

4. juli 2011

Økonomisk analyse af Brasilien 2. kvartal 2011

KONTAKT:

Exact Invest A/S

info@exactinvest.dk

+45 70 22 87 77

Research & Analyse

Søren Møller-Larsson

sml@exactinvest.dk

INFORMATION:

www.exactinvest.dk

RESUMÉ:

- I første kvartal af 2011 voksede økonomien med bæredygtige 4,2 % sammenlignet med samme periode året før. Delstaten Ceará præsterer, med en BNP-vækst på 4,7 % å/å i første kvartal, endnu engang et positivt bidrag til landsgennemsnittet.
- I april måned steg detailsalget således med 10 % å/å og detailsektoren viser fortsat stærk vækst i 2011.
- Inflationen er i maj måned 6,56 % å/å, hvilket er højere end centralbankens mål på 4,5 % +/- 2 %-point, som følge af fødevarer- og oliepristinger, samt stærk indenlandsk efterspørgsel.
- Regeringen og centralbanken har kørt parløb i forsøget på at dæmpe den stærke økonomiske vækst. Central Banken har senest d. 8. juni hævet renten til 12,25 % p.a.
- Arbejdsløsheden er stabilt lav og måles i maj til 6,4 %, mens den installerede kapacitet fortsat er tilstrækkelig til at lade økonomien operere på et højt niveau. En decideret afkøling af økonomien er stadig undervejs.
- Både Moody's og Fitch har hævet Brasiliens kreditvurdering.

Nøgletal

Data og konsensusforventninger	2011	2012
BNP vækst	4,0 %	4,1 %
Arbejdsløshed (maj)	6,4 %	-
Offentlig gæld/BNP (apr.)	39,8 %	38,0 %
Inflation (IPCA p.a. end of year)	6,56 %	5,3 %
Renten (SELIC p.a end of year)	12,25 %	-
Valutakurs (DKK/BRL) (4. juli)	3,28	-
Betalingsbalance/BNP (maj)	- 2,26 %	-
INCC byggeprisindeks (sidste 12m, maj)	8,52 %	-

Dette materiale må på ingen måde videredistribueres uden forudgående aftale med Exact Invest A/S.

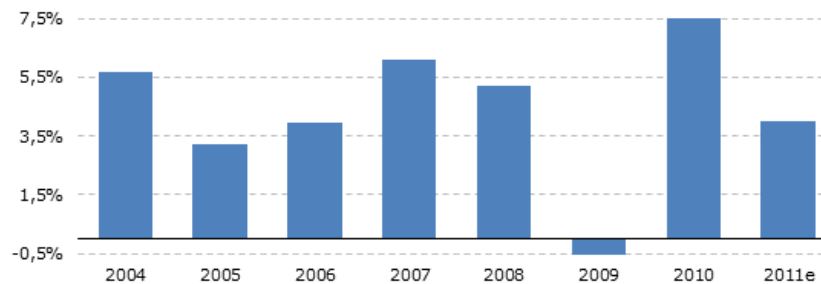
BNP

Efter det rekordsættende vækst-år, 2010, fortsætter økonomien i 2011 med en mere moderat BNP-vækst. I første kvartal af 2011 voksede økonomien med bæredygtige 4,2 % sammenlignet med samme periode året forinden og en smule lavere end de forventede 4,5 %. Delstaten Ceará præsterer, med en BNP-vækst på 4,7 % å/å i første kvartal, endnu engang et positivt bidrag til landsgennemsnittet. Væksten må stadig betegnes som stærk, og en reel afkøling af økonomien er stadig undervejs.



Ovenpå svag høst i sidste kvartal af 2010 ledes væksten i indeværende år primært af stærk fremgang i landbruget, mens også industrien klarede sig godt i første kvartal. Samtidig klarer eksporten sig stadig godt og er vokset med 32 % å/å i maj måned.

Figur 1: BNP-vækst og forventet BNP-vækst, procent p.a.



Kilde: Banco Central do Brasil (BCB)

Konsensusforventningerne til BNP-væksten i 2011 er 4 %

Mere afdæmpet vækst og politiske indgreb for at nedbringe landets stærke efterspørgsel betyder, at konsensusforventningerne til BNP-væksten i 2011 nedjusteres fra 4,5 % til 4 %.

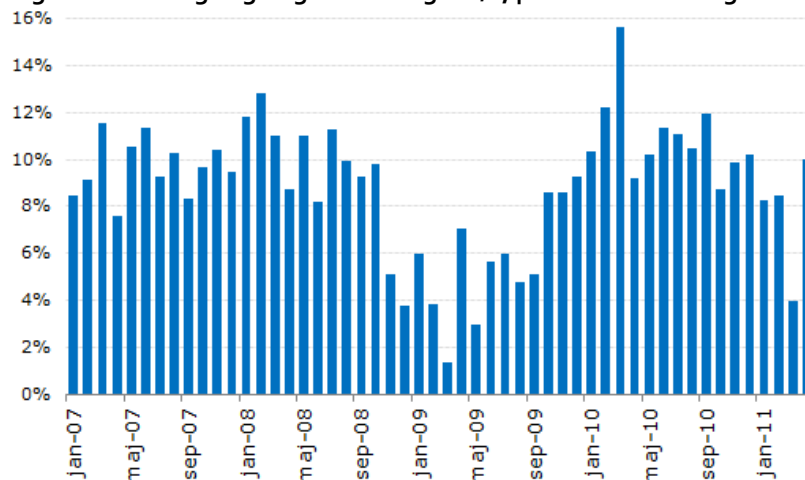
Forsat stærk efterspørgsel

Som beskrevet i flere af Exact Invest A/S' tidligere økonomiske analyser har økonomien kørt på højtryk det sidste års tid hovedsageligt på baggrund af en fortsat særdeles solid indenlandsk efterspørgsel.

Forbrugerne i detailsektoren tegner fortsat billedet for den rivende udvikling i den brasilianske velstand. I april måned steg detailsalget således

med 10 % å/å, mens den gennemsnitlige stigning å/å i første kvartal lå på 6,9 %.

Figur 2: Månedlig stigning i detailsalget å/å, procentvis ændring.



Kilde: BCB og IBGE

Det er værd at bemærke at det sæsonkorrigerede detailsalg falder svagt, for første gang i over et år, med 0,2 % m/m, hvilket kan indikere at økonomien er på vej ind i mere bæredygtig udvikling.



Den stærke efterspørgsel er fortsat med til at udskyde en egentlig afmatning af økonomien, og Exact Invest A/S forventer også fortsat en solid vækst i privatforbruget.

Inflation

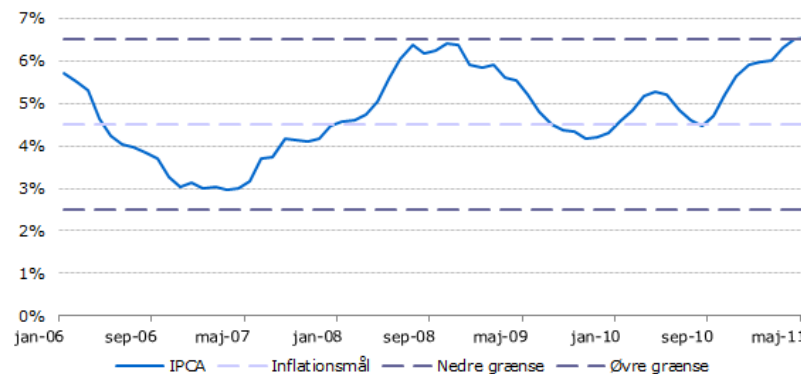
Hvor mediedækningen i 2010 ofte handlede om valutaens udvikling, handler 2011 nu ligeså meget om inflationens udvikling.

Forårsaget af kraftige prisstigninger på fødevarer, brændstof og olie på verdensplan og fortsat stærk indenlandsk efterspørgsel i Brasilien, er inflationsindekset (IPCA) måned for måned fra oktober til april steget med gennemsnitlige 0,77 %. Dette har, som det fremgår af figur 3, accelereret den årlige akkumulerede inflation, således at den i april akkurat nåede den øvre grænse på 6,5 %. Banco Central do Brasil (BCB) er knyttet

I april måned steg detail-
salget med 10 % å/å

til at bevare inflationen indenfor +/- 2 % af det erklærede inflationsmål på 4,5 %. Lykkes dette ikke er BCB-direktøren forpligtet til offentligt at forklare afvigelsen og udarbejde en plan for snarlig nedbringelse.

Figur 3: Inflation – IPCA, procent p.a.



Den årlige akkumulerede inflation er i maj måned 6,56 %

Kilde: IBGE

Gode nyheder var derfor velkomne i maj måned, da inflationen steg noget lavere med 0,47 % m/m, og den årlige akkumulerede inflationen var i maj måned 6,56 %. I maj måned stod prisgruppen 'transport' for et decideret negativt bidrag til inflationen, hvori undergrupperne 'benzin' og 'ethanol' tidligere har oplevet voldsomme stigninger, registrerede man i maj store prisfald i disse to. Prisen på ethanol, som også iblandes benzinen i Brasilien, var i april steget med 30 % siden januar på grund af en svag høst sidste år. Siden høsten gik ind i år er prisen i maj faldet med 11,3 %. Samtidig er prisen på råolie faldet med omtrent 17 % siden starten af maj.



Faldende inflation kan fortsat forventes i de kommende måneder, blandt andet som følge af regeringens og centralbankens tiltag. Da den årlige akkumulerede inflation medtager de seneste 12 måneders målinger, ventes at stige lidt endnu, fordi inflationen i sommermånederne sidste år var næsten lig med nul.

Finans- og pengepolitiske tiltag

Regeringen og BCB har kørt parløb i forsøget på at dæmpe den heftige økonomiske vækst, der var kendetegnede for året 2010. Politikkerne kan, efter indsættelserne af præsident Dilma Rousseff og den ny BCB-direktør Alexandre Tombini ved indgangen til 2011, bedst beskrives som 'efter-

spørgsels-management' ovenpå en uhenigtsmæssig udvikling i inflationen gennem de sidste 8-9 måneder.

Regeringen har, som beskrevet i Exact Invest A/S forrige analyse, skåret 30 milliarder USD af de offentlige budgetter og nedsat minimum-lønstigningstakten i 2011. Denne afdæmpning har været nødvendigt efter en længere periode med omfattende økonomisk stimuli ovenpå finanskrisen og frem til præsidentvalget 2010.

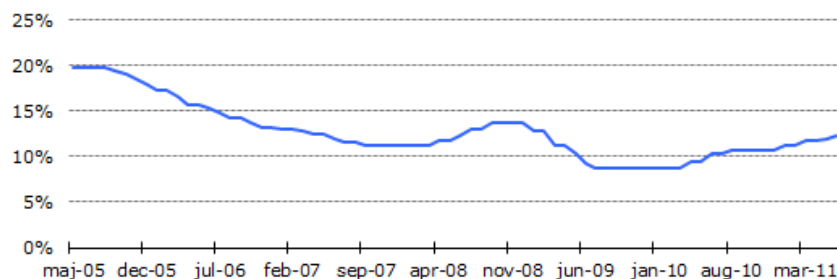
Ydermere har regeringen indført 6 % skat på billigere internationale obligationer (dvs. med lavere rente) med en løbetid på under et år, da sådanne ikke opfattes som låntagning til langsigtet investering. Ydermere er den årlige skat på forbrugerlån hævet fra 1,5 % til 3 %. Disse makroprudentielle reguleringer kan ses som regeringens alternativ til BCBs rentestigningerne, selvom effekten på forbruget af disse er mere usikker i sammenligning med rentestigninger.

Inflation, der skyldes eksterne faktorer, kan være besværlig at styre med rentekorrektioner, specielt hvis prisstigninger forekommer i de mest basale og ikke-substituerbare prisgrupper, indeholdende eksempelvis fødevarer og brændstof. I det brasilianske prisindeks (IPCA) har disse grupper en stor vægt, [læs økonomisk analyse 1. kvartal](#).

BCB valgte at udskyde rentestigninger til efter indsættelsen af Tombini, set i lyset af at den stigende inflation i anden halvdel af 2010 primært måtte tilskrives føde- og brændstofprisstigninger på verdensplan. Rentetilpasningsprocessen påbegyndtes derfor først i indeværende år.

I løbet af årets første halvdel har BCB på fire rentemøder hævet den ledende Selic-rente fra 10,75 % til det nuværende niveau på 12,25 %. BCB indledte i januar 2011 en rentejusteringsproces og har - efter to på hinanden følgende stigninger på 0,5 procentpoint - ved de seneste to møder hævet renten med mere lempelige stigninger på 0,25 procentpoint. Seneste rentestigning var forudset af valutamarkedet, som derfor ikke har oplevet bemærkelsesværdige udsving heraf.

Figur 4: SELIC-renten, procent p.a.



Kilde: BCB

Selic-renten hævedes
d.8. juni til 12,25 % p.a.

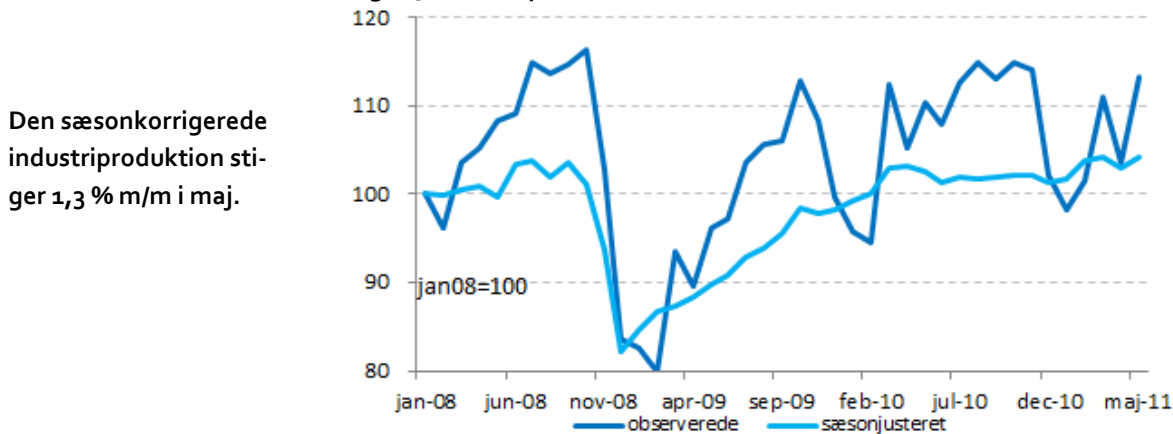
En rentestigning estimeres typisk til at have en reaktionstid på 6-18 måneder på priserne. Sammenholder man figur 3 og 4 med hinanden, kan den lempelige rentepolitik i 2009 og starten af 2010 muligvis også forklare dele af den nuværende højere inflation. Derfor er det også vigtigt, at BCB ikke hæver renten mere end nødvendigt, da dette kan være skadeligt for

væksten på længere sigt. Af samme grund og fordi inflationen er aftagende, forventer Exact Invest A/S, at BCBs rentejusteringsproces nærmer sig stabilisering, og at renten derfor holder sig et niveau under det man oplevede, da økonomien senest boomede lige før finanskrisen. At renteniveauet er relativt lavere i en boom periode, understøtter samtidig Exact Invest A/S' forventninger om en nedadgående trend i renten på lidt længere sigt.

Industri og arbejdsløshed

Afkølingen af Latinamerikas største økonomi ser ud til at være en længe-revarende proces, og industriproduktionen viste i maj fremgang og kommer derfor igen ovenpå et par svagere måneder i marts og april. Dermed sætter det sæsonkorrigerede produktionsindeks, som det fremgår af figur 5, i maj måned ny produktionsrekord.

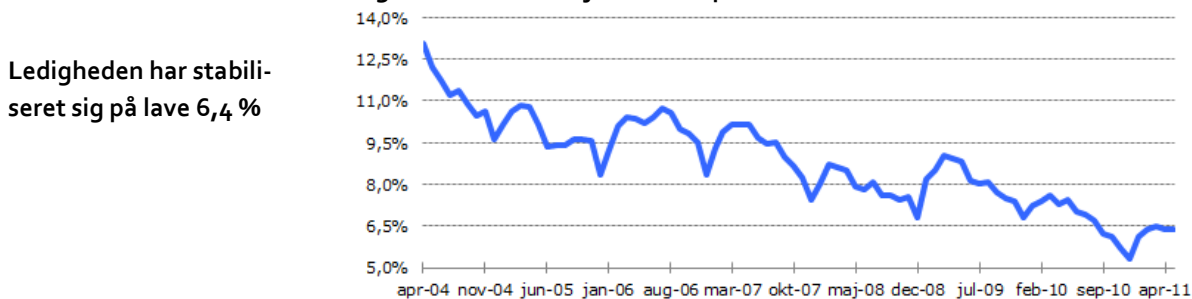
Figur 5: Industriproduktionen indekseret



Kilde: FGV

Fremgangen i industrien påvirker ikke kapacitetsudnyttelse (FGV) væsentligt. I foråret og til og med juni har den stabiliseret sig på et relativt højt niveau omkring 84 %. Arbejdsløsheden viser sig, som det fremgår i figur 6, tilsvarende stabil og har været uændret de sidste fire måneder senest observeret i maj til 6,4 %.

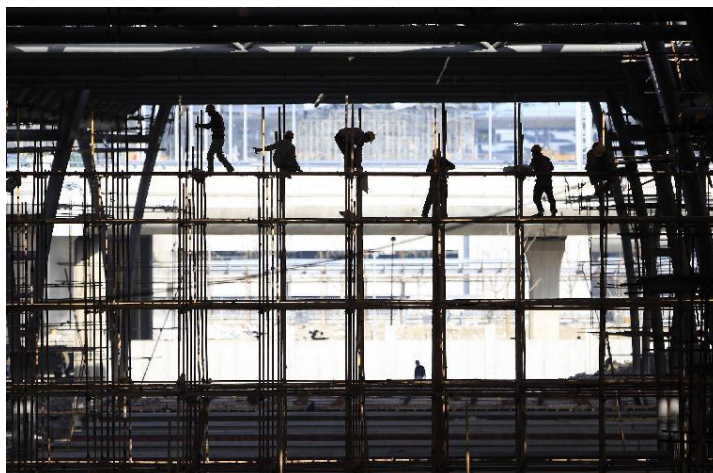
Figur 6: Formel arbejdsløshed i procent.



Kilde: IBGE

Traditionelt registreres den laveste arbejdsløshed i årets sidste måneder grundet sæsonarbejde. Kigger man på figur 6 er niveauet i maj måned relativt lavt med et helt procentpoint end maj måned 2010. I løbet af årets

første fem måneder er der blevet skabt 1,2 millioner formelle jobs. Regeringen forventer, at jobskabelsen i 2011 rammer tre millioner ved årets udgang. Herudover menes det, at mere end 40 millioner brasilianere arbejder i uregistrerede jobs.



I det boomende Brasilien vokser efterspørgslen efter kvalificeret arbejdskraft, mens den installerede kapacitet fortsat er tilstrækkelig til at lade økonomien operere på højt niveau. En decideret afkøling af økonomien er stadig undervejs, og de førømtalte finanspolitiske og monetære stramninger kan forventes at fortsætte lidt endnu.

Investeringer

Opsparingsraten i Brasilien er lav sammenlignet med andre emerging markets-lande og store dele af befolkningens månedlige indkomst går til forbrug. Dette hæmmer bankernes udlånsmuligheder og dermed også investeringerne, hvilket tydeliggør behovet for en relativt meget høj ledende BCB-rente.

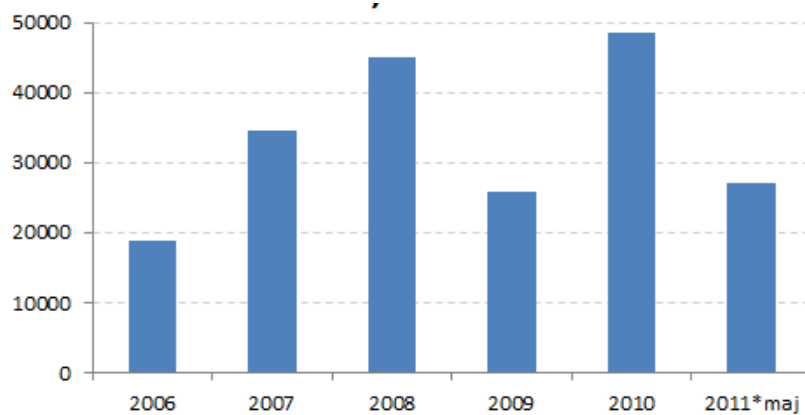
Brasilien, et land i rivende udvikling, har med en høj kapacitetsudnyttelse naturligvis brug for massive investeringer for at opretholde det nuværende vækstpotentiale. Med en stadigt voksende og købevillig befolkning, som for øjeblikket er den primære drivkraft bag væksten, skal investeringerne både komme fra udlandet og regeringens udviklingsprogrammer.

Direkte udenlandske investeringer (FDI), som er den type investeringer Exact Invest A/S engagerer sig i, spiller efterhånden en mere og mere fremtrædende rolle for investeringsumættelige Brasilien. I løbet af årets første fem måneder, er der således tilført landet hele 27 milliarder USD i FDI, mere end halvdelen af de 45 milliarder som BCB i januar forventede for hele 2011.

Ifølge nuværende konsensus må det forventes, at Brasilien ved årets udgang er blevet tilført mere end 50 milliarder USD i FDI. Figur 7 viser den positive udvikling i FDI, som altså kan forventes at fortsætte.

27 milliarder i FDI er tilført økonomien i årets første fem måneder

Figur 7: Direkte udenlandske investeringer (FDI), millioner USD



Kilde: BCB

Brasiliens kreditvurdering forbedres

Fitch Ratings valgte i april at hæve Brasiliens kreditvurdering fra investeringsgrad BBB- til BBB, mens Moody's i juni fulgte op og forbedrede kreditvurderingen tilsvarende fra investeringsgrad Baa3 til Baa2 i maj.

De opgraderede kreditvurderinger skyldes primært landets evne til at levere modstandsdygtig stabil vækst og beslutningsviljen omkring rentestigninger og budgetnedskæringer i tider med stigende inflation, idet de gradvist vil reducere landets sårbarhed overfor negative eksterne stød til økonomien. Samtidig beskriver Fitch overgangen til Rouseff-administrationen som glat og forventer en ansvarsfuld makroøkonomisk politik fremover.

De positive nyheder går imod de europæiske strømninger. Som følge af den europæiske gældskrise er der som bekendt realiseret en række nedgraderinger af kreditvurderingen i flere udsatte europæiske lande.

Både Moody's og Fitch har hævet Brasiliens kreditvurdering



Det betyder at 2 ud af de 3 store kreditvurderingsbureauer har valgt at hæve Brasiliens kreditvurdering, og også S&P har blikket rettet mod den positive brasilianske udvikling:

"Brazil's diverse economic structure, expanding middle class, and the potential for higher exports should sustain both GDP growth and external liquidity in the next three to five years."

Standard & Poor's kreditanalytiker Sebastian Briozzo. Kilde: S&P

Valuta

Den brasilianske Real (BRL) står fortsat stærkt overfor både DKK og USD. I de seneste par måneder har Realen oplevet lidt større udsving end normalt på baggrund af den generelle uro i verdensøkonomien og finansmarkederne, samt investorspekulation i forbindelse med de førømtalte rentestigninger.

BRL handles d. 4. juli til 1,56 pr. USD, svarende til en 5,3 % appreciering siden nytår. Styrkelsen af Realen fremgår af figur 8, og Exact Invest A/S mener, at den primære årsag til valutakursens umiddelbare styrkelse og generelle volatilitet bør tilskrives de ovennævnte faktorer. Den nuværende konsensus forventer at BRL ved årets udgang handles til 1,6 pr. USD.

Figur 8: BRL pr. USD juni 2008 – juli 2011



BRL er apprecieret overfor USD og handles til 1,56 pr. USD

Kilde: Oanda.com

DKK handles d. 4. juli til 3,28 pr. BRL, svarende til en mindre depreciering på 2,4 % siden nytår.

Figur 9: DKK pr. BRL juni 2008 – juli 2011



Realen er stabilt stærk overfor DKK og købes for 3,28 DKK pr. stk.

Kilde: Oanda.com

At den danske (og europæiske) valuta, modsat USD, er styrket svagt ift. BRL over de seneste måneder, kan til dels forklares med, at de fleste handler ind og ud af Brasilien foregår i USD. Som vist i figur 9 kan kursen over det seneste års tid mellem BRL og DKK (EUR) beskrives som relativt

stabil. Dette kan antyde, at der for øjeblikket også, primært med USD, foregår en øget spekulation vedrørende eksempelvis udviklingen i renteniveauet.

Den langsigtede styrkede trend i BRL overfor andre valutaer, som det også tydeligt fremgår af de to ovenstående figurer, skyldes primært Brasiliens positive økonomiske udvikling, og det faktum at landet har en af verdens højeste realrenter (5,34 % p.a.).

Hvor BCB og regeringen tidligere var opmærksomme på styrkelsen af valutakursen, er opmærksomheden nu primært rettet mod inflationsbekæmpelse. Volumenmæssigt præsterer Brasilien pæne overskud på handelsbalancen, og eksportvolumen ser fortsat ikke ud til at lide under den stærke valuta. Et fald i importen i juni måned 2011, kan blandt andet tilskrives de førmtalte stramninger rettet mod forbruget.

På den længere bane forventer Exact Invest A/S en fortsat stærk brasiliansk Real.

Disclaimer

Denne analyse er udarbejdet af Exact Invest A/S. Analysen indeholder udtalelser om fremtiden herunder om valuta-, rente- og markedsudviklingen. Disse udtalelser er generelt baseret på Exact Invest A/S' forventninger og er således forbundet med en række usikkerheder som ligger uden for Exact Invest A/S' kontrol. Ændringer i relevante økonomiske forhold samt andre faktorer vil sandsynligvis medføre, at analysens konklusioner vil ændres i større eller mindre omfang. Analysens informationer, beregninger og estimater er tilvejebragt for, at potentielle investorer kan danne eget skøn over, hvorledes eventuelle investeringer skal disponeres. Exact Invest A/S påtager sig intet juridisk ansvar for eventuelle tab, der følger af investeringer foretaget på baggrund af analysen.

Dette materiale må på ingen måde videredistribueres uden forudgående aftale med Exact Invest A/S.