

经济展望

秘鲁

2012年第三季度
经济分析

- 由于欧洲和美国机构设法降低当前不确定性，全球增长将在2013年逐步恢复
- 由于下半年外部需求减弱以及个人支出预计减缓，我们对2012年的增长预测下调至5.6%
- 通货膨胀将在2012年底趋近于目标范围。需求下降推动的通货膨胀压力以及油价下调将抵消较高食品价格
- 在2013年前，政策利率将保持在4.25%。接近潜力的经济增长和减缓的通货膨胀将使中央银行处于待命状态，严密监视外部情况的发展变化
- 由于其基本面保持稳健，秘鲁货币仍有进一步增强的空间。然而，在短期内不能排除与国外不确定性相关的短暂波动性

目录

1. 摘要	3
2. 概要：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧	4
3. 秘鲁：2012年增长预测下调至5.6%	7
4. 通货膨胀将在第四季度趋近于目标	11
5. 由于外部风险货币停滞将持续至2012年底	12
6. 新索尔将继续在未来几个月增强实力	14
7. 未来信贷增长将更加平稳	15
框1：房地产泡沫？	16
8. 欧洲仍是主要风险因素	18
9. 表格	20

截稿日期：2012年08月06日

1. 摘要

2012年和2013年全球增长预测分别小幅下调至3.4%和3.7%。下调基于欧洲财政压力以及比三个月前预期更剧烈的下滑，尤其是最大的新兴市场，如中国、印度和巴西。这一全球预测假设将达成必要的政治协议，以在欧洲货币联盟的机构发展方面取得进展，并避免美国自动财政调整。

对于秘鲁，我们对今年的增长预测下调至5.6%。调整的原因主要是出口强度下降，今年在外部需求减弱的背景下，出口大幅下降，在未来几个月，外部需求将继续走弱。在个人支出方面（投资和消费），我们对今年的预测保持不变。这是由于今年前六个月的良好表现被投资减少所抵消，这与商业信心下降和资本货物进口下滑是一致的。在该预测修正中，我们预计公共支出仍将支持增长，今年公共投资将增长30%，公共消费将有更大幅度扩张。

在价格方面，我们预计通货膨胀将在年底趋近于目标。7月底的通货膨胀为3.3%（2011年底为4.7%），与预期一致。我们预计，在经济活动下滑和油价压力下降的情况下，未来通货膨胀将继续呈现下降趋势。然而，国际农产品价格上涨将使通货膨胀降幅更加缓慢，我们预计年底将达到2.8%。

在货币政策方面，国际风险将使中央银行在2013年底前保持停滞。尽管如此，当前强劲国内需求表明，目前无需执行更大的货币刺激。在这种情况下，货币政策标准化过程将推迟到2014年，产品将处于其潜在水平，通货膨胀将在目标范围内，全球增长将开始巩固其复苏。

由于其基本面稳健，秘鲁货币仍有继续增强的空间。我们预计中央银行将保持其外汇干预，以评估货币实力。然而，在短期内不能排除与国外不确定性相关的短暂波动性。

我们预测，欧元区危机的方向仍为初级风险因素。最重要的不确定性根源与达成银行和财政联盟协议的及时性有关，因为期间可能发生“意外事件”。尽管对本地活动的影响重大，但秘鲁经济具有缓解这种影响的财政和货币实力。在该预测中，2012年增长率受到轻微影响，2013年也将受到适度影响，2014年才开始复苏。同样，公共部门和对外部门账户将出现暂时性走弱，但是可控的。

2. 概要：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧

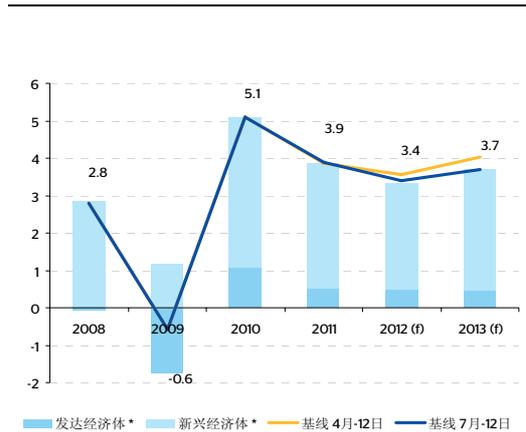
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

在 2012 年上半年全球经济状况恶化后，我们目前还在设想的 2013 年会有轻微的经济回升是非常依赖经济政策问题的。我们对 2012 年至 2013 年的全球 GDP 增长预测约为 3.5%，但依赖若干政策措施在世界各地实施这一假设。一些政策措施已经生效，但需要适当的实施；一些已经宣布，但还没有采用；最后，一些关键措施仍然尚未通过。政策措施必须避免 2013 年欧洲发生金融混乱和美国发生自动金融调整，并帮助新兴经济体取得较高的增长率。但如果经济政策未能实现其目标，自 2011 年起到现在还在进行的经济放缓有可能在 2012 年和 2013 年加剧。这有可能使得 2013 年全球 GDP 增长达到 30 年以来的最低值（2009 年经济衰退除外）。

在 6 月份一次首脑会议上，欧元区领导人在正确的方向达成了加强货币联盟的协议：欧元区单一银行监管、涵盖银行业和财政问题的影响深远的计划和保增长措施。但是已被批准以确保欧元区金融稳定的金融救助机制（即 EFSF&ESM）机制必须尽快全力使用，以避免发生金融“事故”¹。这是确保目前正在努力进入金融市场的经济体有机会实施财政整顿计划和结构改革的唯一途径。这应包括欧洲中央银行（ECB）的参与。

在美国，必须有一个协议来防止自动开支削减措施和减税期满在 2013 年初生效。这一“财政悬崖（fiscal cliff）”不会解决国家公共财政的长期可持续性，而且如果所有措施成为现实，它们会在 2013 年将美国经济推回衰退。由于总统竞选会使得任何类型的协议在竞选前都很达成，围绕这一过程结果的不确定性可能会在形成我们年底前的经济和金融展望中起到关键作用。

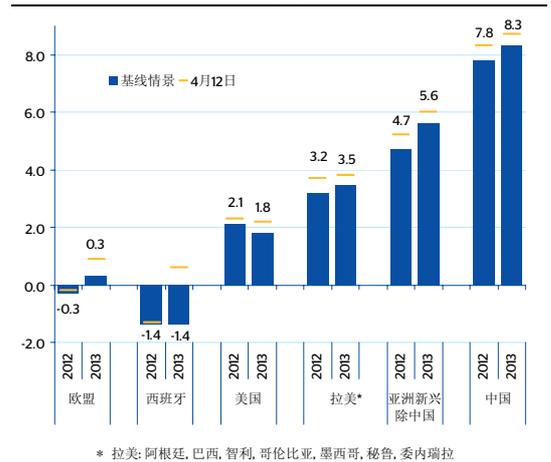
图 1
全球 GDP 增长 (%)



(*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2
按地区划分的 GDP 增长 (%)



* 拉美：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉

(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

来源：BBVA Research

与此同时，在有政策刺激空间的新兴经济体中，需要采取措施来拉动内需，以减轻外部经济放缓的影响。此外，由于欧元区危机时好时坏，以及另一方面，与美联储可能启动的新一轮量化宽松相关的流量的缘故，资本流入的波动性可能增加。

¹金融“事故”可有多种形式，例如外围经济体主权债券发行需求不足。

未能按照市场要求的节奏衔接主权转移和债务共担拖延了欧元区危机

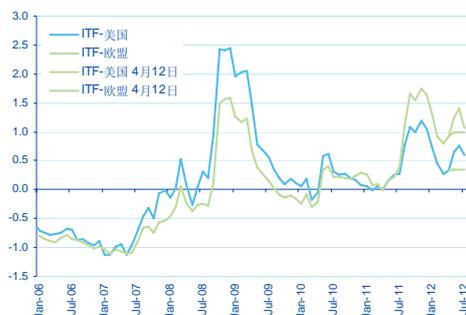
当前经济形势主要的不确定性是欧元区国家将不得不做出的加强其治理的努力是否会迟于金融形势的进一步恶化。如果是这样的话，我们认为其会导致来自欧盟机制的大规模干预，以最终确保欧元区的金融稳定。已经做出的决定（如果强行实施的话）可能足够，但要求在六月底批准的措施迅速落实。这些措施旨在通过积极使用 EFSF 和随后使用 ESM 来积极购买一级和二级市场的债券，来消除西班牙主权与银行业间的反馈回路产生的风险以及稳定整个欧元区的金融市场。西班牙最近的控制赤字的政策措施以及欧洲中央银行（ECB）总裁强烈支持的立场正在有助于缓和紧张局势。

总而言之，由于来自欧元区危机的持续财政压力和全球经济信心持续恶化，我们下调了先前的预测（三个月前发布）。这种情形意味着欧元区在 2012 年至 2013 年期间有一个停滞期。尽管有这一修订，但考虑到一些国家出于国内政策考虑，已获批准的措施采用太慢的可能性，我们认为风险平衡会继续向下行倾斜。如果发生这种情况，欧洲 2013 年经济衰退的风险将是相关的，尤其是在西班牙和意大利等国家。

欧元区国家必须解决一些市场上的流动性紧缩。这些制约是因为市场参与者认为可能会发生欧元区解体。欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战能令人满意地解决，则全球增长在 2012 年下半年可逐步进入正轨。

对于美国而言，我们将 2012 年及以后的展望下调是因为 2012 年上半年的增长数据令人失望以及来自欧元区的高的财政压力的影响。因此，新兴经济体可能是我们预计 2013 年全球 GDP 略有加速背后的主要驱动力。在拉丁美洲，尽管与三个月前相比增长预测普遍下调，但得益于 2012 年上半年的乐观活动数据、国内市场持续的有利融资条件以及竞争力提高，墨西哥的估值（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变。在巴西，由于外部环境的影响和国内一些问题（例如：信贷市场放缓和日益严重的竞争力问题），增长预期已显著下调（2012 年从 3.3% 下调到 2.2%）。尽管在货币状况前所未有的疲软后，活动仍有望在未来几个季度恢复，但最近的经济放缓警告要提防目前的增长模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。

图 3
BBVA 金融压力指数(*)



(*) 跟踪一系列金融变量的趋势，包括股市波动、利率和汇率、主权、信贷、企业风险和流动性紧张
来源：BBVA Research

图 4
美元对欧元汇率和西班牙和意大利的风险溢价。简单平均利差与 10 年期德国政府债券，基点；2011 年 1 月 1 日指数= 100



来源：BBVA Research 和 EPFR

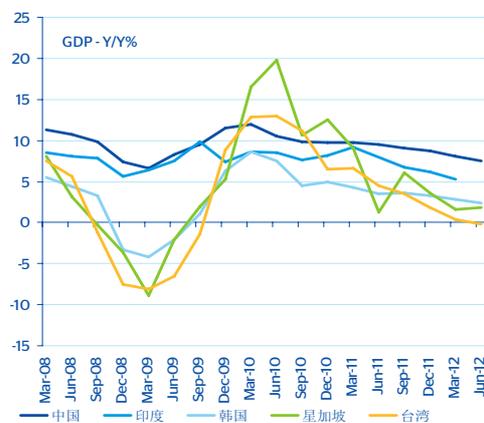
对于亚洲而言，中国今年上半年的增长放缓超过预期。为了与全球较弱前景一致，我们相应下调了2012年至2013年的预测。但支持增长的货币和财政措施应会带来好转，2013年增长会上升到8.3%，比2012年高出半个百分点。在亚洲地区其他地方也有政策刺激空间来支持增长，但也有下行风险，包括更为严重的外部需求恶化以及中国的持续经济放缓，这被持续的国内金融脆弱性加剧。

充裕流动性、累积失衡以及对决策者是否有能力解决欧元区危机的怀疑正在改变发达和新兴市场的资产风险认知

当前经济问题的结果是非常不确定的，因为存在可能与解决一个超国家危机的动机不一致的危险政治经济考虑。预测时间跨度（2012年——2013年）中的主要风险情形看似更集中在发达经济体中，尤其是欧元区。当谈到需求政策时（财政和货币），这些新兴经济体比发达经济体有更多的策略空间，同时总体上也有更低的累积失衡。因此，有越来越多的资金从欧洲流入到美国和新兴市场，包括拉丁美洲的新兴市场。

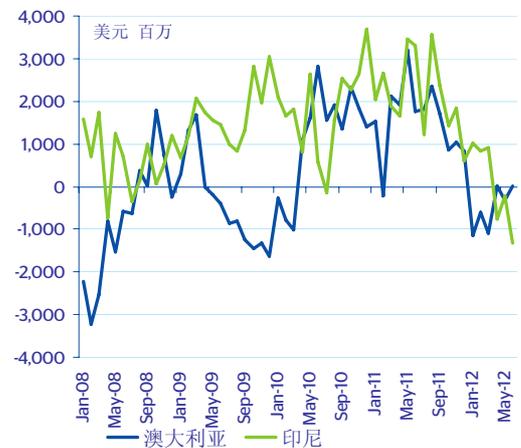
这些资金流动的转变是不确定性和风险集中在发达经济体中的一个反映。这两个因素均导致了新兴市场和发达市场资产风险特性的变化。自五月底（当时市场开始反应美国经济正在失去势头）以来，传统上被视为无风险的主权资产（美国和德国）的债券收益率已经下降到了历史最低水平。自六月底以来，围绕是否能快速解决欧元区危机的怀疑一直在向相同方向施压。周边主权债券已被视为风险更高，而墨西哥²和哥伦比亚等新兴市场债券收益率已经下降到了空前最低记录。创纪录的外资流入正在尽可能与危机源头隔离、具有良好宏观经济政策和增长前景的经济体和危机蔓延直接渠道较窄、经济政策回旋余地充足的国家寻求回报。

图5
主权债务流量(10亿美元)



来源：BBVA Research 和 EPFR

图6
长期（10年）债券收益率，自六月初以来的变化（基点）



来源：BBVA Research 和 EPFR

但这种情形的可持续性有风险。除了本地通货膨胀或可导致收益率上升的增长前景的变化外，全球性因素（例如欧元区的系统性冲击）也会让一些新兴市场资产（例如拉丁美洲新兴市场）最近获得的所有避险价值消失。如果发生系统性事件，国内优势（例如：没有财政失衡）是否在“雷曼式”冲击下还能保住仍有待观察。如果发生系统性风险，可能只有那些有自己的货币和有充当最后贷款人的中央银行、没有重大外部失衡的经济体的资产才会被视为是无风险的³。另一方面，美联储的资产负债表的进一步增加会鼓励投资者从固定收益转向股权市场，尤其是当进一步宽松国内货币政策预期没有明显迹象时。

²对于墨西哥债券，打赌全球固定收益组合所使用的标记指数组成会发生变化的投资者的资金流入甚至可能加剧了。

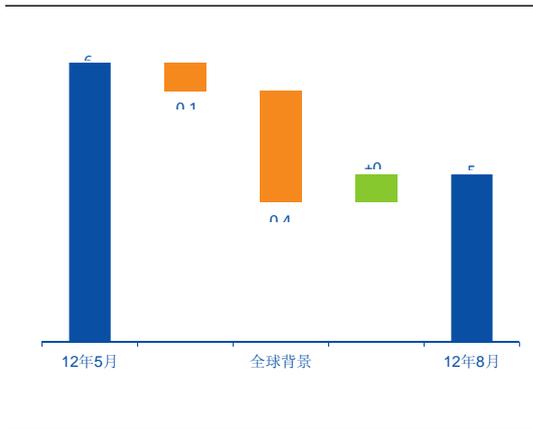
³国际货币基金组织全球金融稳定报告（2012年4月）第三章专门讲述了无风险资产低供应量对金融市场稳定的影响。

3. 秘鲁：2012年增长预测下调至 5.6%

下调的原因是出口活力下降，这受到国外骚乱的负面影响

今年出口额呈现明显下降。出口在第二季度年同比萎缩 10.2%（5月数据），这是自 2009 年底以来首次季度下降。在商品出口方面，出口额下降了 13%。其部分原因是暂时性供应问题，我们预计将在下半年逆转。此外，多个采矿扩建项目（Antamina）的启动使得国外铜销售额在未来几个月恢复。然而，未来制造业出口令人担忧，如纺织品和农业-工业产品，因为它们对外部需求更加敏感。由于它们是劳动密集型，它们对就业创造具有重大影响。在全球增长率评估下调的情况下，我们预计，与以前预测相比，出口活力将下降，这是我们对今年 GDP 增长预测下调的主要原因（参见图 7）。

图 7
2012年经济增长预测变化（yoy %变化和pp）



来源：BBVA Research 秘鲁

表 1
经济活动指标（yoy %变化，指数）

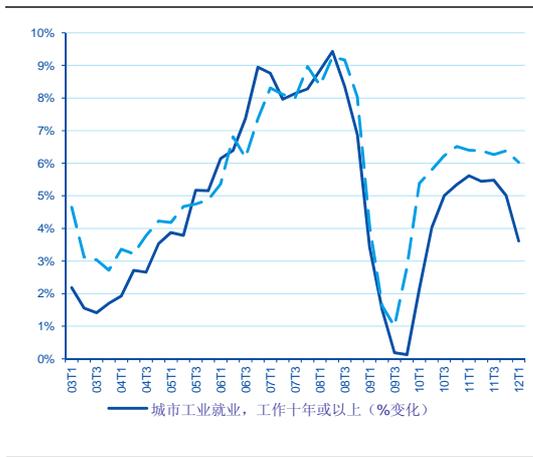
指数	1Q12	2Q12
- 非传统出口(体积)*	10%	0%
- 传统出口(体积)*	19%	-13%
就业(利马)	2%	1%
制造业(资产值)*	-1%	-1%
资本商品进口(美元)	17%	11%
商业信心(指数, 期终)	64	57
企业贷款(新索尔)	14%	9%
消费者信心(指数, 期终)	53	53
消费者商品进口(美元)	29%	4%
消费者信贷(新索尔)	21%	20%
家庭轿车销售	47%	47%

* 指数截至五月

来源：BCRP、INEI、APOYO 和 ARAPER

在个人支出方面（投资和消费），我们对今年的预测保持不变。一方面，我们在上半年看到，由于较大的投资活力，与三个月前我们的预计相比，私营部门需求表现更强劲。另一方面，我们预计下半年该变量将下滑，这与商业信心下降（由于可能影响采矿项目的环境冲突引发的骚乱以及外部相关不确定性）以及我们在最近几个月看到的资本货物进口下滑是一致的（参见表 1）。另外，投资和制造业出口的较低增长将减少就业创造，从而使今年下半年的家庭支出下降。因此，上半年个人支出的增长将被下半年稍高于预期的降幅所抵消。

图 8
10人以上公司的就业和个人消费 (yoy %变化)



来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁

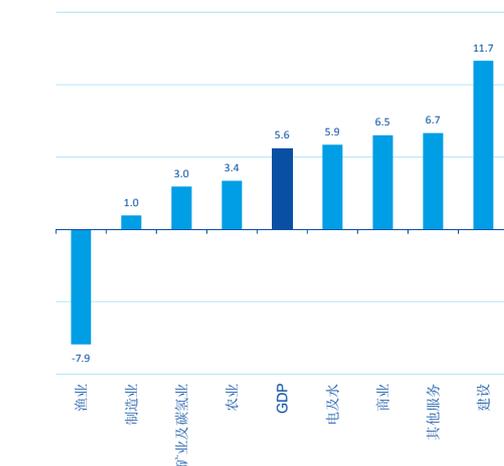
在该预测修正中, 我们预计公共支出将抑制个人支出下降, 由于 6 月份议定的第二个经济刺激一揽子计划的实施, 今年公共投资预计将增长 30%, 公共消费将有更大幅度扩张。该计划分配的总额相当于 0.4% GDP, 主要包括基础设施项目维护和社会计划支出。我们估计, 近 50% 的追加支出将在今年完成。

这些因素的平衡使我们以前对 GDP 增长的预测从 6.0% 下调至 5.6%。尽管进行下调, 但由于国内需求支持, 秘鲁经济仍保持活力, 增长率接近中期可持续水平。

今年最有活力的活动将转向国内市场

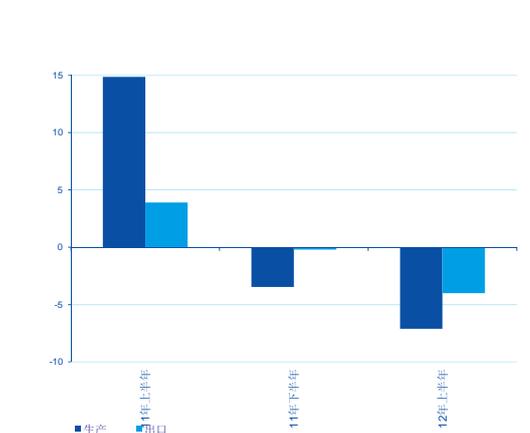
国内和外部需求的双重性质也将反映在部门领域, 其中增长最快的活动将是那些满足国内市场需求的部门 (参见图 9)。首先, 我们计算认为, 在采矿相关项目、零售业和房地产活动以及公路基础设施、学校和医院的卫生系统和建筑开发的支持下, 建筑业将在年底达到两位数增长率。同样, 与家庭支出有关的服务和商业部门 (零售额) 将继续增强, 我们预计它们在年底的增长率将超过 6.5%。其次, 由于暴露于外部市场的工业部门需求下降, 制造业将保持微弱增长率。尤其是纺织品产出和出口将继续因美国和欧洲的消费支出而受到影响 (海外装运数量在上半年下降了 4.0%)。

图 9
秘鲁: 2012年各经济部门GDP增长率 (yoy %变化)



来源: BBVA Research 秘鲁

图 10
纺织品产出和出口 (yoy %实际变化)

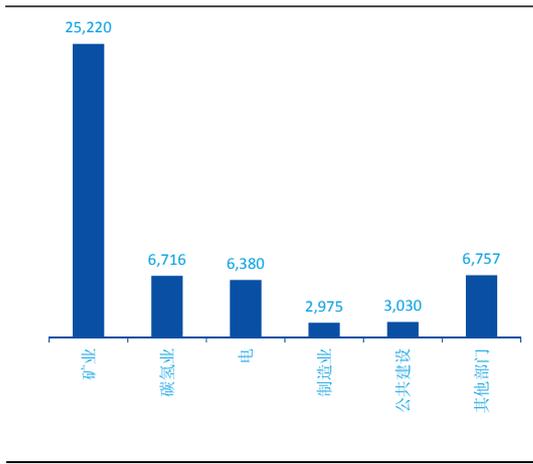


来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁

未来新投资项目的成熟将使增长保持在其潜在水平

由于国外情况仍相对走弱，未来几年的投资活力对于保持接近 5.5% 的 GDP 增长率至关重要。根据中央银行，在私营部门，公布的 2012-2014 年投资项目总额达到 510.78 亿美元，相当于 28.9% GDP（参见图 11）。其中 50% 对应采矿业，包括扩建 Cerro Verde、Las Bambas 和 Quellaveco，它们均含有丰富的铜。随着这些项目的启动，铜产量将在 2016 年增至三倍，估计 2012 年产量为 120 万吨。另外，在碳氢化合物行业（安第斯山南部管道以及 Malvinas 和 Pisco 工厂扩建）和电力行业（Cerro de Chaglla 和 Cerro del Águila 水力发电厂）也公布了大规模私人投资项目。

图 11
公布的2012-2014年私人投资项目（百万美元）



来源：BCRP

大规模基础设施项目的执行预计也涉及公共投资。这些项目包括电气列车 2 线（利马大规模运输系统）、Selva 纵向公路以及连接该国 195 个省会的宽带网络安装。总的来说，ProInversión（国有投资促进实体）目前拥有超过 100 亿美元的投资总额，我们预计将在 2012-2013 年实施。

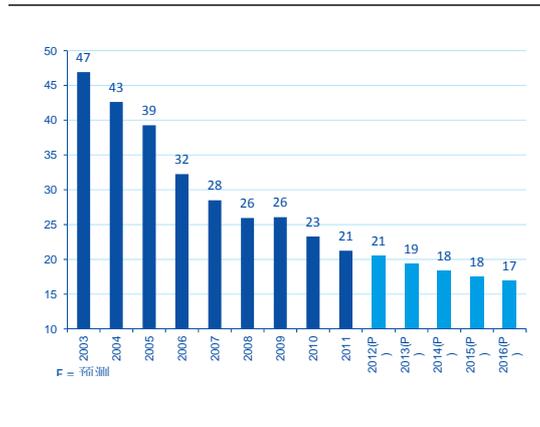
我们还预计，主要在当前采矿项目扩建（Antamina 和 Cuajone）以及新项目启动（Toromocho、Antapaccay 和 Mina Justa（铜），Pucamarca 和 La Arena（金））的推动下，出口将从明年开始逐步改善。

公共债务将保持下降趋势

未来几年，由于更缓慢增长造成税收下降，我们预计财政盈余约为 1.0% GDP，稍低于我们以前的预测。另外，我们现在预测，由于将影响 2012 年和 2013 年的刺激措施，公共支出将增大。⁴总的来说，公共平衡将保持稳健，鉴于未来几年财政决算的预期改善以及债务偿还，我们估计政府的融资需求将是消极的，介于 0.2% - 0.5% GDP 之间，政府债务与 GDP 比率将在 2016 年降至 17%（2011 年底为 21.2%）（参见图 12）。

⁴目前《财政应变计划》包括两个一揽子刺激计划，总额 19 亿美元，其中 60%（0.6% GDP）将在今年支出。

图 12
公共债务 (% GDP)



来源：BCRP（秘鲁中央储备银行）和 BBVA Research 秘鲁

在我们对公共平衡的预测中，我们仍假设跨期财政平衡将得到保持；因此，公共支出的任何最终增长将是适度而可持续的。因此，我们理解总统最近宣布增加公共行政部门人员工资以及社会计划扩张均与财政收入的不断改善有关，也就是说，它们在长期内不会受到瞬时周期效应和商品价格的影响。因此，根据政府将于 4 月份提交国会的议案，结构财政赤字（包括固定收入）可能从 2013 年开始消失。

保持公共支出质量也非常重要，以确保它成为内在增长的源泉。在这个方面，另一个积极的因素是总统对全国传递的信息，他在其中宣布，在 2016 年前，政府所有非财政和非养老金支出将被纳入面向结果预算的框架。对实现目标的连续评估方案提供了更大透明度，保证了最低水平的公共支出质量。从这个意义上说，为缩短公共基础设施项目审批所需时间而宣布的 SNIP（国家公共投资系统，西班牙语缩写）重组将通过支持确保资金分配给具有积极社会回报项目的程序来执行。

预计保持适度经常项目逆差

在中期，我们预计经常项目逆差接近 2.5% GDP；这意味着与以前预测相比，2012 年和 2013 年稍微下降。在某种程度上，更低收入的主要原因是出口活力下降，由于外部需求减弱，随着多个采矿项目启动，尤其是铜，出口将从 2014 年开始恢复。同样，我们估计，经常项目逆差将在很大程度上通过长期资金流入来融资，主要是外国直接投资。由于我们预测，在这种情况下，中央银行将保持其外汇干预，以衡量资金流入对秘鲁货币的货币和升值影响，因此我们将看到更大的国际储备积累，其余在 2016 年将达到约 25% GDP。

还应注意的是，这些经常项目逆差反映了外部资金流入，它们将补充本地储蓄。这将使投资与 GDP 比率在 2016 年达到近 30%，这与 5.5% 的潜在增长率是一致的。

4. 通货膨胀将在第四季度趋近于目标

通货膨胀与预期一致

在7月底，通货膨胀达到3.3%，标志着它从2011年底的4.7%开始下降。这一过程与我们以前报告中的预测类似，主要反映了在2011年和2012年初影响其的供应冲击开始消失后食品和燃料价格的下调。还应注意的是，供应冲击重现使得通货膨胀目标偏差延长一年，因此，2012年和2013年的通货膨胀预期已达到其范围上限。这将对价格推动的增长率下降趋势产生一定抑制作用。

图 13
食品和燃料价格 (yoy %变化)

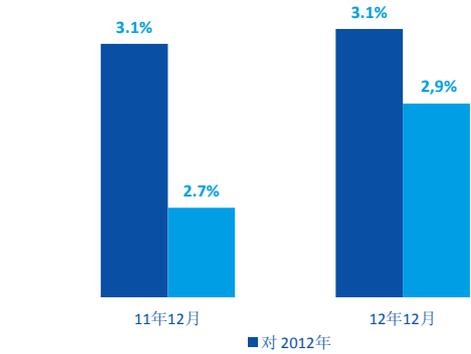


来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁
未来, 较低油价将抵消较高进口食品价格

我们保持对2012年和2013年的通货膨胀预测。目前的实际数据与我们的预测非常类似, 未来资产负债表将进行调整, 它们将相互抵消。一方面, 我们预计2012年和2013年经济增长率将下降(分别下降0.4pp), 这在一定程度上将缓解需求压力。另外, 国际油价已下调。这一下调反映了两个因素。首先, 一些OPEC国家在利比亚开始增加其石油调配后尚未降低其石油产量, 其次, 较高全球风险规避将进一步支持美元。另一方面, 由于生产地区的气候问题以及国际市场上相对紧张的库存, 进口食品价格高于预期。

图 14
通货膨胀预期

图 15
通货膨胀 (年同比, %)



来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁



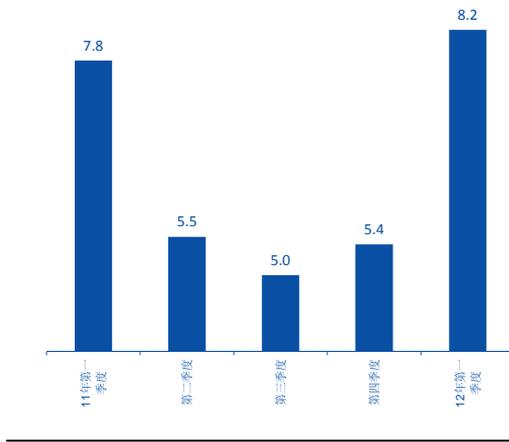
来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁

5. 由于外部风险货币停滞将持续至 2012 年底

强劲国内需求得到保持，通货膨胀预期仍很高；这降低了需求和降息空间。

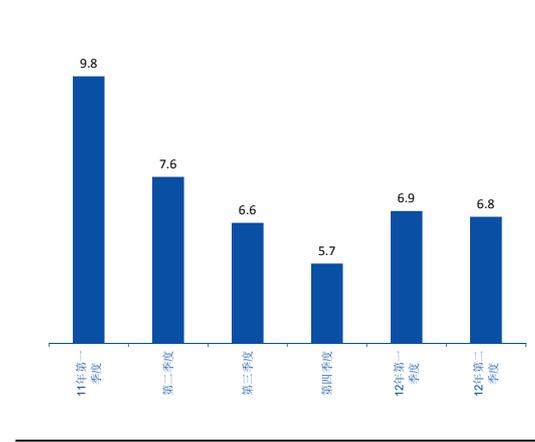
第二季度可用指标仍表明，经济活动具有相当活力。例如，非初级经济部门的 GDP 也在遵循这一趋势，它们更好地反映了总需求压力，且增长率超过 6% yoy。在我们的基本预测中，2013 年前平均季同比增长率将接近潜在水平，尽管出口部门将面临不太有利的条件。在该时期，产出缺口仍为正值，直到年底才完全消失。也就是说，尽管出口已感受到全球增长再次减弱的影响，但仍然强劲的国内需求表明，目前无需在货币方面采取附加刺激措施，尤其是考虑到当前政策利率水平实际上比雷曼兄弟公司破产之初更融通，甚至比 2009 年下半年之前还要融通。

图 16
国内需求（不包括库存变化，yoy %变化）



来源：BCRP（秘鲁中央储备银行）和 BBVA Research 秘鲁

图 17
非初级部门GDP（yoy %变化）



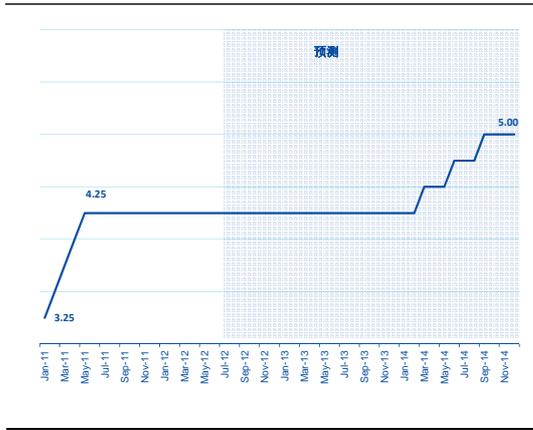
来源：BCRP（秘鲁中央储备银行）和 BBVA Research 秘鲁

另一方面，价格前景开始好转。通货膨胀有所下降，其目标收敛率将在下半年加快。然而，提高的通货膨胀预期接近 2012 年和 2013 年目标范围上限，从而限制了宽松货币政策的空间。

更复杂的外部形势将推迟货币政策正常化

在我们以前的基本预测中，我们估计，中央银行将在 2013 年第一季度恢复货币政策正常化过程。我们对比三个月前减弱的外部条件的评估以及它们对本地经济活动带来的风险增大表明，中央银行将在开始该过程的合适时机方面非常谨慎。此外，由于经济增长率下调，正产出缺口将比我们以前报告中的预测更早消失，这使中央银行需要更长时间来重新启动该过程。在这种情况下，我们预计，政策利率将直到 2014 年初才达到其中性水平，届时，产品将以潜在增长率增长，通货膨胀接近目标，外部形势逐步好转。

图 18
货币政策利率 (%)

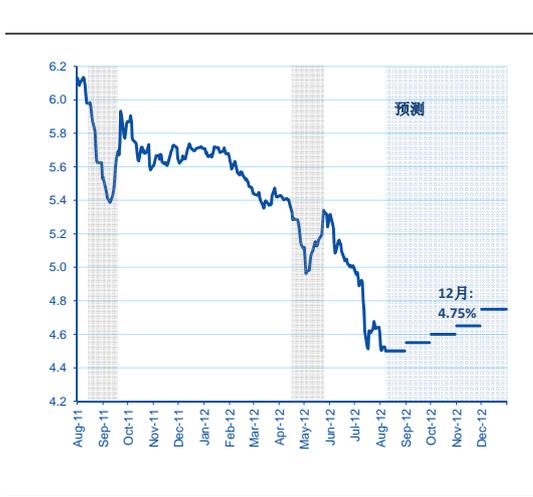


来源: BCRP (秘鲁中央储备银行) 和 BBVA Research 秘鲁

长期利率处于最低水平，但随着欧洲形势开始逐步好转，它将在未来进行校正

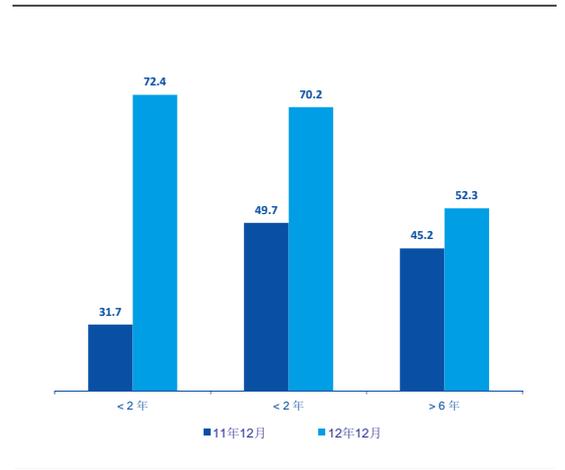
长期利率，亦即本地货币的公共债务利率，在最近几个月显著下降，并达到空前低水平。例如，2020 年主权债券收益率达到 4.60%，仅比政策利率高 35 bps。如第一部分所述，周边欧洲国家的资产头寸一直下降，这些资金被部分投入新兴市场。在这种情况下，秘鲁因其实力、贡献表现和较低的汇率波动性（即使本地货币趋于增强）而尤其具有吸引力。因此，非国内部门持有的主权债券增长，尤其是短期和中期债券，约占总额 70% 以上。

图 19
2020年主权债券收益率 (%)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research 秘鲁

图 20
非居民持有的主权债券 (总额%)



来源: MEF 和 BBVA Research 秘鲁

然而，在我们的基本预测中，全球财政压力将逐步下降，尤其是从 2013 年开始。这将使这些资金流入出现一定程度逆转，收益率相应提高。由于秘鲁主权债券市场缺乏深度，我们不能排除最终进行大规模调整的可能性。

6. 新索尔将继续在未来几个月增强实力

尽管外部形势复杂，但秘鲁新索尔(PEN)比预期更强劲。截止目前升值达到 2.7%，如果不是中央银行在外汇市场购买了 82 亿美元，则增幅会更大。这是对秘鲁资产更大吸引力的反应。

图 21

PEN/USD汇率



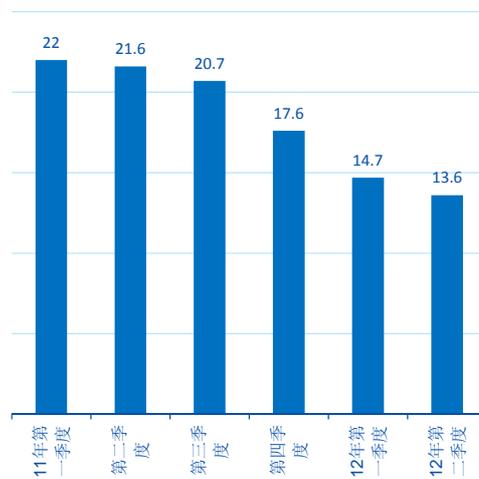
来源：BCRP（秘鲁中央储备银行）和 BBVA Research 秘鲁

在中期评估中，支持 PEN 走强趋势的基本面没有变化。我们对与美国生产率差异的评估仍有利于秘鲁经济，净长期外债占 GDP 的百分比在我们的预测中呈下降趋势，这使得未来经常账户产生国际收支顺差变得不太必要。除了这两个因素，我们评估认为，经常账户的可持续水平（在长期将使净外债稳定在其最近几年的平均水平）低于其结构水平（校正秘鲁出口贱金属的价格偏差以及 GDP 增长率与长期趋势的偏差）。这表明经济可能吸收 PEN 的更大升值。因此，本地货币仍有增强空间，但不会非常平稳，这取决于外部形势的发展变化。然而，由于贸易平衡结果不太有利，主权债券外国投资者附加头寸的空间减小，中央银行将像通常那样在外汇市场保持积极以抑制升值速率，因此汇率的下降趋势将是缓慢的。

7. 未来信贷增长将更加平稳

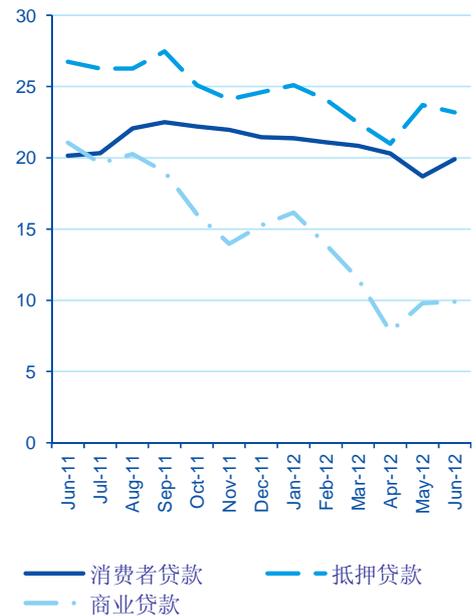
私营部门银行贷款继续减缓（参见图 21 和图 22）。这种影响对企业贷款更加明显；尤其是为外贸交易融资而设计的贷款。后者考虑了外部需求下滑以及这种融资模式被外国实体所代替，因为高水平储备会抑制本地贷款的吸纳。在这种情况下，由于本地银行外贸操作的融资条件与外国银行更加相似，中央银行将这种交易的储备从 60% 降至 25%。还应注意的是，货币机构利用储备增长作为抑制支出扩张的一个工具，但避免对本地货币走强的压力增大。外贸交易融资国家以外本地银行所获得的额度不会对汇率产生这种压力；因此，从这个观点上说，降低准备金要求也是合理的。

图 22
私营部门银行贷款（yoy % 变化）



来源：SBS

图 23
借款者银行贷款（yoy % 变化）



来源：SBS

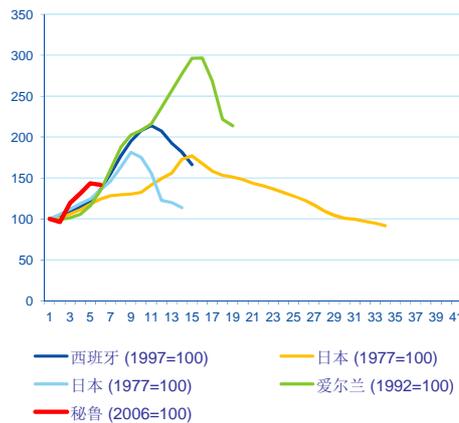
此外，尽管已更加缓和，但家庭相关贷款仍呈现高增长率，尤其是抵押贷款，其扩张速率超过 20% yoy。分析人士和机构对这种活力的可持续性尤其感兴趣，如果它能够引发与其它国家类似的资产泡沫的话（参见框 1）。

在下半年，我们预计信贷将逐步下降，2012 年将达到近 13% 的增长率。未来，金融系统贷款的增长率将稳定在约 12% 的水平，这将使银行中间汇率以每年 2 pp GDP 的速率增长。如果考虑到相当部分人口，主要是非正式独立工人，不会享受到银行贷款的好处，则这一增长率是合理的。同样，贷款将比存款的增长率更高。因此，其它来源银行资金（外债和批发融资）的参与将在未来几年增长。

框1：房地产泡沫？

由于价格高于其均衡水平的可能性，大城市利马房地产价格在最近几年的快速增长令人感兴趣。如果情况如此，则房地产价格将反映投机和波动行为，这最终将导致下调。由于推测在过去五年美国和欧洲爆发的房地产泡沫会对经济活动、就业和财富造成负面影响，我们的担忧有所加剧（参见图 23）。

图 24
各国实际房地产价格（指数）



来源：BIS、CAPECO

秘鲁是否面临类似泡沫？总的来说，没有可靠证据来证实这一论断，至少就总体或平均水平来说。一方面，秘鲁没有最近北半球房地产价格过度增长所呈现的相同因素：(i) 在长期内保持非常低利率的极为宽松货币政策，(ii) 较差银行监管和管控，(iii) 引发系统实体（使资产负债表“通货膨胀”）更高水平杠杆化以及更大风险暴露的金融创新过程，(iv) 显著贷款增长。

对于最后一点，我们强调，秘鲁较低的银行中间利率，尤其是房地产行业贷款利率，以及违约率下降均表明，贷款增长率是健康的，其走强的部分原因是经济正规化过程。

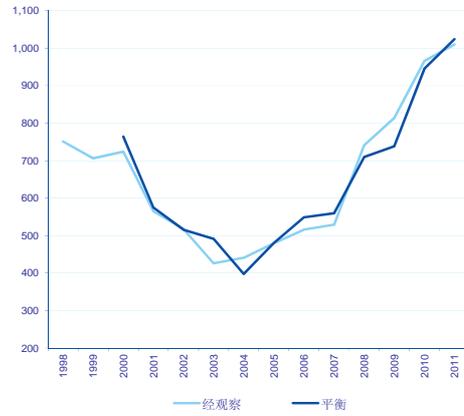
我们要补充的是，需求因素（如导致中产阶级增多的家庭收入增长、未能满足的住房需求以及具有住房需求的 30 – 40 岁个人比例增大反映的人口变化）和供应（土地、建筑材料和劳动力成本提高）对利马房地产价格提供了相当大支持。另外，我们对均衡价格的初步评估表明，观察到的水平与基本值相差不大（参见图 24）。国际货币基金组织对拉美国家样本（包括秘鲁）的最近研究也支持这些结果。研究得出结论，抵押和房地产市场基本没有失衡迹象，大多数市场的房地产价格接近其基础水平。⁵

无论如何，如果秘鲁进行房地产价格调整，其影响将相对有限。首先，秘鲁家庭很少将住房作为其它交易的附属担保品。这样，尽管房地产价格下调将使其财产损失，但这不会使他们拖欠付款或限制消费；因此，就总体水平而言，对需求的负面影响将有限。其次，在一些其它国家，如果其价格降至贷款金额以下，则借款者允许银行取消其财产赎回权。由于其对银行的义务此时达到顶点，情况就是如此。因此，金融实体会遭受投资损失，降低了其贷款能力，并在总体上对支出造成负面影响。秘鲁不会发生这样的事情，因为不管住房是否被取消赎回权，对金融系统的义务仍然存在（贷款金额和财产价值之间的差异）。最后，银行实体在其投资组合中保持适度比例的建筑相关财产。

然而，对形势应严密监控。中央银行一直在这样做，因为这些价格突然调整将影响建筑等主要部门的活力，并进而影响就业率。

⁵ Cubeddu, Tovar and Tsounta (2012) “拉美：建筑脆弱性？” IMF工作文件 2012/193，国际货币基金组织

图 25
大城市利马和卡亚俄每m2价格（美元）



来源：CAPECO 和 BBVA Research 秘鲁

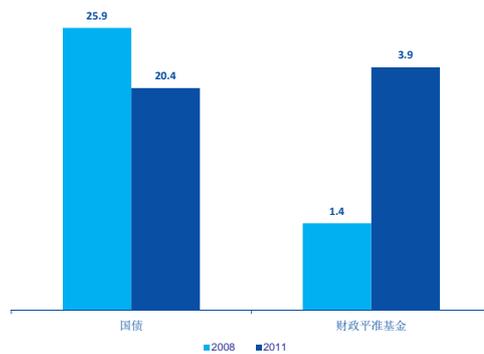
8. 欧洲仍是主要风险因素

我们在最近报告中指出，秘鲁经济的主要风险因素是欧洲。关于银行和财政联盟协议达成的及时性仍有很大不确定性，期间可能发生“意外事故”，如一国决定退出欧元区或ESM或ECB未能干预债券市场。在这种情况下，全球财政压力将大幅增长，并对世界其它国家和秘鲁造成重大影响。

对本地的影响将通过三种渠道被感受到。首先，全球风险规避的大规模增长将反映在本地风险溢价的提高上，使得融资成本更高、资金流入减少以及汇率压力增大（本地货币贬值）。其次，商品价格和外部需求将下降。最后，商业和消费者信心将下降。个人投资将是受影响最严重的支出部分，我们在2008-2009年危机中也看到这种情况。

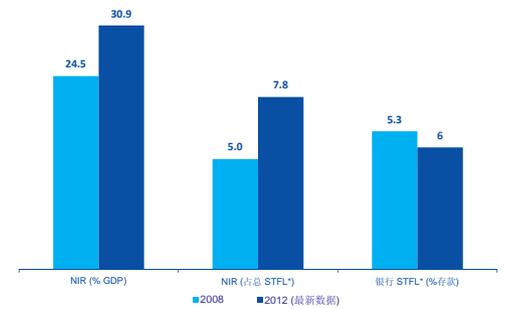
尽管对本地活动的影响巨大，但秘鲁经济具有缓解这种影响的财政和货币实力。在财政方面，除了评估过剩（2012年1.1%盈余），政府的稳定基金具有相当于3.9% GDP的资金（参见图25）。这使其能够执行反周期政策，并限制通过金融市场获得资金的需求，这在风险规避和流动资金需求增大的情况下相当重要。

图 26
财政脆弱性指标
(% GDP)



来源：BCRP 和 BBVA Research 秘鲁

图 27
外部脆弱性指标



来源：BCRP 和 BBVA Research 秘鲁

在货币政策方面，限制信贷链断裂风险、抑制本地货币突然贬值以及刺激私营部门需求仍有一定空间。首先，银行系统持有中央银行发行的550多亿PEN（210亿美元，或约42%未偿贷款）资产，这可用于回购或外币互惠信贷交易。银行的PEN准备金要求也可能下降。另外，如果银行在其短期外债（30亿美元）延期方面遇到问题，目前较高的外币法定准备金比率可能下降（平均外币法定准备金比率约为外币存款和债务的40%）。

在风险预测中，中央银行还必须避免本地货币突然贬值，以抑制其负面影响。为此，它可利用其超过580亿美元的净国际储备（相当于31% GDP）（参见图14），发行外汇相关债券，在以前波动性时就是这样做的。

最后，降低利率（目前为4.25%）和支持个人支出仍有一定空间。尽管通货膨胀目前高于目标，但其未来趋势将下调，因此，中央银行将有在外部冲击时优先稳定经济活动的空间。

在该预测中，增长率在 2012 年仅受到轻微影响，并对 2013 年产生适度影响，于 2014 年开始复苏。公共部门和对外部门账户自然会出现暂时性走弱，但将是可控的。财政刺激措施以及经济活动下滑和出口价格下降造成的税收减少将引发财政赤字。这样，政府债务与 GDP 比率的下降趋势将被暂时中断，并在全球条件开始改善后立即恢复。由于进口下降的综合效应以及采矿公司贸易支付差额经常账户的较低利润将比出口增长下降造成的影响更大，境外账户也将趋于减缓。

9. 表格

表 2

年度宏观预测

	2010	2011	2012	2013
GDP (同比 %)	8.8	6.9		
通胀 (同比 %, 期终)	2.1	4.7		
汇率 (兑美元, 期终)	2.82	2.70		
货币政策利率 (% , 期终)	3.00	4.25		
私人消费 (同比 %)	6.0	6.4		
公共消费 (同比 %)	10.0	4.8		
投资 (同比 %)	23.2	5.1		
财政平衡 (% GDP)	-0.3	1.9	1.1	1.0
经常账户 (% GDP)	-2.5	-1.9	-2.5	-2.8

来源: BBVA 秘鲁研究部

表 3

季度宏观预测

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
GDP (同比 %)	8.8	6.9	6.7	5.5	6.0							
通胀 (同比 %, 期终)	2.7	2.9	3.7	4.7	4.2							
汇率 (兑美元, 期终)	2.78	2.76	2.75	2.70	2.67							
货币政策利率 (% , 期终)	3.75	4.25	4.25	4.25	4.25							

来源: BBVA 秘鲁研究部

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上有限,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/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.

本报告由秘鲁单位提供

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
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.com

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@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero (i)
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@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
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@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
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.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.rodriquez@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com