

# 经济展望

哥伦比亚

波哥大，2012年2月15日  
经济分析

- 世界经济增速放缓。新兴市场继续将引领增长。经济增长将于2012年下半年复苏。
- 2011年末开始的经济增长健康放缓使经济能够在通胀压力减轻的情况下更加可持续地增长。
- 对哥伦比亚而言，我们预计2012年经济将增长5%，这应再次得益于国内需求的支撑和公共投资加大的刺激。
- 央行的加息周期尚未结束。我们预计下半年还会继续加息。

## 索引

1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退.....	3
2. 哥伦比亚经济正朝着持续增长迈进.....	5
3. 地方因素决定货币政策行动方针.....	7
4. 图表.....	8

截至: 2012年2月15日

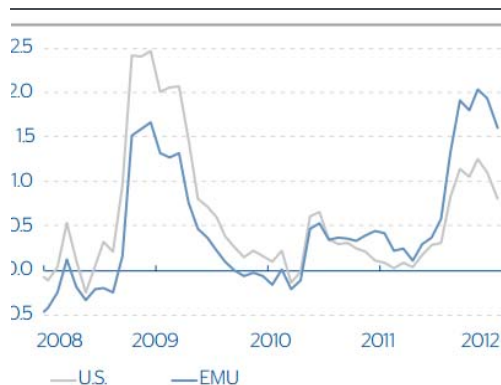
# 1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退

全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹

全球经济在2011年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011年底新兴经济体季同比增长约1%，是自2008年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自9月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到2011年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

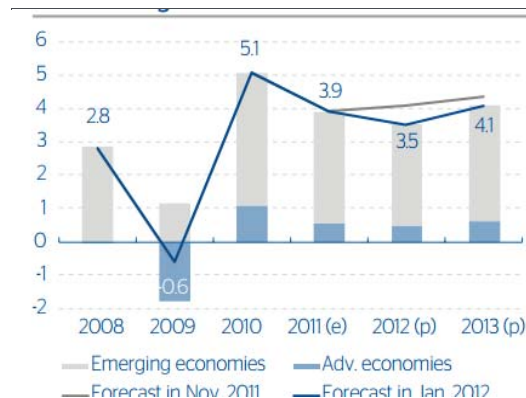
未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在2012年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在11月份公布的《全球经济展望》，我们将2012年的全球增长预测下调了0.6个百分点，2013年0.3个百分点，分别降至3.5%和4.1%（图6）。

图1  
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2  
全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部及 IMF

在歐洲危機的決議上缺乏決定性的進展使得欧元区仍是全球前景的主要风险

即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。这些风险取决于欧洲主权 - 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险和风险规避增加而溢出至其它地区。

尽管自10月份以来已取得一定进展 - 主要是ECB提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动以解决欧洲危机。首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在3月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。

持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于2008年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在2012年上半年的负增长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决

以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

### 新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

## 2. 哥伦比亚经济正朝着持续增长迈进

2011年，受私人需求和下半年公共投资回升的支撑，2011年哥伦比亚经济增长了约5.5%。经济的这一表现还伴随着平均失业率的显著下滑（1个百分点）和未偿还信贷余额的增加（年末真实信贷余额增幅超过了20%）。

### 2012年私部门需求健康放缓

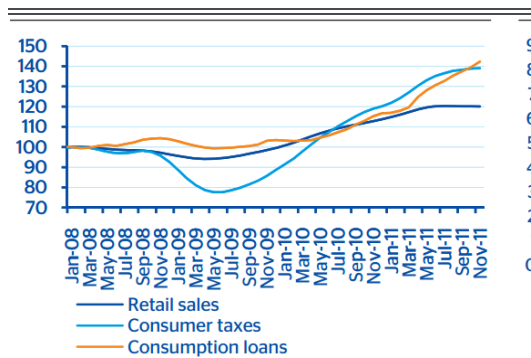
已有的去年四季度领先指标表明私部门需求会在2012年健康放缓，消费领域的放缓会超过投资。居民消费增速的这一放缓是持续了2010年全年和2011年大半年的耐用品扩张周期结束所致，且其他消费品复苏也比较停滞（图3）。例如，2011年11月到2012年1月间，汽车销售年化增长率仅4.4%，而到去年10月的10个月里则达到了36%。同时，虽然非耐用品进口增幅从2010年的20%上升到了2011年的接近30%，但同期的耐用品购买则从48%下滑到了27%。

### 私人投资将保持近期的强势，公共投资将成为2012年增长的主要推动力

我们认为投资增速不会大幅放缓，其还有增长的空间，特别是制造业、建筑和交通部门。制造业的装机容量利用率年度增速约为5%，高于历史平均水平。发放的建设许可数量众多，也保证了2012年私人建筑的高速增长，特别是住房，约有220,000套。最后，商用飞机机队重建计划将在今年持续，且面向采矿业的陆上运输也将有充分的增长空间。

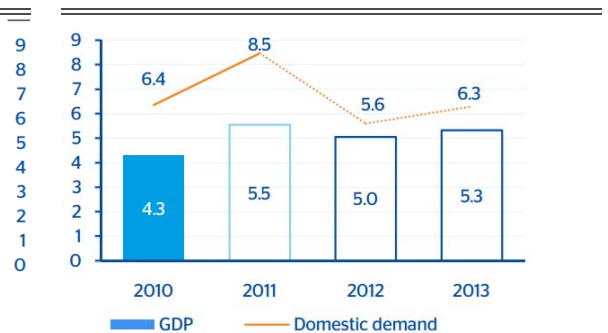
然而，从政府的基础设施计划和碳氢及采矿业企业预算增加等方面来看，公共项目投资才是2012年增长的主要驱动力。事实上，政府已经安排了66亿比索的预算用于2012年的基础设施建设支出（2011年为45亿）。同时，该地区还将有从矿产开采权收取的额外10亿比索用于基础设施的开支。企业方面，2012年Ecopetrol的国内投资预算达80亿比索，且预计将有来自在哥伦比亚设有办事处的矿业企业的57亿美元国外资本会流入该国。

图3  
消费指标  
季节因素调整后，2008年1月=100



来源: BBVA Research, DANE 及 Superfinanciera

图4  
GDP增长和国内需求  
年度同比变化率，%



来源: BBVA Research, DANE 及 Fedesarrollo

### 我们预计2012年经济增幅将达5%

2012年哥伦比亚经济将增长约5%，较去年略有下滑。受建筑业投资的积极表现刺激（这将抵消非住房投资增速放缓的部分负面影响），国内需求全年将增长5.6%。由于服务业支出复苏放缓（其占私人消费的比例超过50%），居民消费将与GDP保持同步增长（图4）。

出口增幅将小于2011年，由于全球动荡及其对外需的影响，年增速将从10%回落至6%。同时，鉴于需求中增长较快的部分（公共项目和建筑）对进口的依赖不大，受进口商品需求下滑影响，进口增速也将放缓。这些预期意味着净外需对经济增长的拖累将小于前两年（当时国内消费支出的表现远超过CDP且创造了对外国商品的强劲需求）。

由于油价价格下滑和2011年赚到钱的外资企业在海外盈利挑战的增加，2012年经常项目赤字可能扩大。经常账户赤字的融资将通过长期投资资金获得，而长期投资将继续集中于碳氢和采矿业。

### 新兴经济体带动全球经济增长复苏，这将推动2013年产出增长5.3%

2013年国外形势的好转将使哥伦比亚经济增长得到保证，年增幅达5.3%（图4）。我们预计出口增幅将接近9%，这将对制造业和运输业发挥积极影响，资本品投资将带动需求增加。就国内需求而言，2013年投资增速将连续第四年超过GDP，正如现已接近31%的投资增速所示。相反，居民消费占总产出的比例将保持稳定，2012和2013年增速将与GDP相当。

### 私部门需求放缓将不利于贷款增长

银行业将继续保持稳定增长，但增势较2011年稍弱。受益于低实际利率和有利的国内环境，2011年系统内贷款总额增长加快。由于国内需求放缓且央行收回货币刺激，信贷总额增幅将低于2011年，但仍将保持强劲的长期增长趋势。

消费者贷款2011年增幅最大，主要是受公共部门的耐用品采购的驱动。然而，随着2012年国内需求的放缓，我们预计耐用品采购会减少，因而消费者信贷增速也会放缓。建设许可发放量增速放缓（回到了长期水平）表明抵押贷款增速也将放缓。其影响将被公共住房建设项目

（VIS）和高端住房建设的刺激所部分抵消（已发放了大量此类建设许可）。虽然央行的干预增加会影响商业投资，但其也会受到基础设施工程融资和私部门为根据与美国的自由贸易协定产生的需求调整生产结构而进行的投资的刺激。

### 2012：削减结构性赤字的关键一年

政府将继续致力于削减该国的结构性赤字。新的税收制度（财政规章和财政稳定性立法），以及就维持财政稳定的政治共识，将使得政府能够继续逐步削减财政赤字，预计将在2012年底降至GDP的2.8%。在这一背景下，政府税收收入有望在2011年本已很好的基础上再增加7.9%。投资支出将继续保持在GDP 2.8%的水平，这主要是受冬季风雪灾害的破坏过后基础设施项目，中央政府为满足未来与美国自由贸易协定的需求而修缮主要高速路的计划，以及一些计划中的主要道路基础设施项目开工的推动。

从地方政府的角度看，2012年新的采矿特许权使用费制度将生效。其能测试更多的市镇和部门使用从采矿和石油部门获得的资金的能力。在这种情况下，公共部门的整体的赤字将接近1.8%，2013年呈下滑趋势。

### 2012年立法议程的主要结构性问题

2012年的立法议程雄心勃勃且其成功将决定主要问题的中期进展。就经济领域而言，Santos政府将在2012年上半年开始一项税收改革。改革将提出简化税收体系的措施并减少逃税，在不影响平均税率的情况下增加税收收入。此外，下半年还将进行养老金体制改革。预计其会加强团结，并修改一些获得养老金的标准，以使固定养老金和固定缴费系统下的福利标准化。

监管领域，立法者有望在执行2011年已通过的税法。这将使新税法中期内对稳定公共财政的影响更为清晰。政府还将颁布一系列法令和规章来应对与美国自由签订自由贸易协定所带来的挑战并对特许权使用收费做出新的规定。

### 若国际危机深化，哥伦比亚将继续保持增长，但增速会放缓

国外危机深化会通过更低的贸易条款和商品外需下滑对哥伦比亚经济产生影响。这将使该国近期在外贸和市场多元化取得的进展受挫。从对内需的影响看，BBVA研究人员的估计指出全球动荡对国内信心的影响较轻，GDP跌幅低于危机前下滑的水平。事实上，在这种情况下，2012年经济将增长3.2%，2013年增长4.0%。对经济的这一经济预测也是基于哥伦比亚经济在2008-2009年危机中的表现做出的，树立了外部冲击对私人投资和消费决策影响的新范例。特别是，当前商业和居民预期及全球财务变量间的相关性减弱也证实了这一点。

在发达国家经济衰退的背景下，我们预计经常项目赤字平均增幅会高于2009年，其中进口会下滑得更少。因此，国际储备将被用于弥补外部融资，但由于外国直接投资长期流入该国，外部融资水平仍将较高。

### 3. 地方因素决定货币政策行动方针

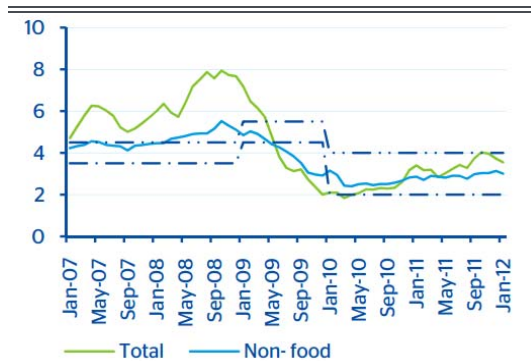
2011年通胀率达3.7%，揭示出了中短期内会继续施加通胀压力的因素（图5）。首先，正如去年下半年各项核心通胀指标所示，我们认为内需有能力弥合2011年第三季度的缺口。由于预计产出缺口会扩大，这一压力还将继续影响2012年的通胀。同时，失业持续减少促使劳动力市场趋紧，工资成本可能显著上涨，这与2011年工资增长与通胀目标保持同步的情况不同。

此外，我们预计短期内通胀将继续面临一些供给因素带来的压力。冬季风暴的滞后影响将继续体现在年初的食品价格上。也会有价格管制商品（如汽油和运输服务）带来的压力，其价格在2011年底加速上涨。对今年余下时间而言，我们预计食品价格会在拉尼娜现象产生的气候冲击之后回落到正常水平。成本压力应会随着国际商品价格的回落而稳步减轻，特别是食品和今年更大的汇率影响预期。

#### 2012年二季度前通胀都将居高不下

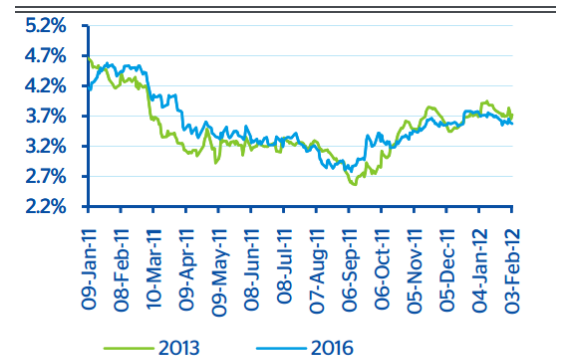
在这样的背景下，我们估计在2012年二季度前都将居高不下，但会在今年下半年回落并最终跌至3.5%。经济指标正趋于正常化，加之外部经济放缓的影响，将使核心通胀维持在央行的目标区间内。

图5  
总体与核心通胀（年度同比，%）



来源: DANE 及 BBVA Research

图6  
隐含通胀预期，TES债券（%）



来源: Banco de la República 及 BBVA Research

短期内，我们认为这一通胀预测面临的<sup>最大</sup>风险为最低工资有关因素的负面反应，和通胀预期的恶化。虽然通胀预期仍处于可控水平，但其从9月份开始上升，且目前不同时间跨度的指标都间于3.5%和4.0%之间。中期内，欧洲的衰退形势加剧对市场 and 全球贸易的影响加深是主要风险。这样一来，鉴于国内需求相较此前全球冲击时会表现出一定的抗拒，我们估计其对通胀的主要影响将通过商品价格的显著下滑来实现（图6）。

#### 央行的加息周期尚未结束，我们预计下半年会再度上调利率

和预想的一样，央行对国内形势进行了优先考虑，开年便将参考利率上调了25个基点，至5.0%。现在，考虑到全球增长前景的恶化和欧债危机深化的风险，我们估计央行会暂停调整周期。下半年，与产出增长的预期一致，我们预计央行会再上调参考利率50个基点，年底时达到5.5%。

#### 该国投资机会增加使汇率继续面临压力

继2011年四季度大幅贬值后，哥伦比亚比索迅速收复失地。近期的汇率压力是对外国直接投资持续流入该国的回应，且全球对风险资产的胃纳也普遍增加，这主要是受美国经济活动指标超过预期和美联储延长货币宽松的消息刺激。我们估计2012年哥伦比亚比索对美元平均汇率将为1797比索/美元，相较于2011年的1848比索有所升值。

2011年，货币和财政当局近日恢复的每日美元购买和招标计划即是一项减轻比索压力的协同计划。同时，政府将继续集中力量通过已在进行当中的结构性改革提高生产部门的竞争力，并避免扭曲外汇市场，这与在1月底货币政策会议上有关2012年美元账户操作的声明内容相符。

## 4. 图表

表1  
年度宏观经济预测

	2010	2011	2012	2013
GDP(%同比变化)	4.3	5.5	5.0	5.3
通胀(%同比变化, 年终)	3.2	3.7	3.5	3.6
汇率(对美元, 年终)	1926	1934	1820	1800
货币政策利率(%年终)	3.00	4.75	5.50	6.00
个人消费(%同比变化)	5.0	6.6	5.0	5.4
公共消费(%同比变化)	4.6	2.3	3.0	3.5
投资(%同比变化)	8.3	15.7	11.9	10.4
财政平衡(%GDP)	-3.8	-2.9	-3.1	-2.8
经常账户(%GDP)	-3.1	-2.8	-3.2	-3.4

来源: DANE 及 BBVA Research

表2  
季度宏观经济预测

	GDP (%同比变化)	通胀 (%同比变化, 期终)	汇率 (对美元, 期终)	财政政策率(%其终)
1Q11	4.7	3.2	1884	3.5
2Q11	5.1	3.2	1783	4.3
3Q11	7.7	3.7	1836	4.5
4Q11	4.5	3.7	1934	4.8
1Q12	4.2	3.8	1820	5.0
2Q12	4.6	3.6	1720	5.0
3Q12	4.7	3.5	1720	5.5
4Q12	6.5	3.5	1820	5.5
1Q13	6.3	3.6	1790	5.8
2Q13	5.6	3.6	1700	6.0
3Q13	4.8	3.6	1730	6.0
4Q13	4.6	3.6	1800	6.0

来源: DANE 及 BBVA Research



## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

[www.bbva.com/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182.

This report has been produced by Colombia Unit:

*Chief Economist*

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

**María Paola Figueroa**  
maria.paola.figueroa@bbva.com

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

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

**Julio César Suárez**  
julio.suarez@bbva.com

Interns:

**Rafael Ricaurte**  
rafael.ricaurte@bbva.com

**Laura Rincón Topía**  
laura.rincon2@bbva.com

**BBVA Research**

*Group Chief Economist*  
**Jorge Sicilia**

*Emerging Markets:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephenschwartz@bbva.com.hk  
Latam Coordination

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Peru  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldolopez@provincial.com

Mexico  
**Adolfo Albo**  
aalbo@bbva.bancomer.com  
Macroeconomic Analysis Mexico  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Developed Economies:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

Spain  
**Miguel Cardoso**  
miguelcardoso@bbva.com

Europe  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

United States  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Financial Systems & Regulation:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Financial Systems  
**Ana Rubio**  
arublog@bbva.com

Pensions  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Global Areas:*

Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX  
and Commodities  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Contact details:**

**BBVA Research Colombia**  
Carrera 9 #72-21, 10th floor  
Bogotá, Colombia  
Tel: 3471600 ext 1448  
E-mail: researchcolombia@bbva.com.co

Colombia Outlook is available in Spanish