

巴西

# 经济展望

2010年8月

经济分析

- 巴西经济在高速增长了 15 年之后，今年一季度经济增长预期会随着新宏观政策的基调减速。
- 通货膨胀预计也会缓慢减弱尽管在明年仅仅会接近 4.5% 的水平。
- 财政和货币政策刺激的回收已经开始，因为经济过热的现象已经出现。但是周期性调整的障碍主要是由于货币政策导致的主要支出依然在增加。
- 尽管货币紧缩周期和缓慢调整的经济活动会限制未来扩张（同时额外的坏账数目也会减少）私人部门的信贷在过去几个月复苏，预期会持续增长。
- 巴西经济的强势基本面使得该国能够某种程度上从欧洲的动荡中隔离出来。但是如果外部的动荡变得严重的话巴西依然会受到打击。
- 如果欧洲的动荡如预期一样变缓，巴西雷亚尔会保持相对升值，尽管政府的干预会避免货币价值低于 1.7 的水平。
- 下半年的政治对经济的风险可能增加，因为总统选举将临。尽管政治产生的动荡会较以前来的温和，不过风险将会比市场现在预期的大。

## 目录

1. 全球经济风险再评估 .....	3
2. 巴西增长：经济增长强势上升后变缓.....	4
3. 货币政策和财政政策：互补？ .....	6
4. 信贷继续扩张 .....	7
5. 巴西经济的风险状态 .....	8
6. 表格 .....	9

截稿日期：2010年7月22日

## 1. 全球经济风险再评估

欧洲财政调整对经济增长的影响将不像通常所认为的那样高。可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区财政地位可持续性的中期风险可能被低估了。

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字和稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现财政紧张的潜在后果仍然相当大。

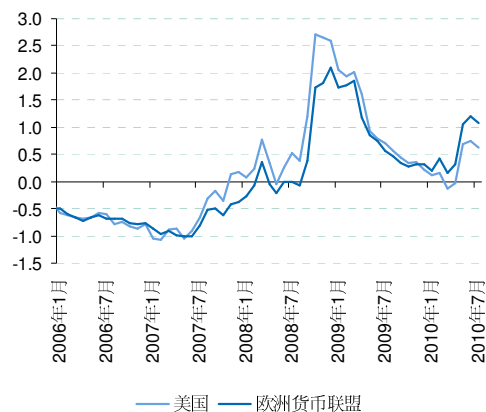
源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实施严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使美联储和欧洲央行推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了紧缩性政策。

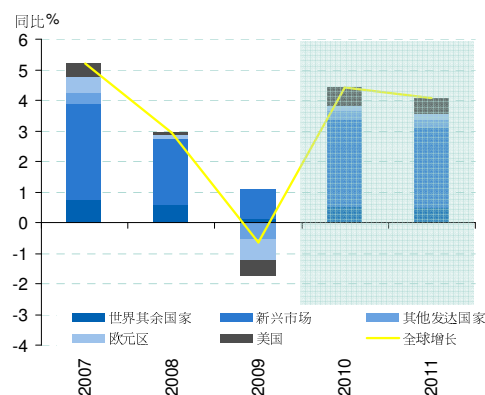
欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分这两个机构，限制欧洲央行对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它仍将处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀预期仍然得到良好预测。

全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年软着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

图1  
美国和欧盟的金融压力指数\*

\* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。  
来源：BBVA Research

图2  
对全球GDP增长的贡献

来源：基于国民账目的BBVA Research和IMF

尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。

中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

## 2. 巴西增长：经济增长强势上升后变缓

巴西经济在第一季度扩张达到同比9%，这是15年来增长最快的时候。这是由于去年较低的基数效应，不过也是由于国内强大的需求（投资和私人消费分别增长了同比26%和同比9.3%）。但是一系列宏观和微观指数显示，复苏的道路持续性较差。在宏观方面，通胀和经常帐户赤字在今年1月大增。通胀从09年末的4.3%上升到现在的5%（非交易的通胀，更好的捕捉了国内价格活动的影响，现在超过7%）。市场对今年年末的预期是5.5%，显著高于4.5%的通胀目标。外部的赤字达到了GDP的2%，这是由于进口商品的增多（今年前5个月达到了同比44%）以及收入和服务支出增加（同时期达到了同比28%）。现在的增长步伐的不持续性在微观层面也得到证实。例如，有例子证明，熟练和非熟练工短缺。还有就是巴西生产力瓶颈的表现，例如机场拥挤，对电力短缺的担忧，还有不少。这些例子都和我们预测的一致，即经济增长超过了其潜在能力。而2010年全年我们预期GDP比潜在GDP高1.1%。

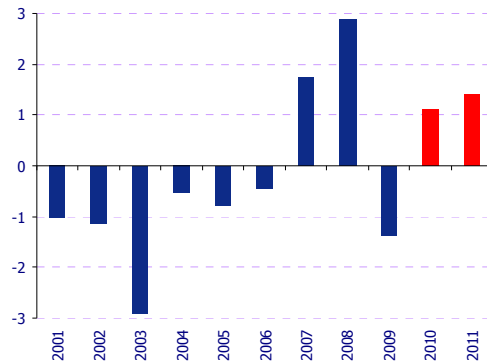
尽管火热的增长数据得到了公众情况的支持，政府同样认识到了现在增长的不可持续性。危机时刻执行的财政和货币刺激正在被收回，因为这些政策明显不再适用了。除了不那么扩张性的宏观政策，其他因素也预期会在一季度的强劲数据后减缓经济活动。存货已经在危机前的水平，相信会给GDP的扩张贡献度减少。最近的债务障碍的增加将会减少消费扩张的边际利润。最后，欧洲主权债务问题的不确定性和美国及中国的下半年度的缓慢成长会促使巴西的经济增长放缓。

在第一季度季环比增长了2.7%之后，我们预期季度的增长在余下的时间下降至平均0.5%。对于2010年全年我们预期GDP会增长6.9%，比我们之前预期的高100个基点。这个向上的调整主要是由于今年第一季度正向的刺激，这是由于国内需求，特别是投资，在刺激被收回的初期依然不错。商品价格也帮助刺激了经济发展，因为价格保持在高过预期的水平。

这个年度预测包括了21%的投资增长和5.2%总体消费的扩张（6.4%的私人消费增长）。而对于GDP的海外部分，我们预测出口增长13%而进口增长33%（见图四）。尽管增长会从第二季度开始变缓（这可以

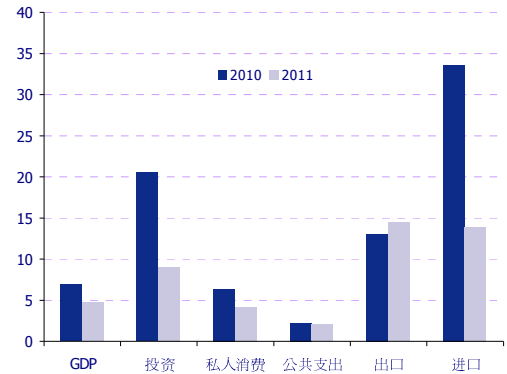
从高频的指标数据——工业生产和零售——中看出来），GDP的私人部分会持续从向好的劳动力市场以及一些长期的活动如贫困率及不平等下降中受益。

图3  
产出差%



来源：BBVA 研究部

图4  
GDP 预测%



来源：BBVA 研究部

对外账户及通胀会从经济活动放缓中受益。最近数据真实反应了这个。在连续上涨了6个月之后，得益于没有受到供应冲击，年化的通胀在过去两次记录中下降，相信会在余下的时间中继续放缓。我们预期国内价格在2010年增长5.4%。

经常帐户赤字在连续几个月增长之后第一次开始下降。在今年的首5月累计经常帐户赤字已经达到了190亿美元。在今年末，我们预期会达到510亿美元（GDP的2.7%）。贸易顺差现在比去年同期少43%。不过最近，贸易顺差呈现令人惊异的上升趋势，这是由于许多商品（石油和铁矿石）和汽车的进口增加。我们因此上调对贸易差额的预测，从80亿美元上调至120亿美元。

