

# 经济展望

拉丁美洲

2012年第三季度  
经济分析

- 随着欧洲和美国机构消除不确定性，[全球经济增长](#)将在2013年逐步复苏。
- 在国内需求和仍然走高的商品价格推动下，[拉美](#)将在2012年增长3.2%，在2013年增长3.6%。预测下调反映了内部和外部因素。
- [拉美](#)主要面临因欧洲危机和美国财政紧缩带来的外部风险。
- 鉴于国外不确定性以及更良性的通货膨胀，[货币政策](#)正谨慎转向为经济活动提供更大支持。
- 尽管反周期政策的余地更小，[但地区正准备应对新的全球危机](#)。机构方面的潜在自满是最大威胁。

## 索引

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 摘要.....                         | 3  |
| 2. 外部环境：可能深化的下滑，除非采取坚决的经济政策措施..... | 4  |
| 3. 普遍全球不确定性中拉美增长的弹性.....           | 6  |
| 框1. 巴西和墨西哥：前景多变，挑战依然.....          | 12 |
| 4. 拉美或许能承受全球冲击，但影响将相当巨大.....       | 14 |
| 5. 表格.....                         | 18 |

截稿日期：2012 年 8 月 7 日

## 1. 摘要

我们将我们对 2012 年和 2013 年全球 GDP 增长率的预测分别小幅下调至 3.4% 和 3.7%。下调主要源自欧洲财政压力以及比三个月前预期稍高的下滑，尤其是中国、印度和巴西等主要新兴经济体。我们的全球预测基于下列假设，即各国机构将采取必要政策，以推动欧洲货币联盟（EMU）的机构发展，并防止美国自动财政紧缩。

除墨西哥和智利外的拉美增长率继续在 2012 年上半年下降。GDP 增长率低于我们三个月前的预期，尤其是巴西，其经济活动复苏缓慢。与国外情况相比，内部因素是增长乏力的根源，特别是对于巴西、阿根廷、巴拉圭和哥伦比亚。总的来说，活跃的国内需求仍在支持增长。

商业和消费者信心保持积极，表明国内需求继续增强，尽管较为缓慢。主要由于内部因素（社会和政治），信心指数在过去三个月有所下降。也就是说，欧洲危机深化也开始削弱拉美信心，是指数同时下降的原因。无论如何，欧洲危机的影响迄今为止是有限的。

我们对拉美的最新预测表明，2012 年 GDP 增长率为 3.2%，2013 年为 3.6%，稍低于我们三个月前的预测。相比 2011 年的下滑是对全球更缓慢增长预测的结果（从 2011 年 3.9% 降至 2012 年 3.4%）。在中期，地区将继续向稍低于 4% 的潜在增长目标趋近。

由于较低油价以及更适度的增长前景，大多数国家的通货膨胀压力和预测下降。然而，许多国家仍面临因美国干旱造成的近期食品价格上涨的高度风险。无论如何，我们预计价格年变化将保持在中央银行的目标范围内。

鉴于国内需求的较低增长、更良性通货膨胀以及国外更大不确定性，货币政策应更倾向于支持拉美经济活动。巴西、哥伦比亚和乌拉圭等采用通货膨胀目标制的国家可能更倾向于进一步降低利率或在更长时间内保持利率不变，而智利和秘鲁等其它国家可能将其利率紧缩行动推迟至 2014 年初。在墨西哥，对官方利率的预测不变，由于通货膨胀压力比南美洲更大，它可能在 2013 年中首次提高利率。

正如今年第一季度的趋势所示，由于欧洲财政压力以及由此造成的全球风险规避缓解，汇率将恢复其上升趋势。

财政和经常项目差额将保持在可控范围内。由于对较低增长率和较低出口商品价格的预期，财政赤字预测稍高，尽管今年上半年某些拉美国家取得较好预算执行结果，且巴西较低的债务负担抵消了这些因素的影响。外贸逆差受到较低出口价格的不利影响，这只被较低的进口部分抵消。

主要全球威胁是欧洲危机突然进一步恶化的可能性。拉美准备承受这种冲击，但其影响相当巨大。地区各国自称财政状况走强，拥有较高国际储备、较好财政平衡以及灵活汇率的缓冲作用。而且，货币机构在过去二十年内建立了可靠性，而本地银行保持稳健。然而，与 2008 年相比，现在反周期政策（货币和财政）的余地较小，活动和信心数据降幅超过预期。主要风险是机构的潜在自满，这使较为发达的经济体保持谨慎增长速度。

在地区内，对巴西增长模式可持续性的疑虑与源自墨西哥竞争力提高的相对积极乐观形成鲜明对比。这使得市场对两个国家的预期出现逆转，如果巴西经济没有像预期那样发展，则南美洲该地区被拖累的风险将增大。

## 2. 外部环境：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧

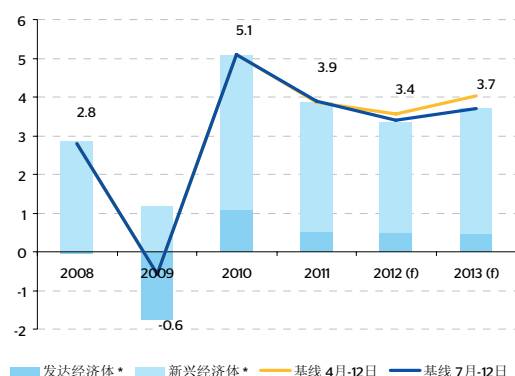
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

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。但是已被批准以确欧元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”<sup>1</sup>。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远

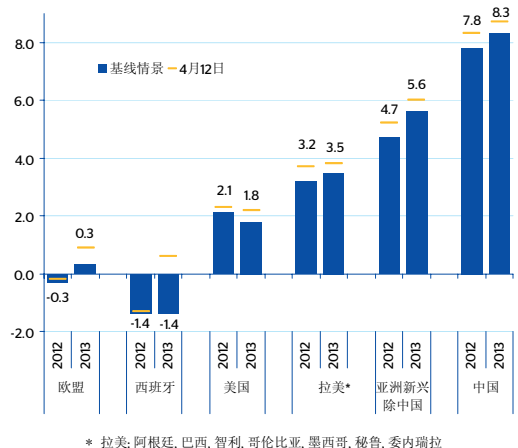
图 1  
全球 GDP 增长 (%)



(\*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2  
按地区划分的 GDP 增长 (%)



\* 拉美：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉

(\*) 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

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。

<sup>1</sup> 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增长模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。

