

经济展望

西班牙

2012 第四季度
经济分析

- 自 EMU 宣布措施之后，欧元区解体风险减退。
- 欧洲借贷国之间需要一个可信、有效和持久的政治协议。
- 西班牙：衰退持续，但颓势在第三季度减缓。
- 向可持续性发展：财政措施效果隐现，但经济衰退给实现预算赤字目标带来阻力。
- 对结构性改革的需要比以往更加紧迫。

目录

社论.....	3
欧元区需要稳定：“不惜任何代价”	5
西班牙经济增长前景：衰退将在2013年继续.....	9
框1. 西班牙金融体系的结构重组.	18
框2. 提升生产力：一项重大挑战.....	19
框3. 从全球角度看房地产危机和房价	21
框4. 出口占比、实际有效汇率和西班牙泡沫	22
财政大幅调整，但目标恐难实现.....	24
表格.....	28

截稿日期：2012 年 11 月 2 日

1. 社论

西班牙经济活动和就业数据继续调整，这个过程可能将持续到 2013 年上半年。虽然第三季度经济下滑程度小于三个月前的预期，而 EMU 的表态也极大的降低了欧元区解体的风险，但是短期的经济展望依然暗淡。此外，市场担心政府能否实现 2012 和 2013 的财政赤字目标，同时又对西班牙向 ESM 和 ECB 请求援助后所面临的制约性（特别是财政限制）产生怀疑，这对 2013 年的经济增长构成风险，其影响程度现在难以预测。

正如我们已经看到的，西班牙较高的风险溢价说明金融市场已经认为欧元区解体的可能性极大。近几个月所采取的政策已经帮助市场减少恐惧，使得西班牙公共部门所支付的利率大幅降低。我们也看到国外投资者对政府债券的需求在增加，而私人债务市场也重新开始复苏。欧洲正在努力推动银行与财政联盟，而核心问题在于欧元区国家之间所达成的协议能否建立一个可靠和持久的政治互信，而其根本就在于要建立有能力解决欧洲现有问题的机构。统一的银行监管机构、ESM 对金融体系的直接注资、建立有权否决欧元区国家财政预算的权威机构，这些都是获得市场对欧洲信心的必要（但不充分）条件。

过去三个月的经济指数显示西班牙的经济仍在衰退，但是衰退幅度小于之前预期。虽然对此支持的信息还不充分，但还是可以找到一些解释的原因：首先，于今年第二季度开始实施的“供应商支付计划”的影响比预期要强。但鉴于这只是一个暂时性的措施，而且资金流动性问题在多个自治区存在，这个积极影响只是暂时的。此外，尽管主要贸易伙伴的经济出现恶化，但西班牙的出口仍呈现积极态势。不仅到欧洲国家的出口下滑在减缓，而且到新兴国家的出口在增加。即便是在近期如此不利的市场环境下，西班牙都能够有如此积极的表现，可见一旦国内需求企稳回升，我们将会看到西班牙经济再度增长，并且这个增长会相对较快。最后，政府已经公布了一个影响广泛的立法进程表，旨在消除那些一直以来阻碍西班牙经济竞争力发展的瓶颈。现实证明，建立一个可靠的发展路径来支持未来增长的条件已经成熟。

与此同时，如果财政措施不如预期严格，市场对经济前景的判断可能不会如想象中那样乐观。事实上，虽然削减公共开支的主要措施已经展开，但因为财政收入也在减少，所以西班牙政府似乎难以实现 2012 年的赤字目标。尽管已经公布的措施被认为是足够的（有一些出台的较迟），但几个月前提醒过的执行风险看来已经形成。从经济增长的角度来看，这可能意味着一部分调整会延迟到 2013 年，而因担心无法实现赤字目标而即将出台的补充政策可能会忽视对私有部门的支出。另外，如果政府决定余下时间的政策调整会集中于政府开支，未来我们预期会看到税负增加。这包括一些暂时性的政策（例如减少公共部门的薪资和增加所得税）和有关其他政策效果的不确定性（如公共部门改革）。

无论如何，即使政府没能实现 2012 年的赤字目标，现有数据表明公共账户的结构性失衡将被大幅降低，而该降幅也是在其他发达国家中前所未有的。根据 BBVA 研究部预测，如果西班牙政府今年没有推行财政措施，公共赤字在 2012 年底会达到 GDP 的 11.5%（不包括提供给金融系统的援助），这主要是因为经济衰退、较高的债务和社保的增加。因此，为了将赤字减少到 GDP 的 7%，我们预计财政支持（削减结构性赤字）会高于 GDP 的 4%。结构性赤字的削减说明财政巩固达到了理想的效果，但是由于现阶段经济环境仍然很紧张，这个过程进展缓慢而且成本很高。整体来说，调整过程是积极而有促进意义的，因为他把公共金融带到了可持续发展的道路上，而且使得中期的财政巩固目标更加有可信性。

现在，ECB 有可能会通过 OMT 对西班牙进行援助。在该计划的框架内，西班牙和欧洲需要保证财政调整必须可以在结构性方面进行评估（考虑到当前的经济下行），而不是像到现在为止的制定名义目标。因此，国家恢复信誉变得异常重要，这样 OMT 计划才可以大幅降低西班牙的融资成本，并帮助充分打开金融市场。如果这个情况没有发生，财政政策对 2013 年内需的直接和间接影响会增加，特别是当货币政策的传送机制仍然受阻的时候。

政府宣布将建立一个独立的财政权威机构来评估经济周期现状以及对公共金融的影响，这有利于对结构性目标的评估。虽然细节还未公布，但其实施将极大提升西班牙财政政策的可信度，不过需要：1) 机构完全独立，2) 评估方法透明，3) 成员是有经验的专业人员。同时，政府需要使税收系统更加高效，降低对收入和资本的税率。此外，养老系统应该进一步改革以确保其可持续性。

最后，西班牙政府不应该放弃其结构性改革的议程，而是推进任何必要的法律支持以帮助公司减少运营成本，使其更具有竞争力。完成金融部门的重组是问题的关键。最近公布的关于“坏帐银行”如何运作 (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, 即 Sareb) 就是为了在吸引私人投资和避免对某些金融机构偿还能力的疑虑之间找到平衡。

2. 欧元区需要稳定：“不惜任何代价”

欧元区再次衰退，主要受周边国家拖累

全球经济微弱复苏，预计 2013 年 GDP 增长 3.5% (2012 年增长 3.2%, 2010-12 平均增长 4.1%)。风险厌恶情绪降低，再加上央行（特别是 ECB）一系列有影响力的决定，支持了我们的预测。不过，有三个主要的因素可能会影响当前展望：首先是欧洲的问题，对欧元区解体的担忧可能再次出现；其次是美国的“财政悬崖”问题，例如削减开支和增加赋税可能将美国再次推入衰退；最后，新兴国家（特别是中国和一些出口大宗商品的经济体）发展减速，中国对原材料的需求可能会降低。

央行出手拯救经济，其他政策制定者应该跟着做

在较高的不确定性和全球经济受到威胁的背景下，在过去几个月里，全球的权威机构（特别是欧元区和美国的央行）已经采取了进一步行动。欧洲央行正在努力建立一个新的金融环境，而美国也在计划新的财政条约，这些行动为其他政策制定者搭桥铺路。不过，美联储的行动比欧洲央行更加灵活：在欧洲，财政调整是根本要务；而在美国，改善劳动力市场才是首要目标。

欧洲决定竭尽全力拯救市场

我们认为，当欧洲央行主席 Mario Draghi 在 7 月底宣布执行新的国债购买计划(OMT)时，该机构其实是采取了决定性的一步来阻止欧洲债务危机。在一定条件下¹，ECB 会进入到二级国债市场。ECB 的行动是在 6 月份的欧元区峰会之后，这次峰会上各国领导达成一致，要加强货币联盟：争取实现独立唯一的银行监管，制定既利于财政发展又支持经济增长的计划。

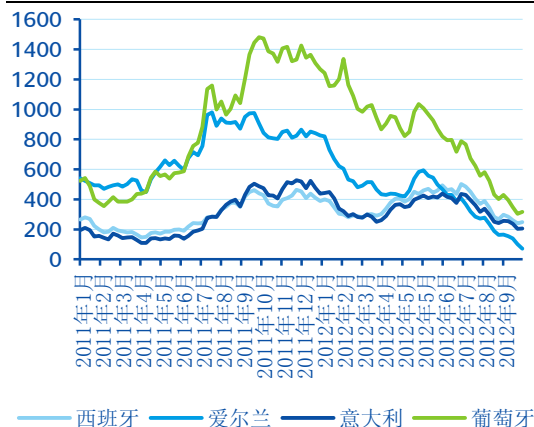
Draghi 宣布该计划的道理显而易见。因为市场担心欧元区解体，一些周边国家的债券成本增高。ECB 决定无限量购买那些需要金融援助国家的主权债务，不过相关国家要接受严格但有效的约束和限制。存在这样一个有力的借贷方极大的消除了市场对欧元的疑虑。

市场压力加大，再加上对欧元区解体的担忧增强，市场一直期待着欧洲的领导人和央行采取应对措施，不过欧洲央行的行动比想象中要更加坚决。OMT 计划使 ECB 成为一个可靠的后援，令市场对欧元区的解体的担心降低。金融市场的压力自 6 月之后也大为缓解。我们认为，面对近期一些负面的市场信息欧洲仍可以保持现有状态，这说明欧洲央行的行动是有能力消除市场疑虑的。

¹ 更多详情请参考我们9月份的欧洲央行观察：

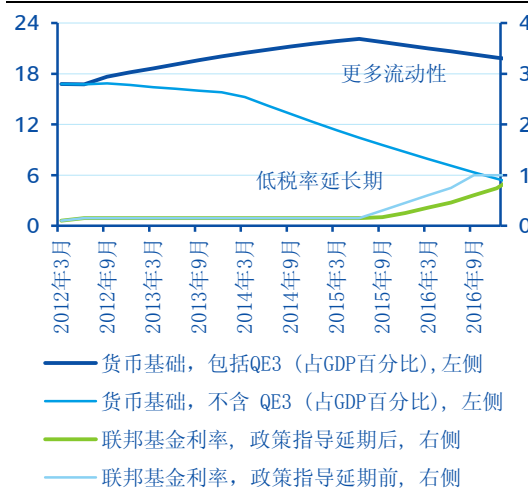
http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=15112012

图 1
欧元区国家²金融压力指数



来源: BBVA 研究部

图 2
QE3 和政策指导利率



来源: BBVA 研究部

最近市场其他的信息也对欧元有利。首先，在德国宪法法院支持德国参与后，ESM成立。此外，建立一个银行业联盟的计划进一步推进，虽然过程仍然缓慢。该银行业联盟包括四部分：统一监管，统一法规，统一决策和泛欧存款保证计划。根据当下任务的规模，全面执行是一个长久的过程。不过欧洲领导人同意在一月前建立一个银行监管的时间表，更多细节将会在12月份的欧元区会议上通过。不过，还有其他的方法也可以实现将主权和银行风险分开的目标。当然，这个银行联盟计划需要尽快推进。

在这个过程的最后，我们认为欧元区最终会有一套完整的计划来加强管理。正如我们一直强调的，这应当包括一个银行联盟、一个财政联盟和一个强大的借贷方以防止解体。欧洲在这几个方面都已经展开了行动。或许这些推进还不足以迅速扭转当前的状况，但是政策制定者却有足够的决心。我们认为危机低谷终会结束。短期内，ECB的计划和ESM的支持会建立一个处理周边国家融资困难的标准，同时，银行联盟的适当执行以及财政联盟的具体定义会成为欧元区长期可持续性的关键所在。

只要需要，美联储会保持其政策

美国经济低速增长，失业率却一直处于高位，与此同时又面临欧洲经济的巨大不确定性。在这样的大环境下，美联储毫不犹豫，首先宣布将保持当前的低位利率到2015年中，另外声明将采取新一轮量化宽松政策来支持经济增长和就业。

进一步的货币宽松与之前几轮不同。第一，美联储会购买MBS而不是国债，以改善居民金融条件。第二，该政策会持续相当长的一段时间，甚至延续到经济复苏和劳动力市场大为好转之后³。

我们认为，美联储的一系列行动其实是在为“财政悬崖”买了一份保险，但如果不采取财政行动配合，也不会有明显的效果。在我们的基线情景中，为避免削减开支和赋税猛增的情况出现，相关协议将会达成。不过，我们也预计一些财政巩固措施会对经济增长有负面影响。美联储已经为防止经济再次陷入衰退提供了它能够提供的支持。事实上，根据我们的预测，货币宽松政策在2013年对GDP的贡献仅有零点几个百分点，但是自2014年开始，其影响会

² BBVA研究部金融压力指数是一个综合指数，反映风险（5年CDS、非金融机构的CDS和金融债务）、波动性（股票、利息和汇率）和流动压力（银行间利率和无风险资产（3个月）的息差）的活动。

³ 详情请参见我们9月的《美联储观察》：

http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/120913_FedWatchEEUU_169_tcm348-357366.pdf

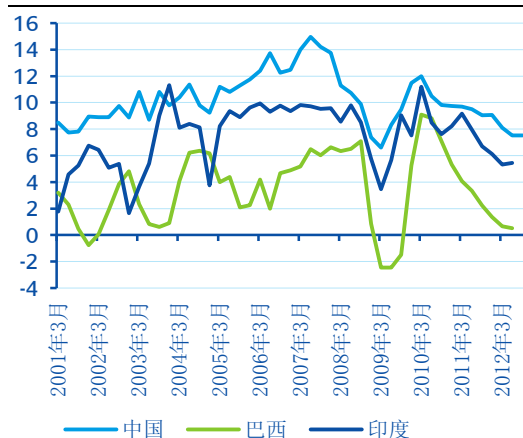
越来越大。对于通胀的影响会比较小而且会延迟（见第四章）⁴。但是，我们认为美联储对通胀升高的接受程度取决于经济增长和劳动力市场改善的情况。

QE3的潜在影响不仅限于美国经济，它使得资金流向新兴市场，风险溢价降低，减少这些国家的融资成本，增加信贷供应量、增长率和通胀率。我们预计QE3（以及欧洲政策）对市场的影响会小于QE1，不过也会取决于各国的国内政策对资本流入的反应。（见第三章）⁵。

各国央行的应对政策不足以将全球经济带回到稳定扩张的阶段

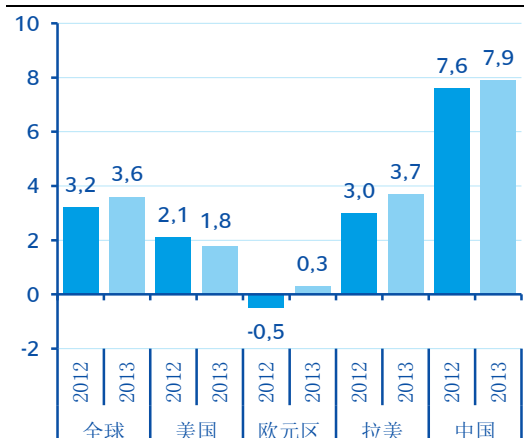
全球经济低速增长的环境仍在继续。发达国家自2011年起失去增长动力，主要因为近阶段的去杠杆化。新兴市场近期也受到冲击，主要是通过贸易渠道影响出口，进而拖累GDP增长（见图3）。三个最大的新兴经济体当然受到很大影响。巴西经济在今年上半年几乎停滞；印度GDP在第一和第二季度增长率仅为5.3%和5.5%，是自2009年以来的最低增速；中国经济第三季度增长7.4%，也是2009年以来的最低值，不过近期数据显示其经济或已走出低谷。

图3
新兴市场：GDP 增长率（百分比，同比）



来源：BBVA 研究部和 Haver

图4
GDP 增长率



来源：BBVA 研究部和 Haver

当然，美国和欧洲央行采取的行动确实部分消除了市场疑虑并有助于提升市场预期。在我们的基线情景里，欧元区增长将会在2013年重新获得增长动力。尽管欧元区GDP在2012年全年会下降（-0.5%），但将会在2013年反弹（+0.3%）。在美国，我们保持之前的预测：增长率在2012和2013年会保持在2%。我们10月份情景的主要下行修正来自中国（2012年-0.2个百分点，2013年-0.4个百分点），不过其增长率仍会保持在接近8%的水平，这主要是由于市场预期会有政策刺激以部分弥补近一段时间以来的经济减速。其他新兴经济体得到了向上修正：拉美经济将会从2012年3%的增长率增加到2013年的3.7%

总之，全球经济预期会继续微弱复苏，GDP增长率将在3%到3.5%之间。不过这个情景是基于几个重要的假设，特别是欧洲政策制定者是否会言出必行。首先，我们假设最近经常争论的金融监管不会对6月所达成的协议有巨大影响，所以主权和银行风险的恶性关联会被打破。其次，我们假设现行的消除兑换风险的机制会在必要时被完全启动，这会稳定周边国家的借贷成本。但若欧洲进行新的机构重组，而且实现了其之前的承诺，大幅削减可能会发生。ESM/ECB的介入会令西班牙和意大利国债的回报率回到有利于中期公共债务可持续发展的水平，这将对改革有着长远的影响。需要注意的是金融调整与经济增长之间的负关联，以

⁴ 详情请参见《全球经济展望-2012年第四季度》的第四章。

⁵ 详情请参见《全球经济展望-2012年第四季度》的第三章。

及负的财政乘数会比预期要大的可能性。最后，在我们的情景中，希腊继续保持欧元区成员的地位，这也反过来需要欧洲的进一步支持，如提供更多资金或准许希腊用更长时间完成财政调整。由过去经验来看，很多事情仍有可能出错，但如果危急时刻逼近，政策制定者们将会找到解决欧洲问题的方法。

3. 西班牙经济增长前景：衰退将在2013年继续

欧洲和西班牙正在采取所需行动以带动经济的长期增长

金融压力自五月初开始增大，欧洲和西班牙高层采取了一系列行动以消除市场对经济政策以及中长期前景的疑虑。对于整个欧元区来说，ECB的OMT计划（见第2部分）降低了市场担忧，为面临融资困难的成员国提供了机会，当然，他们也要进行结构改革或调整。同时，欧洲也在为银行业联盟的建立做准备，这将打破主权与银行风险的恶性循环。

在西班牙，7月份时提出的经济政策在融资成本升高和获得资本难度增大的压力下快速发展。与此同时，金融系统的资本重组也在依照同欧洲其他国家签订的谅解备忘录（见框1）执行⁶。预算方面，政府8月份通过了一份2013-2014的双年预算计划，9月份又通过了政府2013财政计划（PGE13）⁷，其中的内容并没有包括7月份通过的财政措施中提到的进一步巩固措施（见第四部分）⁸。最后，政府也宣布了影响深远的立法时间表以推动改革步伐（见框2）。不过，短期内西班牙经济增长的动力仍然不足，说明近期内经济会继续走低。

西班牙经济在接下来的几个季度仍会衰退。第一，尽管ECB已经宣布相关措施，西班牙近期内对外融资仍然有限，更不用说借贷成本对公共还是私营部门都偏高。第二，欧洲整体增长前景暗淡，使得欧洲内部对西班牙的产品和服务需求降低。第三，原油价格因为地理政治因素再次高企，限制了西班牙生产体系的需求。

国内方面，对之前所积累的失衡问题的持续调整将继续影响需求和供给。而最近的信息也表明紧缩的财政政策将一直持续。虽然西班牙财政在结构性重组方面做出的努力将受到市场欢迎，但是很多不确定性依然存在，如西班牙政府能否使各行政区政府的财政做出调整，一些收入和支出项目出现周期性恶化，国债借贷成本升高，人口增长趋势的负面影响等等。如果西班牙政府正式向ECB提出金融援助的申请，并将2013年的财政目标保持在现有水平，预计会对今年的经济增长有负面影响，但这会被西班牙风险溢价的大幅下降所弥补。

即使如此，一些因素会继续起到平衡作用。ECB的货币和流通性政策会趋向于为整体需求和金融稳定提供支持。此外，由于欧洲需求疲软，出口企业或会转向新兴国家，这些国家虽然在经历经济减速，他们会继续以高于发达国家的增速增长。最后，供应商支付计划将会为财政年最后几个月带来积极影响。

总之，西班牙经济在接下来的几个季度仍然处于衰退当中，2012和2013GDP缩减1.4%的情况很有可能会出现。我们要注意的风险仍在下行。

西班牙经济继续缩减，其缩减速度与2012年上半年一致

国家统计局公布的预测数字表明西班牙2012年第三季度GDP环比缩减0.3%，连续四个季度下降^{9,10}。七月到九月间经济活动减少的程度小于三个月前的预测（BBVA研究部：季度环比-

⁶ 7月20日签署的谅解备忘录的条款请参见下边的网址：

<http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.aa5c961c0709f0fe3e85b782026041a0/?vgnextoid=7c9f2f207c415310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

⁷ 请参见：<http://www.lamocloa.gob.es/NR/rdonlyres/EFF72C06-60CF-4C23-BD67-7BC820DA88E7/210757/Planpresupuestario201320146.pdf>和<http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/ProyectoPGE/Paginas/ProyectoPGE2013.aspx>

⁸ 请参见西班牙经济展望第三季度报告 http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1208_Situacion_Espana_tcm348-351334.pdf?ts=14112012

⁹ 2011年西班牙经济增长本应比之前的预测(+0.7%)少0.3%，主要是因为净外需较低和内需疲软

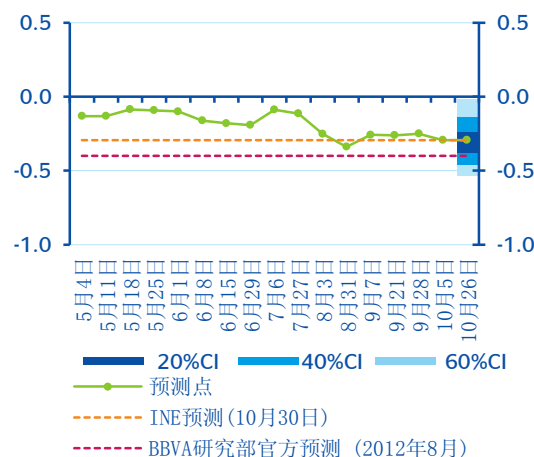
¹⁰ 西班牙国家账户2012年第三季度报告将于11月15日公布，将有可能对预测进行修正

0.7%，见图5¹¹和图6）。另外，现在为止公布的经济活动指数说明国内需求继续下降，使整体GDP减少1.1个百分点（比2012年第二季度数据少0.3个百分点）。

净出口增加是经济增长的重要组成部分，为其贡献0.7个百分点（见图7），这主要是由于出口增长远大于进口的增加。

图5

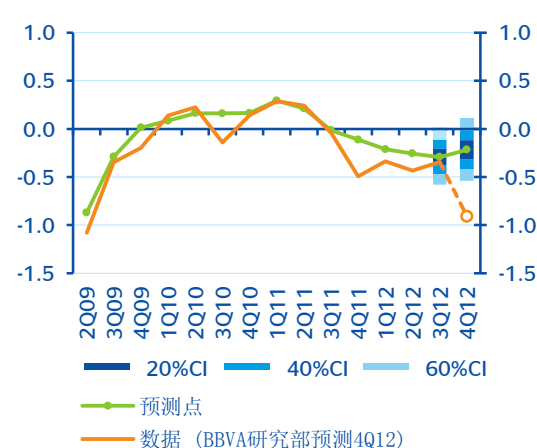
西班牙：2012年第三季度 GDP 增长率预测
(使用 MICA-BBVA 模型，季度百分比)



来源: BBVA 研究部和INE data

图6

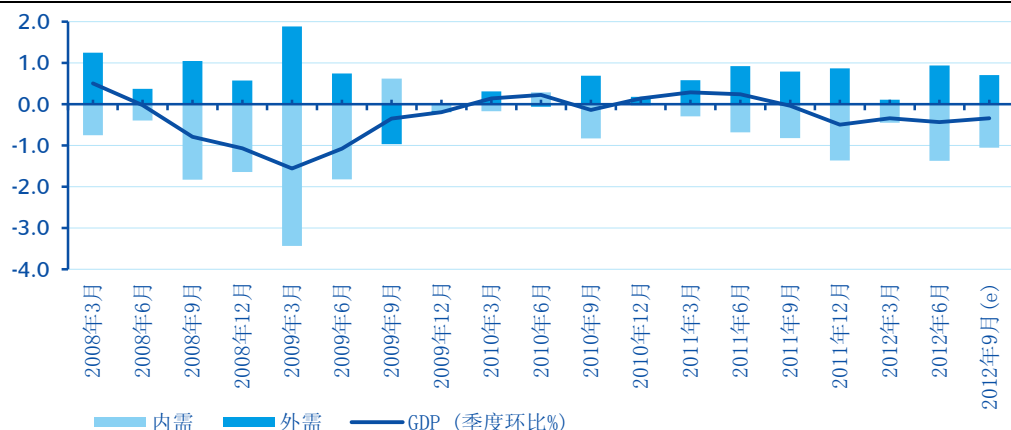
西班牙: GDP 增长率预测
(使用 MICA-BBVA 模型，季度百分比)



* 近期预测: 2012年11月2日
来源: BBVA 研究部和INE data

图7

西班牙: 对季度 GDP 增长的贡献



(e): 预测

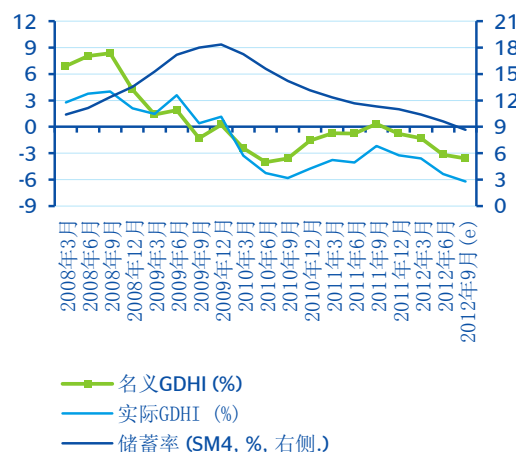
来源: BBVA 研究部和 INE data

¹¹ 关于 MICA-BBVA 模型，请参见 Camacho, M. and R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.; http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012

财政措施导致国内私人需求继续减弱

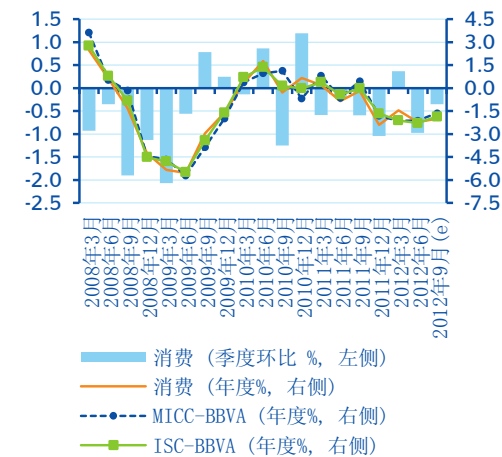
即第二季度私人开支下降之后，第三季度私人需求的指标（主要是耐用品和服务业）显示居民支出下降趋势减缓。这主要是由于消费者赶在增值税新规定9月份生效之前提前消费，此外家庭储蓄率下降，这在一定程度上弥补了可支配收入和净资产下降所带来的负面影响（见图8）。BBVA综合消费指数(SCI-BBVA)以及消费指数模型(MICC-BBVA)显示家庭支出在第三季度进一步下降0.3%（季度环比），是上季度消费的一半（见图表9）。

图 8
西班牙：GDHI 和家庭储蓄率



来源：BBVA 研究部和 INE data

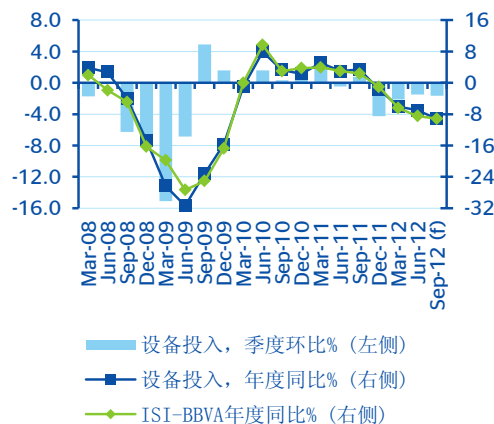
图 9
西班牙：家庭消费的实际值和实时预测



e):预测
来源：BBVA 研究部和 INE data

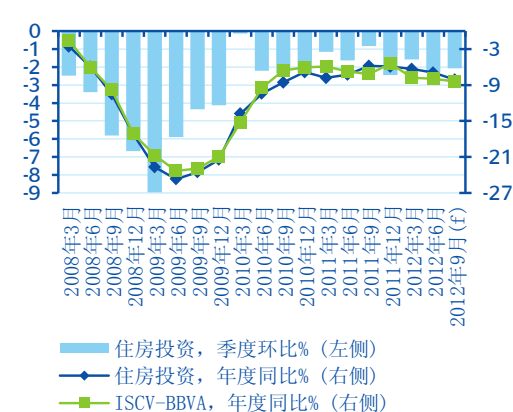
同时，个人投资在第三季度也进一步下降。资本投资受到内需停滞、财政紧缩和融资困难的影响。BBVA综合投资指数 (SII-BBVA)显示第三季度继续下降约1.5%（年度同比-9.2%），唯一的支持仅来自于对外贸易（见图10）。同样，房地产投资也继续下跌，主要受对失衡的持续调整和周期性经济下行的影响。因此，虽然本季度前两个月的房屋销售呈积极态势（可能是由于宣布税改的结果），三季度整体对资产价格的调整增加了32.2%，而居民活动仍然疲软（见框3）。总之，我们还没有看到住房投资下降会出现剧烈变化。我们的综合指数(SHI-BBVA)显示本季度为-2.1%（年度同比-8.1%）（见图11）。

图 10
西班牙：资本投资的实际值和实时预测



(e):预测
来源：BBVA 研究部和 INE data

图 11
西班牙：住房投资的实际值和实时预测



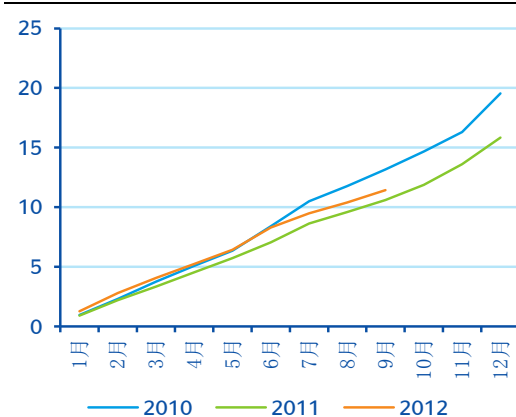
(e):预测
来源：BBVA 研究部和 INE data

公共需求的调整在2012年上半年低于预期，因此我们预计下半年调整会进一步加强

第三季度的政府预算说明截至9月份，支出增加速度放缓（见图12），调整针对所有支出项目，不过重点仍是削减投资、中间消耗和工资次之。因此，中央政府的支出继续下降，或重返2009年年中水平（见图13）。与此同时，地方政府的各类财政支出都有所减少，部分原因是财政削减比前几年更多。

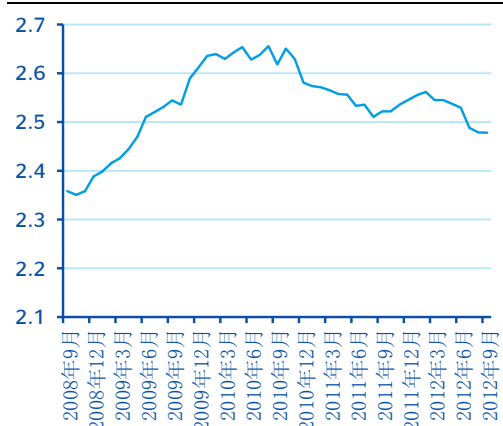
鉴于许多财政巩固措施将于下半年前几个月实行，我们预计财政调整会进一步加强。另外，由于政府削减公共投资，我们预计非居民建设继续快速减少。

图 12
西班牙：政府非金融就业（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究部和 MINHAP data

图 13
西班牙：政府支出
（12个月累计值，占每月 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究部和 MINHAP data

出口的快速增长再一次帮助阻止西班牙经济进一步下滑

虽然欧洲金融缺乏稳定性、增长前景充满不确定性、国内外融资困难重重，但是西班牙出口表现良好。前边所述的问题本应给西班牙出口造成压力，但事实却相反。具体来说，7月出口略有增长，8月的商品出口量大幅增加，而本季度末的工业出口订单数据表明这种积极态势将会继续。因此，现有信息都显示商品出口增长强劲，第三季度为3.8%，这可以部分解释为出口贸易伙伴国的经济表现好于西班牙及欧洲其他发达国家（见图14）。

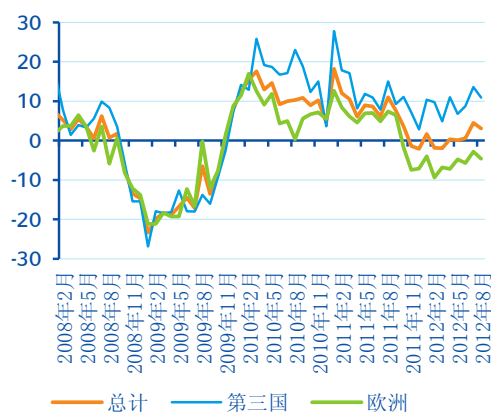
服务业出口表现类似(季度环比+2.2%)。旅游业保持健康发展，第三季度外国游客预订酒店数量增多(年度同比+3.1%)，特别是九月份（见图15）。由于游客增多且平均消费增加，外国游客在夏季共消费142亿欧元（年度同比+8.0%）。

预计秋季旅游业收入会小于前几个月。根据BBVA-Google旅游指数(MCTI)，西班牙宾馆订单数量在10月和11月可达到同比增加2.7%，这会使2012年西班牙旅游业收入达到4千万欧元以上，与我们3个月前的预测一致。

出口的复苏以及家庭提前支出（9月进行增值税调整）的影响使得连续3个季度下跌的出口缓慢增长。因此，目前为止公布的经济指标表明进口或可增加1.6%（季度环比），不过消费和资本投入所带来的负面影响在短期内仍会继续。总之，这些因素说明净出口对第三季度经济增长的贡献将小于前一个季度。

图 14

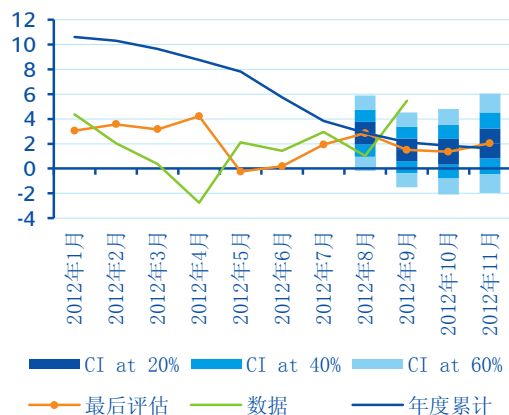
西班牙：大型企业商品和服务出口
(年度百分比)



来源: BBVA 研究部和 AEAT data

图 15

西班牙：旅游业收入和 Google-BBVA
MICT 预测（年度百分比）



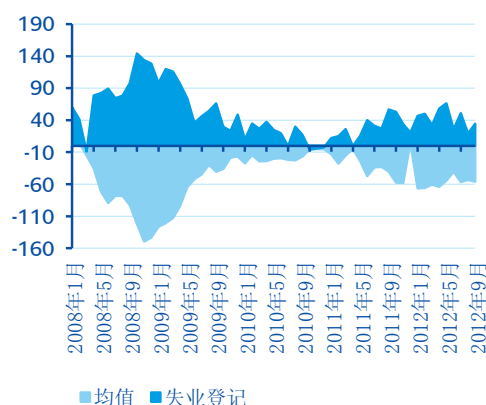
来源: BBVA 研究部、Google 和 INE data

第三季度就业机会下降的速度减慢

季度调整后的数据表明6至9月间就业机会减少的步伐变慢。因此，第三季度加入社会保险的平均值同比下降0.9%，比前一个季度减少0.1个百分点。因此，登记的失业人数增长率(季节性调整后环比2.4%)比第二季度(环比3.4% SWDA)要小(见图16)。虽然求职人数下降(-12000人，季节性调整后300人)，失业人数(-97000人，季节性调整后-169700人，主要是在服务业和建筑业)使得失业率上升0.4%，达到25.0% (季节性调整后25.3%)。而永久性雇佣人数减少179400人，短时雇佣人数增加15300人，这主要是因为私营部门(34900人)季节性贡献。因此，短时雇佣就业率增长0.4个百分点到24.0% (季节性调整后23.3%，见图17)。

