

秘鲁经济展望

2012 年 第一季度
经济分析

- 我们预测2012年秘鲁经济增长将下降至5%。疲软的全球环境将抑制外部需求和个人投资的活力，但公共开支的恢复将能够稳定经济活跃性。
- 因经济增长的放缓，所以去年出现“供应冲击的逆转”，食品和石油价格下降，需求压力也得以下降，因此，2012年的通货膨胀将降低至2.3%。
- 短期内，中央银行将继续保持其当前4.25%的利率政策，可能会有轻微下调。目前的通货膨胀前景限制了实施宽松货币政策的空间。
- 短期内，最主要的风险来自对欧洲债务危机之无序的解决方法。但是，秘鲁经济具备缓和欧洲危机冲击的能力。

索引

1. 全球增速放慢，欧洲经济衰退.....	3
2. 秘鲁：公共开支更支持增长，增长可达5%.....	5
3. 我们预计，通货膨胀将向下进行较大调整.....	8
4. 停止实施货币政策还要持续多长时间？	10
5. 秘鲁索尔今年将继续升值.....	11
6. 2012年信贷增长可能放缓.....	12
7. 欧洲继续构成主要的风险因素.....	13
8. 图表.....	15

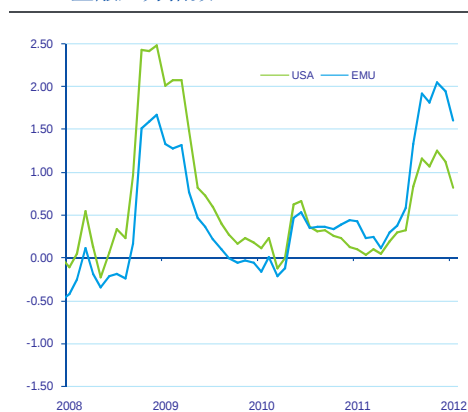
出版日期: 2012 年 2 月 2 日

1. 全球增速放慢，欧洲经济衰退

2011年底，全球经济减速，但是将在2012年由新兴经济体开始出现经济回弹。2011年最后几个季度，全球经济增长大幅降速。这是由欧洲疲软的增长（在第四季度就已出现负增长），以及新兴经济体的经济增长减速所造成的，2011年底同比增长约为1%，是2008年危机以来的最低增速。但是，这种增速降低现象在两个地区的表现是不同的。自九月份以来，因其在解决主权危机和金融危机方面没有取得巨大进展，因此欧洲一直感受到强大金融压力的持续影响（见图表1）。而另一方面，新兴经济体经济增速的下降，除了源于发达经济体的不利影响，还由于“旨在防止出现过热而持续至2011年上半年”的紧缩政策。

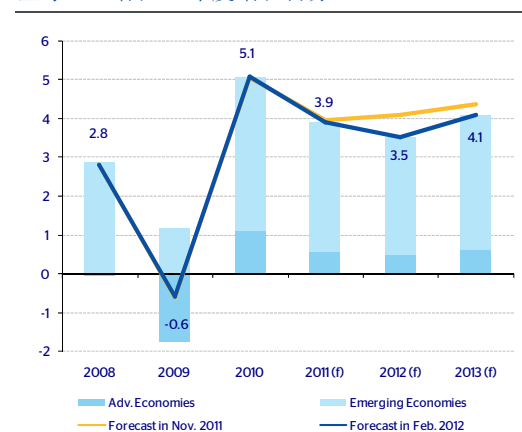
展望未来，我们预计，欧洲政府能够采取果断行动，逐步缓解欧洲金融压力，以及全球风险规避，为2012年下半年的全球经济回弹做好准备。对经济回弹做出最大贡献的无疑是新兴经济体，因与发达国家相比，新兴经济体的增长率恢复了其大约4%的历史差距（historical differential），而且其政策变得越来越具有增长稳定性。同时，尽管美国的增长速度慢于其在上一次恢复期的速度，但美国将在本年的上半年脱离欧洲衰退的影响。因此，我们对2012年和2013年的全球增长预测将分别进行0.6pp和0.3pp的向下调整，调整为3.5%和4.1%（图表2）。

图表1
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究所

图表2
全球GDP增长（年度增长百分比）



来源：BBVA 研究所 和国际货币基金组织（IMF）

在解决欧洲危机方面缺乏果断行动使欧元区继续成为全球前景的主要风险

尽管欧洲和新兴经济体的增长率进行了向下调整，但我们认为，全球经济增长风险有大幅下行趋势。这些风险将继续取决于对欧洲主权-金融危机的解决，而欧洲的主权-金融危机仍未减弱，并可能加剧衰退，并通过贸易联系、金融接触和风险规避的增加而蔓延至其他地区。

尽管十月份以来已经取得了一些进展-主要是欧洲央行注入了长期流动资产并达成了一些财政纪律方面的协议-但解决欧洲危机还需在三个方面采取更为果断的行动。第一，在主权债务方面，需要完成与私人部门债券持有者的交易，明确对希腊之清偿能力的担忧。同时，需要建立足够规模、足够可信的主权防火墙，防止向无流动资金之国家的蔓延。第二，应继续实施宏观经济改革，促进增长，这其中包括旨在修复金融机构资产负债表的改革，但要避免“突然的减债”以及“减少对私有部门的信贷”。第三，在加强欧元区管理方面需要取得进一步的进展，强化货币联盟，以便于建立主权防火墙，为财政联盟树立清晰的路标，

倘若能够完成这三方面，而且所达成之财政契约最终能在国家层面得到许可，并在欧盟三月峰会后得以快速实施的话，加之“为降低周边国家脆弱性并促进长期增长”所提议之经济改革，那么欧洲的前景将得到巨大改观。潜在之欧洲核心国家和周边国家之间的“大妥协”的快速实

施也将使得讨论的焦点转为两项“减缓欧洲主权压力”之紧迫任务。第一，快速增加可利用的资源，在希腊周边建立主权防火墙，这也许需要欧洲央行采取更为果断的行动；第二，充分考虑疲软周期对欧洲大部分国家“完成所协定之赤字目标”之能力的负面影响。

持续的金融危机已将欧洲经济拖向衰退。未来两年内，其与美国的增长差距将继续扩大

欧洲的金融压力还在持续，其水平高于2008年莱曼兄弟倒闭之后的水平（图表1）。这种压力，与周边国家之财政调整的效应一起，使得我们必须向下调整对欧洲增长的预期，而且我们目前预测，至少在2012年上半年欧洲经济增长将为负值，2012年全年的增长将为-0.5%，2013年将出现缓慢回弹。尽管如此，我们需要注意，这种预测取决于对危机的快速解决，以及金融压力的大幅缓解，以便避免对增长产生强烈影响。欧洲核心国家和周边国家之经济的不同表现将继续扩大，其原因部分在于后者大幅度的财政调整。

与欧洲不同，美国将在2012年出现回弹，其在2011年下半年已出现回弹。我们对美国的预测将与三个月前的预测一致，2012年和2013年的增长分别为2.2%和2.3%。但是，美国经济的恢复弱于其在后衰退周期时的表现，而且其周围充满了来自欧洲以及国内政策不确定性所带来的风险——包括在2013年可能实施大规模的财政紧缩政策（因为税收削减政策将要到期，而且与“债务限额限制协议”相关之自动开支削减将会自动实施）。此外，疲软的房地产市场、紧缩的信贷市场以及现行的减债可能限制消费增长的构成。总之，对于美国而言，我们认为与风险上行相比，风险更可能是下行的。

受强劲的国内需求的支撑，新兴经济体正在走向软着陆。其未来的政策将变得越来越具有增长稳定性

当前危机的一个重要方面是新兴经济体国家的信心依然具有弹性，这一点与2008年莱曼兄弟倒闭的后果不同。这其中有一个可能的决定因素是莱曼兄弟的倒闭很让人意外（这一点在欧洲危机中几乎不存在），以及事件发生的速度不同（欧洲危机的发展是以“慢动作”进行的）。这使得新兴经济体的国内需求能够很好的得以保持，尽管新兴经济体也在“资金流入变小、贸易金融受到影响、资产价格降低以及汇率降低”等方面感受到了全球风险规避增加所带来的某些影响

新兴经济体增速在2011年的放缓意味着其与发达经济体之间的增长差距在2011年底接近3%，低于上个世纪以来的4%的历史记录。我们认为，全球风险规避将继续持高，但将在2012年下半年随着欧洲压力的逐步减缓而缓慢降低。此外，经济政策将利用现存的缓冲效应（包括较低的通货膨胀压力和某些财政空间），变得越来越具有增长稳定性，这与2011年上半年的紧缩政策形成对比。在“存在来自发达国家之外部不利影响”的情况下，这种政策将使得国内需求能够继续对当地的增长进行支撑。在此背景下，预计在2012年底，新兴经济体将能够（从2011年底的1%）同比恢复接近2%的增长率，全年的增长率将为6.2%。可能不会出现这种良好表现的国家集中在欧洲的新兴经济体，因为其将因“与欧元区更为密切的贸易和金融联系”而受到更大的影响。

2.秘鲁：公共开支更支持增长，增长可达5%

尽管自去年中期以来经济活跃速度开始放缓，但已知的第四季度指标显示，活跃度已经开始稳定。其标志之一是十二月份的公告显示，资本开支增长了接近30%，而2011年大部分时间内这个增长率都是负值。这方面的恢复是对“政府所宣布之促进公共投资之措施”的第一个回应。另一标志是，尽管商业信心还未恢复到2011年上半年的水平，但近几个月的商业信心一直保持在积极的范围内。这显示，个人投资的放缓不会持续很长时间。在此情况下，我们预计，将于本年伊始出现触底反弹，而且自此，公共开支将和“个人以及外部需求提供的有限支撑”一起，对经济活跃度发挥拉动作用。

表1

大规模公共投资项目：2012年的开支（10万秘鲁索尔）

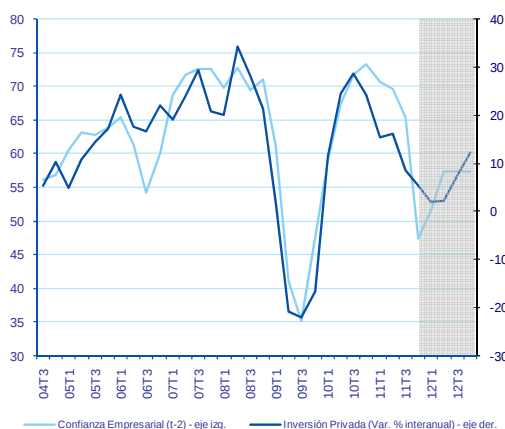
公路投标（包括IIRSA Sur）	2029
建设，重建，翻新，及路轨收复	1824
学校	1300
电气化火车-第二阶段（Cercado-San Juan de Lurigancho）	1266
医院（包括Los de Cusco, Villa el Salvador, Vitarte, Tingo Maria）	837
灌溉系统工程（Majes Sigüas）-第二阶段	154
来源：MEF	

2012年，脆弱的国外环境将减缓出口和私人投资的增长

全球经济活跃度的疲软将从两个渠道对秘鲁经济的可交易部门造成不利影响：第一，较低的外部需求将降低制造业的出口总量，例如纺织品、鞋类和农工业产品；第二，基本金属（铜和锌）的较低价格对其在国外的销售会造成不利影响。尽管如此，由于秘鲁Antamina铜矿和锌矿（由BHP Billiton和Xstrata运营，其生产将增加38%）以及Tantahuatay、La Arena、Pucamarca和Breapampa金矿的扩大，所以矿物出口总量（由供应方决定）将会得到恢复。尽管还不足以阻止其以低于2011年的速度增长的事实，但将对出口形成某种程度上的支撑。

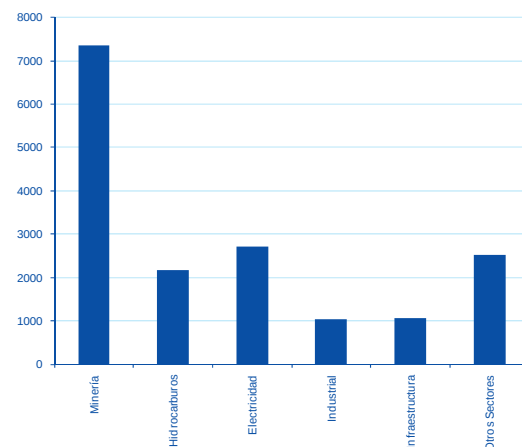
与外国金融压力相关的声音影响了商业信心，在这种情况下，私人部门投资将出现下滑。此外，当地因素-例如“能够使得劳动力市场更加僵硬”的环境冲突和提案-不利于投资者预期的改善（见图表3）。

图表3
商业信心和私人投资（指数、年度百分比变化）



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表4
2012年的私人投资（10万美元）



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）

需要注意的一点是，商业信心指数显示，其与未来的投资动向存在强烈相关性（指数预测了两个季度的商业开支决定）。目前这个指数的水平与本年度6.0%的投资增长率一致，低于2011年之11%左右的记录。这个预测包括了在建的那些项目-这些项目大部分与矿业活动相关。举例来说，由于Cerro Verde、Toquepala和Antamina等铜矿项目以及Marcona等铁矿项目的扩大，2012年的矿业投资预计达到70多亿美元（见图表4）。本年或明年可能会结束除此之外的其他项目投资，例如Antapaccay 和Toromocho（均为铜矿）、La Arena（铜矿和金矿）以及Tantahuatay（金矿和铜矿）。其他部门也有在建的主要项目：由CF实业公司在Marcona建设的石油化工总厂（工业）、秘鲁Telefónica在Andes建设的光纤电缆项目（基础设施）、以及在Chaglla建设的水力发电站项目（电力）。这三个项目总计需要50亿美元的投资。

今年的投资将低于我们的预测。这将在本年度下半年开始降低所创造之就业工作机会，并因此对私有部门消费开支-我们预计私有部门的消费开支在2012年将增长5.1%-造成影响。

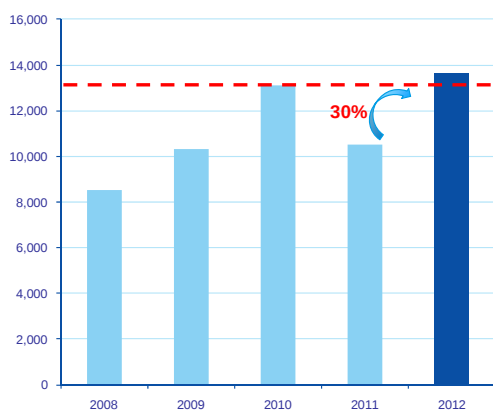
公共开支的大幅增长将能够缓和生产的减速

公共开支的增加将主要源于政府投资的增加，我们预计，按实际计算政府投资将恢复到2010年的水平（见图表5）。因此，受到经济部所发布之措施-这些措施有助于地方政府实施开支计划，并能够将额外资金转移到基础设施工程（DU No. 054-2011）的建设中-的推动，本年度公共投资将增长30%，

自去年最后一个季度开始政府就一直在实施刺激措施（DU 058-2011），因此本年度公共消费也会出现轻微上涨。这些刺激措施包括政府购买中小企业的服装和鞋类-鉴于这些企业是劳动密集型企业，因此政府的行为对就业也会产生影响。我们预计，公本年共开支总额（消费和投资）将对增长产生大约2个百分点的贡献（见图表6）。因此，我们的预测是基于“地方政府在实施开支计划方面能够实现巨大改善”的基础之上的。

图表5

公共投资（实际投资，10万秘鲁索尔）



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表6

GDP：对增长的贡献（百分比）



来源：秘鲁 BBVA 研究所

我们预计在供应方面将出现强大的建设部门

政府投资的增加将对建设部门产生积极影响，我们预计今年建设部门将增长大约8%。这个部门还将受到主要矿业和水电项目以及房地产部门优势的支撑。根据巴拉圭谷物油籽出口商协会（CAPECO）预测，对住房的潜在需求目前已达到3.7万户，他们都有稳定的收入，并将收入的30%进行存储，而且有购买住房的兴趣。这种潜在需求几乎是2011年所售住房数量的17倍，而2011年共售出了2.2万套住房。另一个会出现恢复的部门是矿业部门。因Antamina铜矿和锌矿以及Tantahuatay、La Arena, Pucamarca和Breapampa金矿开始扩张，所以我们预计，过去三年出现产量下降之后，矿业部门在2012年的增长计划可能接近5%。制造业将成为在私有资本开支方面受到重创最大的部门，因此，我们预计制造业的增长率为3.8%，低于2011年5.6%的增长记录。

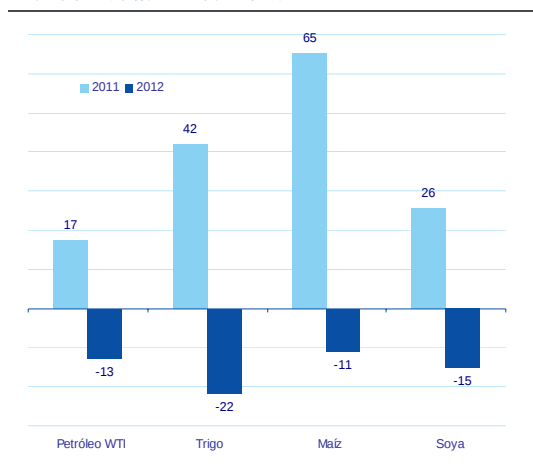
倘若要求明年经济出现大幅增长，则要采取措施，增强竞争

明年，“私有部门投资水平的恢复”以及“公共开支在基础设施方面的继续进行”将带来股金总额的增加，受到股金总额增加的影响，我们预计，明年的经济增长率将接近 5.5%。任何进一步增长都要求国家增强生产力和竞争力。根据世界经济论坛公布的诊断，对秘鲁而言，生产力的长期增强需要减小其在基础设施方面的差距，提高教育质量，改善制度环境，并培养生产部门的创新能力。

3. 我们预计，通货膨胀将向下进行较大调整

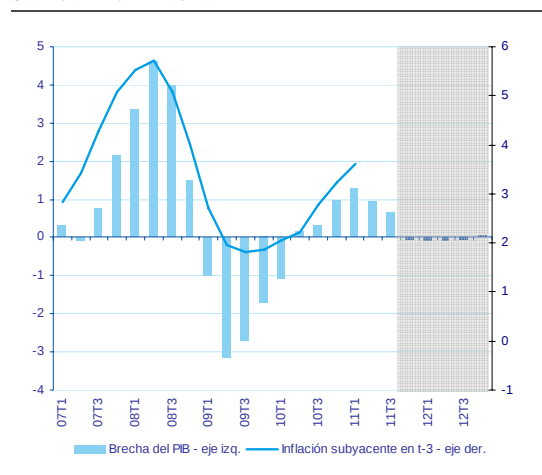
在经历了“去年通货膨胀前景的恶化（通货膨胀从大约 2% 上升到 4.7%）”之后，我们预计，2012 年底，价格上升的速度将会回落至央行 2.3% 的目标之内。这种说法的原因有三。第一，“源于当地供应冲击”的食品价格的上升-食品价格上升对去年下半年的通货膨胀有重要影响-将随“天气状况的好转”而有所改变。这个趋势在本年伊始就已出现。第二，随着全球经济环境的恶化，全球基础粮食的平均价格和石油价格在 2012 年将有所回落（见图表 7）。第三，疲软的经济活跃度将逐步弥补当前产量的正值差距，因此需求压力将得以缓解（见图表 8）。

图表 7
国际商品价格（百分比变化）



来源：彭博资讯和 BBVA 研究所

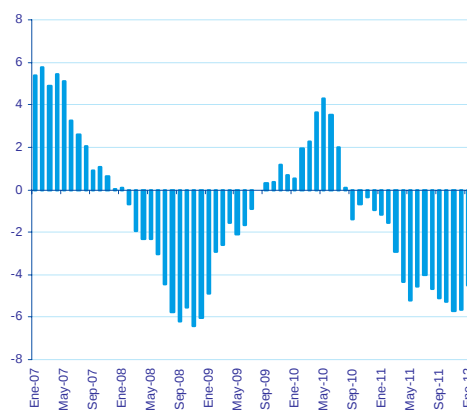
图表 8
产量差距和核心通货膨胀率（占潜在 GDP 的 pp；年度百分比增长的变化）



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

但是，通货膨胀向央行设定的目标范围回落将是一个缓慢的过程，直至 2012 年下半年才能完成。这其中的原因有多个：首先，零售商所面临之批发价格的上涨并没有完全传递给终端消费者，因此零售商的利润空间降低（见图表 9）。这种状况在 2012 年将有所改变，因此将对通货膨胀率增加一些惯性效应。其他的惯性效应将来源于“近期几个月对通货膨胀预期的较高水平”（见图表 10）。最后，有趣的是，通货膨胀的核心部分落后于产量差距。这也就意味着，2011 年下半年以及 2012 年伊始之“经济活跃度的降低”在 2012 年下半年的价格上会得到更为清晰的反应。

图表 9
农产品零售利润* (%)



*农产品零售价格高于农产品批发价格
来源：秘鲁中央储备银行 (BCRP) 和秘鲁 BBVA 研究所

图表10
2012 年通货膨胀预期 (%)



来源：秘鲁中央储备银行 (BCRP)

4. 停止实施货币政策还要持续多长时间？

自去年九月份以来，对“如何解决欧洲危机以及风险如何向世界其他地区蔓延”之不断增加的不确定性使央行宣布“若当地经济活跃度受到影响，那么央行就做好了使货币政策更具灵活性的准备”。这会造成货币政策利率的下行。但迄今为止，货币的政策利率还是保持在 4.25%。通货膨胀预期和产量差距的正值-这个差距只能得到逐步消除-限制了削减政策利率的空间。

短期内，通货膨胀前景没有为央行留出降低政策利率的空间...

在价格方面，央行在随后的几个月内将不会降低货币政策利率。尽管通货膨胀已经得到缓和，但本年度上半年还是保持在高于目标范围之上的水平。这就意味着，通货膨胀在一年多的时间内都将高于目标范围，而且只能逐步回落至目标范围。此外，通货膨胀预期已达到较高水平。在这种情况下降低利率-尤其若外部环境不发生重大恶化的话-将会使通货膨胀预期进一步恶化，并将为降低价格增长速度带来更多困难。

... 我们认为，“经济活跃性的进一步降低”不会很剧烈，也不会持续很久，因此，可以缓和“降低政策利率”的需求...

另外一个支持我们的“货币政策利率将在未来几个月继续保持在 4.25%”之预测的因素是我们对未来几个季度的经济增长速度的预测。在我们的基线情境中，全球金融压力将继续持高，但不会增加。同时，美国经济将继续得到稳定恢复，中国也会出现软着陆。换言之，2012 年的外部前景将比较困难，但不会比目前的状况更糟糕。对于秘鲁当地而言，根据去年的数据，预计公共开支的优势将得以充分增加，高于第二季度开始的水平。因此，本年度秘鲁经济还可能继续放缓，但不会很显著，也不会持续很久。

需要指出，当前的政策利率水平已经对经济活跃性起到了支撑作用。“去年下半年利率调整的停止”以及“同期通货膨胀和通货膨胀预期的上升”造成“按实值计算”之参考汇率下降至 1.4%。这个水平低于我们对自然利率的预期-我们的预期是接近 3%。

因此，目前从经济活跃性方面来看，似乎不需要降低利率，而且在考虑到“其对经济的实际部门产生影响”所需之时间后，似乎降低利率的必然性更加小了。尽管如此，但通货膨胀预期显示，在短期内降低政策利率可能十分紧迫。我们认为，央行会考虑这些因素，而且尽管需要对“经济活跃性的变化”以及“价格所提供的政策空间”继续进行观察，但央行在未来几个月内将不会修改其货币政策。展望未来，本年度下半年，通货膨胀将继续向央行所设定之目标范围的中间值稳定靠近，而且产量也将向其潜在水平靠近。这与我们目前的参考利率基本一致（按实值计算，其将趋向自然水平）。

但在我们的预测中趋势还是下行的：若情况变得更为不利，央行将优先考虑为经济活跃性提供支撑

最后，需要注意，我们对全球活跃性的预测趋势是下行的。换言之，如果我们的基线情境会出现任何偏差的话，这种偏差的出现更可能是“全球增长的降低”而造成的。这自然也会给当地生产在相同方向上造成偏差，因此也给我们对政策利率的预测造成了偏差。因此，如果秘鲁经济的放缓比预期更为剧烈，持续时间更长的话，我们认为，央行就会放宽财政政策-尽管从通货膨胀方面考虑，放宽财政政策的空间有限-并会进一步增加总支出。

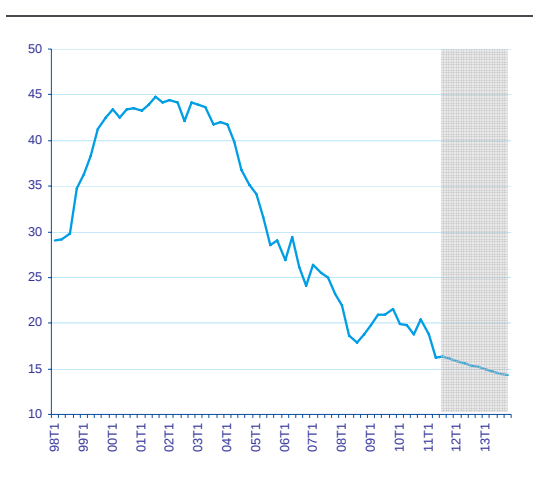
5. 秘鲁索尔今年将继续升值

短期内，因为全球风险规避较为良性-至少暂时如此，秘鲁索尔/美元汇率还会继续面临压力（升值）。未来此变量的基本因素将有利于秘鲁索尔的坚挺：第一，我们对“与美国之间的生产力差距”的预测对秘鲁经济而言是有利的；第二，在我们的预测中，作为 GDP 组成部分的纯长期外债有下降趋势（见图表 11），这使得“未来在国际收支差额经常账户中形成顺差”不是那么具有必要性。除了这两个因素之外，我们预计，经常账户（经常账户在长期时间内能够将纯外债稳定在去年的平均水平上）的可持续水平低于其结构性经常账户的水平（结构性经常账户能够在长期时间内修正秘鲁出口之基本金属的价格偏差和 GDP 增长的价格偏差）。这说明，秘鲁经济能够承受秘鲁索尔的进一步升值（见图表 12）。最后，我们对均衡汇率的预测显示，秘鲁索尔可能会出现 7.0% 左右的估值偏低。

基于这些分析，假设欧洲金融压力不会发生进一步恶化，我们认为，秘鲁索尔将继续升值。但是，我们认为，汇率方面的这种趋势将比较和缓，因为央行在外汇市场将保持活跃，以便减缓升值速度-这正如其一贯做法一样。因此，央行将继续增加国际储备。

图表 11

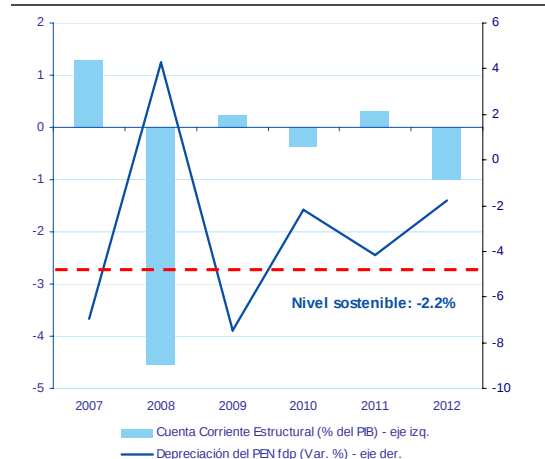
长期净外债（% GDP）



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表 12

结构性经常账户和秘鲁索尔的贬值



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

6. 2012 年信贷增长可能放缓

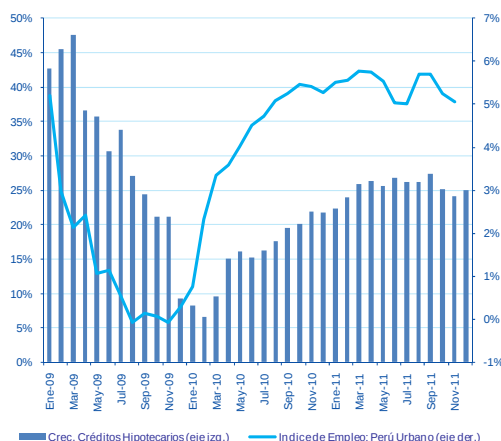
因为生产增长的放缓，我们预计，银行借贷将会增长到14%，低于2011年的数据（17.5%）。但是，某些金融产品-例如抵押贷款-和消费者融资的增长率将继续保持在20%以上。这说明，个人平均工资出现大幅增长（在利马这一大城市，去年实际增长为5.4%），这也增加了家庭对住房以及耐用品的需求量（2011年家庭用车的整机销售增加了26%）。

事实上，这些银行产品的优势促使了央行提议实行一揽子措施，降低其增长，尤其是对家庭产品的增长。这些提议的措施包括以下几项：（1）通过扩大经济周期，增加银行资金水平，或者通过较高的贷款抵押品比率（LTV）要求信贷增加资金储备；（2）采用与GDP和住房价格相关之顺势循环条款（procyclical provisions）；（3）对贷款抵押品比率（LTV）实行80%的限制，对家庭债务负担实行50%的限制。

我们估计，这些提议与当前的信贷情况和房地产市场情况不符。去年抵押贷款的增长与需求因素密切相关-例如“工人多与10人”之公司就业增加5.4%（见图表13），工资水平较高，且家庭存款能力较大。此外，大多数贷款都是用于首次购房，违约率较低。

除此之外，若担心房价上涨，就应该注意到“房地产市场指标并没有显示极值”这个事实。按实值计算，1998年至2011年间，人均GDP增长56%，而秘鲁首都之大部分受欢迎地段每平方米房价的实际价值增长为34%。同时，价格与住房价值比（利马为14.6）还处于正常范围（12.5-25）的下端，且购买率（100m² 住房价格与人均GDP之比）为19，与墨西哥的购买率接近，而低于阿根廷、厄瓜多尔和巴西的购买率（见图表14）。

图表13
就业和抵押贷款
(年度百分比变化)



来源：MINTRA 和秘鲁银行保险和基金监管局（SBS）

图表 14
住房价格和支付比
(美元，百分比)

	2010	
	每平方米销售价格	负担率
英国	15182	55
美国	13428	28
阿根廷	2625	25
巴西	2616	20
墨西哥	2024	19
智利	1875	13
哥伦比亚	1624	23
秘鲁	1063	19
厄瓜多尔	581	23

来源：环球房地产指南（Global Property Guide）、秘鲁中央储备银行（BCRP）

7. 欧洲继续构成主要的风险因素

欧洲危机的剧烈恶化将对秘鲁经济产生巨大影响...

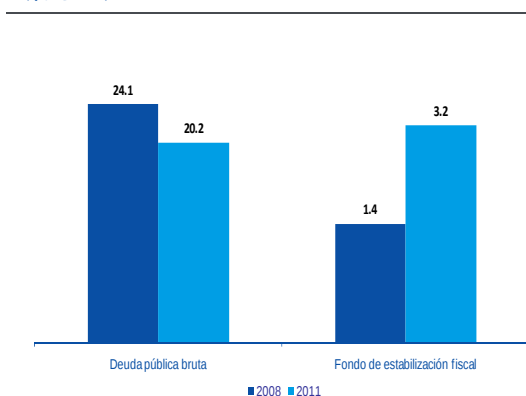
引发欧洲出现更困难情境的导火索可能是：某个政府债券较多、财政赤字较大的国家宣布延期偿付其主权债务，或者某个大型金融机构倒闭。在这种情境下，金融压力和流动性压力都将大幅增加，并将产生严重的银根紧缩。欧元区的实体经济将受到巨大影响，其不利影响也将蔓延至世界其他国家。全球风险规避也将大幅增加。

在这种风险情境下，秘鲁经济将通过一系列渠道受到影响。首先，风险溢价将增加，资金更加昂贵；资金流入量降低；汇率也将面临更大压力（当地货币贬值）。商品价格和外部需求均将下降。其次，商业信心和消费者信心将降低。个人投资将成为最受影响之开支的一部分，而这与我们在 2008-2009 危机中所经历的一样。

但在采取刺激措施方面，秘鲁当前所处的环境比其在 2008 年的环境要好

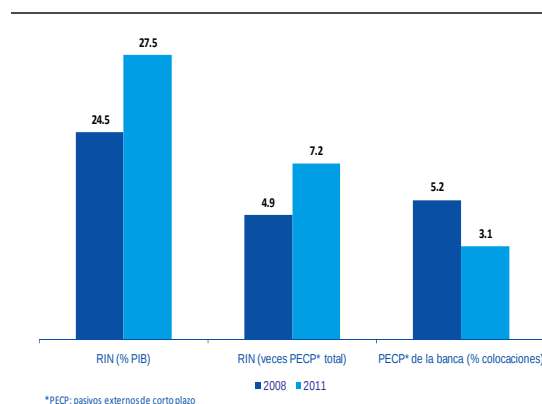
例如在财政方面，政府在财政稳定基金（Fiscal Stabilization Fund）中的数额等于 GDP 的 3% 还多，而在 2008 年的数值还不到这一数值的一半（见图表 15）。此外，还有来自 2011 年将近 GDP 的 2% 的财政盈余的基金。这就降低了“到金融市场去获取基金”的需求—但在风险规避水平较高且急需流动性的情况下，到金融市场获取基金正在变得越来越重要。

图表 15
财政易损性指标
(% GDP)



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表 16
外部易损性指标



来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

在财政方面“有利于刺激措施实施”的因素还包括从 2008-2009 危机中吸取的关于“如何更好的化解危机”的经验。尤其需要说明的是，现在大家都明白“因为管理问题和不断增加的官方要求，公共投资在执行中可能面临困难”。相反，公共消费被证明更为有效。因此，合适的刺激措施必须在公共消费和公共投资中找到平衡点。

在货币方面，还有“降低“削减信贷链条”所带来之风险，放缓当地货币突然贬值的速度，以及刺激私人开支”的政策之实施的空间。对于信贷而言，央行有一系列工具，在需要的时候可为银行系统注入流动资金。目前，银行系统持有央行发行的 170 多亿秘鲁索尔证券，或者央行的定期存款。这个数额相当于 60 多亿美元，或者大约是未偿付之借款的 12%。这些证券可能用于与央行之间的回购交易。还有一个选择可能是外币套换交易。银行的秘鲁索尔存款准备金还可能下降。此外，若银行在“更新其短期外债（17 亿美元）”方面有困难，就可能降低当前之外汇储备的较高利率（平均外汇储备利率大约是外汇存款和贷款的 38%）。

在这种风险情境下，央行可能会极力避免当地货币的突然贬值，以缓和其可能对秘鲁带来的不利影响—秘鲁对私人部门 45% 的贷款都是外汇。为解决这一问题，央行可能启用 500 多亿美元（占 GDP 的 28%）的净国际储备，并将如在上一个波动期一样，发行外汇债券。

最后，在“降低利率（目前利率水平为 4.25%）”和“支撑私人开支”方面还有政策实施的空间。尽管目前看来通货膨胀前景不利于这些措施的实施，但在困难情境下，通货膨胀将加剧其下行曲线，因此在出现外部冲击的情况下，央行将可能重点考虑经济活跃性。

需要指出，任何经济政策提供的支撑都应得到仔细考虑。最发达的经济体在几年内将以缓慢且不均匀的速度增长。他们不具备实施任何其他重大刺激措施的能力（正如在 2008-2009 期间一样，2008-2009 危机也给新兴经济体提供了发展的机会）。因此，对短期内所提供之支撑的幅度必须进行仔细评估。

总而言之，尽管外部环境的进一步恶化可能对秘鲁经济活跃性造成影响，但秘鲁经济具备减轻其所受之影响的能力。在这种情境下，秘鲁 2012 年的增长率可能达到大约 3%，而后就可能开始稳定地回弹。当然，公共资产和外汇资产可能减弱，但还是可以控制的。公共资产将受到与“金属价格下降和经济活跃度降低”相关之较低税收的影响；因为偿付债务增加，且在努力稳定增长，所以开支可能较大。在这样复杂的情境下，税收的减少和刺激措施的实施（我们预计，在 2012 至 2014 年间每年将花费 GDP 的 0.8 个百分点）可能使财政赤字低于 GDP 的 15%。尽管如此，公共债务将只达到 GDP 的 24%，因此，公共财务不会出现显著恶化。在外部资金方面，未来几年外部资金的恶化可能源于“出口价格的不利环境、外部需求的降低以及汇款收入的降低”。但是，这些不利因素都将被国内需求扩张的较低速度所减缓，正如 2009 年所经历的一样。国际收支经常账户赤字最高可能达到 GDP 的 4% 左右。

8.图表

表2
年度宏观经济预测

	2010	2011	2012	2013
GDP(%同比变化)	8,8	6,7	5,0	5,3
通胀(%同比变化, 年终)	2,1	4,7	2,3	2,3
汇率(对美元, 年终)	2,82	2,70	2,65	2,60
货币政策利率(%年终)	3,00	4,25	4,25	5,00
个人消费(%同比变化)	6,0	6,2	5,1	4,8
公共消费(%同比变化)	10,6	5,0	5,5	4,5
投资(%同比变化)	22,1	4,1	10,1	6,8
财政平衡(%GDP)	-0,5	2,0	1,2	1,0
经常账户(%GDP)	-1,5	-1,5	-2,7	-3,1

表3
季度宏观经济预测

	GDP (%同比变化)	通胀 (%同比变化, 期终)	汇率 (对美元, 期终)	财政政策率(%其终)
1Q10	6,2	0,8	2,84	1,25
2Q10	10,0	1,6	2,84	1,75
3Q10	9,6	2,4	2,79	3,00
4Q10	9,2	2,1	2,82	3,00
1Q11	8,9	2,7	2,78	3,75
2Q11	6,8	2,9	2,76	4,25
3Q11	6,6	3,7	2,75	4,25
4Q11	4,8	4,7	2,70	4,25
1Q12	4,3	4,2	2,70	4,25
2Q12	4,7	3,9	2,67	4,25
3Q12	5,0	2,9	2,66	4,25
4Q12	5,9	2,3	2,65	4,25
1Q13	5,3	2,1	2,64	4,25
2Q13	5,3	2,2	2,62	4,50
3Q13	5,3	2,2	2,61	4,75
4Q13	5,3	2,3	2,60	5,00

来源: BBVA 研究部

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将不负责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 / Corporate Governance](http://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 Peru Unit:

Chief Economist for Peru

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

Daniel Barco
+51 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@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
stephenschwartz@bbva.com.hk
Latam Coordination

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@provincial.com

Mexico
Adolfo Albo
aalbo@bbva.bancomer.com
Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
rdomenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.compass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdells@bbva.com

Financial Systems
Ana Rubio

arublog@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
juan.ruiz@bbva.com
Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
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 Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Tel + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com