

秘鲁

经济展望

2010年第二季度

经济分析

- 随着世界经济周期性的复苏和商业预期向好导致的私人投资领域的强劲增长，**2010** 秘鲁的经济增长预测从 **4.3%** 上调到 **5.7%**。
- **2010** 年财政赤字为 **GDP** 的 **1.4%**，到 **2012** 年公共债务为 **GDP** 的 **20.2%**，税收收入的增加将会缓解上述的财政压力。国际往来方面，我们预测 **2010** 到 **2012** 年间的经常账户逆差会控制在 **GDP** 的 **0.5%-2.0%**之间，其中大部分为国外直接投资。
- **2010** 年的通胀率将为 **2.4%**，维持在央行的目标范围内。这种情况已经考虑了央行会逐渐退出宽松的货币政策，在年末的时候通胀率将接近 **2.5%**。
- 平衡各方面的风险，我们对 **GDP** 的预期有向上的偏差，因为在积极财政政策比较缓慢推出的同时，存货补充将会加强。相反，也有一些因素会导致预期过低，比如欧洲的财政危机导致的全球风险升级，亚洲迅速撤销财政刺激政策引起的大宗商品价格回落。

目录

1. 持续的全球复苏所面临的挑战	3
2. 私人消费需求助推经济提速.....	4
3. 高增长可能导致政策调整的风险	5
4. 主要挑战： 财政刺激政策撤出和秘鲁索尔升值压力.....	5
5. 表格	6

1. 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，很有可能带来无信心的复苏。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。

2. 私人消费需求助推经济提速

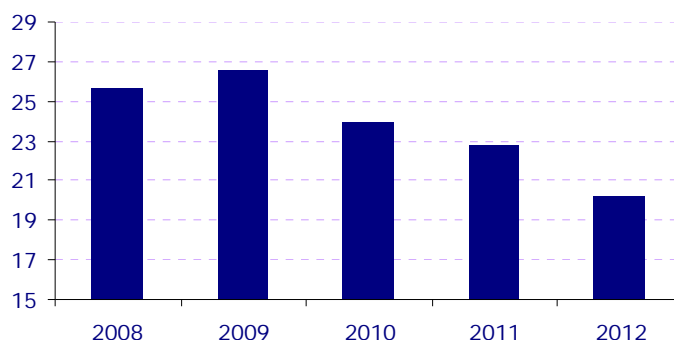
今年前三个月，秘鲁的经济显示出加速增长的势头，从经济运行指数看出私营领域投资有很大改观。另外商业预期走高也预示着私人投资的复苏。私营领域的需求在 2009 年拖累了 GDP 增长，然而今年第一季度我们预计将会贡献 GDP 增长的一半以上。因此，经济运行将会摆脱对财政刺激政策的依赖，逐步转向可持续增长。

一季度之后，我们预计私营领域将会继续推动经济增长。特别是私人投资，将会受益于转好的融资环境。这也刺激了矿产，建筑领域重新规划之前因金融危机而搁置的投资项目。私人消费也会增长，但是受限于缓慢增长的就业率。

值得一提的是，由于基础设施建设的投资，今年政府预算对经济产出的影响依然强劲，我们预计将会贡献 GDP 增长的四分之一。由于周期性的税收收入回升，我们预计 2010 年财政赤字将会从占 GDP 的 2.1% 下降至 1.4%，政府债务将开始下行趋势，本年将下降到 GDP 的 24%，2011 年将为 GDP 的 20.2%。

情况可能会因为欧洲局势的延续而改变，导致全球风险规避升级，影响原材料价格和外部融资环境。就像在 2008 年底发生的，甚至导致货币贬值，需要再一次考虑动用财政和货币政策。但是我们认为考虑到良好的经济前景和央行随时可以动用的大量外汇储备，欧洲危机对秘鲁的影响只是暂时的。

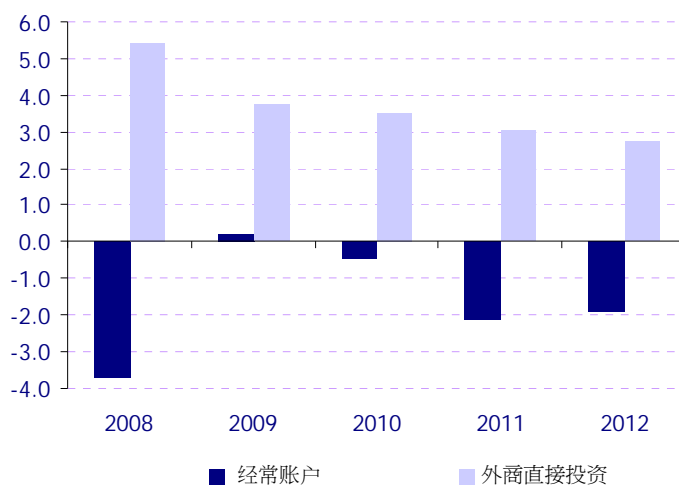
图 1
公共债务(占 GDP 比率 %)



来源：BCRP, BBVA 秘鲁研究部

国际往来方面，我们预测 2010 到 2012 年间的经常账户逆差会控制在 GDP 的 0.5%-2.0% 之间，其中大部分为国外长期资本的直接投资。

图2
经常账户和外商直接投资（占GDP比率%）



来源：BCRP, BBVA 秘鲁研究部

受需求增长和国内燃油价格影响，2010 通胀将会在 2.4%左右。为了防止过渡性通胀的预期和避免经济过热，央行会继续撤销之前的财政刺激政策，并在今年底保持通胀率为 2.5%。

考虑到外部因素和国内需求的变化，我们对 2010 年 GDP 的预测从 4.3%调整为 5.7%。由于资本的积累，在中期来看我们维持原有的 5% - 6% 的增长预期不变。另外，近年来不断发展的基础设施也会在中长期内提高生产率。

3. 高增长可能导致政策调整的风险

综合考虑风险因素，我们的增长预期可能存在上行的偏差：

1. 最终的存货补充：考虑到变量的复杂程度和不确定性，我们的基准测试谨慎地选定为少量的存货补充。但是，由于经营环境的景气和原材料进口的大量增加，我们不能完全排除存货补充的可能性，所以 GDP 增长有机会超过 6%。
2. 财政刺激计划的缓慢推出：我们的基准测试假设 2010 年的财政刺激会低于 2009 年并且会逐步撤销。最近财政部公布的减缓公共支出的消息支持了我们的预期。但是地区性政府机构的公共投资并不在此范围内。有潜在的可能政府财政扩张的速度会高过我们对基准测试的设计。

如果财政扩张成为现实，央行需要更果断的撤销之前宽松的货币政策。这将导致短期热钱涌入，秘鲁索尔升值。

值得注意的是有三个因素会导致经济增长低于我们的预期：（1）由于欧洲国家财政危机引起的全球风险规避。（2）亚洲财政刺激计划的推出导致的大宗商品价格下滑。（3）由于未来一年内的选举可能造成的政局不稳定（今年 10 月份地区性选举，2011 年 4 月总统和国会选举）。

4. 主要挑战：财政刺激政策撤出和秘鲁索尔升值压力

为了避免汇率下行的压力，避免央行被迫大量买入本币，财政刺激计划需要尽早，稳步地退出。这是我们预测的基本假设。但是这在选举政治面前会显得备受挑战，因为目前选举呼声不断向财政支出施压，使其面临着超出财政预算的压力。假设这个不是事实，那么央行所要做的工作将会很艰难，需要在未来几个月内撤销宽松的货币政策，尽管上次调整已经升高了 25 个基点。这将会增加秘鲁索尔的升值压力。尽管央行已经买入超过 25 亿美元来稳定本币的汇率，更多的买入外汇会使货币管理困难重重。这样看，目前政府采取减少公共支出的措施可以避免过多的货币冲销干预。另外，这也打消了市场对央行通过增加存款准备金率等量化手段控制金融秩序的预期。

情况可能会因为欧洲局势的延续而改变，导致全球风险规避升级，影响原材料价格和外部融资环境。就像在2008年底发生的，甚至导致货币贬值，需要再一次考虑动用财政和货币政策。但是我们认为考虑到良好的经济前景和央行随时可以动用的大量外汇储备，欧洲危机对秘鲁的影响只是暂时的。

5. 表格

表 1

秘鲁：季度宏观经济预测

	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11
GDP (同比%)	1.9	-1.2	-0.6	3.4	4.6	6.1	6.3	5.7	5.6	5.1	4.7	4.5
通货膨胀 (同比%, 均值)	5.6	4.0	1.9	0.4	0.7	1.2	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
汇率 (兑美元, 均值)	3.19	3.02	2.96	2.88	2.85	2.82	2.76	2.76	2.84	2.87	2.79	2.72
利率 (% , 均值)	6.25	4.00	1.50	1.25	1.25	1.25	1.75	2.33	2.92	3.42	3.92	4.25

来源：BCRP, BBVA 秘鲁研究部

表 2

秘鲁：年度宏观经济预测

	2009	2010	2011
GDP (同比%)	0.9	5.7	5.0
通货膨胀 (同比%, 均值)	2.9	1.5	2.4
汇率 (兑美元, 均值)	3.01	2.79	2.80
利率 (% , 均值)	3.25	1.65	3.63
私人消费 (同比%)	2.4	3.2	3.9
政府消费 (同比%)	16.5	6.2	3.7
投资 (同比%)	-8.6	9.8	6.2
财政账户 (% GDP)	-2.1	-1.4	-1.0
经常账户 (% GDP)	0.2	-0.5	-2.1

来源：BCRP, BBVA 秘鲁研究部

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 are 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 Our Peru Unit

Chief Economist

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez
+51 1 2112015
rpsanchez@grupobbva.com.pe

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@grupobbva.com.pe

María Cecilia Deza
+51 1 2111548
mdeza@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic
+51 1 4142518
jbjeletic@grupobbva.com.pe

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

Spain and Europe:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.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

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

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

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

Perú
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. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717

economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese