

经济展望

巴拿马

波哥大，2012年5月25日
经济分析

- 由于亚洲高速增长，全球经济将在**2012年**稳步加速，而欧洲将轻微衰退。
- 巴拿马将在**2012年增长6.0%**，在**2013年增长6.2%**，与更适度的国内需求以及货物和服务出口一致。
- 在国外低利率和高油价的背景下，平均通货膨胀将在**2012-2013年接近5.0%**。
- 由于暂时性因素，**对外赤字在2012年仍很高**，它们将在未来数年内缓解。财政赤字继续反映与高资本支出相关的压力。

目录

1. 全球复苏，但风险重燃.....	3
2. 尽管趋向潜力的健康下滑，但仍保持强劲增长.....	5
3. 通货膨胀压力和经常项目逆差仍很高.....	8
4. 不断增长的财政赤字迫使政府提高财政规则上限.....	9
5. 欧洲危机重现将影响增长，但受到投资缓冲.....	10
6. 附表.....	11

出版日期：2012年5月25日

1. 全球复苏，但风险重燃

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

如下所述，鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（对地区供应链造成不利影响）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

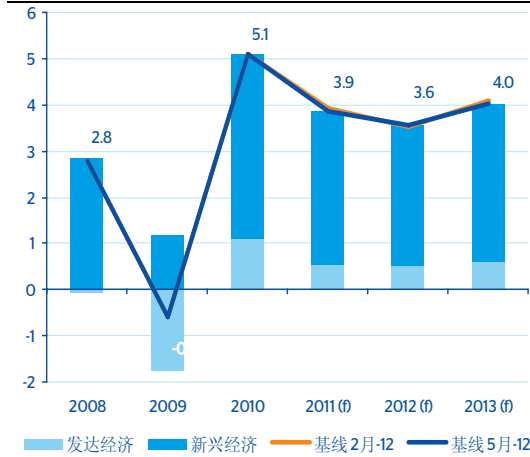
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国和欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 - 前者下降而后者稳定 - 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

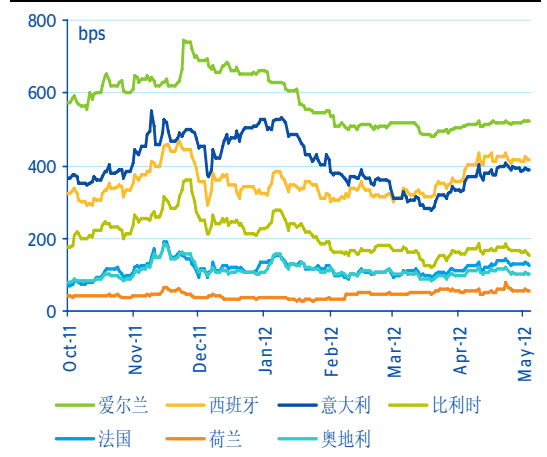
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价 (对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长，这些积极影响证明是暂时的（图 2）。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先，ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革，同时，核心国家应刺激欧元区的需求。其次，有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线，以制定全面、详细的中期整顿方案。

尽管价格猛涨会造成重大风险，但当前油价仅对全球增长有着适度影响

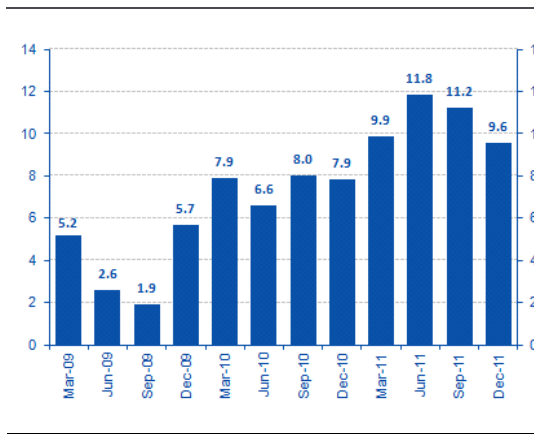
全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶（石油库存和生产者的闲置生产能力）。

在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为 120 美元/桶，比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

2. 尽管趋向潜力的健康下滑，但仍保持强劲增长

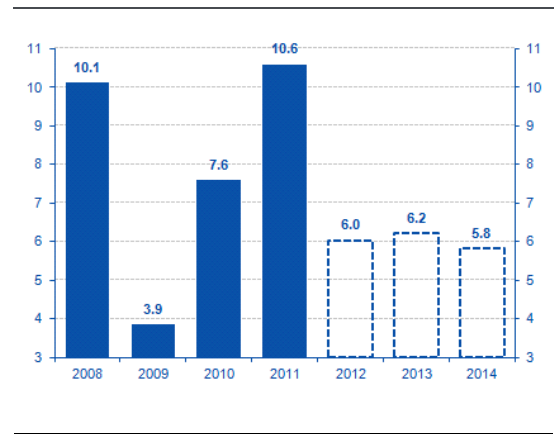
2010 年和 2011 年，在国内需求支撑下，尤其是在大型基础设施项目和巴拿马运河扩建公共投资的推动下，巴拿马增长率分别达到 7.6% 和 10.6%。另外，2011 年服务出口强劲复苏，与世界贸易改善一致。在 2011 年下半年，经济年增长率达到 10.4%，保持上半年的强大表现（图 3）。近期指标表明，经济继续强劲增长，反映了全球金融市场恶化造成的影响有限。

图 3
季度国内生产总值（年%变化）



来源: INEC 和 BBVA Research

图 4
国内生产总值（年%变化）

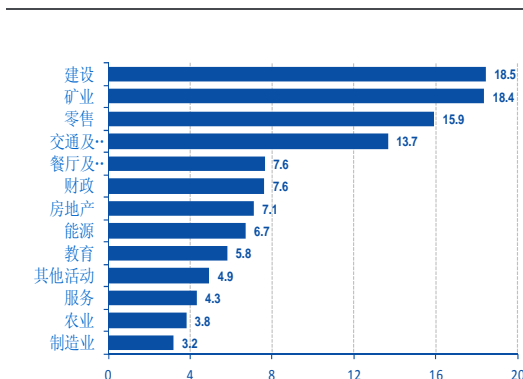


来源: INEC 和 BBVA Research

我们预计2012-2013年将强劲增长，尽管低于前几年

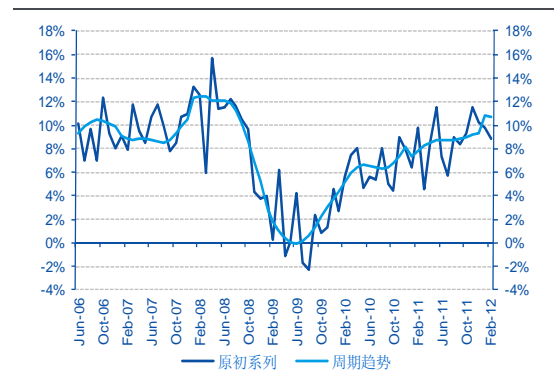
在国内需求支撑下，我们预计 2012 年 GDP 增长率为 6.0%，2013 年为 6.2%（图 4）。消费增长将保持强劲，平均增长率 6.3%，低于 2011 年估计的 12.5%。预测考虑了劳动市场和信贷扩张的积极前景。全球脆弱表现将主要影响服务业及巴拿马运河活动，造成出口增长率从 2011 年估计的 18.5% 降至 2012 年的 5.4%。同时，进口增长率将从 2011 年的 20% 降至 5.8%，使得 2012 年对外需求的增长贡献接近于零。无论如何，经济活动下滑将受到公共投资增强的限制，尽管与 2011 年高水平相比有所减缓。

图 5
2011 年各部门 GDP 增长率（年%变化）



来源: INEC 和 BBVA Research

图 6
月经济活动指数，IMAE（年%变化）



来源: INEC 和 BBVA Research

建筑、零售业以及交通运输引领经济增长

2011 年，四个部门的增长率高于 GDP：采矿、建筑、零售业以及交通运输（图 5）。建筑部门对增长贡献最大，在商业项目和基础设施投资推动下，增长 18.5%。采矿业扩张主要受到为建筑部门开采矿产的推动，其增长率在该部门推动下加速。对于交通运输，巴拿马运河活动（增长 8.5% y/y）和港口服务（16.6% y/y）增长均很突出，尽管与 2010 年增长率相比有所下降，酒店与饭店行业也是如此。农业、渔业和制造业最弱，尽管与前年数字相比有所增长。

最近指标表明，在建筑和采矿业推动下，经济活动继续保持强劲。月经济活动指标（IMAE）表明，2012 年第一季度增长率稍低于 2011 年第四季度（图 6）。这被营业税收入及货物与服务进口增长反映的强大零售业指标所证实。同时，尽管汽车销售在年初减缓，部分原因是 2011 年的高增长率（26.5% y/y），但趋势仍是积极的。与预期一致，出口数字表明，货物和科隆自由贸易区的转口明显下降。同时，巴拿马运河吨位和收入增长减缓，反映了美国经济和其它贸易伙伴的缓慢扩张以及 2011 年实施的提高通行费对收入的影响逐渐减退。

投资将继续推动国内需求，尽管扩张速率有所减缓

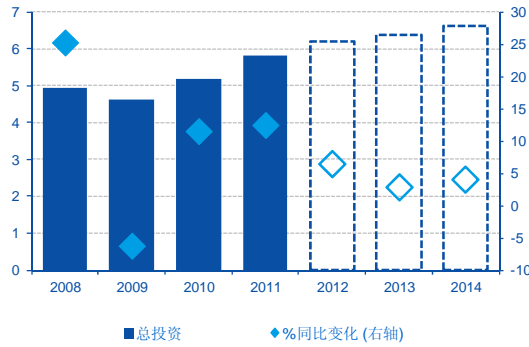
我们估计，2011 年投资将增长 12.5%，2012 年将增长 6.5%（图 7）。由于运河工程将在 2011-2012 年达到创记录高水平，此后，其对国内需求的影响预计会逐步下降。这种影响将被能源、旅游、物流以及中低端住房建设项目的私人投资所部分抵消。在大型基础设施项目工程支撑下，公共投资将继续保持高水平，其中包括公路建设和维护、巴拿马国际机场和海港扩建、巴拿马市地铁以及巴拿马湾卫生项目（表 1）。尽管我们估计，鉴于 2011 年达到的高水平，今年公共投资增长将趋缓，但需要指出的是，目前国民大会正在讨论放宽对财政规则限制的议案，其批准将意味着公共投资预测有上调倾向，进而我们对 2012 年和 2013 年 GDP 增长率的预测将上调（参见第 4 节）。

因此，建筑投资预计将继续受到非住宅项目发展的推动，高端住宅和酒店行业活动较少，因近几年高水平投资，它们有供应过剩迹象。

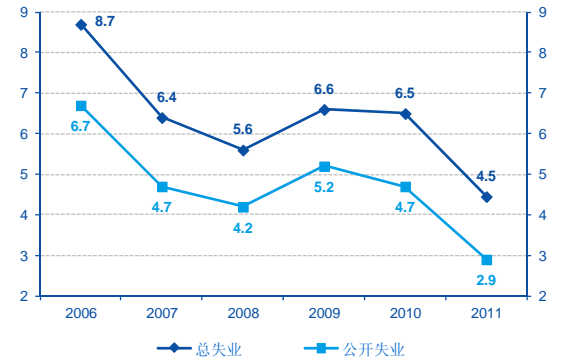
表 1: 主要基础设施投资项目 (2010-2014年)

计划	总数(百万 巴波亚)
巴拿马运河扩展	5250
巴拿马都市地下铁	1800
沿海环城公路 III	777
市政府	450
巴拿马城及海湾洁净	449
往巴西的高速公路(段 I 及 II)	386
低温运输系统计划(食品物流)	297
机场	252
内部医院(4)	237
巴拿马城-科隆公路(段 II)	220
Tonosí 灌溉工程	187
Arraiján Chorrera 公路扩展	153

来源：经济与财政部和BBVA Research

图 7
投资总额(十亿美元,%)

来源: INEC 和 BBVA Research

图 8
失业率 (%)

来源: INEC 和 BBVA Research

出口将在2012年暂时减缓

2011 年，巴拿马运河和港口相关活动非常积极，集装箱运输（18.9% y/y）和通过运河的运量（6.6% y/y）均呈现有利数字。由于活动增多以及 2011 年实施的较高关税，通行费收入增长 18.4% y/y。旅游服务、科隆自由贸易区转口以及银行业务大幅增长，而货物和服务出口在较有利本地供应条件推动下开始复苏（8.3% y/y）。另外，黄金产量因需求和国际价格增长而大幅提高，它在 2011 年约占货物出口的 15%。

鉴于较慢全球增长以及较弱国际贸易，货物和服务出口可能在 2012 年表现欠佳。然而，我们认为，下滑将是暂时的，2013 年，出口将恢复强劲，与对全球经济活动更好前景的预测一致。

此外，一件引人注目的事件是与美国的《自由贸易协定》于今年 10 月生效。值得注意的是，美国是巴拿马的主要贸易伙伴，占出口 30%，占进口 28%（2006-2010 年平均值）。协议实施预计将在未来数年促进出口增长，提高运河基础设施和港口系统现代化的潜在收益。另外，鉴于程序和税制简化，协议将吸引更多投资，主要是服务和轻制造业。然而，如果农业要分享新贸易协定的好处，则需要做出更多努力，以推动非传统出口。

失业率降至空前低水平，但经济扩张突显了劳动市场的刚性

2011 年，总失业率达到最低 4.5%（图 8），而公开失业率¹达到 2.9%。在强大经济的背后，就业人数以 3.1% 的年速率增长。2012-2013 年，我们预计就业人数增长将减缓，使得当前失业人数小幅提高。然而，劳动市场条件将继续有利于家庭消费。

尽管上述结果，但青年失业率较高（2011 年 12.5%），总就业中近 40% 是非正式的，突显了劳动市场的持续刚性。强劲经济扩张给生产能力造成压力，反映了应对强劲国内活动的人力资本素质较弱。从这个意义上说，规章制度仍是限制性的，它限制公司聘用外国工人。在这种情况下，必须采取进一步措施，通过巩固教育体系和改进工人培训计划来提高人力资本素质和劳动生产率。反过来，这将有助于更好地分配经济增长带来的好处，在中期保持较强劲的可持续经济增长。

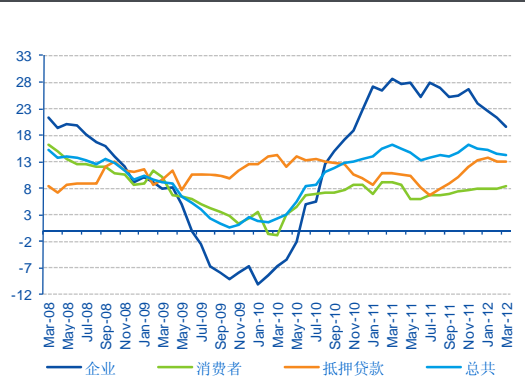
信贷继续扩张

金融体系指标保持稳定，因为信贷继续扩张，并伴之以较低的不良贷款率。在 2012 年第一季度，贷款总额平均增长 14.7%（图 9），与名义 GDP 增长率基本一致。同时，存款增长 15.5%。然而，存款利率仍较低，反映了来自美国经济的宽松货币条件的影响。此外，银行流动性指标高于最低 30% 的国内存款。在这种情况下，私营部门信贷继续快速增长。特别

¹ 公开失业人数测量在参考期内采取行动寻找工作或已经找到一份工作并将很快开始工作的 15 岁以上人员数量。在合同中，总失业人数还包括那些已放弃寻找工作因此没有采取任何措施找工作的人。

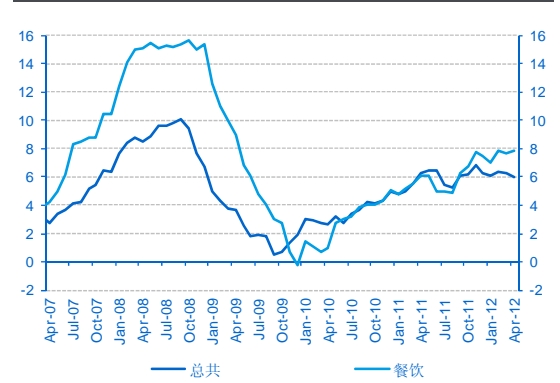
地，在 2011 年强劲增长后，公司投资增长继续减缓，而在低利率、劳动市场改善和商业项目建设强大表现的支撑下，消费者和抵押投资有较大扩张空间。

图 9
信贷 (年%变化)



来源: 银行监管和 BBVA Research

图 10
通货膨胀 (年%变化)



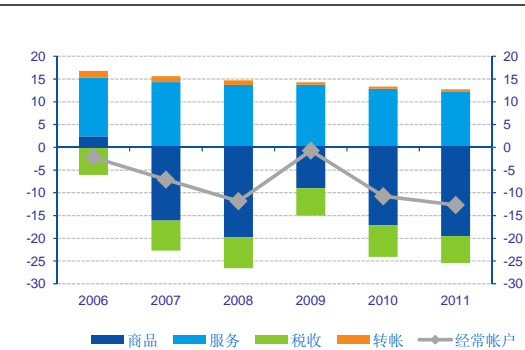
来源: INEC 和 BBVA Research

3. 通货膨胀和经常项目逆差仍面临压力

通货膨胀从 2009 年的 2.4% 大幅增至 2011 年底的 6.3% (图 10)，反映了较高国际商品价格和国内需求强劲增长带来的压力。另外，在去年，VAT 率提高和最低工资猛增有助于增加通货膨胀压力。在这种情况下，当局已采取措施降低不断上涨价格的影响，包括为某些燃料引入最高价格、电费补贴等。美国低利率、信贷行为以及仍然较高的国际油价继续使通货膨胀前景复杂化，特别是在失业率处于空前低水平以及存在正产出缺口的情况下。因此，我们预计通货膨胀将在 2012 年底达到 5.2%，2013-2014 年平均为 4.0%，远高于历史平均值 (接近 2.0%)。在中期，如果通货膨胀继续高于巴拿马主要贸易伙伴的比率，则这种情况可能影响对外部门的竞争力。

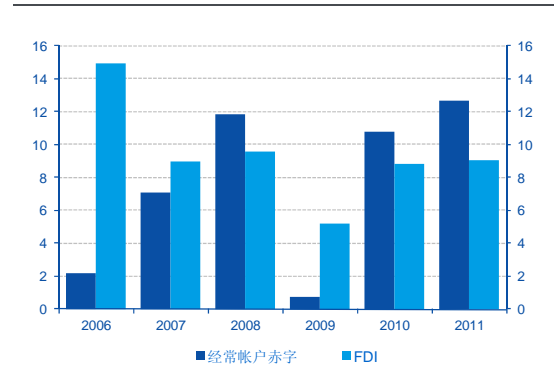
上述情况表明，当局面临着挑战，特别是考虑到银行系统 (通过信贷扩张) 和财政政策 (通过增加支出) 将支持国内需求，使通货膨胀压力增大。然而，我们预计，经济活动向潜在增长的逐步下滑以及全球金融市场的不确定性将有助于平衡通货膨胀风险。

图 11
经常账户 (% GDP)



来源: INEC 和 BBVA Research

图 12
经常项目逆差和 FDI (% GDP)



来源: INEC 和 BBVA Research

通过外国直接投资融资的高对外赤字

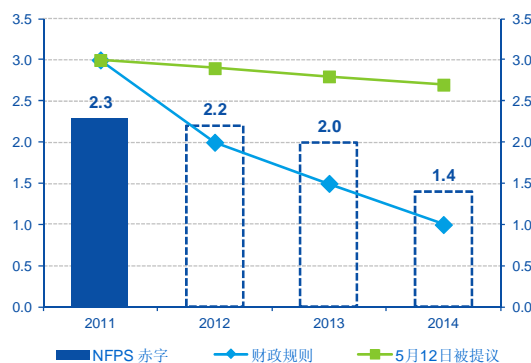
2011年，经常项目赤字达到38.92亿美元或12.7% GDP（图11）。其主要决定因素是货物贸易失衡以及生产要素收入的负平衡，这只被服务盈余部分抵消。赤字主要通过FDI流入融资，它在2011年增长18.7%，达到9.1% GDP（图12）。我们估计，根据需要大量进口原材料的公共投资率，包括巴拿马运河工程，经常项目赤字占GDP的比例在2011年达到高峰，将在未来数年内逐步下降。因此，经常项目赤字预计将从前几年达到的高水平趋于更加可持续的水平。

无论如何，巴拿马经济外部失衡似乎是脆弱性之源，影响贸易和全球流动性的强烈外部震荡可能造成经常账户突然关闭，进而影响经济活动。油价意外再次上涨给经常账户的稳定造成进一步风险，因为巴拿马是该商品的主要进口国。

4. 不断增长的财政赤字迫使政府提高财政规则上限

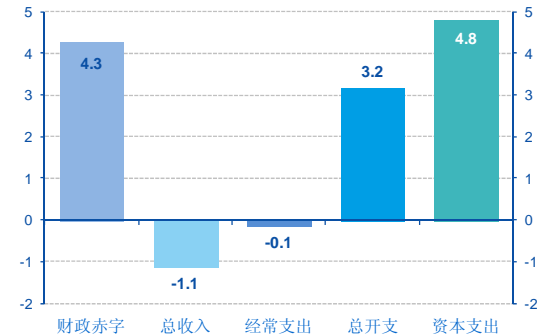
2011年，非金融公共部门（NFPS）赤字达到7.03亿美元，相当于2.3% GDP（图13），反映了较高资本支出及低于预期的收入增长。在强大经济活动和近年来财政改革的影响下，再加上2010年中实施的提高VAT率，总收入在2010年增长12.9%。另外，巴拿马运河管理局的分红转账达到创记录水平（10.43亿美元），相当于3.4% GDP。然而，政府机构的资本收益在结账期间下降，从而限制了总收入的增长。

图13
财政赤字和财政规则限额 (% GDP)



来源：银行监管和 BBVA Research

图14
支出、收入和公共赤字：2011年和2006-2007年平均
值(% GDP)



来源：经济与财政部和 BBVA Research

同时，政府支出增长14.6%，高于总收入水平。特别地，资本支出增长20.6%，达到8.8% GDP和31.8%总支出。另外，财政账户反映了政府推动的主要社会计划的影响。这些包括“普遍性基金”，它向小学和中学学生提供财政支持；“100 for 70”，它向未享受养老基金的70岁以上成年人提供援助。另外，当前支出反映了汽油和电费补贴不断增长。基本预算盈余账户呈现大规模恶化，降至0.1% GDP，而2010年为0.8% GDP，2009年为1.9% GDP。

总赤字高于2.0% GDP的官方目标，但低于财政规则要求的限额。鉴于财政账户压力越来越大，政府向国民大会提出一项议案，要求利用《财政和社会责任法案》（LRSF）中的例外条款来提高财政赤字上限。据当局称，该措施将提供灵活性，以在全球下滑时支持经济增长。LRSF包含例外条款，允许在本地增长大规模恶化、全球增长率下降或全国紧急状态时赤字增至3% GDP，并逐步向目标调整。条款已在2009年和2010年两次使用。当前议案将2012年允许的财政限额从2.0%增至2.9% GDP，并将向长期目标1.0%的收敛期从2014年延

长至 2017 年（图 13）。正如上一个修正案，预计大部分增加的财政支出将用于为大型基础设施项目融资。这使我们对 NFPS 的赤字预测有上调倾向，此前为 2012 年 2.2% GDP，2013 年 2.0% GDP。另外，财政规则限值变化以及在明显不符合制定这些例外条款的条件下使用条款构成一个可能产生可信性问题的负面信号。

预期财政状况并不意味着其融资存在严重脆弱性，增加资本支出推动了长期潜在增长；然而，更限制性的立场将更加适合，以节约不太有利的时期并降低通货膨胀压力。值得注意的是，尽管经济增长强劲，但公共赤字和支出占 GDP 的百分比仍高于危机前水平（图 14），它并未被税收增加抵消。尽管政府近期已采取措施，以增加财政收入，如加强科隆自由贸易区控制、加强防止欺诈和逃税的控制以及出售部分国有资产的提议，但由于其中一些措施面临的反对以及正确实施所需的市场条件，这些并非没有问题。另外，在支出方面，对于一些“可立即投入使用”项目将于 2013 年开始产生的财政影响，不确定性依然存在，届时将必须向在其实施阶段为项目融资的私人承包商付款。

另外，议案旨在加强中期财政纪律，目前正在进行讨论，以成立一个主权基金（Fondo de Ahorro de Panama - FAP），后者是为储蓄巴拿马运河扩建将产生的额外转账而设计的。巴拿马运河扩建预计将使其当前能力翻倍，并从 2015 年开始增加对政府预算的转账。主权基金将成为一种宏观经济稳定机制，抑制从 2015 年开始稳步收入增长带来的支出压力。议案目前正在国民大会进行讨论，预计将在下列方面进行广泛讨论，如资金管理系统、资源退出条件以及 Fondo Fiduciario para el Desarrollo（信托发展基金）发挥的作用，后者是为储蓄国营公司私有化收到的资金而设计的。

5. 欧洲危机重现将影响增长，但受到投资缓冲

如果欧洲危机重现造成全球条件恶化，对巴拿马经济的影响将主要通过对美国的强烈蔓延以及对亚洲和拉美新兴市场的较小程度蔓延而实现。全球贸易下滑将影响运河流量，并影响集装箱运输、科隆自由贸易区活动以及其它国际贸易相关服务。同时，危机恶化将提高全球风险规避水平，反过来将引起国外投资下降。外部融资下降将造成个人需求调整，尽管对支出的最终影响将因运河扩建工程而缓解，后者目前资金充足。反过来，财政平衡将因较低经济增长及运河活动造成转账减少而恶化。在这种情况下，全球风险规避增多将足以抵消美国联邦储备银行融通性政策的影响，使得经济难于从国外融资。因此，公共投资可能降低扩张率。无论如何，我们预计，像 2009 年那样，公共建设工程和巴拿马运河扩建投资将为全球局势可能恶化提供重要缓冲。

6. 附表

巴拿马				
	2010	2011	2012	2013
GDP (同比%)	7.6	10.6	6.0	6.2
私人消费 (同比%)	24.4	12.5	6.8	5.7
公共消费 (同比%)	12.2	4.5	4.0	3.0
固定资产投资 (同比%)	11.6	12.5	6.5	2.8
通胀(同比%, 期终)	4.9	6.3	5.2	4.0
汇率(兑美元, 期终)	1.0	1.0	1.0	1.0
利率(%, 期终)	2.1	1.4	2.4	2.7
财政平衡(% GDP)	-1.9	-2.3	-2.2	-2.0
经常帐户(% GDP)	-10.8	-12.7	-11.6	-9.0

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”

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 the Colombia Unit:*Chief Economist for Colombia***Juana Téllez**
juana.tellez@bbva.com**María Paola Figueroa**
mariapaola.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
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

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
oswaldo.lopez@bbva.com

Mexico

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Developed Economies:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio
arubiog@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 (I)
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity

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 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 11448

E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com