

经济展望

拉丁美洲

2012 年第二季度
经济分析

- 2012年, 全球经济增长将逐步能够从2011年第四季度的低谷期复苏。其中, 亚洲经济的复苏最为明显。
- 由于国内需求和较高商品价格的支撑, 拉丁美洲2012年和2013年的经济增长将分别为3.7%和3.8%。
- 除巴西之外, 其他国家的央行将继续保持谨慎的紧缩取向。它们必须在有弹性的资本流动和存在外部不确定性的背景下对通货膨胀压力和较强的国内需求进行平衡。
- 本地区增长的主要风险来自外部环境, 尤其是欧洲危机的重燃。
- 本地区的政策决定者应该乘机降低其脆弱性, 并补充货币和财政缓冲。

索引

1. 概要	03
2. 摘要:全球经济复苏，但风险重燃	04
3. 继续向潜在增长速度聚敛	07
4. 善用顺风优势	13
框1: 较高的石油价格：中等的全球风险	17
5. 表格	18

截稿日期：2012 年 5 月 11 日

1. 概要

由于很多国家的“较为紧缩的货币政策”的滞后效应以及国际环境的更加不确定，拉丁美洲的经济增长在 2011 年第四季度开始减缓。但是，在多变的市场背景下，信心指数仍然保持强劲，这有利于国内需求，而且有助于第四季度的缓慢增长-2011 年第四季度的季度增长约为 0.6%。拉丁美洲在 2011 年全年的增长为 4.4%。

2012 年第一季度的数据显示，未来几个季度的增长速度都会比较快，而且本年度剩余时间内都会以这个速度增长。大多数国家经济出现正增长，但是巴西除外-由于其较为宽松的经济政策，巴西经济将在第二季度开始恢复增长。

由此看来，本地区将继续逐步向其潜在经济增长率聚敛。拉丁美洲在 2012 年和 2013 年的经济增长将分别是 3.7%和 3.8%。与 2011 年的情况相比，今年经济增长的减缓与全球增长放缓的情况一致（从 2011 年的 3.9%降低至 2012 年的 3.6%），而且很多国家的政策立场有变紧的趋势。

由于受到“信贷市场的利好表现”和“信心恢复”的刺激，本地区任何国家的国内需求增长都将超过国内生产总值（GDP）的增长。这表示，这些利好表现大多是由于内部因素，尽管也会受到出口价格较高的影响-较高的出口价格可以将贸易赤字保持在可操作的范围内。尽管去年经济出现大幅衰退，但经济过热的风险依然存在-其表现就是国内需求的增长速度继续快于国内生产总值（GDP）的增长速度。

除了墨西哥之外，其他国家的通货膨胀依然较高，这促使通货膨胀目标值之央行继续坚持其审慎的紧缩取向-巴西除外。在很多情况下，坚挺的国内需求和较高的商品价格将有助于通货膨胀风险的继续存在，而且我们预计，2012 年年底的通货膨胀率将接近央行目标范围的上限值。与此相反，巴西央行将在其疲软周期内继续实施宽松的货币政策，并将重新将注意力转移至“降低较高的名义利率”上。很多国家的央行已经在继续实施宏观审慎措施，以便对流动性状况进行微调，并抵消通货膨胀对本国货币的压力。

本地区对外部环境的不确定性依然保持弹性，并将继续降低其脆弱性。大多数脆弱性指标依然保持相对较低，这一点可以从稳定或改善的信用评级中得以体现。由于发达经济体之宽松的货币政策，外部金融状况非常利好，这也有利于这种弹性的保持。

本地区的国家必须补充货币和财政政策缓冲之承受潜在的新冲击的能力。在我们看来，通货膨胀目标值国家的官方利率将会变得更为中立，这将能够为它们能够补充一些未来操作的空间。尽管如此，财政方面还需采取进一步行动-财政赤字和公共开支在 2012 年将保持在可控水平上，但仍超出危机前的水平。对很多国家而言，主要的国内风险在于“面对可能突变的市場情绪，其政策决策者太过自满”。

这一地区的主要风险和国际环境有关，主要的全球风险-也是拉丁美洲的主要风险-是欧洲危机之快速而深度的重燃。源于欧洲的这种冲击将通过贸易联系对拉丁美洲造成影响，也会通过风险规避的剧烈增长、商品价格的下滑和冲击效应对其他主要贸易伙伴-例如美国以及（较小程度的）中国造成影响。无论如何，这种情境都将对本地区的经济增长产生重大影响，但其影响程度不会比 2009 年的影响程度更大。其他外部因素-例如较高的油价、美国经济增长放缓或中国经济的突然修正-对拉丁美洲整体而言都是较为适度的风险，但有些国家还是会因这些外部因素而受到严重影响。

2. 摘要：全球复苏，但风险重燃

鉴于主要地区增长差异扩大，全球经济活动将逐步复苏。但增长仍有下滑风险。

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长率差异将扩大。鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（影响地区供应链）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的部分逆转，2012 年亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求、竞争力提高以及支持性融资条件的帮助下，随着巴西增长率在更加宽松的货币政策下有所提高以及墨西哥保持超过 3.5% 的增长率，拉美增长可能加快。另一方面，美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，这好于 2012 年欧元区基本停滞的活动，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区被周边国家积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使我们预计欧洲当局会继续采取决定性行动，以缓慢降低财政压力，但欧洲和美国之间的增长差距也将未来两年内继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但如上所述，这一情景受到欧洲危机发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

在这种情况下，发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性，在中长期内发挥抑制经济活动大幅下滑的作用。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。因此，目前正是美国和其他政策制定者和机构需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来果断地承担恢复增长部分负担的有利时机。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

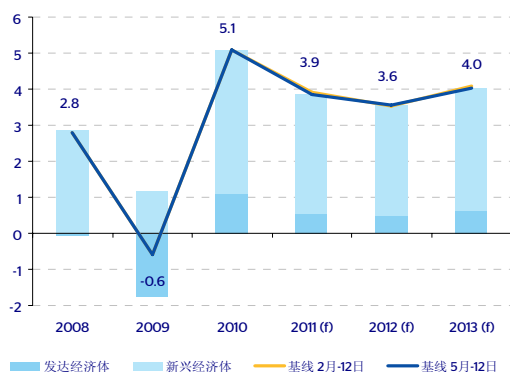
发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异——前者下降而后者稳定——将决定不同的货币政策前景。我们预计大部分新兴亚洲国家的宽松周期将结束（中国和印度除外），而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得一些进展，但仍需采取决定性措施。欧洲需要一条结束危机的清晰路线图。