图 16

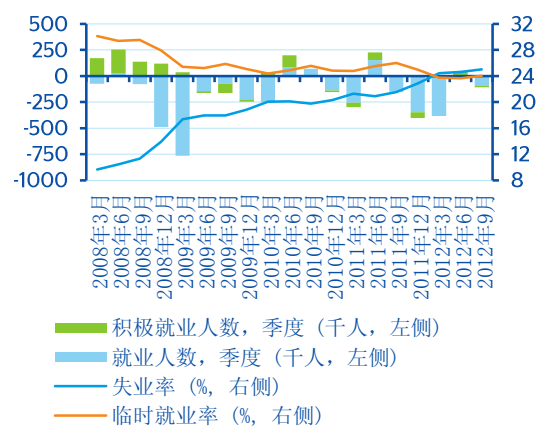
西班牙：新增社保人数平均值和登记失业人数
(月变化，千人，季节性调整)



来源: BBVA 研究部和 INE data

图 17

西班牙：劳动力市场指数



来源: BBVA 研究部和 INE data

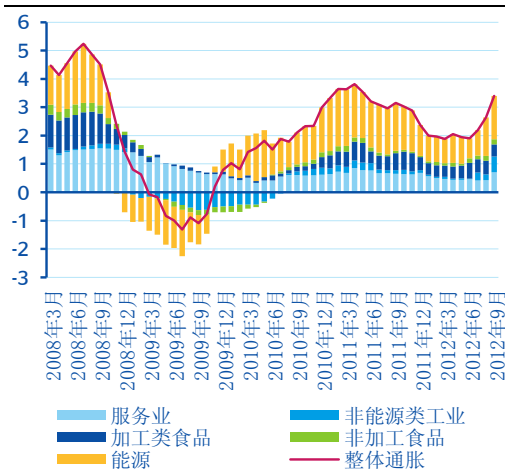
虽然第三季度消费者价格上升，工资仍保持不变

9月份整体通胀与核心通胀都急剧上升，同比分别为3.4%和2.1%¹²。上升的原因不是来自国内市场，而是由外部需求导致，例如大宗商品价格上涨（主要是石油和食品），7月开始实行的药品价格共付机制和9月开始的增值税调整。图18可见，第一要素解释了整体通胀中1.5个百分点直到9月的增值税调整（0.7个百分点）。同时，药品共同支付的增加使得药用产品价格同比上升22.7%一直到8月份，解释了整体通胀中0.19个百分点（核心通胀中0.24个百分点）。最后，根据我们的基本预测，增值税调整的局部效应（约35%）意味着9月份0.7-0.8个百分点的增长。但是，我们不能排除在未来的几个月里税务对最终价格会有其他影响。

同时，Harmonised消费者价格指数（HICP）显示西班牙和欧元区的通胀差距在第三季度回到正区间。从整体通胀来看，9月份的价格差异基本是历史平均值（0.8pp），核心通胀约0.4个百分点。不过，我们应该注意到在一定程度上是因为间接赋税，所以这并不意味着西班牙的出口竞争地位的直接下降。

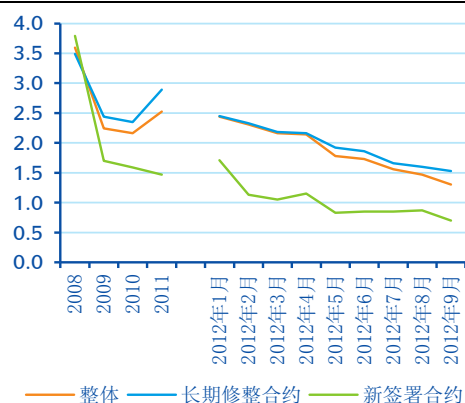
因此，由于需求疲软，我们并不预期工资增长会有第二轮效应，主要是因为能源价格增长和增值税调整。从这个角度来说，通过讨论达成的工资增长幅度在上个季度继续下降，特别是最新达成的协议（见图19）。不过，工资已经增长超过0.5%，是2012年1月25日由CEOE、CEPYME、CCOO和UGT签署的第二次雇佣与共同讨论协议2012-2014的最高值，这对劳动力市场调整有着负面影响。

图 18
西班牙：全年 CPI 增长的组成



来源：BBVA 研究部和 INE data

图 19
西班牙：经过共同商讨确定的工资增长
(年度百分比)



来源：BBVA 研究部和 INE data

2012-2013展望：西班牙经济前景短期内不变

虽然欧洲和西班牙都在进行结构性改革，西班牙仍然面临着经济活动在2012和2013年下降1.4%（见表1）的前景。其中，对经济活动的主要影响来自于石油价格升高和欧元区增长前景下降（2012年-0.2个百分点），不过风险溢价比我们3个月前的预测要低（2012年-12个基点，2013年-45个基点）。

¹² 10月CPI指数显示全年通胀增速约为3.5%，与核心通胀上扬一致。

表 1

西班牙：宏观预测

(若无特殊说明, 则为年度百分比)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12 (e)	2011	2012 (f)	2013 (f)
全国最终消费支出	0.6	-0.8	-1.0	-2.1	-2.0	-2.4	-2.3	-0.8	-2.4	-3.9
私人消费支出	0.0	-1.0	-0.4	-2.5	-1.4	-2.2	-1.9	-1.0	-2.0	-2.9
家庭消费支出	0.2	-0.9	-0.2	-2.4	-1.5	-2.2	-2.0	-0.8	-2.1	-2.9
公共管理消费支出	2.2	-0.5	-2.7	-1.1	-3.6	-3.0	-3.2	-0.5	-3.6	-6.9
资本形成总值	-5.9	-5.1	-4.6	-6.5	-7.6	-9.3	-10.9	-5.5	-9.5	-7.4
固定资本形成总值	-6.0	-4.9	-4.2	-6.0	-7.7	-9.4	-11.2	-5.3	-9.7	-7.5
固定材料资产	-6.7	-5.4	-4.7	-6.6	-8.4	-10.3	-12.1	-5.8	-10.5	-8.0
设备和机器以及培育资产	4.9	2.9	3.5	-1.7	-5.9	-6.9	-9.2	2.3	-7.6	-3.7
设备和机器	5.1	3.0	3.4	-1.7	-6.0	-7.0	-9.2	2.4	-7.7	-3.8
建筑	-10.8	-8.5	-8.0	-8.6	-9.5	-11.8	-13.4	-9.0	-11.8	-10.0
住房	-7.8	-7.3	-5.8	-5.9	-6.3	-7.0	-8.1	-6.7	-6.8	-8.4
其他建筑	-13.5	-9.6	-9.9	-10.9	-12.3	-16.0	-18.1	-11.0	-16.3	-11.7
无形固定资产	4.1	1.4	4.9	2.0	3.0	2.9	1.0	3.1	2.0	-1.6
库存变化 (*)	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
国内需求 (*)	-0.9	-1.8	-1.8	-3.1	-3.2	-3.9	-4.2	-1.9	-4.0	-4.7
出口	10.2	7.1	7.6	5.8	2.8	3.3	3.5	7.6	3.8	8.2
进口	4.5	-1.6	-1.2	-4.9	-5.9	-5.4	-4.7	-0.9	-4.7	-1.8
净贸易平衡 (*)	1.4	2.4	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.3	2.6	3.3
GDP (以市场价格计算)	0.5	0.5	0.6	0.0	-0.6	-1.3	-1.6	0.4	-1.4	-1.4
GDP (不含住房投资)	1.2	1.1	1.1	0.4	-0.2	-0.9	-1.3	1.0	-1.1	-1.0
GDP (不含建筑)	2.7	2.1	2.1	1.4	0.8	0.4	0.1	2.1	0.2	-0.3
就业 (LFS)	-1.3	-0.9	-2.1	-3.3	-4.0	-4.8	-4.6	-1.9	-4.4	-3.4
失业率 (占积极人口百分比)	21.3	20.9	21.5	22.8	24.4	24.6	25.0	21.6	25.0	26.1
就业 (FTE)	-1.4	-0.9	-1.6	-2.9	-3.6	-4.6	-4.6	-1.7	-4.2	-3.2

(*) 对增长的贡献

(e): 估算 (f): 预测

来源: BBVA 研究部和 INE data

雇佣者社保贡献减少可在未来两年内减缓就业机会的减少

就业数据在2012年第四季度和2013年会进一步下跌, 尽管积极就业人口减少, 失业率会在明年年底上升至26%。虽然劳动力市场改革在2月份¹³通过, 但这不会在短期内阻止就业机会减少的态势。它会: 1) 促进在雇佣人数与工作时长/薪资之间恢复平衡, 2) 减少分化, 3) 提升生产力。从这个角度来看, 我们预测生产力今年会提升2.8%, 在2013年提升1.8%, 远高于在过去30年的平均值(1.2%)。

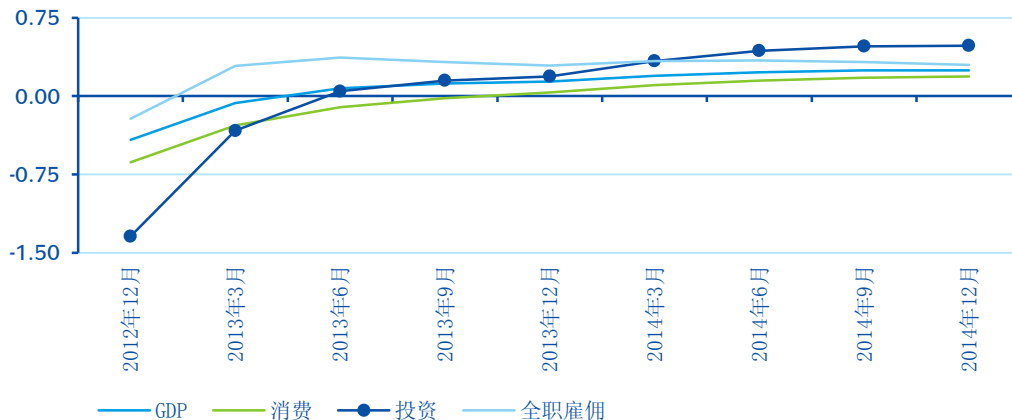
在2013年(1个百分点)和2014年(2个百分点)减少雇佣者的社保贡献或会缓解劳动力市场的恶化。这项措施在7月份被政府提出, 但并没有出现在2013年的预算草案中。减少社保贡献值和9月份的增值税调整可能会使得现在至2014年底的就业累计增长约0.3% (见图20)¹⁴。

¹³ 西班牙经济展望 2012 年第二季度的框 4 对劳动力市场改革进行评估并提出建议, 这些观点被 7 月 6 日的“改革劳动力市场的紧急措施”所采纳(<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/07/pdfs/BOE-A-2012-9110.pdf>)。

¹⁴ 在 2009 年第一季度的西班牙经济展望的第四部分, 我们曾提议永久性减少雇佣者社保贡献 3.5%并以增加消费税 2%做以财政补偿。评估结果说明这样做会在执行的第一年使 GDP 增加 0.6%, 全职就业提升 1.4%。

图 20

西班牙：社保贡献下调 2 个百分点对经济活动和就业的影响（与无改革情景相比之偏差，%）



来源: BBVA 研究部

净出口增长不足以弥补内需下降

首先，7月份进行的财政巩固措施、政府在2013年预算中提出的财政方案以及仍然较高的融资成本，使我们相信公共国内需求会继续影响增长。2012年公共消费或会下降3.6%，非居民建筑投资下降16.3%。2013年进一步下降的可能性很大：我们预计公共消费会进一步下降6.9%，其他建筑投资11.7%。

但是，这些预测是在3个月前不确定性很大的时候做出的。特别是当宣布的巩固措施没有达到预想中的效果的时候，一部分原因是因为周期性财政收入和支出的恶化程度高于预期，这使得实现今年赤字目标（GDP的-6.3%）的可能性减小。这个极可能出现的变化，再加上政府公布的2013宏观预测要比BBVA研究部更加乐观，令西班牙政府实现2013年财政赤字目标（GDP的-4.5%）更加难以实现。但是，我们不会排除政府颁布有助于达成目标的新措施的可能性。政府关于是否接受ECB援助的决定，以及如果同意接受会出现的风险溢价大幅下降，成为了决定政府能否实现2012赤字目标的关键。

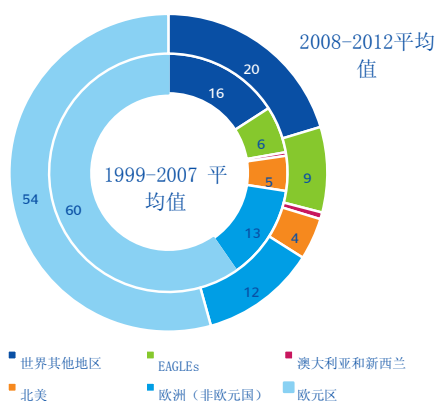
至于私人消费，隐性税的增加和前景的暗淡预示着私人消费的减少（2012年约2.1%，2013年约2.9%）。就业情况的恶化会使薪资减少，进而影响家庭可支配收入。此外，2012年9月的增值税增加，以及民众因此提前消费，会令接下来几个月的消费下降（见图20）。此外，净金融财富似乎不会在2014年之前得以恢复，而房地产活动也预期会减少。反过来，家庭储蓄率降低到危机前水平，需求没有面临通胀压力，官方利率处于低位，这些因素会在明年缓解私人消费下降的情况。

同时，资本投资的趋势主要受国内需求疲软和借贷融资困难的影响，尽管借贷成本比3个月前预测的时候要低。我们预计这方面的需求会在2012年减少（-7.7%），复苏会在2013年中出现（全年-3.8%），主要是靠出口增长来支撑。对于2012和2013年的房地产投资，我们的预测和三个月前没有太大变化。具体来说，除了之前谈到的影响因素（周期行下行、融资困难）以及行业的持续调整、附加值增加、2013年1月取消对购买主要住宅的优惠，将会鼓励消费者在2012年底提前消费。但是，我们预计这方面投资会降低（2012年约-6.8%，2013年-8.4%）。

我们应该意识到Sareb（“坏账银行”）的建立在中期内会帮助住宅投资的复苏。然而，我们对其短期内会对投资产生直接影响存有疑虑，因为将问题资产转移并不意味着会产生新的住房投资，不过这会在中期内（不会在2014年之前）帮助需求回暖。一切都取决于Sareb要用多久才能够处理大批已建住房和未完成项目。时间越短，住房投资会越快恢复。

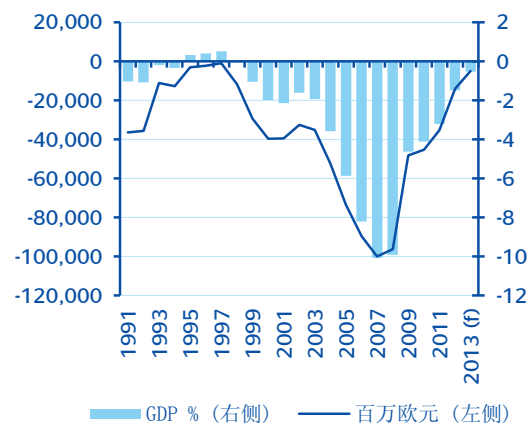
最后，鉴于欧洲经济前景仍然暗淡，2012-2013出口取决于出口企业如何凸显自己的竞争力并在增长更快的地区获得市场份额（见框4）。因此，商品和服务出口可能在2012年实现3.8%的增长，这高于我们3个月前的预期，主要鉴于出口到新兴市场的积极数据（见图21）。在2013年，欧洲经济将逐渐走出衰退，全球经济会以3.5%的速度增长，出口会再次增加，甚至将达到8.2%。2012和2013年的出口预期更加乐观，进口下降速度也会减缓，不过内需仍未见增长趋势。总之，净出口增加有助于经济增长和经常性账户的修正（见图22）。

图 21
西班牙：危机前后西班牙出口地区分布 (%)



来源: BBVA 研究部和 Datacomex data

图 22
西班牙：经常账户收支平衡



来源: BBVA 研究部和西班牙银行

框 1：西班牙金融体系的结构重组

在过去几个月里，西班牙的金融体系已经开始进行重组。因为欧洲集团同意借给西班牙1千亿欧元，西班牙政府已经开始采取谅解备忘录中的措施。关于重组和信贷决议的皇家法令在8月底通过，而关于各银行探底压力测试表现的结果也在9月公布。在10月，关于西班牙资产管理公司（Sareb）的更多细节被公布，需要公共援助的银行问题资产将被转移。这些措施为管理银行危机提供了重要工具。

立法的重点包括：

- 阐明了储蓄保证基金（FGD）和FROB的职能。FGD仅限于保护储蓄，FROB会在银行重组方面发挥更大作用。
- 银行资本重组成本仅在股东和下属债权人之间分担，不包括高级债权人。同时，对债权人的评级制度继续保持。这些规定减少了不确定性，帮助维持金融系统的稳定。

FROB有了更多的操作工具，这些工具包括之前在国际上被广泛应用的“过渡银行”、“坏帐银行”或“资产管理公司”、资本注入、可转换债务注入、全部或部分资产销售等。

除了新的立法之外，第二个关键行动是公布了探底压力测试结果。该测试是由咨询公司Oliver Wyman对14家西班牙银行进行的测试。这是对透明度的测试，在欧洲史无前例。结果说明在不利情况下，资本赤字将达到540亿欧元。需要资本的7家银行相当于整个系统总资产的30%，而由FROB管理的4家银行的所需资本占该需求的86%。

判定资本需求的标准来自于对私人居民贷款、抵债资产和银行在不利情况下承担损失能力的具体分析。政府预计公共资本注入会降低到400亿欧元，主要考虑到以下因素：(i) 资产转移至Sareb；(ii) 银行能够在市场里筹集的资金；(iii) 出售资产。

了解每一家银行的融资需求、区分体系内各机构的差异与不同是清理问题资产、重建市场信心的关

键，也是西班牙减少对欧洲央行的依赖性的核心。

第三个主要的发展是公布资产管理公司的结构组成，这将在11月份被西班牙内阁通过。这间公司将负责管理与房地产相关的资产，这些资产主要来自于政府控股的银行以及其他需要公共支持的银行。Sareb将管理的资产约价值600亿欧元，其中450亿来自于政府管理下的四大银行。

资产转移价格将与Oliver Wyman评估中的不利情景下的价值相接近。这将有助于Sareb实现盈利，借以吸引私人投资者，而这些私人投资者将主要是非本国居民。FROB并不会持有多数股份，所以Sareb不会被计入政府负债。因此，转移价格不应该作为银行非转移资产定价的标准。

Sareb的建立使得问题机构将不良资产隔离，消除市场对透明度和资产估值的疑虑，减少对这些银行运行能力的不确定性。反过来，这些银行也将承担资产转移过程中的损失，并将得到公共支持重组资产。

重组过程的下一步将会是出现资本短缺的银行向西班牙银行提出重建计划。这一步需要尽快完成。计划将由西班牙银行和欧洲委员会审批，之后这批银行将会按MoU的分类被划分为第2类或第3类银行。由FROB管理的4家银行（第1类银行）的地产业资产转移将在今年年底开始。

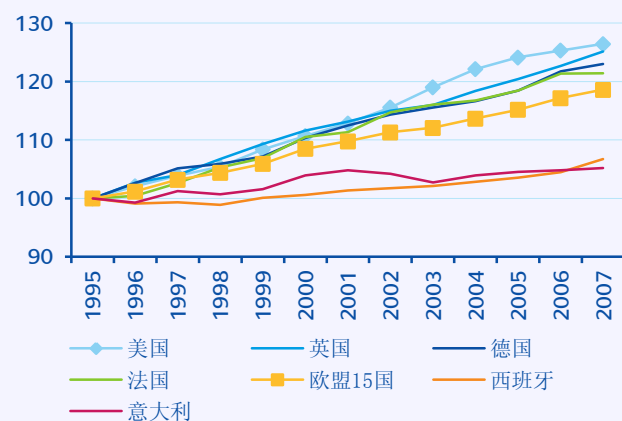
总之，西班牙金融体系正处在重建过程中，并在上一个季度里有了很多重大进展，令西班牙得以遵守同欧洲达成的路线图里的规定。这些措施将会把运转良好的银行同其他银行隔离开，重建投资者信心，逐渐减少对欧洲央行的依赖性，为建立一个资本更加充足、有效和健康的金融体系做好铺垫，更好的适应西班牙经济发展的需求。

框 2：提升生产力：一项重大挑战

衡量一个经济体长期的运转状况，其中一个重要的指标就是生产力，比如每单位生产要素（最基本的就是资本和劳动力）能够创造多少商品和服务¹⁵。与就业率不同，一个经济的生产力可以无限增加，这保证了下几代人的收入提升。生产力增加不仅对经济的长期增长有正面影响，还能够帮助保持公共财政健康发展，减少私人去杠杆化，以及促进生产的国际化。经济文献中提到一系列生产力的决定要素，例如科研、人力资源质量、保持公平竞争的市场体系。

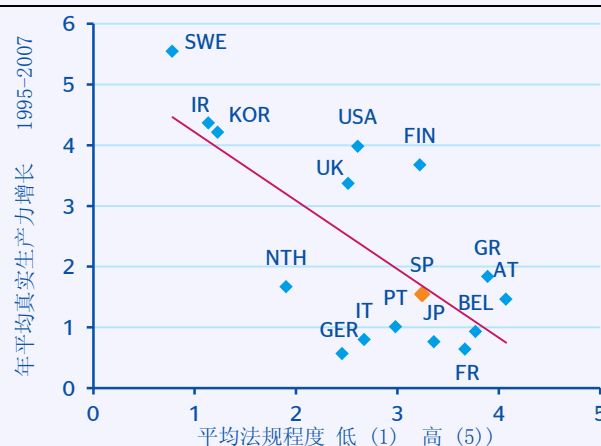
自90年代中期到最近的全球金融危机，西班牙的生产力（以每小时劳动附加值计算）年均只增加了0.6%（见图23），令西班牙同其他发达国家的生产力差距拉大。虽然近期生产力逐渐加快步伐（主要是因为就业机会减少，而不是因为决定生产力的要素有实质的提升），令人失望的长期趋势意味着过去二十年人均收入增加其实对就业减少和不利人口变化非常敏感和脆弱。

图 23
生产力：每小时实际附加值，1995=100



来源:BBVA 研究部和 EUKLEMS

图 24
零售业监管与生产力增长，1995-2007 平均值



来源: BBVA 研究部、EUKLEMS 和 OECD

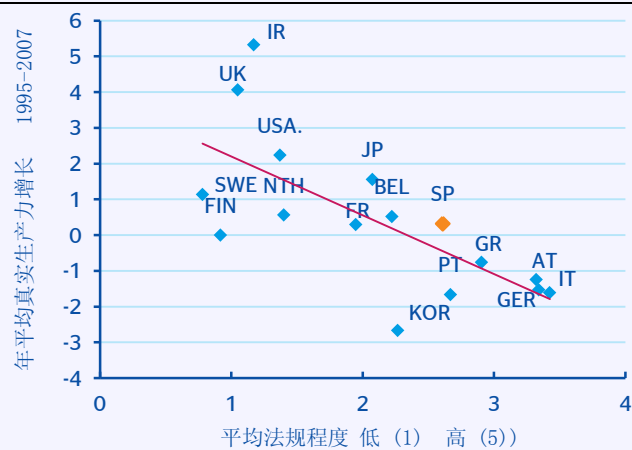
15: 生产力通常指劳动要素的边际产值，或整合资本与劳动力要素的边际产值。后者叫做全要素生产率或生产效率。

www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012

16: 请参见 www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012。

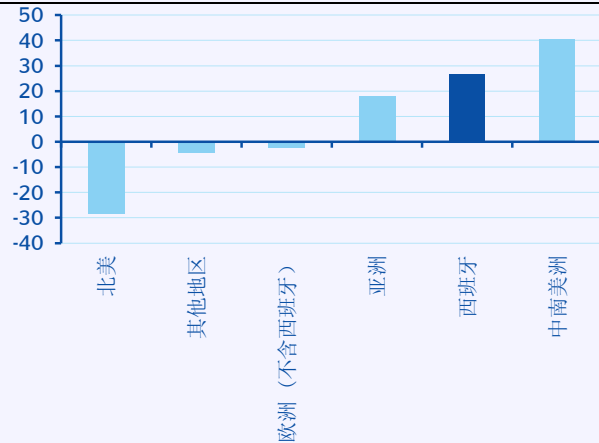
17: 请参见 Beltrán et al. (2010) "Una agenda de crecimiento para España", McKinsey & Company - Fedea。

图 25
商业服务监管与生产力增长, 1995-2007 平均值



来源: BBVA 研究部、EUKLEMS 和 OCDE

图 26
不同地区出口份额变化: 其他商业服务, 2000-2011 (%)



来源: BBVA 研究部和 OMC

框 3. 从全球角度分析房地产危机和房价

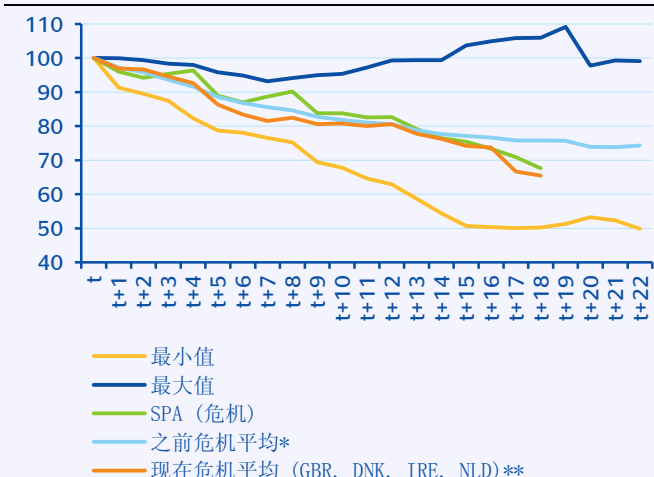
西班牙房地产价格连续 20 个季度下滑, 到现在为止实际价值下滑了 32.2%。这并不是西班牙第一次经历房地产危机, 但有可能演化为最严重的一次¹⁸。

本框将把西班牙住房建设的缩减与最近其他发达经济体的房地产危机做以比较。在分析中, 我们会选出那些在住房建设减少的同时伴有 GDP 下降的国家¹⁹。

图 27 说明了现在的房地产市场下滑与之前的房地产危机存在相似性, 只是在去年下滑的比历史平均水平更快。西班牙并不是唯一一个超出历史均值的国家, 其他欧洲国家也在近期陷入了房地产危机。特别是英国、丹麦、爱尔兰和荷兰, 其房地产价格下跌, 并在最近几个季度里大幅下滑。

同时, 各国经济表现不尽相同。一开始, 西班牙 GDP 大量缩减, 而恢复的时间要比其他危机时要长 (见图 28)。不过, 与其他遭受房地产危机的国家相比, 西班牙经济的恶化程度与其基本相同, 分别不大。

图 27
房地产实际价格在不同危机时期的变化



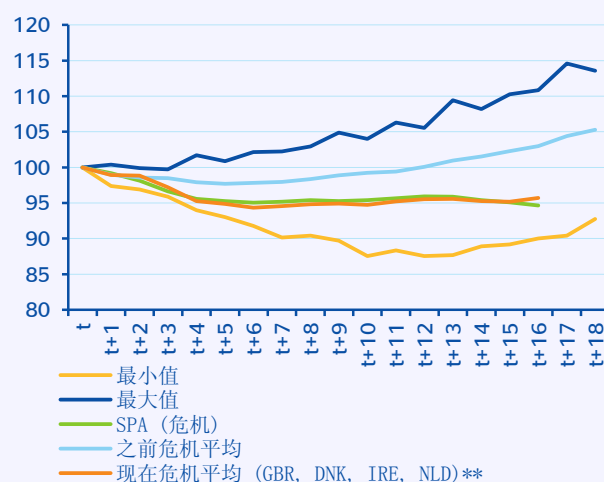
备注: t 是价格达到峰值所用的时间

* 参考之前的房地产危机

** 参考现在的房地处长危机

来源: BBVA 研究部和 Haver

图 28
房地产危机时期的真实 GDP



备注: t 是价格达到峰值所用的时间

* 参考之前的房地产危机

** 参考现在的房地处长危机

来源: BBVA 研究部和 Haver

总之, 当下西班牙房价的下跌与历史平均水平基本一直, 但在最近几个季度里加速下滑。此外, 这种情况不只限于西班牙, 其他经济体, 特别是欧洲一

些国家, 也正在经历相似的危机。现在的情况与以往的不同在于价格下跌更快, 经济恢复更慢。

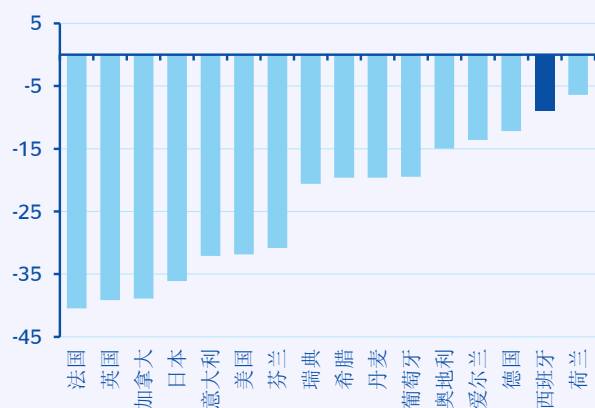
18: 西班牙最近一次房地产危机实在 1978 年下半年开始, 直到 1991 年底才结束。房地产实际价格起初下降了 35%, 之后为 21%。

19: 我们定义房地产危机是在一段时间内, 房地产实际价格下跌 10%, 而 GDP 在此时间内也在减少。样本国家包括: 英国(1973 第三季度), 日本(1973 第四季度), 芬兰(1974 第二季度), 西班牙(1978 第二季度), 荷兰(1979 第二季度), 美国(1979 第一季度), 英国(1980 第一季度), 加拿大(1981 第一季度), 挪威(1986 第四季度), 芬兰(1989 第一季度), 英国(1989 第三季度), 加拿大(1990 第一季度), 法国(1991 第二季度), 西班牙(1991 第四季度), 意大利(1982 第三季度), 挪威(2007 第二季度) 和法国(2007 第四季度)。

框 4. 出口占比、实际有效汇率和西班牙泡沫

西班牙加入欧元区后经济表现的最大特点就是：尽管中国、印度和其他发展中国家在全球贸易中参与得越来越多，西班牙的进出口一直表现良好。具体来说，西班牙在1999至2011年间出口占比仅下降了8.9%，而其他主要的工业国家降幅在20%到40%

图 29
商品和服务出口占全球比重的变化，1999-2011 (%)



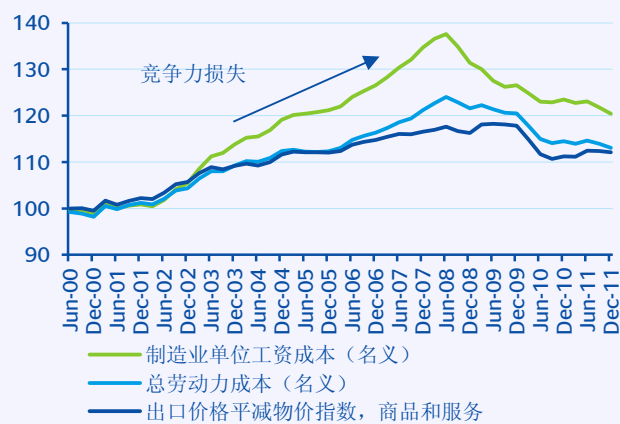
来源: BBVA 研究部和 WTO

本框旨在搜集与西班牙泡沫相反的证据，并指出支持西班牙出口良好表现的潜在因素。图31总结了两个有趣却不为大众所知的事实，是关于1999至2011年期间主要的欧洲经济体、美国、加拿大和日本。

第一个事实是，常被用来衡量竞争力增加或减少的指标（如单位劳动力成本和通胀差别）与出口占比变化并没有明显的相关性。如图所示，用出口价格而非单位劳动力成本或通胀来作为衡量竞争力的指标时，两个变量之间存在正相关(0.22)，但并不显著。

之间（见图29），这个积极的特点并未被注意到。而其劳动力成本相对比其他工业国家反而上升（见图30），紧接着是竞争力下降，导致“西班牙泡沫”的出现（Antràs et al., 2010）。

图 30
西班牙：实际有效汇率
（西班牙对 36 个工业国家，1Q00=100）



来源: BBVA 研究部和欧盟

具体分析，出口占比的变化($ex_t - ex_{tw}$)可以被分解为相对出口价格的变化($p_{tx} - p_{tw}$)和方程残差的变化(s_{tx})，方程残差是由其他会影响出口占比的变量构成：

$$(1) \Delta(ex_t - ex_{tw}) = \Delta s_{tx} - \sigma \Delta(p_{tx} - p_{tw})$$

σ 是出口价格弹性，假设与现有文献的数据：-1.25 相同（图31中斜线的斜率）²⁰。如图所示， s_{tx} 的变化和相对价格的变化一样重要。像德、法、英、美这样的国家，出口占比降幅从德国的12%到法国的40%。表2列出的是出口占比两个组成部分的结果。

20: 在开放性经济模型里，出口(EX)通常用以下公式表达： $EX_t = S_{tx}(P_{tx}/P_{tw})^\sigma EX_{tw}$ ，这里 P_x 是本国出口价格， P_w 是全球竞争者的出口价格。 σ 是出口价格弹性， EX_w 是全球出口需求， S 是残差变量，反映没有被相对价格解释的全球出口占比变化(EX/EX_w)。做对数并计算时间差得到等式(1)。Ratto, Werner 和 Veld (2009) 估量欧元区出口价格弹性值为 1.25，与 Boscá et al. (2011) 对西班牙的估值(1.30)非常接近，比 Adolfson et al. (2008)估量的值略低。

图 31
全球出口占比的累计变化和相对出口价格, 1999-2011



来源: BBVA 研究部、欧盟委员会和 WTO

表 2
全球市场出口分布、相对价格和残差, 1999-2011

	市场占比	价格	残差
荷兰	-6.4	-9.8	3.4
西班牙	-8.9	-14.9	6.0
德国	-12.2	10.9	-23.1
爱尔兰	-13.6	1.6	-15.2
奥地利	-15.0	1.2	-16.2
葡萄牙	-19.5	-9.1	-10.4
丹麦	-19.6	-11.3	-8.3
希腊	-19.6	-19.6	0.0
瑞典	-20.6	9.8	-30.4
芬兰	-30.8	11.8	-42.6
美国	-31.9	14.9	-46.7
意大利	-32.1	-19.4	-12.7
日本	-36.1	26.1	-62.2
加拿大	-38.9	-31.5	-7.4
英国	-39.2	14.1	-53.3
法国	-40.5	6.3	-46.8

来源: BBVA 研究部

由图 31 得出的第二个结论是西班牙的出口占比不仅比大多数发达国家减少得小, 而且如果刨除相对出口价格的影响, 其结果反而增加。虚线的斜率为-1.25, 该虚线显示了如果 $\Delta st=0$, 相对价格变化与占比的关系。向右(左)平行移动这条线反映出如果相对价格保持不变, 全球市场占比的增加(减少)。西班牙的残差变量 st 比其他任何国家都大, 在 1999 到 2011 之间为 6 个百分点。如果西班牙实际汇率贬值, 那么其出口市场占比会增加 20 个百分点(相当于西班牙 GDP 的 6%)。

因为在 1999 到 2011 年间, 单位劳动力成本增加比相对出口价格快(见图 30), 用其解释出口占比的说服力降低 21。此外, 总体单位劳动力成本并不是评估出口企业竞争力的一个很好的指标。具体来说, 大型出口企业的单位劳动力成本会比其他企业要低, 但其出口增长速度远高于中小型企业(Antràs et al., 2010)。因此, 我们必须探究不同规模企业的数据以辨别非价格因素对市场占比变化的影响, 并最终解释残差的变化。在这些因素当中, 之前的研究已经辨别了如产品和服务质量、国际化战略、有效资源配置的重要性等因素(Rodríguez-Crespo et al., 2012; Correa-López and Doménech, 2012)。

参考资料:

Adolfson, M., Laséen, S., Lindé, J. and Villani, M. (2008), "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-through", *Journal of International Economics* 72, 481-511.

Altomonte, C., Aquilante, T. and Ottaviano, G.I.P. (2012), "The Trigger of Competitiveness - The EFIGE Cross Country Report", *Bruegel Blueprint Series*, Vol. XVII.

Antràs, P., Segura-Cayuela, R. and Rodríguez-Rodríguez, D. (2010), "Firms in International Trade (with an Application to Spain)", *SERIEs Invited Lecture at the XXXV Simposio de la Asociación Española de Economía*.

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri and J. Varela (2011), *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan.

Correa-López, M. and Doménech R. (2012), "The Internationalisation of Spanish Firms", *BBVA Working Paper*, to be released soon.

Ratto, M., Werner, R. and Veld, J. (2009), "QUEST III: An Estimated Open-Economy DSGE Model of the Euro Area with Fiscal and Monetary Policy", *Economic Modelling* 26, 222-233.

Rodríguez Crespo, A., Pérez-Quirós, G. and Segura Cayuela, R. (2012), "Competitiveness Indicators: The Importance of an Efficient Allocation of Resources", *Economic Bulletin* (January), Bank of Spain.

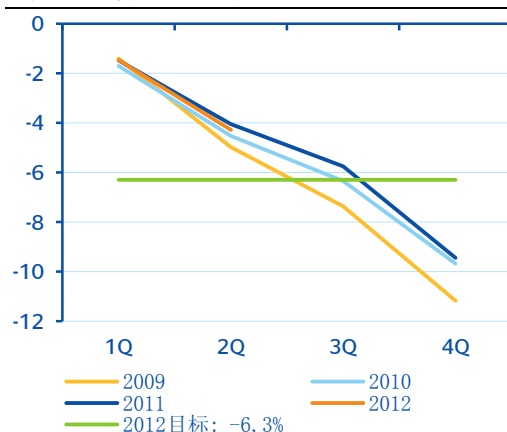
21: Altomonte et al. (2012) 希望大家可以注意整体竞争力实际上包含的信息, 比如真实汇率。这主要是因为计算整体竞争力时会存在总体偏差。

4. 财政大幅调整，但目标恐难实现

西班牙在2012年第二季度累计公共管理赤字为GDP的3.8%（见图32），不包含对金融机构的援助（占GDP-0.5个百分点）。西班牙政府在2012年上半年继续执行对支出和财政调整的政策，但这不足以弥补经济下行对政府税收的负面影响，还有因金融市场压力而造成的主权债务成本上升。图33所示，截止到2012年第二季度，中央和地方政府累计赤字分别为GDP的4.0%和0.8%，而当地企业和社会保障因中央政府的转移支付而略有盈余。这些数字对于实现年底目标来说仍有差距，特别是中央政府，所以我们预期在今年下半年财政调整会加强。

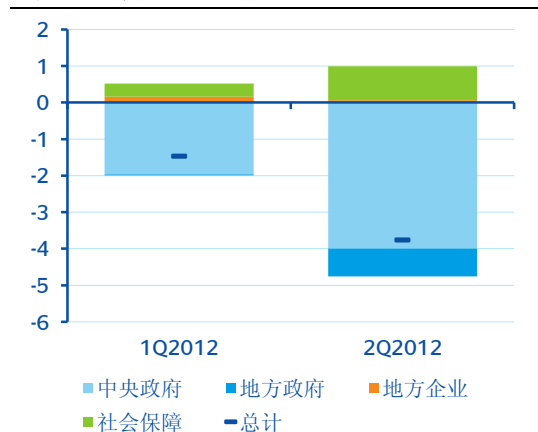
第三季度，最新的政府预算显示到2012年9月为止累计赤字为GDP的4.4%。仍会对表现有影响的是税收减少、借贷成本升高和给地方政府及社保的转移支付。地区政府8月份预算数据显示赤字略有缩减，但截至第二季度仍在0.5%左右。财政调整仍然集中于削减投资和中间消耗，税收调整还没有明显效果。因此，鉴于经济仍然停滞，是否能够实现预算目标将取决于削减开支的决心和后续措施的效果。

图 32
政府机构：净贷款(+) /净借款(-) (*)
(年初至今, 占 GDP 百分比)



(*) 不含对金融机构的援助
来源: BBVA 研究部和 MINHAP

图 33
政府机构：净贷款(+) /净借款(-) (*)
(年初至今, 占 GDP 百分比)



(*) 不含对金融机构的援助
来源: BBVA 研究部和 MINHAP

对2012年第二季度的收入和支出趋势作以分析，图34和35将其减少分解为两部分，一个是周期性，一个是结构性²²。具体来说，图34说明公共收入减少与经济下行的关系（周期性）以及年初税收政策如何阻止公共收入进一步减少。这些措施已经推动政府机构的结构性收入增加了GDP的0.4个百分点。但是，前两个季度的经济下行使公共收入减少了约GDP的0.7%，部分抵消了增加税收的结构性调整的效果。因此，总收入仅增加了GDP的0.2%。

今年前两个季度，结构性成分约调整了GDP的0.7%，几乎涵盖所有的支出项目（见图35），特别是投资，结构性削减GDP的0.4%。但是，结构性调整无法弥补主权债务成本上升（约GDP的0.2%）和失业救济金（额外增加GDP的0.1%）。此外，2012年政府通过的福利更新计划使其支出增加了0.2个百分点，令公共管理全年累计支出达到GDP的44.5%，仅比2011年少0.3%。

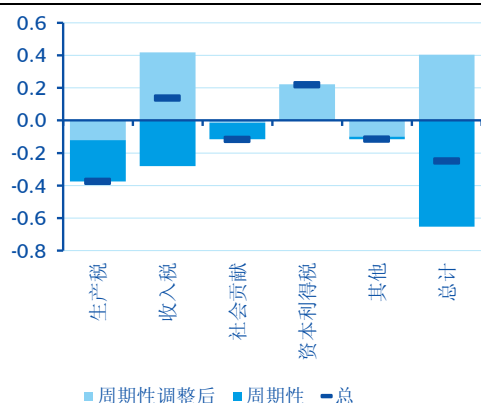
22 每项财政收入和支出都可以分解成结构部分和周期部分。因此，每项的基础都可以由三个变量表示：结构性(b^i, t)、周期性(bci, t)和不确定性($\varepsilon bi, t$)。

$$bi, t \equiv b^i, t + bci, t + \varepsilon bi, t$$

周期性 bci, t 取决于经济周期所处阶段。同样，每一个时间段 t ，每一个收入和支出项目 (r^i, t) 也被分解为三部分：结构性 (r^i, t)、周期性 (rci, t) 和不确定性 ($\varepsilon ri, t$)，前两项取决于他们基础的结构性和周期性。

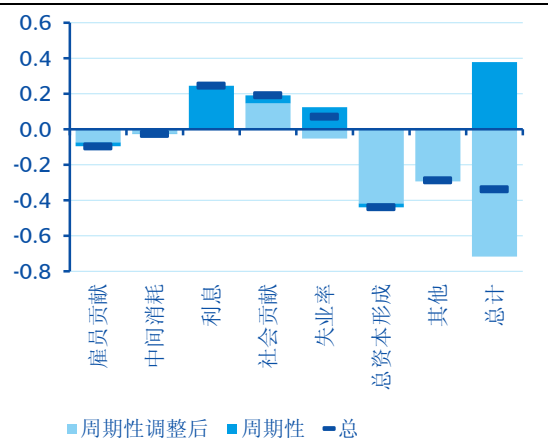
回归的具体内容和结果会在 BBVA 研究部稍后的报告中涵盖：www.bbvaerearch.com

图 34

政府机构：2012 年上半年非金融收入调整
(GDP 占比)

来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

图 35

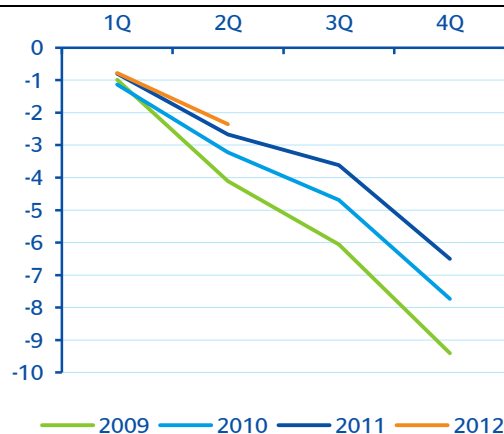
政府机构：2012 年上半年非金融支出(*)调整
(GDP 占比)

(*) 不含对金融机构的援助

来源：BBVA 研究部和 MINHAP

收入和支出的趋势使得政府机构在2012年上半年进行了结构性调整。全年累计基本赤字达到GDP的-2.4%（见图36），不过这是自2010年年中的财政巩固措施的结果（结构性赤字自2010年第二季度缩减2%）。经济活动的进一步恶化和西班牙公共债务压力的增加，基本上解释了赤字与稳定目标之间的偏差（见图36和37）。

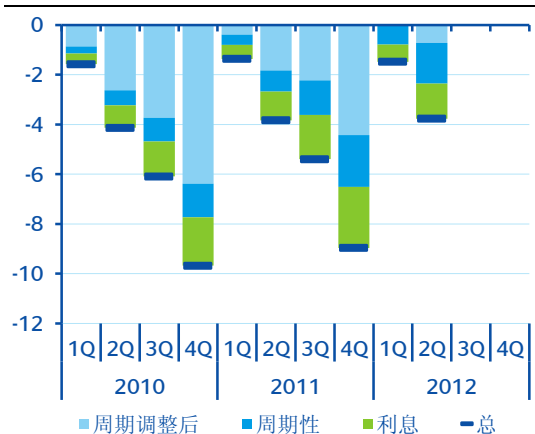
图 36

政府部门：基本平衡(*)
(年初至今占 GDP 的百分比)

(*) 不含对金融机构的援助

来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

图 37

政府部门：净借款组成(*)
(年初至今占 GDP 的百分比)

(*) 不含对金融机构的援助

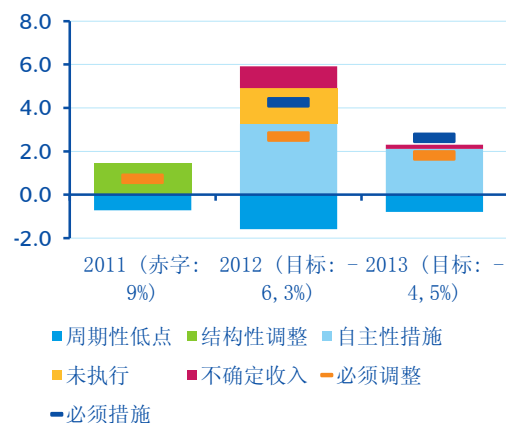
来源：BBVA 研究部和 MINHAP

从这个角度来看，今年上半年的财政巩固政策较为缓和，还需要继续调整以实现其稳定目标，即年底前让赤字达到GDP的6.3%（见表3）。BBVA研究部预计现在经济增长的速度会令政府收入占GDP百分比减少（0.7%）到36%，仅仅比2011年的水平高出0.4%。因为收入减少，财政巩固的压力会转向减少支出，其中经济和金融方面的支出共计占GDP的0.5%。由此来看，支出减少最多的应该是雇员薪酬和投资。总之，西班牙公共管理赤字会在2012年底达到GDP的7.2%，高于稳定目标。

这与2012年目标值相差约GDP的1%，意味着2013年的目标更难实现。如图35所示，明年有必要将赤字减少GDP的2.7%，经济下行对赤字的影响预计会占GDP的-0.8%。如果想在2013年底达到赤字目标，就需要财政调整措施占GDP约3.5%。一项约占GDP2.3%的措施已经宣

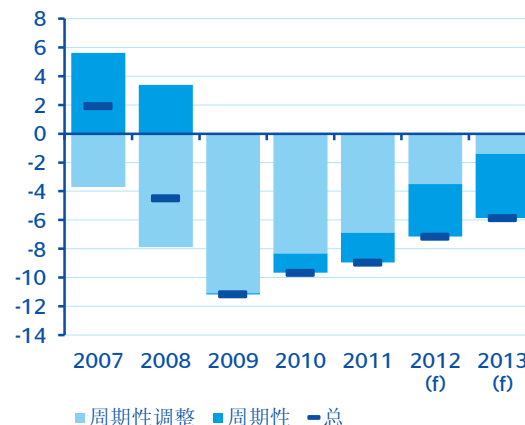
布，所以如果没有额外的措施，2013年的赤字将会高于目标值（GDP的4.5%）1.5个百分点。

图 38
政府机构：实现目标的必要财政措施
（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

图 39
政府机构：净贷款(+) /净借款(-) 能力或要求
(*) （占 GDP 百分比）



(*) 不含对金融机构的援助

来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

表 3
政府机构：对净借款的调整（不含对金融部门的援助）

(占 GDP 百分比)	调整			2012			2013	
	2011	1S12	2S12	BBVA 研究部	政府	调整	BBVA 研究部	
雇员薪酬	11.6	-0.10	-0.79	10.8	10.7	0.2	11.0	
中间消耗	5.9	-0.03	-0.31	5.5	5.0	0.0	5.6	
利息	2.5	0.25	0.38	3.1	3.2	0.4	3.5	
失业救济金	2.8	0.07	0.15	3.1		0.1	3.2	
社会支付	12.6	0.19	0.16	13.0	15.9	0.4	13.5	
资本形成总额	2.9	-0.44	-0.38	2.1	1.8	-0.4	1.7	
其他支出	6.4	-0.29	-0.59	5.6	5.9	-1.4	4.2	
非金融支付	44.7	-0.34	-1.36	43.2	42.5	-0.6	42.6	
生产税	9.9	-0.37	0.26	9.8	9.9	0.7	10.5	
收入、财产税等	9.6	0.14	0.21	10.0	10.5	-0.3	9.6	
社会保障缴款	13.2	-0.12	-0.05	13.1	12.8	0.1	13.1	
资本收益税	0.4	0.22	-0.04	0.5	0.3	0.1	0.6	
其他收入	2.7	-0.11	0.04	2.7	2.7	0.2	2.9	
非金融收入	35.7	-0.25	0.41	36.1	36.2	0.6	36.7	
借款能力/要求	-9.0	-0.09	-1.78	-7.2	-6.3	-1.3	-5.9	

(1) 政府预测，包含失业救济金

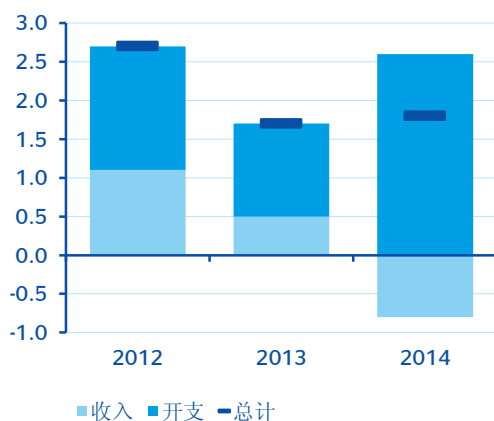
来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

虽然宣布的措施无法弥补经济下行对赤字的负面影响，但它们在帮助公共金融走向可持续的方向。西班牙的财政巩固比其他任何进行财政巩固的发达国家都要更快更深入。需要指出的是赤字削减加速的部分原因是因为2011年没能实现赤字目标，这令2012年的财政措施更加严格。实际上，2012-2015计划中的措施有超过一半已经在其推行的第一年实施。这其实严重影响了国内内需。政府计划中75%的措施针对支出，25%的计划针对收入（见图40）。鉴于公共政策的执行会存在低效率的问题，这些问题会被纠正以削减支出，财政巩固过程中的支出的重要性提高将会降低这个过程对增长的影响。此外，今年针对收入方面采取了许多永久性的措施，这样会减少未来私有部门的不确定性，对市场来说是一个好消息。

尽管如此，截至目前宣布的措施当中有一部分是暂时性的（如取消2012年的圣诞额外补贴）。另外，这些调整似乎更集中于投入方面，在2013年也不会超过GDP的2%，与英国、德国、比利时和丹麦在同一水平线上。但这些国家的公共部门规模更大，且人均收入高于西班牙（见图41），西班牙如此之低的公共投资看起来并不可持续。这个问题的出现与税改风险提升一起，增加了对政策执行力度的担忧。对于公共支出的重建是否会提升效率的不确定性依然存在。预计未来，还会有一些重要的改革要进行，而这些改革应该对经济增长的负面影响越小越好。

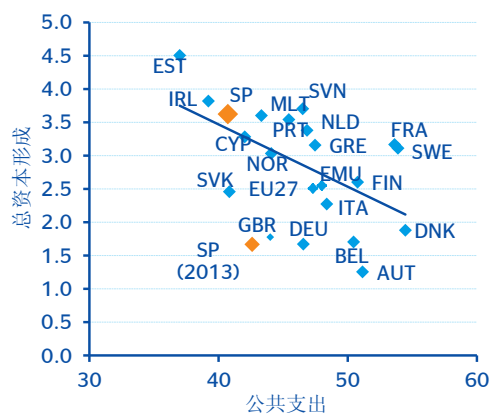
最后，西班牙需要继续提升市场信心，特别是对国家的财政机构，因为它有可能再次达不到赤字目标。关键一步在于政府宣布将建立一个独立的财政权威机构来评估经济的周期性状况和表现，及其对公共金融的影响。虽然这方面的细节还有所欠缺，这个方法会从长远角度提升西班牙财政政策的可信度，如果a) 它是一个独立机构， b) 它足够透明，以及 c) 它的成员是有经验的专业人员。

图 40
政府机构：2013-2014 预算计划中财政调整组成*
(占 GDP 百分比)



(*) 正数将减少赤字，负数会增加赤字
来源：BBVA 研究部、MINHAP 和 INE

图 41
欧洲：投资和公共开支
(占 GDP 百分比)



来源：BBVA 研究部和 Eurostat

5. 表格

表 4
宏观经济预测：GDP

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧元区	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
德国	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.3
法国	-3.1	1.6	1.7	0.1	0.5
意大利	-5.5	1.8	0.5	-2.4	-0.6
西班牙	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.9	-0.1	1.3
拉美 *	-2.2	6.2	4.3	3.0	3.7
墨西哥	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
巴西	-0.3	7.6	2.7	1.6	4.2
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.2	5.8
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.0	4.5
亚太	4.1	8.2	5.8	5.2	5.5
中国	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
亚洲 (不包括中国)	0.8	6.7	3.5	3.7	3.9
全球	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 5
10 年期利率（均值）

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	1.8	2.1
欧元区	3.3	2.8	2.6	1.6	2.1

截至时间：2012 年 11 月 2 日

表 6
汇率（均值）（美元/本国货币）

美元(\$)对各国货币	2009	2010	2011	2012	2013
美元（欧元对美元）	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧元	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
英镑	1.56	1.55	1.60	1.59	1.66
人民币	6.83	6.77	6.46	6.32	6.26

截至时间：2012 年 11 月 2 日

表 7

官方利率

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	5.75

截至时间：2012年11月2日

表 8

欧元区

	2009	2010	2011	2012	2013
真实GDP	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
居民消费：	-0.9	0.9	0.1	-1.0	0.0
公共消费	2.6	0.7	-0.1	-0.1	-0.5
总固定资本组成	-12.7	-0.3	1.6	-3.6	-0.6
设备和其他资产	-18.7	6.3	4.2	-5.3	-0.8
设备	-18.8	6.4	4.3	-5.3	-0.8
建筑	-9.9	-4.4	-0.2	-3.4	-1.4
住房	-12.5	-2.9	0.9	-1.9	0.4
其他建筑	-7.0	-5.9	-1.4	-5.1	-3.3
库存变化（对增长贡献）	-0.9	0.6	0.1	-0.5	0.0
国内需求（对增长贡献）	-3.6	1.2	0.5	-1.8	-0.3
出口	-12.4	11.0	6.4	3.1	3.2
进口	-11.0	9.4	4.2	0.1	2.2
净出口（对增长贡献）	-0.8	0.7	1.0	1.3	0.5
GDP（不含住房投资）	-3.8	2.2	1.5	-0.4	0.3
GDP（不含建筑）	-3.6	2.7	1.7	-0.2	0.4
就业（LFS）	-1.8	-0.5	0.5	-0.8	-0.3
失业率	9.6	10.1	10.2	11.4	11.8
经常账户（% GDP）	0.1	-0.1	0.0	1.2	1.2
公共部门（% GDP）	-6.3	-6.2	-4.1	-3.2	-2.3
年均CPI	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8

截至时间：2012年11月2日

表 9
西班牙

	2009	2010	2011	2012	2013
经济活动					
真实 GDP	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
居民消费	-3.8	0.7	-1.0	-2.0	-2.9
公共消费	3.7	1.5	-0.5	-3.6	-6.9
总固定资本组成	-17.9	-5.5	-5.5	-9.5	-7.4
资本	-24.5	3.0	2.4	-7.7	-3.8
建筑	-16.6	-9.8	-9.0	-11.8	-10.0
住房	-23.1	-10.1	-6.7	-6.8	-8.4
国内需求（对增长贡献）	-6.6	-0.6	-1.9	-4.0	-4.7
出口	-10.0	11.3	7.6	3.8	8.2
进口	-17.2	9.2	-0.9	-4.7	-1.8
净出口（对增长贡献）	2.9	0.3	2.3	2.6	3.3
GDP	-3.7	0.1	1.4	-0.6	0.7
（10亿欧元）	1048.1	1048.9	1063.4	1057.4	1065.0
GDP（不含住房投资）	-1.4	0.5	1.0	-1.0	-0.9
GDP（不含建筑）	-0.5	1.6	2.1	0.3	-0.2
劳动力市场					
就业（LFS）	-6.8	-2.3	-1.9	-4.4	-3.4
失业率	18.0	20.1	21.6	25.0	26.1
生产率	2.5	2.2	2.1	2.8	1.8
价格和成本					
年均CPI	-0.3	1.8	3.2	2.5	2.3
GDP消除通胀指数	0.1	0.4	1.0	0.8	2.1
居民消费消除通胀指数	-1.1	2.0	2.9	2.5	2.6
雇员人均补偿	4.2	0.3	0.7	1.5	2.1
单位劳动力成本	1.7	-2.0	-1.4	-1.3	0.4
对外贸易					
经常账户（% GDP）	-4.8	-4.5	-3.5	-1.4	-0.5
政府部门					
负债（% GDP）	53.9	61.3	69.1	85.2	91.4
预算平衡（% GDP）	-11.2	-9.7	-9.0	-7.2	-5.9
居民					
名义可支配收入	0.6	-2.9	-0.5	-3.1	-1.5
储蓄率	17.8	13.1	11.0	7.6	6.6

(*)：不含对西班牙银行的金融援助

截至时间：2012 年 11 月 2 日

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或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，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 Spain Unit:*Chief Economist for Developed Economies*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com

Anabel Arador

+34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com

Joseba Barandiaran

+34 94 487 67 39
joseba.barandia@bbva.com

Xavier Callol

+34 91 374 75 28
xavier.callol@bbva.com

Mónica Correa

+34 91 374 64 01
monica.correa@bbva.com

Juan Ramón García

+34 91 374 33 39
juanramon.gl@bbva.com

Ángel Gavilán

+34 91 374 52 62
angel.gavilan@bbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82
felix.lores@bbva.com

Antonio Marín

+34 648 600 596
antonio.marin.campos@bbva.com

Myriam Montañez

+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

Mercedes Nogal

+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com

Juan Ruiz

+34 646 825 405
juan.ruiz2@bbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@bbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@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
apuate@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

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

U

nited 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
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.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.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