

哥伦比亚

经济展望

2010年第四季度

经济分析

- 鉴于需求的强劲增长势头和 2011 年的私人投资增长预期，BBVA 将哥伦比亚 2010 和 2011 年经济增长预测分别上调至 4.8% 和 5.2%。
- 通胀压力的减轻以及产量缺口的稳步缩小将导致在 2011 年上半年对货币政策进行逐步调整。
- 哥伦比亚比索将继续面临上升压力，但政府和央行将出台措施缓解这一压力。
- 不排除会有旨在抑制资本大量流入的宏观审慎措施和与经常账户、资产价格和金融稳定相关的风险。
- 外部条件的持续恶化，世界需求和商品价格的下跌，将使明年的经济增速放缓并使财政收支和经常账户更加不平衡。
- 当前，新一届政府提出了一项雄心勃勃的改革计划，旨在巩固财政可持续性，提高地方特许权收入的管理和投资水平，并提升哥伦比亚的竞争力。

目录

1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面	3
2. 哥伦比亚的持续复苏	5
3. 哥伦比亚经济面临的风险因素	8
4. 新政府的改革冲动	9
5. 表格	10

1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面

全球经济，更多地是新兴国家经济保持强劲增长，而周期性和财政性问题却一直困扰着发达国家

全球经济保持强劲增长，预计 2010 年增长 4.7%，2011 年将增长 4.1%（见图 1），大部分与我们三个月前的预测一致。世界经济的这一鼓舞人心的表现主要是由于新兴经济体的强劲表现，这些国家的银行部门更为健康，受金融危机的影响更小，因此复苏很快。相反，对美国经济进入新一轮经济周期的担忧和财务问题依旧困扰着欧洲，宏观经济和财政调整仍在进行当中。因此，和我们预计的一样，即便新兴国家经济体已开始有节奏地放缓经济增速以防止过热风险，未来两年北半球发达国家和南半球新兴市场的经济增长仍将存在较大的差距（见图 2）。

但这两个不同的群体内部各国家之间还存在重大的政策上的差异。相对于欧洲（和大多数其他国家）而言，美国的宽松货币力度更大，导致美元对欧元贬值，使欧洲的经济复苏复杂化。而在新兴经济体，亚洲和拉丁美洲国家采取的不同汇率政策迫使后者（和欧元一起）承受着由美国新一轮货币宽松引起的货币的大幅升值。

图 1
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2
GDP 水平: 2007=100



来源: BBVA Research 和 Datastream

鉴于美国家庭去杠杆化仍在继续，美国经济将保持低速增长，但不太可能出现二次探底。

在过去的这个季度，美国相对疲软的经济指标在市场参与者间造成了对美国经济可能再次衰退的恐慌。部分通过刺激购买（耐用品和住房）从财政支持政策中直接受益的关键行业显现出的疲软状态充分表明私部门需求的复苏仍不足以维系自身的发展。这是美国家庭不断去杠杆化和劳动是市场疲软造成的，后者还将继续迫使家庭缩减支出，其节省程度甚至超过了 90 年代后五年以来的任何一个时期。尽管美国在再平衡增长的过程中对此表示欢迎，但由于消费（在过去的衰退中，消费是经济复苏的支柱之一）将保持在较低水平，且其对经济增长的推动作用仅能从企业加大设备投资和出口中得到部分补偿，这可能会加大对美国经济周期性问题的担忧。

近期对房地产部门健康发展的担忧，在我们看来，有些过度，且房地产价格已下滑了约 30%，进一步大幅下跌的可能性很小。当然，也有一些值得担忧的因素，如住房存量的增长和新增止赎案例导致住房供给进一步增加的潜在影响（这可能源于越来越多的人拖欠贷款或业主抛售房产）。但也有利好支撑因素，如自危机初期以来购房者负担能力的巨大回升以及有助于支撑未来需求的人口趋势。如果房价继续下跌，确实可能对消费产生不容小觑的影响，但至少银行系统似乎还能够承受得住房价的小幅下跌。总而言之，房价再次大幅下跌的可能性非常小。取而代之的是，房价更有可能在一段时期内维持相对稳定，而过去的超量供给也将最终被市场再次吸收。