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。

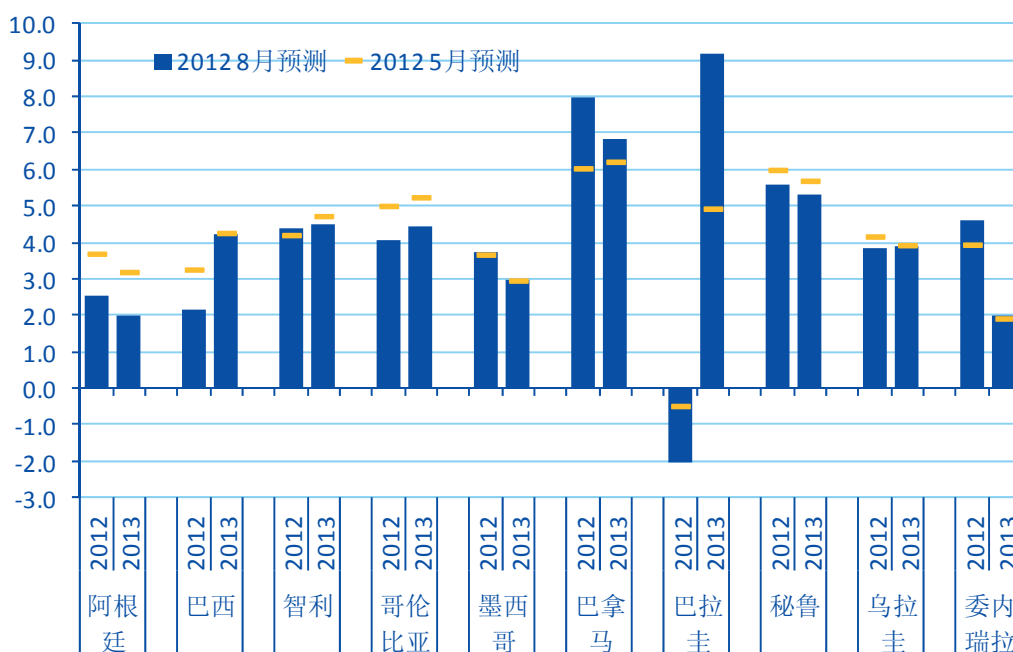
### 3. 普遍全球不确定性中拉美增长的弹性

经济活动保持走强，但鉴于 2012 年上半年不利意外因素以及国外不确定性，增长预测被下调

我们在 5 月份将对拉美在 2012 和 2013 年的增长预测分别从 3.7%和 3.8%下调至 3.2%和 3.6%。2012 年下调主要源自 2012 年上半年低于预期的增长率，尤其是巴西和阿根廷。这两个国家共占拉美 GDP 的 48%。因此，巴西预测从 3.3%降至 2.2%和阿根廷预测从 3.7%降至 2.5%（图 3）显著降低了地区在今年全年的预期增长。

图 3

拉美国家：GDP 增长预测，2012-2013 年 (%)



来源：BBVA Research

展望 2013 年，轻微下滑主要源自较低的全球增长预测（参见前面一节）。这使我们降低了对大多数国家的预测，但由于特殊因素，我们保持对墨西哥和乌拉圭的预测不变，并提高了对巴拉圭和巴拿马的预测。

这些增长预测以及后面讨论的构成我们对拉美基本预测的其它宏观经济预测基于下列假设，即欧洲和美国将做出正确的政治决策（即分别为完成货币联盟的机构改革以及防止 2013 年初自动财政紧缩的政治协议），这将有助于预计明年开始的全球复苏。

#### 2012 年上半年低于预期的增长主要由于本地而非外部因素

今年迄今为止不利意外因素主要由于内部而非外部因素，它们是我们对 2012 年拉美增长预测下调的主要原因。例如，在巴西，今年迄今为止，经济活动仅轻微复苏，低于预期。尽管全球动荡造成相当大的不利影响，但巴西最近经济表现是信贷市场疲软以及巴西工业竞争力丧失造成的。还有信号表明，过于集中于信贷扩张和个人消费的巴西当前增长模式正按常规发展。



与巴西一样，特殊因素比外部因素对阿根廷（机构失去信心）、巴拉圭（气候条件）和哥伦比亚（公共支出执行延迟以及咖啡和石油生产的临时性负面冲击）不利意外因素以及今年增长预测下调造成的压力更大。

在秘鲁，其上半年 GDP 增长稍低于预期，我们 2012 年增长预测下调主要由于对全球环境将对贸易净额和国内需求造成更大影响的预期。

相比之下，墨西哥、智利和巴拿马上半年增长超过预期，使我们先是保持对今年 GDP 预测不变，后来又上调了对三国的预测。

在墨西哥，就业和信贷市场表现良好，对国内需求的支持比预期更高。上半年积极意外因素以及墨西哥出口对美国市场更大的渗透程度将超过美国经济较低增长的影响。另外，墨西哥相对积极的数据与巴西令人失望的数据形成鲜明对比，使得关于这两国的市场预期逆转（参见本节结束的框图，以了解巴西和墨西哥比较的更多详细信息）。

## 尽管本地因素超过全球因素，但欧洲动荡以及较低的全球增长率正在不同程度地影响着所有拉美国家

对于本地信心指数，我们看到，在过去几个月内，实际上所有拉美国家的商业和消费者信心均下降（图 4），最近阿根廷消费者信心下降以及巴西和秘鲁商业信心下降值得关注。我们还要指出，在大多数情况下，信心处于指示增长的水平（图中高于 50），鉴于除阿根廷和巴西外拉美大多数国家的弹性，这毫不奇怪。

尽管这些下降的背后有着重要的内部因素，但地区信心的实际全面下降表明，一个共同点就是国际环境。也就是说，欧洲危机通过情绪的影响迄今为止是有限的。

在过去两个月内，地区资金流入也有所减缓（图 5），但不会出现雷曼兄弟公司危机期间或甚至去年下半年欧洲危机加剧时看到的大量资金外流。而且，数据统计分析表明，由于微弱的经济增长以及利率下调过快，资金外流主要集中于巴西。在墨西哥和地区其它国家（主要是秘鲁、哥伦比亚和智利），资金流动仍是积极的。

图 4  
2012年3月和7月消费者（cons）和商业（bus）信心

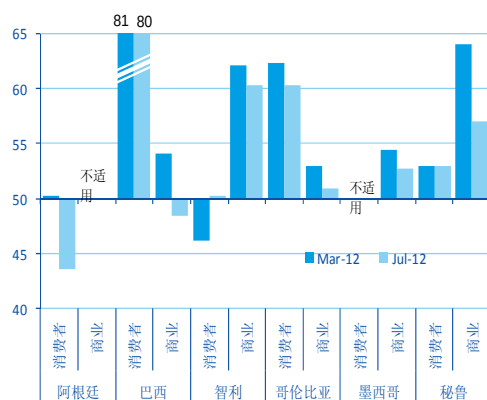
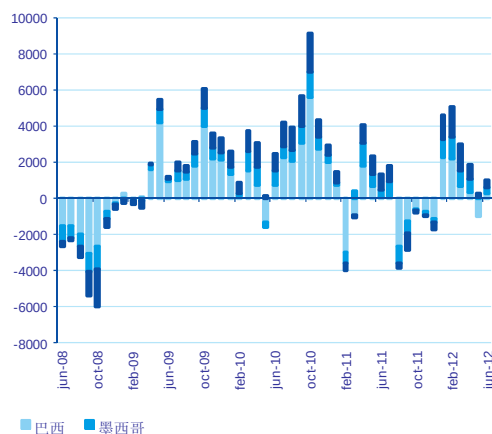


图 5  
资金流入（固定利率和可变利率）。百万美元

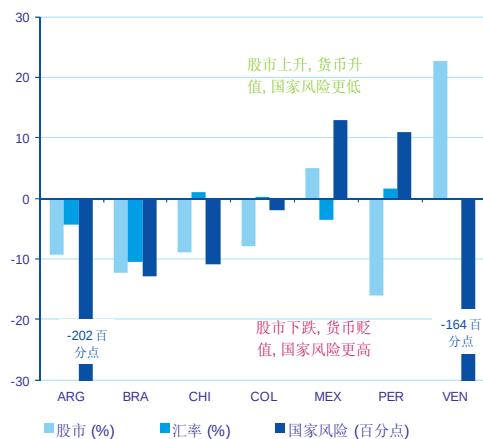


\* 水平高于50表示扩张/乐观，低于50表示萎缩/悲观。可用最新数据：7月（ARG-cons; BRA-bus）、5月（CHI-bus; COL-bus）、6月（其它）。ARG-bus和MEX-bus数据：不可用。  
来源：全国统计和BBVA Research

来源：EPFR和BBVA Research

图 6

股票市场、汇率和国家风险。2012年3月 - 7月变化



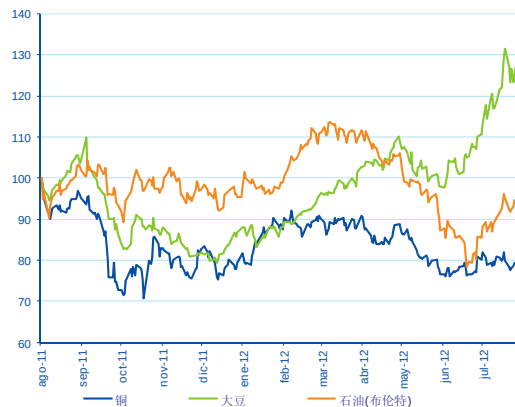
来源：BBVA Research和Haver Analytics

在其它地方，自3月底以来，外部环境拖累了本地股票市场和货币。所有国家汇率下降，股票市场下滑，主权债券利差扩大（参见图6），但程度不同。

欧洲危机不仅削弱信心并对拉美造成财政影响，而且还开始产生商业影响，造成贸易净额和进出口交换比率下降，两者均与拉美商品价格密切相关。例如，自3月以来，油价下降了14%，铜价下降了10%（图7）。由于美国干旱造成的临时性供应冲击，大豆价格反市场潮流，在同期猛增47%。

图 7

主要出口商品价格（100=一年前）



来源：BBVA Research和Haver Analytics

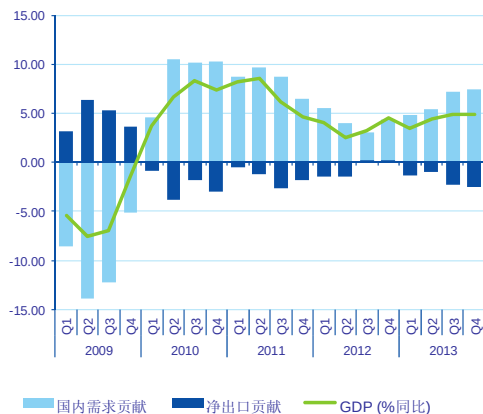
## 强劲国内需求和仍然很高的商品价格将继续支持增长

总的来说，拉美增长在今年前几个月下降，尽管受到国外影响，但它仍保持强劲势头，在第二季度达到约3%的年增长率（图8），即使巴西在同期增长率低于1%。其它拉美国家的GDP增长率大多接近4%或更高。

经济繁荣的背后是强大的国内需求，它受到强大劳动力和信贷市场的支撑，更不用说还有其它结构因素（如对社会政策的更好执行）。即使在过去几个月增长减缓的国家，国内需求部分仍继续为经济活动增长提供坚强支持（如巴西个人消费）。

图 8

拉美\*：内部和外部需求对年增长率的贡献(pp)

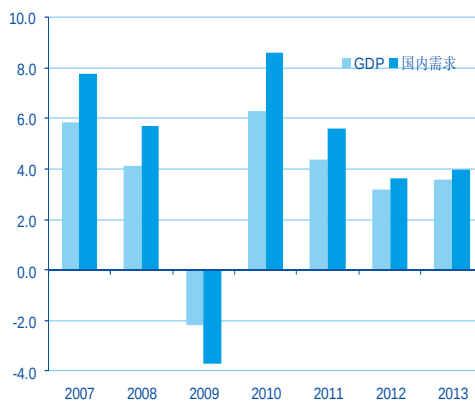


\* 包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research 和 Haver Analytics

图 9

拉美\*：GDP 和内部需求增长率 (%)



\* 包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research 和 Haver Analytics



我们的基本预测表明，国内需求将在今年下半年和 2013 年支持拉美增长（图 8 和图 9）。经济政策也有贡献，它将在很大程度上保持扩张，尤其是可能或需要采取这些政策的国家，如巴西。无论如何，在这种情况下，并非所有拉美国家都需要采取反周期政策。

总的来说，我们预计经济活动将在未来几个季度逐步减缓（参见图 8）。这一趋势受到巴西经济活动实际陷于停滞一年后复苏前景的严重影响。在其它国家，由于全球经济下滑，我们预计会出现一定减缓。由于某些国家的增长率仍高于潜在水平（如秘鲁和巴拿马），这不一定是坏事。

最后，我们还要强调，尽管近期下滑，但商品价格仍然较高，继续支持拉美增长。我们对 2012 年和 2013 年的预测表明，石油和大豆价格比两年平均水平分别上涨 6% 和 10%。对于铜，我们预计价格将上涨 9%，低于 2010 年和 2011 年水平，但仍远高于其长期平均水平。

### 通货膨胀压力随经济活动缓解。价格将与中央银行目标保持一致。

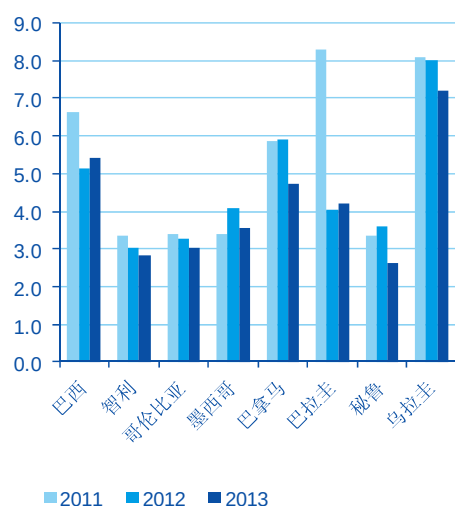
随着经济活动减缓以及近期油价（主要是智利，其油价波动更大）和今年前几个月食品价格下降（主要是智利，也包括秘鲁、哥伦比亚和巴西），更不用说某些一次性因素（如巴西减税），拉美通货膨胀缓解。

实际上，通货膨胀降幅比我们三个月前的预期更大，使得对地区大多数国家的预测下调。墨西哥（由于食品供应冲击，预测通货膨胀从 3.5% 增至 3.8%）、巴拿马和乌拉圭例外。

然而，根据我们的新预测，我们仍然看到，采用通货膨胀目标制国家的通货膨胀仍在高于中央银行目标的范围内（图 11）。对于智利、哥伦比亚和巴拉圭，我们预计通货膨胀将与 2012 年和 2013 年的目标一致或较低。

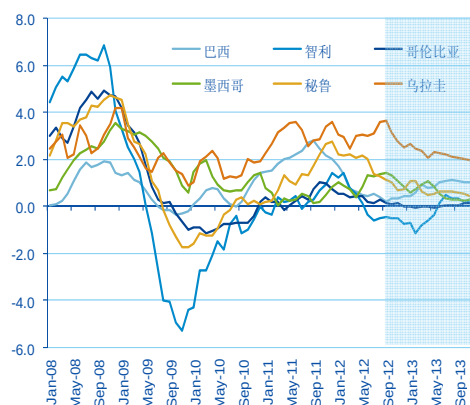
尽管欧洲发展相关风险使我们的预测下调，但近期全球市场食品价格上涨给拉美国家通货膨胀带来上升风险。

