

经济展望

全球

2012年第三季度
经济分析

- 只有已经批准或仍然悬而未决的经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。2012年全球经济的整体疲软意味着为了在2013年实现增长的轻微改善，经济政策措施发挥的作用是关键性的。
- 欧元区尚未解决其债务和体制危机，这是全球局面的主要下行风险。宣布的新措施可帮助改善这一局面，但需要迅速和有效的实施。
- 金融市场对全球流动性和欧元区危机做出反应。新兴市场利率大幅下跌依赖于无风险资产的低利率和全球流动性供应充足。

索引

1. 概要：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧....03
2. 欧洲仍然没有解决其债务和制度危机.....07
3. 美国：经济增长迹象甚微，但下行风险上升.....10
4. 经济政策的支持将会抵消新兴经济体中的经济放缓.....12
5. 金融市场对全球流动性充裕和欧元危机的反应.....15
6. 表格.....18

出版日期：2011年8月3日

1.概要：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧

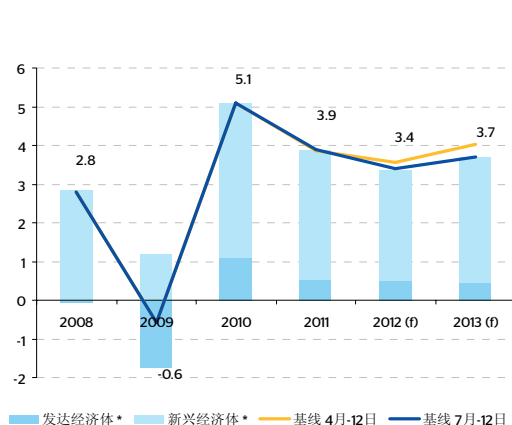
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

在 2012 年上半年全球经济状况恶化后，我们目前还在设想的 2013 年会有轻微的经济回升是非常依赖经济政策问题的。我们对 2012 年至 2013 年的全球 GDP 增长预测约为 3.5%，但依赖若干政策措施在世界各地实施这一假设。一些政策措施已经生效，但需要适当的实施；一些已经宣布，但还没有采用；最后，一些关键措施仍然尚未通过。政策措施必须避免 2013 年欧洲发生金融混乱和美国发生自动金融调整，并帮助新兴经济体取得较高的增长率。但如果经济政策未能实现其目标，自 2011 年起到现在还在进行的经济放缓有可能在 2012 年和 2013 年加剧。这有可能使得 2013 年全球 GDP 增长达到 30 年以来的最低值（2009 年经济衰退除外）。

在 6 月份一次首脑会议上，欧元区领导人在正确的方向达成了加强货币联盟的协议：欧元区单一银行监管、涵盖银行业和财政问题的影响深远的计划和保增长措施。但是已被批准以确保欧元区金融稳定的金融救助机制（即 EFSF&ESM）机制必须尽快全力使用，以避免发生金融“事故”¹。这是确保目前正在努力进入金融市场的经济体有机会实施财政整顿计划和结构改革的唯一途径。这应包括欧洲中央银行（ECB）的参与。

在美国，必须有一个协议来防止自动开支削减措施和减税期满在 2013 年初生效。这一“财政悬崖（fiscal cliff）”不会解决国家公共财政的长期可持续性，而且如果所有措施成为现实，它们会在 2013 年将美国经济推回衰退。由于总统竞选会使得任何类型的协议在竞选前都很达成，围绕这一过程结果的不确定性可能会在形成我们年底前的经济和金融展望中起到关键作用。

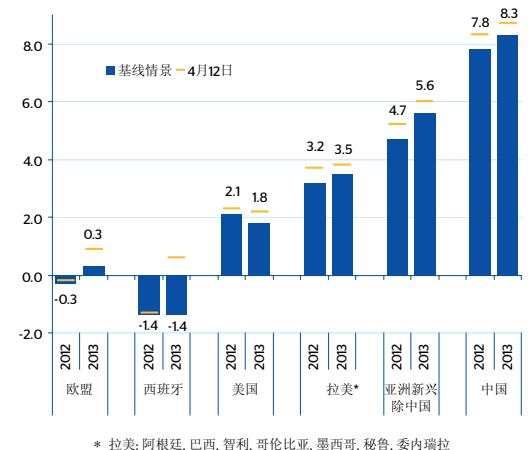
图 1
全球 GDP 增长 (%)



(*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2
按地区划分的 GDP 增长 (%)



(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research

¹金融“事故”可有多种形式，例如外围经济体主权债券发行需求不足。

与此同时，在有政策刺激空间的新兴经济体中，需要采取措施来拉动内需，以减轻外部经济放缓的影响。此外，由于欧元区危机时好时坏，以及另一方面，与美联储可能启动的新一轮量化宽松相关的流量的缘故，资本流入的波动性可能增加。

未能按照市场要求的节奏衔接主权转移和债务共担拖延了欧元区危机

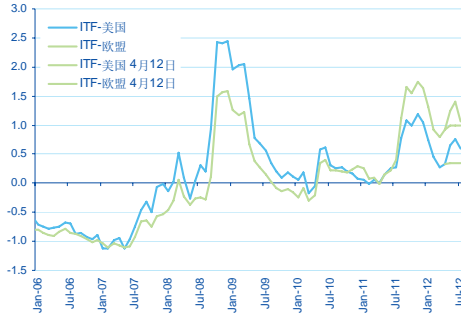
当前经济形势主要的不确定性是欧元区国家将不得不做出的加强其治理的努力是否会迟于金融形势的进一步恶化。如果是这样的话，我们认为其会导致来自欧盟机制的大规模干预，以最终确保欧元区的金融稳定。已经做出的决定（如果强行实施的话）可能足够，但要求在六月底批准的措施迅速落实。这些措施旨在通过积极使用 EFSF 和随后使用 ESM 来积极购买一级和二级市场的债券，来消除西班牙主权与银行业间的反馈回路产生的风险以及稳定整个欧元区的金融市场。西班牙最近的控制赤字的政策措施以及欧洲中央银行（ECB）总裁强烈支持的立场正在有助于缓和紧张局势。

总而言之，由于来自欧元区危机的持续财政压力和全球经济信心持续恶化，我们下调了先前的预测（三个月前发布）。这种情形意味着欧元区在 2012 年至 2013 年期间有一个停滞期。尽管有这一修订，但考虑到一些国家出于国内政策考虑，已获批准的措施采用太慢的可能性，我们认为风险平衡会继续向下行倾斜。如果发生这种情况，欧洲 2013 年经济衰退的风险将是相关的，尤其是在西班牙和意大利等国家。

欧元区国家必须解决一些市场上的流动性紧缩。这些制约是因为市场参与者认为可能会发生欧元区解体。欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战能令人满意地解决，则全球增长在 2012 年下半年可逐步进入正轨。

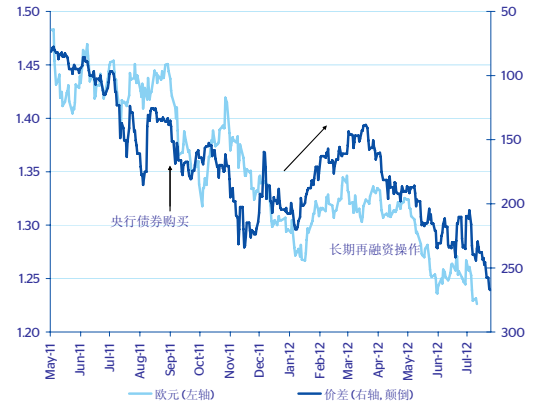
对于美国而言，我们将 2012 年及以后的展望下调是因为 2012 年上半年的增长数据令人失望以及来自欧元区的高的财政压力的影响。因此，新兴经济体可能是我们预计 2013 年全球 GDP 略有加速背后的主要驱动力。在拉丁美洲，尽管与三个月前相比增长预测普遍下调，但得益于 2012 年上半年的乐观活动数据、国内市场持续的有利融资条件以及竞争力提高，墨西哥的估值（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变。在巴西，由于外部环境的影响和国内一些问题（例如：信贷市场放缓和日益严重的竞争力问题），增长预期已显著下调（2012 年从 3.3% 下调到 2.2%）。尽管在货币状况前所未有的疲软后，活动仍有望在未来几个季度恢复，但最近的经济放缓警告要提防目前的模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。

图 3
BBVA 金融压力指数 (*)



(*) 跟踪一系列金融变量的趋势，包括股市波动、利率和汇率、主权、信贷、企业风险和流动性紧张
来源：BBVA Research

图 4
美元对欧元汇率和西班牙和意大利的风险溢价。简单平均利差与 10 年期德国政府债券，基点；2011 年 1 月 1 日指数= 100



来源：BBVA Research 和 EPFR

对于亚洲而言，中国今年上半年的增长放缓超过预期。为了与全球较弱前景一致，我们相应下调了 2012 年至 2013 年的预测。但支持增长的货币和财政措施应会带来好转，2013 年增长会上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲地区其他地方也有政策刺激空间来支持增长，但也有下行风险，包括更为严重的外部需求恶化以及中国的持续经济放缓，这被持续的国内金融脆弱性加剧。

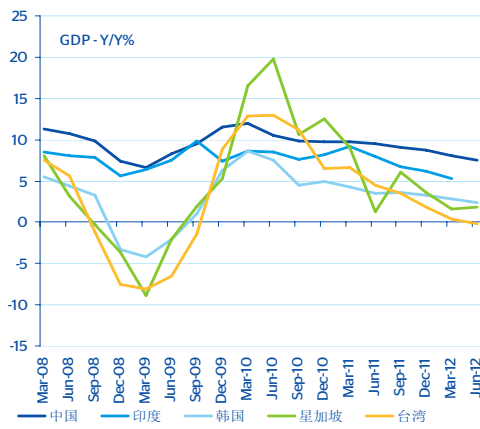
充裕流动性、累积失衡以及对决策者是否有能力解决欧元区危机的怀疑正在改变发达和新兴市场的资产风险认知

当前经济问题的结果是非常不确定的，因为存在可能与解决一个超国家危机的动机不一致的危险政治经济考虑。预测时间跨度（2012 年——2013 年）中的主要风险情形看似更集中在发达经济体中，尤其是欧元区。当谈到需求政策时（财政和货币），这些新兴经济体比发达经济体有更多的策略空间，同时总体上也有更低的累积失衡。因此，有越来越多的资金从欧洲流入到美国和新市场，包括拉丁美洲的新市场。

这些资金流动的转变是不确定性和风险集中在发达经济体中的一个反映。这两个因素均导致了新市场和发达市场资产风险特性的变化。自五月底（当时市场开始反应美国经济正在失去势头）以来，传统上被视为无风险的主权资产（美国和德国）的债券收益率已经下降到了历史最低水平。自六月底以来，围绕是否能快速解决欧元区危机的怀疑一直在向相同方向施压。周边主权债券已被视为风险更高，而墨西哥²和哥伦比亚等新兴市场债券收益率已经下降到了空前最低记录。创纪录的外资流入正在尽可能与危机源头隔离、具有良好宏观经济政策和增长前景的经济体和危机蔓延直接渠道较窄、经济政策回旋余地充足的国家寻求回报。

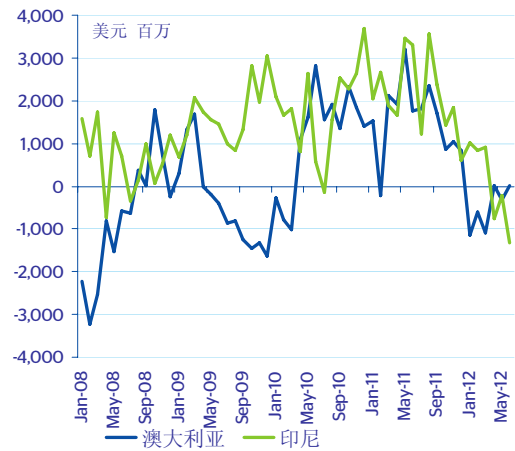
²对于墨西哥债券，打赌全球固定收益组合所使用的标记指数组成会发生变化的投资者的资金流入甚至可能加剧了。

图 5
主权债务流量(10 亿美元)



来源: BBVA Research 和 EPFR

图 6
长期 (10 年) 债券收益率, 自六月初以来的变化 (基点)



来源: BBVA Research 和 EPFR

但这种情形的可持续性有风险。除了本地通货膨胀或可导致收益率上升的增长前景的变化外, 全球性因素 (例如欧元区的系统性冲击) 也会让一些新兴市场资产 (例如拉丁美洲新兴市场) 最近获得的所有避险价值消失。如果发生系统性事件, 国内优势 (例如: 没有财政失衡) 是否在“雷曼式”冲击下还能保住仍有待观察。如果发生系统性风险, 可能只有那些有自己的货币和有充当最后贷款人的中央银行、没有重大外部失衡的经济体的资产才会被视为是无风险的³。另一方面, 美联储的资产负债表的进一步增加会鼓励投资者从固定收益转向股权市场, 尤其是当进一步宽松国内货币政策预期没有明显迹象时。

³国际货币基金组织全球金融稳定报告 (2012 年 4 月) 第三章专门讲述了无风险资产低供应量对金融市场稳定的影响。

2. 欧洲仍然没有解决其债务和制度危机

金融紧张程度仍然很高，希腊、西班牙和意大利处在中心位置

最近几个月，欧洲金融市场再次经历了大幅波动，也影响了整体世界经济。该波动反映了欧元区决策者在结束债务危机方面有困难以及对欧元计划存在的疑虑。

一方面，欧元区在希腊经历了困难的局面，虽然其最终还是被克服了。于 4 月份同意的希腊债务重组计划导致了一段时间的政治不稳定，在经过两次大选后，最终由一个致力于让希腊永远留在欧元区以及致力于改革计划的联合政府执政。

然而，金融紧张局势很快加剧，尤其是影响了西班牙和意大利。这种金融恶化的原因可在市场上有关西班牙金融体系重组计划的疑虑中找到。即使是在从欧元区资金中获得了高达 1 千亿欧元之后，但普遍看法是，尽管取得了一些进展，但欧洲当局目前为止采取的措施不足以解决危机。

金融紧张局势的反弹不仅导致欧洲核心国家收益率下跌十分明显，同时在一个新的运动中也扩展到了法国，甚至是比利时等国家。曲线短段的利率甚至变成了负数。这一运动从根本上可由资金流向安全资产进行解释，其在欧洲发生波动时会加剧。反过来，在周边国家，特别是西班牙和意大利，主权债券的利息率及其相对德国主权债券的利差达到了自采用欧元以来的最大值，甚至高于前次危机期（2011 年底）的值。另一个引人注目的地方是已在救助计划下的国家如爱尔兰和葡萄牙的表现好于西班牙和意大利。因此，葡萄牙和德国债券收益率之间的利差已经缩小，爱尔兰和德国债券收益率之间的利差缩小得更多。爱尔兰自被救助以来首次发行了短期债券。

图 7
主权债务流量(10 亿美元)



来源：BBVA Research 和 EPFR

图 8
长期 (10 年) 债券收益率，自六月初以来的变化 (基点)



来源：BBVA Research 和 EPFR

公布的措施可改善这一局面，但需要迅速实施

在最近几周，欧元区的一些经济体——意大利，法国和西班牙宣布了旨在符合今年确定的目标的**额外财政措施**。但这些调整不意味着额外的强烈财政紧缩，因为他们只是试图实施这些国家在其稳定和增长的计划中已经陈述的赤字目标所需的措施。

近期经济周期的疲软、悄无声息的通货膨胀风险和逐渐增加的金融紧张局势促使欧洲中央银行将**主要再融资操作利率**（同时也有存款和边际贷款工具的利率）降低了 25 个基点，首次将利率置于 1% 之下，为 0.75%。欧洲周期性条件的持续恶化（即使是核心区域也是如此）被视为债务危机的具体表现。欧洲中央银行也采取了**继续支持银行业系统流动性的措施**，一方面，它将无限短期流动性拍卖延长到了今年年底，并使得抵押政策更为灵活，以便银行可以采用更广泛的资产获得流动性。至于其他非标准措施，例如在二级市场（SMP）上购买债券，虽然意大利和西班牙的债券收益率较高，但欧洲中央银行到目前为止还是没有动静。欧洲中央银行在其上次会议（8 月 2 号召开）中表示，**国家经济政策将不得不要受到严格的条件限制**，这是获得任何支持的必要条件。各国政府以及欧洲当局负责在严格的条件下首先采取必要的调整措施，以制止债务市场的紧张局势。

但毫无疑问，正是六月底的欧盟首脑会议协议对获得欧元区的债务和体制危机更明确决议最有影响。首脑会议提供了一个正面惊喜，其不仅仅是出于善意的声明，虽然人们对其期望值很低。具体来说，在首脑会议上，以下方面取得了进展：

- **果断和迅速的推进设计将会导致财政和银行业联盟的措施的协议**；已经做出的推进监管共同系统的决定应在 2012 年年底前设计好。
- 使用欧洲稳定机制（ESM）资金**直接向银行业体系注资**，一旦建立单一的欧元区银行业监督，**该资金将没有对于其他债权人的优先求偿权**。这将有助于打破主权与银行业间的反馈回路。
- **阐明 ESM 将干预主权债务市场的可能性**，同时对于已经包含在“欧洲学期（European semester）”建议中的无附加条件；
- **为整个欧盟实施 1200 亿欧元的促进增长计划**，相当于欧元区 GDP 的 1.1%，虽然该计划不包括新的资金。

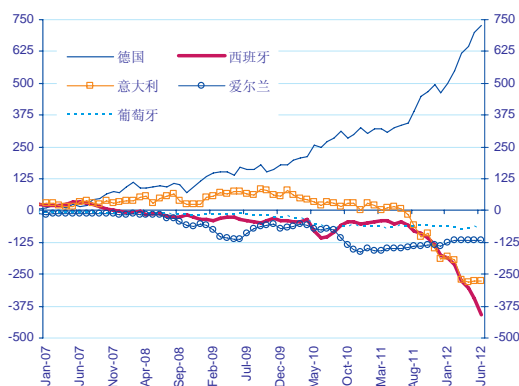
即便如此，这些协议被一些不利因素抵消：1) ESM 的资源没有增加，这限制了其作为防火墙的可信度；2) 关于协议范围仍然缺乏细节，实施风险高；3) 欧洲政府和机构之间看法不一致引发了最终将会同意什么的不确定性，降低了公告的积极影响，虽然最近几周，这种分歧已被 EBC 支持欧元的声明所抵消；4) 有关长期解决方案（财政联盟，银行业联盟和更大的政治联盟）的建议将在 10 月份开始辩论。还不清楚当前的紧张局势是否有时间来等待这些协议。

可能的情景范围广泛。但只要有政治意愿，就有足够的空间来预期欧元区解体危机将结束

在此背景下，**这些事件发展的路径将取决于当局所采取的措施**。在六月底批准的措施如果实施得当，则足以避免可能会影响整个世界经济的金融“事故”。**但要实现这点，这些协议必须迅速实施，同时要在一级和二级债券市场上有效使用欧洲稳定机制**。这将实现减轻一些市场上来自市场分配给欧元区解体概率的现有流动性限制。在这个意义上说，欧洲中央银行行长做出的有关欧元不可动摇的地位和中央银行的能力、以确保其连续性的声明有助于缓和紧张局势。欧洲中央银行似乎将启动新一轮新的债券购买计划。但要这样做的话，欧洲中央银行要求政府从欧元区救助资金获得金融帮助，并要接受所谓的“欧洲学期”(European Semester) “建议下的严格条件。欧洲中央银行不排除引进非常规货币政策措施，其甚至有可能导致某种形式的量化宽松。这些措施的具体细节将在未来几周内公布。

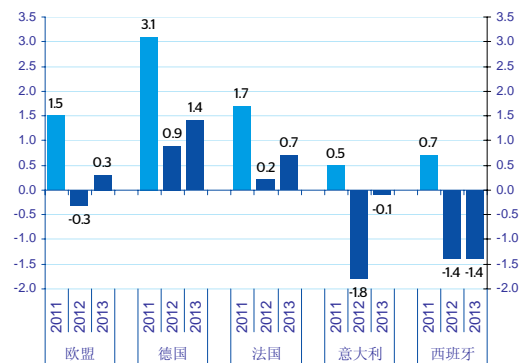
在这一时期，欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战解决得令人满意，则全球增长在 2012 年下半年可逐步进入正轨。

图 9
欧元系统/目标净余额 (10 亿欧元)



来源: ECB

图 10
欧元区 GDP 增长(%)



来源: BBVA Research

在欧洲当局采取适当措施的假设下，我们预期风险溢价和流动性限制从 9 月份开始将逐渐减少，虽然这将需要时间。有了较低的金融事故风险，欧洲经济将能在今年年底走出当前的衰退，并将在 2013 年有十分温和的增长 (0.3%)，虽然由于累积的活动下降，今年的衰退无法避免 (-0.3%)。由于财政调整和去杠杆化过程，欧洲周边国家将继续经历严重的经济衰退。那些欧洲中部和北部的国家将取得有限增长，虽然在第二季度内，由于内需疲软以及全球需求较低，它们也受到了外部环境恶化的影响。

3.美国：经济增长迹象甚微，但下行风险上升

自动财政调整的不确定性以及欧元区疲软对经济增长构成威胁

美国经济增长在 2012 年第二季度放缓，国家的经济复苏之路脆弱不堪，这是由于私人消费疲软和投资等原因造成的。尽管如此，在今年下半年，增长速度预计将稳定在 2% 左右，这与我们 5 月份“全球经济展望”中提出的预测一致。经济周期的疲软看似是暂时的，就像大多数我们的经济活动指标表明的一样。

2012 年第 2 季度的第一个 GDP 增长估计值为 1.5%，是一个年化季率，其在很大程度上反映了私人消费疲软（PCE），其增长率从第一季度的 2.4% 放缓至 1.5%，而住宅及非住宅固定投资的增长也较低。这一低于共识预期的增长数字略低于 2012 年 1 季度发布的 2% 这一数字。如果消费不能增加至足以抵消库存补充，我们可能会在未来几个月中见证一个更低的产出率。考虑到 2012 年第 2 季度创造的就业机会较少，劳动力市场状况依然疲软——与上个季度同期相比平均低了三分之一。尽管如此，我们的观点（与共识一致）仍然是当前数据仅指向短暂放缓，而不是增长率暴跌，这有以下几个原因：欧洲危机决议、目前的全球扩张、2013 年的适度财政紧缩以及相对于政治不确定性的边际负面影响。

虽然美国经济增长的步伐明显低于以往的经济复苏，但该国增长率和欧洲增长率之间的差距在继续扩大（图 11）：我们的预测假定增长将在今年下半年好转，且一旦今年上半年逊于预期的数字被公布，后一时期证明不那么乐观。因此我们的增长预测与在我们之前“全球经济展望”（于 5 月份发布）中给出的数据相比进行了轻微下调：2012 年为 2.1%；1.8%，2013 年为 1.8%。

最近几个月中的商品价格下降已经转换为了通货膨胀下调，而核心通货膨胀率预计仍然稳定在 2% 左右。长期通货膨胀预测保持不变，且无论如何，疲弱经济周期应有助于遏制劳动力和生产成本。

总而言之，在我们看来，这些增长预测的风险偏向下行。美国必须达成一项协议来避免自动预算削减和减税期满在 2013 年生效。财政紧缩不太可能改善美国公共财政的长期可持续性，而是会将美国经济在 2013 年推向衰退。另外，目前正在进行的总统竞选使得此时不可能达成任何类型的政策协议。因此，这一过程的结果的不确定性可能会在年底前的经济和金融中起到关键作用。

除非避免财政紧缩，否则美国在 2013 年会走向衰退。考虑到预算削减将在下一届总统宣誓就职之前被触发，存在很大的政治不确定性

如果国会在 12 月 31 日前不做出决定，投资所得税将会显著上升，资本利得税将从 15% 上升到 20%，最高收入阶层的股息税将高达约 40%。财政调整的不确定性仍然很高则不足为奇，至少有三个原因。第一，因为可能在 2012 年 12 月达到债务上限。第二，因为预算削减方案将在下届总统宣誓就职前被触发。第三，股息税提高已经让有稳定现金流的公司发生恐慌，以致于它们分派大量股息，同时也让采用股息补充收入的家庭产生恐慌。

免税的同时到期，例如所得税、财富税和工资税削减规定、《预算控制法案》和《平价医疗法案》以及其他法案的结束（全部加起来相当于 GDP 的 3.9%）威胁到美国的经济复苏。我们认为最有可能的情形源自 2013 年较低赤字调整折中——所有自动削减中只有三分之一生效——意味着 2013 年的增长将会略有下降。我们的估计值显示了美国经济不同选择在 2013

年的潜在影响。在最坏的情形下，这将意味着：缺乏协议（边缘政策），具有较高的乘数效应，这将意味着将下降 3.5%（图 12）。

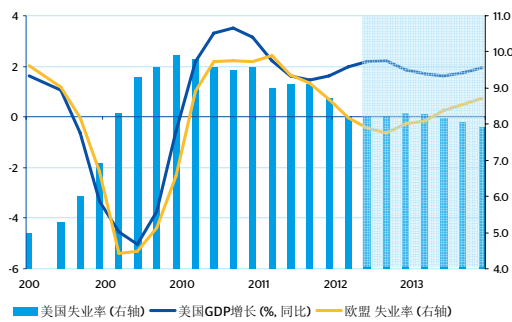
因此，在欧洲危机不断恶化——蔓延部分被较低长期利率和能源价格抵消——和中国经济硬着陆的假设背景下的自动财政调整将会导致美国在 2013 年发生严重的经济衰退。但最令人担忧的问题可能是长期财政整顿仍然没有得到解决。

第三轮量化宽松（QE3）可能发生，虽然其效果可能更为有限

美联储最近的发言以及联邦公开市场委员会（FOMC）于 7 月 31 日到 8 月 1 日召开的最近一次会议纪要的细节均指向对国内增长和欧洲趋势的日渐担忧，这可能会导致该委员会引入新一轮的量化宽松，即第三轮资产购买——可能是抵押支持债券（mortgage-backed securities）——从而降低长期利率。

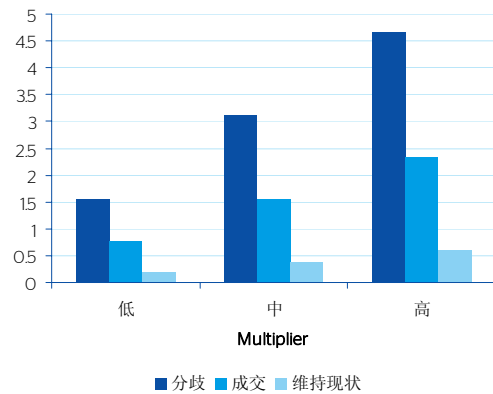
6 月 20 日会议上的所谓的“扭曲操作(Operation Twist)”的延期让美联储有时间来辩论新一轮货币政策宽松的效果。虽然在最近一次会议上没有提出新的措施——其成员之间强烈意识形态分歧的一个证明——伯南克强烈偏向于支持量化宽松来支持经济复苏，这在他最近的一次讲话中十分明确。虽然该措施效果将更为有限，但据报道说，美联储准备一旦察觉到美国经济周期进一步疲软，就做出积极的举动。显然，鉴于联邦公开市场委员会产生的期望，我们不能排除美联储将在 9 月份的会议上宣布 QE3 的可能性。

图 11
美国失业率增长 (%)



来源：基于哈沃分析 (Haver Analytics) 的 BBVA Research

图 12
美国：“财政悬崖”导致的 GDP 增长下降百分比，2013



来源：BBVA Research

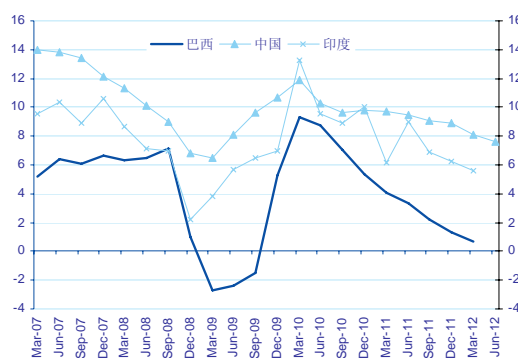
4.经济政策的支持将会抵消新兴经济体中的经济放缓

最大的新兴经济体经济放缓已经超过预期，部分是因为政策的结果，但也有欧洲危机的原因

近几个月来，拉丁美洲和亚洲的新兴经济体自 2011 年年底开始的经济放缓加剧，尤其是在三个最大的新兴经济体中。根据中国最近的 GDP 增长数字，在 2012 年第二季度，中国经济继续放缓，达到三年以来的最低值，尽管仍然相当高（同比增长 7.6%）。印度的经济增长已经下降到了自 2004 年以来的最慢速度（根据一季度公布的数据，同比增长为 5.3%）。接下来是巴西，其经济活动令人失望得多（同比增长 0.8%，其意味着几近停滞——季度环比数字为 0.2%）。

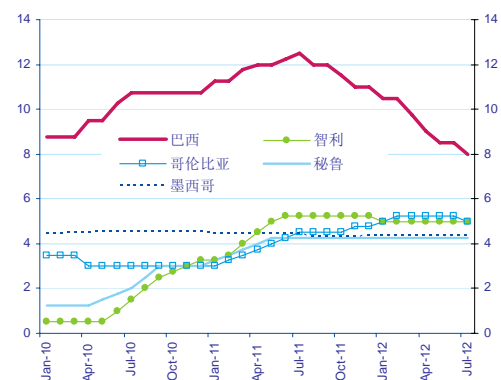
在很大程度上，经济放缓是由新兴经济体自己采用的经济政策造成的。那些有更多回旋余地的新兴经济体能够利用它们所掌握的宏观经济政策工具来应对 2008 年和 2009 年全球经济活动的下降。这些政策成功地促进了经济增长，但却是以一些宏观经济失衡加剧和出现经济过热风险为代价的。这些风险也采用了政策进行了应对，包括财政和货币政策逐步收紧，也有少数例外。这些措施在几个月前还与持续的高增长率兼容。最持久的政策紧缩影响，或更少宽松的影响——根据相关情况而定——似乎在 2012 年上半年在内需方面被感觉到——正如预期的一样。但除此之外，新兴经济体的增长也被欧元区危机造成的其外部需求下降的拖累。

图 13
新兴经济体中的 GDP 增长率(% YoY)



来源: Haver 和 BBVA Research

图 14
拉丁美洲: 通货膨胀目标制国家政策利率(%)



来源: Bloomberg

新兴经济体已经开始使用它们的回旋余地来实施有利于增长的政策

当前的经济放缓产生了两大担忧。第一个担忧涉及到这些经济体将如何应对全球经济较为悲观情绪所引起的周期性疲软。它们将如何应对欧洲不断恶化的局势引发的风险这一问题使得这第一个担忧更为严重，其可能会加剧外部需求的下降，也有可能导致一个更深远的系统性冲击。第二个担忧涉及到长远观点。它源自质疑一些新兴国家是否有能力重返它们在过去几年中达到的高增长率，尤其是增长模式基于不支撑长期增长的因素的国家。这些因素包括借款或对全球经济周期敏感的较高当地商品价格。

在短期内，大多数新兴经济体有足够的经济政策余地来解决周期性疲软。的确，2012 年上半年一个共同特点就是，在调整被证明是密集的经济体中，当局已部分改弦易辙，走上了一个更加宽松的货币政策之路。例如，中国正在增加其基础设施支出、经济适用房建设以及通过减税和补贴促进消费……巴西央行在 7 月份的一次会议上把利率设在 8%，比 1 年前低了 4.5 个基点。其余有通货膨胀目标的拉丁美洲国家停止了货币紧缩。部分货币政策宽松源于有利能源价格支持下的近期通货膨胀的积极表现。

我们的短期情景假定有政策回旋余地的新兴经济体将继续使用它。许多这些经济体有进一步货币宽松的充足余地。目前，考虑到经济过热的风险在 2010 年至 2011 年的货币紧缩期间得以适当解决，还没有短期宏观经济失衡来妨碍它们利用这些政策。可能阻止他们更密集运用货币政策的唯一问题是较高食品价格可能对通货膨胀造成的影响。较少国家能够更密集的运用财政政策，但大多数新兴国家有比较完善的公共账户，一些新兴国家除了采取货币政策外，还可以采取扩张性财政政策。在任何情况下，无论最终实施的政策组合是什么，国家都必须弥补外部需求的调整和内需的减速，同时不能忽视由于欧洲危机的时好时坏以及美国可能启动新一轮量化宽松造成的资金流动可能变得更加不稳定这一事实。

因此，我们的情景预计新兴经济体将在今年余下时间内更密集地使用经济政策，经济增长因而将在今年下半年开始好转。这种好转将不会弥补今年上半年的疲软，平均而言，2012 年的增长率将低于 2011 年的增长率。但我们预计的更为乐观的情绪将在 2013 年左右变得更加明显。

图 15
新兴经济体中 GDP 增长率 (%)

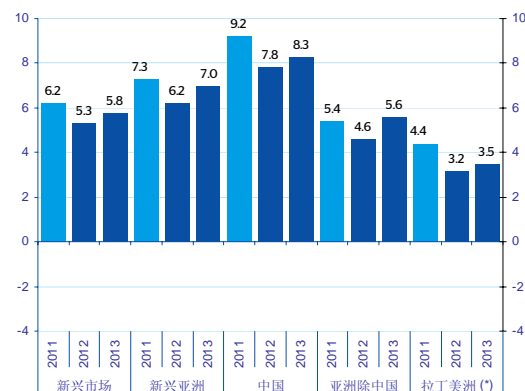
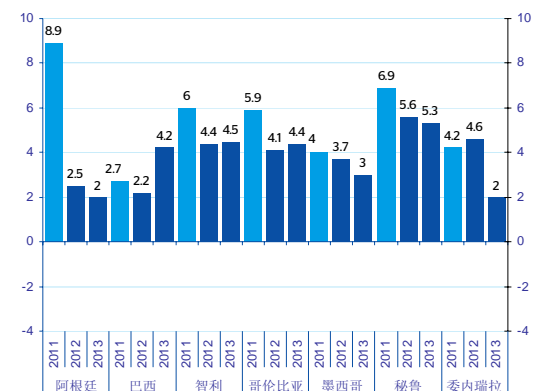


图 16
拉丁美洲 GDP 增长率 (%)



(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research，国际货币基金组织

来源：BBVA Research，国际货币基金组织

尽管有对巴西有多强的担忧，但拉丁美洲正在通往 2013 年增长速度略高的路上

在拉丁美洲，2012 年的预测继续显示比三个月前的预测还要稍微严重些的经济放缓（特别是因为巴西的不景气造成的对增长的更大拖累）。但这一趋势应该在 2013 年转向，2013 年的经济增长率可能低于 2010 年至 2011 年期间的增长率，但更具有可持续性，而且十分接近整个地区的潜在增长率 4%。这种情景下的风险包括欧洲系统性事件可能造成的影响，其可通过增强的风险规避、更低的外部需求和不断下跌的商品价格对地区造成影响。

在拉丁美洲国家中，GDP 增长预测与三个月前的估计值相比略有下调。鉴于 2012 年第 1 季度的有利活动数据、国内市场上持续的有利融资条件以及不断提高的竞争力，墨西哥的预测值（分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变。对比而言，由于外部环境的影响和国内困难以及信贷市场的某些放缓和逐渐减弱的竞争力，巴西的增长预期已被下调（2012 年从 3.3% 下调到 2.2%）。虽然在采用一个前所未有的货币宽松政策后，经济活动在未来几个季度有望复苏，但最近的放缓强调了有关目前的可持续模式、过度依赖私人消费和信贷增长的疑虑。

在亚洲，尤其是在中国，经济刺激计划预计将会推出

对于整个亚太地区而言，我们预计 2013 年有 5.8% 的增长率，比我们 2012 年的预测将近高出半个点。但这是对我们以前预测下调的结果，与较为疲软的全球展望相一致。在中国，我们预计随着支持政策，尤其是财政刺激方面的支持政策增多，经济放缓会开始逐渐减弱。虽然这种刺激不像 2009 年推出的应对经济衰退的刺激那么大（2 年相当于 GDP 的 10 个百分点以上），但也大到足以提高经济增长。该计划围绕投资促进措施：公共基础设施项目、增加一些行业生产能力的项目、支持房地产业和购买一些耐用消费品的补贴。这将确保**中国的增长率在 2012 年至 2013 年期间将继续为至少 7%**。除了来自欧洲的风险，值得强调的是还有其他与以下相关的国内风险（可能性略低）：（i）房地产市场高于预期的调整，其可能会阻碍投资；（ii）违约率上升和金融不稳定；（iii）政府权力移交带来的政策风险。在亚洲其他国家，也有经济政策操纵余地，但也有全球需求更急剧下降、可能因国内金融疲软而加剧的中国长期经济减速的下行风险。

在其余新兴经济体中，值得强调的是土耳其的情况。由于接触到欧元区经济，这个国家在今年上半年一直处在巨大压力之下。在第一季度，它只增长了 0.2 个百分点（同比增长 3.2%；上一季度增长 5.1%），而且最新的数据没有显示出方向的改变。但在同一时期，宏观经济失衡（例如经常帐户赤字）得以强有力的纠正。同样，通货膨胀最近的改善要稍好于当局的预期，虽然其仍然十分高（略低于 9%）。我们的情景预测，土耳其将继续走向纠正严重失衡（尤其是净贸易差额和信贷增长）以及比 3 个月前的预测更软的着陆，3 个月前的预测值为 2012 年增长率为 3.2%，2013 年的增长率为 4.1%。

两个大的拉丁美洲经济体——墨西哥和巴西之间的展望逆转

更多的从长期角度来看，同时值得指出的是：有关一旦全球经济从当前的情形复苏，新兴经济体是否能重回到和以前一样高的增长率的疑虑正在产生。我们的情景设想新兴经济体作为一个整体将继续获得高增长率，而且它们将仍然是全球经济增长的主要驱动力。但**一些新兴经济体依赖基于较不可持续的因素的增长模式，例如较高的借贷。**

巴西似乎是一个很好的例子。虽然近期的经济刺激措施（货币和财政）可能在短期内证明对恢复经济增长是有效的，但也存在借贷不再可持续支持增长、其可导致为了维持经济增长的政策过度反应以及可能造成经济过度和资产价格泡沫的风险。

这与另一个大的拉丁美洲经济体——墨西哥的表现形成鲜明的对比。事实上，在最近几个季度，有关巴西和墨西哥经济展望的看法发生了改变，例如，墨西哥 2012 年增长率共识为 3.8%，比对巴西的共识高出了几乎一个百分点。如果这被证实，这将是连续第二年墨西哥的增长快过巴西。需求的实力——不一定是它的供应能力——及其贸易伙伴的更强劲表现在近几年为巴西创造了更好的展望。巴西模型（其过度集中于不断增长的需求）耗尽的迹象以及墨西哥相对于巴西的竞争力增加正在帮助改变两个经济体的相对展望，有利于墨西哥。

5. 金融市场对全球流动性充裕和欧元危机的反应

欧元危机的不确定结果正在对无风险发达国家利率施加下行压力，同时促进资金外流到拉丁美洲

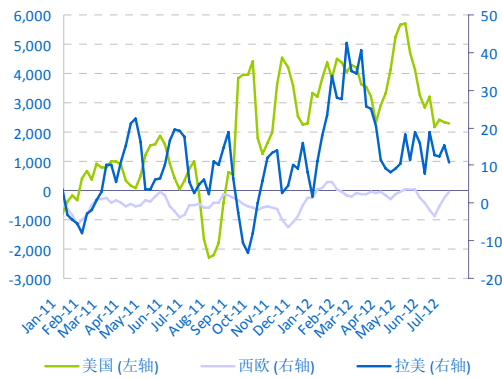
当前的全球金融状况有两个特征：**i) 流动性充裕； ii) 难以进入市场进行融资的欧元区周边国家的高度不确定性。**美国联邦储备局（Fed）和欧洲中央银行（ECB）最近采取的重振其经济的货币政策措施导致了国际流动性显著增加。这两个机构均将其利率降低到了创纪录的低值。此外，美国联邦储备局通过购买金融资产推出了很大程度的量化宽松，以确保长期利率保持低位。如果因愈发认识到经济放缓或某些经济体中的进一步经济衰退而实施新一轮货币刺激措施，则流动性会增加。美国联邦储备局和欧洲中央银行均有可能在必要时采取其他措施。

欧元区领导人缺乏解决危机的果断措施继续在分裂金融市场，以及使得一些国家难以借贷。投资者的不确定性来自认识到的解决危机的国内和超国家政策之间激励机制的不一致。但这些都加剧的紧张局势集中在周边国家。在最近几个月里，根据投资者的失衡（财政和外部）和本地金融体系产生的问题评估，有关哪个欧元区国家更安全的看法发生了变化。因此，法国和比利时现在被认为归为其债券具有较低（或有时为负）利率的经济体一组，同时还有德国、荷兰、芬兰和奥地利。与此同时，意大利和西班牙似乎正在加入其证券具有较高利差的国家一组。

因此，在短期内，欧洲周边的高风险溢价、在美国和中欧的低利率以及一些拉丁美洲国家利率下行压力等将持续。欧洲周边的压力正在对美国、欧元区核心经济体和一些新兴市场（尤其是拉丁美洲的新兴市场）的长期利率施行下行压力。但在前两种情况下，例如进一步下跌的空间不大，因为它们已经非常低了；而在后一种情况下，利率值较高，货币政策在必要时可进一步宽松。在短期内，这种局面将持续（直到欧元区外围金融压力逐渐减轻之前）陪伴银行监管进展、财政统一以及有关金融援助工具实施的更大可信度。因此，降低欧元区的风险溢价也应该会导致美国和欧元区核心经济体中的这些溢价逐步上升，直到它们达到与适度增长预期更为一致的值为止。

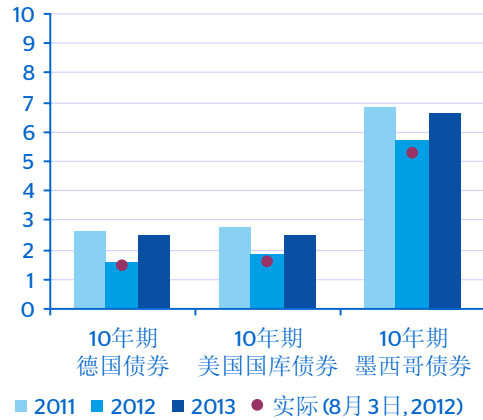
当前情形有利于资金流出到新兴国家，主要是拉丁美洲的新兴国家。这是由于主要的发达经济体债务市场（美国和欧元区核心国家）的收益率较低而造成的。同时，美国周期性强度减小（这自五月份以来变得更加明显）引发了美联储启动新一轮流动性增加的可能性。因此，拉丁美洲经济体的国内资产被证明有使它们成为投资组合的存放处的有趣特质。第一，这些国家相对而言的增长潜力使得它们能够提供更高的收益率，尽管有其较高波动性产生的负面影响。第二，它们表现出较好的经济基本面，主要是在流动性和金融偿付能力指标方面，这是它们需要做出的、导致它们在 20 世纪 90 年代后期开始进入去杠杆化阶段的调整的结果。此外，市场认为这些国家较少接触直接波及，因为它们远离当前的不确定性热点（欧元区），以及在经济政策（财政和货币）方面有更大的回旋余地。

图 17
主权债务流动(单位: 10 亿美元)



来源: BBVA Research 与 EPFR

图 18
长期利率预测 (平均值)



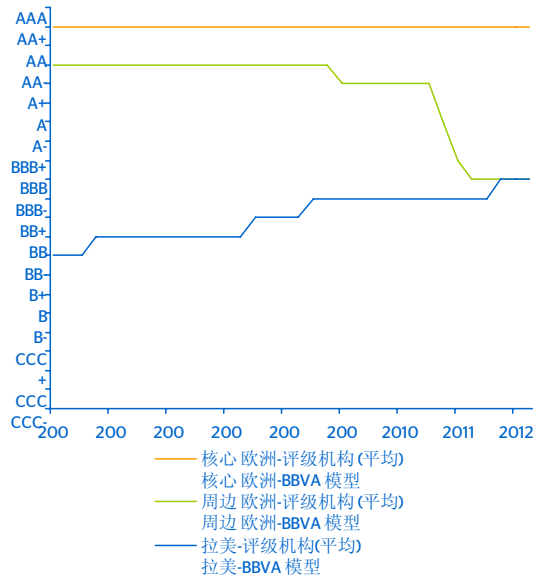
来源: BBVA Research

尽管如此，投资者还是不太可能认为拉丁美洲资产是新的避险资产

在此背景下，我们可能会问一个问题：某些地区的主权资产性质是否有非临时性的变化？目前，继续以相同的方式看待以前被认为是安全的资产（例如欧元区非核心经济体的资产）更为困难，而以前被认为有风险的资产（例如一些拉丁美洲国家的资产）现在正在开始被视为是避险资产。

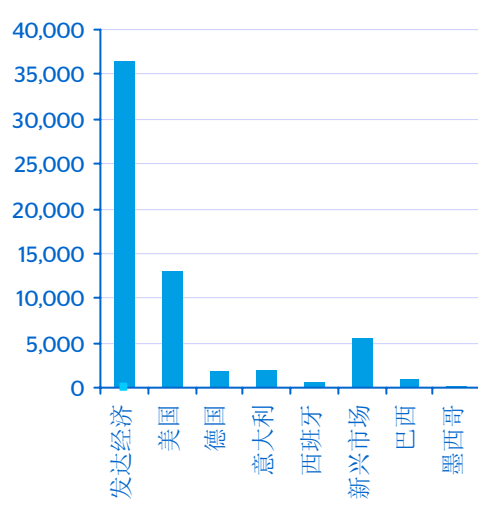
我们认为该问题的简短回答是否，因为系统性风险事件很可能会拖累这种类型的资产。这种假设似乎是合理的：导致欧元区重组或对一些周边经济体进行援助的系统性暴跌将会蔓延至新兴经济体，造成了资金流的逆转，其最终被输送到美国。认为新兴经济体中的资产将不被视为安全港的主要原因与规模和波动性有关。这些小经济体中的较高增长潜力以及它们产生财政收入的较高能力意味着这些经济体中的经济周期波动性更大。因为较浅的金融深度、较小的市场规模以及流动性，所以它们的市场也是波动的。在一个有风险的情况下，这些因素使的投资者更加谨慎，因此，投资者倾向于没有过多外部失衡、有其自己的货币和完全有能力作为最后贷款人的中央银行的足够大的经济体中的资产。

图 19
主权评级：评级机构与 BBVA 的模型



来源：Standard & Poors, Moody's, Fitch 和 BBVA Research

图 20
国内债券发行，单位为十亿美元



来源：BBVA Research 与 BIS

6. 表格

表 1

宏观经济: 国内生产总值
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧洲货币联盟	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
德国	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
法国	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
意大利	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
拉丁美洲*	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
墨西哥	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
亚太	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
亚洲除中国外	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
世界	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 2

宏观经济: 通胀 (平均)
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	1.9
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
德国	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
法国	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
意大利	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
西班牙	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
英国	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
拉丁美洲*	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
土耳其	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
亚洲除中国外	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 3

宏观预测: 经常账户(% 国内生产总值)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1
欧洲货币联盟	-0.3	-0.1	0.0	0.9	1.4
德国	5.9	6.1	5.8	5.4	5.5
法国	-1.5	-1.7	-2.2	-1.9	-1.7
意大利	-2.0	-3.5	-3.2	-2.2	-1.7
西班牙	-4.8	-4.5	-3.5	-1.2	0.7
英国	-1.7	-3.3	-1.9	-2.2	-1.3
拉丁美洲*	-0.1	-0.9	-0.8	-1.6	-1.8
墨西哥	-0.7	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4
EAGLES **	2.6	1.6	0.9	0.5	0.4
土耳其	-2.3	-6.4	-10.0	-7.5	-7.4
亚太	3.5	3.3	1.8	1.4	1.6
中国	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
亚洲除中国外	2.3	2.0	1.1	0.7	0.9

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 4

宏观预测: 政府赤字(% 国内生产总值)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-9.9	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0
欧洲货币联盟	-6.4	-6.2	-4.1	-3.1	-2.3
德国	-3.2	-4.3	-1.0	-0.6	-0.5
法国	-7.6	-7.1	-5.2	-4.6	-3.3
意大利	-5.4	-4.5	-3.8	-1.9	-0.9
西班牙	-11.2	-9.3	-8.9	-6.3	-5.0
英国	-11.5	-10.1	-8.2	-8.4	-6.7
拉丁美洲*	-3.1	-2.0	-2.1	-1.8	-1.1
墨西哥	-2.6	-3.5	-3.0	-2.7	-2.6
EAGLES **	-3.8	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9
土耳其	-5.5	-3.6	-1.4	-1.8	-1.6
亚太	-4.8	-3.6	-3.7	-3.7	-3.4
中国	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
亚洲除中国外	-6.1	-4.5	-5.5	-4.9	-4.4

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 5

宏观预测: 十年期利率 (平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	1.8	2.5
欧洲货币联盟	3.3	2.8	2.6	1.6	2.5

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

表 6

宏观预测: 汇率 (平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美元每一本国货币					
美国(欧元每一美金)	0.72	0.76	0.72	0.79	0.77
欧洲货币联盟	1.39	1.33	1.39	1.27	1.30
英国	1.56	1.55	1.60	1.58	1.66
中国	6.83	6.77	6.46	6.31	6.18

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

表 7

宏观经济: 官方利率 (期终)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧洲货币联盟	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00

来源: BBVA Research

预测截至: 8月 3日, 2012

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、撤回投资的邀约、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 / Corporate Governance”

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.

本报告由经济情景单位提供

Chief Economist for Economic Scenarios

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez Martín
j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero (i)
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 & 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 Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonssoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriquez@grupobbva.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@bbva.com
www.bbvaresearch.com