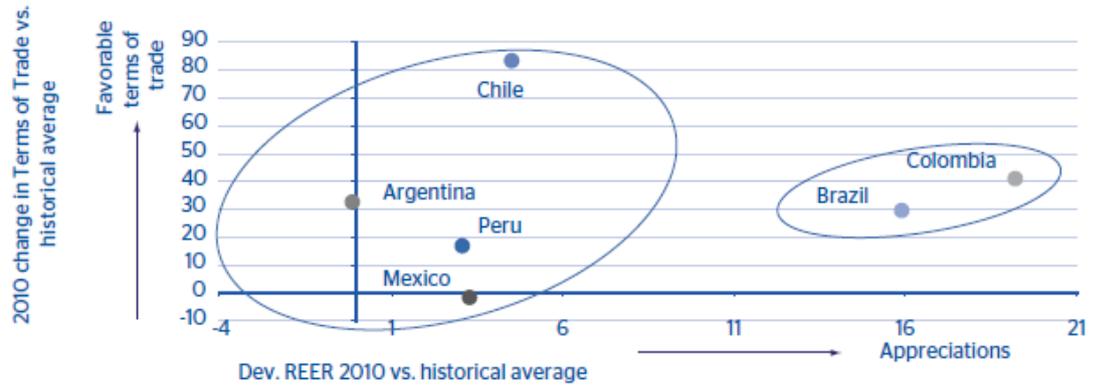
地区的一个新发展是，各国中央银行扩大了用于限制资金流动性和减缓贷款的金融工具的范围。除了参考利率，法定存款准备金也有所提高，并采取了其它可归类为“宏观审慎”的措施，以期对汇率的影响最小化。乌拉圭是最晚采取此类措施的国家，将国内存款准备金率从12%提高至15%。虽然很难计算这些措施相当于多少利率增长，但在巴西进行的调查表明，其综合效果的影响略高于SELIC利率额外上调100个基点。

另一方面，为支撑信贷和国内需求的增长，并寻求非常规措施如价格控制来稳定通货膨胀，阿根廷和委内瑞拉等国中央银行继续采取更加宽松的政策。

限制更加紧缩货币政策实施的一个因素是对货币升值的担忧，这造成地区内几乎所有国家采取汇率干预措施，包括从较轻和最常规的措施如货币兑换到对资金流入征税和实行额外资本要求。在某些国家，特别是巴西的货币当局，存在一种观点，即货币升值受到资金流入的高度影响，随着发达国家利率回归正常，资金流入将开始发生逆转；他们认为这种情况的发生将会提前，而不会推后。鉴于此，他们选择提高法定存款准备金，并通过定量措施来限制信贷，此举这令市场惊讶，并未如市场预测会加强对利率工具的使用。

BBVA Research的看法则完全不同，我们预计发达国家的利率提高还需要一定时间。此外，我们估计，商品和能源价格高企反映了实际的压力，意味着这些国家将继续享受相对有利的贸易条件，即使在2011到2012年间价格水平略有变化。如图6所示，实际有效汇率相对其趋势水平的变化和贸易条件与其趋势相比的变化之间存在明显的关系。从这个意义上说如果贸易条件持续向好，它将同样反映在汇率中，因此若不采取相应的反通胀措施并非一个好主意。大多数中央银行似乎已认识到这一点，并加快其利率调整的步伐。

图6  
贸易条件和货币升值



来源: BBVA Research

正如我们在2月份的报告中所述，财政政策对抑制国内需求增长的贡献仍非常有限，尽管所有或几乎所有国家已缩小或正在缩小其产出缺口，但政府并未取消他们在2008-09年开始为阻止经济衰退而实施的财政刺激措施。虽然巴西和智利已公布了2011年的预算削减（分别占GDP的0.7%和0.4%），但其公共支出占GDP的比重仍远高于衰退前水平。这也反映在财政收支平衡上，尽管今年商品价格预计将远高于同期的水平，但总体上，2011年的赤字将高于2003-11年的平均水平。

## 4. 未来前景良好

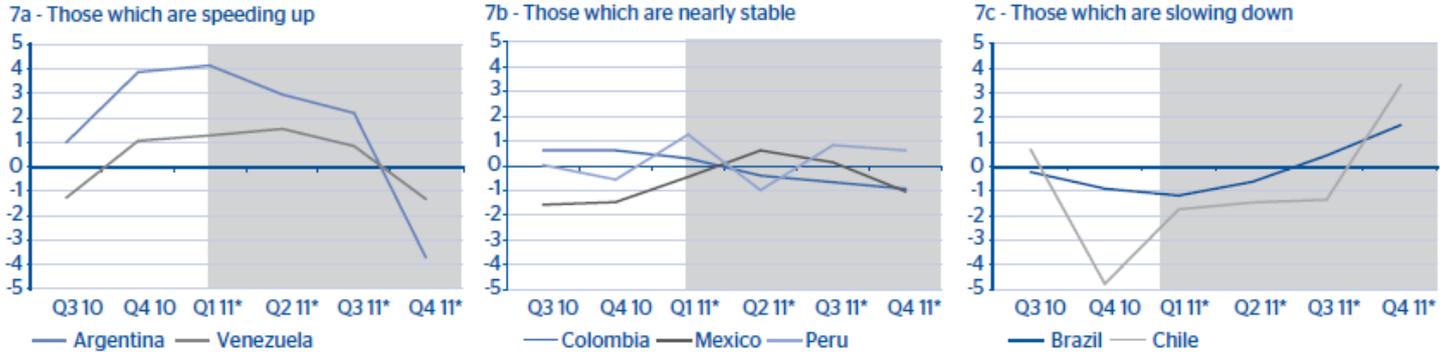
### 变化与预期一致

总的来说，地区经济表现与预期一致，特别是那些正努力达成预定通胀目标且开始取消其财政和货币刺激措施的国家，如巴西和智利。国内需求不断提高，但增速与我们几个月前的预测类似或稍低，阿根廷和委内瑞拉则例外，较高的出口价格产生了较大灵活性被用于增加公共支出。

图7显示了我们在年初预计的国内需求增长与我们当前预测之间的差异；从图中可以看出，巴西和智利的国内需求调整比我们的预计更加迅速，而阿根廷和委内瑞拉的情况则相反。我们还看到，这两组国家的情况在年末有所逆转：由于调整早于预期，巴西和智利的国内需求增长略高于我们的预测；而阿根廷和委内瑞拉的调整幅度则更大。同时，哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的表现与我们的预计偏差较小。对于前两个国家来说，由于其GDP缺口较大，这将成为问题，但对于秘鲁来说，由于国内需求增长远高于长期趋势且空闲生产能力被迅速吸收，这将是令人担忧的一个原因。然而，应注意的是，秘鲁选举造成的不确定性增大可能对预测以及目前非常难于评估的公司和家庭支出造成影响，但可能说明个人需求有下降趋势。