图 10  
拉美国家：年均通货膨胀 (%)



来源：BBVA Research

图 11  
采用通货膨胀目标制的国家：通货膨胀和中央银行目标差异 (pp)



来源：BBVA Research 和 Haver Analytics

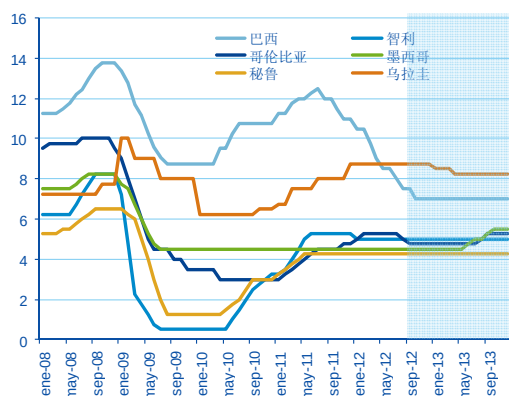
## 鉴于更良性的通货膨胀以及国际环境更大的不确定性，货币政策正谨慎转向为经济活动提供更大支持

在外部风险正在抵消仍然强劲国内需求以及在大多数情况下保持在目标范围上限的通货膨胀率背景下，采用通货膨胀目标制国家的中央银行仍保持谨慎。然而，在最近几个月，外部风险增大，而对国内需求过热和价格压力的担忧有所缓解。

大多数拉美国家中央银行正采取“观望”态度，以避免在获得全球和国内信号实际影响国内价格的明确证据之前采取货币紧缩政策。然而，根据近期宏观经济环境的变化，货币政策开始转向降低限制性，一些国家明显转向支持增长。例如，对智利和秘鲁提高利率的预期被推迟到 2013 年底或 2014 年初。即使在通货膨胀表现不太好的国家，中央银行也在等待。尽管供应冲击造成通货膨胀上升，但墨西哥预计将在 2013 年中开始提高利率，乌拉圭预计在明年初降低利率。

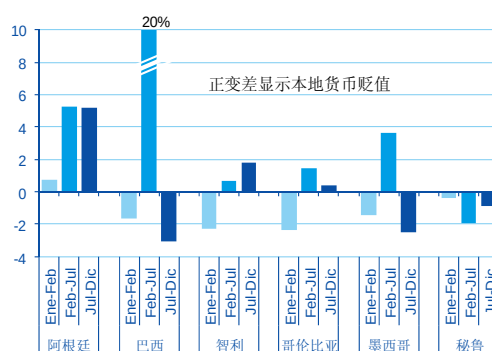
在哥伦比亚和巴西，（观察和预计）货币政策趋势与通货膨胀下降、较低国内需求和外部环境不确定性增大保持一致。尤其是哥伦比亚中央银行的举动出人意料，它在 7 月底将利率下调了 0.25 个百分点，降至 5%，预计它将在年底前进一步降低利率。在巴西，SELIC 率自 2011 年 8 月以来下降了 450 个基点。未来几个月预计会进一步降低 100 个基点，之后利率预计会长时间保持在 7% 的水平。

图 12  
采用通货膨胀目标制国家的官方利率 (%)



来源：BBVA Research和Bloomberg

图 13  
对美元汇率变化 (%)



来源：BBVA Research

## 在较高风险规避和较低商品价格情况下的较低汇率

除秘鲁新索尔外（图 13），大多数拉美货币的汇率在最近几个月下降。这一趋势的原因是全球风险规避增多以及商品价格下降，巴西、阿根廷和乌拉圭货币降幅较大。在巴西和阿根廷，经济活动的急剧下滑也影响着汇率，而在乌拉圭，这也是对其主要 Mercosur 合作伙伴汇率下降的反应。

展望未来，拉美汇率将在总体上保持稳定，并随着增长率提高（尤其是巴西），更重要的是欧洲财政压力缓解，从而减少全球风险规避，拉美汇率有一定升高趋势。同时，粮食价格（如大豆和谷物）预计大幅上涨至空前新高将对 Mercosur 国家汇率提供进一步支撑。

## 财政和经常项目差额处于可控范围内

在我们对拉美的基本预测中，外贸和预算平衡将处于可控范围内。

由于较低的政府收入，较低增长率和商品价格的环境削弱着对大多数国家财政平衡的预期。同时，在一些国家（如阿根廷和秘鲁），强于预期的财政刺激措施也有关系。2012 年上半年好于预期的表现使得对智利和哥伦比亚财政平衡的预测上调（分别为较高盈余和较低赤字）。对于巴西，上调与较低债务利息有关，该因素也对哥伦比亚账户有一定影响。

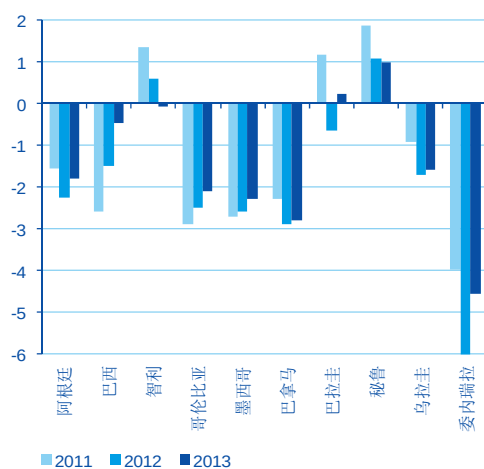
在此背景下，智利和秘鲁将继续在今年和明年呈现财政盈余，为其进出口交换比率可能恶化积累资源。我们预计 2012 年公共赤字将低于 3% GDP（图 14）。

对于境外账户，近期宏观经济环境变化对经常账户的影响在大多数国家都是轻微的，因为较低商品价格的影响在很大程度上被稍弱的国内需求和较低汇率所抵消，尤其是巴西。与我们以前预测相比，油价下降以及国内需求 1% 萎缩和极高的大豆价格将使巴拉圭外贸逆差下降。

总之，我们预计，除巴拿马外，拉美经常项目逆差将远高于 3% GDP（图 15），赤字将继续调整，但由于源自基础设施投资和强劲国内需求的临时性推动因素，2012 年赤字仍将高于 10% GDP。我们还预计阿根廷将继续呈现外贸顺差。

图 14

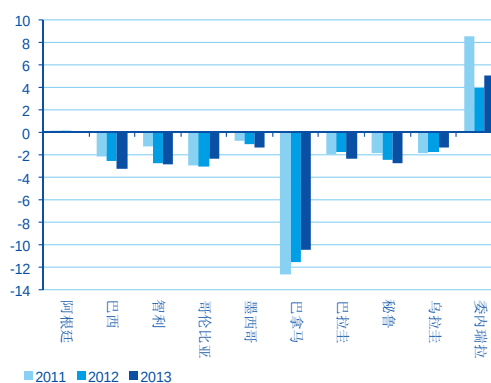
拉美国家：财政平衡 (% GDP)



来源：BBVA Research

图 15

拉美国家：经常项目差额 (% GDP)



来源：BBVA Research

## 框 1. 巴西和墨西哥：前景多变，挑战依然

最近几个季度，对巴西和墨西哥经济的展望发生变化，如 2012 年墨西哥增长率为 3.8%，比巴西高近 2 个百分点。如果预测变成现实，则 2012 年将是墨西哥比巴西增长更快的第二年，而此前四年，巴西平均增长率比墨西哥高 3.5 个百分点。

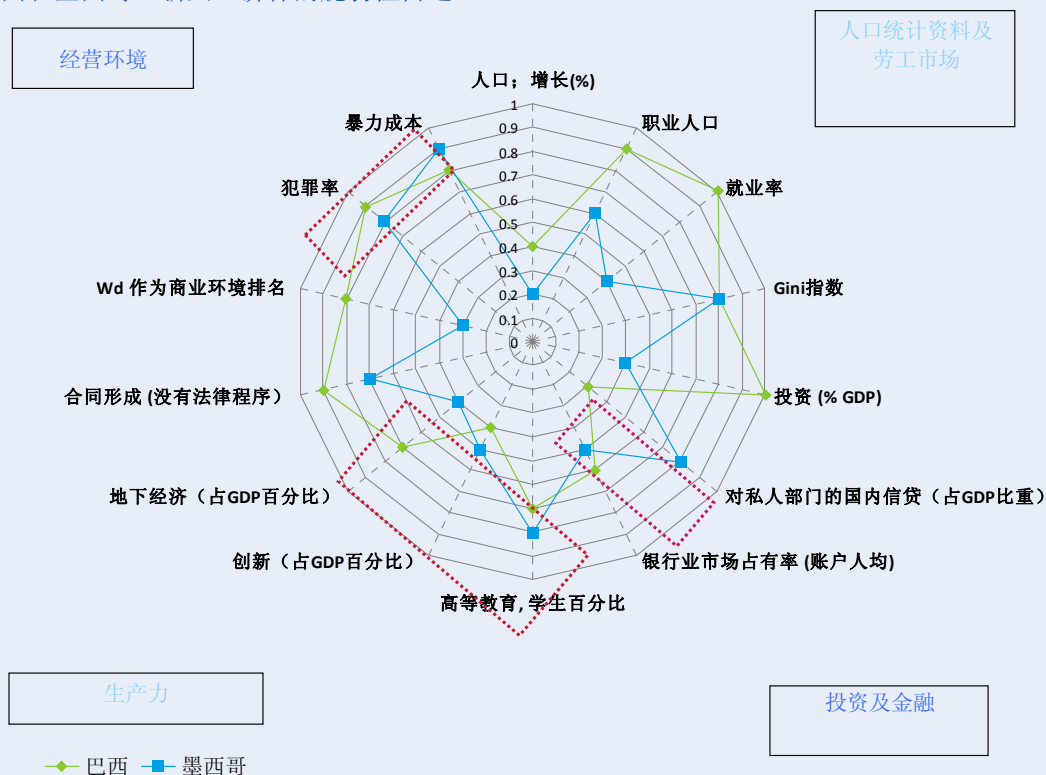
墨西哥和巴西都属于“EAGLES”<sup>2</sup>集团，该集团包括在未来十年对全球GDP贡献高于发达经济体平均水平的国家。墨西哥属于该集团是由于初始规模，而非增长率，后者在最近几年一直低于其它新兴经济体，尤其是巴西 – 另一个拉美“雄鹰”。巴西GDP规模比墨西哥高近 50%，在过去十年一直保持平均 3.8% 的增长率，比墨西哥高约 1.5 个百分点。

这一表现与全球向增长源转移是一致的，新兴亚洲和拉美经济体的贡献越来越大，发达经济体停滞甚至下降。鉴于其对上述地区的暴露程度不同，这对巴西和墨西哥外部需求有着重大影响。从这个意义上说，墨西哥的主要出口目的地是发达国家，其中美国占据完全优势，约 83% 的海外货物销售给美国。另一方面，巴西对美国出口占销售额的 12%，而 68% 进入表现好地区，如中国、亚洲和拉美其它国家（墨西哥数字为 12%）。这样，巴西出口目的地经济的 GDP 比 2003 年增长了 50%，而墨西哥产品目的地的增长率仅为 20%。

在中期，两个经济体之间的平衡并未使其中之一呈现明显优势，每个国家都在一些更为重要的要素上具有优势。如果我们从供应角度来看待经济 – 通过生产要素和效率因素适当相互作用的扩张能力，则有四个主要因素需要考虑：人口统计和就业市场、投资和储蓄、生产率以及商业环境（图 16）。

图 16

巴西和墨西哥：新兴经济体的脆弱性雷达



注：值越小，相对状况越好

来源：BBVA Research, IMF、世界银行和 UN 数据

<sup>2</sup> 引领世界经济增长的新兴经济体。

对于人口和就业市场，似乎墨西哥的人口爆炸比巴西更严重，并具有较高人口增长率和就业市场较高的人口比例。巴西的低就业率值得关注 – 以就业人口占工龄人口的百分比衡量。根据可用数据，这达到 40%，比所考察国家的平均水平低 20 个百分点。

两个经济体在投资和银行融资方面形成鲜明对比，墨西哥前者情况更好，而巴西后者情况更好。从最近十年平均水平来看，墨西哥的 GDP 投资率比巴西高 5 个百分点（24.6% vs. 18%），尽管尚未达到被视为参考点国家的水平，如韩国（同期达到 29.4%）。总之，对于一个未达到亚洲新兴经济体国内储蓄率或未从海外部门获得相当水平储蓄的国家来说，墨西哥的投资水平是相当高的。墨西哥在 2001 年至 2011 年的平均国内储蓄率是 23.6% GDP，而巴西是 17.3%。这对增加投资明显是一种海外限制。在更容易获得银行贷款的进一步推动下，公共和个人消费在巴西的权重更高。巴西国内银行业贷款超过 50% GDP，比墨西哥高近 30 个百分点，公共银行发放贷款的缺口比私人银行更大。

改善商业环境仍需要巴西和墨西哥做许多工作。根据世界银行《经营商业》，尽管与巴西相比，墨西哥在经营商业的舒适性方面具有明显优势，但暴力活动增多给墨西哥经济带来了不确定性。

增长的关键在于利用可用生产要素的效率。在雷达图中，作为表示生产率的部分选择变量，数据对巴西并不利。实际上情况相反：其中，巴西作为 GDP 一部分的黑市权重比墨西哥更高。非正规是生产率的一个良好信号，因为如果经济活动在当前法规之外开展，主要是财政事务，则经济机构就不能利用规模经济或充分进入金融市场，以提高效率并增加实物资本和人力资本的价值。从这个意义上说，根据 ILO 数据，墨西哥就业市场的非正规水平较高。无论如何，似乎两个经济体面临的挑战都是减少黑市，从而改善长期经济增长的主要来源（生产率）。

图 17  
价格竞争力，实际有效汇率(2005=100)

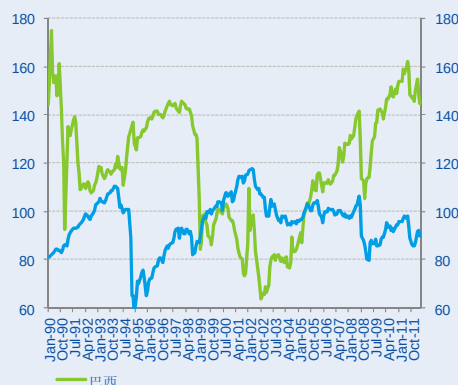
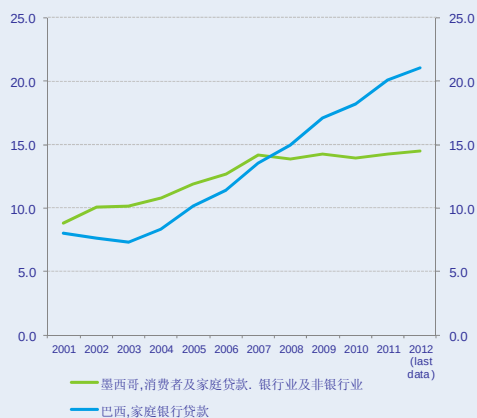


图 18  
家庭债务 (% GDP)



注：指数增长表示增强  
来源：BBVA Research和Haver Analytics

来源：BBVA Research, CNBV墨西哥数据和  
BCB巴西数据

近年来，巴西的需求强度（不一定是其供应能力）以及其贸易伙伴的较好表现营造了更好的前景。然而，巴西模式枯竭的迹象（过于依赖较高需求）以及墨西哥对巴西竞争力提高使得两个经济体的相对前景发生变化，并对墨西哥经济有利。根据这一分析，似乎人口统计、劳动力参与率或投资率并不能证明巴西中期的较高增长能力。因此，较好的 GDP 记录必须与从供应方面到效率或生产率的因素相关，两个经济体在评估变量方面似乎没有太大差异。在需求方面，更有利的外部环境以及更容易获得银行融资使得巴西比墨西哥增长率更高。然而，两个因素不一定是永久性的：新兴亚洲经济体的表现可能变差，和/或巴西可能在价格方面失去竞争优势。与经济机构一定债务水平相比，借款能力对增长可能不太重要。

实际上，市场对两个国家的认识近期发生了变化，并对墨西哥有利，这与中国下滑、巴西信贷市场疲软以及劳动力成本和较高汇率对巴西工业的不利影响一致。最后两个因素与墨西哥近期信贷市场活力和竞争力提高迹象形成鲜明对比。无论如何，它们是在未来几年具有良好增长潜力的较大经济体。另外，对各自的展望仍将由其全球环境的不同暴露程度以及其进行改革和弥补缺点的能力所决定。



## 4. 拉美或许能抵受全球冲击，但影响将相当巨大

### 地区已采取重要措施，以降低其暴露风险并维持其经济政策

拉美政策与 20 世纪 70 年代和 80 年代的非传统政策几乎不相同，使其目前比 30-40 年前脆弱性更小。一个例子是地区在 2008-09 年全球衰退期间的强劲增长。与其它全球危机不同（如 1981 年、1998 年或 2001 年），拉美设法在 2008 年弥补了与发达国家的人均收入差距 – 这一过程开始于十年前 – 预期表明，差距将在未来几年继续缩小。这对地区来说是一个重大变化。

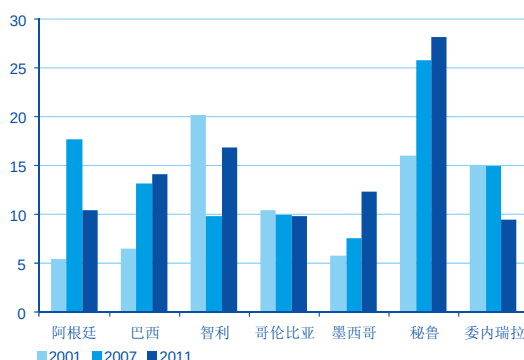
总之，地区的脆弱性指标继续改善。大多数拉美国家继续积累国际储备（图 19），而财政和外部脆弱性指标仍相对较低。

在财政方面，赤字仍处于可控水平，大多数国家政府债务占 GDP 的百分比下降（图 20），尽管一些国家利率和 GDP 增长率之间的差异可能在未来债务趋势方面构成重大挑战。

外部脆弱性也相对有限，因为尽管经常项目差额高于主要新兴地区的平均水平，但低水平的外债（债务对 GDP 比率和债务对出口比率）给处理资金流入突然中断问题留出了一定余地。

图 19

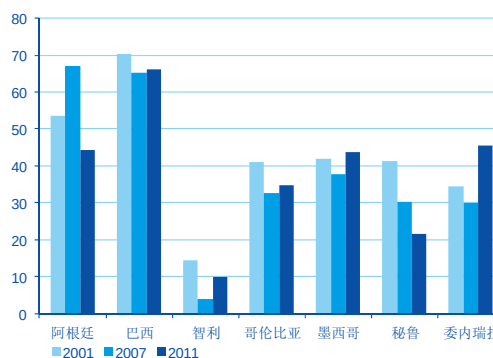
拉美国家：国际储备 (% GDP)



来源：BBVA Research

图 20

拉美国家：政府债务总额 (% GDP)



来源：BBVA Research和IMF

也就是说，健康的财政和外部指标在很大程度上得到较高出口商品价格的支撑，并且是在发达经济体中央银行的融通性政策造成的相对有利外部融资条件下出现的。这进一步突出了大多数拉美国家政府在过去二十年采取的审慎宏观经济政策的重要性，这降低了周期波动性，并提高了其在货币和财政政策中做出反周期反应的能力，如 2008-09 年全球危机所示。地区大多数国家经济机构的良好声誉也有助于其应对外部冲击。

### 在当前情况下，地区可能经受发达国家外部冲击的影响

国际上，如果欧洲未能就货币联盟经济机构重新设计达到协议，则主要发达经济体有可能再度恶化。

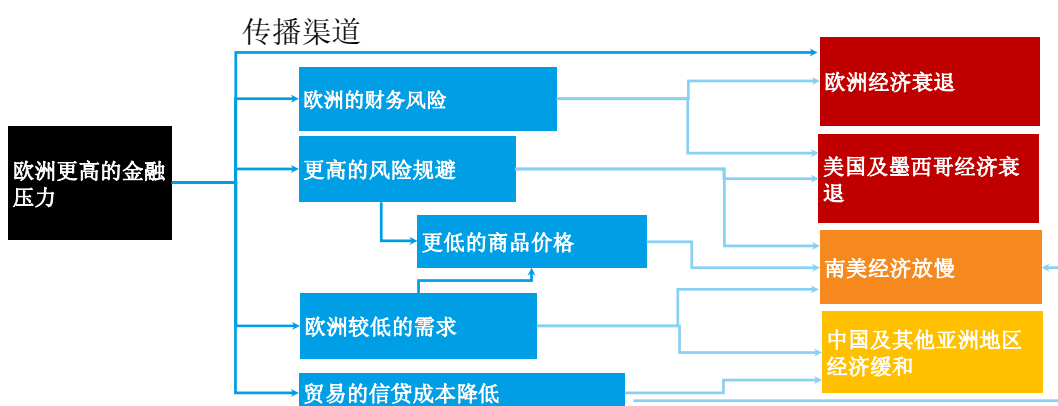
同时，美国是拉美的重要商业合作伙伴，尤其是墨西哥。美国的主要风险在于复苏的固有脆弱性以及 2013 年迅速财政紧缩的可能性，除非达成缓和和调整的政治交易。然而，由于 11 月份的总统大选，这可能难于实现。



在这两种情况下，我们的基本预测基于以下假设，即将达成必要的政治协议，以逐步缓解欧洲紧张，并避免美国在明年初迅速财政紧缩。然而，这两个因素，尤其是欧洲局势，是地区面临的主要全球风险因素和主要风险。

欧洲压力突然恶化以及美国强烈自动财政紧缩如何影响拉美？例如，欧洲恶化可能来自一个国家退出货币联盟或欧洲稳定机制（ESM）未能干预西班牙或意大利债券市场。这可能造成欧洲周边国家的主权债券利差明显扩大，使得这些国家不可能利用市场进行融资。因此，一些易受蔓延影响的国家可能面临银行存款需求猛增和欧洲周边国家信用恐慌造成的流动性危机。这可能通过银行风险暴露和交易对手风险对核心欧洲国家产生连锁效应。这种情景将对经济活动造成严重消极影响，使得整个欧元区像在雷曼兄弟公司破产后那样陷入深度衰退。

图 21  
欧洲危机恶化的传递渠道和影响



来源：BBVA Research

这种情景可能引起世界其它国家的连锁反应。对欧元区以外地区的蔓延将通过五种主要渠道实现（图 21）。首先，欧元区周边国家的外部需求将大幅下降（东欧、北非和中东）。其次，风险规避增多将减弱对风险资产的偏爱，这对美国家庭持有资产产生不利影响，并削弱家庭和商业信心，从而使私营部门需求下降。同时，风险规避和安全投资转移增多将减少流入新兴经济体的资金，从而严重影响更易受资金流动逆转影响或经常项目顺差迅速增长的经济体。第三，由于基本面以及对作为风险资产的商品需求减少，欧洲的较低需求和较高风险规避将推动商品价格下降。第四，欧洲金融部门的风险暴露（尤其是欧洲核心国家的大型银行）将减少货币市场共有基金的流动资金供应，从而损害在该市场融资的美国机构。第五，强大国际金融限制的环境最终将对国际贸易融资产生重大影响，并对出口需求下降产生倍增效应。

鉴于其合理的潜在基本面以及应对外部需求丧失和不确定性引起的个人投资下降的政治机动空间，整个新兴亚洲将能够经受住考验。然而，一些更面向出口的较小经济体的增长率将大幅下降。尽管如此，发达经济体采取政策以补偿这种情景消极影响的余地较小。

美国的 GDP 增长率将大幅减缓，并在 2013 年初面临已批准的自动财政紧缩风险，这将进一步降低该国的增长率，并使其进入衰退，进而影响对美国经济暴露程度最高的国家，如墨西哥。

南美洲主要通过五种渠道中的三种受到影响。首先，全球风险规避的大规模增长将使地区风险溢价升高，从而提高融资成本，减少资金流入，并对本地货币造成贬值压力。其次，商品价格和外部需求将下降，即使是地区主要贸易伙伴（如美国）和较小程度上的中国。第三，目前观察到的商业和消费者信心的降幅将更大。这将对私人投资产生重大影响，它是在 2008-2009 年危机中受影响最严重的部分。

## 一些因素可能缓冲外部冲击的影响...

这种规模的外部冲击将对本地经济造成不利影响，然而，一些因素表明，地区可能表现相对较好。

积极的方面是，大多数拉美国家财政状况良好。如前面所示，自 2008 年以来，国际储备一直增长，大多数国家的财政平衡在 2008-09 年采取刺激措施后得到改善，而大多数国家保持灵活汇率是应对外部冲击的第一个减震器。此外，经济机构（中央银行和政府）具有 2008 年危机的经验，可采取更有针对性的反周期政策，它们还具有在过去几年内保持谨慎政策后积累的可靠性。大多数国家的信用评级得到保持或升级，且大多处于投资级。

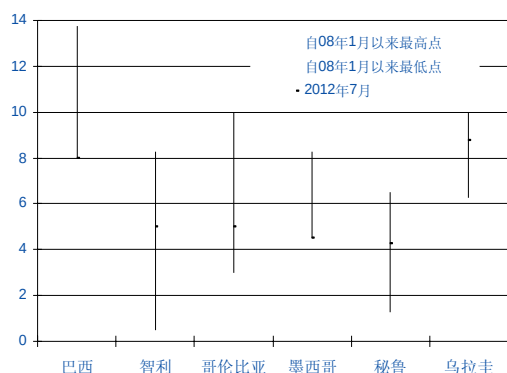
同时，与过去相比，大多数拉美国家的一个重要区别性因素是在对短期外部融资的风险暴露以及对一般风险的监管方面本地银行的可靠性。银行业夸大了 1998 年危机带来的外部冲击，但对 2008-9 年危机则没有，如果外部条件进一步恶化引发另一场危机，则可能也不会如此。尤其是拥有外资的拉美大多数银行遵循分散资金和流动性管理模式，利用本地市场自我融资，这与其父公司没有关系。这种融资自治的优点在于，它提供了一面自然防火墙，降低了骚乱时蔓延的可能性。

## ...但也有迹象表明，需求正失去活力，而在雷曼兄弟公司破产后，采取反周期政策的空间变小

与 2008 年相比，地区许多国家执行反周期政策的空间变小。实际上在所有国家，与雷曼兄弟公司倒闭前的几个月相比，降低官方利率（名义和实际）的空间更小，在某些情况下（如巴西），利率目前已经低于当时水平（图 23 和图 24）。也许在恢复对外部冲击的缓冲能力方面改善最小的就是财政，即使今年赤字和公共支出仍处于可控水平，但它们仍高于 2008 年危机后的水平。

图 22

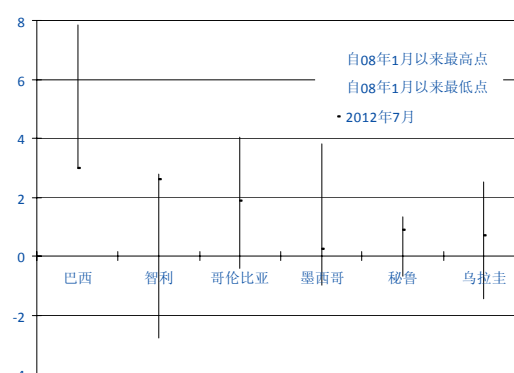
与自2008年1月以来的历史水平相比的当前官方利率(pp)



来源：BBVA Research

图 23

与自2008年1月以来的历史水平相比的实际利率\* (pp)



\* 当前利率 - 通货膨胀

来源：BBVA Research

另外，我们在前面提到，最新经济活动数据表明，大多数国家上半年下滑幅度超过预期，而在过去三个月内，信心指标也大幅下降。这是欧洲紧张加剧造成的外部环境更大不确定性的结果，但信心指标下降（在许多情况下，可归因于内部因素）也预示着国内需求下降，后者是最近几年地区增长的主要推动因素。

## 总之，拉美已准备经受新的全球危机，尽管它将对增长造成相当大影响

综上所述，尽管外部条件恶化将对拉美经济造成影响（可能相当大），但危机将不会像以前发达经济体蔓延的危机那样严重。

对整个地区的影响是可控的。2013 年增长率将大幅减缓，并在较短时期内迅速回到潜在增长率。秘鲁和智利的准备最充分，因为它们具有较大的财政灵活性和货币机动性，而最不充分的则是那些较少进入国际市场以缓冲商品价格下降以及具有执行反周期政策较小机动空间的国家。

另外，由于目前冲击比雷曼兄弟公司破产造成的冲击要小，因此欧洲新危机的影响将比 2008-2009 年更小。下滑肯定是急剧的，但整个地区经济将能够避免萎缩。

无论如何，主要风险是机构面临有利外部融资条件和当前较高进出口交换比率时的可能自满。外部风险巨大，因此机构需要使地区保持谨慎增长。

## 其它外部风险可能来自中国增长突然下降，但这种可能性相当小

除了欧洲危机加剧和美国大幅财政紧缩外，还有其它外部风险，但这些风险出现的可能性非常小。

首先是食品价格大幅上涨。这主要是气候相关的冲击（美国干旱），因此是暂时性的。然而，在一些更易受影响的经济体，这种冲击造成的食品价格上涨可能使中央银行因担心这些价格增长可能对其它价格和工资引发二次效应而不会采取更加扩张的措施。同时，我们不要忘记，食品价格大幅上涨会降低许多拉美经济体的可支配收入水平。

最后，南美洲对高商品价格的强烈依赖使其极易受到中国增长突然下降的影响。在我们的基本预测中，中国增长率将不会像今年第一季度那样下降。总之，由于欧洲不确定性，拉美面临下滑风险，尽管执行刺激措施的空间将使年增长率有保持在 7% 以上，即使出现更大紧张。

## 5. 表格

表 1

GDP (%同比)

|      | 2010 | 2011 | 2012* | 2013* |
|------|------|------|-------|-------|
| 阿根廷  | 8.2  | 8.9  | 2.5   | 2.0   |
| 巴西   | 7.6  | 2.7  | 2.2   | 4.2   |
| 智利   | 6.1  | 6.0  | 4.4   | 4.5   |
| 哥伦比亚 | 4.0  | 5.9  | 4.1   | 4.4   |
| 墨西哥  | 5.6  | 3.9  | 3.7   | 3.0   |
| 巴拿马  | 7.6  | 10.6 | 8.0   | 6.8   |
| 巴拉圭  | 13.1 | 4.4  | -2.1  | 9.2   |
| 秘鲁   | 8.8  | 6.9  | 5.6   | 5.3   |
| 乌拉圭  | 8.9  | 5.7  | 3.8   | 3.9   |
| 委内瑞拉 | -1.5 | 4.2  | 4.6   | 2.0   |
| 拉美   | 6.3  | 4.4  | 3.2   | 3.6   |

来源: BBVA Research. \*预测

表 2

通胀 (%同比变化)

|      | 2010 | 2011 | 2012* | 2013* |
|------|------|------|-------|-------|
| 巴西   | 5.0  | 6.6  | 5.1   | 5.4   |
| 智利   | 1.4  | 3.3  | 3.0   | 2.8   |
| 哥伦比亚 | 2.3  | 3.4  | 3.3   | 3.0   |
| 墨西哥  | 4.2  | 3.4  | 4.1   | 3.5   |
| 巴拿马  | 3.5  | 5.9  | 5.9   | 4.7   |
| 巴拉圭  | 4.6  | 8.3  | 4.0   | 4.2   |
| 秘鲁   | 1.5  | 3.4  | 3.6   | 2.6   |
| 乌拉圭  | 6.7  | 8.1  | 8.0   | 7.2   |
| 委内瑞拉 | 29.1 | 27.2 | 22.1  | 27.8  |
| 拉美   | 6.4  | 6.9  | 6.1   | 6.4   |

来源: BBVA Research. \*预测

表 3

汇率(对美元, 平均)

|      | 2010  | 2011  | 2012* | 2013* |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 阿根廷  | 3.91  | 4.13  | 4.54  | 5.27  |
| 巴西   | 1.75  | 1.68  | 1.94  | 1.97  |
| 智利   | 510   | 484   | 493   | 502   |
| 哥伦比亚 | 1,899 | 1,848 | 1,782 | 1,760 |
| 墨西哥  | 12.67 | 12.48 | 13.30 | 12.62 |
| 巴拿马  | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| 巴拉圭  | 4,734 | 4,188 | 4,411 | 4,590 |
| 秘鲁   | 2.83  | 2.75  | 2.65  | 2.57  |
| 乌拉圭  | 20.0  | 19.3  | 20.6  | 21.4  |

来源: BBVA Research. \*预测

表 4

利率(%平均)

|      | 2010  | 2011  | 2012* | 2013* |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 阿根廷  | 10.11 | 13.34 | 13.34 | 13.54 |
| 巴西   | 10.00 | 11.71 | 8.40  | 7.00  |
| 智利   | 1.54  | 4.75  | 5.00  | 5.00  |
| 哥伦比亚 | 3.13  | 4.10  | 5.00  | 4.94  |
| 墨西哥  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 4.92  |
| 巴拿马  | 2.69  | 1.86  | 1.53  | 1.94  |
| 巴拉圭  | 1.46  | 8.49  | 6.33  | 7.13  |
| 秘鲁   | 2.06  | 4.04  | 4.25  | 4.25  |
| 乌拉圭  | 6.31  | 7.69  | 8.75  | 8.31  |
| 委内瑞拉 | 14.62 | 14.55 | 14.51 | 15.00 |

来源: BBVA Research. \*预测

表 5

经常账户 (%GDP)

|      | 2010  | 2011  | 2012* | 2013* |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 阿根廷  | 0.8   | 0.0   | 0.1   | 0.0   |
| 巴西   | -2.2  | -2.1  | -2.6  | -3.2  |
| 智利   | 1.5   | -1.3  | -2.8  | -2.9  |
| 哥伦比亚 | -3.1  | -3.0  | -3.0  | -2.4  |
| 墨西哥  | -0.3  | -0.8  | -1.1  | -1.4  |
| 巴拿马  | -10.8 | -12.7 | -11.6 | -10.5 |
| 巴拉圭  | -3.7  | -2.0  | -1.8  | -2.4  |
| 秘鲁   | -2.5  | -1.9  | -2.5  | -2.8  |
| 乌拉圭  | -1.1  | -1.9  | -1.8  | -1.3  |
| 委内瑞拉 | 6.1   | 8.6   | 4.0   | 5.0   |
| 拉美   | -0.7  | -0.8  | -1.4  | -1.8  |

来源: BBVA Research. \*预测

表 6

财政平衡 (%GDP)

|      | 2010 | 2011 | 2012* | 2013* |
|------|------|------|-------|-------|
| 阿根廷  | 0.2  | -1.5 | -2.3  | -1.8  |
| 巴西   | -2.5 | -2.6 | -1.5  | -0.5  |
| 智利   | -0.4 | 1.3  | 0.6   | -0.1  |
| 哥伦比亚 | -3.9 | -2.9 | -2.5  | -2.1  |
| 墨西哥  | -3.5 | -2.7 | -2.6  | -2.3  |
| 巴拿马  | -1.9 | -2.3 | -2.9  | -2.8  |
| 巴拉圭  | 1.4  | 1.2  | -0.6  | 0.2   |
| 秘鲁   | -0.3 | 1.9  | 1.1   | 1.0   |
| 乌拉圭  | -1.1 | -0.9 | -1.7  | -1.6  |
| 委内瑞拉 | -3.6 | -4.0 | -6.0  | -4.6  |
| 拉美   | -2.4 | -2.2 | -2.1  | -1.4  |

来源: BBVA Research. \*预测



## 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 / Corporate Governance](http://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.

此报告由拉丁美洲合作单位提供

Chief Economist

Juan Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com  
+34 639 82 72 11

Miguel Poblete  
miguel.poblete.contractor@bbva.com  
+56 2 9391198

Argentina  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

Chile  
Alejandro Puente  
apuente@bbva.com

Colombia  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Venezuela  
Oswaldo López  
oswaldo.lopez@bbva.com

## BBVA Research

Group Chief Economist  
Jorge Sicilia

### Emerging Markets:

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

Análisis transversal de Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam  
**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

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

### Developed Economies:

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

### Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

### Global Areas:

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com  
Escenarios Económicos

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

### Market & Client Strategy:

Antonio Pulido  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

## Contact details

### BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7th floor  
28046 Madrid (Spain)  
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com