

经济展望

拉丁美洲

2013 年第一季度
经济分析

- 随着全球金融紧张局势进一步得到缓和，上一季度，[全球经济状况继续改善](#)。
- 2013年，[拉丁美洲的经济增长率将从2012年的2.8%跃至3.6%，而2014年将跃至3.7%](#)。这一增长率将受到国内需求的支撑，并将逐步达到这一地区的潜在增长率水平。
- 2013年，除了墨西哥、哥伦比亚和巴拉圭，[这一地区其他国家的货币政策将继续保持不变](#)，从2014年开始，除了巴西和墨西哥的利率保持不变以外，这一地区其他国家将会降低货币政策的扩张性。
- [这一地区必须要妥善处理其在经济增长方面的利好局势](#)。必须努力降低对汇率的压力，同时密切关注资本流入所可能造成之国内剩余的状况。

目录

1. 摘要.....	3
2. 全球经济前景改善.....	4
3. 拉丁美洲：从2013年，经济开始恢复.....	5
列表 1. 第三轮量化宽松政策和欧洲央行的措施对拉丁美洲的影响	13
4. 拉丁美洲在处理这些利好局势方面所面临的挑战	15
5. 表格.....	18

1. 摘要

由于全球金融紧张局势-尤其是欧洲-进一步缓和,而且,为防止在美国出现“财政悬崖”而达成了暂时的协议,因此,上个季度的全球经济整体展望有所改善。2013 年,全球经济增长率将从 2012 年的 3.2%跃至 3.6%,2014 年将增长至 4.1%。但是,为了使美国和欧元区的形势继续得以缓和,拉丁美洲国家还将实施合适的政策。这将降低外部冲击出现的可能性,并将在其出现的情况下,减少其可能产生的影响

去年第四季度,拉丁美洲的经济增长率已经有轻微增长。巴西第三季度增长率令人失望,其第四季度的指标也比较低,与此形成对比的是,第四季度所观测的秘鲁、智利和墨西哥的固态数据-这些数据比预期好。阿根廷和哥伦比亚的下降幅度也比预期更为剧烈。即便如此,哥伦比亚的下降是暂时性的,并已经在本年度第一季度开始恢复。

因此,对这一地区 2012 年的预计增长率将从三个月之前的 3%下降至 2.8%。我们预计,其 2013 年的增长率将达到 3.6%,这与去年 11 月的预计类似,而且其 2014 年的增长率将达到 3.7%。我们预计,从本年度第一季度开始,拉丁美洲经济增长率将会出现稳定增长,尤其是在巴西的经济增长率有所改善的情况下-巴西以及阿根廷和哥伦比亚都注入了货币性和财政性刺激。2013 年,三个安第斯山国家的经济增长都将出现大幅增长,巴拉圭的经济增长将有所恢复,巴拿马的经济增长将继续保持其活跃。2014 年,这一地区的经济增长率将达到其顶峰(大约 4%)。

安第斯山国家和墨西哥的通货膨胀将保持稳定,但巴西的价格压力将会变大。2012 年底,部分地由于这一地区之食品和能源价格压力的降低,这些国家的通货膨胀还处于其目标范围之内。智利和乌拉圭除外-智利的通货膨胀一直低于目标范围,乌拉圭的通货膨胀尽管在近期有所下降,但高于官方目标范围。我们预计,除了乌拉圭以外,其他国家的通货膨胀在 2013 年和 2014 年都将保持在其各自的中央银行所设定的目标范围之内。我们预计,巴西的通货膨胀将保持在目标范围之内,因为其实施了降税政策,而且对管理价格进行了调控管理。

对大多数国家而言,不稳定的国际环境和国内需求的压力将继续存在,这将使各个国家的中央银行处于地狱边缘的状态。除了墨西哥、哥伦比亚和巴拉圭之外,预计 2013 年,其他国家的利率将保持稳定在当前水平上。从 2014 年开始,货币政策将变得不再那么宽松,巴西和墨西哥的情况尤为如此-因为这两个国家的利率将保持不变,而乌拉圭也是个例外-因为乌拉圭之下降的通货膨胀将可能促使利率的再次降低。

汇率将开始出现轻微上涨,促使金融紧张局势得到进一步缓和,并促使全球流动性的进一步增加。对于某些中央银行-尤其是秘鲁央行-其国内需求强健,且面临持续的汇率上涨压力,这将使央行面临日益严重的矛盾。

尽管我们预测外部平衡会出现轻微恶化,但是,由于国内需求稳健,因此财政平衡和国际平衡将继续保持在可控范围之内。对于财政平衡,这一地区的一个普遍趋势就是,财政平衡状况会有所改善,因为其受到稳健的国内需求和商品出口价格较高的支撑。

这一地区新的常态将以高增长和低脆弱性为特点,这将会增加很多国家在“应对利好局面”方面的困难。这一地区的国家必须设法缓和对外汇率上涨的压力,并同时关注因资本流入较大而可能造成的国内剩余。其中有一个可能的方法是加大宏观审慎措施,抵抗资本流入所产生的影响。另一个途径是利用资本流入的巨浪,将其引导至对基础设施类关键部门的直接投资方面,使用这一方法并不与第一种方法相冲突。利用这一良好时机来发展改革过程中的供应面也不失是一个良好的对策。

2. 全球经济前景改善

由于欧洲较低的金融紧张，美国为避免财政悬案达成协议和新兴经济体的强劲表现，全球经济前景正在改善

几乎所有经济体的信心指数都在上升，但是产出和支出数据显示增长有限。欧洲的金融紧张有所缓解，市场有限度的开始为欧元区外围国家提供融资。

三个因素导致了近来金融市场情况的改善(i)数据显示中国避免了硬着陆; (ii) 美国没有坠入财政悬崖，而且经济表现抵抗住了不确定性 (iii) 欧洲向着财政联盟前进，并且强化了保持欧元的决心。

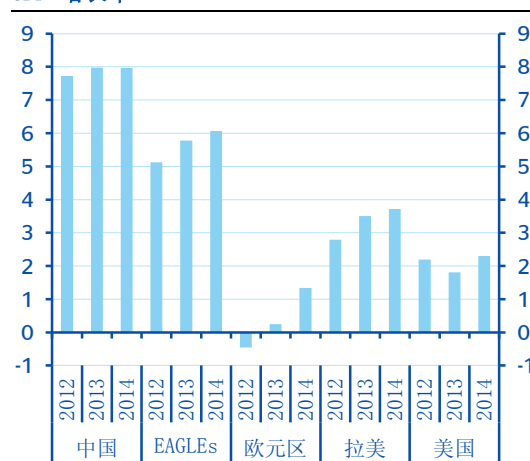
然而市场信心的改善并没有掩盖经济缺乏增长动力的问题，尤其在发达经济体。因此，全球经济会在 2012 年上涨 3.2%，2013 年 3.6%，并在 2014 年达到 4.1%，和我们 3 个月前的预测基本一致 (图 1)。在 2013 年，巴西经济的下调，和欧洲及美国基本情景不变，中国，墨西哥和一些拉美经济体将表现良好 (图 2)。

图 1
全球 GDP 增长率



来源：BBVA Research

图 2
GDP 增长率



来源：BBVA Research

只有欧洲和美国实施正确的策略，复苏才能够持续。美国需要不仅仅减少加税的立即影响，而需要驱散关于偿还债务的所有不确定性和财政巩固的负担如何分散。至于欧元区，管制方面的进展，尤其是银行联盟，必须持续，通过更多的协议和对现有协议的有效实施。

虽然正面的惊喜可能会出现，但是围绕在全球经济前景的不确定性依然维持高位。如果对于欧洲当局对提振欧元的决心有所怀疑的话，金融紧张的上升和信心的下降都会给增长带来负面效应。这些风险暂时被上年六月欧洲央行对于支持欧元的言论所支持。如果这些风险成为现实，稳定金融市场的新规定需要落实，但欧元区将在 2013 年继续收缩。如果美国没有达成对财政巩固和债务上限的协议，美国的风险也会显著增加。在这种情况下，全球经济会由于新兴经济体的表现得到一些支撑，在 2013-2014 年增长 2.5%-3%。此种风险情景相对于 3 个月前，发生几率缩小并且影响减弱。这主要收益于发达经济体实施的一系列正确措施，和新兴经济体的良好表现。

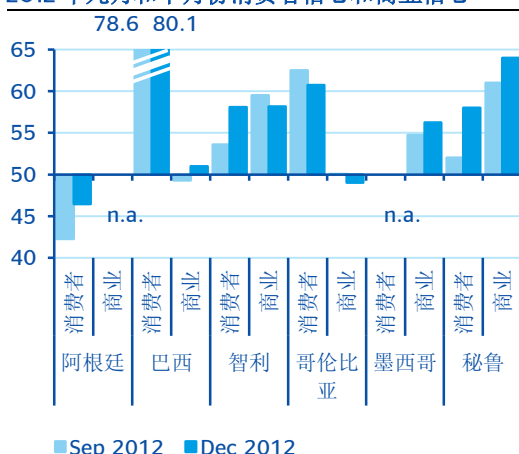
3. 拉丁美洲：从 2013 年，经济开始恢复

2012 年底，巴西、阿根廷，以及较小程度上的哥伦比亚的经济增长率均有所降低，但是，秘鲁、智利和墨西哥的经济增长率表现良好

全球局势在过去几个月的缓和意味着国家风险水平已经下降，而且大多数拉丁美洲国家之大量的资产价格在近一个月均有所上涨。尽管发达国家之增加稳定性的措施对拉丁美洲国家的经济政策造成挑战，但总体来说，这些措施对这一地区之国家还是产生了积极的影响（见列表，关于第三轮量化宽松政策对拉丁美洲的影响）。

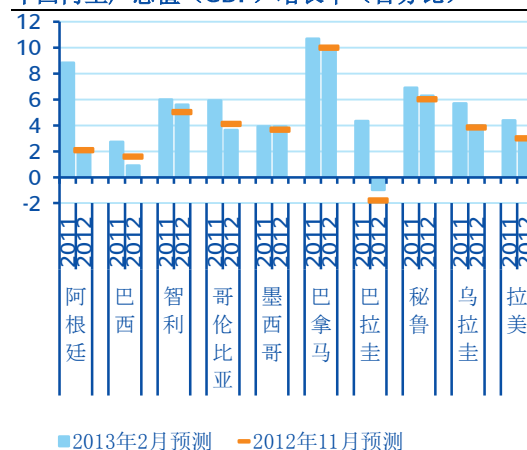
近期国际舞台出现的变化增加了这一地区较为开放之经济体在经济增长方面的信心（见图 3）。秘鲁、智利、巴拿马和乌拉圭的情况即是如此，我们已经将对这些国家 2012 年经济增长的预测调整为上升（见图 4）。

图 3
2012 年九月和十月份消费者信心和商业信心



* 超过 50 表示增加/乐观；低于 50 表示降低/悲观。最终可用数据：2012 年 12 月（阿根廷-消费信心；巴西-消费信心；巴西-商业信心；哥伦比亚-商业信心；秘鲁-消费信心；秘鲁-商业信心），2013 年 1 月，阿根廷-商业信心和墨西哥消费信心的（所有其他）的数据：不可用
数据来源：国家统计局和 BBVA 研究

图 4
2011-2012 年国内生产总值（GDP）增长率（百分比）



数据来源：国家统计局和 BBVA 研究

这些国家之另一个共同特征是，由于经济中消费者信心和公司信心整体上有所增长，因此，国内需求的增长率超过了 2012 年国内生产总值（GDP）的增长率（见图 3 和图 5）。通常来说，这些国家之强劲的增长不但与全球紧张局势的缓和有关，还与现有的环境有关-现有环境使其经济政策能够保持其扩张性。此外，还有一些长期因素也很重要，这些因素将会继续支撑这些国家的经济活动（信贷市场的发展、制度稳定、劳动力市场的发展和较高的商品价格），对墨西哥而言，其增长是受到下面这一因素的支撑，即，与巴西-甚至中国-相比，墨西哥近期的竞争力激增，而且其预期的经济改革将会增加墨西哥经济增长的潜力。

与这些国家之强劲的增长势头形成对比的是巴西和阿根廷的大幅度降低，对于巴西和阿根廷，我们预测，其 2012 年国内生产总值（GDP）远低于其 2012 年之前的水平，而且我们也不得不对“对巴西和阿根廷 2013 年的预测”进行向下调整-因为所观测到的上一个季度的数据比我们在三个月之前的预期要差。对于巴西和阿根廷，其盈余主要源于国内因素（对于阿根廷

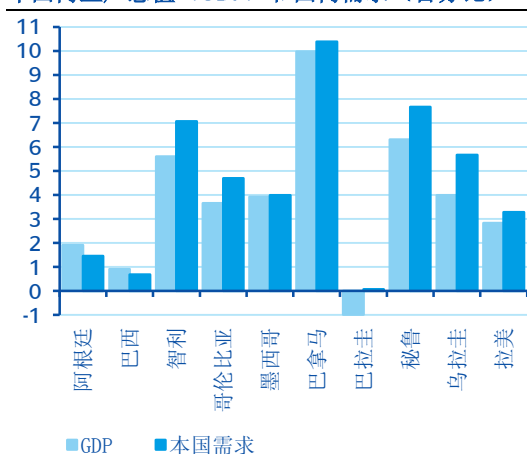
而言，其大豆价格较低且生产低于预期；对于巴西而言，其基于消费和信贷的增长模式已然有所耗损）而非外部因素。同样，由于这两个国家均属于南方共同市场，因此，这两个主要国家之间经济纽带尤其坚固，所以，我们认为，如果说“巴西的弱点与阿根廷的弱点有关”也无不可，反之亦然。

令人惊讶的一点是，哥伦比亚国内生产总值（GDP）近期出现下降，因此，我们将对 2012 年的增长率预期从 4.1% 调整为 3.7%，低于 2011 年所观测到的 5.9% 的增长率。尽管哥伦比亚的增长出现下滑，但由于其受益于“对这一地区其他国家有利好影响”的长期因素，而且哥伦比亚所处的环境允许其采取以增长为基础的政策，因此，哥伦比亚的增长率还是保持在相对比较高的水平上。

图 5

2012

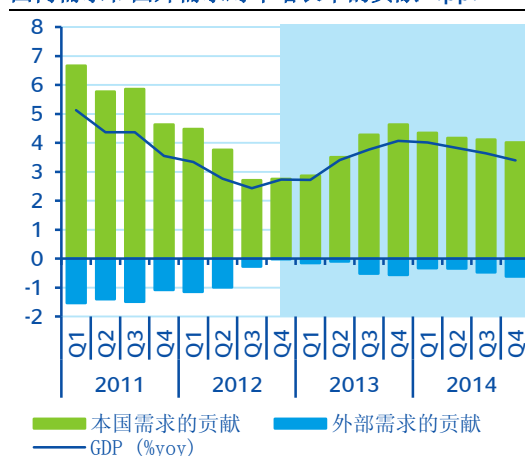
国内生产总值（GDP）和国内需求（百分比）



数据来源：国家统计局和 BBVA 研究

图 6

国内需求和国外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
数据来源：国家统计局和 BBVA 研究

总的来说，巴西和阿根廷的情况意味着，由于这两个国家出现负值盈余，因此拉丁美洲 2012 年的增长率被从 3.0% 调整到 2.8%。与 2011 年之 4.4% 的增长率相比，这一地区整体增长出现大幅降低。尽管 2011 年之 4.4% 的增长数据并非意味着，在全球较为具有挑战性的环境中，各个国家的增长率有较大程度的差距。

安第斯山国家和墨西哥之持续且相对较高水平的经济活力，以及巴西和阿根廷的复苏，将会把这一地区在 2013 年的增长率提高至 3.6%

根据我们的预测，拉丁美洲经济活跃性的下降应该在 2012 年第二季度结束。如图 6 所示，国内生产总值（GDP）应该已经见底回升，而且从今年第一季度开始应该会逐步恢复。最先恢复的将是巴西、阿根廷和较小程度上的哥伦比亚，这三个国家的增长都将比较强劲，除此之外，智利和秘鲁的经济增长也将出现持续性势头。巴西财政机关所采取之不断增加的刺激措施、工业库存的减少和全球紧张局势的缓和，这三个因素将决定其经济活跃性的逐步恢复。对阿根廷而言，其经济的恢复将与大豆的丰收和巴西之经济动力的增加（上述有关信心方面的数据意味着，巴西和阿根廷的经济会逐步恢复）密切相关。最后，对于哥伦比亚而言，其经济下滑的幅度略小于南方共同市场的另外两个国家，其个人消费的表现将会保证其今年国内生产总值（GDP）的增长。

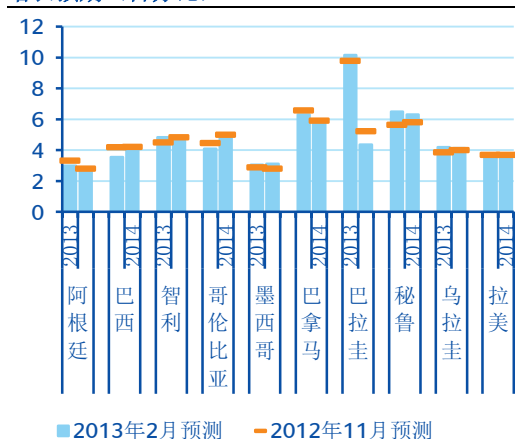
2012 年经济出现下滑的国家在 2013 年将会得以恢复，但智利和墨西哥的经济动力会有轻微下降。智利经济的下滑符合其“向潜在国内生产总值（GDP）的聚合”；墨西哥经济下滑很

大程度上是因为美国 2013 年的经济势头的下降。最后，我们之前所预测之秘鲁的经济下滑事实上不应该出现，因为其消费增长率和投资增长率均已出乎意料地出现上升的变化，因此其出现增长的可能性较大。因此，我们预计，在这种情况下，事实上，2013 年，秘鲁的增长将保持稳定，与其 2012 年的增长水平一致。

根据我们对这一地区之主要经济体国家本年度的表现之估计，并考虑到所预期之全球局势的改善-尽管改善比较缓慢，我们预计，这一地区 2013 年的国内生产总值（GDP）将增长 3.6%（见图 7）。这一增长还将受到以下因素的支撑，即大多数国家之活跃的国内需求（见图 6），以及较高的商品价格（见图 8）。三个安第斯山国家的增长（智利 4.8%；哥伦比亚 4.1% 以及秘鲁 6.5%）幅度较大，而且，一旦巴拉圭克服了干旱的影响，其经济也将恢复（10.2%），同时，由于对基础设施项目的投资较大，受这个因素的推动，巴拿马的经济也会出现复苏（6.3%）。

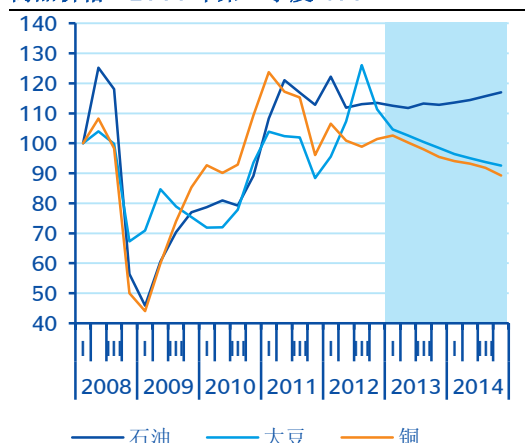
由于“对巴西、阿根廷、哥伦比亚和巴拿马的预期之向下的修订”被“对其他国家-尤其是秘鲁（从 5.6%到 6.5%）之向上的修订”所抵充，因此，与三个月之前的预期相比，我们对这一地区 2013 年的整体增长预期保持不变。

图 7
2013-2014 年国内生产总值（GDP）
增长预期（百分比）



数据来源：BBVA 研究

图 8
商品价格（2008 年第一季度=100）



资料来源：BBVA 研究和哈弗 Analytics

增长将会继续，2014 年，增长将达到这一地区的潜在增长率，即 4%左右

2014 年，这一地区的增长率将会接近其潜在国内生产总值（GDP）增长率，即拉丁美洲的国内生产总值（GDP）将会以 3.7%的速度增长，比 2013 年的预期增长率略高。2013 年，这种增长势头将继续受到大多数国家之强劲的国内需求的支撑。

由于足球世界杯的组织 and 总统选举，国内需求产生了积极（虽然暂时）的影响，在这样的国内环境下，私人投资得以恢复，因此，巴西经济活跃性将会出现大幅增长，并将在 2014 年达到 4%。

墨西哥 2014 年的增长将比较稳定，保持在略高于 3%的水平上。此外，由于其 2013 年之积极的政治安排，墨西哥可能会实施重要的改革（能源、竞争力、财政等方面），这可能会使潜在增长和可视增长有所增加。换言之，由于可能实行对总供给的改革，因此，我们对墨西哥中期和长期的预期存在正偏置。这一积极的趋势与对巴西之较为悲观的预期形成强烈对比，巴西之一系列的内部风险（急剧升降的通货膨胀、国家增长模式所带来之不稳定性和政府对经济的过度干预）可能会终结巴西的复苏过程。

对于这一地区的其他国家，其国内生产总值（GDP）的增长速度应该保持在高于 4.0% 的水平上，阿根廷除外-我们预计，阿根廷的国内生产总值（GDP）增长在 2014 年将低于 3.0%。哥伦比亚经济的复苏意义尤其重大，预计 2014 年其增长将达到 5.0%，而秘鲁将会保持其强劲的增长势头，增长率将达到 6.3%。

安第斯山国家和墨西哥的通货膨胀将保持稳定，而巴西的紧张局势将有所加剧

尽管巴西的经济活跃性的动力将继续远低于墨西哥和安第斯山国家-秘鲁和智利，以及较小成都的哥伦比亚，但巴西的通货膨胀趋向注定较高。

2012 年底，墨西哥和安第斯山国家，以及巴西（巴西的目标通货膨胀是 4.5%，高于其他国家所设定的水平）的通货膨胀均保持在目标范围之内（智利除外，其通货膨胀在 2012 年底已经低于目标范围）。尽管如此，在巴西所观测之物价趋势与其他国家大有不同（见图 9）。巴西去年下半年的物价奇高，但所分析之其他国家的通货膨胀在 2012 年底均有所下降。

我们认为，物价动态之所以存在差异，其原因并不在于这些经济体的外部因素，即 2012 年下半年所观测之食品价格的上涨。正如在上一版的拉丁美洲经济展望中所分析的，对于巴西而言，“食物组对官方通货膨胀指标”的影响并不高与其对其他国家的影响。事实上，巴西食品组的影响仅仅高于智利食品组的影响，而且几乎与对墨西哥的影响相同，且低于对哥伦比亚和秘鲁的影响。

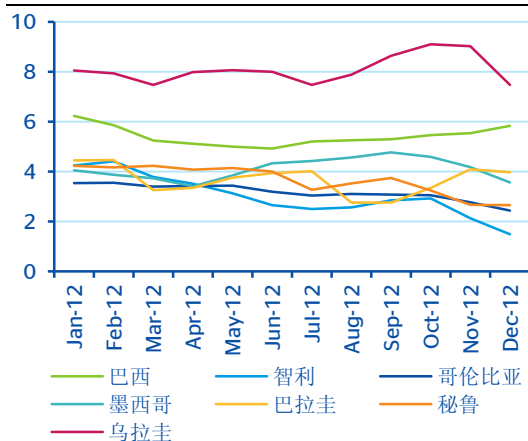
巴西与其他国家之间的差异是由其国家特有的因素造成的：尤其是 2012 年，与其他国家相比，巴西货币贬值幅度较大；巴西中央银行对通货膨胀之可感知的耐受性增加；而且巴西经济的指数化水平较高。还需注意，巴西劳动力市场仍然非常紧凑，这在一定程度上能够解释其 2012 年底的价格变化。

其他地方，除了汇率对国内价格产生了积极影响，而且严格遵守了通货膨胀目标，墨西哥和安第斯山国家的通货膨胀还受益于下列因素，即食品和燃油价格增加的逆转（智利、哥伦比亚和秘鲁）和规定价格（哥伦比亚和墨西哥）的逆转，以及对国内供应的积极冲击（哥伦比亚和墨西哥）和国内需求的降低（哥伦比亚）。

巴拉圭 2012 年底的通货膨胀也保持在目标范围之内，而乌拉圭的情况就有所不同了-尽管乌拉圭通货膨胀在年底出现下降趋势，且其实施了更为严格的货币政策。

图 9

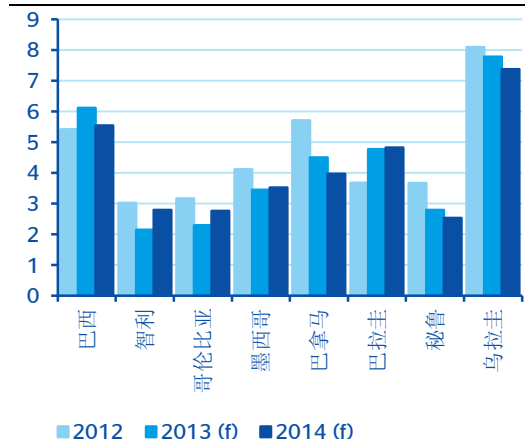
2012 年，设定通货膨胀目标之国家的月通货膨胀（年度百分比）



资料来源：国家统计局数据

图 10

年平均通货膨胀率（百分比）



数据来源：BBVA 研究

我们预计，2013 年，大多数国家都能遏制住通货膨胀，且大多数情况下会低于 2012 年的水平（关于这一地区设定目标通货膨胀之国家的年平均通货膨胀率，请参阅图 10）。

通常来说，我们预计，智利、秘鲁和哥伦比亚的通货膨胀将保持在 2.0%到 3.0%之间，墨西哥的通货膨胀将保持在 3.0%和 4.0%之间。对这四个国家之通货膨胀的预测低于三个月之前的预测-这在很大程度上是由过去几个月中出现的惊喜造成的。这一较低的通货膨胀有助于保持物价稳定，并有助于防止消费者购买力的下降和这些经济体国家之竞争力的下降。

尽管巴西采取了战略性措施应对管理价格，实施了减税措施，并增加了对汇率升值的忍耐性，但巴西之通货膨胀的压力在 2013 年将继续累积（以比之前所预期之更快的速度），尤其在今年的上半年，通货膨胀可能达到目标上限（6.5%）。

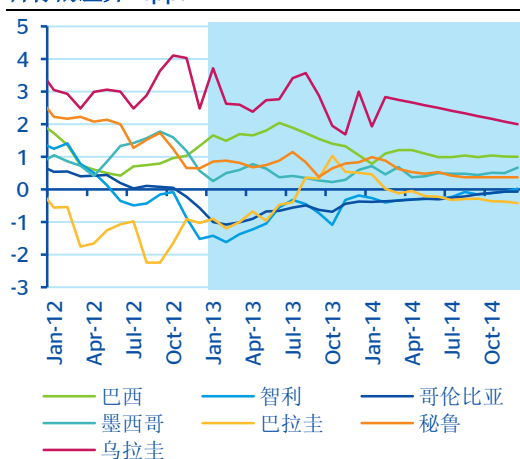
我们认为，巴拉圭之通货膨胀的上涨将与国内需求的大幅增加同时出现。我们预计，其 2013 年底，国内物价的上涨幅度将保持在 5.5%，也就是说，还处于巴拉圭货币当局的基准范围之内。尽管在货币政策可能再次强硬的情况下，乌拉圭设定的通货膨胀高于目标范围，但乌拉圭的通货膨胀可能会下降。

尽管如此，在整个 2013 年，“当地货币的预期升值”和“低于三个月之前之预期”的商品价格将有利于控制这一地区的国家的物价。

我们预计，2014 年，乌拉圭的通货膨胀将继续按照其缓慢、稳定的步伐被控制在目标范围之内。我们预计，通货膨胀会保持在“这一地区之具备目标系统的国家”所设定的范围之内。墨西哥、秘鲁和巴西将保持在其目标范围的较高水平上，对巴西这个特殊的国家，我们对通货膨胀的预期将保持向上的偏置。

图 11

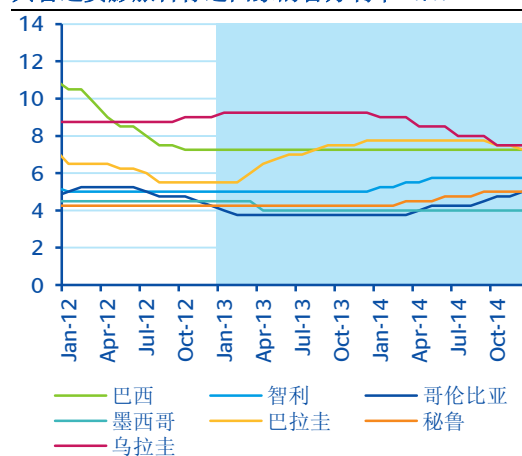
具备通货膨胀目标的国家：通货膨胀和中央银行目标的差异（pp）



来源：BBVA 研究和哈佛

图 12

具备通货膨胀目标之国家的官方利率（%）



来源：BBVA 研究部和彭博

2013 年，除了哥伦比亚、墨西哥和巴拉圭之外，货币政策将保持不变

秘鲁和智利的官方利率已经在一年多的时间内保持稳定，巴西官方利率保持稳定的时间也有几个月了，2013 年，在这三个国家的官方利率仍将保持不变。从 2012 年底开始利率出现上涨以来，乌拉圭的情况也是如此。

尽管预期这四个国家的货币政策今年将保持不变，但是，鉴于这一地区的中央银行承认全球紧张局势近期出现缓和，在这种情况下，其货币当局当前的立场非常不同。

对秘鲁而言，其中央银行的中立立场事实上仍然没有改变。尽管增长较快，且通货膨胀处于目标范围的上部，但考虑到提高货币政策利率会对秘鲁索尔造成额外的压力，因此，提高货币政策利率是不可能的。面临这种货币政策困境，最可能出现的情景是，货币当局继续提高法定存款准备金，防止经济过热。从 2014 年开始，将通过提高利率来规范货币供应情况，直至其实现中立的立场，到这个时候，就全球而言，货币宽松的程度也会降低。

近期，对于由强劲的国内需求引发的通货膨胀风险，尽管其通货膨胀的水平较低，但智利采取了稍微强硬的立场。因此，今年，这一较为具有限制性的势头必将稳步加剧，而且 2014 年初期，也将开始对利率进行调整，使其达到更加中立的水平。

巴西的中央银行近期承认，通货膨胀相关风险的数量减少，并采取了较为强硬的立场，这与“延期保持基准利率的措施”保持一致（2013 年和 2014 年）。未来几个月的通货膨胀压力将增大，考虑到存在“对巴西之较低增长”的担忧，这将迫使货币当局采取除了“提高参考利率”之外的更为严格的手段。

最后，在乌拉圭，货币政策利率在 2013 年底之前将保持不变-这促使实际利率被保持在积极的范围之内，并将促使通货膨胀保持在目标范围之内。

与这四个国家不同，墨西哥的官方利率在一年多时间内一直保持稳定，但随后，由于其通货膨胀出现下降的意外，核心通货膨胀低于 3%，且倘若墨西哥采取了其当前所讨论之改革，则其国内生产总值（GDP）将会以潜在速度增长，因此，墨西哥央行在几个月前改变了其中立立场。这事实上消除了基准利率在今年出现上升以及降低的可能性（我们认为第二季度将会出现降低的情况）。自此之后，我们预计，官方利率在 2013 年和 2014 年均将保持在 4%。

对于哥伦比亚，在近期几个月通货膨胀出现意外下降的情况下，中央银行仍然有将利率最终降低 25 bps 的空间。这一下降的情况将会因以下事件被加速，即对董事会两位新成员的任命-我们预计这两位新成员的立场偏向鸽派。通货膨胀进一步的降低将促使官方利率下降至 3.75%，比去年年中低 150 个点-去年年中经济活跃性的下滑意外开始为更加宽松的货币政策留出了空间。

与这一地区其他具备目标系统的国家不同，我们预计，尽管巴拉圭预期经济活跃性会有强劲复苏，但巴拉圭的货币当局将在今年宣布提高参考利率，以保证通货膨胀不会超出目标范围。

全球紧张局势的缓和、充足的外部流动性和对这一地区的稳定预期将保持拉丁美洲地区货币的稳健

去年，除了巴西雷亚尔之外，主要拉丁美洲经济体国家的货币的升值幅度均在 3.0%到 8.0%之间（见图 13）。主要原因是发达经济体国家经济疲软，全球流动性充足，在这种情况下，这一地区的经济动力增加，因此出现货币的升值。另外一个主要影响是全球紧张局势的缓和和商品价格持续保持在历史高位（见列表 1，关于第三轮量化宽松政策对拉丁美洲的影响）。

对于秘鲁和哥伦比亚，由于现行之降低压力而实施的宏观审慎措施，其货币也出现升值。巴西在第一季度也开始实施这一类型的措施，这就意味着雷亚尔的贬值，而非升值-这与这一地区其他国家之货币升值的情况相反。巴西货币的贬值与国内增长的大幅度放缓和不断增加的整体不稳定性也有关系。即便如此，对“通货膨胀和雷亚尔贬值量级（2011 年底，雷亚尔价值贬值超过 12.0%）”之不断增加的担忧造成这样一种结果，即巴西当局放慢了在年末采取控制资本的措施的步伐。

我们预计，2013 年，全球紧张局势有所缓和，而且国内增长势头保持稳定（哥伦比亚和巴西的增长势头还会出现加速），在这种情况下，对货币会造成升值压力。至少在秘鲁和哥伦比亚等国家，这些压力将决定是否采取进一步措施，来控制其货币的过度升值-包括延期实施提高利率的措施。

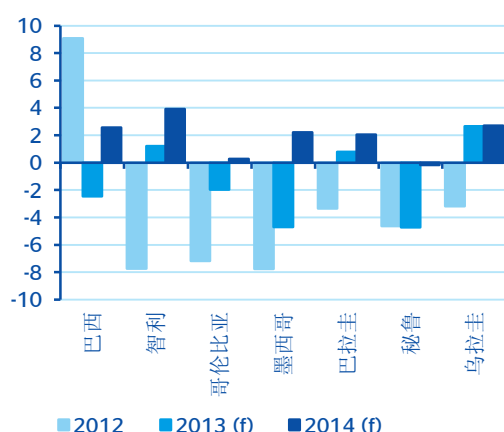
这一地区的大多数货币在今年均将升值，这与我们的预期一致（见图 13）-尽管升值的幅度（哥伦比亚和巴西大概是 2%，秘鲁和墨西哥大概是 5%）低于 2012 年所观测到的水平。

由于担心出现通货膨胀，所以不得不容忍巴西货币的轻微升值，但巴西当局很可能担心“进一步的升值会降低其出口的竞争力”。这事实上会限制“在强化雷亚尔方面所能做出的努力”。这一担心，以及对大豆价格下降的担心（大约 8%）会使巴拉圭瓜拉尼和乌拉圭比索出现小幅名义贬值（而非实际贬值）。最后，我们预计，智利比索会出现小幅贬值，与预期之铜价下降（大约 3%）的情况一致。

2014 年，考虑到拉丁美洲国家的通货膨胀率必定会高于发达国家的通货膨胀率，而且大豆价格和铜的价格会有所下降（均为 7%），那么，发达国家之不断进行的复苏和由于自然调整所带来之全球流动性的逐渐减少（即这些变化意味着，发达国家的货币较为坚挺，而不意味着当地货币较为疲软）就成为“这一地区之几乎所有国家的货币出现预期小幅贬值”的原因。

图 13

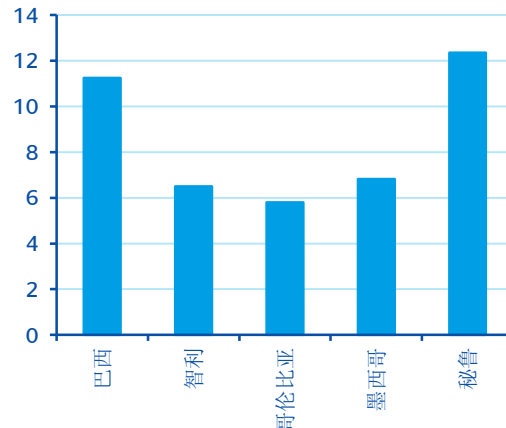
具有通货膨胀目标系统（%）
之国家的名义汇率对美元的变化*



*正值变化表明货币对美元的贬值
资料来源：BBVA 研究部

图 14

实际有效汇率的变化*
(%, 2012 年 1 月-2013 年 1 月)



*正值变化表明货币对美元的贬值
资料来源：BBVA 研究部

未来两年，某些国家的外汇结存会出现小幅恶化，而财政平衡会出现某种程度地改善

强健的经济活跃性会造成经常账户的继续恶化（由于进口增加），并会使财政状况得以改善（由于对税收的影响）。

我们预计，墨西哥、巴西和智利的经常账户平衡会出现明显恶化，但其仍将处于可控范围（见图 15）。尽管如此，由于预期增长的降低（巴西）和贸易情况的改善（墨西哥和智利），这三个国家之赤字的增加要小于三个月之前的预期。

对于秘鲁，其未来几年经常账户赤字将保持在 3.0%至 4.0%的水平上，预计其贸易状况会有所改善，而且出口量也会增加，这将带来逐步的调整。大豆收成的增长将会增加阿根廷经常账户盈余（至少在 2013 年是如此），并降低对巴拉圭经常账户的压力。由于气候状况的正常化，以及巴西和阿根廷需求量的预期增加，乌拉圭对能源进口依赖的降低将有助于降低其赤字。最后，尤需注意的是，由于巴拿马国内需求的减少，未来几年，巴拿马经常账户平衡赤字会出现健康性减少。

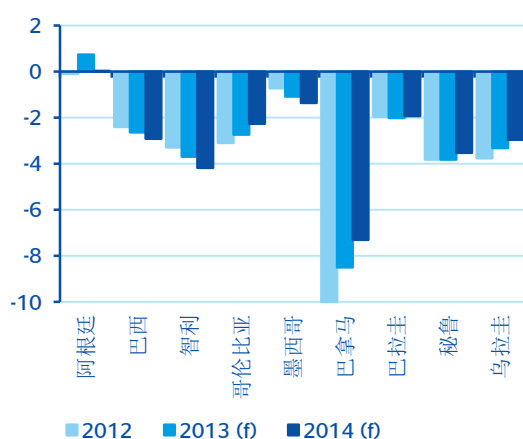
总体来说，实际有效汇率的升值（根据图 14 展示的数据，过去三年中，哥伦比亚的 6%到秘鲁的 12%）造成对竞争力的负面影响，和活跃的国内需求所决定之经常账户赤字的增加在未来几年还将继续。尽管如此，考虑到这一地区外商直接投资（FDI）之强劲的资金流入和当前国际储备水平，经常账户之赤字的增加幅度将保持在可控范围。

未来两年，公共部门的平衡整体上将有所改善（见图 16）。相对较高的商品价格。收成增加（阿根廷和巴拉圭）和支出减少（乌拉圭）-包括债务利息支付（巴西），以及这一地区之国家强劲的经济活跃性均将有利于公共部门平衡的降低。

与这一地区的整体趋势不同，我们预计，智利和秘鲁的财政平衡会出现小幅恶化。智利出现这种情况是因为铜价的预期下跌，而秘鲁是因为其决定对经济活跃性提供进一步支持。尽管如此，这两个国家的财政结果却是这个地区中最好的（并将一直是最好的）。

图 15

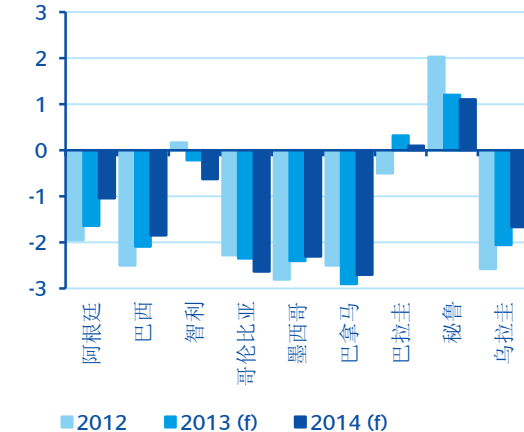
经常账户平衡（国内生产总值（GDP）百分比）



资料来源：BBVA 研究部

图 16

财政平衡（国内生产总值（GDP）百分比）



资料来源：BBVA 研究部

列表 1. 第三轮量化宽松政策和欧洲央行的措施对拉丁美洲的影响

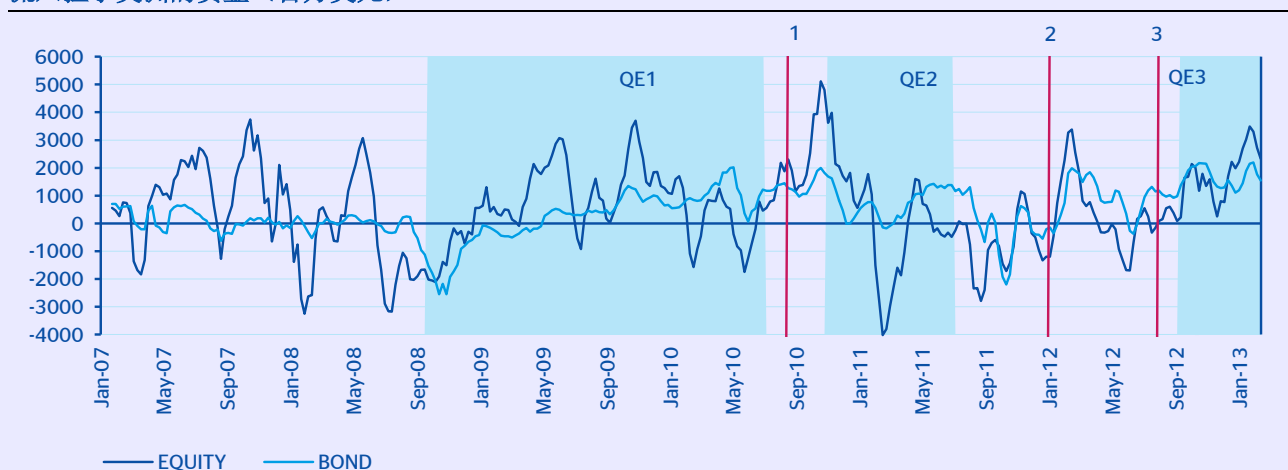
美国联邦储备委员会宣布实施新一轮量化宽松（第三轮量化宽松，QE3），这意味着对全球金融市场注入大量流动性。尽管美国经济增长继续疲软，而且欧洲国家经济仍处于衰退期，但大量的流动性将最终被具有高产出经济的新兴国家消化。

正如我们在 9 月的报告中所分析的，拉丁美洲是最受益于这一措施的地区之一。其影响可以从资本流入的增加中发现，也可以从商品价格和汇率波动幅度的增加中看出来。

从图 17 我们可以看出，与第一轮量化宽松政策和第二轮量化宽松政策不同，自从实施了第三轮量化宽松政策，而且从欧洲央行在 2012 年下半年采取了措施之后，流入拉丁美洲的资本流入量增加。这是因为这一地区现在的状况比之前好，其增长率几乎达到了潜在水平，而且若全球状况出现恶化的话，还存在实施反周期措施的足够空间。

图 17

流入拉丁美洲的资金（百万美元）



突出区域表示量化宽松时期

1：QE2 公布

2：欧洲央行 LTROs。

3：德拉吉暗示了拯救欧元的

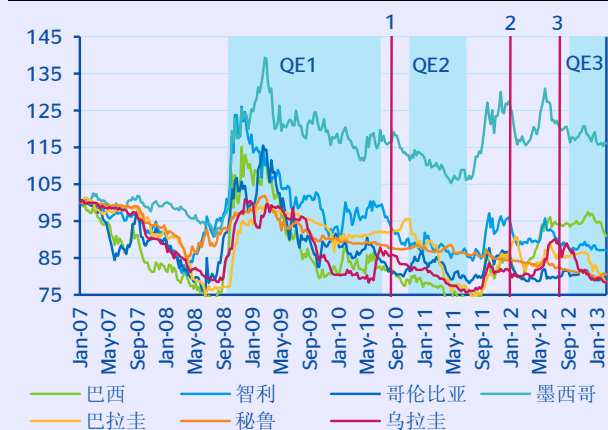
来源：BBVA 研究和新兴市场投资资金研究公司（EPFR）

如图 18 所示，最后两轮量化宽松政策—其实施之时，金融紧张局势比第一轮量化宽松政策实施时要缓和—

已经使拉丁美洲的货币出现升值。若对第二轮和第三轮量化宽松政策时期进行评估，则影响要大得多—在这两个时期，这个地区的美元也出现大幅升值。自从宣布实施第三轮量化宽松政策，直至今日，除了巴西、哥伦比亚和秘鲁，大多数国家均基本保持了不干涉外汇市场的政策。

对商品价格的分析要复杂得多。如果我们调整时标，自从杰克逊·霍尔（Jackson Hole）会议（对美联储干预的讨论由此开始）召开以来，价格就出现了上涨，尤其是铜的价格，以及较小程度上的石油价格。尽管如此，10 月中旬以来，价格出现下降趋势，而对财政悬崖的担心开始变得更加明显。由于第三轮量化宽松政策，大豆价格不存在任何上涨的压力；事实上，由于预期会出现大豆的丰收，因此全球大豆供应量将会增加，所以事实上大豆价格会下降。

图 18
汇率对美元*（2008 年 1 月=100）



突出区域表示量化宽松时期

1：QE2 公布

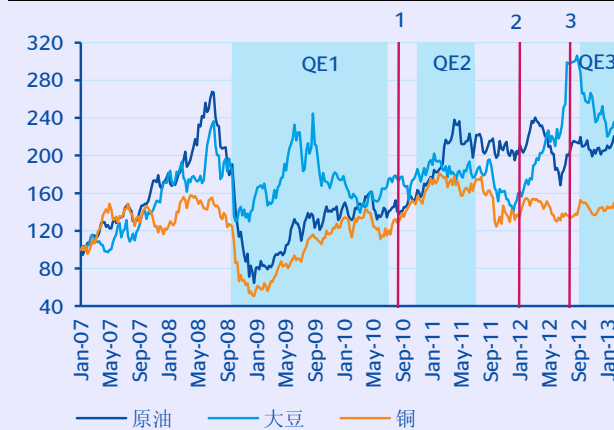
2：欧洲央行 LTROs。

3：德拉吉暗示了拯救欧元的资料来源：BBVA 研究部

从主权债券的发行可以看出另一个积极的影响，由于需求增加，且利率降低，包括通常不在国际市场上进行交易的国家在内的很多国家都有所受益。尤其是玻利维亚和巴拉圭。对于玻利维亚，其 2012 年 10 月发行的债券（首次是 90 年期限）让市场很是吃惊，因为对它的需求量是供应量的八倍之多，而且其利率是 4.875%—

这对这样一个特色国家而言已经是很低的利率了。对于巴拉圭而言，其 2013 年 1 月发行的债券（首次

图 19
商品价格（2008 年 1 月=100）



突出区域表示量化宽松时期

1：QE2 公布

2：欧洲央行 LTROs。

3：德拉吉暗示了拯救欧元的资料来源：BBVA 研究部

发行这类债券）情况也是如此，其需求量是供应量的十倍之多，而且其利率更低，4.625%—这对一个刚刚从衰退中兴起的国家而言很是意外。

对于那些对发行债券有更多经验的国家而言，其情况也是如此—

其利率低至历史最低水平，需求也远大于供应量。尽管存在全球危机，但这些国家的评级依然稳定—甚至智利的评级还有所改善，发行者们利用了这些国家的这段时期。

4. 拉丁美洲在处理这些利好局势方面所面临的挑战

这一地区之“新常态”的特点是比发达国家更高的增长率以及更低的脆弱性

目前来看，拉丁美洲是一个在危机中表现相当具有弹性的地区。其中期和长期的增长都很有潜力。危机（2003-2008 年）之前的平均增长率是 4.7%，而我们预计，其未来五年（2013-2017 年）的增长将达到 3.5%，接近我们对拉丁美洲的潜在增长率的预期（4%）。

但是，拉丁美洲的新常态不仅仅是其比发达国家更高的增长率，或者是拉丁美洲在没有出现较大问题的前提下克服了 2008 年全球危机。拉丁美洲的新常态还包括其他方面：其包括两个基本原则，即向发达国家的聚合和更小的脆弱性。

对于第一点，拉丁美洲在一段时间内一直在缩小与发达国家之生活标准的差距。例如，根据我们的预计，我们估计，拉丁美洲 2016 年的人均收入将会从 2003 年是美国的 23% 增长到 31%。尽管如此，这一聚合过程之最重要的方面是，拉丁美洲一直努力保持在正确的方向上，尽管出现 2008 年的重大全球危机，但即便在危机时期之最艰难的年份，人均收入的差距仍在缩小-这与之前全球危机时的情况有所不同。

对于这一地区的“新常态”之第二个需要指出的方面是，由于经济、政治和社会因素的支撑，拉丁美洲之经济活跃性的增加与脆弱性的降低同时发生。

从经济角度来看，外汇赤字和财政赤字均已降低到可控水平，通常来说是国内生产总值（GDP）的 3%。此外，外债和国债也已经在逐个降低，其中，国债部分中增加了以当地货币计价的国债比例。同时，金融发展也有所提高（例如，在秘鲁和智利，信贷占国内生产总值（GDP）的比率在过去 10 年中增加了超出 10 个百分点），但还没有在金融系统的稳定性和健康性之间找到平衡，其不良贷款率（NPL）处于控制之中，但资本化水平很高。在全球危机时期，银行系统是力量的源泉，而非促使国际危机延期的机制-1998 年危机时其扮演的是后者的角色。最后，这一地区的大多数国家都对审慎的经济政策进行了巩固，这对实施反周期财政和货币措施流出了空间。加之其坚持实行灵活利率，这些足以形成应对国外危机的缓冲。

在政治方面，之前，这些国家之“进口替代”的方式很是失败，而且军政府在处理初期留下的不平衡方面也很无力，作为应对之策，这一地区的大多数国家均通过“在 20 年时间内的“民主化”过程”提高了其制度上的稳定性。

从社会角度来看，我们不能低估增长和制度稳定对中产阶级大量增长的积极作用-2010 年，中产阶级的数量从 2000 年的 1 亿增长到 1.5 亿。这意味着，现在拉丁美洲的中产阶级的人数与低收入人群的人数一样，但十年之前，低收入者的人数比中产阶级人数多 2.5 倍。同时，中产阶级人数的增加，毫无疑问，促进了改革的进程，并作为机会的来源促进了向市场经济的进军。因此，中产阶级的崛起有助于巩固改革，并对平民主义和非正统政治形成牵制，增加中产阶级人数对这一地区很多国家而言是良性循环，同时有助于人均收入的提高。

尽管现在的脆弱性有所降低，但当局不可忽视的风险还有两类： 一个是外部周期性风险，例如来自国外的冲击...

中国的增长加快，美国就财政悬崖签署了局部协议，欧洲央行实施了直接货币交易（OMT）项目，考虑到这三个因素，我们认为，全球经济正在努力避免出现系统性风险，而且我们可以推测，市场的情况也能部分地支撑这一观点。但是，这三个地区（亚洲、美国和欧洲）却构成了“可能影响拉丁美洲之外部冲击”的风险来源-尽管其发生的可能性对三个地区而言有较大差异。

尽管美国避免了财政悬崖，但美国的政治家们仍然要就一些主要事项-例如自动开支削减和债务限额-达成协议。其中的任何一件事都可能使这一过程偏离正确方向。而且，即便美国的政治家们确实签署了协议，美国 2013 年的财政政策依然会变的更为紧缩。如果不签署协议，美国就只能实行更为严格的财政政策，从而使美国的增长率变为负值。尽管房地产部门正在恢复，但去杠杆化过程仍然在发挥着主要作用，而且外国部门还不是很活跃。

在欧元区，尽管有迹象表明，经济机构的信心有所增长，而且尾部风险（非常不可能，但具有极大的消极影响）已经有所降低，但经济活跃性数据还不足以支撑其在金融市场的改善。尽管如此，周边国家仍然处于衰退状态，被财政整顿和金融状况所羁绊。如果外部部门和出口能够推高国内生产总值（GDP），有些经济体国家将仍然要继续面对去杠杆化过程和财政紧缩状况。尽管新的制度框架限制了潜在风险发生的可能性和其影响力，但金融紧张局势仍可能因为别的原因而再次出现-例如，欧盟周边国家未完成财政目标，这将带来更大规模的财政整顿。反过来说，尽管如有必要欧洲央行似乎会准备进行干预，但若欧元区核心国家和周边国家就干预条件存在潜在的不一致意见，这就构成了可能之不稳定的源泉。其他因素的作用也会比较大，例如塞浦路斯之紧急救助计划（还未最终确定）的细节或某些欧洲国家的选举等政治事件。如果由于这其中一个或几个因素的影响，而使得金融紧张局势进一步加剧，则欧元区经济在 2013 年可能仍处于衰退状态中。

最后，对中国短期经济的展望可能已经变得很明朗。在增长似乎开始上升时，新政府会致力于可持续性增长，这就是说，中国的新政府明确表明会使用足够扩张的经济政策。

尽管与三个月或六个月之前相比，（因为，“欧洲央行准备干预”的态度使欧洲危机的影响变得较为具有可控性），这些风险情景出现的可能性小得多，但是，如果这两种风险均出现的话，我们预计，全球经济将会比基线情景低几乎一个百分点-远低于其历史平均水平。

尽管存在上述之情况，但拉丁美洲拥有足够的缓冲器，可以通过灵活的汇率、充足的国际储备、减少了的国债和外债以及宏观经济政策的可信性，降低来自国外的最终冲击所造成之影响。此外，这一地区的大多数国家在货币和财政方面均拥有实施反周期经济政策的空间（尽管 2008 年危机时的可操作空间较小，但目前的可操作空间已然足够）；因为没有必要对金融系统进行去杠杆化过程，因此，也存在容纳更多资本流入的空间。因此，来自发达国家之外部冲击的影响不可能被完全排除，但这对这一地区的大多数国家而言并不意味着衰退的到来。

...或者低风险型高速增长的影响他：如何应对这种利好局势

这一地区另一个周期性风险是高增长和低脆弱性，对于这一风险，我们在前面已有所提及。从 2007 年开始，这一地区的增长率将比发达国家高四倍。展望未来，当前危机过后，拉丁美洲还将以至少是工业化国家两倍的速度增长。这就是说，倘若我们考虑到将“发达国家之扩张性货币政策”加至这一利好的增长差异中的话-这将促使增加的全球流动性在其他地方寻求回报，例如新兴经济体国家，拉丁美洲现在对国际投资者而言很具有吸引力。

面对亚洲-尤其是中国-不那么灵活的外汇开放度和较小幅度的金融开放度，流入拉丁美洲的资金流入量已经获得不成比例的增加（见列表 1）-拉丁美洲的汇率更为灵活，而且金融账户更加开放。这也是“如何应对利好局势”这一问题的所要考虑的一部分：即如何寻找方法，减

轻汇率升值压力，并同时提防由短期投机资本流入可能造成的国内过剩。简言之，这一地区面临的问题就是巩固新常态，使这一地区继续保有低风险高增长的状态。

对于这一挑战，有两个可能的解决方法：抵制资本流入的影响，或者像柔道一样，利用其势头，将其归导至你的有力条件中。

因此，对资本流入的影响保持更具弹性的方法之一就是增加对宏观审慎措施的使用，这一地区的很多国家已经使用了这一方法。尽管其在理论上是有效的，但我们必须记住，这种方法仍处于试验阶段，而且几乎不存在能够支撑其效果的证据。因此，这仅仅是替代货币政策的一种具有风险而又不恰当的方法。如果一个国家试图通过这种方法，停止部分影响，也是很自然的，但是，最需要记住的恐怕是，有些宏观审慎措施本身就会冻结金融发展过程，考虑到拉丁美洲国家的特点，拉丁美洲金融部门的渗透性非常低，因此，从长期来看，这好像拉丁美洲这样的地区而言是事与愿违的。

应对全球货币扩张的另一个方法是利用其势头，将其看做一个机会；换言之，利用欧洲危机（通常是发达国家）的杠杆作用，将其利用到本地区的有利条件中；首先，尽量利用良好的国际金融环境，支持这一地区之对“长期增长至关重要”的部门的直接投资，例如基础设施；第二，利用这一“好时光”提供的较低弹性，进一步发展改革进程，并因此提高生产力和供应量，促使国内需求增长的稳定。当然，与第一个处理利好局势的方法不同，第二个方法要求银行系统和金融市场的发展，其能够对长期增长起到自然中介机构和支柱的作用。

但我们也必须为处理结构性风险做好准备

最后，我们不仅仅要对周期性风险做好准备，还必须考虑存在这一地区之若隐若现的结构性风险。尤须指出，墨西哥和中美洲国家必须勇敢地面对“美国之基于私营部门消费和杠杆作用的增长模式已然无力”的现实。在南美洲，“基于国内需求和较高的商品价格”的增长模式也变得很无力，这也是风险之一。其结果可能是将潜在增长降低到当前之4%的水平以下。同时，这些担忧对于巴西而言尤为突出，巴西很可能太关注“实施需求导向型政策”，以促进增长。但是，这一地区其他国家的情况也很类似。

需要怎么样来处理这类结构性风险呢？拉丁美洲必须向内部探究，发展生产力，增加储备金，并因此增加潜在增长。因此，很有必要在五个可能的方面实施供应面改革：（1）进行财政改革，扩大课税基础，降低扭曲性税收，增强“税收系统很公平”的感觉，并改善开支质量；（2）进行劳动力市场改革，增加正式性和流动性；（3）进行监管改革，并实现产品、服务和生产要素市场竞争力的实际增长；（4）提供更公平的机会和社会流动性，刺激对实物资本和人力资本方面的个人投资，强化国内市场发展；以及（5）投资实物资本和人力资本，尤其关注基础设施和对教育及健康医疗的公共投资。

尽管如此，拉丁美洲地区的眼界不应该仅限于其边界之内，而应该进一步融入到其余的世界中，走到其现在通过商品出口所建立的关系之外。在这方面，墨西哥通过增加其在全球生产链上的参与度，在实现其潜能方面已经取得了很大进步。在“尤其是考虑到上涨的运输成本”之后，拉丁美洲整体都需要利用其靠近主要市场的优势。因此，签署一个紧密的自由贸易协定是至关重要的，太平洋同盟就是一个很好的例子。作为意外的收获，“增加商业上对主要发达市场的开放度”可能会抵消由“发达国家之宽松的货币政策”带来的外国货币战争所产生的影响。

5. 表格

表 1
GDP (% y/y)

	2011	2012*	2013*	2014*
阿根廷	8.9	1.9	3.0	2.8
巴西	2.7	0.9	3.6	4.0
智利	6.0	5.6	4.8	4.8
哥伦比亚	5.9	3.7	4.1	5.0
墨西哥	3.9	3.9	3.1	3.1
巴拿马	10.7	10.0	6.3	5.9
巴拉圭	4.3	-1.0	10.2	4.4
秘鲁	6.9	6.3	6.5	6.3
乌拉圭	5.7	4.0	4.2	4.1
拉美	4.4	2.8	3.6	3.7

*预测

资料来源：BBVA 研究部

表 2
通胀 (% y/y, 平均)

	2011	2012	2013*	2014*
巴西	6.6	5.4	6.1	5.5
智利	3.3	3.0	2.1	2.8
哥伦比亚	3.4	3.2	2.3	2.8
墨西哥	3.4	4.1	3.4	3.5
巴拿马	5.9	5.7	4.5	4.0
巴拉圭	8.3	3.7	4.8	4.8
秘鲁	3.4	3.7	2.8	2.5
乌拉圭	8.1	8.1	7.8	7.4
拉美	6.8	6.2	6.7	6.4

*预测

资料来源：BBVA 研究部

表 3
与美元汇率，平均

	2011	2012	2013*	2014*
阿根廷	4.13	4.55	5.42	6.56
巴西	1.68	1.96	1.97	2.01
智利	484	486	473	496
哥伦比亚	1,848	1,798	1,758	1,749
墨西哥	12.48	13.15	12.56	12.37
巴拿马	1.00	1.00	1.00	1.00
巴拉圭	4,188	4,417	4,196	4,373
秘鲁	2.75	2.64	2.51	2.42
乌拉圭	19.26	20.25	19.56	20.09

*预测

资料来源：BBVA 研究部

表 4
利率 (%，平均)

	2011	2012	2013*	2014*
阿根廷	13.34	13.85	15.39	16.85
巴西	11.71	8.46	7.25	7.25
智利	4.75	5.00	5.00	5.63
哥伦比亚	4.10	4.94	3.77	4.27
墨西哥	4.50	4.50	4.13	4.00
巴拿马	1.86	1.52	1.77	2.33
巴拉圭	8.49	6.00	6.81	7.67
秘鲁	4.04	4.25	4.25	4.69
乌拉圭	7.69	8.81	9.25	8.25

*预测

资料来源：BBVA 研究部

表 5
经常帐 (% GDP)

	2011	2012*	2013*	2014*
阿根廷	-0.1	-0.1	0.7	0.0
巴西	-2.1	-2.4	-2.6	-2.9
智利	-1.3	-3.3	-3.7	-4.2
哥伦比亚	-3.0	-3.1	-2.7	-2.3
墨西哥	-0.8	-0.7	-1.1	-1.4
巴拿马	-12.6	-10.0	-8.5	-7.3
巴拉圭	-1.0	-2.0	-2.0	-1.9
秘鲁	-1.9	-3.8	-3.8	-3.5
乌拉圭	-2.9	-3.8	-3.3	-3.0
拉美	-1.0	-1.4	-1.7	-1.8

*预测

资料来源：BBVA 研究部

表 6

财政平衡 (% GDP)

	2011	2012*	2013*	2014*
阿根廷	-1.6	-1.9	-1.6	-1.0
巴西	-2.6	-2.5	-2.1	-1.8
智利	1.3	0.2	-0.2	-0.6
哥伦比亚	-2.9	-2.3	-2.3	-2.6
墨西哥	-2.6	-2.8	-2.4	-2.3
巴拿马	-2.3	-2.5	-2.9	-2.7
巴拉圭	0.7	-0.5	0.3	0.1
秘鲁	1.9	2.0	1.2	1.1
乌拉圭	-0.9	-2.6	-2.1	-1.7
拉美	-2.3	-2.6	-2.1	-1.9

*预测

资料来源：BBVA 研究部

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/CorporateGovernance)，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 Latam Coordination Unit:

Chief Economist for Latam Coordination

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Miguel Poblete
miguel.poblete.contractor@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuate@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

BBVA 研究部

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
apuate@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Mexico
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.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

联系方式:

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