图7

国内需求预测增长的变化



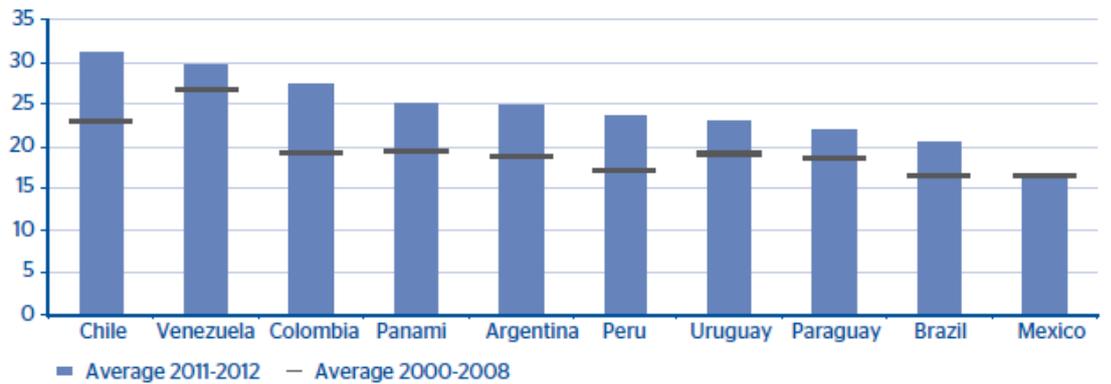
来源: BBVA Research

改善保持中期较高增长的条件

如果国内需求以预计速度变化且通货膨胀处于控制之中，拉丁美洲地区的前景将非常乐观，经济增长将接近中期和长期潜在水平。积极信号包括区域内固定资本投资大幅增长。如图8所示，即使与危机前水平相比，地区大多数国家的投资率仍大幅提高。

图8

固定资本投资率（占GDP百分比%）



来源: BBVA Research

同时，从当前复苏伴随着工资和/或正式就业大幅增长的意义来说，当前复苏在某种程度上属非典型性，这在整个地区相当普遍。虽然很少国家每月对正规就业进行调查，但在四个国家（巴西、智利、哥伦比亚和墨西哥），2010年底的正式或受薪就业（取决于具体情况）以超过4%的年化增速增长，而在巴西则要超过6.5%。同样，智利和哥伦比亚的就业率提高了3个百分点；这对于提高家庭收入的前景，特别是中低收入家庭，有着非常积极的意义。

较高投资率再加上较高参与率支撑的正式就业增长使我们预计，未来几年内拉丁美洲地区大多数国家GDP增长的潜力增大。

## 5. 来自国外的风险

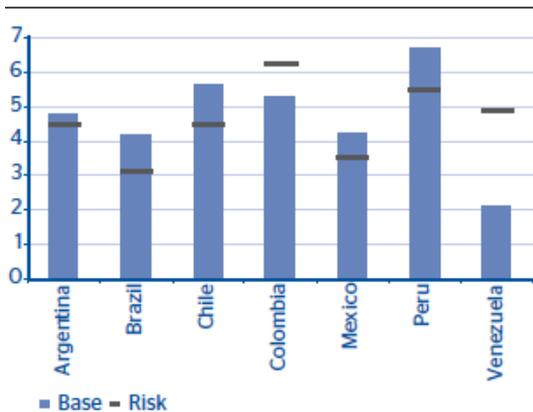
我们全球情景展望的一个主要风险是中东和北非地区（MENA）国家动荡局势加剧的可能性，将造成稳定在约150美元/桶的较高油价。虽然这种价格将不足以造成全球衰退，但将破坏石油进口国的国内需求复苏，与我们的基线情况相比，将使增长下降约1个百分点。这将影响对其它基本产品的需求，特别是工业原材料如金属，与我们2012年的基线情景相比，其价格可能下跌约20%。

### 新的石油危机将对地区产生不同影响

这种危机的分界线将取决于出口的构成。对石油出口国的最初影响将是积极的，产生财政盈余并扩大财政和货币扩张的范围。哥伦比亚和委内瑞拉就是这种情况，两国在2012年预计将实现较高增长率。然而，虽然墨西哥也是石油出口国，但与对美国的制成品出口相比，石油出口的比重极小，使得全球震荡对该国的净效应稍显消极。

图9a

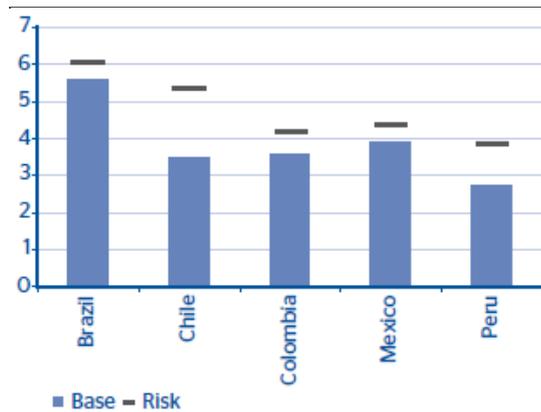
石油危机对GDP的影响  
(同比 % 2011-2012年平均)



来源: BBVA Research

图9b

石油危机对通货膨胀的影响  
(同比 % 2011-2012年平均)



来源: BBVA Research

如图9a和9b所示，对非石油出口国的经济增长影响从阿根廷的非常轻微影响到对巴西、智利和秘鲁等国达到1%的GDP。虽然这些数字很可观，但远没有达到会引发危机的程度。其对通货膨胀的影响也很显著，尽管那将是暂时性的。

## 6. 附表

表1  
国内生产总值（年度同比增长 %）

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	8.2	-2.1	8.7	5.5	4.0
巴西	4.2	-0.2	7.6	4.0	4.4
智利	4.7	-1.7	5.2	6.2	5.1
哥伦比亚	5.2	1.5	4.3	5.0	5.5
墨西哥	3.1	-6.1	5.5	4.7	3.8
巴拿马	8.3	3.2	7.5	7.7	7.8
巴拉圭	4.6	-3.8	14.5	5.9	5.2
秘鲁	7.0	0.9	8.8	7.1	6.3
乌拉圭	6.8	2.6	8.5	5.3	4.6
委内瑞拉	7.2	-3.1	-1.4	2.6	1.6
拉丁美洲	4.7	-2.2	6.3	4.6	4.2

\* 预测

来源: BBVA Research

表2  
通货膨胀（年度同比增长 % 平均）

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	9.5	6.3	10.4	9.9	9.8
巴西	7.0	4.9	5.0	6.2	4.9
智利	3.9	1.6	1.4	3.5	3.5
哥伦比亚	5.8	4.2	2.3	3.5	3.7
墨西哥	4.3	5.3	4.2	3.9	3.9
巴拿马	5.0	2.4	3.5	5.1	
巴拉圭	8.9	2.6	4.6	10.9	9.1
秘鲁	2.9	3.0	1.5	2.7	2.8
乌拉圭	9.4	7.1	6.7	7.7	6.0
委内瑞拉	22.1	28.6	29.1	27.8	24.7
拉丁美洲	7.1	6.4	6.4	6.9	6.2

\* 预测

来源: BBVA Research

表3  
汇率（兑美元 平均）

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	3.03	3.73	3.91	4.15	4.70
巴西	2.40	2.00	1.75	1.63	1.75
智利	573	560	510	483	493
哥伦比亚	2371	2158	1899	1819	1800
墨西哥	10.99	13.51	12.50	12.00	12.49
巴拿马	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
巴拉圭	5603	4967	4739	4146	4072
秘鲁	3.25	3.01	2.83	2.75	2.64
乌拉圭	24.9	22.5	20.0	19.25	19.54
委内瑞拉	2.15	2.15	4.30	4.30	4.30

\* 预测

来源: BBVA Research

表4  
利率（% 平均）

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	8.6	12.38	10.11	11.88	14.28
巴西	16.5	10.14	10.00	12.04	11.50
智利	4.1	0.50	1.54	4.90	5.96
哥伦比亚	7.6	5.29	3.13	4.06	5.25
墨西哥	7.9	5.42	4.50	4.58	5.46
巴拿马**	3.1	2.9	2.7	2.22	
巴拉圭					
秘鲁	4.0	3.25	2.06	4.42	5.00
乌拉圭	7.0	8.7	6.3	7.10	7.25
委内瑞拉	13.1	15.57	14.53	14.51	14.51

\* 预测

\*\* 定息存款利率（3个月）

来源: BBVA Research

表5

个人消费，政府消费和投资（年度同比增长 %）

	个人消费（年度同比增长 %）					政府消费（年度同比增长 %）					投资（年度同比增长 %）				
	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	7.9	-4.1	8.2	6.4	4.1	5.0	7.2	9.4	9.4	7.5	22.7	-10.2	21.2	9.0	5.2
巴西	4.3	4.1	6.4	5.8	4.6	2.8	3.7	5.1	2.1	3.5	7.5	-10.0	21.2	10.0	10.4
智利	6.2	0.9	10.4	7.1	5.3	4.7	7.5	3.3	4.1	3.9	12.1	-15.9	18.8	14.4	9.2
哥伦比亚	4.7	0.9	4.3	5.0	5.5	5.8	6.9	5.5	9.9	3.1	14.8	-6.5	7.1	10.6	11.1
墨西哥	4.0	-7.1	5.0	3.6	3.4	3.5	5.3	2.2	2.7	3.1	5.5	-16.8	2.8	8.5	6.1
巴拿马	1.1	-0.2	8.5	8.3	8.2	3.3	-6.5	12.7	9.5	6.0	27.6	6.4	6.0	4.3	3.0
巴拉圭	4.9	-3.4	9.9	10.1	7.1	4.3	-11.9	21.4	16.1	6.3	7.1	13.7	14.7	7.5	6.5
秘鲁	5.8	2.4	6.0	6.4	5.2	7.9	16.5	10.6	6.3	4.0	15.9	-15.1	22.1	15.0	12.3
乌拉圭	7.0	2.1	11.4	6.8	5.7	5.9	-6.3	14.4	14.9	10.0	16.1	3.9	2.2	1.0	1.0
委内瑞拉	11.3	-3.0	-2.4	3.6	3.3	8.8	2.3	2.6	4.5	4.2	17.2	-8.1	-4.4	4.6	-1.7
拉丁美洲	5.2	-1.0	5.7	5.2	4.3	4.1	5.1	4.9	4.1	3.9	10.3	-11.8	13.0	9.4	7.8

\* 预测

来源: BBVA Research

表6

财政平衡和经常账户（占GDP百分比 %）

	财政平衡（占GDP百分比 %）					经常账户（占GDP百分比 %）				
	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
阿根廷	1.5	-0.6	0.2	-1.0	-1.8	3.3	3.7	0.9	0.5	-0.3
巴西	-2.9	-3.3	-2.6	-2.8	-2.3	0.6	-5.5	-2.4	-2.9	-3.1
智利	4.7	0.0	-0.4	1.0	0.2	1.7	1.6	1.9	0.2	-1.4
哥伦比亚**	-3.3	-4.1	-3.9	-4.1	-3.7	-1.8	-2.1	-3.1	-2.7	-3.1
墨西哥	-1.5	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.6	-1.2	-1.3	-1.7
巴拿马	-0.6	-1.0	-1.9	-1.5	-0.8	-6.3	-0.2	-11.0	-11.5	-10.8
巴拉圭	1.5	0.1	1.1	1.5	1.7	0.1	0.1	-1.4	2.8	1.7
秘鲁	0.3	-1.9	-0.3	0.0	-0.5	0.1	0.1	-1.5	-2.8	-2.6
乌拉圭	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
委内瑞拉	-0.5	-5.1	-3.8	-2.6	-4.9	13.3	0.6	5.3	13.4	8.8
拉丁美洲	-1.4	-2.2	-1.7	-1.7	-1.8	1.1	-1.9	-1.1	-0.9	-1.6

\* 预测

\*\* 中央政府

来源: BBVA 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

Myriam Montañez  
+(562) 939 1052  
miriam.montanez@grupobbva.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**  
Sonselos 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

*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.rodriguez@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**

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@grupobbva.com  
India  
**Sumedh 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

**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