

哥伦比亚

经济展望

2010 年第三季度

经济分析

- 哥伦比亚 2010 年一季度的经济表现使得 BBVA 研究部可能将增长预期从同比 3% 提高至同比 4.2%，增长来自强劲私人投资和消费增长的刺激。
- 央行会在 2010 年末前保持现在的货币政策，通胀压力由外汇升值和持续的产出缺口造成。
- 超过预期的增长和石油产出的显着增加会帮助 2010-2011 年的贸易赤字减少；但是欧洲主权债务造成的风险趋避情绪对增长预期造成了一个负面影响，并会危害财政赤字减少的目标
- 现在政府最主要的挑战是执行与债务减免一致的财政制度以及减少由于公共融资造成的外汇波动

目录

1. 全球经济风险再评估	3
2. 由于内部需求强劲，哥伦比亚的经济状态改善.....	4
3. 欧洲的风险溢价增加导致风险差异化增大.....	7
4. 比索的升值和财政规则	7
5. 表格	8

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。

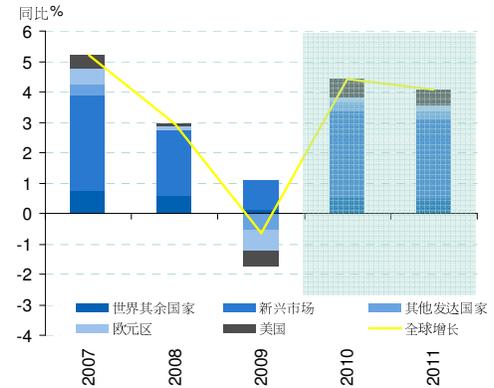
全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

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轻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*



图2
对全球 GDP 增长的贡献



* 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

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. 由于内部需求强劲，哥伦比亚的经济状态改善

尽管今年二季度风险趋避情绪恶化，哥伦比亚经济保持了今年第一个月以来的强劲动力，当时 GDP 的增长超过了 BBVA 和市场的看法。上述情况导致我们对 2010 年的预测从 3.0% 调至 4.2%，而 2011 年的 GDP 从 4.4% 调整至 5.0%。这个新的情况是基于超过预期的内部需求增长，受到私人投资改善和家庭消费扩张的刺激。

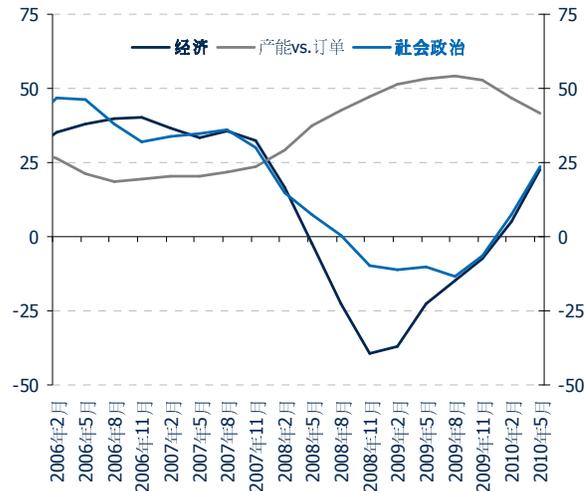
图3
哥伦比亚 GDP



来源：DANE 以及 BBVA 研究

而对于投资，企业家信心在过去几个月不仅得益于对于未来的预期改善，也受到对股票和订单的更乐观态度提振，这在空闲产能下降中体现出来。因此，私人投资的复苏会补偿下半年公共建设开支贡献预期下降的部分。私人消费的复苏，会持续受到家庭信心的明确复苏以及由于低利率而使得融资障碍减少。但是，消费的增长一方面受到减速周期时期的微调而受制，另一方面受到劳动力的不确定性影响，因为失业率将徘徊在 12% 左右。

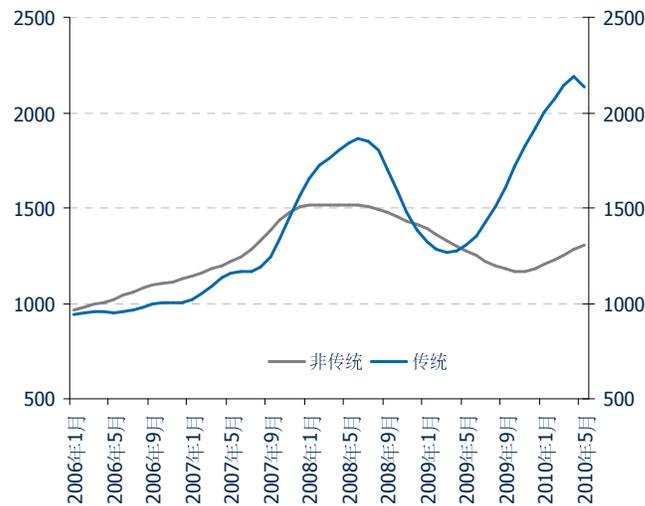
图 4
私人投资主要指标



来源: Fedesarrollo 以及 BBVA 研究

与我们之前的预测不变，净外需会对增长有负面影响。但是这更多的是由于进口的增加结果而不是出口的负面结果，这是基于所观察到的今年乃至今后的下降速度比预期的缓慢，其中主要由于该国的主要贸易伙伴的复苏以及领先开展外部贸易市场的多样化，比如出口到非洲的中部和南部（如图 3）。在另一方面，委内瑞拉的商业限制会在今年继续。这些限制意味着这个国家的销售已近跌至 2005 年来的最低水平。与周边国家的关系转变，特别是政府在 8 月 7 日发生了改变，这些会开始使得商业关系正常化开始，这会带来正面增长的趋势，尽管以现在委内瑞拉的经济后退情况来看这个过程将会是缓慢的。

图 5
传统及非传统出口



来源: DANE 以及 BBVA 研究

在 2010 年撤出财政刺激会发生。这将转化为减少公共需求的增长（政府消费和投资的土建工程）从 2009 年的 11.6% 接近 2010 年的 1%。今年的财政赤字预期占国内生产总值的 4.2%，稍低于政府的目标，并保持与税收征管的改进一致，假定经济增长率为 3.0% 这应该超过公共预算的计算。此外，它预计最近宣布对政府的资金来源的改变，其中设想的发行内部和外债 作为以代替私有化减少而造成的资金减少，将对内部流动资金有一个温和的影响，基于今年下半年的债务转期比率将低于 100%。

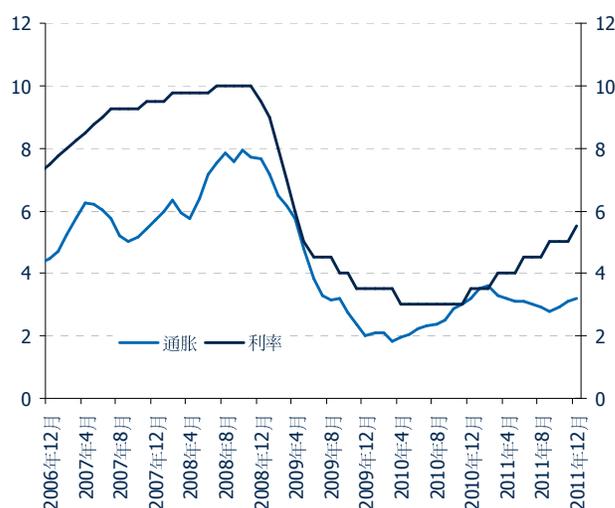
国内需求的改善和进口的影响会给经常账目赤字带来微小的混乱，预计占 2010 年 GDP 的 2.1%。贸易顺差会持续受到高汇率和全球需求复苏的刺激尽管外部的经济环境可能会减少下半年这些变量的增长程度。这种高层面的外汇会由于在该国运营的外国公司的对外转让而被抵消。长期债务是对外债融资的主要资金来源，尽管他们会主要关注开采和氢动力汽车鉴于未来几年的石油开采将会增加。

根据共和国银行的表示，需求的加速不会对其制定的 2010 年的目标范围产生更多的通胀压力，这与长期目标一致（在 2% 与 4% 之间）。事实上，在今年上半年，通货膨胀意外下降由于“厄尔尼诺”现象造成供应减少。在未来，经济活动的改善和 2009 年基础低的因素，均会对年化通胀产生影响，不过这些会由于货币升值和一些农产品以及生活用品的更低的价格抵消一部分，而产出缺口在今年会依然存在，这有可能带来低需求的压力。在与上述一致，我们预期通胀将在 2010 年末达到 3.2%，这是对我们之前预测的同比 3.4% 的调整。在此背景下的货币政策在 2010 年大部分时间将继续扩张的道路。该共和国银行将在今年年底开始新加息政策周期，这是对经济周期的反应，以及对 2011 年第一个月通胀加速的考虑。

信贷会持续缓慢增长，房贷市场活动增加，消费者市场相对会少一点。这个上升趋势会受到房屋购买补助政策的刺激（从 2011 年 12 月开始，如果额度满足的话提前开始也是有可能的），也会受到家庭更愿意买耐久性的商品以及会受到低利率的刺激。商业活动的复苏会由于更多的公司开始用公司债来融资，受到吸引人的市场环境的刺激。总的来说，信贷增长趋势会伴随着信贷质量指标的改善。

图 6

通胀以及央行干预利率%同比



来源：哥伦比亚央行、DANE 以及 BBVA 研究

在今年的第二部分，汇率将保持在低于今年上半年的水平，由于除了在过去几个月使得货币升值的因素，该国有良好增长前景以及低风险情况，后者甚至使得风险评估发出了该国主权债务前景积极表态。此外，共和国银行决定不延长从 3 月到 6 月的货币外汇计划，那个公告使得市场重新认识本地货币升值趋势。今后，银行的汇率政策将受到外部局势的发展影响，特别是受到欧洲财政问题的连续性风险规避影响，以及因欧洲问题造成的美国经济的周期性减速的影响，这在最近造成美元的全球贬值。如果比索继续升值，银行将要采取新的汇率干预措施，考虑到实际汇率水平是在其历史低位。

3. 欧洲的风险溢价增加导致风险差异化增大

在金融风险主要是因为欧洲的主权债务危机导致的全球衰退的情况下，哥伦比亚经济将会面临起自身的增速放缓和国家财政巩固进程的放缓。

一方面，发达经济减速将意味着外部需求减少，更多地对后者的经济增长产生负面影响，与此同时更大的全球不确定性将再次转化为成一部分消费者的戒心，这将影响家庭消费。在商品价格下降背景下，重要的石油生产增加的利益，以及外国在矿业和油气行业的直接投资的缓慢下降会减少，尽管这些资金流向在 2008-2009 年全球经济下滑的时候证明非常具有抗趋势性。对他们的部分来说，较低的汇率会对公共账目产生压力，牢记虽然采矿仅占全国总生产额的 6%，这项活动生成重要的税收贡献，其贡献占企业所得税和销售税的三分之一，而且由哥伦比亚石油公司支付的股息和国家公司特许权使用费。随着政府改选的提出并根据财政项目条款，这种情况会损害在打算今年进行的财政赤字减少并延缓公共财政整合过程，特别是考虑到 2014 年实现财政平衡的目标。

此外，尽管外部帐户的脆弱性将是有限的，因为经常帐赤字相比前几年的水平已经减少并且其融资主要是长期流动的基础上，国家不会从过多的外部融资成本造成的可能冲击中受太大影响。需要的调整是来自外汇灵活性的帮助，只要该国拥有充足的国际储备并且算上 IMF 的灵活信贷在 2011 年 5 月有 35 亿美元（如果资本市场无法融资是可以使用的额度），这不会造成过多的担心。

4. 比索的升值和财政规则

从哥伦比亚比索升值带来的压力将在未来几个月内继续。虽然共和国银行能利用其汇率的干预，以温和而不会产生过大的流动性来使得哥伦比亚比索升值，温和的货币汇率的干预在今年下半年更为复杂。事实上，因为汇率的干预是重复的，鉴于今年还有很高的内部公共债务要还以及其可能造成的流动性影响，在通胀预期增加的环境下，货币当局将不得不进行外汇调控。主权债务前景的资格应该改善，否则这个问题将大大加重，因为这将使得更多的资本进入该国。

政府面临着维护财政政策的可信性的挑战。这是在目前情况下是更重要的，因为在更大的风险规避氛围中，基于哥伦比亚相对其他拉丁美洲国家的高财政赤字，地区性区别会使得哥伦比亚暴露在风险之中，迫使比预期更早的调整。此外，如果全球减速，哥伦比亚只有小部分可以实施反周期的财政政策，基于对经济活动的刺激必须延长货币政策，将低利率的使用期间延长比预期更长。

政府已经宣布，考虑到增长预期和矿产能源未来几年的增长，从收入增长带来的额外资金会用来减少公共该债务，随后用来作为稳定基金。有了这个目标，除特许权使用费制度改革，一个财政法案正被下届政府设计在下次过会前公告。财政法案的创建具有两个主要目标：一），以减少采用顺周期的财政政策的风险，通过对经济周期的修正设置一个主要的赤字目标，二），以确定可预见的政策行动，制止在公共开支，税收以及与价格冲击或者原油生产数量相关的经济活动的不良波动。毫无疑问，这些举措将有助于加强哥伦比亚在未来数年的宏观经济政策的总体框架，帮助灵活的汇率与货币政策和财政政策的协调。不过，BBVA 研究部并不排除在不太有利的全球展望或面临着较预期低的石油产量形势，有必要进行进一步的结构改革，目标在于增加税收征收，使得公共开支更灵活，以此来持续公共债务减少到投资级别国家水平的道路。

5. 表格

表 1
宏观经济预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (% 同比)	0.8	4.2	5.0
通胀 (%同比均值)	3.8	2.5	3.1
汇率 兑美元 (均值)	2157	1942	1887
利率 (% 均值)	4.75	3.25	4.75
个人消费 (% 同比)	1.1	4.0	5.0
政府支出 (% 同比)	2.6	3.0	1.3
投资 (% 同比)	3.2	7.9	7.7
财政账户 (% GDP)	-3.8	-3.9	-3.3
经常账户 (% GDP)	-2.0	-2.1	-1.8

来源：BBVA 研究

表 2
宏观经济预测：季度

	GDP (% 同比)	通胀 (%同比均值)	汇率 兑美元 (均值)	利率 (% 均值)
Q1 09	-0.9	6.1	2415	7.00
Q2 09	0.1	3.8	2233	4.50
Q3 09	0.7	3.2	2017	4.00
Q4 09	3.4	2.0	1965	3.50
Q1 10	4.4	1.8	1947	3.50
Q2 10	4.2	2.2	1950	3.0
Q3 10	4.0	2.5	1940	3.0
Q4 10	4.3	3.2	1930	3.5
Q1 11	4.3	3.3	1915	4.0
Q2 11	5.0	3.1	1900	4.5
Q3 11	5.2	2.8	1852	5.0
Q4 11	5.4	3.2	1880	5.5

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，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 Colombia Unit:

Chief Economist
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

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
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.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.rodriiguez@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@bbvacompass.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
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.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

Contact details

BBVA Research Colombia
Carrera 9 #72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 1408
www.bbva.com

Colombia Outlook is available in Spanish.