

秘鲁

# 经济展望

2010年第四季度

经济分析

- 私部门支出复苏势头强劲，尤其是投资，2010年经济产出增长或将高于预期。在这种背景下，我们今年的GDP预测已从6,8%上调至8,5%。
- 财政刺激和存货再建对经济增长的短期拉动作用将逐渐减少。因此，预计2011年经济增长将主要由私部门投资和消费拉动，从中期来看，年增速将为6%（接近其经济增长潜力）。这一趋势与经常项目赤字的适度增长相符，而该赤字的融资来自国外直接投资。
- 通胀水平超过预期，使得央行推迟退出货币刺激政策，政策利率维持在3%。这缓解了汇率的压力。央行采取了严厉措施抑制以本币进一步升值，包括规定存款准备金来控制信贷增长。
- 秘鲁将在2011年一季度重新开始收紧货币。我们预计这将是一个渐进的过程，因为GDP增速将接近其经济增长的潜在水平且随着存款准备金要求的提高政府已做出了部分必要的调整。
- 现在距总统大选还有6个月，投票倾向继续有利于当前经济模式的延续。然而，通常随着大选日期的临近都会出现越来越多的政治杂音，可能会导致金融变量出现一些其他的临时波动。



## 目录

1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面.....	3
2. 秘鲁: 内需拉动经济增长.....	5
3. 资本流入导致货币政策收紧.....	7
4. 2011年起信贷增速略有放缓.....	8
5. 投票倾向继续有利于政治和经济的连续性.....	9
6. 秘鲁经济已准备好应对全球环境恶化.....	9
7. 附表.....	10

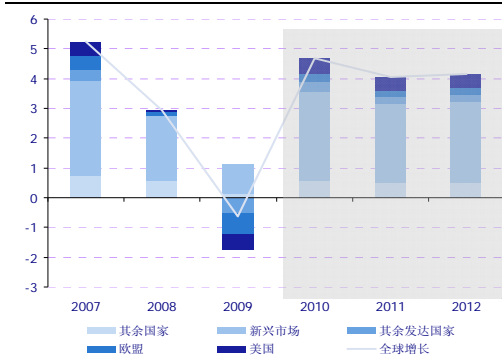
# 1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面

**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）。

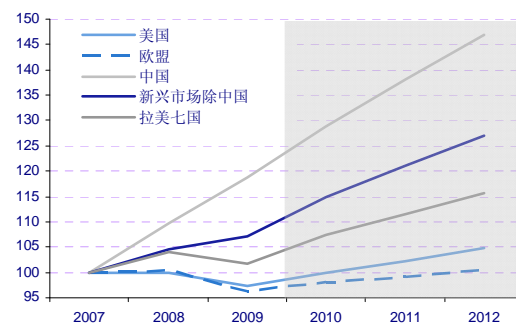
但这两个不同的群体内部各国家之间还存在重大的政策上的差异。相对于欧洲（和大多数其他国家）而言，美国的宽松货币力度更大，导致美元对欧元贬值，使欧洲的经济复苏复杂化。而在新兴经济体，亚洲和拉丁美洲国家采取的不同汇率政策迫使后者（和欧元一起）承受着由美国新一轮货币宽松引起的货币的大幅升值。

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。

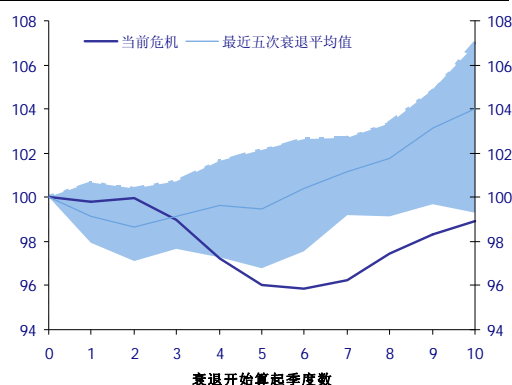
### 尽管系统性风险已低于夏季前的水平, 市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持信心的关键, 且不会在短期对经济增长产生重大负面影响

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

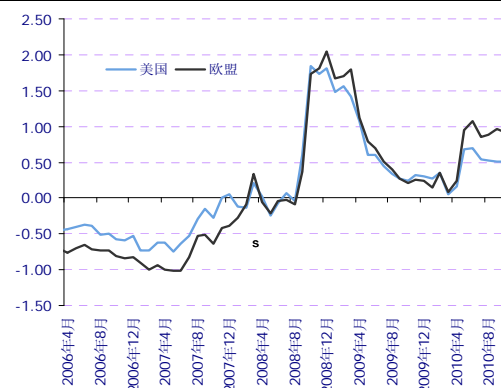


来源: BBVA Research 和 NBER

\* 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. 秘鲁：内需拉动经济增长

由于私人支出的强势复苏和财政刺激政策及存货重建过程的推动作用，2010年经济增长将达8.5%左右。

尽管国外环境存在很多的不确定性，今年到目前为止秘鲁经济却出现了很强的周期性上升。这主要是受私人支出强势复苏的支撑，尤其是固定投资总额随着企业信心高涨和各行业（尤其是采矿、基础设施和制造业，其项目占总量的60%以上）项目的复苏和动工大幅增长。由于就业的加速增长和消费信心指数的上升（6月以来一直处于乐观区间），私人消费支出的增速也自今年下半年起有所加快。

有两个因素为2010年经济增长提供了额外的助推力。第一是经济刺激计划（西班牙语缩写为PEE）相关的政府支出的增加。该计划于2009年年初宣布且计划实施期限超过两年。由于对高速路和首都利马城市交通系统升级项目的持续投资，今年上半年公共支出增长迅速。第二个因素是存货的重建。考虑到去年存货缩减的幅度、国内需求的大小以及我们目前所见的向好的商业预期，预计年内存货重建的势头还会更加强劲。

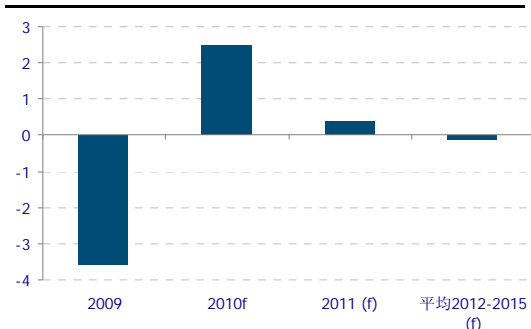
这些因素在今年前三季度对经济增长的贡献超过了此前的预期。因此，我们将2010年秘鲁经济增长的预测从6.8%（6月）上调到了8.5%（10月），预计产量缺口会在年底消除。

### 国内需求将成为未来几年经济增长的主要支撑

今年对经济增长起到短期推动作用的因素将会在明年逐渐淡出。随着财政刺激计划中主要基础设施项目的完工（应该会发生在2011年上半年）和今年10月大选过后地区和地方政权的移交（2011年1月），政府支出将会减少。同时，我们认为存货会在2011年上半年最终达到其目标水平，这意味着其在2011年对经济增长的贡献不会很大（图5）。

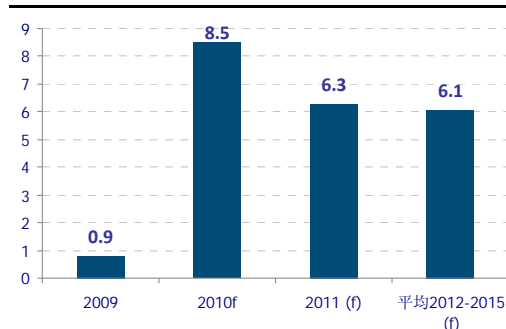
因此，经济增长将会在明年逐渐放缓，达到可持续的增长水平（约为6.0%）并贯穿整个预测期间（图6）。在世界主要经济体增长疲软的背景下，国内需求将成为经济的主要驱动力。

图5  
库存变化对GDP增长贡献率（%）



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

图6  
GDP(同比变化)



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

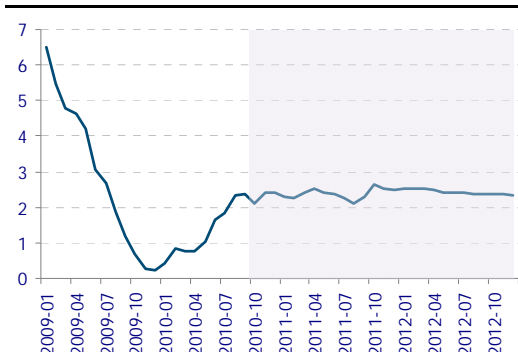
### 通胀压力维持在可控水平

尽管经济增长强劲，通胀水平依然处于可控水平。10月份总体通胀和基本通胀双双站上了2.1%，逼近央行设定的目标水平（2.0%，+/-1个百分点）。上两个月，部分非贸易农产品价格出现了比今年上半年还要大幅度的跳水，促使通胀出现下滑。因此，我们将今年的通胀预期从2.9%下调到了2.4%（图7）。

未来几个月，随着GDP增长逐渐放缓至其潜在增长水平，物价的需求压力风险将有所下降（图8）。本币的升值将限制进口商品（最终产品和半成品）价格的上涨。另一方面，国际食品价格上涨的地方性

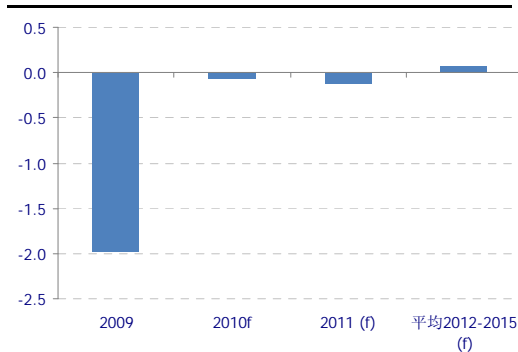
影响可能波及最终消费者价格，因此，在经济增长强劲的背景下，这意味着通胀风险可能加大。总的来说，我们预计 2011 年的通胀压力将维持在央行设定的目标区间以内。

图7  
通货膨胀（年同比变化）



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

图8  
产出缺口（占潜在GDP增长百分比，%）

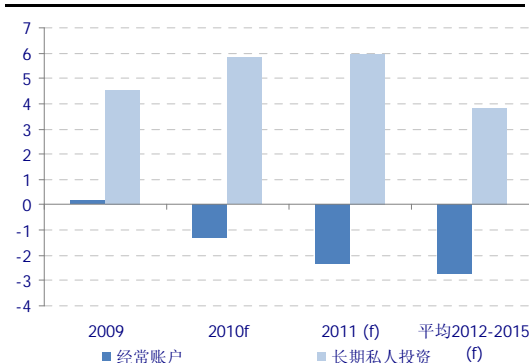


来源：BCRP 以及 BBVA 研究

未来几年秘鲁国际收支和财政平衡状况良好

国际收支方面，预计未来几年的经常项目赤字将会维持在适度水平，仅超过 GDP 的 2%（图 9）。这部分赤字将通过约占 GDP 4% 的长期国外资本流入来融资，主要是采矿项目相关的国外直接投资。这些项目将大大提高该国的生产力水平，其中以铜为主（表 1）。

图9  
经常账户以及长期个人资本流入  
(占GDP百分比，%)



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

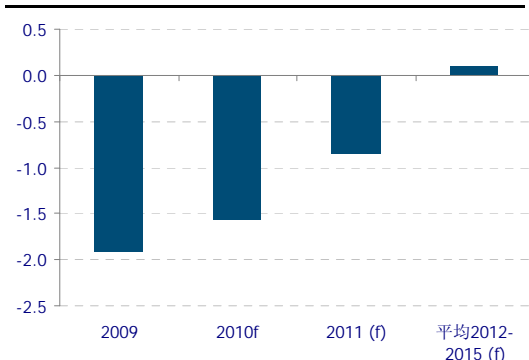
表1  
投资于铜矿开采的主要项目，  
于2011-14年间投入运行

项目	投资， 百万美元	潜在铜矿产量 每年，千吨
Las Bambas	4,200	250
Quellaveco	3,000	225
Toromocho	2,200	275
Antapaccay	1,500	150
Río Blanco	1,440	190
Antamina (extension)	1,100	175
Cerro Verde (extension)	1,000	n.a.
Tía María	950	120
<b>TOTAL</b>	<b>15,390</b>	<b>1,385</b>

来源：BBVA 研究

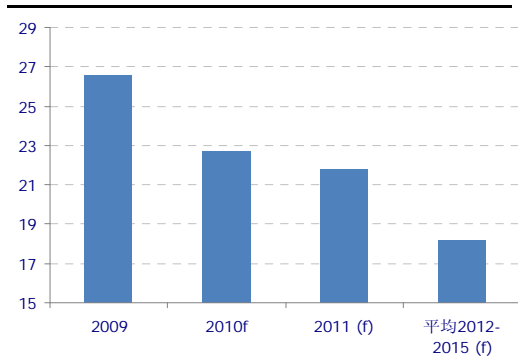
随着税收收入的回升和财政刺激计划的结束，预计财政平衡会在中期内逐渐上升，可能仅有小额赤字甚至在预测期间末时实现财政盈余（图 10）。政府的债务对 GDP 的比率将会从 2009 年的 26.6% 下降至 2015 年的 16.3%（图 11）。这可能会使秘鲁的资信评级上调。

图10  
财政收支（占GDP百分比，%）



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

图11  
总体公共赤字（占GDP百分比，%）



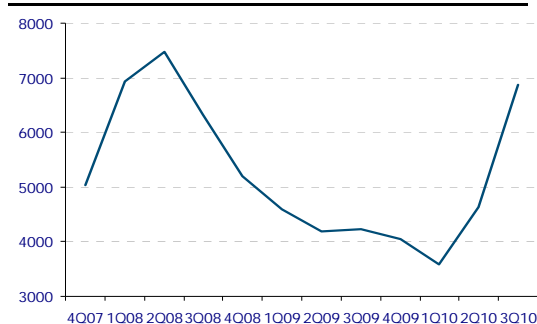
来源：BCRP 以及 BBVA 研究

### 3. 资本流入导致货币政策收紧

私部门支出增长导致经济超速增长，催生了市场的大幅加息预期。因此，国内收益率和外国利率的差距将扩大。这导致了短期资本流入的增加，并加大了本币加速升值的压力（同样加大了货币升值压力的还有物价的上涨和国外直接投资的流入）。而当时对美联储可能自 11 月起实行二次量化宽松的预期更是加剧了这一趋势。国外投资者的主权债券（本币）持有量（图 12）和银行的远期外汇头寸（图 13）均大幅增加。受这两方面因素的影响，三季度汇率的压力为 27 亿美元（相当于同一时期央行外汇干预金额的一半）。此外，还有来自存款去美元化的压力，约为 9 亿美元。同样值得一提的是，今年上半年短期私人资本流入总额达 11 亿美元，相当于长期私人资本流入的三分之一。

图12

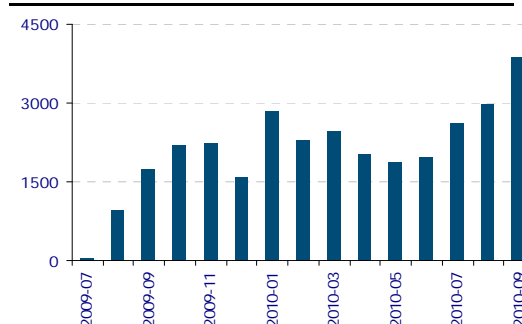
国债：国外投资者持有量（索尔，百万）



来源：MEF

图13

非交割远期银行净余额（美元，百万）



来源：BCRP

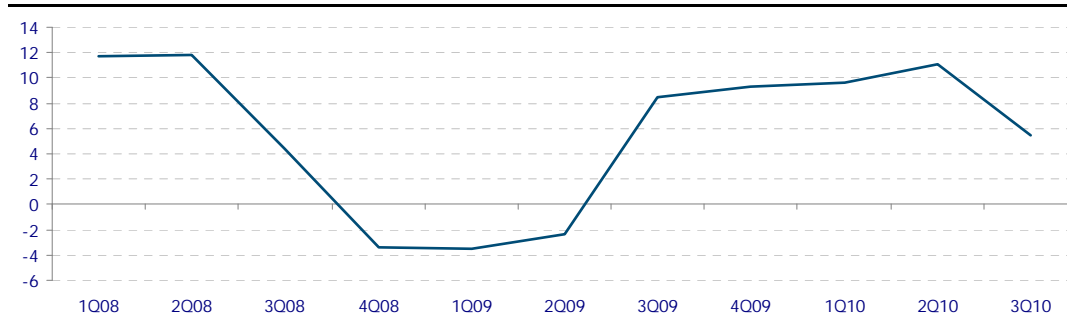
短期资本的大量流入和本币的突然升值导致了相关风险的产生。前者可能导致流动性和信贷的无序增长，引发资产价格泡沫。而本币的加速走强则可能难以被外贸部门消化。此外，两个因素（资本流入和货币升值）合力造成了外币信贷的增长和经济组织资产负债表的不当货币搭配。因此，可能的资本流出和本币贬值将损害其清偿能力并放大商业周期。

当局已着手控制这些风险。尤其是秘鲁央行近期上调了法定存款准备金以打击银行对海外的短期借款行为（资本流入）和远期外汇市场对本币的做多行为。并通过对在外汇市场购买美元抑制本币升值。今年截至目前的购买总额达 90 亿美元，相当于 GDP 的 6%，估计对冲成本在 1.2 亿美元左右（约为央行资产的 0.3% 并超过了其净值的 8%）。考虑到货币对冲工具（存款和银行或公共部门的定期存款）将产生利率为 3% 的利息支出，而国际储备的收益率可能会低于这一水平（例如，当前美国 10 年期国债的利率为 2.50%），未来该项成本可能会更高。

总的说来，我们预计秘鲁的政策利率会暂时稳定在 3.0% 的水平。这是基于两方面的原因。首先，经济活动和物价趋势的最新数据为央行集中力量抑制资本流入提供了一定空间。这样一来，尽管 GDP 同比增幅依然较大（预计三季度约为 9%），但季节因素调整后的季度环比增幅已趋于温和（图 14）：截至今年二季度一直保持上升趋势（二季度时超过了 10% 的水平），三季度时增速下滑至 6% 左右，更符合其经济的潜在增长水平。因此，短期内的经济过热风险有所减少。照此下去，剔除食品和能源因素后的通胀仍处于相对可控的水平，约为 1.1%，而在过去两个月里总体通胀也有所放缓，目前为 2.1%。其次，法定存款准备金率的上调之后本、外币政策利率紧跟着也上调，因此减少了再采取其他常规工具的必要性。

图14

GDP (季环比，年率，%)

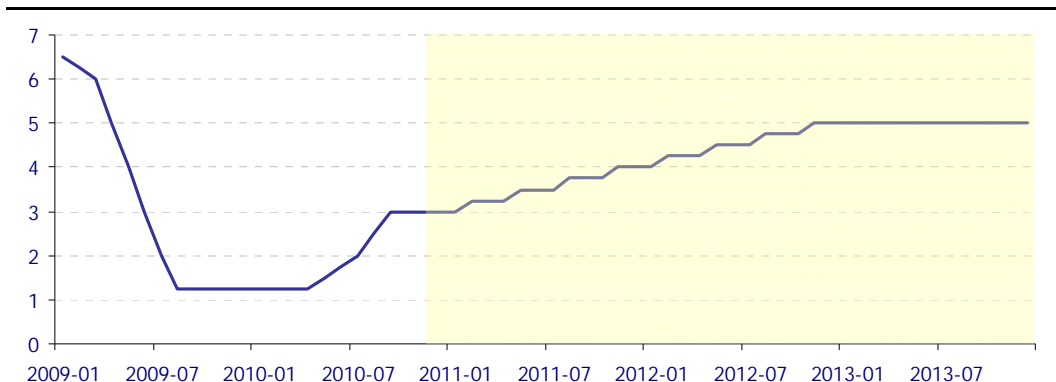


来源：BBVA 研究

此外，我们还预计 2011 年货币政策态势会通过上调政策利率回到政策水平，这将是一个渐进的过程，政策利率将在当年底达到 4%（图 15）。法定存款准备金率仍将维持在高位，如有必要，甚至可能会进一步上调。

图15

## 政策利率 (%)



来源：BCRP 以及 BBVA 研究

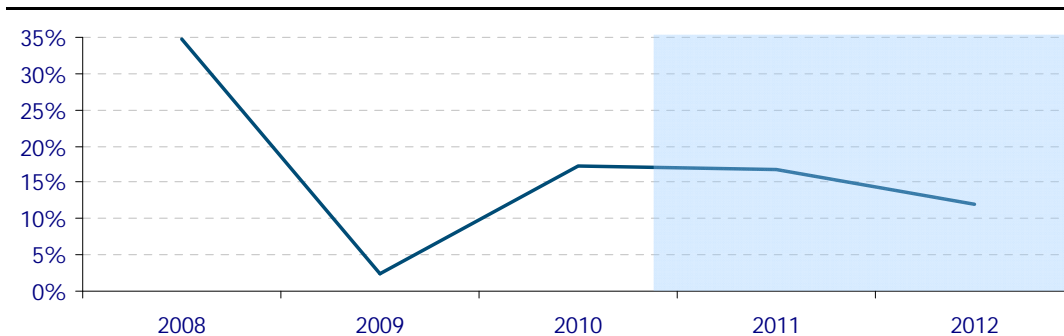
最后，秘鲁央行和金融主管机关通常会继续协调宏观审慎措施，以打击资本流入并缓解本币的升值压力。资本流入的增加和升值压力的加大主要通过三个渠道：远期外汇市场，非金融类企业部门的海外直接借款和外国投资者的国债购买行为。针对第一种情况，秘鲁金融监管机构（SBS）很快就会设定银行从事衍生品交易净差额的上限，并会下调对其做多外汇的限制。针对第二种情况，可以保证在非金融类企业想直接向海外借款时秘鲁银行能够对其发放贷款且其成本有所增加。之所以有人呼吁这种融资方式，是因为外币存款准备金提高推升了本地的美元利率。最后，我们不排除在极端情况下秘鲁政府可能对国外投资者购买国内资产进行征税的可能性。

## 4. 2011 年起信贷增速略有放缓

从 2011 年开始，银行贷款将继续保持同比两位数的增速，但与 2010 年末的增速相比（当前银行信贷复苏强劲，增速超过 17%）会有小幅下滑。这主要与两个因素有关：1）预计今后几年里对国内需求的控制将减少企业和居民的贷款需求；2）更加中立的财政政策态势将导致贷款利率上升。在后一点上，值得一提的是今年 6-10 月的法定存款准备金的上调幅度（从 6.0% 上调到了 9.0%）相当于银行贷款利率累计上调 75 个基点，因此维持了其利润。此外，本、外币的边际和平均存款准备金要求上调将会限制信贷，尤其是为对外贸易提供融资的信贷的增长。

图16

## 银行系统对私人贷款 (%同比变化)



来源：SBS 以及 BBVA 研究

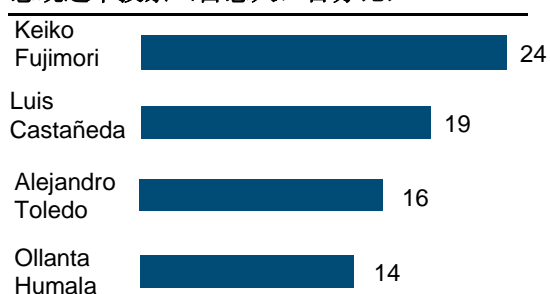
未来几年的信贷增长将伴随着相对稳定的不良贷款率，约占信贷总额的 1.7%。即使是在全球经济危机期间，金融机构奉行的良好的风险管理政策也能为这一预期提供支撑。2011-2012 年间信贷的平均年度增速约为 14%（图 16），银行仍然能够获得稳定的收益，到 2013 年底金融中介费用收入将约为 GDP 的 35%（2010 年底为 29%）。



## 5. 投票倾向继续有利于政治和经济的连续性

最新的城乡选举民调显示，对于 2011 年 4 月的总体选举，投票者们普遍倾向于延续当前实施的经济政策。民调领先的候选人中，大体支持这些政策（Fujimori、Castañeda 和 Toledo）的提议占到了投票者意愿的 60%。这些政策受到了低收入家庭的支持（图 17），这在过去的选举中是前所未有的。这一现象可能与近年来贫困和不公平现象的减少，以及民众享有的经济增长带来的福利得到了提升有关。因此，对 2011 年大选结果的担忧趋于温和，私人投资得以继续保持高速增长，劳动雇佣前景也将有所好转（对私人消费产生积极影响）。

图17  
总统选举投票（占总人口百分比）



来源: Ipsos Apoyo, 2010 年 9 月

图18  
选票按社会经济水平划分 (%)

	A*	B	C	D	E
Keiko Fujimori	13	16	23	28	26
Luis Castaneda	31	28	27	17	10
Alejandro Toledo	22	19	15	15	17
Ollanta Humala	2	5	11	13	21

A 为最高水平; 来源: Ipsos Apoyo, 2010 年 9 月

然而，像往常一样，随着大选日期的临近，总统竞选也将日益激烈。首先，各主要政营间将完成结盟谈判。其次，左翼政党在首都利马市政府选举中获胜和地方团体在地区选举中的胜利（都在 10 月）为他们提供了参选平台。这样一来，投票倾向可能会在未来几个月里突然转移，这将导致金融变量（尤其是汇率）出现短暂的大幅波动，并可能导致部门投资决定取消。

## 6. 秘鲁经济已准备好应对全球环境恶化

当前对发达经济体周期性和金融问题的担忧是我们秘鲁经济增长预测的主要外部风险因素。如果发生这种情况，国外需求将会收缩，导致商品价格下跌、全球风险厌恶情绪上升。这些影响还会在 2011 年和 2012 年表现得更为强烈。

因此，居民和企业将会更趋谨慎。此外国内和国外的利率也会上涨。当私人投资和存货出现大幅收缩时，两方面的因素将会使私人支出的增长放缓，但鉴于此次外部的负面冲击会更加温和且存货没有太多进一步重大调整的空间，放缓的幅度不会像 2009 年那样大。国外需求下滑（美国和欧洲占秘鲁约 35% 左右的出口）将使出口减少。

公共部门将在 2011 和 2012 年加大对经济增长的支持力度，加之财政收入的减少，意味着财政状况将暂时恶化，约达 GDP 的 3%。该财政刺激计划（GDP 的 1.6%）规模比 2009/10 年度的财政刺激计划规模要小，部分原因在于与国外需求相比国内私人支出的放缓速度更趋温和，若政府支出过高会使经常项目赤字进一步恶化，这在全球风险厌恶情绪高涨时期极为危险。央行会将政策利率维持在下调后的水平并会降低存款准备金要求，为银行提供流动资金并抑制汇率的上行压力，同时还将辅以外汇干预措施。这些措施将使金融系统得以更好地吸收经济组织的资产重组（加大美元化的力度，远期外汇市场做多美元）。

在这种情况下，未来两年内秘鲁国内经济年增速将在 3% 左右，约低于我们基准预测值 3 个百分点，并应该会自 2013 年起随着全球环境的改善逐步恢复到其经济增长的潜在水平。

## 7. 附表

Table 3

**Peru: quarterly macroeconomic forecasts**

	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 (% yoy)	1.9	-1.2	-0.6	3.4	6.1	10.1	8.9	8.7	7.3	5.8	6.0	6.2
Inflation (% yoy, average)	5.6	4.0	1.9	0.4	0.7	1.2	2.2	2.3	2.3	2.4	2.2	2.6
Exchange rate against USD (average)	3.19	3.02	2.96	2.88	2.85	2.84	2.81	2.78	2.79	2.79	2.78	2.74
Interest rate (% , average)	6.25	4.00	1.50	1.25	1.25	1.50	2.50	3.00	3.17	3.42	3.67	3.92

Source: BCRP and BBVA Research Peru

Table 4

**Peru: annual macroeconomic forecasts**

	2009	2010	2011	2012
GDP (yoy % change)	0.9	8.5	6.3	6.3
Inflation (% , yoy, average)	2.9	1.6	2.4	2.4
Exchange rate against USD (average)	3.0	2.8	2.8	2.7
Interest rate (% , average)	3.3	2.1	3.5	4.5
Private consumption (yoy % change)	2.4	5.8	5.3	5.2
Public consumption (yoy % change)	16.5	7.7	4.0	4.0
Investment (yoy % change)	-8.6	20.7	12.0	11.2
Fiscal balance (% GDP)	-1.9	-1.6	-0.9	-0.4
Current account (% GDP)	0.2	-1.3	-2.3	-2.6

Source: BCRP and BBVA Research Peru

## 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 Governance)，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 Asia Unit of the Emerging Markets team

*Chief Economist for South America*

**Joaquín Vial**

+562 351 1200

[jvial@bbvaprovida.cl](mailto:jvial@bbvaprovida.cl)

*Chief Economist for Peru*

**Hugo Perea**

+51 1 2112042

[hperea@grupobbva.com.pe](mailto:hperea@grupobbva.com.pe)

**Francisco Grippa**

+51 1 2111035

[fgrippa@grupobbva.com.pe](mailto:fgrippa@grupobbva.com.pe)

**María Cecilia Deza**

+51 1 2111548

[mdeza@grupobbva.com.pe](mailto:mdeza@grupobbva.com.pe)

**Rosario Sánchez**

+51 1 2112015

[rdpsanchez@grupobbva.com.pe](mailto:rdpsanchez@grupobbva.com.pe)

**Jasmina Bjeletic**

+51 1 4142518

[jbjeletic@grupobbva.com.pe](mailto:jbjeletic@grupobbva.com.pe)

**Isaac Foinquinos**

+51 1 2111649

[ifoinquinos@grupobbva.com.pe](mailto:ifoinquinos@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](mailto:teresa.ledo@grupobbva.com)

Financial Scenarios

**Daniel Navia**

[daniel.navia@grupobbva.com](mailto:daniel.navia@grupobbva.com)

Financial Systems

**Ana Rubio**

[arubiog@grupobbva.com](mailto:arubiog@grupobbva.com)

Regulatory Affairs

Economic Scenarios

*Spain and Europe:*

**Rafael Doménech**

[r.domenech@grupobbva.com](mailto:r.domenech@grupobbva.com)

Spain

**Miguel Cardoso**

[miguel.cardoso@grupobbva.com](mailto:miguel.cardoso@grupobbva.com)

Europe

**Miguel Jiménez**

[mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

*Emerging Markets:*

**Alicia García-Herrero**

[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

Cross-Country Emerging Markets

Analysis

**Sonsoles Castillo**

[s.castillo@grupobbva.com](mailto:s.castillo@grupobbva.com)

Pensions

**David Tuesta**

[david.tuesta@grupobbva.com](mailto:david.tuesta@grupobbva.com)

Asia

**Stephen Schwartz**

[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

South America

**Joaquín Vial**

[jvial@bbva.cl](mailto:jvial@bbva.cl)

Argentina

**Gloria Sorensen**

[gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

Chile

**Alejandro Puente**

[apuente@grupobbva.cl](mailto:apuente@grupobbva.cl)

Colombia

**Juana Téllez**

[juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Peru

**Hugo Perea**

[hperea@grupobbva.com.pe](mailto:hperea@grupobbva.com.pe)

Venezuela

**Oswaldo López**

[oswaldo\\_lopez@provincial.com](mailto:oswaldo_lopez@provincial.com)

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**

[ant.pulido@grupobbva.com](mailto:ant.pulido@grupobbva.com)

Equity and Credit

**Ana Munera**

[ana.munera@grupobbva.com](mailto:ana.munera@grupobbva.com)

Interest Rates, Currencies and

Commodities

**Luis Enrique Rodríguez**

[luisen.rodriquez@grupobbva.com](mailto:luisen.rodriquez@grupobbva.com)

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

[henrik.lumholdt@grupobbva.com](mailto:henrik.lumholdt@grupobbva.com)

*United States and Mexico:*

**Jorge Sicilia**

[j.sicilia@bbva.bancomer.com](mailto:j.sicilia@bbva.bancomer.com)

United States

**Nathaniel Karp**

[nathaniel.karp@bbvacompass.com](mailto:nathaniel.karp@bbvacompass.com)

Mexico

**Adolfo Albo**

[a.albo@bbva.bancomer.com](mailto:a.albo@bbva.bancomer.com)

Macro Analysis Mexico

**Julián Cubero**

[juan.cubero@bbva.bancomer.com](mailto:juan.cubero@bbva.bancomer.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

[researchasia@bbva.com.hk](mailto:researchasia@bbva.com.hk)

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese