

经济展望

哥伦比亚

2011年第2季度

经济分析

- 在新兴经济体的推动下，全球经济持续快速增长。尽管油价对全球增长的影响有限，但2011年油价将保持高位。
- 2010年的经济表现及主要指标使我们能够保持对2011年5.0%和2012年5.5%的增长预测。
- 中央银行将在2011年和2012年保持其逐步提高基准利率的政策，从而在经济活动保持强劲的情况下控制通货膨胀预期。
- 消费可能不会像我们预计那样迅速趋缓的风险将造成货币政策的进一步紧缩，以缓解通货膨胀压力。
- 中东地区较大的政治风险将推高油价，并在短期内推动哥伦比亚的经济增长；但通货膨胀压力增大需要进行更大幅度的宏观经济调整，从而对汇率造成较大影响。

目录

1. 全球展望：复苏, 全球性的冲击和脆弱性	3
2. 在国内需求推动下, 经济活动保持强劲	5
3. 在比索坚挺的情况下, 逐步取消货币刺激措施将在2011和2012 年持续	7
4. 风险平衡：哥伦比亚经济的强劲增长将提高通货膨胀压力, 并促 使提前进行货币政策调整	9
5. 附表	10

截稿日期：2011年5月12日

1. 全球展望：复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临下行风险

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，商品价格高企（尤其是油价）的威胁加大了不确定性，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的国家和地区。与此同时，前一期全球经济展望中所提到的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最后，新兴市场的经济过热压力将持续，但鉴于高企的商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，因此未来这一担忧在该地区可能更为突出。

虽然商品价格高企招致全球性风险，但其影响并未拖累太多经济增长

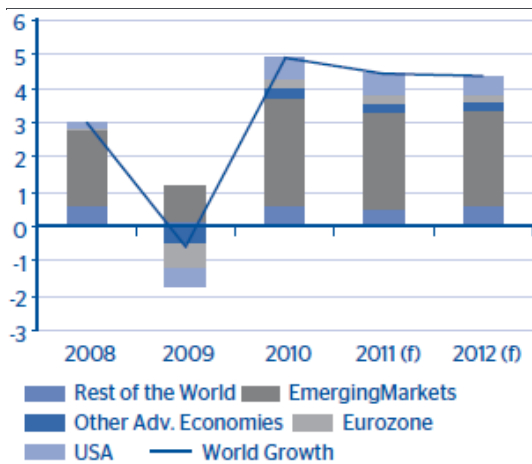
中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在持续，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC拥有充足的闲置产能以及OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶水平附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要集中于发达国家和亚洲多数的新兴经济体等原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这与2011年一季度相对强劲的经济数据一起，证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美地区国家是例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的上行风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使对多数地区央行未来提早加息的预期增加

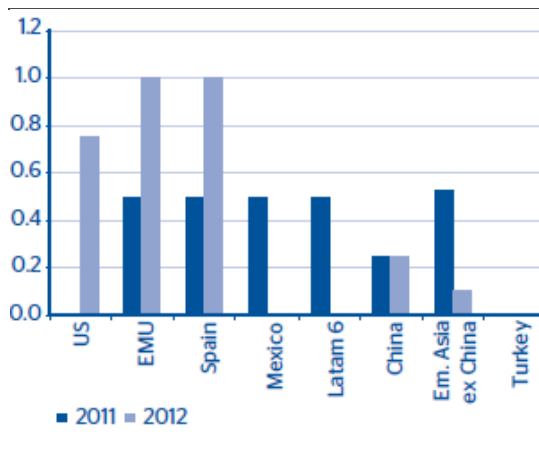
石油冲击的主要影响将体现在价格上。多数经济体2011-12年通胀加剧将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，两家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息），不愿意看到现时的高油价导致通胀加剧。另一方面，美联储更加关注其经济复苏缺乏可持续性的问题，倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持警惕。

图1
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2
预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的可能性极高，因此方案必须谨慎的制定。

美国有望实现财政整合

在美国，就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但在那之前双方的政治分歧只能增加市场中更多的不确定性，尤其是关于债务上限的讨论可能使得整个债务问题谈判陷入僵局。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续

新兴经济体亟需显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，有些国家同时也采取了紧缩财政政策，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而对于亚洲的新兴市场来说则起到相反的影响。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在整个供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会减缓多数亚洲国家的经济增长。另外，与南美国家相比，当前多数亚洲地区国家的经常账户盈余为该地区应对经济过热提供了一定的缓冲。

2. 在国内需求推动下，经济活动保持强劲

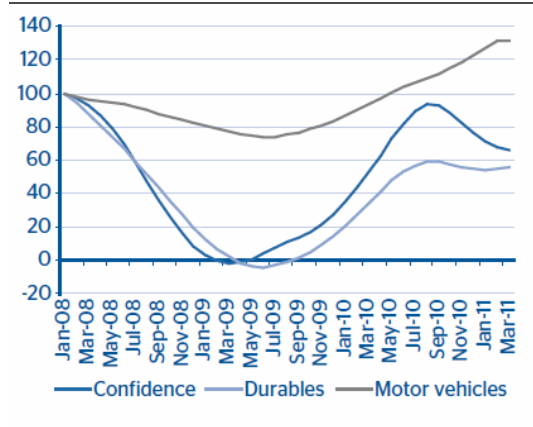
2011年截至目前，经济增长受到国内需求的推动，就像2010年的情况那样。特别是家庭消费受到耐用品支出以及汽车销售大幅增长的推动，第一季度同比增长**58%**。同时，在消费者项目中比重最大的成分有改善的迹象，如服务和旅游。另外，鉴于劳动力市场情况改善、工资就业适度增长、失业率稳步下降以及低利率对家庭信贷负担的影响，消费者继续保持较高的支出意愿。

投资主要指标表明，2011年经济将表现良好

同时，自2009年底以来，现有产能利用率不断提高至接近历史平均水平，这反映在资本商品的支出上，根据近期资本商品进口和商业贷款数据（2月份同比增长率分别为**32.4%**和**22.2%**），资本商品支出将继续保持在历史高位。最后，由于社会住房建设的大幅增长以及较高端房地产市场恢复强势，建筑行业在2010年下半年的复苏步伐加快。

图3

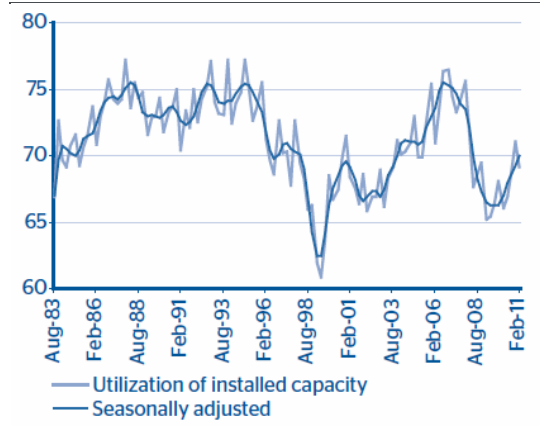
消费指标：信心，对耐用品的购买和汽车销售
(经季节调整后)



来源: Fedesarrollo, Econometría Ltda and BBVA Research

图4

现有产能利用率



来源: Fedesarrollo and BBVA Research

工业产出继续保持强劲势头，但仍有增长空间

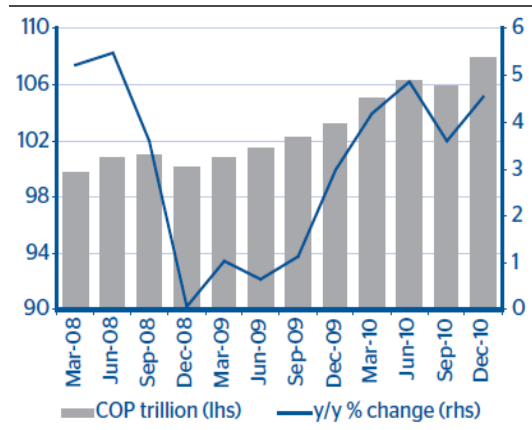
2011年初的工业数据还表明了经济的积极发展趋势。受到对中美洲、巴西、智利和秘鲁等新增地区制造业出口增长的推动，2月份工业产出同比提高约**4.0%**（经季节调整后），这与商业信心的持续改善是一致的。同时零售额也同比提高了**13.0%**（经季节调整后），从而证实了消费者和零售商的预期在2011年初仍保持高位。另外，主要由于较高的关税收入，2011年第一季度的税收同比增长**11.2%**。

预计哥伦比亚在2011年增长约5%，2012年增长5.5%

根据2011年和2010年底的这些指标，BBVA研究部保持其对2011年和2012年的增长预期，即分别为**5.0%**和**5.5%**。建筑投资，包括私人 and 公共投资，将是实现这一结果的关键。后者将受到碳氢化合物和采矿投资、受强降雨季破坏的基础设施的重建计划以及地区和当地政府在其任期最后一年预期支出增长的推动。此外，外国直接投资预计将继续增加对碳氢化合物和矿产的投资。同时，通过对拉美市场的渗透以及全球需求的稳步增长，工业出口将加快复苏。

图5

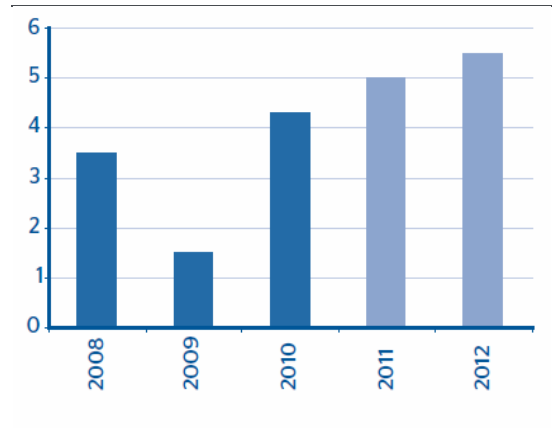
国内生产总值



来源: DANE and BBVA Research

图6

国内生产总值增长率（年同比变化率，%）



来源: DANE and BBVA Research

因此，我们对未来几个月工业表现持乐观态度，投资和能源消耗指标的积极表现将反映在即将公布的行业数据上。工业产出占GDP的13%，但其尚未恢复到前几年的强劲增长势头，而且其表现也对就业和其它部门有所影响。

工业实力以及与该部门相关投资的恢复将进一步改善哥伦比亚在2012年的经济表现。耐用品消费和服务也将产生积极影响。

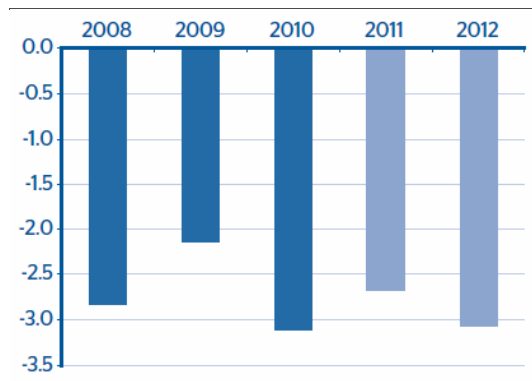
对外赤字可轻易通过外国投资进行融资

预计哥伦比亚出口品的国际价格较高，特别是石油，将在未来几年内使哥伦比亚保持贸易顺差，尽管其国内的强劲需求将对进口品的需求增大。然而，随着哥伦比亚石油公司以外的一些石油生产商获得哥伦比亚的出口份额并导致流向国外的股息数量增加，同时实体部门的其它外资公司加强其在哥伦比亚的业务，经常项目赤字预计将在中期微幅增长。因此，经常项目赤字将在2011年和2012年保持在GDP的3%。

目前的经常项目赤字可轻易通过预期的外国直接投资流入进行融资，而且外国直接投资将在2011年余下时间内保持现有水平。在中期，就像近期观察到的情况那样，私人外债流动也将会增长。我们预计，在较高国际油价以及本地勘探条件改善的刺激下，哥伦比亚将继续获得主要针对石油和采矿行业的外国直接投资。此外，我们对未来几年零售贸易、旅游和建筑行业的外国投资流入增加持乐观态度。

图7

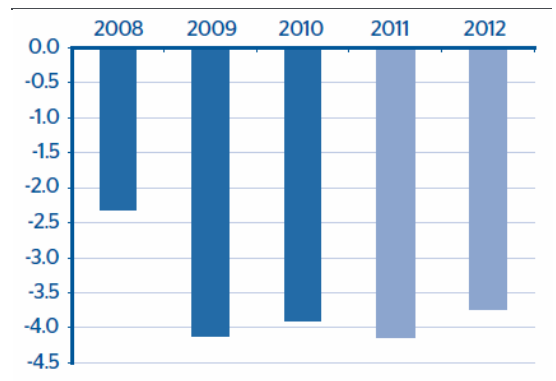
经常账户赤字（占GDP百分比）



来源: Central Bank of Colombia and BBVA Research

图8

中央政府预算赤字（占GDP百分比）



来源: Ministry of Finance and BBVA Research

恶劣气候条件造成的灾难对财政收支平衡构成挑战

严冬气候条件造成的灾难及其对人口和基础设施的影响将继续对今年和明年的财政收支平衡构成挑战。2011年，由于2010年底的气候影响而导致支出加大的情况将被下列因素弥补，即财富和金融交易征税变化带来的收入提高以及比政府最初预计更加强劲的经济表现。收入提高实际上已经反映在3月份的目标实现程度上（104.8%）。但要估计由于2011年3月份和4月份持续恶劣气候条件以及第二季度剩下时间内预计将出现的恶劣气候条件的影响所造成的额外支出仍言之过早。因此，我们保持对2011年中央政府赤字的预测，即GDP的4.1%。

这种水平的预算赤字将在未来几年得到缓解，并逐步根据哥伦比亚国会目前正在批准的财政规则进行调整。赤字改善将源自税收增加、某些结构支出项目削减以及冬季灾难造成压力的可能下降。在中期，财政调整取决于与财政收支平衡有关的大规模改革、财政规则和版税系统改革的迅速批准。政府关于税收和养老金系统改革的公告也必须反映在具体提议中。

这些调整和改革的有利前景以及国家近期经济表现使得标准普尔将哥伦比亚的主权债务评级提高至投资级（BBB-）。至少还有一个机构预计将在近期做出这一决定。

3. 在比索坚挺的情况下，逐步取消货币刺激措施将在2011和2012年持续

尽管由于恶劣天气的影响使年初的通货膨胀大幅提高，但通货膨胀压力在最近几个月得到缓解。CPI在12 - 3月份提高了1.79%，非常接近2010年同期数字（1.77%）。这一有利的通货膨胀表现是气候条件暂时好转促使食品价格短暂调整、以及需求压力下降的结果，并反过来使核心通货膨胀保持相对稳定。

尽管结果好于预期，但在今年剩下的时间内，通货膨胀仍有大幅提高的风险。在此期间，通货膨胀将受到较高国际商品价格影响的推动，包括食品和燃料，而汇率升值只能部分抵消其影响。同时，强劲的国内需求将带来更大压力，特别是随着2011年下半年产出缺口预计将被弥补。此外，由于持续雨季所带来的破坏，对食品价格的额外压力也不能被排除，根据最新天气预报，雨季可能持续至6月份。

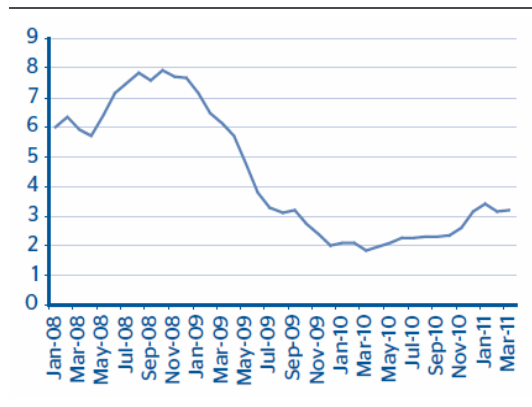
在这种情况下，我们认为，通货膨胀将在2011年底达到3.5%的水平。该预测包括由于第一季度较低的CPI数字而对以前预测微幅上调0.1个百分点，CPI数字下降被高于预期的油价增长所抵消。值得注意的是，通货膨胀将受到比较基数的影响。鉴于去年同期有利的价格表现以及因2010年底食品价格大幅上涨而使2011年底出现缓和，结果将是通胀在第三季度出现增长。

中央银行将逐步取消其货币刺激措施，以防止利率在将来出现突然增长

在这种情况下，我们预测，未来几个月将继续逐步提高基准利率，这与2月份开始的紧缩周期是一致的。货币政策的这种限制性变化是对通货膨胀加速的反应（从2010年10月的2.3%到2011年1月的3.4%）；而通胀加速已造成短期和长期通货膨胀预期目标出现偏离以及产出缺口将在2011年下半年被弥补。

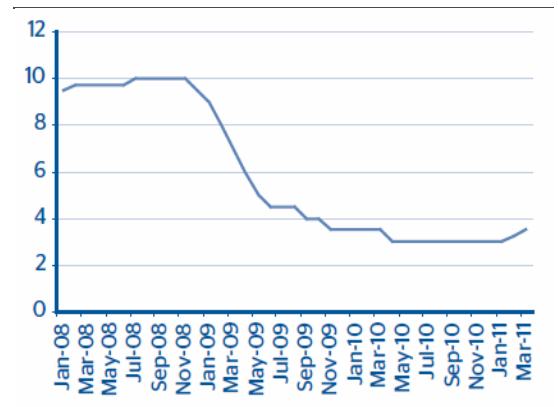
我们认为，由于近期经济数字表明风险平衡趋向于国内需求的较大增长，而不是经济增长来源的减弱，因此，基准利率持续提高的过程是必要的。同时，如果通货膨胀进一步恶化，日益提高的利率将使通货膨胀预期得到控制，并降低未来更剧烈调整的可能性。然而，我们认为，基准利率将在2011年保持在其估计的均衡水平之下（名义约为6%），从而在仍然脆弱的环境中继续支撑经济增长，如非传统出口的低增长、工业缓慢复苏以及全球环境的持续走弱。

图9
通货膨胀率（年同比变化率，%）



来源: DANE and BBVA Research

图10
干预利率（AER，%）



来源: Central Bank of Colombia and BBVA Research

由于较高国际流动性和商品价格，比索升值压力将继续增大

与区内其它国家类似，哥伦比亚目前正面临着外国资金流入增加所带来的挑战。这些资金受到与发达国家相比较高的利差、较高的全球流动性以及国际商品价格上涨的吸引，造成对生产国较高的直接投资流动。今年截止目前，官方数据表明，资本流动主要集中于外国直接投资和外债上。我们认为，尽管政府承诺在2011年要避免储备货币化，但升值压力将贯穿全年。这对经济管理当局带来挑战，它们必须克服汇率压力以避免对贸易部门产生严重影响，同时保持通货膨胀预期处于可控水平以保证有序的经济增长。

较大通货膨胀压力和汇率升值将通过政府和中央银行间的协调战略来应对

为应对汇率压力，哥伦比亚中央银行在2010年9月中旬至2011年4月底期间积累了近30亿美元；实际上，与其它经济体的干预相比，这只是一种适度的策略。在这段时期的大部分时间内，货币成功经抵制了因本地和外部因素造成的升值趋势。这一结果也受到汇率中介间外币流动性下降的影响。最近，部分由于需要完成近期纳税以及外国资本流动加强，对国内货币的需求有所增加，造成比索再次升值。

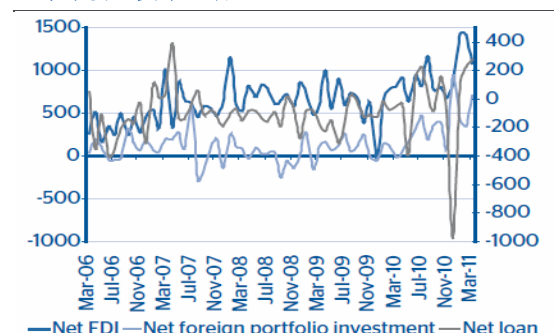
在此期间，政府通过累积在中央银行的储蓄而支持进行干预，储蓄在主要存款人首次纳税后于4月份达到历史高点（约18万亿比索）。然而，这些储蓄将在5月中旬下降，以支付在此期间的到期外债（TES）（约10万亿比索，包括分期偿还和利息）。这将使金融系统流动性加大，并需要考虑汇率冲销的替代机制。

图11
比索/美元汇率



来源: DANE and BBVA Research

图12
汇率平衡：资本流动



来源: Central Bank of Colombia and BBVA Research

作为一项宏观经济协调措施，政府在4月底宣布要在国外积累高达12亿美元的基金，以支付将于2012年1月到期的外债，并执行在2011年剩下的时间内避免国外资产货币化的决定。然而，在资金持续流入和比索坚挺的情况下，不能排除中央银行可能将储备积累计划延期到目前计划的6月份之后。考虑到这种可能性，政府已宣布要设立一种新的货币控制机制，包括中央银行用于流动性资产运作而由财政部发行的证券。这将防止中央银行和财政部在发行证券上的竞争。未来几周内，政府将公布这一机制的详细信息，如相关证券的到期日和收益。

最后，值得注意的是，如果资金流入加速且比索在低于其基本面的水平下持续升值，我们不排除将资本控制作为一种审慎措施，以防止金融系统可能出现不平衡，如产生资产价格泡沫以及信贷增长加快。

总之，我们的预测考虑了2011年通货膨胀压力增大以及利率的逐步调整过程（6月份达到4.5%，并稳定至年底），这将稳定预期并保持通货膨胀与目标一致。干预利率将在更多的资金流入和比索持续坚挺（2011年升值4%）的情况下提高。这些因素将因储备积累计划的延期而缓解，可能还伴随着在下半年的冲销措施。最后，我们认为，经济主管机构将把对资本流动的可能限制作为仅在特殊情况下采取的最后手段。这与经济主管机构去年执行的汇率政策是一致的。

4. 风险平衡：哥伦比亚经济的强劲增长将提高通货膨胀压力，并促使提前进行货币政策调整

我们认为，鉴于其在本地因素作用下表现良好，中央银行提前提高基准利率对于哥伦比亚经济来说是一种潜在风险。实际上，伴随着资本品高于预期的投资改善，我们不能排除自2010年底以来观察到的扩张性消费周期持续的可能性。

同时，如果在2011年下半年和2012年上半年以高于预期的速度执行对恶劣冬季气候造成的破坏进行修复的计划，则公共投资仍有增加的可能。

这将使需求压力增大，提前弥补产出缺口，并提高通货膨胀预期。因此，中央银行将会更早和更大幅度地提高基准利率，并在2011年底达到均衡利率。在这种情况下，货币政策反应将受到消费者行为和零售信用、家庭和公司负债水平以及房地产价格增长速度的影响。

中东仍然存在冲突升级的风险，这将推高油价并减缓全球复苏的动力

在国际方面，全球经济正在关注中东出现更大政治动乱的风险。截止目前，区内的抗议和冲突相对有限，但蔓延的风险可能在未来数月加剧，使更多国家处于类似境地。这将导致在2011年剩下的时间内和2012年油价再次上涨至150美元/桶的水平。根据我们的全球分析，我们认为出现这种风险的可能性非常低，然而，其对全球金融和实际经济变量的影响不能被排除。

油价上涨将影响非石油出口国的发达和新兴国家的经济活动，降低总体需求，并影响2010年和2011年初的复苏步伐。经济复苏放缓将在国内价格不断上升的情况下出现，将使货币管理当局处于在经济活动走弱的情况下控制通货膨胀压力的困境。

对哥伦比亚的影响将是相反的，经济增长和通货膨胀压力均有所提高

拉美将不可能不受到这种情况的影响，其增长将减缓，通货膨胀压力将增大。然而，石油出口国如委内瑞拉和哥伦比亚将从震荡中受益。对于哥伦比亚，尽管主要贸易伙伴表现欠佳对非传统出口造成消极影响，但2011-2012年其国内生产总值平均增长将超过6%。然而，由于油价上涨以及

更大的需求压力，国内通货膨胀的压力将增大。这将促使中央银行将以更快的速度撤回货币刺激措施，并在2011年提前将干预利率提高至均衡水平。

5. 附表

表1

年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
GDP (%同比)	4.3	5.0	5.5
通货膨胀 (%同比, 均值)	2.3	3.5	3.7
汇率 (兑美元, 均值)	1,899	1,819	1,800
REPO利率 (% 均值)	3.1	4.2	5.3
个人消费 (%同比)	4.3	5.0	5.5
政府消费 (%同比)	4.7	5.1	2.9
投资 (%同比)	7.1	13.4	8.7
财政赤字 (占GDP百分比)	-3.9	-4.1	-3.7
经常账户 (占GDP百分比)	-3.1	-2.7	-3.1

来源: DANE, Ministry of Finance, Central Bank of Colombia and BBVA Research

表2

季度宏观经济预测

	GDP (% 同比)	通货膨胀 (% 同比, 均值)	汇率 (兑美元, 均值)	REPO利率 (%, 期末值)
Q1 10	4.2	2.0	1947	3.50
Q2 10	4.9	2.1	1950	3.00
Q3 10	3.6	2.3	1833	3.00
Q4 10	4.6	2.7	1866	3.00
Q1 11	4.8	3.3	1878	3.50
Q2 11	4.7	3.4	1787	4.25
Q3 11	5.7	3.6	1796	4.50
Q4 11	5.0	3.8	1815	4.50
Q1 12	4.8	3.6	1783	5.00
Q2 12	6.1	3.7	1790	5.25
Q3 12	4.9	3.7	1805	5.50
Q4 12	6.1	3.6	1822	5.50

来源: DANE, Central Bank of Colombia and 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 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

Ignacio Miró
ignacio.miro@bbva.com.co

Interns:

Nathalia Giraldo
nathalia.giraldo@bbva.com.co

Viviana Marulanda
viviana.marulanda@bbva.com.co

Jose Felipe Rodríguez
josefelipe.rodriguez@bbva.com.co

 BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

*Chief Economists & Chief Strategists:**Financial Systems and Regulatory Affairs:*

Santiago Fernández de Lis
santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Financial and Economic Scenarios

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez
mjimenezg@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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

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

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang
daxue.wang@grupobbva.com

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

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
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 2582 3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