除了经济活动减缓，巴西雷亚尔的贬值超过我们预期2%之多，在第二季度平均达到1.79，这也帮助我们理解最近对外账户的变动。

在今年上半年，央行持续干预外汇市场，买入美元以增加储备来延缓外汇波动。这段时期总共购买了140亿美元而外汇储备达到了2530亿美元（差不多是年末预期的经常帐户赤字的5倍）。尽管外汇储备在动乱的时候作为自身的保险，央行购买美元而随后在公开市场进行干预，这些增加了公共债务。巴西的一些市场干预措施使得干预成本非常高。具体来讲，发行用来进行购买美元的债务基本都集中在短期，另外，成本很高是因为进场以SELIC为基准（比金管局从外部资产获取的报酬还高）。这个成本随着外汇储备增加而增加。在2010年末，我们预期外汇储备预计会达到2800亿美元。

而关于汇率方面，从现在起一些因素会推动巴西雷亚尔下降，比如发达国家的金融动荡以及对于如果巴西雷亚尔显著升值那么外汇干预将会触发的认识。另外，未来几月的总统大选也会带来另外的波动，尽管任何方面来讲，政治发展对市场的影响在过去是有限的。另一方面，Banco do Brasil和Petrobras的资产化会创造一些升值的变动，这由外资参与的程度决定，这应该会比较高的，也由央行吸收外资进入的水平决定，这也应该会很高。总的来说，我们预期外汇汇率会在今年剩下时间达到了1.7-1.8的水平，可能在三季度达到低点，在四季度达到高点。

对于我们2010年之后的预测，我们觉得之后的风险比现在市场认为的多。现在的干预主义的趋势可能会被Dilma Rousseff（和我们自雷曼危机其所观察的一致）或者Jose Serra（和他最近提出的决策层在货币政策上应该有更多影响力一致）强化。在现在，总统选举是开放状态。

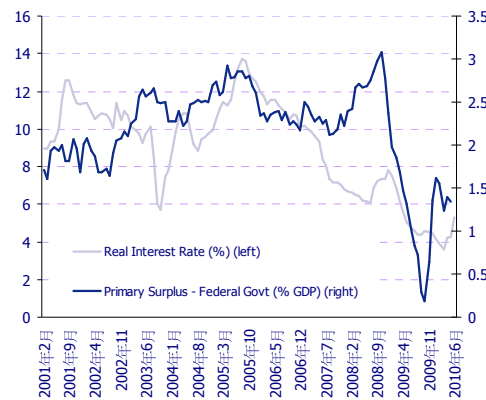
尽管经济政策存在一些错误的管理和扭曲，我们预计强劲的增长在明年还会继续，不过不会和今年一样多（2010年达到4.7%，之后接近5%）。GDP增长的动力将持续来自国内需求，这会持续给通胀和经常帐户施加压力。我们预测通胀在2011年达到4.8%，比目标的4.5%高一点点，然后会在2012年收敛到目标值。但是经常帐户赤字预期会持续扩大，在2011年达到3.3%，可能会在2012年达到4%。巴西经济未来1年的强度会保持巴西雷亚尔在升值的水平。更准确的是，我们预计巴西货币将会在1.78的附近震荡。

### 3. 货币政策和财政政策：互补？

危机中的逆周期政策执行是货币政策和财政政策的互相补充。政府曾成功的在减税的同时保证支出相对扩张状态。央行在另一方面有空间将利率降到历史地位。因此财政政策逆周期的角色被货币政策强化，反过来亦是。在 2009 年末和 2011 年第一个月，财政和货币政策同时特别的扩张（见图五）。这是理解 2010 年经济活动强劲的核心。

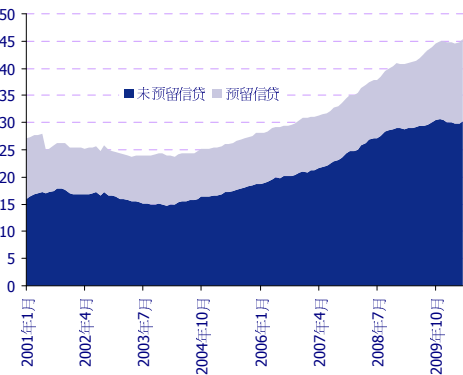
但是最近，危机中实施的财政和货币政策刺激开始收回，这是经济过热的明显标志。央行在 3 月开始要求增加银行存款准备金率，一些天前，宣布一项新的调整，那将会慢慢把准备金率在 2014 年的时候逐步调到危机前的水平。这个标准颠覆了之前关于巴西准备金率可能因为金融危机而永久的接近国际水平的预期。除了央行 4 月开始上调利率，SELIC 第一次从 8.75% 上调至 9.5%，6 月的时候又调至 10.25%。最近，在 7 月，参考利率上调了 50 个基点至 10.75%。我们预期货币调整的步伐在未来几个月持续减缓，SELIC 在年末会达到 11.5% 的水平。风险是向下的，例如，不再进行激进的调整，因为最近货币政策委员会的决定比较偏向于和平路线。不管怎样，现在应该考虑的是当下货币政策有效性比过去高，因为总的信贷和非指定用途的贷款现在占 GDP 比重比平时都高。（见图 6）

图 5  
财政政策 and 货币政策



来源：BBVA 研究部和 BCB

图 6  
信贷 (占 GDP%)

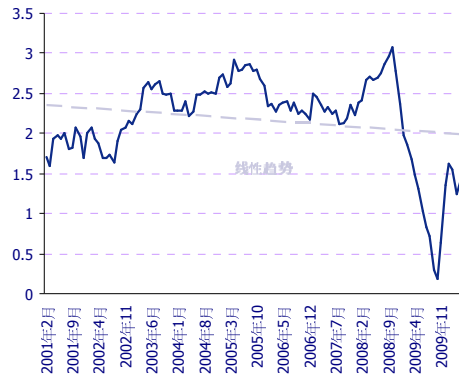


来源：BBVA 研究部和 BCB

而对于财政政策，许多去年执行的刺激最近都收回了。尽管如此，作为主要供应的联邦政府从历史地位缓慢复苏，现在比危机前的水平都还低（见图 7）。如同在图 8 所示，联邦收益在上升，但是主要支出保持过强以至于不能使得联邦政府的主要供应得以改善。一些平民论调的决定，例如增加 7.7% 的养老支出，以及上升公共部门的干预同样保持主要供应较低。

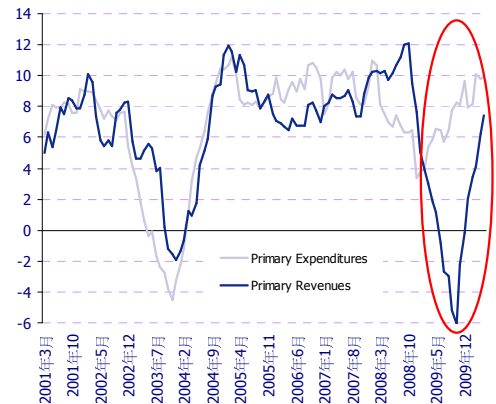
主要支出下半年会调整一点点，但是会持续增长并对货币政策产生更大的障碍。我们现在预测主要供应在 2010 年达到 GDP 的 2.9%。这比 2009 年的要高，但是比危机前的水平和 3.3% 的全年财政目标低。（但是由于增加的投资支出现今可以从目标数目中扣除，因此达到目标名义上不成问题）2009 年的改善主要由于收入的增加超过缓慢的支出。从名义量上算，我们预测 2.8% 的赤字（包括利率支出）。公共债务根据我们的预测从去年 GDP 的 44.5% 下降到今年的 42% 以上一点点。

图7  
联邦政府主要盈余（占GDP%）



来源：BBVA 研究部和 BCB

图8  
联邦政府账户，12个月累计值（同比%）



来源：BBVA 研究部和 BCB

## 4. 信贷继续扩张

在 2008 年和 2009 年大部分时间的经济减速之后，私人部门的信贷在过去集约复苏，现在以同比 17% 的速度增长，见图 9。以部门来分，地产信贷动能最强。正在以年化 51% 的速度增长，消费和公司的信贷增长分别是 17% 和 18%。部分房地产信贷的动力是由较低的基准造成的。

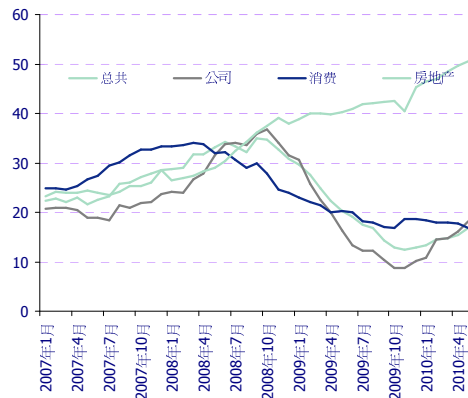
观察更细分的数据，我们看到来自 BNDES（国家开发银行）在房地产和农村地区的信贷发放中扮演的角色更多。更准确的来说，预留资源现在占了总信贷的 33%，而两年前相比只有 28%。另外一个重要的信贷趋势是工资信用的扩张，现在占了总的个人信贷的 60%。

在今年余下的时间里，信贷预期会持续高速增长，尽管货币紧缩周期和经济活动的减缓会控制进一步扩张（也包括额外的坏账数目的下降）。在年末，我们预期信贷增长在同比 20% 左右。

尽管一些公共银行进行了资本化 – 如同 BNDES 和 Banco do Brasil – 他们会更新他们能够放贷的能力，私人银行至少需要恢复在危机中丢掉的一部分市场份额。

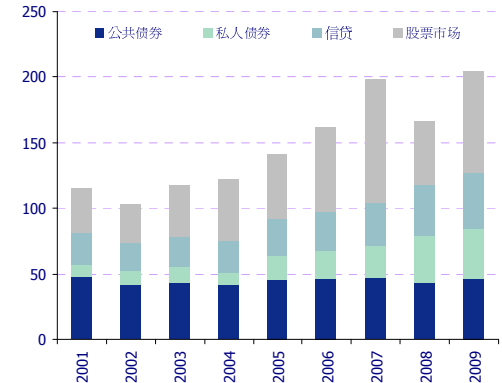
而对于金融系统来说，现在有对于过多的流动性的担忧，但是现在货币政策的基调以及最近的储备金率调整需要用来帮助减少现在的流动性水平（在今年的首 4 月的短期资产占总资产的 21%，是近年来的最高值）。资本比率保持较高的水平而银行盈利能力继续反映良好的经济趋势和有限的坏账损失。总的来说，现在的情况看起来可以让巴西的金融市场持续保持良好的表现（如图 10 关于最近的巴西金融系统的发展）

图9  
私人部门信贷（同比%）



来源：BBVA 研究部和 BCB

图10  
金融市场（占GDP%）



来源：BBVA 研究部, 彭博和 BCB

## 5. 巴西经济的风险状态

巴西经济的强度 – 随着国内需求的增强，地理上多样化的出口结构，良好的金融系统可靠性以及执行抗周期政策相对新的能力 – 这些保持巴西相对动荡局面的欧洲独立。但是，国内市场的5月末的波动性显示如果外部的动荡变得更早的话，经济体依然会受到冲击。主要徘徊在我们现在预期的巴西经济强劲的增长环境周围的风险是由于欧洲的问题和发达国家的经济复苏逐步减少而造成全球风险趋避的向上趋势。这样的情况下，商品价格的调整，特别是全球市场的金融波动会对巴西经济活动产生一个逆相关的影响。国内需求会持续支持，不过不足以保持增长率不变。

在2010年后，结转效应和前半年的表现会保证稳定的增长，差不多在5.5%到6.0%之间，但是对于2011年和2012年，GDP的增长应该会比我们对主要的预测情况低约200个基点。但是在这样的情况下，经常账目和特别通胀的紧张会减缓。根据我们的预测，后者会趋于向下的趋势并在2011年和2012年向4%的水平收敛。而前者在另一方面，会在未来两年稳定在GDP的3%左右，这是由于国内需求的变换以及巴西雷亚尔的贬值，雷亚尔预计会在今年的余下时间接近1.9的水平，而2011和2012的时候会比这个数据高一点点。外部账户的融资在这样的情况下会更难，并会对外汇市场增加波动性。在任何情况下央行应该有更多的外汇储备面对美元的缺乏。而在财政政策面，收入会受到较低的增长率打击，主要供应会下降到2.7%的水平，而不是基础情况中的3%。而外部和财政账目的风险有限，尽管财政面上的对错误的管理的较低容忍度会影响到整个国家。

稍有可能不过依然存在的风险是增长如预期一样避免减缓。这样的情况下2010年的GDP会轻松达到8%或更多（按季度来看，这意味着从二季度开始将有月环比1.3%的平均增长，与之相比的是我们的基础情况，即一季度2.7%季度环比增长或者0.5%的平均月增长，）

在这个“过热的环境”中，通胀会趋于向上，较严厉的宏观政策调整是需要的。这个调整可能会通过执行更严厉的货币政策来达到，也包括更严格的财政政策。政策的混合可能会被选为总统的人所影响。我们预期Dilma相对Serra不太会较早的执行财政调整，而在2011年对货币政策施压。

无论什么情况，经济增长突然停步的影响是不可商讨的，特别是公共账目发生负影响（最近的公共收益部分对于经济活动水平敏感）。这个情况下的其他主要的干扰因素将是经常账目赤字超过预期的恶化，这会显示汇率进一步贬值，而外汇市场波动也会加大。



## 6. 表格

表 1

## 宏观经济指数预测：季度

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11
<b>GDP (同比%)</b>	-2.1	-1.6	-1.2	4.3	8.9	8.2	6.3	4.3	2.9	3.9	5.2	6.5
<b>通胀(同比%)</b>	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	5.0	5.3	4.9	4.5	4.7	4.8
<b>汇率(vs. 美元)</b>	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.79	1.76	1.78	1.82	1.82	1.83	1.85
<b>利率 (%)</b>	12.6	10.3	8.9	8.8	8.8	9.8	11.3	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5

来源：BBVA 研究

表 2

## 宏观经济指数预测：年度

	2009	2010	2011
<b>GDP (同比%)</b>	-0.2	6.9	4.7
<b>通胀 (同比%, 均值)</b>	4.9	5.1	4.7
<b>汇率 (vs. 美元, 军制)</b>	2.00	1.78	1.83
<b>利率 (% , 均值)</b>	10.1	10.3	11.5
<b>私人消费 (同比%)</b>	4.0	6.4	4.2
<b>政府支出 (同比%)</b>	3.7	2.2	2.1
<b>投资 (同比%)</b>	-9.9	20.5	9.0
<b>财政账户 (% GDP)</b>	-3.5	-2.8	-2.4
<b>经常账户 (% GDP)</b>	-1.6	-2.7	-3.3

来源：BBVA 研究

## 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/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 Emerging Markets Unit

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@grupobbva.com

## BBVA Research

*Group Chief Economist*

**José Luis Escrivá**

*Chief Economists & Chief Strategists:*

*Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:*

**Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

Economic Scenarios

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and

Commodities

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Spain and Europe:*

**Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

Spain

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*United States and Mexico:*

**Jorge Sicilia**

j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@compassbank.com

Mexico

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Emerging Markets:*

**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets  
Analysis

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Pensions

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

**Joaquín Vial**

jvial@bbva.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

## Contact details

### BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese