

乌拉圭

经济展望

2010 年第三季度

经济分析

- 在国内需求的强势推动下，乌拉圭经济增长今年有望达到6.3%。我们预计下半年增长将放慢。
- 主要由于景气因素对上市公司业绩的积极影响，2010 年财政平衡的改善只是暂时性的。保持良好业绩将要求中央政府根据长期预算指导方针在处理开支和控制逃税方面提高效率。
- 尽管处在一个较高金融波动和风险规避的环境中乌拉圭债券利差将增长，但由于政府的预融资政策和良好的宏观经济业绩，满足公共部门融资需求将不是问题，这使该国有条件获得多边贷款。
- 趁着经济部对外汇市场更积极的参与，政府正在力图避免货币进一步升值。然而，良好的基本面持续吸引外资流入，并使乌拉圭比索继续坚挺，兑美元汇率有望在年底达到\$20.5。
- 鉴于乌拉圭中央银行较宽松的货币政策，下半年通胀压力将增大，显现出两个互相排斥目标之间的冲突（避免汇率升值或达成通货膨胀目标）。



目录

1. 全球经济风险再评估.....	3
2. 经济增长的良好开端.....	5
3. 进一步的财政紧缩：暂时还是长期？	5
4. 欧洲危机引发“货币战争”	6
5. 工资或竞争力的两难选择.....	7
6. 对通胀影响温和的较宽松货币政策	7
7. 具有高度偿付能力的金融体制，但缺乏信贷增长	8
8. 有限的风险影响.....	8
9. 表格	9

发布日期：2010年8月6日

1. 全球经济风险再评估

欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对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，其它发达地区不可持续财政地位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且至少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。

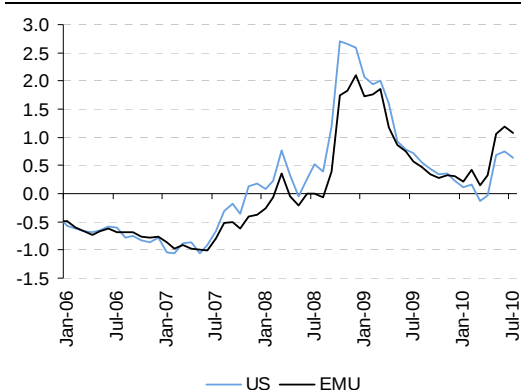
全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。

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 Fed 和 ECB 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融通性政策。

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两个机构，限制 ECB 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，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然得到良好预测。

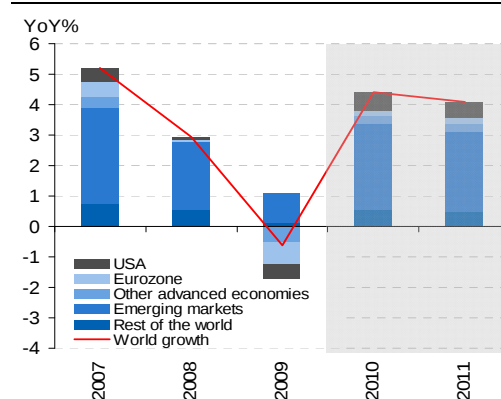
图 1
美国和欧盟的金融压力指数*



* 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

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。

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。

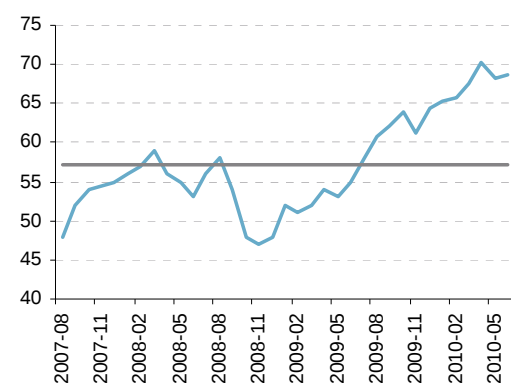
中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

2. 经济增长的良好开端

2010年第一季度的产出增长稍高于我们的预测。在第四季度，乌拉圭经济将以1.7%的季节性调整增长率增长，但如果与2009年第一季度的较低水平相比，GDP年同比增长8.9%。由于公共投资萎缩，增长的主要推动力是消费和个人投资。初步指标表明，经济将在2010年第二季度继续增长。尽管5月份出现边际下滑，但在4-5月份，平均工业生产增长率比2010年第一季度更高。

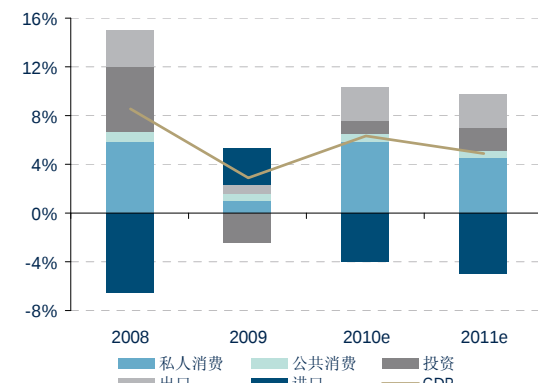
与过去三年的平均水平相比，乌拉圭消费者信心保持在乐观水平，在2010年第二季度提高了4%。因此，我们仍然认为，尽管增幅较慢，但在今年下半年将进一步增长。

图3
消费者信心指数



来源：Grupo Equipos 以及 BBVA Research

图4
乌拉圭：GDP 贡献率 (%)



来源：BBVA Research

尽管实际工资增长将比前几年更低，但与历史平均水平相比，由于相对较低的失业率，个人支出将继续成为产出增长的关键支撑因素。然而，由于本地货币贬值，预计未来几个季度消费将有一定程度的下滑，这是合理的，本地货币贬值将成为购买进口耐用品的一个抑制因素，如大型电器或汽车。

由于在 Fray Bentos 没有像 UPM 厂那样规模的新项目，尽管预测 9% 的增长率将不足以达到 2008 年的高峰投资/GDP 比率，但投资将扭转去年的下滑。虽然如此，政府关于联合私人资本进行基础设施工程建设的倡议将可能使得未来几年的投资比逐步提高。

由于巴西和阿根廷（乌拉圭出口的两个最主要目的地）在今年下半年的增长率将较低，对外需求也将在同时期下降。

随着 2010 年第一季度官方数据和第二季度部分数据的发布而进行的调整，我们将今年的 GDP 预测上调至 6.3%（此前为 5.8%）。上调还涉及明年的增长（尽管不太高），2011 年 GDP 增长从 4.5% 上调至 4.8%。

3. 进一步的财政紧缩：暂时还是长期？

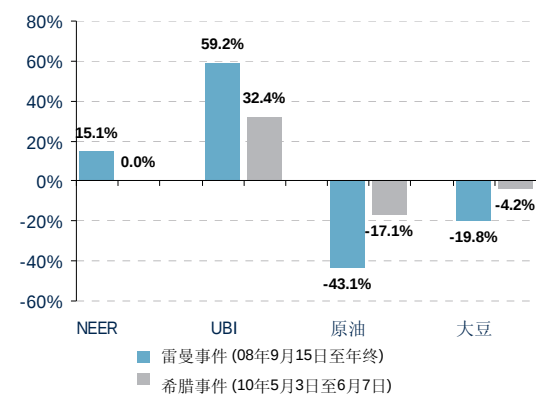
在最近几个月，由于强劲经济增长以及上市公司收入提高（UTE 和 ANCAP），特别是由于旱灾结束使得发电成本下降，财政平衡得到改善。因此，较高的财政偿付能力主要与临时性因素（气候、油价）有关，尽管我们预测在今年下半年它们将继续发挥有利作用，但在 2011 年它们将不会再次出现。鉴于此，我们预计 2010 年底基本财政平衡将增至 GDP 的 2.3%，总赤字为 1%。

尽管由于中央政府效率提高，而不是上市公司的业绩，但财政账户可能在 2011 年继续改善（赤字为 GDP 的 -0.7%）。将于 9 月份讨论的五年预算旨在将逃税从目前的 18% 降低至 10%，通过以更具选择性的工资增长代替公共雇员的普遍工资增长来限制经常支出增长。基本盈余的系统增长将使乌拉圭能够逐步降低国债比率（2010 年第一季度为 GDP 的 63.8%），这是其主要劣势之一。

