

经济展望

智利

2011 年第 4 季度

经济分析

- 今年上半年出现轻微放缓后，全球经济将继续以两个速度增长。增长主要出现在新兴经济体，而欧洲将处于较大的混乱中。
- 鉴于境外情形的恶化，我们对智利2011年的增长预测将继续保持在6.5%，对其2012年的预测将从4.7%向下调整为4.5%。
- 通货膨胀在2011年底将达到3.6%，在2012年将达到3.2%，并能在影响其上升的国内压力和影响其下降的境外压力之间达到风险平衡。
- 国内需求的强劲将不会为参考汇率的下调留出空间。
- 境外和国内风险之间存在明显分离，但境外风险还是占支配地位，对增长、通货膨胀以及经济政策的反应结果都具有消极影响作用。

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 全球展望：增长放缓且有明显向下风险..... | 3 |
| 2. 智利：增长放缓速度温和，但未出现明显蔓延信号..... | 5 |
| 3. 通货膨胀保持在目标范围内，但存在不利压力..... | 6 |
| 4. 暂停长期的货币政策..... | 7 |
| 5. 财政政策存在压力，执行空间较小..... | 8 |
| 6. 境外风险和本国风险不对称..... | 9 |
| 7. 图表..... | 10 |

截稿日期：2011年11月10日

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

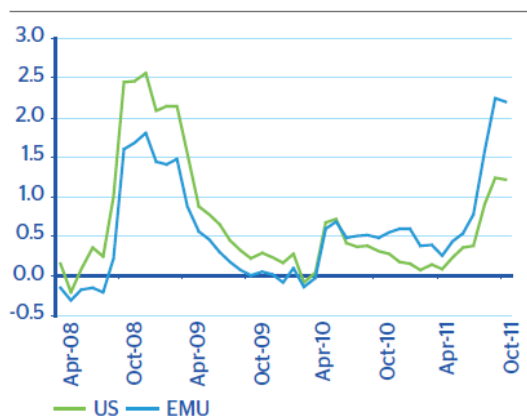
全球经济放缓并且会取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著

全球经济在过去的几个月之中恶化了很多，主要由4个因素影响，而这些影响还在继续。首先，不仅限于发达国家的大部分地区经济增速低于预期（美国上半年数据令人失望，一些分析师认为经济会有二次探底）。尽管美国在第三季度保持增长，而欧洲经济在第一季度也稍微上升，但是欧洲现在陷入了减速的境地。其次，欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始更加系统化。虽然10月会议上宣布的决定是在正确的方向上，但是主要因素还没有解决，特别是一些用来解决主权流动性的机制细节--包括杠杆化EFSF，私人投资者希腊债务重组以及欧元区政府达到财政联盟的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统的担忧开始恶化，金融紧张程度超过了雷曼兄弟在2008年10月破产后的水平（图1）。最后，全球风险趋避情绪高涨造成金融市场波动，自2009年开始第一次扩散到了新兴市场的资产中。

在内文中，相较之前全球经济预测，我们下调了0.3%对2011和2012年全球增速的预期，主要是由于下调了发达国家的经济增长预期（美国，欧洲，部分由于日本），尽管新兴市场也会比之前预期增长低。因此，全球经济会在2011年增长3.9%，2012年增长4.1%，主要受到依然稳健增长的新兴国家支持，而不是其它平淡无奇的发达国家。（图2）

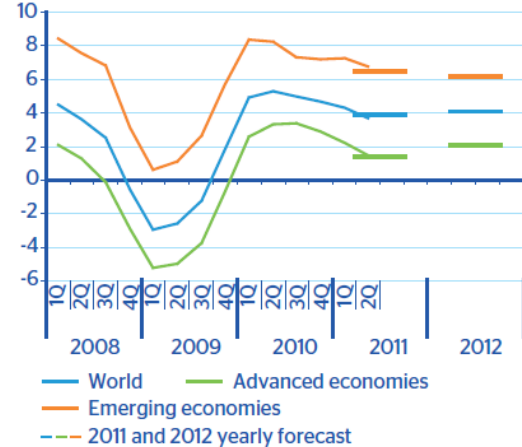
在经济依然有较为强势增长的同时，向下的风险正在出现，主要是由于欧洲短期主权金融风险正在加重。特别来说，市场需要欧洲金融压力快速减少来避免欧洲和其他地区的增长由于全球风险趋避情绪而受到影响。

图1
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2
全球GDP增长（同比）



来源：BBVA 研究部

欧洲逐步迈入正确方向，但是主要的问题还没有解决，金融市场紧张情绪没有减退

在我们看来，10月的欧盟会议有5个要点需要成功解决：1.解决希腊债务的可持续问题；2.在欧洲货币联盟建立主权防火墙；3.促进周边国家进一步的改革；4.强化银行系统；5.加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全解决这些问题。首先，希腊的私人债务持有者被要求主动接受减记50%-比7月同意的高很多-但是即使投资人都参与到债务交换上，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧，希腊问题的最终解决相当大的取决于希腊自身在国内采取的政策。其次，EFSF会用担保机制进行杠杆操作并由外部投资人补充（可能包括IMF）不过，EFSF具体的功能在12月前可能不会实施。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，ECB暂时还是会需要作为一个最终主权债务买家。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行系统的资本充足的改革一直非常没有效率，造成欧洲银行出现突然去杠杆的风险。同样，长期的流动性预备机制还没有实施。最后，尽管欧洲的管理有了一些进步，但是关于欧洲联合政策和欧盟债券还没有清晰的道路，而这个在我们看来是达到长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助避免进一步的金融紧张的扩大，但是并无法减少紧张度到可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家怀疑用来避免希腊债务重组蔓延的必须结构是否安排好了。这可能会需要足够大的EFSF，并需要ECB作为最终债务购买人并重组银行，提供融资渠道。如果这些因素没有到位，市场会对希腊改革的持续性继续大打折扣，并希望核心国家进一步紧急融资，这会增加下行风险的可能性并使得信用破碎，欧洲陷入紧缩，并会蔓延至全世界。

美国3季度增长改善，但是结构性的疲软还在继续

积极的方面，美国的增长看起来在3季度有加速的趋势，至少根据初步的预测。这并不是说很多前两个季度的增长较少，而产能缺口依然很高。但是这依然减少了市场对二次经济下滑的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲软，消费者和商业信心持续低迷，房屋市场依然疲软调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，政治的僵局可能会阻碍商议来1.避免非故意的短期财政收缩；2.推动长期信用稳定。

新兴市场正在逐渐软着陆，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求弹性的支持。拉丁美洲依然较高的原物料价格和亚洲的出口-尽管两者都出现了了调整-都为增长预期提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，两者都在按照预期的路线进入软着陆。欧洲和美国的动荡从两个地区的金融市场给经济带来的压力-反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。但是，许多国家具有强大的缓冲能力-较强的公共财政和较过去良好的宏观经济管理-他们的情况良好足以引入新的政策刺激来避免外部疲软。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家的注意力从关注经济过热转向了下行风险，并逐步提升了需要政策支持的可能。

2. 智利：增长放缓速度温和，未出现明显蔓延信号

从活跃性来看，经济增长放缓的速度不同，形成对比

正如所预期的一样，经济活跃性在上一季度出现放缓。从本年度看，出现这种现象的部分原因在于“随着2010年二月的地震效应被吸收，出现了较难的比较基数”。月度经济活跃性指数（IMACEC）在2011年第一季度和第二季度分别增长8.1%和6.8%后，在第三季度上升4.8%。

但是，经济活跃性的整体放缓掩饰了部门之间的差异性，似乎所有部门的增长都出现放缓，但事实上有些部门的放缓速度远远大于其他一些部门。制造业和矿业就是很好的例子。在制造业，年增长放缓的速度在2011年第二季度和第三季度分别是7.8%和2.5%，但矿业因为劳资纠纷和不利的天气状况，其2011年第三季度的下降速度事实上是6.8%。相比之下，零售业保持轻微上涨，尤其是耐用品的销售，只在日用消费品的销售方面出现轻微下降。对消费者信心和商业信心的调查显示相对正值，但商业信心出现恶化。

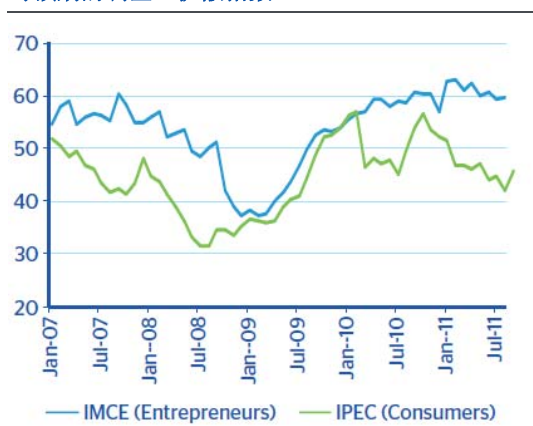
随着国内经济继续以其趋势增长率增长，以及全球经济的复苏（尽管较缓慢），我们预计因受国内需求6.1%的扩张以及外部部门的消极影响，智利2012年年度GDP增长为4.5%（见表4）。

由于基本消费者构成和耐用品的放缓，我们预期个人消费的年增长将为5.2%。这是由于这段时期内家庭补充存货、信贷条件以及稳定工作的影响较小。投资方面，我们预期年增长为8.9%，略小于之前的预期，这种向下的修正部分原因在于不利的境外情形。对生产资料的进口保持上涨，但第四季度出现下滑。任何情况下，这种增长速度都意味着投资和GDP的比例在明年都将继续保持在较高水平。

在对外部门，2012年的贸易顺差将减半至890万美元（GDP的7.0%）。这是由两个方面原因造成的：一是铜价下跌，所以对未来两年贸易条件的预期较低；二是进口增长（7.1%）多于出口增长（6.2%）。这也反应在收支往来账户赤字的增长上，从2011年占GDP的-1.3%到2010年占GDP的-2.7%。长期来看，尽管铜价会收敛于其趋势水平，但国内需求和进口缓和都表示收支往来账户赤字将占到GDP的2%-3%。

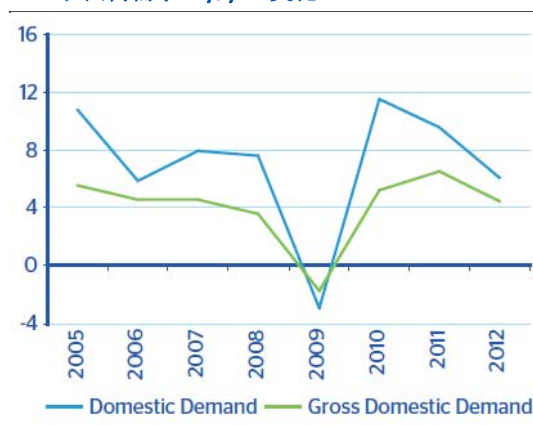
在金融账户方面，央行的120亿美元国际储备积累项目将于十月结束。“对本年度海外直接投资的较大预期”以及“证券投资流动从2010年的负值转变为今年的正值”都将抵消这部分数额。2012年，收支往来账户的主要针对对象将会是海外直接投资这部分。

图3
对预期的调查 (扩散指数)



来源: Adimark 和 Icare

图4
GDP和国内需求 (y/y % 变化)



来源: BCCh 和 BBVA 研究部

信贷条件较严格，但仍有有利

对于贷款，除了现存的有利条件外，经济活跃性的强度-尤其在就业和薪资方面-在最近几个月一直支撑信贷的扩张，并且在2012年将继续保持其目前的强度。因此，个人贷款的年名义增长在九月份是13.9%，消费金融增长为17.6%，抵押贷款增长为12.0%。预期个人贷款在2012年的年增长为13.1%，而消费在2012年将出现下滑，因为情形恶化，所以消费者预期将出现轻微下降，而利息将保持稳定。考虑到与2011年相比对非住宅性投资的增长迟缓，因此，我们预计公司贷款在九月份出现年增长18.1%之后，在2012年将出现下滑，年增长为12.0%。

3. 通货膨胀保持在目标范围内，但存在不利压力

经济过热的风险得到了一定程度的放缓，不过持续增长的公共支出引发担忧。

最近几个月通货膨胀还保持在可容忍的范围内。与非贸易商品相比，贸易商品的价格上涨相对有限。同时，核心通货膨胀率一直在从“年度通货膨胀目标值 3.0%”之下向上保持收敛的走向。

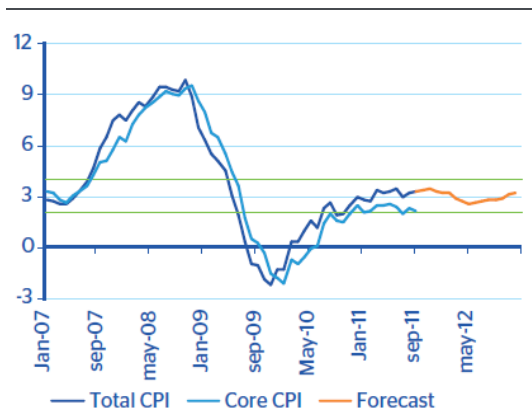
各个类别之间存在差异，这种差异可以在中期范围内决定价格走向。因此，相对较高的汇率（在九月份出现风险规避增加之前）以及进口商品价格的下降将十月份贸易商品的年通货膨胀率保持在 2.9%。但是，非贸易商品十月的年通货膨胀率为 4.7%，这符合国内需求强度和劳动力市场的变化趋势。

创造工作机会的较高速度-2011年至2012年间平均为19万-将压低失业率，使其接近充分就业水平。考虑到建筑行业 and 零售业的强劲增长，我们预期2012年的平均水平将为7.1%。基于此，按照名义利率，工资将增长6%之多，按照实际利率年增长将接近3.0%。因此，紧绷的劳动力市场从中期来看将依然对通货膨胀构成风险因素，这是由两个原因造成的：一是成本压力，二是其对个人消费的影响。

预期情形也考虑了国际不确定性造成的对某些商品价格的修正。其中，尤其是粮食和燃料价格可以保持在较低价格，可以减少来自进口商品的成本压力。总之，考虑到发达国家经济体衰退的较大风险以及其对主要新兴经济体的直接影响，我们预期通货膨胀率在2012年底将达到3.2%，这个数值可以收敛在长期目标值（表5），且能实现均衡风险平衡。这可以由通货膨胀压力的风险抵消，这种压力来自年终生产力缺口收缩的情况下的紧缩的劳动力市场。

图5

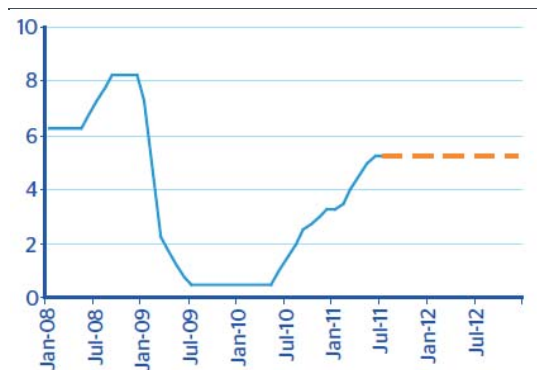
整体通货膨胀率和核心通货膨胀率 (Var.% y/y)



来源：INE 和 BBVA 研究部

图6

货币政策利率 (百分比)



来源：BCCh 和 BBVA 研究部

4. 暂停长期的货币政策

欧洲的金融动荡态势已经使央行最新的货币政策声明发生了变化。央行现在的态度很谨慎，其最新声明中包含了向下调整的倾向，若境外情形的恶化对国内产生明显消极影响的话，这样就可以为降低参考汇率做准备。

尽管按照货币部门的声明，市场预期会降低参考汇率，但我们认为这是不可能的。我们预期货币政策利率在2012年都将保持在其当前水平，而且，一旦发达国家经济体开始启动利率正常化程序，货币政策利率将开始上升。

考虑到“如果解决欧洲债务问题取得进步的话，则国内需求强度以及缺少生产力缺口将不会为降低政策利率留出空间（表6）”，我们认为这种情形是与均衡通货膨胀风险平衡一致的。

十月份，因为全球风险规避的增加，比索在外汇市场发生巨大下滑。智利不仅仅受资本外流的重创，而且受铜价重大调整的影响，因害怕对商品需求的消极预期会蔓延至新兴经济体，所以铜价下降了25%之多。在解决欧洲债务危机以及降低对“蔓延至如中国此类经济体”的恐惧方面所取得的进步才使铜价略有好转，现在是每磅3.4美元左右，而比索现在仍然保持在CLP 500/USD。

总体结果是贸易条件的下降。我们所预期的中期调整到来的时间比预期要早，并抵消了部分压力，实际汇率在本年度上半年受这种压力的影响。在这种情形下，我们预计汇率在2011年底将保持在CLP 500/USD左右，而且实际汇率在中期将保持实际上的稳定。

5. 财政政策存在压力，执行空间较小

在预算方面，政府的预期显示实际财政赤字在2011年将达到GDP的1.2%，结构赤字将达到GDP的1.6%。讨论中的2012年预算草案包括稳定的境外情形，其中GDP将增长5.0%，国内需求将增长5.5%，而铜价将在中期保持在良好水平。这看起来是一个合理的基本状况。政府预算是为占GDP0.5%的实际赤字和占GDP1.5%的结构赤字而准备的。这表示今年的数据会有轻微好转，几乎与我们的预计一致。但是，需要提到的一点是，议会目前进行的预算案辩论是在“对较高的支出存在增长需求”的情形下进行的，而这种情形可能会随着六个月之前就开始的冲突回归，从而使一些更加具有决定性的项目如教育，更难获得通过。

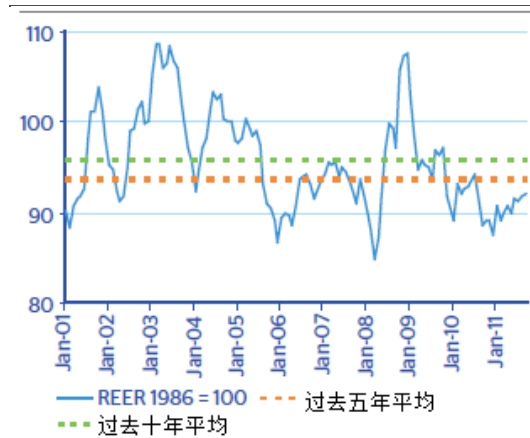
同时，政府计划将2014年的结构赤字减少至GDP的1%，而这对于2013年至2014年所需采取的调整增加了额外的压力。但是，因为2012年底将进行总统大选，这种政治循环使得这个政策很难付诸实行。此外，这个目标对我们而言并不值得炫耀，因为这事实上意味着2008年至2009年三个季度所实施的财政刺激政策，将由原本的临时性质变为永久性，因此，若国际情况恶化，这将限制采取新的刺激政策的可能性。

还有一个因素是主权基金所积存的基金已得到恢复，现在保持在2008年底的水平。但是，2009年的财政刺激计划总计等于GDP的2.8%将公共开支从不到20%增加至24%，在这一水平上已保持了两年。若在“面对发达国家经济体新的危机”时需要新的经济政策回应，则占GDP一部分比例的开支将再次增加，且在未来一段时期需要进行额外调整。这种情况下，在中期就不可避免地要增加税收，好像对支出不存在额外调整一样，我们可以预计结构性赤字的趋势是占到GDP的2%左右或者更多。此外，若未来铜价出现下跌，智利国家铜业公司（CODELCO）的成本将升高，要不然其产量将降低。此时要将结构平衡回归到预期水平将变得更加困难。

关于对宏观经济变量的中期影响，2012年公共财政账户（Public Finances Account 2012）中包括了在未来几年逐步撤销财政刺激计划，也包括了将2013年至2015年间平均支出的实际增长增加至3%。如果国内需求出现预期的减缓且全球情形也出现某种恶化同时伴随的话，这将意味着目前公共支出水平将不会偏离通货膨胀率在2012年的目标值。我们预计，过去两年曾发行价值60亿美元比索国债的情形还将再次出现，随之也将发行5亿美元的外汇。财政部和央行关于发行问题的政治协调将能够保证这个政策对利息结构造成临界的影响。

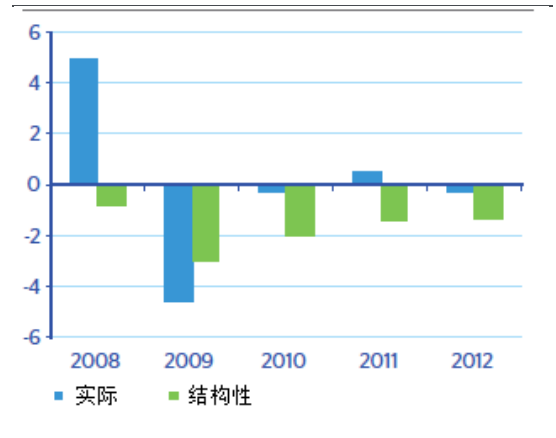
但是，因为刺激政策撤消缓慢以及我们预计财政部将在2012年用额外的20亿美元和30亿美元覆盖财政需求（表7和表8），故此，我们认为财政开支将对汇率产生上行压力。

表7
多边实际汇率（1986=100）



来源：BCCh 和 BBVA 研究部

表8
财政收支平衡 (% of GDP)



来源：预算部和 BBVA 研究部

6. 境外风险和国内风险不对称

欧洲情况的恶化将导致全球和智利经济的增长较少

希腊的债务危机已被定为决议无序，这种情况可能蔓延至其他发达经济体以及新兴经济体，近期出现这种风险情形的机会将变得更大。在这种情况下，商品价格将下滑至最近几个月的价格水平之下。对于铜价，我们预计其将在未来几年内保持在每磅2-2.5美元的范围内，而不会像上次危机之后那样迅速回升。现在国际的情况可能透过主要渠道-商品-蔓延至智利，此亦为其主要弱点，作为总体出口构成部分，当中以铜为甚。

此外，对其他国家具有巨大作用的其他渠道，例如风险规避的增加以及不断恶化的国际金融形势-对智利的影 响都会更小一些，这部分是因为较低的公共融资和个人融资需求，部分是因为对影响智利的利率差价的预期更为积极。这个因素是与以下两点相联系的：一是智利著名的财政管理所保证的宏观经济稳定性，二是通货膨胀目标货币政策和灵活的汇率所保证的稳定结果。

在利率接近其中性水平且国际储备达到400亿美元（GDP的16%）的情况下，货币政策反动还存在巨大空间。对于财政反应能力而言，财政部以及经济和社会稳定基金组织（FEES）所积累的基金水平高于2008年底的水平，而且智利是一个净债权国。这也为策略调配提供了巨大空间，尽管如上文提到财政赤字恶化的时间更长。但是，尽管这些条件在上次危机中都出现过，但其对预期以及国内需求的影响都远大于当时的预测。鉴于此，我们预计个人部门信心的恶化将比2008年较不显著。这有两个原因，一是由于对“危机的较慢发展”有更好经济政策，个人部门这次比在上次有更加充分的准备；二是智利从2009年经济的快速复苏中得到了经验，国内需求紧缩将更有限。比索将再次贬值，但不会像在2009年初那般剧烈，会接近CLP 600/USD的水平。价格方面，主要影响因素将继续是需求的下降。这将使2012年的通货膨胀略低于1%，但仍将保持正值。

2012至2013这两年时间内GDP增长的平均值将较数据低大约两个百分点，同时有限的财政平衡的恶化将伴随。相反，未来两年对境外账户的不利影响会因需求的下降而降低。

经济过热风险可能已经降低，但并未消失

尽管如此，如果我们的预期正确，即欧洲当局有能力采取措施避免危机，而风险规避现象将下降，信贷市场状况将逐步恢复正常，那么这对商品市场和当地预期都会产生积极影响。如果这样的话，国内需求将不会如预期般放缓，通货膨胀率可能会上升，而且货币政策参考汇率也将尽早出现回升。

7. 图表

表 1
年度宏观经济预测

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------|-------|------|------|------|
| 国内生产总值(%同比) | -1.7 | 5.2 | 6.5 | 4.5 |
| 通胀(%同比, 年底) | -1.4 | 3.0 | 3.6 | 3.2 |
| 汇率(对美元, 年底) | 502 | 475 | 500 | 508 |
| 利率(% , 年底) | 0.5 | 3.3 | 5.3 | 5.3 |
| 个人消费(%同比) | 0.9 | 10.4 | 8.8 | 5.2 |
| 政府消费(%同比) | 7.5 | 3.3 | 4.8 | 4.9 |
| 投资(%同比) | -15.9 | 18.8 | 13.6 | 8.9 |
| 财政平衡(% GDP) | -4.6 | -0.3 | 0.5 | -0.3 |
| 经常账户(% GDP) | 1.4 | 1.2 | -1.3 | -2.8 |

来源：BBVA 研究部

表 2
季度宏观经济预测

| | 国内生产总值 (% y/y) | 通胀 (% y/y, eop) | 汇率(vs. USD, eop) | 利率 (%, eop) |
|-------|-------------------|--------------------|---------------------|----------------|
| Q1 10 | 1.7 | -0.3 | 523 | 0.50 |
| Q2 10 | 6.4 | 1.2 | 537 | 1.00 |
| Q3 10 | 6.9 | 2.2 | 494 | 2.50 |
| Q4 10 | 5.8 | 2.5 | 475 | 3.25 |
| Q1 11 | 10.1 | 2.9 | 480 | 4.00 |
| Q2 11 | 6.8 | 3.4 | 469 | 5.25 |
| Q3 11 | 4.8 | 3.3 | 484 | 5.25 |
| Q4 11 | 4.7 | 3.6 | 500 | 5.25 |
| Q1 12 | 4.3 | 3.1 | 502 | 5.25 |
| Q2 12 | 4.2 | 2.9 | 504 | 5.25 |
| Q3 12 | 4.6 | 3.1 | 506 | 5.25 |
| Q4 12 | 4.9 | 3.2 | 508 | 5.25 |

来源：BBVA 研究部

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 Chile Unit*Chief Economist***Alejandro Puente**
apuente@grupobbva.cl**Karla Flores**
kfloresm@grupobbva.cl**Soledad Hormazábal**
shormazabal@grupobbva.cl**Felipe Jaque**
fjaques@grupobbva.cl**BBVA Research**

Group Chief Economist

Jorge Sicilia*Emerging Markets:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hkCross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.comAsia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hkIndia
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.clArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.arChile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.clColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.coPeru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.peVenezuela
Oswaldo López
oswald_lopez@provincial.comMexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.comMacroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Developed Economies:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.comSpain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.comEurope
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.comUnited States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comFinancial Systems
Ana Rubio
arubio@bbva.comPensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.comRegulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Global Areas:*Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.comEconomic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.comInnovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comGlobal Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comGlobal Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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