

哥伦比亚

经济展望

2010年第二季度

经济分析

- 复苏比想像中快
- 预期的 **GDP** 增长并不会推高 **2010** 年和 **2011** 年的通货膨胀
- 在未来的几个月，其央行将面临如何在维持通货膨胀预期的同时干预外汇的两难境地
- 改善财政水平的新努力将减少财政赤字对外汇和国内债市的影响



目录

1. 概要	3
2. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
3. 个人支出在经济复苏中表现突出	3
4. 哥伦比亚可能受外部经济下滑影响.....	5
5. 当务之急，改善财政状况	5
6. 表格	6

概要

受显著增长的消费和缓慢上扬的投资所带来的国内需求支撑，哥伦比亚的复苏进程比预期更快。但全球风险厌恶因希腊危机显著增加，哥伦比亚经济也可能受其影响。如果这个情况恶化，再加上商品价格下跌，那么这些会影响债务的成本从而拖慢增长。

复苏的程度并无法强到可以将2010年和2011年的通货膨胀推高。我们预期该国比索将会从中期开始升值。在这样的情况下，货币管理机构会面临一个两难的抉择，必须要在干预外汇和控制通货膨胀上择其一。政府必须要通过提高财政水平来减小财政赤字对外汇市场和国内债市上的影响。

持续的全球复苏所面临的挑战

在过去的几个季度里面，全球经济由于新兴市场和美国的复苏得到了持续的改善。2010年世界贸易增长率达到7%，我们的预估则是4.2%。但是，市场对欧洲货币联盟解决高负债水平的能力依然存在疑虑。这些疑虑引起了许多主权违约风险差异的扩大并且带来的金融不稳定。这个情况正影响着欧洲经济并且很有可能扩散到全球其他地方。负面影响发生的时间和所涉及的范围受到欧盟在5月9日提出来的拯救计划所影响。尽管这个拯救计划在短期稳定了金融市场环境，不过市场上仍然充满着三个不确定因素：1.拯救计划在未来几个月的执行情况；2.其他欧盟国家计划执行的财政巩固计划的可信度；3.欧盟各国在中长期对拯救计划的承诺。

在2010年初经济复苏在全球发生的同时，复苏的强度在不同国家是不同的。这是由于各国在使用财政政策和货币政策上的程度不同造成的。这些政策使得中国和美国的经济得到的快速的复苏。于此同时，新兴市场受益于国内市场需求的增加，贸易的增加和市场逆风险环境的增强。因此在这些地区，复苏相对来说比较稳固。另一方面，在发达国家，随着扩张性政策的逐渐褪色，对于2010年是否能够持续复苏的疑虑还是出现。

美联储计划慢慢的上调利率。市场预计第一次上调会在2011年的初期，并且只会比1%高一点点。欧盟和美国的经济基础的差异造成了两个地方货币政策的退出是不同。尽管2010年开始的经济增长可能会放缓，但是美国现在的复苏状态逆转的可能很小，并且通货膨胀的压力才刚刚显现。但是，在欧盟，由于金融情况比较脆弱，周期性的改善依然存在不确定性，而且现在也没有通货膨胀的压力。而对于新兴市场的货币政策来说，不用怀疑这些政策需要开始收紧。如果一些经济体的财政收紧政策或者其他方案没有及时执行，市场的不平衡将会发生。

在逆风险情绪很显著的时候，金融市场比较倾向于对未来的期望。金融市场容易发现在经济增长的期间中宏观经济政策上面的不一致性。虽然欧洲通过了巨大的拯救计划，巨大的风险溢价将依然会在欧洲的主权债务市场中出现，这是由于财政巩固过程的不确定性引发的。现在的危机的蔓延就是现在的脆弱的情况的证明。经济史充满着金融危机后过分的担忧蔓延到了其它国家的例子。这些情况中，地域上的关联或者周期上的相似性会比基础上的差异带来更多的影响。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管危机的原因还在讨论中，现在市场紧迫的需要一些国家增加他们的信用来面对全球投资人的压力。

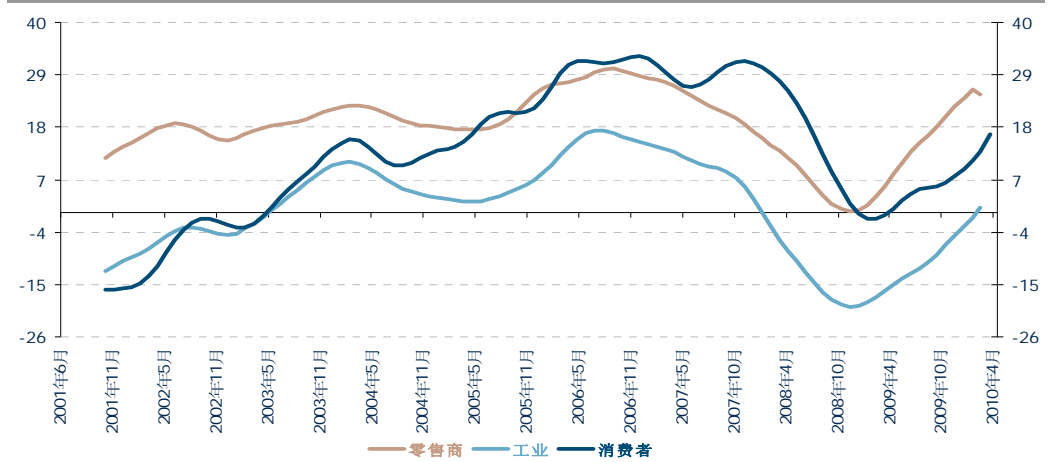
市场上对公共债务增长带来的长期后果由持续的忧虑。在发达国家这已经造成了实际利率的上升和高风险溢值的产生。即使最近的危机传播慢慢消除，市场也会开始出现基于各国实际的信用情况而产生的金融歧视。

金融市场有两个主要的不确定性。第一，金融市场的缓慢结构调整，特别是在欧洲，很有可能带来无信用的复苏。这给市场带来更多的忧虑，因为从经验和过去的证据上来看，经济复苏初期的信用渠道非常重要。而已经在执行中的规管的调整也同样带来许多不确定性。最有可能的结果资本和流动性的需求增加，这会减少银行在未来几年的信用能力。

个人支出在经济复苏中表现突出

2008-2009年危机后信心水平的快速恢复是得2010年的私人部门消费表现超出预期，代替公共消费刺激成为主要的增长动力。这是因为在过去的金融危机中，许多家庭和公司的资产负债表并没有受到严重的影响。货币证词的刺激让许多家庭的负债负担降低了，增加了他们愿意借款来消费后投资的意愿。

图1
信心指数：消费、零售以及工业（经季节性调整）



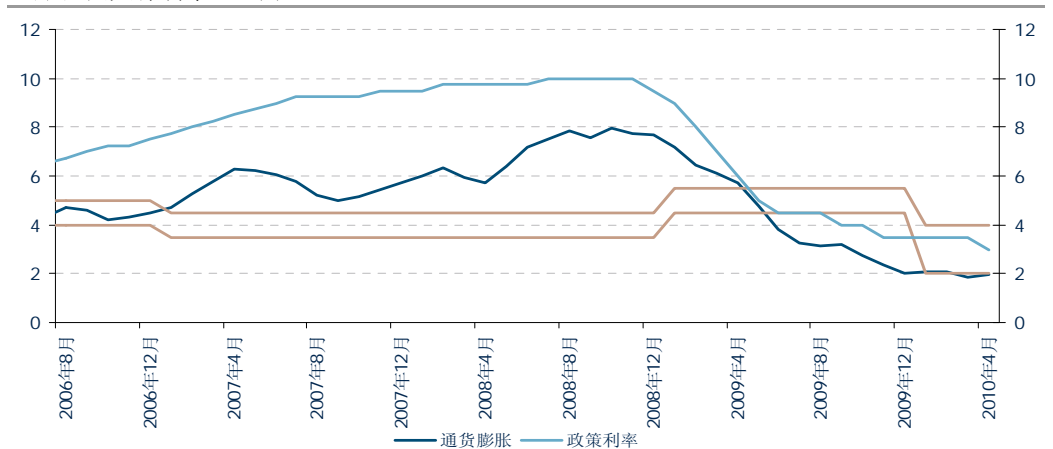
来源：Fedesarrollo 以及 BBVA 研究

BBVA 哥伦比亚研究增长率预测为 2010 达到年化 3%，2011 年达到年化 4.4%。如果最近的增长经济活动指标能够稳固的话这个增长率还有上升的空间。对机械投资和建设的成长会使得私人投资的成长超过预期。

2010 年的财政赤字估计会比政府预测的低（预测 GDP 的 4.5%，可能 4.3%），这是由于税收的增加和来自石油的利润增加。值得注意的是，财政水平的减少在过去的两年非常显著，现在的赤字已经是 2008 年赤字的两倍。这样的情况增加了对国外和国内债务发行的依赖，增加了外汇汇率和国债的混乱。

国内需求的成长会造成经常帐目的逆差，不过这不会造成太大的问题，因为这些逆差可以被外商直接投资的资金所对冲掉，这些 FDI 主要是投资在开采和碳氢化合物上面。在中期，这些投资流入，公共的借贷趋势和贸易带来的利润会持续对货币施加增值的压力。央行会继续累计外汇储备来约束这一过程。但是，由于干预机制的可行性减小，干预的空间可能很小。

图2
通胀以及央行利率（%同比）



来源：哥伦比亚央行、DANE 以及 BBVA 研究

在第一季度，通货膨胀依然低于哥伦比亚央行的长期目标（在 2% 和 4% 之间）。BBVA 哥伦比亚研究于此 2010 年的通货膨胀为 3.4%，2011 年会达到 3.2%。这些于此考虑了国内石油价格的调整，食品进口较少造成的价格的上升以及在下半年率为上升的贸易产品价格所影响。

哥伦比亚央行下调政策利率从 3.5% 至 3.0%，这让市场大吃一惊。这个巨大的货币政策刺激反应了央行的通货膨胀预测值的下降以及对国家增长下降的看法。BBVA 哥伦比亚研究认为现在的经济增长和通货膨胀情况（今年最后一集的实际利率为负）使得央行不可能将现在的政策利率水平保持到年末。

总统的选举会在未来几个月举行。政治选举的辩论主要集中在增加工作和正式员工，保证公共基金的透明性，巩固财政水平，解决军事冲突。最近的选取意向表明独立候选人（Antanas Mockus）民意上升很

快，然后是现在的执政党（Juan Manuel Santos），他最近在民意调查中处于领先地位。两位候选人都打算保持正统的经济政策并且延续国内的证券市场策略，这会增加国内投资的良好气氛。

哥伦比亚可能受外部经济下滑影响

希腊主权债务风险溢值和上升的现金流动紧张会扩散到新兴市场。在危机蔓延的情况下，资本的流入会因为逆风险的因素而下降。由于对欧洲将进入长期紧缩状态和中国货币政策的过强调整担忧可能会使得贸易减少。哥伦比亚的经济因此可能会面临因为出口减少而造成的增长减速，汇款减少，家庭和商业信心减少。这会延缓 09 年下半年的复苏过程。

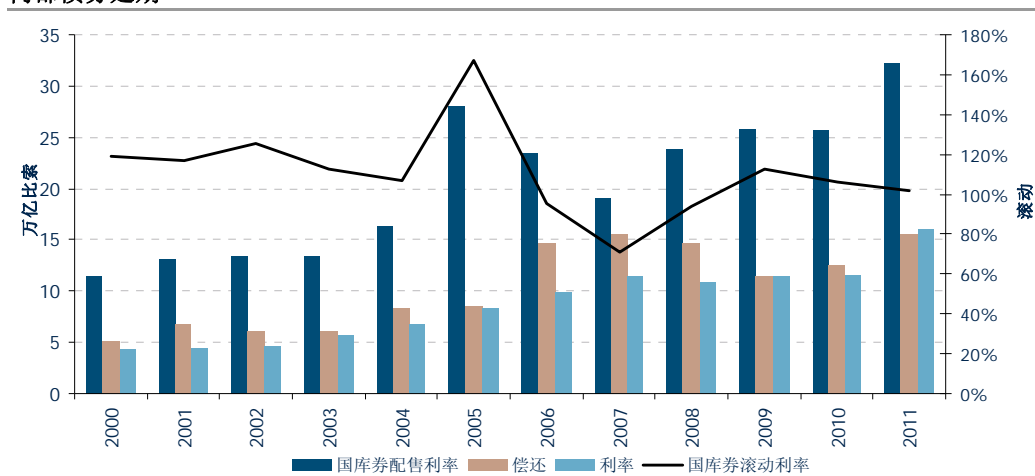
另外，与委内瑞拉的贸易的急速下滑可能会影响一些工业部门的多样化过程。最近的出口表现现实一些高劳动力生产的分支所产生的总值在外贸中没有新的销售终点。这样的情况对制造部门增长的负面影响表示制造部门缺少高素质的员工。

当务之急，改善财政状况

预期的财政负债趋势暗示着未来几年负债表主要项目为负值，约在 GDP 的-0.5%到-1.1%之间，直到 2014 才会稳定。税改方案需要通过来减少这个不平衡状况。尽管公共基金没有期望能够很持续，对融资的需求会延迟公共负债的减少，这会使得哥伦比亚经济不稳定性减少的时间表拖后。另外对资本流入开采和碳氢化合物产业的预期使得哥伦比亚打算推行新的财政制度来提高外汇储备，加强财政政策的逆周期性衰退的能力，避免过度的外汇升值。同时，在国内，债务情况需要再次优化，需求中期与长期的到期日低密度，避免未来 3 年的还款的过于集中。大选的两个候选人都会支持改革，保证税收减免并且有可能增加增值税的比例。

图 3

内部债务延期



来源：财政部以及 BBVA 研究预测

哥伦比亚央行面临多重挑战，要在保持通货膨胀目标的前提下干预外汇市场，同时又要面临希腊危机带来的危机扩散的影响。中央银行面临进行长期外汇市场干预的限制，这是由于其资产组合中的公共债务证券的水位较低及其类似的财政政策方案成本较低（例如发行新的债券）谨记外汇的升值压力预期在中期将会持续，其央行打算进行外汇干预的政策不会使得货币政策恢复到之前正常情况，而会造成中长期的通货膨胀压力。

表格

表 1

宏观经济预测：季度

	GDP (% 年比)	通货膨胀 (% 年比, 均值)	汇率 (兑美元, 均值)	利率 (%, 均值)
Q1 09	-0.5	6.1	2477	7.00
Q2 09	-0.3	3.8	2090	4.50
Q3 09	-0.2	3.2	1987	4.00
Q4 09	2.4	2.0	2016	3.50
Q1 10	2.5	1.8	1909	3.50
Q2 10	2.4	2.4	1998	3.00
Q3 10	3.6	2.8	2016	3.00
Q4 10	3.3	3.4	1973	3.50
Q1 11	4.1	3.3	1953	4.00
Q2 11	4.5	3.1	1921	4.50
Q3 11	4.5	2.8	1859	5.00
Q4 11	4.4	3.2	1903	5.50

来源：BBVA 研究

表 2

宏观经济预测：年度

	2009	2010	2011
GDP (% 年比)	0.4	3.0	4.4
通货膨胀 (% 年比, 均值)	3.8	2.6	3.1
汇率 (兑美元, 均值)	2142	1974	1909
利率 (% 均值)	4.75	3.25	4.75
私人消费 (% 年比)	0.0	3.7	4.1
政府消费 (% 年比)	2.7	1.7	1.1
投资 (% 年比)	-5.0	6.7	8.1
财政盈余 (% GDP)	-4.2	-4.3	-3.6
经常账户 (% GDP)	-2.3	-2.5	-2.3

来源：BBVA 研究

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

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

Mario Nigrinis
mario.nigrinis@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
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Regulatory Affairs
Economic Scenarios

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

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@compassbank.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
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

Contact details

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