4. 欧洲危机引发“货币战争”

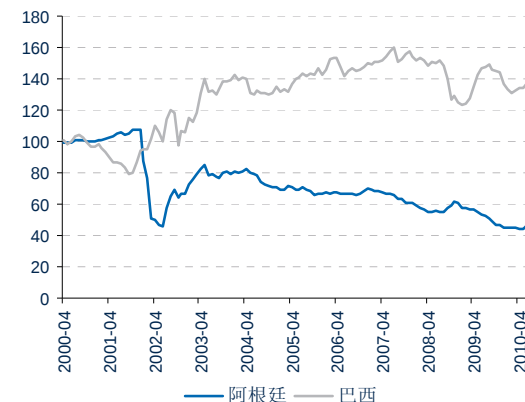
尽管在 5 月份欧洲危机造成风险规避提高，但在第二季度大部分时间内，乌拉圭比索的升值压力仍存在。同时期巴西雷亚尔的贬值使得对乌拉圭竞争力的威胁增大。

图 5
各指数的累计变化 (%)



来源：Bloomberg, Republic AFAP data 以及 BBVA Research

图 6
乌拉圭双边 EER 表现



来源：BCU data 以及 BBVA Research

在 5 月份之前的过去 9 个月内，实际多边汇率迅速升值（12%），低于长期平均水平。国际环境更加不确定的可能性以及欧元疲软加深了政府对乌拉圭出口竞争力丧失的担忧，使总统 Mujica 在 7 月初公布了一系列措施，以“保护对巴西以外地区的出口能力”。

图 7
乌拉圭实际有效汇率



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

措施主要包括经济部提高货币干预，通过基本盈余以及主要在索引单位（IU）发行本地货币国库券来筹集资金。这样，中央银行对外汇市场的参与度下降，正如其负面准财政结果那样，因为它不会发行更多货币调控卷（LRM），以杜绝外汇市场干预，使那些目前存在的债务逐步分期偿还。政府目前将积极改变汇率之路，再加上经济机构提到的每美元\$21/22 的“平衡”汇率，这将对预期产生即时影响，造成货币在 6 月份贬值 9.7%以及中央银行债券收益大幅下降。

然而，在未对资本流动进行控制的情况下，这种汇率政策将在中期内在一个小的开放经济体取得成功，这是非常不可能的，因为贸易条件和相对生产率增长等基本面促进了对该地区的流动，并使本地货币坚挺。实际上，在 7 月底，在普遍美元疲软和国内利率下降扭转的情况下，乌拉圭比索出现升值。鉴于影响实际汇率的经济政策的限制，我们预测汇率平价将再次下降，在年底达到约\$20.5/USD，稍高于我们此前的预测。

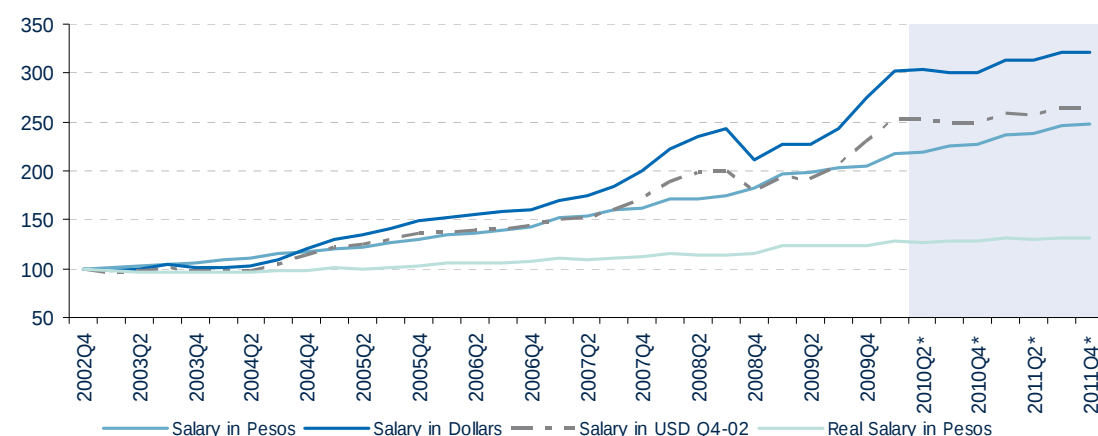
5. 工资或竞争力的两难选择

到目前为止，货币实际升值似乎未造成对外部门的大规模恶化。在 2009 年萎缩后，出口恢复至与历史平均水平类似的增长率（2010 年第一季度实际年同比增长 5%），而进口/GDP 弹性仍然稍低于 2003-2008 年的平均水平。进口在今年前四个月增长了 19.1%，而受有利出口价格的推动，出口在同时期增长了 24.9%。根据我们的基本预测，2010 年贸易将增长 4%，贸易平衡将达到 20.67 亿美元赤字，出口在 2010 年增长 14.7%，比今年前四个月的比率稍低。这是由于地区主要商业合作伙伴的需求下降造成的。正如其他强劲增长时期那样，活跃进口（+19.4%）将再次造成需通过 FDI 融资的经常账户赤字（GDP 的 0.9%），它在近几年占 GDP 的 4-5%。

最终在集体谈判协议中达成一致的未來几年工资增长将对乌拉圭制造业出口的价格和竞争力造成重大影响。考虑到经济的全球生产率增长以及部门因素，如销售额或增加就业，涉及政府、企业和联盟的三方体制建立在实际增长基础上。在 2003 年至 2009 年实际工资基本恢复后，目前私营部门的平均工资稍高于危机前水平。因此，下一轮增长对于防止受比索升值影响的出口部门竞争力进一步下降以及满足提高家庭收入需求以继续创造就业来说至关重要。尽管失业率一直较低，但 4-5 月份 1% 的增长（从 6.9% 增至 7.9%）敲响了警钟，因为鉴于实际工资增长，就业/GDP 弹性可能已开始萎缩。我们预测 2010 年平均失业率将缓慢下降至 7.1%，因为对劳动力需求的增长通过在 2009 年危机中使工人领取临时失业救济以及延长工作时间而被部分抵消。

图 8

工资水平发展（2002 年第二季度=100）



来源：INE data 以及 BBVA Research

6. 对通胀影响温和的较宽松货币政策

与预期相反，BCU 在 6 月底的会议上保持货币政策利率不变，为 6.25%。在经济以高于 8% 的速度增长的情况下，货币政策委员会（COPOM）的决定令人惊讶，未来 12 个月的平均通货膨胀预测为 7%，稍高于目标范围上限。委员会发布的数据再次暗示了货币机构对“乌拉圭经济竞争能力”的担忧。

如果证实今年下半年货币政策较为宽松且较低 BCU 冲销带来更大流动性，则所有这些似乎都表明通货膨胀和货币升值之间存在交换。在这种情况下，通货膨胀压力可能在未来几个月内增强。

与前一个季度 0.81% 的平均水平相比，积极的食品价格表现在 2010 年第二季度将通货膨胀降低至月平均 0.21% 的水平。然而，在 7 月份，食品价格使通货膨胀呈现 1.1% m/m 的增长。这不应被认为是通货膨胀加速的迹象，因为它主要是由于季节性因素造成的（气候影响水果和蔬菜部门）。虽然如此，货币条件放宽，特别是较大的货币疲软，可能在今年下半年造成较大的通货膨胀压力；因此，我们保持对 CPI 增长的预测，在 2010 年 12 月年同比增长 6.5%。

政府近期宣布，如果在达成通货膨胀目标时发现存在偏差，它将采取措施调控价格，主要是公共服务费用，如电力，以补偿其他价格的较高增长。中央银行对核心通货膨胀控制的承诺似乎弱化了，可能造成对工业和家庭消费的间接补贴，带来适度财政成本。

7. 具有高度偿付能力的金融体制，但缺乏信贷增长

正如私营部门良好的流动比率所显示那样，金融体制保持稳健，私营部门占总资产的 40%，较低的 NPL 比率目前约为 1.2%。

由于在当前国际环境下金融体制高度美元化，利率保持较低，甚至实际为负利率，这造成活期存款增加，定期存款失去吸引力。计算表明，活期账户和储蓄存款账户占有所有存款的 80%。

银行信贷增长相对停滞，到目前为止仅增长 6.7%，与该国强劲的经济增长形成对比。尽管银行美元贷款的成本较低，但企业拥有较高现金储备，更倾向于对营运资本自我融资。短期存款结构使得银行为大型投资项目融资变得困难，因此，使投资者可能转向资本市场寻求融资。

家庭信贷具有较低渗透性，几乎专门用于抵押和信用卡融资。零售端较低的银行渗透性使机构感到担忧，正在采取的一项措施是将用信用卡购物的 VAT 降低两个点，以扩大信用卡使用。

8. 有限的风险影响

在较高金融波动和风险规避的情况下，乌拉圭债券利差可能像去年 5 月份那样增长。然而，这种情况也可能再次持续较短时间，因为它在融资以弥补公共部门缺口方面不会造成太大困难。这是因为，鉴于政府预计债务发行而采取预防性措施，2010 年和 2011 年的摊还本金在很大程度上被涵盖。由于其积极的宏观经济表现以及高水平国家政策，在极端情况下，乌拉圭可能恢复新的 IMF 贷款和多边援助。从这个意义上说，由于 2008-9 年危机对经济的影响有限以及 2010 年宏观经济前景改观，Moody's 近期将乌拉圭的债务评级归为上调范畴（仍比投资等级低三个点）。

对于欧洲危机实际恶化的传播效应，由于全球对乌拉圭出口需求较低的收入弹性（主要是原材料和食品）以及 MERCOSUR 商业伙伴和中国的持续增长，正如 2009 年那样，影响可能有限。由于乌拉圭是一个净石油进口国，商品价格突然下降可能证明是有利的，正如 2009 年进出口比价年同比增长 9.3% 时的情况那样。

尽管在世界增长较慢情况下，乌拉圭 GDP 增长率可能大幅下降，这抑制了国债可持续性指标的不断改善，但该国经济不可能遭受债务危机或出现严重衰退。

9. 表格

表 1

宏观经济预测：年度

	2009	2010 (F)	2011 (F)
GDP (%，同比)	2.9	6.3	4.8
通胀率 (平均，%)	7.1	6.3	6.3
汇率兑美元 (平均)	22.5	20.0	20.8
政策利率 (%，平均)	8.7	6.6	7.2
私人消费 (%，同比)	1.5	8.5	6.5
公共消费 (%，同比)	5.2	5.9	4.8
投资 (%，同比)	-10.7	5.1	9.6
财政收支 (占GDP百分比)	-1.7	-0.9	-0.7
经常账户 (占GDP百分比)	0.8	-0.9	-2.2

来源: BBVA Research

表 2

宏观经济预测：季度

	GDP (% y/y)	Inflation (% y/y, average)	Exchange rate against USD (average)	Interest Rate (% average)
Q1 09	2.5	8.2	23.5	9.7
Q2 09	1.1	6.7	23.7	9.0
Q3 09	3.0	7.1	22.7	8.0
Q4 09	4.6	6.3	20.3	8.0
Q1 10	8.9	6.7	19.6	6.3
Q2 10e	7.9	6.9	19.6	6.3
Q3 10e	5.0	5.3	20.4	6.8
Q4 10e	3.3	6.2	20.5	7.0
Q1 11e	4.3	5.8	20.6	7.2
Q2 11e	4.1	6.3	20.7	7.3
Q3 11e	4.9	6.5	20.8	7.3
Q4 11e	6.1	6.5	21.0	7.3

来源: BBVA Research

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 Asia Unit of the Emerging Markets team

Chief Economist
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Adriana Haring
aharing@bancofrances.com.ar

Juan Manuel Manias
juan.manias@bancofrances.com.ar

In collaboration with:
Diego Pereira Pereyra
dpereira@grupobbva.com.uy

Martín Pastorino Rodríguez
fpastorino@grupobbva.com.uy

BBVA Research

Group Chief Economist
José Luis Esquivá

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

Peru
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@bbvacompass.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
researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese