

拉丁美洲

经济展望

2010年第二季度

经济分析

- 由于国内需求恢复加快，**2010年**拉丁美洲增长速度快于预期（**4.6%**）。我们预计未来数年经济增长将保持以潜在的速度进行。
- 大部分地区的通货膨胀都受到控制，有一些地区甚至低于央行的目标。我们预期未来数年通胀向官方目标靠拢。
- 财政和经常账户余额转为负数，但数目较小（约占**2010-12GDP**的**2%**），这是因为在危机期间采取扩张性政策，以及商品价格的预期下降。他们并不无偿付能力风险，并对全球平衡的恢复作出了积极贡献。巴西和秘鲁已经开始提高利率以防止通货膨胀压力上升。智利有望很快跟随。经过前几个月升值后，货币稳定，部分由于来自欧洲的金融风暴，同时也由于中央银行的严重干预，使得国际储备增加。
- 全球环境恶化可能影响该地区，但影响将会比较适度，因为坚实基础仍然存在。然而，这仍可能带来一些调整，特别是对于财政政策较为脆弱的国家

目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 拉丁美洲复苏步伐加快.....	4
3. 通货膨胀并未消失	6
4. 货币政策因货币而面临压力.....	7
5. 各种不同但可以忍受的风险.....	8
6. 良好的中期前景	9
7. 表格	10

持续的全球复苏所面临的挑战

在过去的几个季度里面，全球经济由于新兴市场和美国的复苏得到了持续的改善。2010年世界贸易增长率达到7%，我们的预估则是4.2%。但是，市场对欧洲货币联盟解决高负债水平的能力依然存在疑虑。这些疑虑引起了许多主权违约风险差异的扩大并且带来的金融不稳定。这个情况正影响着欧洲经济并且很有可能扩散到全球其他地方。负面影响发生的时间和所涉及的范围受到欧盟在5月9日提出来的拯救计划所影响。尽管这个拯救计划在短期稳定了金融市场环境，不过市场上仍然充满着三个不确定因素：1. 拯救计划在未来几个月的执行情况；2. 其他欧盟国家计划执行的财政巩固计划的可信度；3. 欧盟各国在中长期对拯救计划的承诺。

在2010年初经济复苏在全球发生的同时，复苏的强度在不同国家是不同的。这是由于各国在使用财政政策和货币政策上的程度不同造成的。这些政策使得中国和美国的经济得到的快速的复苏。于此同时，新兴市场受益于国内市场需求增加，贸易的增加和市场逆风险环境的增强。因此在这些地区，复苏相对来说比较稳固。另一方面，在发达国家，随着扩张性政策的逐渐褪色，对于2010年是否能够持续复苏的疑虑还是出现。

美联储计划慢慢的上调利率。市场预计第一次上调会在2011年的初期，并且只会比1%高一点点。欧盟和美国的经济基础的差异造成了两个地方货币政策的退出是不同。尽管2010年开始的经济增长可能会放缓，但是美国现在的复苏状态逆转的可能很小，并且通货膨胀的压力才刚刚显现。但是，在欧盟，由于金融情况比较脆弱，周期性的改善依然存在不确定性，而且现在也没有通货膨胀的压力。而对于新兴市场的货币政策来说，不用怀疑这些政策需要开始收紧。如果一些经济体的财政收紧政策或者其他方案没有及时执行，市场的不平衡将会发生。

在逆风险情绪很显著的时候，金融市场比较倾向于对未来的期望。金融市场容易发现在经济增长的期间中宏观经济政策上面的不一致性。虽然欧洲通过了巨大的拯救计划，巨大的风险溢值将依然会在欧洲的主权债务市场中出现，这是由于财政巩固过程的不确定性引发的。现在的危机的蔓延就是现在的脆弱的情况的证明。经济史充满着金融危机后过分的担忧蔓延到了其它国家的例子。这些情况中，地域上的关联或者周期上的相似性会比基础上的差异带来更多的影响。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管危机的原因还在讨论中，现在市场紧迫的需要一些国家增加他们的信用来面对全球投资人的压力。

市场上对公共债务增长带来的长期后果由持续的忧虑。在发达国家这已经造成了实际利率的上升和高风险溢值的产生。即使最近的危机传播慢慢消除，市场也会开始出现基于各国实际的信用情况而产生的金融歧视。

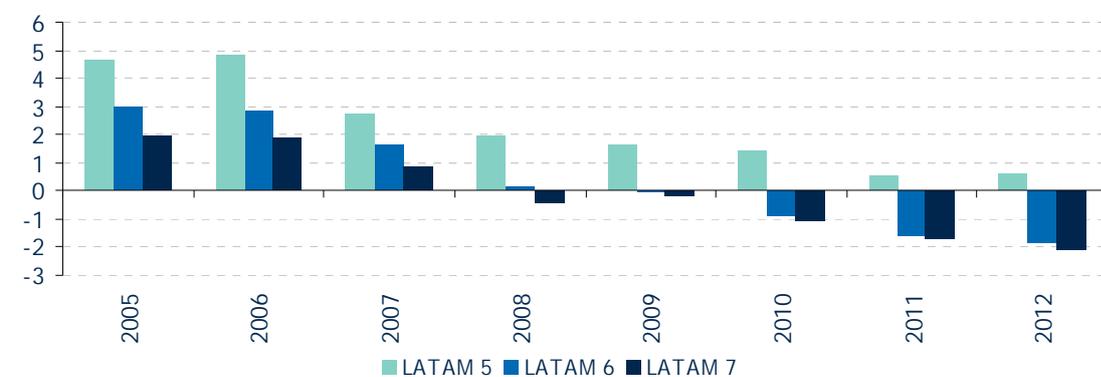
金融市场有两个主要的不确定性。第一，金融市场的缓慢结构调整，特别是在欧洲，很有可能带来无信心的复苏。这给市场带来更多的忧虑，因为从经验和过去的证据上来看，经济复苏初期的信用渠道非常重要。而已经在执行中的规管的调整也同样带来许多不确定性。最有可能的结果资本和流动性的需求增加，这会减少银行在未来几年的信用能力。

拉丁美洲复苏步伐加快

该地区的经济复苏，这是从去年下半年开始，已经不断巩固和加快，已经蔓延到该地区几乎每一个国家。最初的刺激来自2009年财政和货币刺激政策，很快地商品价格回升，外部融资的逐步改善。紧接着商业信心和消费者信心增加，使得在私营部门部门，尤其是消费和投资的推动下，国内需求恢复快于预期。如果我们把该地区的7个最大的经济体（LATAM 7）作为参考，目前我们对2010年国内生产总值的增长预测从1月份的4.0%上升至4.6%，尽管对智利（地震）和委内瑞拉（贬值和能源危机）的预测向下修正。在今后几年内，整个区域的增长将稳定在4%左右，某些国家增长率将达到的5%左右（巴西，智利和秘鲁）。

国内需求增长强劲，加上2010年下半年和2011年商品价格下滑，将使得对外帐户发生重大变化趋势，预测期间将大幅度下降，如图1所示。虽然改变重大，但值得一提的是，其占国内生产总值将保持合理水平（平均为GDP的-2%），因为我们预期未来几年该地区有大量资本流动，外国直接投资的比例很高。目前已经开始显示出强大的资本入，促成了该地区货币的普遍升值。

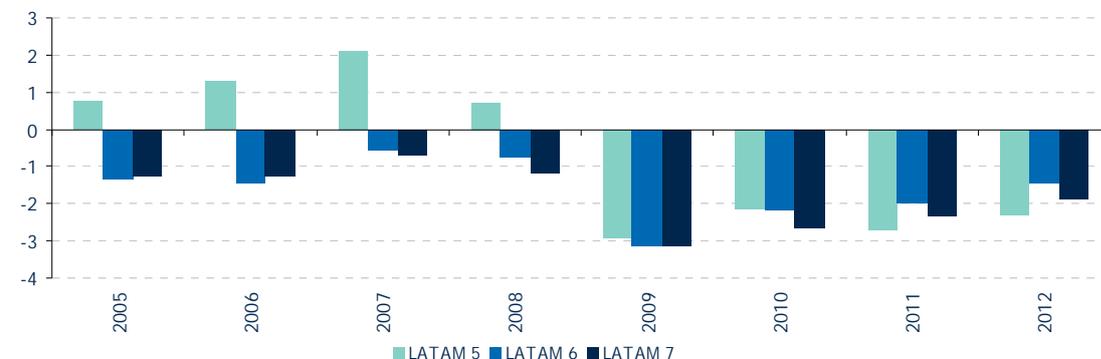
图1
预测：经常账户盈余占GDP百分比



LATAM5: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉；LATAM6: +巴西；LATAM7: +墨西哥。
来源：BBVA 研究，IMF 以及 IIF

此外，恢复周期已出现财政收入的下降，部分是原材料价格的下跌造成的，尽管在国内生产总值和国内需求的好转已经提高了税收，这一点在预测期间应该会逐渐表现得越来越强劲。因此，公共赤字的增加，正如图2所示，主要是由于响应2008-09危机，财政支出上升。这一点在该地区正在逐渐缩小。

图2
预测：财政收支占GDP百分比



LATAM5: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉；LATAM6: +巴西；LATAM7: +墨西哥。
来源：BBVA 研究，IMF 以及 IIF

而在阿根廷，当局正在作出巨大努力，通过提供新的债务交换，促使其在国际金融社会恢复正常关系。结果将在报告结束时宣布。如果成功了，当对欧洲的主权债务的恐惧消除后，阿根廷将可能重回金融市场。

今年从政治角度来看是该地区非常重要的一年，因为乌拉圭，玻利维亚和智利，还有哥伦比亚将举行总统选举，哥伦比亚是恰好在本报告发表时进行，而巴西和其他国家在几个月后进行，秘鲁和阿根廷则将在明年进行。今年9月委内瑞拉将有重要的议会选举。虽然竞选竞争将非常激烈，但对各国家的风险溢价预期并无重大影响，因为巴西，哥伦比亚和秘鲁都有热门人选，而最接近的竞争者均致力维持当前的经济政策。此外，其他国家的选举为政治团体之间提高了更大的平衡机会，从而选择空间减少，使经济管理的调整更为可能实行。

通货膨胀并未消失

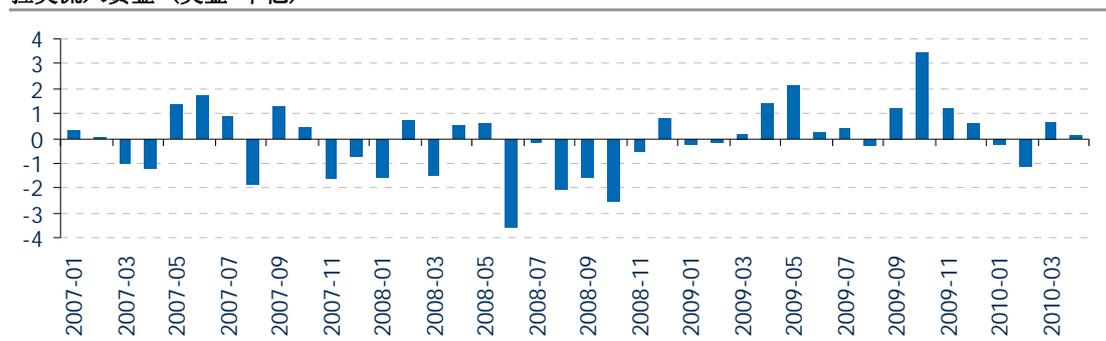
该地区有关当局的关注之一，特别是对于实施和履行严格通胀目标具有良好信誉的中央银行而言，是在一个非常低国际利率环境下国内需求恢复快可能导致通货膨胀爆发的风险。事实上，在最近几个月，我们目睹了通胀上升，虽然非常多元化：智利和秘鲁似乎向当局可以接受的范围内移动，因为2009年大多数时间低于该范围，但无论是哪种情况，央行已经暗示，他们将开始提高利率（其实秘鲁已经开始提高利率）。在这些国家里，只有巴西的通胀水平威胁到央行的目标，在总需求（公共和私人）激增的情况下。当局一直很强势，加息75个基点（高于市场预期），并暗示他们在未来数月将继续积极撤回货币刺激政策。墨西哥的通货膨胀率一年内下降到4至5%的水平，中央银行认为是在可接受的范围，但国内需求仍然没有增长势头。虽然今年年底食品价格上升将使通货膨胀暂时高于目标范围，我们不认为这会理所当然的推动货币政策调整。在哥伦比亚，通货膨胀一直低于预期利率，使该国的中央银行可能再次降低政策利率，令市场惊讶，但这与观察到的通货膨胀趋势一致，期望新政府会推出一些理财调整措施，而事实上国内需求正在增长，尽管速度较为温和。

阿根廷，通货膨胀有所上升，因为一些食品生产供应限制而国内需求强劲回升。这导致当局限制这些产品的出口。在委内瑞拉，玻利瓦尔在今年1月开始贬值了好一会儿出现价格上涨的情况，但在3月份，特别是4月份，通货膨胀率大幅上升。其他影响因素是气候因素，这影响当地的粮食生产，以及供应问题，因为限制外国货币的供应使两端产品和中间产品的进口受限制。停电影响工业生产的能力，也是这些问题的产生的重要原因。

货币政策面临压力

对一些国家通货膨胀的关注，如巴西，智利和秘鲁，以及价格上涨的风险较低的哥伦比亚和墨西哥，对开始提高利率或准备在未来数月提高利率的中央银行提出挑战。这些国家已受益于风险溢价大幅减少，已吸收大量的流动资本，这意味着它们的货币开始重新升值，这趋势如果持续下去可能威胁到竞争力。巴西，哥伦比亚和秘鲁已通过增加储备对外汇市场进行干预。阿根廷，不像上述国家那样适用的通胀目标的货币政策，也大力干预外汇市场，因为风险溢价减少，较低的资本外流造成比索升值的压力。

图 3
拉美流入资金*(美金 十亿)



*债券+股票；拉丁美洲：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉。
来源：财政部以及 BBVA 研究预测

尽管如此，一定程度上市场仍存在不确定性和市场波动，这使得升值相对有限，甚至在没有对外汇市场进行干预的智利也一样。近期原材料价格下跌和风险溢价上升（适度）应该会减轻压力，使央行的工作更容易。

毫无疑问，央行决定较早采取行动限制货币刺激政策是值得欢迎的，因为它再次证明了自己达成通货膨胀目标和维持总体经济稳定的承诺。然而，由于在外汇市场干预使货币基础增加，从而形成一个重大的挑战，并在某些情况下，如巴西和秘鲁，这可能导致更早的定量控制措施的使用，如银行法定存款准备金率上升。

各种不同但可以忍受的风险

该地区在全球舞台上面临的风险因国而异。首先，在短期内，我们目睹了因南欧一些国家主权债务市场趋势导致风险溢价上升。这应该对本地区影响较小，虽然总体上可能使政府在目前条件下发放债券产生问题。我们认为，欧洲联盟成立支持基金，和希腊，西班牙和葡萄牙等宣布了财政调整后，信心应该缓慢恢复，这将可能与这些调整实施计划的进展挂勾。但是，如果这些因任何理由而受阻挠，波动将重返市场，并有可能蔓延，使得全球信贷放慢，特别是在欧洲的复苏。即使在这种背景下，我们认为，拉丁美洲已经准备好应对这种情况，因为大多数国家都有大量的外币流动性储备，无论是在中央银行储备或国外主权基金，保持市场外汇供应充足。因此，我们不认为这蔓延会导致该地区的信用下降，并且在对信贷渠道没有重大影响的情况下，最近几个星期的事件不太可能对这些国家的信心和私人需求造成大的影响。

第二个加以考虑的风险因素，是亚洲国家，特别是中国，决定采取更有力的行动以避免通货膨胀的压力，一些国家甚至考虑利用估价机制，特别是原材料市场（主要是金属和石油）。进一步的价格下跌可能对本地区产生负面影响，因为当市场不愿意接受更大的风险这将使财政和外国帐户同步下跌。然而值得指出的是，我们的宏观经济预测已包括比我们正观察到的更严重的价格下降，尤其是在铜的情况。将需要价格下跌非常严重才能，才会使外国帐户和财政账户减少，危及该地区的赤字，。

墨西哥是该地区的特殊情况。首先，它的财政结果高度依赖石油价格的趋势，这就目前亚洲的增长情况而看将可能是它的一个弱点。此外，它与美国的特殊贸易关系意味着它的生产部门与该国的表现，特别工业部门的表现相连接。到目前为止，这两个因素都对墨西哥产生积极影响，使其出口呈现戏剧性复苏。但是，亚洲货币限制增加和美国经济增长动力结束—比如由于银行贷款减少，可能会影响墨西哥。

最后，我们必须提到这样的风险，如果国内需求的快速增长将导致通胀压力开始，我们可以预期更大的财政调整，货币升值和更多货币限制，特别是在有通货膨胀目标的南美国家（巴西，智利，哥伦比亚和秘鲁），这可能减少 2011 年和 2012 年国内生产总值的增长。

良好的中期前景

总之，该地区复苏情况良好，国内需求正开始在复苏中发挥中心作用。因此，该地区开始对减少全球失衡作出积极的贡献，由于其经常帐赤字在限制范围内增长。虽然有一些通胀风险，一些央行已经开始减少货币刺激周期，剩下的央行也有迹象显示将很快启动该程序。

货币升值的压力已被中央银行惯用措施所抑制，且全球风险厌恶的增加可以抵消这些威胁，只要它维持在温和水平。

从中期来看，由于其财政账户的弱点和对外部借贷的依赖，加上货币变量控制能力有限，该地区似乎落在长期周期之后。目前对所有这些方面的进展明显。他们已经通过了**2008-09**经济和财政的严峻考验，并得到市场的承认，风险溢价（绝对和相对）下降，其中一些风险评级改善。在未来几年，这些国家面临着证明这些改善持续的挑战，即利用已取得的进展发挥更大的潜力实现更大增长。

表格

表 1

GDP (%同比)														2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11				
阿根廷	-1.8	-2.3	-4.3	0.2	4.4	5.6	4.6	3.4	2.6	2.3	3.9	5.5	-2.1	4.5	3.6	
巴西	-1.9	-1.7	-1.4	4.3	6.8	6.6	5.7	4.4	3.9	4.2	4.8	5.5	-0.2	5.9	4.6	
智利	-2.1	-4.5	-1.4	2.1	1.0	2.7	6.2	6.0	6.9	6.6	4.8	4.0	-1.5	4.0	5.6	
哥伦比亚	-0.5	-0.3	-0.2	2.4	2.5	2.4	3.6	3.3	4.1	4.5	4.5	4.4	0.4	3.0	4.4	
墨西哥	-9.1	-8.5	-6.1	-2.4	5.8	6.6	4.7	2.9	2.9	3.2	4.0	5.0	-6.6	5.0	3.8	
秘鲁	1.9	-1.2	-0.6	3.4	4.6	6.1	6.3	5.7	5.6	5.1	4.7	4.5	0.9	5.7	5.0	
委内瑞拉	0.5	-2.6	-4.6	-5.8	-4.9	-3.3	-2.1	0.1	1.1	0.8	0.2	0.4	-3.3	-2.5	0.6	
拉美5国	-0.7	-2.1	-2.7	0.1	1.7	2.8	3.5	3.4	3.6	3.4	3.5	3.9	-1.4	2.9	3.6	
拉美6国	-1.3	-1.9	-2.0	2.4	4.5	4.9	4.7	3.9	3.7	3.8	4.2	4.8	-0.7	4.5	4.1	
拉美7国	-3.6	-3.8	-3.2	0.9	4.9	5.4	4.7	3.6	3.5	3.6	4.1	4.8	-2.5	4.7	4.0	

LATAM5:阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; LATAM6: +巴西; LATAM7: +墨西哥。

来源: BBVA 研究

表 2

通胀 (%同比, 平均值)														2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11				
阿根廷	19.7	16.7	14.5	15.8	19.3	22.6	26.4	27.0	27.4	26.9	26.8	28.5	16.6	24.0	27.4	
巴西	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	5.3	5.3	5.1	4.9	5.0	4.8	4.9	5.1	5.0	
智利	5.6	3.1	-0.6	-1.9	-0.3	1.3	2.2	2.8	2.9	2.8	2.8	2.9	1.6	1.5	2.9	
哥伦比亚	6.1	3.8	3.2	2.0	1.8	2.4	2.8	3.4	3.3	3.1	2.8	3.2	3.8	2.6	3.1	
墨西哥	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.9	5.1	5.6	4.8	4.5	4.2	4.2	5.3	5.1	4.4	
秘鲁	5.6	4.0	1.9	0.4	0.7	1.2	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.9	1.5	2.4	
委内瑞拉	28.5	27.4	28.9	26.9	31.9	29.9	30.2	32.8	31.9	30.6	29.2	28.1	26.9	32.8	28.1	
拉美5国	15.1	12.8	11.5	10.9	13.3	14.4	16.0	17.0	17.0	16.5	16.1	16.5	12.3	15.6	16.2	
拉美6国	10.0	8.6	7.6	7.2	8.7	9.3	10.1	10.6	10.5	10.2	10.0	10.1	8.3	9.8	10.0	
拉美7国	8.8	7.8	6.9	6.3	7.5	8.0	8.6	9.1	8.8	8.5	8.3	8.3	7.4	8.4	8.3	

LATAM5:阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; LATAM6: +巴西; LATAM7: +墨西哥。

来源: BBVA 研究

表 3

汇率 (兑美元, 平均值)														2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11				
阿根廷	3.5	3.7	3.8	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.5	4.7	4.9	3.7	4.0	4.6	
巴西	2.3	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	1.8	1.8	
智利	607	567	545	519	519	520	505	510	514	515	522	530	551	513	520	
哥伦比亚	2477	2090	1987	2016	1909	1998	2016	1973	1953	1921	1859	1903	2142	1974	1909	
墨西哥	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.2	12.2	12.0	12.2	12.4	12.4	12.4	13.5	12.3	12.4	
秘鲁	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	3.0	2.8	2.8	
委内瑞拉	2.2	2.2	2.2	2.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	2.15	4.3	4.3	

来源: BBVA 研究

表 4

利率 (% , 平均值)														2009	2010	2011
	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11				
阿根廷	13.3	12.8	12.6	10.7	9.6	9.9	12.2	15.0	16.0	16.0	16.0	16.0	12.4	11.7	16.0	
巴西	11.3	9.3	8.8	8.8	8.8	10.3	11.5	11.5	11.5	11.5	11.0	11.0	9.5	10.5	11.3	
智利	4.8	1.3	0.5	0.5	0.5	0.6	1.3	2.5	3.8	4.5	5.3	5.9	1.8	1.2	4.9	
哥伦比亚	7.0	4.5	4.0	3.5	3.5	3.0	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	4.75	3.25	4.75	
墨西哥	7.5	5.1	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.0	5.5	6.3	6.5	6.5	5.4	4.6	6.2	
秘鲁	6.3	4.0	1.5	1.3	1.3	1.3	1.8	2.3	2.9	3.4	3.9	4.3	3.3	1.6	3.6	
委内瑞拉	17.7	14.6	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	14.5	13.5	13.5	

来源: BBVA 研究

表 5

	个人消费 (%同比)			政府消费 (%同比)			投资 (%同比)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
阿根廷	-4.1	3.8	2.7	7.3	8.9	5.0	-10.1	6.0	5.9
巴西	4.1	6.7	4.8	3.7	1.9	2.3	-10.0	17.7	10.1
智利	0.9	2.6	4.6	6.8	4.3	4.2	-15.3	11.2	13.9
哥伦比亚	0.0	3.7	4.1	2.7	1.7	1.1	-5.0	6.7	8.1
墨西哥	-6.2	1.5	2.3	2.3	0.2	1.8	-9.9	0.9	7.1
秘鲁	2.4	3.2	3.9	16.5	6.2	3.7	-8.6	9.8	6.2
委内瑞拉	-3.2	-1.1	1.0	2.3	5.3	4.1	-8.2	-1.3	1.0
拉美5国	-1.6	2.5	3.1	6.4	5.8	3.8	-9.2	5.9	6.5
拉美6国	1.5	4.8	4.0	4.9	3.7	3.0	-9.6	12.4	8.5
拉美7国	-0.8	3.8	3.5	4.1	2.6	2.6	-9.7	9.0	8.1

LATAM5: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; LATAM6: +巴西; LATAM7: +墨西哥。
来源: BBVA 研究

表 6

	财政收支 (占GDP百分比)			经常账户 (占GDP百分比)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
阿根廷	-0.6	-1.1	-2.0	3.6	2.2	1.4
巴西	-3.5	-2.6	-2.1	-1.6	-2.8	-3.4
智利	-4.5	-2.7	-3.8	2.5	1.3	-3.8
哥伦比亚	-4.2	-4.3	-3.6	-2.3	-2.5	-2.3
墨西哥	-3.2	-3.6	-3.3	-0.6	-0.7	-1.7
秘鲁	-2.1	-1.4	-1.0	0.2	-0.5	-2.1
委内瑞拉	-8.7	-4.1	-5.7	2.4	4.4	5.1
拉美5国	-3.7	-2.6	-3.2	1.6	1.2	0.3
拉美6国	-3.6	-2.6	-2.6	-0.1	-1.0	-1.7
拉美7国	-3.5	-2.9	-2.8	-0.3	-0.9	-1.7

LATAM5: 阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、委内瑞拉; LATAM6: +巴西; LATAM7: +墨西哥。
来源: BBVA 研究

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document are based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

This report has been produced by Emerging Markets Unit

Chief Economist
Joaquín Vial
+(562) 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Myriam Montañez
+(562) 679 1354
miriam.montanez@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

Spain and Europe:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.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

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

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

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