总的说来，由于销售的回升和监管上不确定性的减小，私人投资的回暖将部分抵消掉消费和进一步实施财政刺激政策低概率（出于对当前赤字规模和政治形势的担忧，尤其是 11 月国会选举之后两党的权力的平衡如若有所变化）对经济增长的负面影响。正如我们很早之前的预测所指出的那样，这将意味着美国从本次金融危机中走出的速度会大大慢于从之前的经济周期中恢复过来的速度（见图 3）。然而，美国经济二次探底的可能性很小，无论如何，内需疲软将促使美国继续敦促其他国家（尤其是那些经常项目盈余和国内储蓄率高的国家）扩大内需并为必要的全球在平衡做出贡献。在这种背景下，美国新一轮的货币宽松可被解读为是为了强行迫使其他国家做出部分这样的调整的一种方式。

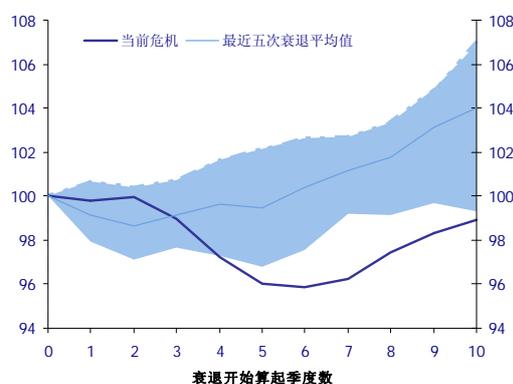
尽管系统性风险已低于夏季前的水平，市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持信心的关键，且不会在短期对经济增长产生重大负面影响

在财政整合和解救困境中政府的措施有了决定性的改进，尤其是金融业压力测试之后，欧洲经济危机的发展有了质的变化。即使平均主权利差保持相对稳定的情况下，市场也注意到了不同主权资产间的区别，因此减少了系统性风险。此外，金融市场已选择性开放，得以重新发行债券预示着未来财政压力会进一步减小。

尽管如此，欧洲金融市场的资金压力仍然是该地区的主要风险来源（图4），尤其是主权债务问题和金融业风险存在一定关联，并考虑到其国家和跨国风险敞口时更是如此。此外，鉴于经济增长最快的经济体是受外部需求的推动，近期欧元走强也意味着更大的挑战。这使得更加有必要在短期内采取措施果断解决该地区宏观经济的薄弱点，也即财政的可持续性和外部不均衡，以及避免继续推迟对银行系统的薄弱部分进行重组。问题的关键在于继续重塑市场信心以缓解市场的紧张情绪并恢复私部门需求的自发性动力。此外，为了使经济保持长期增长态势，进行必要的结构和制度改革至关重要，而后者在预防和解决未来的财政不平衡方面尤为重要。侧重制度改革而非维持需求正是欧洲央行和其他央行的不同之处，也是其政策成本也低于美联储的原因。

图3

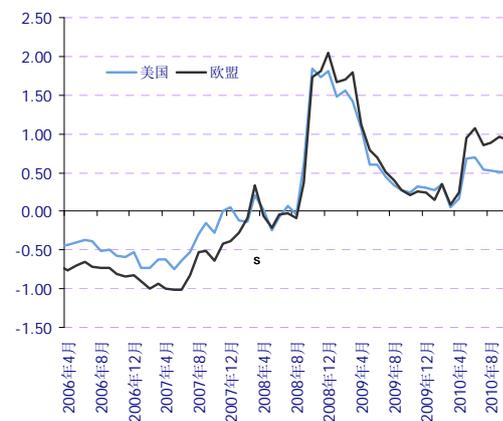
美国 GDP: 当前的周期 vs. 之前的衰退*。 每次衰退的初期=100



来源: BBVA Research 和 NBER
* 阴影区域: 过去5次衰退期间 GDP 的范围

图4

财政压力指数



来源: BBVA Research

发达国家将在较长时期内采取宽松货币政策，加大了世界范围内的货币升值压力

预计发达国家经济增速会非常低，通胀压力会有所减弱，这意味着三个最主要的发达经济体（美国，欧洲和日本）的利率将在一个更长的时期内维持在低位。然而，在对周期性的担忧再起、接下来的财政刺激政策范围大幅缩小的背景下，市场更加关注的是美国的新一轮非常规货币宽松（也即所谓的二次量化宽松或QE2）。对此次进一步加大流动性的预期使得美元汇率在世界范围内走低，包括美元兑欧元汇率。未来，鉴于二次量化宽松的市场影响多已被消化，欧元兑美元汇率走势将更多地取决于相对的经济增长前景（相对于欧盟来说，这对美国更有利），但也会受两地货币政策和投资流向的影响。同时，由于全球流动性增加，宏观经济基本面更为强劲，且高回报率将继续吸引资本流入，我们预计新兴经济体货币将继续面临升值压力。

鉴于增长强劲，全球流动性充裕和邻国的外汇干预，新兴市场面临越来越大的政策困境

新兴经济体继续保持强劲增长，亚洲新兴市场引领全球经济复苏。无论在亚洲还是拉丁美洲，国内私部门需求都取代了经济刺激政策成为了推动经济复苏的主力军。未来，随着全球存货周期的结束、外部需求的下滑和财政刺激政策的退出，亚洲经济增长势头有所减弱，经济增长将有所放缓，因此经济过热风险将会减少。但该地区仍将是全球经济增长的最大贡献者。

但亚洲和拉丁美洲面临着越来越艰难的货币和汇率政策困境，难以再为旺盛的内需降温、阻止资本大量流入以及维持在国外市场竞争力之间做出选择。一些国家已开始通过行政手段打击资本的大量涌入，另一些则放慢了货币紧缩的节奏。

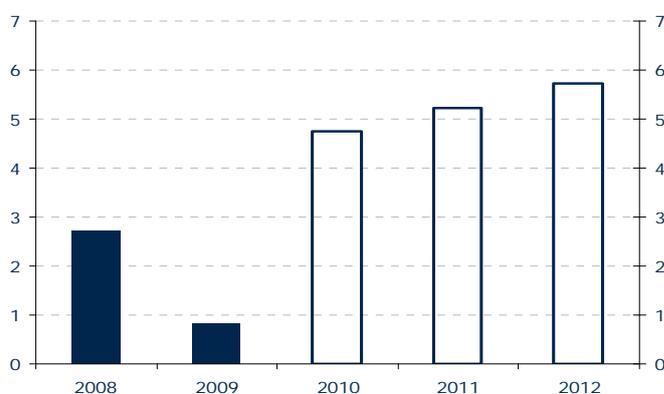
鉴于人民币汇率相对缺乏灵活性（其他亚洲新兴国家货币汇率要稍微好一点），拉美国家的处境显得更为艰难，货币的继续升值将成为阻碍经济增长的绊脚石。因此，许多拉美国家正考虑加大外汇干预

力度，尽管经验表明在多数情况下这只能放缓货币升值的速度，而非抑制货币升值，效果极为有限。而风险在于加大对外汇市场的干预力度可能会最终导致报复性的贸易措施。这更凸显了亚洲（尤其是中国）加大汇率的灵活性并以此为其他国家提供更多政策空间的重要性。

2. 哥伦比亚的持续复苏

受公共投资和公共消费支出的增长，失业超预期下滑以及居民和企业信心惊人回升的推动，2010 伊始，尤其是今年一季度，哥伦比亚经济即出现了超预期的强劲复苏。这一切促使 BBVA 将 2010 年哥伦比亚经济增长预测从 4.2%上调至 4.8%，2011 年预测值从 5.0%上调至 5.2%。

图 5
哥伦比亚 GDP

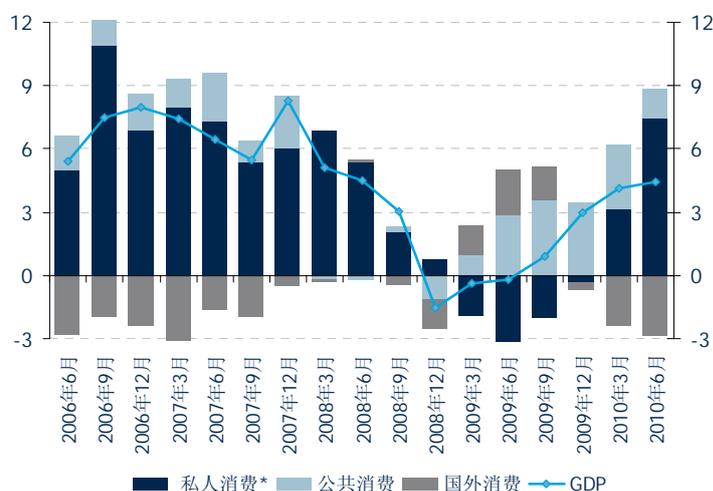


来源：DANE 以及 BBVA 研究

我们预计今年下半年的经济增速将超过前 6 个月 4.3%的水平，这主要是受居民消费的拉动。此外，生产资料进口的大幅增长和该国积极的政治经济环境表明私部门投资增速会有所提高（2010 年为 3.6%，2011 年为 10.1%），但部分过度依赖委内瑞拉市场的行业其扩张速度会受到过剩产能的限制。公共需求方面，基础设施方面的支出，主要是公路、港口、采矿和石油部门的工程，将在未来几个月保持相对稳定，其对经济增长的贡献将高于预期。

相反，由于委内瑞拉市场被替代的速度较慢且国内需求增长和汇率上升导致进口大增，国外需求将对经济增长形成拖累。

图 6
经济增长贡献（同比%变化）



来源：Fedesarrollo 以及 BBVA 研究

消费是否会出现大幅增长取决于未来的就业率。近几个月来，由于就业的增长和劳动参与率上升的步伐的放缓，失业率的下降速度都高于预期。9月份失业率为11.5%，较一年前降低了1.4%。此外，新增的就业岗位多是有报酬的，不同于2008-2009年间的非正式工作岗位。然而，各行业的复苏情况不同，且发达国家经济增长低于预期，这可能会使劳动力市场回归正常的进程受挫。

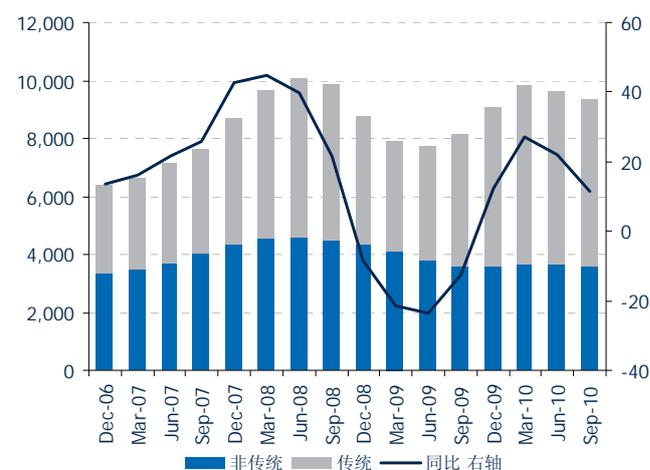
9月份数据显示信贷再次回暖，较去年同比增长12.6%。由于利率水平较低，购买耐用品的可能性加大，且企业对经济环境的乐观预期将推动最终居民和企业支出增加，预计消费和商业贷款将在未来几个月会有所增长。与此同时，由于在近期增速放缓的阶段金融系统内部良好的资产管理和经济总体表现的提升，信贷组合的质量会继续提高。

经常账户赤字扩大，表明国内需求更趋强劲

由于委内瑞拉市场关闭的不利影响且市场多元化进展缓慢，近几个月非传统出口（主要是工业和农业出口）增速有所放缓。上半年曾一度冲高的对中美、南美和欧洲的销售已随着全球增长的下滑有所放缓，且在寻求替代委内瑞拉市场的进程上较为滞后。我们预计2010年非传统出口（除黄金和翡翠）将较去年同比减少8.0%，较之前的预测有所上调。这样一来，到目前为止，石油和矿产的销售额将成为总出口的主要驱动力，而工业品将拖累出口的增长。因此，考虑到进口的增长，贸易顺差将会继续减少：今年上半年之前贸易顺差都还一直保持增长势头，但6-9月间就已下滑了35%。

图7

传统及非传统出口（经季节调整）



来源：DANE 以及 BBVA 研究

因此，我们将2010年经常账户赤字预期从GDP的2.1%修正为2.7%，2011年预测值从GDP的1.8%修正为2.8%。这部分增加的赤字将通过长期流入资本融资，这主要得益于外国对石油和采矿部门投资的持续增长（较去年同比增长16%，到今年10月时已占外国直接投资累计总额的79%）。同时，流向其他经济部门的外国投资增速呈放缓趋势。鉴于矿产和石油产量增长的预期和其他战略部门（主要是建筑、基础设施和农业）外国投资的复苏，预计外国直接投资将在年内及明年保持强劲。

财政平衡仍然会对国内债券市场造成压力

新一届政府决心延续以往的公共财政政策，这将导致对预期的财政赤字进行中期调整¹。批准的2011年财政预算适度增长（较去年同比增长2.5%），这将使财政赤字从GDP的4.2%小幅下降至4.0%。

尽管公共投资不是明年经济增长的主要贡献力量，但中央政府2011年投资预算却反映出新一届政府将致力于发展战略部门（“火车头”）。与此同时，为了帮助控制比索的升值，明年的财政计划还包括要发

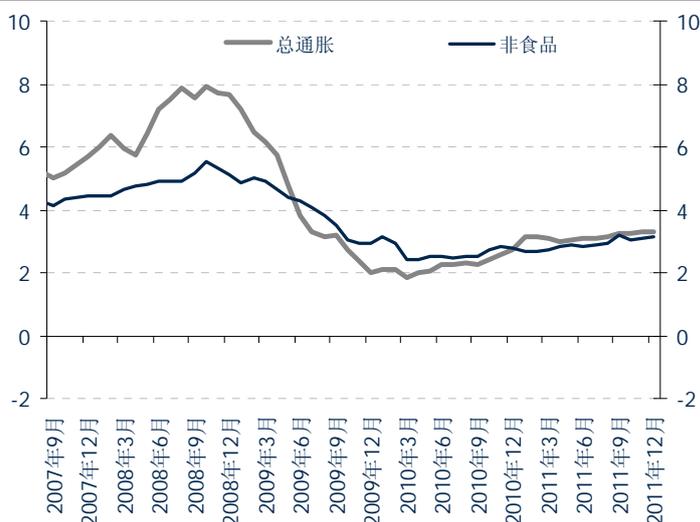
¹ 国会通过的财政法规建议将中央政府预算的赤字目标设定为GDP的1%，即基本财政收支平衡为GDP的1.5%，债务水平低于GDP的20%。

行外债消除美元供给对汇率的影响，而在国内市场的发行将增加 7.7%，其中 64%将以竞标的方式发行。尽管信贷的持续复苏可能使金融系统的公债持有量减少，国内市场对这些发行债券的吸收能力将受到资本市场高流动性的影响。此外，关于是否能够如 2011 年财政计划中所述的那样，通过应收账款和“资产优化”筹得约 52 亿美元（GDP 的 0.9%）的资金，目前尚存在很多的不确定性。

通胀可控，符合当前经济增速接近其增长潜力的发展情况

经济复苏有序进行，没有对通胀造成很大压力。最近几个月的通胀水平都低于预期，月度环比增幅很小或出现小幅下滑，使得年度 CPI 变动仍处于靠近目标区间下限的位置（当前的目标区间为 2%-4%）。尤其是，10 月份年度通胀为 2.3%，仅比今年前 10 个月高 35 个基点。通胀上升是受一系列因素共同影响的结果，包括食品价格的适度增长、汇率升值导致终端商品价格上涨以及较低的需求压力；其中后者是由于产量和劳动力市场双双过剩造成的。通胀预期下降（包括对 2010 年末和未来 12 个月的预期）以及对工资的适度调整强化了这一趋势。这些因素将在短期和中期内继续使通胀维持在可控水平。

图 8
通胀 %同比



来源：哥伦比亚央行、DANE 以及 BBVA 研究

在这种背景下，我们预计今年 12 月通胀会下跌至同比增长 2.5%-2.7% 的区间，较我们早前 3.4% 的预测有所下调。这一预测是在一系列因素的基础上做出的，包括汇率的超预期升值，鉴于进口在居民一篮子需求中的权重，货币升值会对通胀产生很大影响。关闭委内瑞拉市场也对食品价格（尤其是肉类价格）和多种出口到邻国的产品价格有一定影响。由于 2011 年大部分时间产量缺口都将处于负区间，我们预计 2011 年通胀压力将保持适度，为 3.3%。

预计将在 2011 年上半年进行货币政策调整

鉴于今年的通胀预期，我们估计至少在 2011 年一季度之前哥伦比亚央行（Banco de la República）会将利率维持在 3.0% 的水平。较低的利率水平将继续支持哥伦比亚的经济复苏并有助于巩固信贷的再次活跃。随着产量缺口的收窄，刺激性的财政政策将会趋于正常化。事实上，核心通胀已触底回升并将在未来几个月里继续逐渐上升。这要求在 2011 年上半年就开始对货币政策进行调整。因此，我们预计 2011 年政策利率将上调 150 个基点，在明年底达到 4.5% 的水平。

哥伦比亚比索将继续面临升值压力，但因汇率措施有所减轻

由于全球流动性膨胀且本地市场能提供更大回报导致美元走弱、资本大量涌入哥伦比亚，促使哥伦比亚比索大幅升值：2009年底到2010年1月末期间升值幅度达10%。为了减轻本币的升值压力，哥伦比亚政府出台了相关措施配合央行抑制本币升值。这些措施包括取消部分经济活动中支付外债利息时所享有的税收减免优待，将原计划于2010年兑换的15亿美元延期并且削减部分原材料和资本货物的进口关税。

此外，在市场主流预期可能实行资本管制的大环境下，哥伦比亚央行（Banco de la República）在其最近一次的货币政策会议上将其每日在汇市购买2000万美元的期限限定到明年3月15日（较之前宣布的时间推迟了两个月），但维持干预总额不变。哥伦比亚央行已通过更强硬的言辞干预加深了这一机制的影响。

图9
汇率（比索/美元）



来源：哥伦比亚央行、DANE 以及 BBVA 研究

我们认为，哥伦比亚央行或许已经就其他缓解汇率压力的宏观审慎措施进行了分析。但暂时不会进行资本管制，因其所涉及的成本（金融部门竞争力削弱、国际和国内资本市场进行有效风险分担的能力下降）超过了其可能产生的收益。即便如此，我们相信如果美元进一步走弱，哥伦比亚当局仍有可能采取此类措施以抑制比索升值。

3. 哥伦比亚经济面临的风险因素

由于美国和欧洲经济增速过低，国外经济情况恶化加剧以及因此导致的国外需求和商品价格下滑将使出口收入将下降并可能导致外国投资减少，对哥伦比亚经济造成负面影响。工业部门对对外贸易的敞口最大，这也将使其复苏进程放缓，由于国内需求的增长可能不足以弥补出口的减少，工业部门甚至可能再次下滑。出口下滑也将波及消费者和企业的信心指数。国内消费和投资将放缓，但放缓幅度不会像2008年那样严重。

若国内需求下滑将对税收产生负面影响并进而危及政府改革目标的达成。中央政府的的财政赤字将增长至GDP的4.5%以上，这将使财政法规的实现延迟并损害其可信度。同样地，国外情况的恶化将给经常账户造成压力并使2011年赤字水平上升到GDP的3.5%以上。更加严重的失衡将给政府和实体经济造成巨大的融资成本压力，可能迫使哥伦比亚进行财政调整并导致哥伦比亚比索在明年大幅贬值。然而，我们认为不会出现衰退，但经济增速会放缓，2011-2012年间经济增速约为2-3%。

若出现如我们核心推测那样的情况，鉴于主要发达国家的扩张性货币环境和哥伦比亚经济的复苏迹象，未来可能面临资本加速流入的风险。这将对经济产生各种各样的影响：可能引发经常账户恶化，对资产

价格形成巨大压力并加大金融的脆弱性，进而危及经济复苏。因此，货币和汇率政策的困境将进一步凸显并在某种程度上导致对资本流入实行管制的压力加大。

因此，继续分析能够缓解有关这类情况风险的宏观审慎措施是明智的，尤其是，资本流入大幅增加将使资产价格（包括住房和证券市场）初期的过度估值迹象进一步加强。

4. 新政府的改革冲动

近几个月，新政府在这方面都表现出了极大的改革热情，并意欲以其执政掌权和在国会的多数席位为契机推进改革。从经济的角度讲，这项野心勃勃的改革计划旨在巩固哥伦比亚财政的可持续性，提高地方特许权收入的管理和投资水平，抑制比索升值，提升哥伦比亚竞争力并优化税务管理。

在这些改革中，可能对公共财政产生结构性影响的内容包括：将财政可持续性确立为一项基本权利，财政法规的施行以及对特许权一般系统的改革。财政可持续性和财政法规对哥伦比亚的财政责任框架起到了补充作用，并能够平衡福利国家功能及其财政能力，进而保证其社会和经济政策的长期一致性。

尽管财政法规取得了积极评价，但要执行该法规须建立一个可信赖的制度框架且需使中央政府的预算更具灵活性。其是否能够成功对所采用变量和参数定义机制是否恰当极度敏感。此外，市场的信赖和惩罚是维持后来的政府适度积极性的根本要素。

对分配和发放特许权体系进行结构性改革的必要性产生于对当前体制的低效和腐败的认知。同时也是由采矿和石油部门的收入增长预期及其对宏观经济和地区层面产生的潜在影响造成的。我们认为这个过程的关键因素在于地方制度能力的发展，对各种接受资源的基金和地方实体参与相关的参数条件的定义。因此，对于新体系是否能够成功运作，有效安排、规划并管理投资项目并对地区福利和竞争力发挥重要影响，仍然有人表示怀疑。

此外，政府的部分立法议程旨在提升劳动力和企业的规范化程度、改组医疗体系。医疗体系改革在某种程度上是为了规定医疗权利和当前体制间的平等性。一般利益被上升到高于个人利益的低位，因此要保证全体成员对医疗服务享有平等的权利。

另外，哥伦比亚还在就一项小的税收改革进行争论，这项改革旨在提高税收的效率和效果，提升竞争力并削减财政赤字²。提议的行政措施尤其能发挥积极作用，不仅可以提高效率，还能提供改善监管和征收的工具。虽然该项目意在消除税收制度的扭曲，但鉴于其复杂性和税收体制固有的免税规定，这些措施的效果被认为是有限的。

至于最近的措施，上面已经谈到了，是为了抑制汇率升值并促进经济竞争力的提升，其对财政收支的影响将对中央政府的预算造成短期压力，但从长期看可能会有一些好处。鉴于制度和组织改革可能的成本，这些长期收益将取决于采取行政措施导致的税收增加和国内需求复苏速度之间的平衡。

² 在提议的各项措施中，包括取消对投资生产性固定资产提供补贴，扩大对金融交易征税的覆盖范围以及取消对工业部门征收电力附加费。

5. 表格

表 1
宏观经济预测：年度

	2010	2011	2012
GDP (% 同比)	4.8	5.2	5.7
通胀 (%同比, 均值)	2.7	3.3	3.2
汇率(兑美元, 均值)	1882	1773	1793
回购利率 (均值%)	3.00	4.50	5.50
个人消费 (% 同比)	4.1	5.2	7.0
政府支出 (% 同比)	5.0	4.0	4.5
投资 (% 同比)	6.2	9.7	5.2
财政账户 (% GDP)	-4.2	-4.0	-3.1
经常账户 (% GDP)	-2.7	-2.8	-3.2

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)	回购利率 (均值%)
Q1 10	4.2	2.0	1947	3.50
Q2 10	4.5	2.1	1950	3.00
Q3 10	5.2	2.3	1833	3.00
Q4 10	5.2	2.6	1800	3.00
Q1 11	6.4	3.1	1793	3.25
Q2 11	6.0	3.0	1760	3.75
Q3 11	4.0	3.2	1757	4.00
Q4 11	4.6	3.3	1780	4.50
Q1 12	5.2	3.5	1773	4.75
Q2 12	6.3	3.4	1780	5.00
Q3 12	5.8	3.3	1800	5.25
Q4 12	5.7	3.3	1820	5.50

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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
maripaola.figueroa@bbva.com.co

Poldy Paola Osorio
poldy.osorio@bva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

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

Ignacio Miró
ignacio.miro@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.rodriquez@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, 10th floor
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 1408
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

Colombia Outlook is available in Spanish