在最近几个月，欧洲危机的解决已取得一些进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于近期选举造成大多数国家不确定性、改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，进而会严重影响其对私营部门进一步融资的催化效果，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿美元（约 3300 亿欧元）资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，财政协定已批准（等待国家批准），使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤

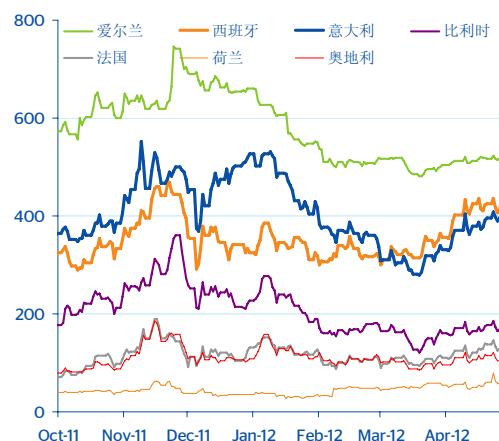
字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能使其不足以证明欧洲核心国家 ECB 强硬路线者采取更有力行动的正确性。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。总之，关于欧洲向何处去的一条清晰路线图仍然缺失。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源：BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价（对德国的 10 年期债券收益差，bps）



来源：Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险。

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩（图 2）。但随着市场(i)在 2012 年第一季度风险溢价下降时发现政策制定者出现自满情绪，(ii)他们均对许多周边国家实现其财政目标的能力感到怀疑，并担心在实际实现这些目标过程中对增长的影响，这些积极影响证明是暂时的。因此，自 3 月份以来，意大利和西班牙的风险溢价迅速提高，后者达到与 11 月达到的高度压力类似的水平（图 2）。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先，ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。这意味着不会很快讨论 ECB 的退出战略，但它还意味着应继续推动经济改革，同时，在核心国家刺激下，欧元区需求再次平衡。其次，有必要以一种协调的方式重新考虑财政整顿路线（以避免引入难于理解的特殊情况），以一种更加渐进的方式处理结构性赤字，这与财政协定的精神是一致的。为实现更加渐进的方式，成员国必须制定明确、全面、详细和多年的整顿方案。这样就会实现合理的公共财政，而不会严重影响短期增长。同时，这将允许分享周边国家正在实施的长期结构改革的益处。

在这种情况下，我们仍认为欧洲危机的新爆发是主要风险，可能对全球增长造成非常不利的影响。在许多欧洲国家正在进行大选和公民投票的情况下，压力增大可能来自周边国家的改革疲劳以及核心国家的紧急援助疲劳：在法国、希腊和德国另一个州 5 月 6 日举行选举后，德国一个重要州、爱尔兰和荷兰将在今年上半年举行选举。

当前油价仅对全球增长有着适度影响。然而，油价大幅猛涨是增长的一个重大风险。

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至（供应与需求）基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和非常有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶（石油库存和生产者的闲置生产能力，参见框 2）。在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为每桶 120 美元，比我们 2 月份的预测

高约 20%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击以及其走弱的周期状况将防止紧缩货币政策 – 降低增长的传统传导渠道之一，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。我们认为，海湾冲突升级的可能性相对降低，但如果这种情况发生，它将对全球增长造成重大影响。

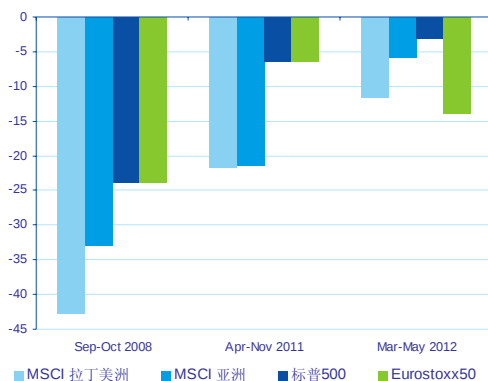
3. 继续向潜在增长速度聚敛

受坚挺的国内需求的刺激，2012 年，拉丁美洲经济将增长 3.7%，2013 年将增长 3.8%。

2012 年到现在为止，拉丁美洲的金融市场在很大程度上都在步发达经济体之金融市场的后尘-发达经济体受到 2012 年前几个月之欧洲压力降低的影响，但这种趋势自三月中期即开始转变。三月份开始之情况的恶化将 2012 年前三个月取得的大部分成果消灭殆尽。尤其需要指出的是，这一地区的股价从一月份至三月中期上涨了 16%，但从三月中期至五月初就下降了 12%（见图表 3）。同样，在一月份至三月份期间，利差减少了 74bp，但在下半年只上涨 37bp（见图表 4）。

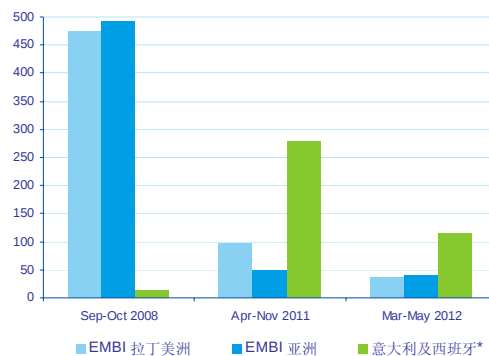
与之前动荡中的极度恐慌相比（例如 2008 年莱曼兄弟危机或 2011 年欧洲周边国家紧张局面的升级），近期的损失显得微不足道。但是，与其他新兴经济体地区或发达地区的损失相比，这些损失并不少，这意味着，拉丁美洲并不是不受欧洲动荡的影响。当然，我们必须谨慎地对待这些证据，因为，与其他地区相比，拉丁美洲的指标相对利好，而且这些指标还包括对“巴西经济之较为乐观状况”的负面冲击-这其中一部分是因为巴西的特殊因素，而不一定是全球经济的影响。

图表 3
股票市场变化（百分比）



数据来源：BBVA 研究所、Haver 数据和彭博资讯

图表 4
主权利差变化（bps）



数据来源：BBVA 研究所和 Haver 数据

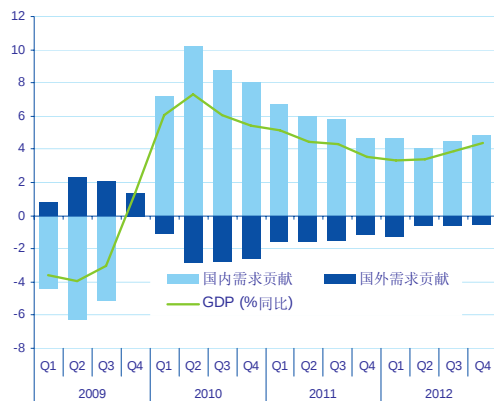
由于很多国家的货币政策的滞后效应和全球环境的较为不确定，拉丁美洲经济增长在 2011 年的最后几个季度出现放缓。尽管其中的背景很复杂，但拉丁美洲的信心指标依然坚挺，这对国内需求构成支撑，并反过来有助于 2011 年第四季度的缓慢增长-2011 年第四季度，拉丁美洲经济季度增长 0.6%左右（年度增长 3.5%，见图表 5）。2011 年全年，拉丁美洲经济增长 4.4%。

2012 年前几个月，拉丁美洲的国内需求依然保持坚挺。事实上，智利、秘鲁、墨西哥和委内瑞拉等国家的国内需求在 2012 年的前几个月的增长幅度超出了我们在二月份之拉丁美洲经济前景中的预测。同时，全球经济对外部需求的影响是非常有限的。巴西之慢于预期的复苏-目前巴西的产值缺口是负值-与这一地区其他国家的利好表现形成对比，但总体而言，本年度初期的数据证明，我们对这一地区之软着陆的预期是正确的。第一季度的数据预示着，本地区未来几个季度的增长率将保持在较高的水平，这为 2012 年剩余时间内的增长情况奠定了基调。

展望未来，我们预计，尽管全球环境具有不确定性，拉丁美洲将继续保持其较高的增长率。由于受到“信贷市场和劳动力市场的利好表现”和“商品价格对国际动荡具有弹性表现”的支撑，坚挺的国内需求将会把明年的经济增长率继续保持在 4% 左右（见图表 6）。尤其需要指出的是，我们预计，拉丁美洲 2012 年的经济增长为 3.7%，2013 年的增长为 3.8%，这意味着，拉丁美洲的经济在经历了 2010 年和 2011 年分别为 6.3% 和 4.4% 的增长之后，将在未来几年向其潜在增长速度聚敛。与前几年相比，经济活跃性相对放缓，这在很大程度上是由于“近期一段时间不利的外部环境”和“自 2008 年莱曼兄弟危机爆发以来实施的经济扩张政策（尤其是货币政策）部分放松的滞后效应”的影响。总之，尤其由于第一季度之正增长的表现，与二月份发布之预期（2012 年经济增长 3.6%，2013 年增长 3.8%）相比，我们对拉丁美洲经济增长的预期更为乐观。

图表 5

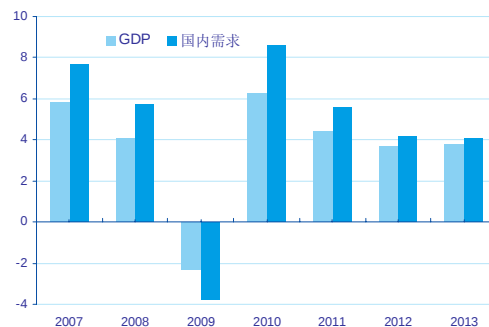
拉丁美洲：对年度增长率的贡献（pp）



数据来源：BBVA 研究所

图表 6

拉丁美洲：国内生产总值（GDP）和国内需求增长（百分比）



数据来源：BBVA 研究所

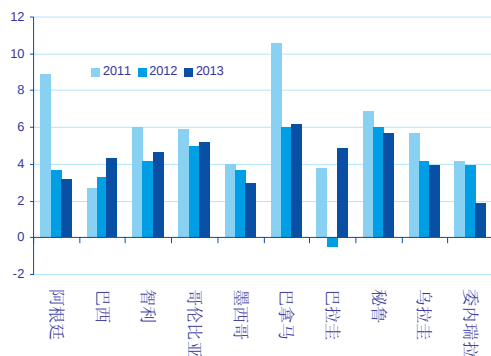
对于这个地区的几乎每一个国家而言，未来两年内，经济增长率聚敛至其潜在增长率必然意味着经济活跃性的放缓（见图表 7）。对墨西哥、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉、智利和乌拉圭而言，经济活跃性的放缓将较为柔和，但对阿根廷而言却较为明显，因为阿根廷的消费者信心出现下滑，而且存在进口闲置。2012 年，巴拿马和巴拉圭的经济增长将出现剧烈下滑，其中，巴拿马是由于对主要项目的一次性投资支出减少，而巴拉圭是因为农业受到干旱和口蹄疫爆发的影响，进而对经济产生了负面冲击。但是，巴西之经济增长向产值潜在值的聚敛则意味着，经济增长率会变得更高，会摆脱 2011 年下半年之经济活跃性停滞的状态-这种状态的出现是因为，巴西对全球金融气候的暴露度较大，而且巴西前期采取过限制性政策。

对拉丁美洲地区所有经济体而言，我们预计，国内需求的增长会超过国内生产总值（GDP）的增长，这证实了这样一种看法，即“这些国家近期之经济活跃的表现是受国内因素的支撑”，并“显示出拉丁美洲地区有能力承受外部冲击”。对整个地区而言，2012 年，国内需求将增长 4.2%，2013 年将增长 4.1%（见图表 6）。逻辑上，这些整体预测掩盖了拉丁美洲国家之间的差异性：对 2012 年和 2013 年而言，我们预计，秘鲁、乌拉圭、巴拿马、哥伦比亚和巴拉圭之国内需求的增长率将在 5% 至 6% 之间，而墨西哥和巴西的国内需求增长将小于 4.0%（见图表 8）。

总体而言，私有部门将是消费者开支和投资的动力所在，但公共部门的贡献也很重要，对秘鲁和委内瑞拉而言尤为如此-秘鲁的公共账号比较健康，因此其具有实施扩张政策的足够空间；委内瑞拉的情况也是如此，尽管其财政空间相对比较有限。在供应方面，注意力通常集中在商品和服务部门的正贡献，在哥伦比亚-尤其巴西-这样的国家，与商品和服务部门的贡献相比，制造业部门的贡献通常较低。

图表 7

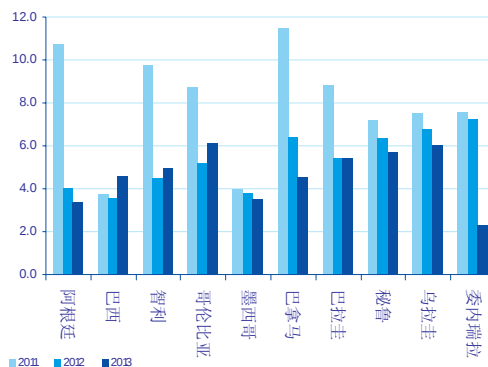
拉丁美洲国家：国内生产总值（GDP）增长（百分比）



数据来源：BBVA 研究所

图表 8

拉丁美洲国家：国内需求增长（百分比）



数据来源：BBVA 研究所

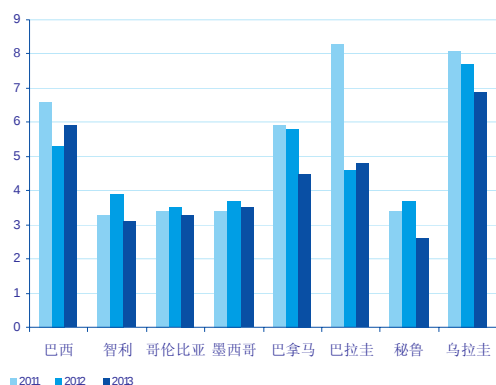
商品价格和坚挺的国内需求拉高了通货膨胀

较高的商品价格对这一地区之强劲的经济活跃性构成支撑，但也破坏了通货膨胀进一步减低的预期，甚至在“2011 年之货币政策具有较为限制性基调”的情况下也是如此。在本年度剩余时间内，“商品价格继续保持较高”和“经济增长将继续保持强劲”的预期很可能消除“本年度第一季度巴西、哥伦比亚和委内瑞拉等很多国家所发布之通货膨胀数据”所带来的惊喜。

尽管如此，值得注意的一点是，上涨的石油价格所带来的负面影响将被很多国家的价格稳定机制或补贴所抵消。无论如何，五月初，燃油价格的下降在某种程度上也缓和了这一因素所带来的风险。货币升值的预期（至少墨西哥、哥伦比亚和秘鲁的情况是这样的）、阿根廷经济活跃性的放缓以及委内瑞拉的价格控制也将部分抵消通货膨胀压力。与 2011 年的水平相比，这很可能可以为 2012 年的平均通货膨胀制造一个转折点（见图表 9）。

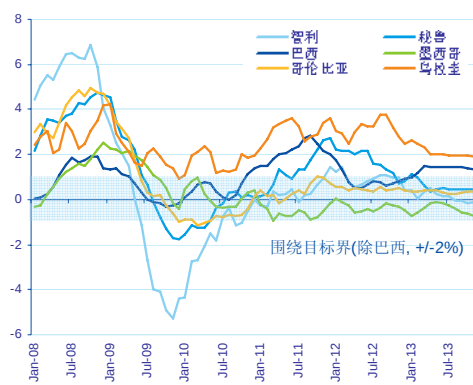
对于巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和墨西哥这些通货膨胀目标制国家，我们预计，2012 年年底，虽然这些国家中很多国家的通货膨胀会接近目标范围的上限值，但还是在央行所制定之范围以内（见图表 10）。对于智利和秘鲁而言-因其国内和外部压力较大，我们最近调高了对这两个国家的通货膨胀预期，我们预计，这两个国家 2012 年年底的通货膨胀分别为 3.4%（智利央行目标范围：2.0%-4.0%）和 2.8%（秘鲁央行的目标范围：1.0%-3.0%）。因为巴西第一季度出现了惊喜的表现，而且巴西在本年度伊始就改变了措施实施的方法，这两个因素都将抵消“比预期宽松”的货币政策的效应，因此，巴西之通货膨胀预期将保持在 5.4% 不变（巴西央行的通货膨胀目标范围：2.5%-6.5%）。最后，对墨西哥和哥伦比亚而言，主要由于其本年度至今的惊喜表现，因此这两个国家的通货膨胀预期将分别降低至 3.7% 和 3.4%（通货膨胀目标范围：2.0%-4.0%）。乌拉圭将是这一地区之通货膨胀不在目标范围之内的唯一一个国家：我们预计，乌拉圭 2012 年年底的通货膨胀将是 7.5%，远远超出目标范围 6.0% 的上限值。

图表 9
拉丁美洲国家：通货膨胀年度平均增长（百分比）



数据来源：BBVA 研究所

图表 10
通货膨胀目标制国家：通货膨胀与央行目标之间的差距（pp）



数据来源：BBVA 研究所和 Haver 数据

除巴西以外，对所有其他通货膨胀目标制国家而言，我们预计，其通货膨胀会在 2013 年降低，并将向其各个货币当局所制定之中间值靠近。对巴西而言，我们预计，其通货膨胀将保持在央行目标范围之内，但巴西近期之货币政策的灵活性显示，巴西可以容纳更高的通货膨胀。

除巴西之外，坚挺的国内需求部分地抵消了外部环境，并促使央行采取谨慎地紧缩取向

尽管外部经济较为疲软，但坚挺的国内需求、强劲的商品价格和对“通货膨胀将靠近其目标范围的上限值”的预期都将向上抬升对通货膨胀的风险平衡。因此，即便是国际背景显示货币当局并不完全反对降低官方利率，但是拉丁美洲国家的国内环境大都不允许采用更为扩张的货币政策。

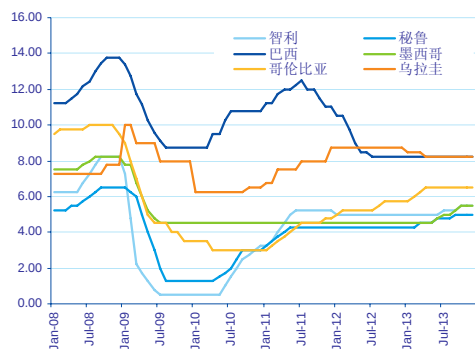
在这种情况下，我们预计，在未来几个月，墨西哥、智利和秘鲁央行将不会改变其基准利率（见图表 11）。对墨西哥而言，自 2009 年开始之官方利率的停顿将很可能持续至 2013 年六月份-到那时，外部风险的消失和健康的国内经济可能会促使官方利率上涨。尽管如此，我们认为，考虑到经济活跃性和通货膨胀方面的风险，央行的短期取向是赞成较低利率的。

与墨西哥相比，秘鲁和智利这两个国家处于较好的周期地位，由于这两个国家近期受到通货膨胀压力，因此，其向下的取向已经被翻转回来，变得较为具有限制性了。智利央行于 2012 年初降低了 25bp 的基准利率，我们预计，智利在近期不会采取相同的举措。

对哥伦比亚而言，在风险平衡方面，央行认为国内因素比外部因素的作用更为巨大。因此，哥伦比亚央行在第一季度调整了 50bp 的基准利率，将其调整至 5.25%。尽管哥伦比亚近期采取了较为中性的方法，但我们预计，其国内因素还将起主要作用，而且其将在 2012 年下半年宣布进行再次调整-下半年的调整将产生“促进经济放缓以及向潜在增长率聚敛”的效果。

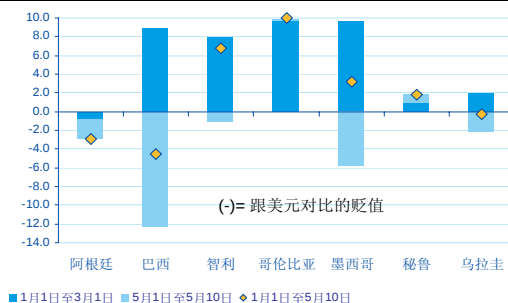
与这一地区其他国家之央行不同，巴西央行采取了极为不同的方法（见图表 11）。本年度，巴西央行继续实施其于 2011 年开始实施的货币宽松政策。因此，在当前的下行周期中，利率自 2011 年八月以来已经下降了 350bps。我们预计，未来两个月，利率还会下降 75bp，使基准利率处于 8.25% 的水平上-这是巴西历史上的最低点。也许巴西的周期性疲软可以部分地解释巴西货币当局的立场，但其“对通货膨胀明显较大的容忍度”和“其对永久性降低其较高利率的进一步关注”也是巴西货币当局之立场的原因。对于后者，我们应该注意到，巴西央行对储蓄账户采用了新的报酬计划-这一计划实际上为较低的基准利率（SELIC）做好了准备。

图表 11
通货膨胀目标制国家的政策利率



数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

图表 12
本地货币价值对美元的变化（百分比）



数据来源：BBVA 研究所...

2012 年剩余时间内，本国货币对美元很可能将继续升值

在很多情况下，央行暂停办理官方利率事宜，但经济当局却一直在用其他方法调整流动性状况-包括美元和本国货币，而没有恶化其汇率的升值压力。据此，秘鲁央行通过升高新索尔和美元的存款准备金率，来减少信贷市场的泡沫；哥伦比亚中央政府保持了其央行存款的高度平衡，为此，哥伦比亚央行宣布实施新的规则，即如有需要，将对外汇市场进行进一步干预。秘鲁和哥伦比亚货币当局的这种行为代表了一种明确的“消除促使其本国货币升值的压力”的反应：倘若不是因为大量的干预，本年度，新索尔的升值幅度将不仅仅是当前的 2%，比索的升值幅度也将大于 9%（见图表 12）。

对于智利和墨西哥而言，作为对全球风险规避消退的反应，本国货币依然坚挺（分别为 7%和 4%）。但是，与秘鲁和哥伦比亚这两国货币的坚挺相比，智利和墨西哥的货币在一月份出现升值，自一月份之后又保持相对稳定。

与拉丁美洲地区其他国家的货币相比，巴西雷亚尔的表现就大为不同了。巴西货币对美元不是出现升值，反而出现 4%的下跌。这一不同的表现是因为以下一个因素：即对资本流入的课税出现新一轮的增加，央行购买美元（由于近期通货膨胀的降低，央行的压力下降），货币政策比预期更为宽松以及实施新措施带来了风险。不考虑当局的干预立场，我们认为，巴西雷亚尔近期的疲软是因为巴西经济之乐观状态的消失-这符合巴西经济活跃性下降和巴西工业基地缺少竞争力的事实。

尽管拉丁美洲当局对较高的汇率存在担忧，但我们认为，对很多本国货币而言-包括墨西哥、秘鲁、哥伦比亚和巴西的货币，其在 2012 年剩余时间内对美元都将出现升值-至少在全球风险规避保持在可控状态的时候是这样的-我们在基线情境中也是这么预测的。

与此相反，我们预计，巴拉圭和阿根廷的货币将出现疲软。对巴拉圭而言，其货币疲软是因为“对农业出口造成重创”的冲击带来了贸易平衡的恶化，而对阿根廷而言，名义上，比索逐步疲软能够部分地抵消“高于这一地区之平衡水平”的通货膨胀率。

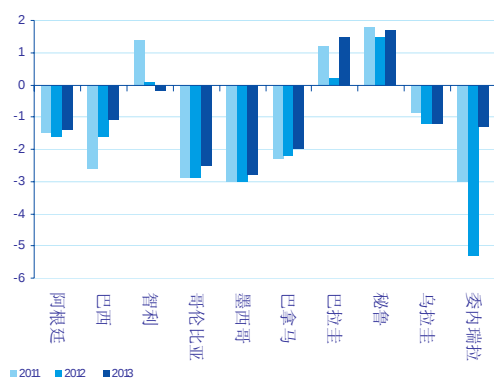
外部赤字-尤其公共赤字-仍处于可控水平

对这一地区的公共账户而言，目前宏观经济环境大体还是利好的-因为国家收入受到史上最高之商品价格和强劲的国内需求的支撑。除了巴西以外，公共赤字在 2012 年不会从去年的水平上出现大幅减少（见图表 13），对于这一地区而言，这仍是一个需要担忧的方面（见第 4 节）。近几年，巴西对债务的利息支付超过了国内生产总值（GDP）的 5%，因此，巴西利率

的降低对公共账号而言是个好消息。此外，降低公共赤字将会促进货币政策的进一步放宽，同时，将会降低市场利率。

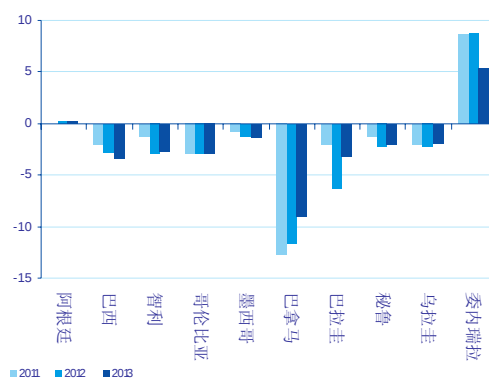
对于外部账户而言，保持稳定较高的商品价格对出口的刺激超过预期（巴拉圭除外，巴拉圭的农业出口出现急剧下滑），但强劲的国内需求是这一地区进口的主要动力。正如在我们的预期中所指出的，除哥伦比亚、巴拿马、阿根廷和委内瑞拉以外，后者的走向将造成这一地区其余国家之往来账户平衡的进一步恶化（见图表 14）。

图表 13
拉丁美洲国家：财政平衡（国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：BBVA 研究所

图表 14
拉丁美洲国家：经常账户平衡（国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：BBVA 研究所

当然，这种恶化是上述之国内需求增长和生产增长之间存在差异的必然后果。但是，与其他新兴经济体以及累积外汇储备相比，往来账户赤字大体将保持在相对可控的水平。同时，往来账户赤字在很大程度上将继续得到外国直接投资的融资。无论如何，这都不能使我们忽视降低“对出口商品价格进行突然修正”的脆弱性的必要性（见下一节）。

4. 善用顺风优势

拉丁美洲对外部不确定性保持弹性，并将继续降低其脆弱性

总体而言，拉丁美洲这一地区继续显示出“在改善脆弱性指标方面”的迹象。这一地区大多数国家的外汇储备得到继续增长，而财政和外部脆弱性保持在相对较低的水平。

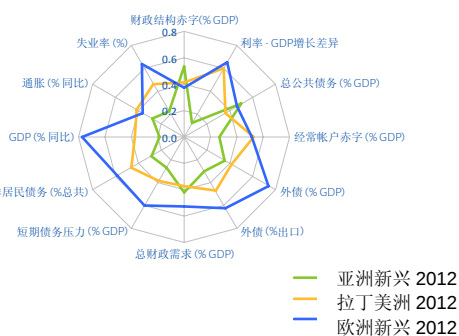
在财政方面，尽管在有些国家中，利率和国内生产总值（GDP）增长之间的差距对未来的债务动态构成极大的挑战，但财政赤字还处于可控水平，而且公共债务占国内生产总值（GDP）的比重得到减少。

由于往来账户平衡高于全球之新兴经济体的平均水平，而外国债务水平（与国内生产总值（GDP）和出口相比）较低，这为“处理资本流入的突然停止”提供了操作空间，因此，外部脆弱性同样也相对较低。

因此，拉丁美洲的脆弱性处于亚洲和欧洲之新兴经济体中间的水平（见图表 15），其中，外部赤字和顽强的通货膨胀是尤其需要注意的地方-第三节中也有这方面解释。这种可控的脆弱性在这一地区国家之稳定的信用评价中也有所体现（见图表 16）。事实上，从不同机构对这些国家的评级之不同“和“这些国家之主权信用违约掉期（CDS）显示的评级”可以看出，哥伦比亚、墨西哥和巴西等国家的信用评级在短期内可能会出现抬升。

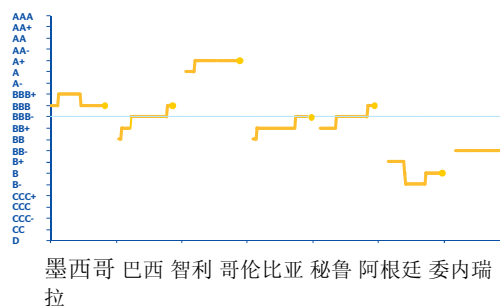
但是，还是需要强调一点，即利好的外部指标在很大程度上依赖于较高的出口商品价格，而且这是在“发达经济体之央行采取的适应性政策带来相对利好的外国融资环境”的情况下出现的。前述之所有因素都低于“这些处于扩张期国家”对操作空间的要求-此谓的操作能够保证这些国家可以承受商品价格之可能的暴跌和市场情绪转向的冲击。

图表 15
新兴经济体之脆弱性指标



数据来源：BBVA 研究所

图表 16
拉丁美洲主权评级（2007-2012）



* 主要 3 个信用评级机构平均。
数据来源：BBVA 研究所

拉丁美洲国家必须恢复其“货币政策缓冲和财政政策缓冲承受潜在新冲击”的能力。政策制定者的自满是主要的国内风险

拉丁美洲地区已经证明其可以利用危机前期累积的经济政策（包括货币政策和财政政策）空间进行操作，以保证可以处理全球之高度同步的衰退现象-例如 2008-2009 年的经济低迷。但是，既然外部状况已经得到稳定-尤其是欧洲以外地区，那么就已经到了“恢复缓冲能力，以缓冲可能源于很多因素（见下述之分析）之新的外部状况的冲击”的时候了。

在货币政策方面，通货膨胀目标制的央行一方面必须平衡“驾驭通货膨胀预期和强劲的国内需求”之间的需求，另一方面，央行必须平衡“减缓资本流入”和“依赖外部不确定性之影响”之间的需求。宏观审慎措施可能有助于阻止金融市场的过度行为-尤其是在短期资本流入量比较高的情况下。但是，还是很难对这些政策的成功和效力进行评测-这些政策的影响时效比较短，而且在任何情况下，都没有可以取代“针对各个国家之周期状况”的货币政策的方法。

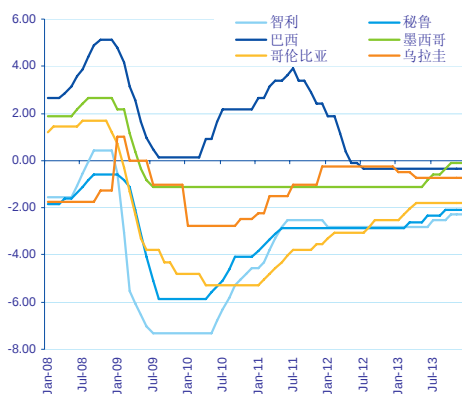
从这个方面来说，预期显示，未来几年内，尽管在一些情况下还需要进行进一步调整-尤其是在一些国家的通货膨胀率仍处于其央行之目标范围的上限值的情况下（见图表 10），但是，大多数通货膨胀目标制国家的利率都将接近其中性水平（见图表 17）。

尽管如此，财政方面还需采取新的举措-2012 年的财政赤字和公共开支虽然高于其危机前的水平，但仍处于可控水平（见图表 18），而且大多数国家的财政赤字和公共开支在本年度不可能出现减少。因此，很多国家需要停止其“应对 2008-2009 年全球危机”所实施的财政刺激措施，并将财政政策回归到较小的顺周期立场。此外，欧洲危机使财政信度的脆弱性得到凸显，这是这一地区近几年所取得的主要成就之一。最后，财政整合也将为货币政策之更大的灵活性铺平道路-货币政策的灵活性有助于降低利率，并损毁短期资本流入之诱因-这是巴西当前正在进行的事。

总之，这一地区受到利好的外部金融状况和改善的贸易条件的支撑，在这一时期，最大的内部风险在于当局的自满心理，这可能会长久地延迟对“克服市场情绪之任何可能的突变或外部冲击”之政策空间操作进行恢复的能力。

图表 17

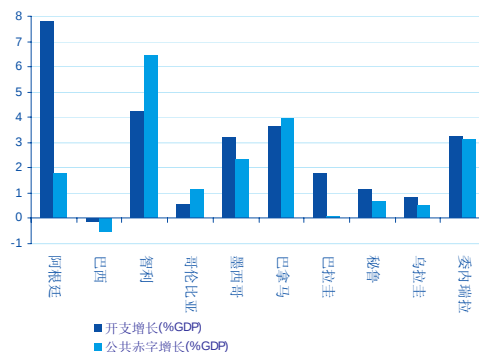
政策利率和长期名义国内生产总值（GDP）增长*之间的差距（pp）



* 接近央行通货膨胀目标加潜在增长率的和。
数据来源：BBVA 研究所

图表 18

公共开支和财政赤字的增加：2011 年 VS. 2006-2007 之平均值(国内生产总值 (GDP) 百分比)



数据来源：BBVA 研究所

欧洲经济危机的恶化可能带来冲击，这是当前最主要的全球风险

正如在第 1 节中所述，全球和这一地区的主要风险是欧洲经济危机之可能的恶化，其将对世界其他地区产生巨大影响。在这种情境下，金融压力和流动性压力都将上升。这可能带来贷款的急剧缩水，而且将引发欧元区的重大衰退。其对拉丁美洲的影响主要来自三个方面。第一，全球风险规避的大幅增加将引发当地风险溢价的增加，使融资成本增加，破坏资本流入，并使当地货币贬值。第二，商品价格和外部需求将会减少，其中包括这一地区的主要贸易伙伴，例如美国 and 较小程度上的中国。最后，商业信心和消费者信心将出现恶化。在这种情况下，个人投资将会是开支方面最受影响的部门-这种情况在 2008-2009 年危机中也曾出现，

尽管这种级别的外部冲击可能对当地构成负面影响，但是，这一地区有一些优势，使其可能能够较好地抵挡住这种冲击，并可能出现比在莱曼兄弟倒闭之后更好的状况。尽管与 2008 年相比（尤其在上述的财政方面），很多国家的可操作空间较小，但可以确定的是，新的冲击不会像莱曼兄弟倒闭事件一样突然出现。此外，2009 年所实施之稳定措施的经验 and 效力将有助于牵制信心的下滑，并可能避免出现国内恐慌。

另外一个可以缓冲源于欧洲的冲击的因素是，拉丁美洲的外国银行大多使用分散资金和流动性管理模型，在当地市场进行自我融资，这就意味着，拉丁美洲的外国银行在融资方面不依赖于母公司。同时，这些贷款方都受到其运营所在之各个国家的监督和规范，并受当地市场之存款保证基金的覆盖。尽管这种融资自主性降低了大规模流动性管理（规模效益）所产生了盈利潜力，但其优势在于，其能够起到自然防火墙的作用，并能够在发生动荡时降低“可能的去杠杆需求”所带来之撞击影响发生的可能性。

简言之，尽管外部环境的恶化可能对这一地区的经济带来重大影响，但是，与“发达国家的经济骚乱蔓延至这一地区”之上次危机中的情况相比，这并不构成一次危机。唯一的特例将是那些“进入国际融资较难，而且展开逆周期政策操作空间较小”的国家。

其他外部风险包括石油价格上涨、美国经济二次探底或中国经济突然减速。这些风险出现的可能性较低。

尽管除了欧洲危机的恶化之外，确实还存在其他方面的外部风险，但这些风险成为现实的可能性都较小。

这类外部风险首先包括石油价格之可能的突然上涨。尽管这是全球风险的另外一个方面（见表框 1），但其对整体拉丁美洲的影响将是最小的-尽管其对拉丁美洲各个国家的影响程度不同。无论如何，主要风险并不在于能源价格上涨所带来的直接影响，而在于其所造成的全球风险规避的增加和对这一地区之融资和其他出口商品价格的负面影响。

同时，美国是拉丁美洲非常重要的贸易伙伴，尤其对墨西哥而言。美国方面的风险主要来自美国复苏的内在脆弱性（根据历史记录，此次美国从衰退中复苏的速度比较慢），以及对“萦绕在本年度十一月份选举的政治瘫痪所造成的 2013 年财政的大幅紧缩”之预期。无论如何，我们的基线情境需要适度降低赤字，而不需要处理长期整合。

最后，南美地区在较高商品价格方面的弹性使其对“中国增速的突然降低”非常敏感。我们的基线情境并没有设想“中国会出现像在 2012 年第一季度之前出现的增长降低现象”，但由于欧洲不确定性的增加，其风险是确定向下的。历史上曾经出现以下风险，即欧洲需求疲软可能渗透，造成中国国内需求的减少，而这将影响日用品需求，并反过来对拉丁美洲造成影响。

框 1：较高的石油价格：中等的全球风险

2012 年石油价格出现上涨，这消除了其在本年度会逐步下降的预期。五月初期，每桶布伦特原油的交易价格是 120 美元，2012 年前几个月，石油价格一直在这一水平波动。尽管这些数据仍然低于 2008 年以美元计算之最高纪录（见图表 19），但其增加了对“其对某些经济体之影响”的担忧。

图表 19
扣除物价因素之石油价格（以 2010 年的美元计）



数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯

C 图表 20
石油市场缓冲：石油输出国组织（OPEC）闲置生产能力和经济合作与发展组织（OECD）库存量



数据来源：BBVA 研究所和 Haver 数据

石油价格之意外上涨的部分原因可能在于紧缩的供应和需求基本面。尽管全球经济出现轻微减速，但新兴经济体能够很好的抵制疲软的外部环境-其强劲的国内需求抵消了疲软的外部环境的影响。事实上，对“美国或欧洲复苏”之市场情绪的变化，使五月初的石油价格出现了向下的调整，这说明需求作用是价格变动背后的原因。

另一方面，一些主要生产区的问题对近几个月的供应造成了影响：也门和尼日利亚的社会动荡、苏丹南部的争议、南海的技术性供应中断、以及对叙利亚共和国的禁令。此外，利比亚石油尚未达到其内战之前的生产水平。

除这些因素之外，我们还应该注意，央行所提供之流动性的增加（尤其是欧洲央行两次长期拍卖）对石油价格的正面影响。

此外，市场也受到源自伊朗紧张局面升级之地理政治热点的冲击-在极端情境下，伊朗可能关闭通过霍尔木兹海峡的石油运输，这相当于全球石油产量的 20%和天然气产量的 5%（尤其是来自卡塔尔的液化气）。伊朗的核计划造成了紧张局面的升级，因此，欧盟禁止从伊朗进口石油，而且美国为打破伊朗石油储备和其金融系统之间的联系，实施了限制措施。

同时，处理“供应大量减少”问题的传统缓冲（原油储备和闲置生产能力）相对较低（见图表 20）。石油输出国组织（OPEC）的闲置生产能力近几年出现下降趋势，只相当于全球需求的 3%，与危机前的水平类似，而且其价格在不断上涨。若有需要，美国的战略储备可能会供应出大量石油，但对“美国是否有能力这么做（每天 50 万至 400 万桶供应量）”还存在高度不确定性。但即便是在最好的情况下，关闭霍尔木兹海峡将造成每天大约 1000 万桶的供应缺口。另一方面，与一两年前的水平相比，经济合作与发展组织（OECD）国家的储备（仅限于可获得之数据）也已大幅减少。

因此，伊朗为了报复可能针对伊朗核设施而采取的军事行动，而关闭霍尔木兹海峡，这种假设和当前缓冲较低的事实将会使石油的地理政治风险溢价增加至每桶 10-15 美元左右。这种风

险溢价在 2012 年大多数时间内都将存在，因此，在我们的基线情境中，我们假设，2012 年大部分时间内的石油价格是每桶 120 美元左右-与我们在二月份的情境相比，增长了 20%。

但是，这些价格只对全球增长产生适度影响，因此，发达经济体之央行很可能把这看做是暂时的冲击。而且，考虑到此周期的疲软和充足的松弛，它们不可能用紧缩的货币政策作为回应-这是从“受到石油冲击”到“出现较低增长”的传统传输渠道之一。

其对拉丁美洲的影响相对也是适度的。在增长方面，需要注意的一点是，拉丁美洲这一地区整体是一个小的石油净出口方，因此，石油价格对国内生产总值（GDP）增长的影响将是相对较小的（见图表 21），但各个国家受到的影响程度不同-对巴西、智利和秘鲁会产生相对较小的负面影响，而对哥伦比亚和委内瑞拉则会产生非常积极的影响。石油价格冲击的主要效应应将主要作用于通货膨胀方面，对那些通货膨胀目标制的国家而言尤为如此（见图表 22）。

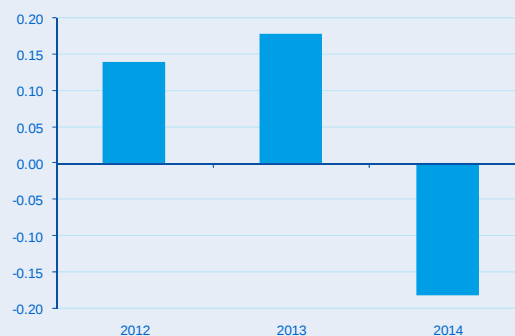
但是，倘若海湾地区的地理紧张局面升级，造成公开冲突的话，其对增长的影响将是不确定的。尽管按照目前与伊朗的谈判来看，发生公开冲突之情境的可能性很小，但其将引发石油价格的大幅上涨，而且尽管央行不可能对这种事件有所反应，但这种冲击所引发的全球风险规避的增加将对增长产生负面影响。

图表 21
石油价格暂时上涨 20%对拉丁美洲经济增长的影响（pp）



数据来源：BBVA 研究所

图表 22
石油价格暂时上涨 20%对拉丁美洲通货膨胀的影响（pp）



数据来源：BBVA 研究所

5. 附表

表1
GDP (% 同比)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	8.2	8.9	3.7	3.2
巴西	7.6	2.7	3.3	4.3
智利	6.1	6.0	4.2	4.7
哥伦比亚	4.0	5.9	5.0	5.2
墨西哥	5.5	4.0	3.7	3.0
巴拿马	7.6	10.6	6.0	6.2
巴拉圭	15.0	3.8	-0.5	4.9
秘鲁	8.8	6.9	6.0	5.7
乌拉圭	8.9	5.7	4.2	3.9
委内瑞拉	-1.5	4.2	3.9	1.9
拉丁美洲	6.3	4.4	3.7	3.8

来源: BBVA Research. *Forecast

表2
通胀 (% 同比, 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
巴西	5.0	6.6	5.3	5.9
智利	1.4	3.3	3.9	3.1
哥伦比亚	2.3	3.4	3.5	3.3
墨西哥	4.2	3.4	3.7	3.5
巴拿马	3.5	5.9	5.8	4.5
巴拉圭	4.6	8.3	4.6	4.8
秘鲁	1.5	3.4	3.7	2.6
乌拉圭	6.7	8.1	8.1	7.1
委内瑞拉	29.1	27.2	25.0	29.5
拉丁美洲	6.4	6.9	6.4	6.9

来源: BBVA Research. *Forecast

表 3
汇率(兑美元, 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	3.91	4.13	4.56	5.19
巴西	1.75	1.68	1.79	1.85
智利	510	484	488	500
哥伦比亚	1,899	1,848	1,763	1,760
墨西哥	12.63	12.44	12.77	12.23
巴拿马	1.00	1.00	1.00	1.00
巴拉圭	4,739	4,196	4,537	4,725
秘鲁	2.83	2.75	2.64	2.57
乌拉圭	20.0	19.3	19.7	20.2

来源: BBVA Research. *Forecast

表 4
利率 (% , 平均)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	10.11	13.34	13.57	16.08
巴西	10.00	11.71	8.85	8.25
智利	1.54	4.75	5.00	5.19
哥伦比亚	3.13	4.10	5.42	6.38
墨西哥	4.50	4.50	4.50	4.92
巴拿马	2.69	1.86	1.98	2.49
巴拉圭	1.46	8.55	7.07	8.50
秘鲁	2.06	4.04	4.25	4.69
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. *Forecast

表 5
经常帐户 (% GDP)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	0.8	0.0	0.2	0.2
巴西	-2.2	-2.1	-2.8	-3.4
智利	1.5	-1.3	-3.0	-2.7
哥伦比亚	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
墨西哥	-0.3	-0.8	-1.3	-1.4
巴拿马	-10.8	-12.7	-11.6	-9.0
巴拉圭	-3.7	-2.0	-6.3	-3.2
秘鲁	-2.5	-1.9	-2.3	-2.1
乌拉圭	-1.2	-2.1	-2.3	-1.9
委内瑞拉	6.1	8.6	8.8	5.4
拉丁美洲	-0.8	-0.9	-1.4	-1.8

来源: BBVA Research. *Forecast

表 6
财政平衡 (% GDP)

	2010	2011	2012*	2013*
阿根廷	0.2	-1.5	-1.6	-1.5
巴西	-2.5	-2.6	-1.6	-1.1
智利	-0.4	1.4	0.1	-0.2
哥伦比亚	-3.8	-2.9	-2.9	-2.5
墨西哥	-3.5	-3.0	-2.8	-2.8
巴拿马	-1.9	-2.3	-2.2	-2.0
巴拉圭	1.4	1.2	0.2	1.5
秘鲁	-0.3	1.9	1.5	1.7
乌拉圭	-1.1	-0.9	-1.2	-1.2
委内瑞拉	-3.1	-3.0	-5.3	-1.3
拉丁美洲	-2.4	-2.3	-2.1	-1.6

来源: BBVA Research. *Forecast

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.

This report has been produced by the Latam Coordination Unit:

Chief Economist

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Rodrigo Alfaro
+ 56 2 939 1198
ralfaro@bbva.com

Enestor Dos Santos
+34 639 82 72 11
enestor.dossantos@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@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
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
Maria Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.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

Global Interest Rates, FX
and Commodities
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 and + 34 91 537 70 00
Fax. +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com