

巴西

经济展望

2010年11月

经济分析

- 人们广泛预计新总统迪尔玛·罗塞芙（**Dilma Rousseff**）将保持经济政策基本不变。她已决定增强巴西经济稳定性的三大支柱：财政稳健、通胀控制与汇率弹性。
- 新上任总统最近提到实施更为紧缩的财政政策，这将有利于控制通胀和汇率上升压力。同时也将简化货币政策工作。
- 在第一季度达到高峰后，目前经济增速放缓。**2010年GDP**预计增长**7.5%**，达到**25年**内的最高值。未来数年内增速将放缓至**4.5%**左右。
- 巴西和国外经济活动的放缓以及相对上升的汇率将有助于控制通胀。但是，高于预期的物价或工资压力可能抬升国内物价。总之，我们预计明年中央银行不会提高利率。此外，减缓汇率上升的压力将可能加大。
- 今年财政账户将从巴西石油公司（**Petrobras**）**IPO**的意外收入中获益。明年财政支出预计将略有下降，这有助于公共部门减少债务。
- 经常账户赤字将持续加大，到明年年底，将达到**GDP**的**3%**左右。必须对这一变量进行监控，因为它的恶化会加速实际货币贬值以及经济政策紧缩。

目录

1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面	3
2. Dilma Rousseff的经济政策	5
3. 国内需求旺盛但国内供给略显不足	5
4. 货币政策重心转移?	7
5. 巴西双赤字	8
6. 如果世界经济出现二次探底, 情况将如何?	9
7. 表格	10

截稿日期: 2010 年 11 月 9 日

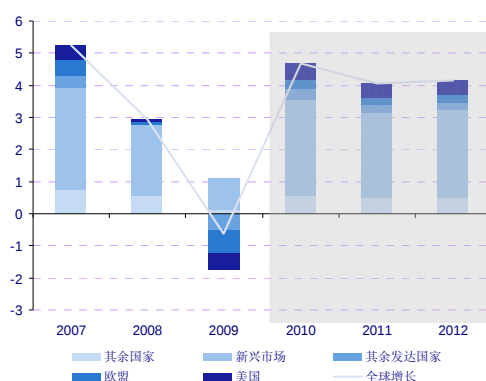
1. 全球展望：经济增速呈现北慢南快局面

全球经济，更多地是新兴国家经济保持强劲增长，而周期性和财政性问题却一直困扰着发达国家

全球经济保持强劲增长，预计 2010 年增长 4.7%，2011 年将增长 4.1%（见图 1），大部分与我们三个月前的预测一致。世界经济的这一鼓舞人心的表现主要是由于新兴经济体的强劲表现，这些国家的银行部门更为健康，受金融危机的影响更小，因此复苏很快。相反，对美国经济进入新一轮经济周期的担忧和财务问题依旧困扰着欧洲，宏观经济和财政调整仍在进行当中。因此，和我们预计的一样，即便新兴国家经济体已开始有节奏地放缓经济增速以防止过热风险，未来两年北半球发达国家和南半球新兴市场的经济增长仍将存在较大的差距（见图 2）。

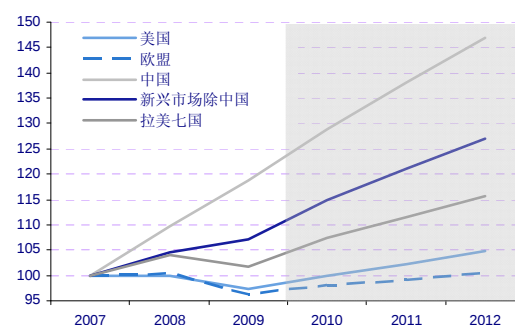
但这两个不同的群体内部各国家之间还存在重大的政策上的差异。相对于欧洲（和大多数其他国家）而言，美国的宽松货币力度更大，导致美元对欧元贬值，使欧洲的经济复苏复杂化。而在新兴经济体，亚洲和拉丁美洲国家采取的不同汇率政策迫使后者（和欧元一起）承受着由美国新一轮货币宽松引起的货币的大幅升值。

图 1
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2
GDP 水平: 2007=100



来源: BBVA Research 和 Datastream

鉴于美国家庭去杠杆化仍在继续，美国经济将保持低速增长，但不太可能出现二次探底。

在过去的这个季度，美国相对疲软的经济指标在市场参与者间造成了对美国经济可能再次衰退的恐慌。部分通过刺激购买（耐用品和住房）从财政支持政策中直接受益的关键行业显现出的疲软状态充分表明私部门需求的复苏仍不足以维系自身的发展。这是美国家庭不断去杠杆化和劳动是市场疲软造成的，后者还将继续迫使家庭缩减支出，其节省程度甚至超过了 90 年代后五年以来的任何一个时期。尽管美国在再平衡增长的过程中对此表示欢迎，但由于消费（在过去的衰退中，消费是经济复苏的支柱之一）将保持在较低水平，且其对经济增长的推动作用仅能从企业加大设备投资和出口中得到部分补偿，这可能会加大对美国经济周期性问题的担忧。

近期对房地产部门健康发展的担忧，在我们看来，有些过度，且房地产价格已下滑了约 30%，进一步大幅下跌的可能性很小。当然，也有一些值得担忧的因素，如住房存量的增长和新增止赎案例导致住房供给进一步增加的潜在影响（这可能源于越来越多的人拖欠贷款或业主抛售房产）。但也有利好支撑因素，如自危机初期以来购房者负担能力的巨大回升以及有助于支撑未来需求的人口趋势。如果房价继续下跌，确实可能对消费产生不容小觑的影响，但至少银行系统似乎还能够承受得住房价的小幅下跌。总而言之，房价再次大幅下跌的可能性非常小。取而代之的是，房价更有可能在一段时期内维持相对稳定，而过去的超量供给也将最终被市场再次吸收。

总的说来，由于销售的回升和监管上不确定性的减小，私人投资的回暖将部分抵消掉消费和进一步实施财政刺激政策低概率（出于对当前赤字规模和政治形势的担忧，尤其是 11 月国会选举之后两党的权力的平衡如若有所变化）对经济增长的负面影响。正如我们很早之前的预测所指出的那样，这将意味着美国从本次金融危机中走出的速度会大大慢于从之前的经济周期中恢复过来的速度（见图 3）。然而，美国经济二次探底的可能性很小，无论如何，内需疲软将促使美国继续敦促其他国家（尤其是

那些经常项目盈余和国内储蓄率高的国家）扩大内需并为必要的全球在平衡做出贡献。在这种背景下，美国新一轮的货币宽松可被解读为是为了强行迫使其他国家做出部分这样的调整的一种方式。

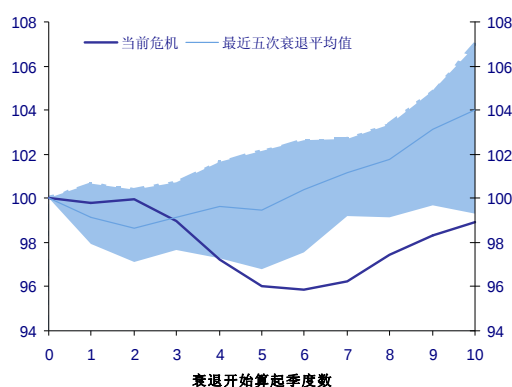
尽管系统性风险已低于夏季前的水平，市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持信心的关键，且不会在短期对经济增长产生重大负面影响

在财政整合和解救困境中政府的措施有了决定性的改进，尤其是金融业压力测试之后，欧洲经济危机的发展有了质的变化。即使平均主权利差保持相对稳定的情况下，市场也注意到了不同主权资产间的区别，因此减少了系统性风险。此外，金融市场已选择性开放，得以重新发行债券预示着未来财政压力会进一步减小。

尽管如此，欧洲金融市场的资金压力仍然是该地区的主要风险来源（图 4），尤其是主权债务问题和金融业风险存在一定关联，并考虑到其国家和跨国风险敞口时更是如此。此外，鉴于经济增长最快的经济体是受外部需求的推动，近期欧元走强也意味着更大的挑战。这使得更加有必要在短期内采取措施果断解决该地区宏观经济的薄弱点，也即财政的可持续性和外部不均衡，以及避免继续推迟对银行系统的薄弱部分进行重组。问题的关键在于继续重塑市场信心以缓解市场的紧张情绪并恢复私部门需求的自发性动力。此外，为了使经济保持长期增长态势，进行必要的结构和制度改革至关重要，而后者在预防和解决未来的财政不平衡方面尤为重要。侧重制度改革而非维持需求正是欧洲央行和其他央行的不同之处，也是其政策成本也低于美联储的原因。

图 3

美国 GDP: 当前的周期 vs. 之前的衰退*。
每次衰退的初期=100

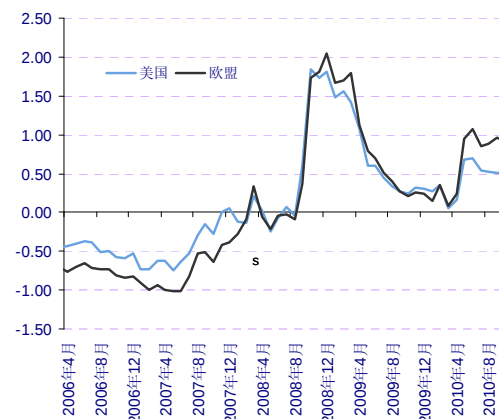


来源: BBVA Research 和 NBER

* 阴影区域: 过去 5 次衰退期间 GDP 的范围

图 4

财政压力指数



来源: BBVA Research

发达国家将在较长时期内采取宽松货币政策，加大了世界范围内的货币升值压力

预计发达国家经济增速会非常低，通胀压力会有所减弱，这意味着三个最主要的发达经济体（美国，欧洲和日本）的利率将在一个更长的时期内维持在低位。然而，在对周期性的担忧再起、接下来的财政刺激政策范围大幅缩小的背景下，市场更加关注的是美国的新一轮非常规货币宽松（也即所谓的二次量化宽松或 QE2）。对此次进一步加大流动性的预期使得美元汇率在世界范围内走低，包括美元兑欧元汇率。未来，鉴于二次量化宽松的市场影响多已被消化，欧元兑美元汇率走势将更多地取决于相对的经济增长前景（相对于欧盟来说，这对美国更有利），但也会受两地货币政策和投资流向的影响。同时，由于全球流动性增加，宏观经济基本面更为强劲，且高回报率将继续吸引资本流入，我们预计新兴经济体货币将继续面临升值压力。

鉴于增长强劲，全球流动性充裕和邻国的外汇干预，新兴市场面临越来越大的政策困境

新兴经济体继续保持强劲增长，亚洲新兴市场引领全球经济复苏。无论在亚洲还是拉丁美洲，国内私部门需求都取代了经济刺激政策成为了推动经济复苏的主力军。未来，随着全球存货周期的结束、外部需求的下滑和财政刺激政策的退出，亚洲经济增长势头有所减弱，经济增长将有所放缓，因此经济过热风险将会减少。但该地区仍将是全球经济增长的最大贡献者。

但亚洲和拉丁美洲面临着越来越艰难的货币和汇率政策困境，难以再为旺盛的内需降温、阻止资本大量流入以及维持在国外市场竞争力之间做出选择。一些国家已开始通过行政手段打击资本的大量涌入，另一些则放慢了货币紧缩的节奏。

鉴于人民币汇率相对缺乏灵活性（其他亚洲新兴国家货币汇率要稍微好一点），拉美国家的处境显得更为艰难，货币的继续升值将成为阻碍经济增长的绊脚石。因此，许多拉美国家正考虑加大外汇干预力度，尽管经验表明在多数情况下这只能放缓货币升值的速度，而非抑制货币升值，效果极为有限。而风险在于加大对外汇市场的干预力度可能会最终导致报复性的贸易措施。这更凸显了亚洲（尤其是中国）加大汇率的灵活性并以此为其他国家提供更多政策空间的重要性。

2. Dilma Rousseff的经济政策

在数天前举行的第二轮选举中，卢拉的候选人迪尔玛·罗塞芙毫无意外地当选为巴西总统。她获得56%的有效选票，而她的对手若泽·塞拉（Jose Serra）得票率为44%。

迪尔玛将于1月1日接任，任期四年。从现在开始到上任前，迪尔玛的工作中心将是宣布新政府成员，以及公布明年初将实施的经济政策。

人们广泛预计经济政策将保持连续性。迪尔玛已决定增强巴西经济稳定性的三大支柱：财政稳健、通胀控制与汇率弹性。

迪尔玛最近提到了紧缩财政政策，以解决政府支出一直膨胀以及中期内财政管理不善可能导致风险的问题。我们预计新政府会宣布在未来四年内将实施规则型政策。例如，可能确定公共部门净债务目标（据传到2014年底从41%降至30%）或公布与近期3.3%初始盈余目标更贴近的年度财政业绩目标。总之，我们预计明年初甚或今年底将实施一些财政减缓政策。

财政减缓政策将有助于GDP与其潜在水平保持接近，从而控制通胀。这可减轻实际货币的压力，减少对汇率市场的干预。换句话说，全力增强财政稳健性支柱将促进对其他两大支柱的支持。

尽管存在积极效应，但我们预计即使实施重大的财政减缓政策，要保持较低通胀和汇率贬值不会特别简单。这还要依赖于货币政策。紧缩的货币政策将防止通胀大幅上升，但会对实际货币造成更大的上升压力（从而可能导致对外汇市场的干预）。另一方面，宽松的货币政策将进一步使实际货币贬值，导致通胀上升。如果财政调节比我们预计的更有限，则这一平衡将尤为重要。

新政府的经济团队将公布如何利用货币政策完成通胀和汇率目标。一个重要的信号是中央银行与经济部之间的力量是否保持平衡。经济部相对于中央银行的力量增强可能导致较宽松货币政策的风险。

在不依赖于综合宏观经济政策的情况下，下一届政府预计将继续努力防止实际货币贬值。如果不能通过货币和财政政策实现，可能会宣布加大干预的政策（例如最近宣布的政策）。

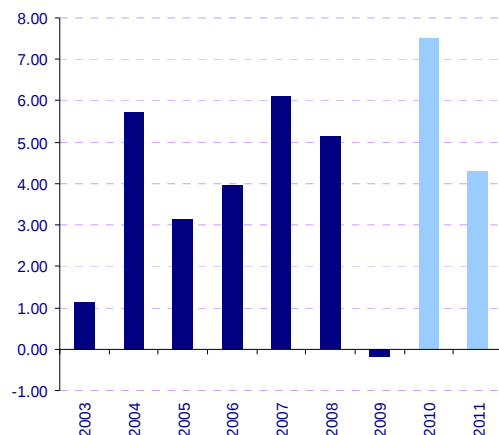
下一届政府很有可能实施积极的工业政策，这与我们过去数年内观察到的情况相一致。在此意义上，公共部门将继续保持积极性。另一方面，一些必要的经济改革（例如税收和社会保障改革）的前景最近也有改善。这些改革的实施将有利于政府实现财政稳健、通胀控制和汇率弹性的目标。

3. 国内需求旺盛但国内供给略显不足

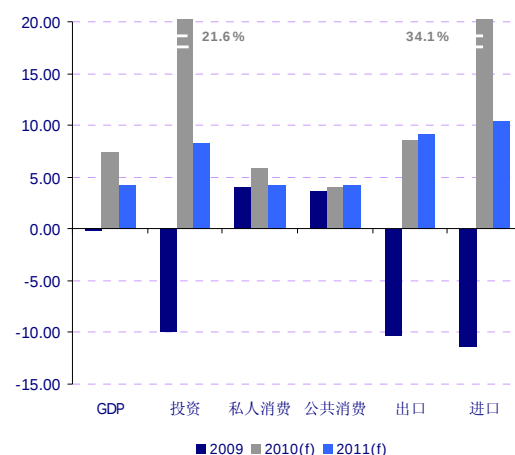
巴西经济在今年第一季度达到高峰，GDP增长环比增长3.7%，然后随着中央经济的减速以及宏观经济政策的转向而放缓。2010年第二季度，GDP环比增长1.2%，在未来两个季度中，我们预计平均增长率将为0.6%左右。这意味着2010年GDP总体增长7.5%。

随着巴西潜在GDP继续限制于4.0%至4.5%的范围内，预计未来几年内不会出现类似于今年的增长。更准确地说，我们预计2011年GDP将增长4.3%，2010年将增长4.6%。

国内需求将继续成为巴西增长的主要推动力。尽管我们预计未来一段时期内财政政策的支持力度将降低，但劳动力和信贷市场将持续保持稳健。

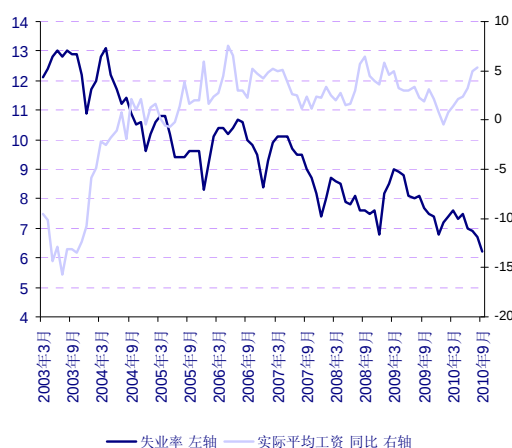
图 5
巴西：GDP 增长（%）

来源：IBGE；BBVA 研究部

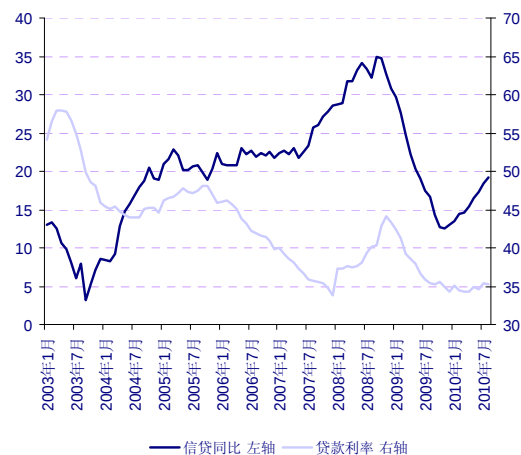
图 6
GDP 增长—需求成分（%）

来源：BBVA 研究部

自2009年初以来，失业率一直保持下降趋势，目前为6.2%，是2002年以来的最低水平。目前平均实际工资同比涨幅约为5%。从一月到九月，新增2200万个就业岗位，创造了同期内的最高记录。非正式岗位约占24%，达到多年来的最低水平（六年前为31%）。信贷市场也表现出稳健和支持动态。向私有部门的贷款的涨幅不会像危机前那么高（2008年9月同比涨幅为35%），但同比也上升了约20%。尽管SELIC最近增长，但信贷状况持续改善。贷款利率较为稳定，年度利率保持在35%左右，与历史低水平接近。平均信贷到期日呈上升趋势，9月份达到458天。信贷存量目前占GDP的47%，再创新高。

图 7
巴西—失业率（%）和平均实际工资（同比 %）

来源：IPEA

图 8
巴西—向私有部门的贷款（同比 %）和贷款利率（%）

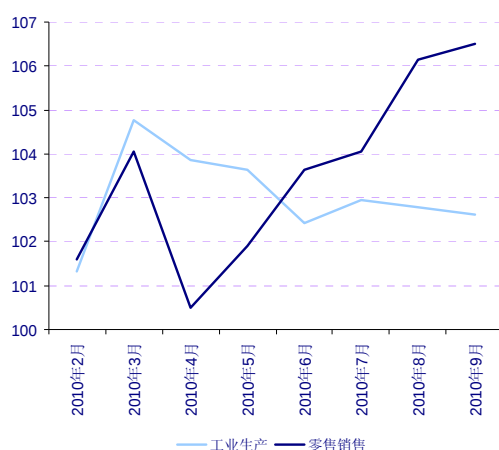
来源：巴西央行

尽管未来数月内劳动力和信贷市场的发展态势会减缓，两者将持续推动国内需求。更准确地说，我们预计2010年和2011年总消费将分别提升5.4%和4.3%。今年投资将预计增长21.6%，明年将降至8.2%。我们预计今年下半年以及2011年增速将放缓，原因是财政政策的扩张性下降，今年货币紧缩影响滞后以及全球活动放缓。我们预计今年投资将增长21.6%（2009年投资下降10%）且投资增长率将锐减，其部分原因是比较基数非常低。

目前（以及未来阶段）的国内供给跟不上国内需求。最近高频指标很好地说明了这一情况。最近三个月零售额（需求面指标）平均环比增长幅度为1.2%（本年度截止目前的月度增长幅度为1.1%），最近三个月工业产

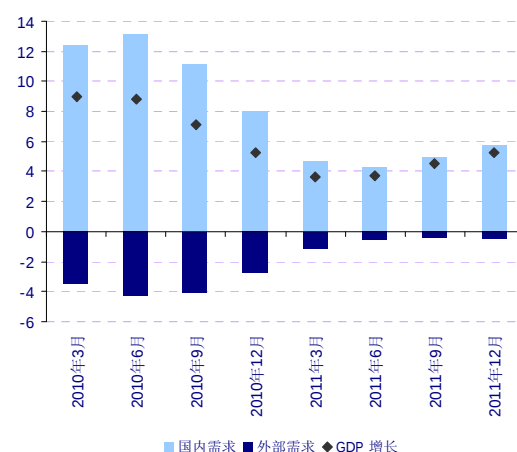
值（供给面指标）环比下降0.2%（本年度截止目前的月度平均增长0.5%）。这一需求—供给差距对于巴西等发展中国家来说很正常，原因是其生产能力受多种因素限制，这些因素包括基础设施落后、人力资本水平较低、税收系统扭曲且低效以及财政需求强大。为通过进口产品弥补差距，汇率的上升使进口比国内生产更有竞争力。如果外汇干预和资本控制限制了上升，可通过提升通胀进行调节。

图 9
巴西：工业产值和零售额（指数：1 月 10 日 =100；SA）



来源：IBGE

图 10
巴西：国内需求和国外需求对 GDP 的贡献（同比%）



来源：BBVA 研究部, IBGE

根据我们的预测，今年国内需求对GDP的贡献将达到11.9%，明年将为4.9%。正如我们预计的2010年和2011年GDP涨幅分别为7.5%和4.3%，今年对外部门对GDP的贡献将为-3.6%，2011年将为-0.7%。

4. 货币政策重心转移？

在今年中期经历数月稳定之后，由于存在一些供给冲击且国内需求依然强大，过去两个月内通胀出现极大提升。年度通胀目前为5.2%，我们预计到年底将达到5.3%左右，高于4.5%的目标，但仍处于央行的2.5%至6.5%范围内。我们预计2011年平均通胀为4.9%（2010年为5.0%），年底将为4.8%。财政紧缩以及近期实施的SELIC调整的影响将使国内活动减缓，这有助于使明年的通胀压力处于可控范围内。国际经济的下降和汇率的上升也将提供支持。此外，由于高比较基数，年度通胀也保持在有限的范围内，特别是2011年上半年更是如此。

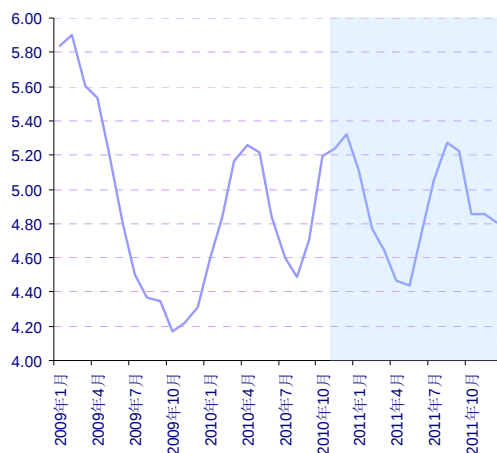
在通胀环境下，由于预计货币主管部门对货币利率上升保持关注，我们预计明年SELIC利率将保持在目前的水平（10.75%）。尽管央行对通胀的耐受度更高，但在国内物价涨幅高于预期的情况下（例如，由于美国宣布量化宽松措施后商品价格上涨，或国内劳动力市场增速如预期减缓的情况下出现工资压力），不能不考虑2011年新一轮的货币紧缩的影响。

关于汇率方面，经济主管部门最近公布的措施（将固定收入的金融交易税从2%增至6%，将本地期货市场利润的金融交易税从0.38%增至6%，授权财政部为外部债务偿还扩大美元收购）显然有助于降低上升压力，即使它们与全球市场上短期美元复苏相一致。除措施的直接影响外，政府正努力将实际利率控制在1.70标志值之下，这也推动了市场的发展。

我们预计将采取更多措施（财政部通过主权基金机制、新增的固定收入金融交易税以及股权投资金融交易税的增长收购美元），特别在实际利率持续保持在1.70之下时更是如此。除这些措施外，央行应继续积极收购外汇市场上的美元（从今年1月到10月收购美元达370亿美元）并支付收购价格（见下节）。此外，在“货币战争”后，我们不能忽视通过增加出口和降低进口竞争力积极参与“贸易战争”的国家的作用。最重要的是，我们认为其他一些因素会促进2011年实际货币贬值：国际市场上美元有限但较大的复苏、国内经济的放

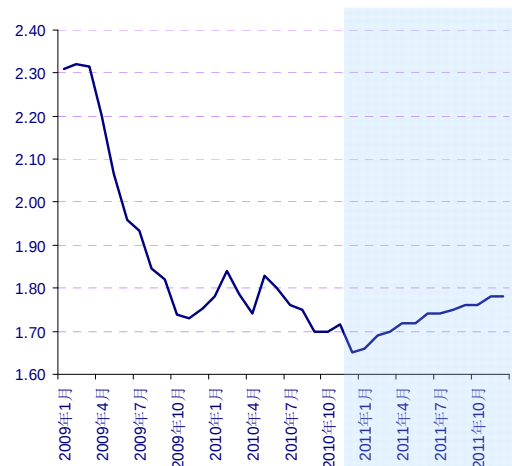
缓、货币政策宽松度的增强、货币账户相关压力的加大。总之，我们预计到今年底实际利率将为1.70左右，2011年平均为1.73，明年底为1.78左右。但是，鉴于美国最近公布了量化宽松措施，该风险有上升趋势。

图 11
通胀（同比%）



来源：IBGE; BBVA 研究部

图 12
汇率（巴西雷亚尔/美元）



来源：巴西央行；BBVA 研究部

5. 巴西双赤字

危机期间实施且在2010年逐步取消的财政政策，以及财政支出的周期性强度将进一步提升今年的财政和货币账户赤字。

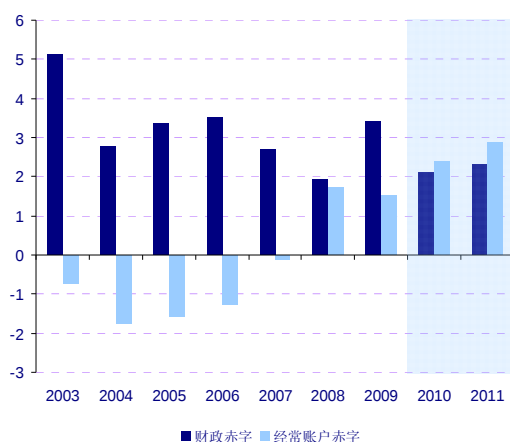
尽管贸易差额将保持正向且高于数月前预计的水平，在欧洲、背面和亚洲发达国家的需求全面减弱且汇率上升的情况下，国内需求强度将极大地提升服务和收入赤字。更准确地说，我们预计今年年底贸易差额将达到170亿美元（比2009年低33%），收入和差额服务将表现约690亿美元的赤字（比2009年高30%）。2010年底，国际转账将为35亿美元左右，经常账户赤字将达到485亿美元（GDP的2.4%），是2009年的两倍（243亿美元）。

由于贸易差额（90亿美元）顺差缩小，收入和服务差额增大，2011年经常账户赤字将持续恶化，达到625亿美元（GDP的2.9%）。

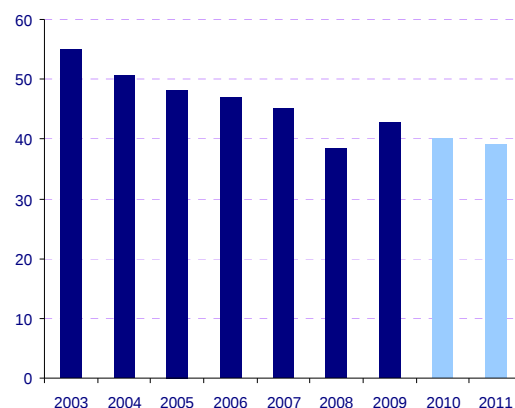
尽管现在国际资本愿意为巴西对外赤字提供资金（我们预计今年和明年资本和金融账户将分别达到880亿美元和780亿美元），且国际储备将保持非常高的水平（约为GDP的14%），经常账户恶化将使国际市场气氛的突然变化更容易对汇率造成重大影响，同时会对经济的实际面产生不可忽视的影响。

在财政方面，由于政府向巴西石油公司出售50亿桶石油获得748亿雷亚尔并支付429亿雷亚尔以增加其在石油公司的股份，9月份巴西石油公司的资本化使得公共部门意外获得一些资源（319亿雷亚尔；约为GDP的1%）。除例外事件，9月主要盈余累计达到过去12个月GDP的2%，财政总业绩（包括利息偿付）达到-3.3%。与危机前财政业绩相比，这些数字表现较差：2008年主要盈余达到3.5%，总业绩为-1.9%。

如果我们考虑与巴西石油公司相关的收益（如官方财政统计），主要盈余和总业绩分别提升至3%和-2.4%。因此，到今年底政府似乎可实现3.3%主要盈余的目标，无须特别实施重大的财政控制（实际总支出同比增长约9%）。到年底财政总赤字应大约占GDP的2.1%（而不是我们在未考虑巴西石油公司收入前估计的2.6%）。我们预计2011年的主要盈余约为3%，财政总赤字将占GDP的-2.3%。实际上，这些数字表明，由于巴西石油公司资本化产生资源的影响，比今年的业绩更差，但是在财政方面的努力将大于2010年，（实际上是国有公司购入未来（因而不能确定）石油资源并提升对政府财政会计关注的经营）。

图 13
巴西：财政和经常账户赤字（%GDP）

来源：巴西央行；BBVA 研究部

图 14
巴西：净债务和总债务（%GDP）

来源：巴西央行；BBVA 研究部

到今年底，强劲的GDP增长，主要盈余的累积（尽管低于过去）以及利率支付总支出的下降使净债务占去年GDP的比重从42.8%降至40%左右，到2011年降至39%（接近2008年危机前38.4%的水平）。

净债务的正向趋势隐含了与储备累积相关的一些渐增成本（有些时候仅为隐含成本），估计约占GDP的1.5%。其原因是储备主要为美元，利率非常低，并通过以雷亚尔为单位的债券发行进行了冲销，该债券的回报与SELIC相关。另外，BNDES补贴贷款也增加了损失（BNDES补贴贷款的利率远远低于向开发银行发行的投资债券所支付的SELIC）。此外，公共部门的净债务总额（巴西的标准债务数字）隐含了其他重要的公共部门成本和风险。它不包括公共部门不同部分之间的交易，例如财政部对BNDES（国有公司）的资本投资，其金额占GDP的6.8%，相比之下，2008年所占比值为1.2%。一般政府的总债务总额（不包括央行和国有公司，因而BNDES资本化占据一部分准财政成本）目前占GDP的59.6%，远远高于净债务。因此，尽管未来一段时期内公共部门的净债务将呈正向趋势，应对财政成本/风险进行紧密观察。

6. 如果世界经济出现二次探底，情况将如何？

随着雷曼兄弟危机的出现，与过去相比，目前巴西经济能更好地应对动荡，但这次危机也暴露出巴西易受冲击的影响（尽管投入全部努力，2010年巴西GDP仍下降了0.2%）。虽然巴西经济的主要风险似乎与中央经济的双底衰退有关，但仍有异常风险有待观察。

随着欧洲对主权问题和金融压力的日益关注，以及美国增长明显下降，外部环境出现重大恶化，这意味着全球风险规避将上调并且本已脆弱的全球需求将进一步变弱。这种情况的影响将在巴西扩大，加大对本国经常账户赤字融资的关注，使经济根据恶化的形势做出快速调整。这可通过对财政账户的强制调整以及实际汇率的快速提升（高于2008年底时对私人需求自动调整时的汇率）实现。由于通胀呈上升趋势（原因是国内需求比上次危机时强且汇率急剧下降）且外部金融需求受限，货币政策不像雷曼兄弟危机时那样能自由降低冲击造成的影响。

在这一风险情形下，与2011年基数情形相比，我们估计GDP增长可降低4个百分点，然后会逐步恢复，直到全球环境稳定以及对于经常账户的担心减退。

7. 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
GDP (% 同比)	-2.1	-1.6	-1.2	4.3	9.0	8.8	7.1	5.3	3.6	3.7	4.5	5.2
通货膨胀 (% 同比)	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	4.6	5.3	4.8	4.6	5.1	4.8
汇率 (vs. USD)	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.79	1.74	1.69	1.68	1.73	1.75	1.77
利率 (%)	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75

来源：BBVA 研究

表 2

宏观经济指数预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (% 同比)	-0.2	7.5	4.3
通货膨胀 (% 同比, 均值)	4.9	5.0	4.9
汇率 (vs. USD, 均值)	2.00	1.75	1.73
利率 (% , 均值)	10.10	10.00	10.75
私人消费 (% 同比)	4.0	5.9	4.2
政府消费 (% 同比)	3.7	4.0	4.2
投资 (% 同比)	-9.9	21.6	8.2
财政账户 (% GDP)	-3.5	-2.1	-2.3
经常账户 (% GDP)	-1.6	-2.4	-2.9

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 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