

11. oktober 2011

Økonomisk analyse af Brasilien 3. 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 årets andet kvartal dæmpedes BNP-væksten, og økonomien voksede mindre end forventet med 3,1 % sammenlignet med andet kvartal 2010. Dermed vokser økonomien i gennemsnit med 3,6 % i årets første seks måneder.
- Gældkrise og urolige finansmarkeder påvirker også den Brasilianske Real (BRL), som dog er kommet igen i siden slutningen af september. BRL handles 3,2 % lavere end det gennemsnitlige niveau for 2011 overfor den Danske Krone (DKK).
- Arbejdsløsheden måles til fortsat meget lave 6 % i august.
- Trods afmatning oplever detailhandlen stor fremgang. I juli måned voksede det 12-måneders akkumulerede detailsalg med 8,5 % å/å.
- I september måles inflationen til 7,23 % p.a. Det forventes fortsat at tendensen på den årlige inflationskurve vil vende og falde tilbage mod målsætningen i årets sidste måneder.
- Den korte ledende Selic-rente blev overraskende sænket med 0,5 %-point til 12 % p.a. på baggrund af en "væsentlig forringelse" af verdensøkonomien.

Nøgletal

<u>Data og konsensusforventninger</u>	2011	2012
BNP vækst	3,5 %	4,0 %
Arbejdsløshed (aug.)	6,0 %	-
Offentlig gæld/BNP (aug.)	39,2 %	38,0 %
Inflation (IPCA p.a., aug.)	7,23 %	5,6 %
Renten (SELIC p.a. end of year)	12,00 %	-
Valutakurs (DKK/BRL) (10. okt)	3,14	-
Betalingsbalance/BNP (aug.)	- 2.07 %	-
INCC byggeprisindeks (p.a., aug)	7,75 %	-

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

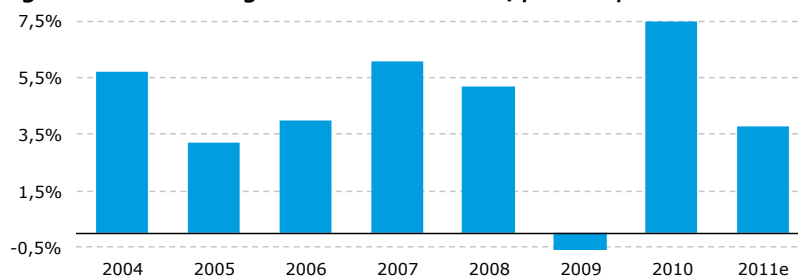
BNP

I tidligere økonomiske analyser beskrives udsigterne til en mindre nedkøling af den Brasilianske økonomi i løbet af 2011. Den verdensøkonomiske situation har sideløbende udviklet sig i en retning, som bedst af alt kan beskrives som uafklaret.

I årets andet kvartal dæmpedes BNP-væksten, og økonomien voksede lavere end forventet med 3,1 % sammenlignet med andet kvartal 2010. Dermed vokser økonomien i gennemsnit med 3,6 % i årets første seks måneder.

Den hjemlige efterspørgsel synes at være særdeles modstandsdygtig og samtidig den helt store vækstmotor for den store latinamerikanske økonomi. Udvikling ser ikke ud til at aftage markant, og den hjemlige efterspørgsel vil sammen med den lave arbejdsløshed sikre Brasilien mod de værste eksterne stød til økonomien.

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



Kilde: Banco Central do Brasil (BCB)

Centralbanken justerer forventningerne til BNP til 3,5 % p.a. i 2011

Ceará, delstaten hvori Exact Invest A/S har sine primære aktiviteter, fortsætter med at bidrage positivt til landsgennemsnittet og vækstede i andet kvartal 4,4 % over den med samme periode året før. Væksten er dermed ikke aftaget i fart fra første til andet kvartal i delstaten. Det betyder at Ceará's BNP i gennemsnit vokser med 4,4 % i første halvår af 2011.

At den brasilianske økonomi er gået et gear ned og vækster i et lavere tempo kan betegnes som sundt i den forstand at udviklingstempoet i økonomien dæmpes en smule. Mens økonomien vækstede hurtigt og arbejdede på det absolutte maksimum demonstreredes det samtidig, at udviklingen i landets strukturelle forhold ikke, i samme omfang, var i stand til at følge med. Dette viste sig eksempelvis i et presset arbejdsmarked og et umætteligt behov for investeringer i yderligere kapacitet og forbedret infrastruktur.

Den verdensøkonomiske situation betød i august, at BCB valgte at nedjustere det årlige BNP-vækstskøn til 3,5 % p.a.

Snakken om risikoen for at Brasilien skulle gå fra boom til overophedning er stille forsvundet, og i hvilken retning verdensøkonomien i øjeblikket udvikler sig er vanskeligt at spå om. Dette understreger vigtigheden af fremsynede reformvillige regeringer og handlekraftige centralbanker – også i Brasilien.

En lavere vækst vil altså give økonomien plads til at udvikle sig i et mere bæredygtigt tempo i forhold til interne strukturelle mangler og eksterne verdensøkonomiske ubalancer.



I slutningen af 2010 nåede eksporten tilbage på niveauet fra før finanskrisen, og den 12-måneders akkumulerede eksport er siden starten af 2011 vokset med mere end 20 %. Samtidig er den årlige nettoeksport vokset hver eneste måned gennem 2011 og er på det højeste niveau i næsten tre år.

Valuta

Den brasilianske Real (BRL) har i 2010 og 2011 udviklet sig til at stå historisk stærkt og stabilt overfor både DKK (figur 2) og USD (figur 3). En hurtig depreciering i september måned ændrer ikke på denne udvikling. Gældkrise og urolige finansmarkeder har bevirket at investorer i september måned i frasolgte investeringer i emerging markets (EM) lokale valutaer i obligationer og equity fonde.

Disse faktorer påvirker naturligvis valutakurserne markant. BRL går heller ikke ram forbi, men Realen er kommet pænt igen i sidste halvdel af september og starten af oktober. En vigtig faktor heri er markedets tilsyneladende anerkendelse af BCBs nylige signaler om intervention i situationer, hvor BRL udviser større volatilitet.

Overfor den Danske Krone (DKK) er BRL deprecieret 3,5 % siden 1. september måned. Som det fremgår af figur 2 er BRL altså vendt stærkt tilbage og handles d.11. oktober til 3,11 DKK pr. BRL, 3,9 % lavere end det gennemsnitlige niveau for 2011 og 5,7 % højere end handelskursen 1. januar 2010.

BRL handles efter et dyk i september til 3,14 pr. BRL d. 1. oktober

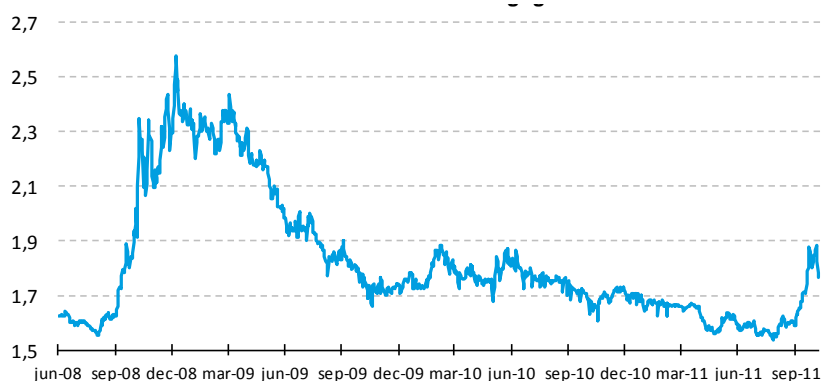
Figur 2: DKK pr. BRL juni 08 – okt. 11



Kilde: Oanda.com

Overfor Dollaren (USD) opleves samme tendens, se figur 3. BRL er kommet igen ovenpå en kraftig depreciering i starten af september. Europas gældsproblemer og det faktum at Brasilianske værdipapirer primært handles i USD, er den samlede svækkelse større overfor USD, og BRL er deprecieret med godt 10 % siden 1. september. Den 10. oktober handles BRL til 1,76 pr. USD, hvilket er 7,5 % lavere end det gennemsnitlige niveau for 2011 og 1,7 % svagere end handelskursen d. 1. januar 2010.

Figur 3: BRL pr. USD juni 2008 – okt. 2011



Kilde: Oanda.com

BRL er svækket med godt 10 % siden starten af september.

De lokale valutaer i EM landene Sydkorea, Rusland og Sydafrika er til sammenligning alle svækket med 9-13 % overfor USD siden 1. september.

En svækkelse af BRL skyldes flere faktorer. Brasiliens valuta har i en længere periode stået historisk stærkt overfor verdens ledende valutaer og har i en lang periode været modtager af store mængder likvider. BRL er understøttet af Brasiliens diversificerede produktion, store råvareressourcer og en af verdens højeste realrenter, samt de globale ubalancer og høje råvare- og fødevarerpriser. Svækkelse af BRL må altså også ses i lyset af udsigterne til lavere olie- og råvarepriser og den overraskende rentesænkning i slutningen af august måned. Trods usikkerheden på finansmarkederne er dele af deprecieringen altså en justering af BRL til det forventede råvarepriseniveau.

Som det fremgår af figurerne ovenfor er flugten fra BRL ikke tilnærmelsesvis så voldsom som tidligere, hvilket indikerer at investeringer i den brasilianske valuta betragtes relativt mindre risikable end tidligere. Dette

understøttes også af Moody's og Fitch's opgraderede kreditvurderinger i foråret. Læs mere om kreditvurderingerne i [økonomisk analyse Q2](#) (ØA-Q2).

I august flyder der fortsat i stort omfang direkte udenlandske investeringer (FDI) ind i Brasilien, og dermed bringes de samlede FDI i årets første ni måneder op på i alt 44 mia. USD med udsigter til at overgå de 48 mia. USD, der i rekordåret 2010 blev registreret. FDI er den form for investeringer Exact Invest A/S involverer sig i. Modsat investerer udlandet i meget begrænset grad i brasilianske aktier og fastforrentede værdipapirer, og regeringen ønsker at fastholde IOF-skatterne på udlændinges investeringer i derivater og fastforrentede værdipapirer. Læs nyhed om [IOF-skatterne her](#).

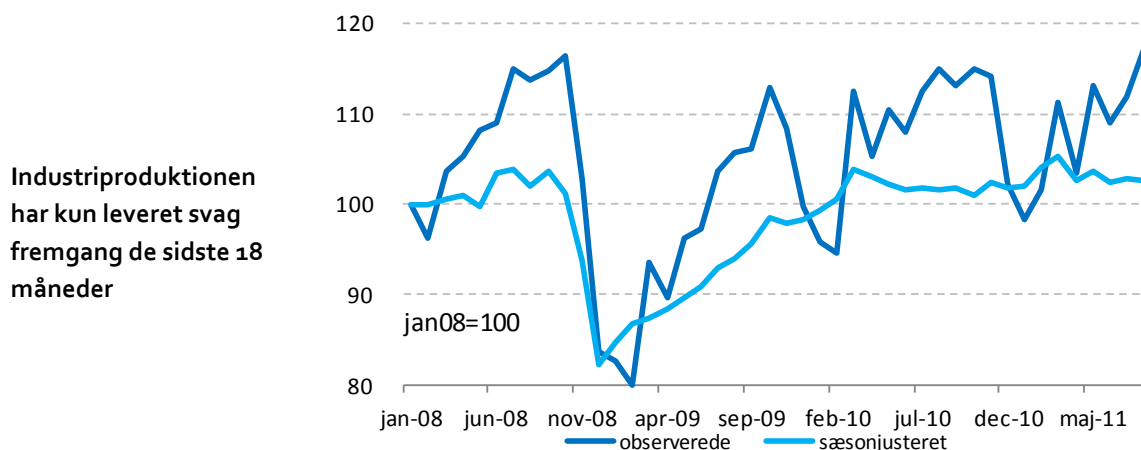
Den svagere valuta betragtes som en god nyhed for de fleste eksportvirksomheder og specielt lokale producenter. Nogle sektorer har i en længere periode måttet kæmpe hårdt for at opretholde konkurrenceevnen, og de mindre lokale producenter har været truet af billige importprodukter fra specielt Kina. BCB føromtaltte signaler om intervention i valutamarkedet viser desuden en vis tilfredshed med BRLs nuværende niveau.

Et nyt og lidt svagere niveau for BRL vil også i fremtiden blive understøttet af den latinamerikanske gigants positive økonomiske fremtid og de enorme olie- og råvarerressourcer som landet besidder. På den længere bane forventer Exact Invest A/S en fortsat stærk og stabil brasiliansk Real.

Industriproduktion og arbejdsløshed

Industrien har nok været den sektor som har haft sværest ved at følge den samme stærke udvikling som resten af økonomien. Kun en svag fremgang i den sæsonkorrigerede industriproduktion har været at spore de seneste 18 måneder.

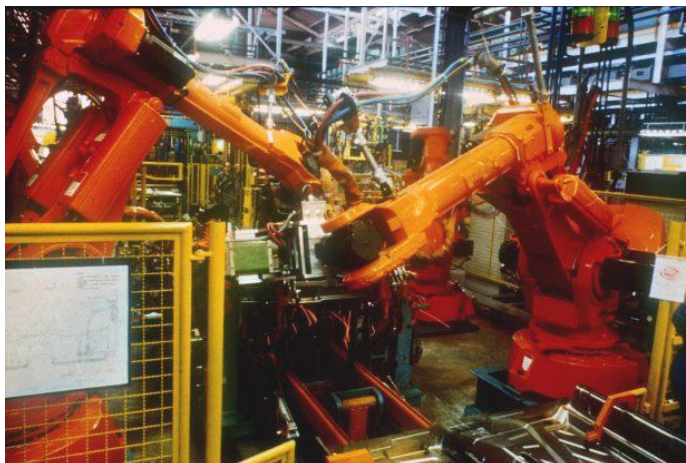
Figur 4: Industriproduktionen indekseret



Kilde: BCB

I industrien viser den føromtaltte afmatning sig altså ved, at produktionen, ovenpå en relativt hurtigt tilbagevendende efter finanskrisen, på nuværende tidspunkt har vanskeligt ved at nå nye højder. At billedet i industriproduk-

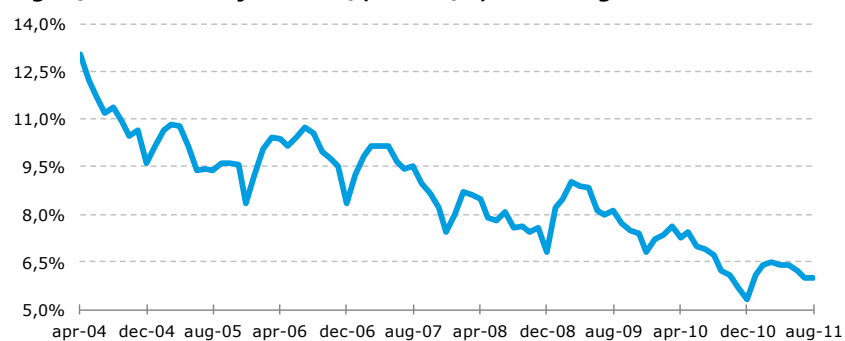
tionen har været det samme de seneste 18 måneder skyldes samtidig at kapacitetsudnyttelsen (FGV) har været relativt høj og ligger på nuværende tidspunkt fortsat omkring 84 %. Den høje rente kan også underdreje investeringslysten, så i det perspektiv er det positivt at BCB senest foretog en nedadgående rentejustering.



Samtidig registreres arbejdsløsheden til historisk lave niveauer. I 2011 har den formelle arbejdsløshed gennemsnitligt ligget på 6,3 %, og den måles i august til 6 %. Den lave arbejdsløshed indikerer tydeligt den økonomiske udvikling Brasilien har gennemgået, mens mangel på kvalificeret arbejdskraft kan presse lønninger og skade eksempelvis industriens konkurrenceevne. Den lave arbejdsløshed bør ses i lyset af, at der i løbet af de næste 20 år forventes 50 millioner unge Brasilianere vil blive tilgængelige for arbejdsmarkedet. Læs mere i artiklen [Middelklassen - Brasiliens største indkomstsegment](#).

Figur 5: Formel arbejdsløshed, procent, apr. 04 – aug. 11

Arbejdsløsheden er i august på 6,0 %



Kilde: IBGE

Som det fremgår af figur 5 registreres den laveste arbejdsløshed traditionelt i året sidste måneder grundet sæsonarbejde.

Detailhandel

Den hjemlige efterspørgsel er fortsat Brasiliens største vækstkilde og her er detailhandlen en stor drivkraft. Det private forbrug stiger fortsat stærkt på trods af den afmatningsperiode, der for øjeblikket opleves i Brasilien.

Forbrugertilliden, der i løbet af 2011 nåede historiske højder, observeres fortsat på et relativt højt niveau. Brazilianerne har fået flere penge mellem hænderne og låner gladeligt penge til forbrug trods skyhøje renter. En vigtig årsag hertil er den historisk lave arbejdsløshed, som er en væsentlig stimulator for det særdeles robuste privatforbrug.

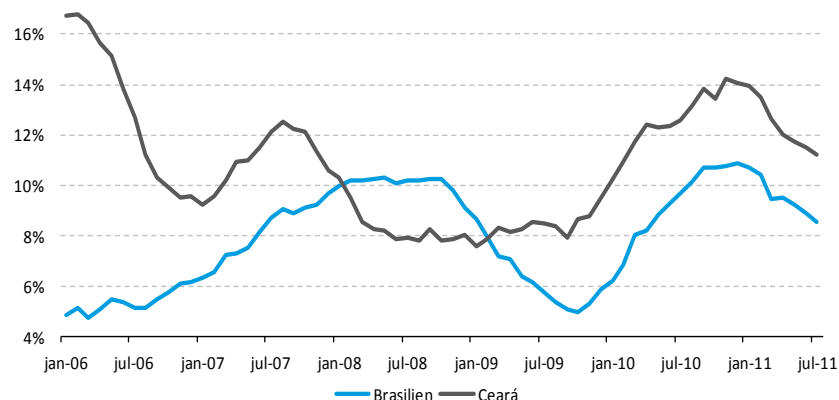
Ovenpå den føromtalte nedjustering af BNP-væksten udtalte præsident Dilma Rousseff følgende på et pressemøde:

"The fact that Brazilians are consuming, have income, have work - that will protect Brazil" Kilde: AP



Mellem juni og juli måned voksede den sæsonkorrigerede salgsvolumen med pæne 1,4 %, hvilket er den største månedlige stigning i 11 måneder. I juli måned voksede det 12-måneders akkumulerede detailsalg med 8,5 % å/å som det fremgår af figur 6. Hastigheden af den akkumulerede stigning er aftaget svagt siden slutningen af 2010, men kommer også fra et højt niveau på over 10 % å/å. De største stigninger registreres i kategorier indeholdende primært materielle forbrugsgoder.

Figur 6: 12-måneders akkumuleret detailsalg, %-stigning, jan 06 –jul 11



Detailhandlen leverer robust stærk vækst i både Brasilien og Ceará

Kilde: BCB og IBGE

I Ceará vokser detailsalget på et niveau over det samlede Brasilien. Mellem juni og juli steg det sæsonkorrigerede salg med 1,8 %. På det 12-måneders akkumulerede plan vokser salgsvolumen fortsat kraftigt med 11,2 %. Som det fremgår af figur 6 vokser volumen, ligesom i resten af Brasilien, med svagt aftagende fart. Sammenlignet med resten af Brasilien er det interessant at bemærke, at de største stigninger registreres i kategorier indenfor mere basale forbrugsgoder. Det formodes primært at

skyldes, at Ceará vokster fra et lavere velfærdsniveau, men det kan også indikere, at der ligger et fremtidigt større potentiale i mere materielle forbrugsgoder i delstaten.

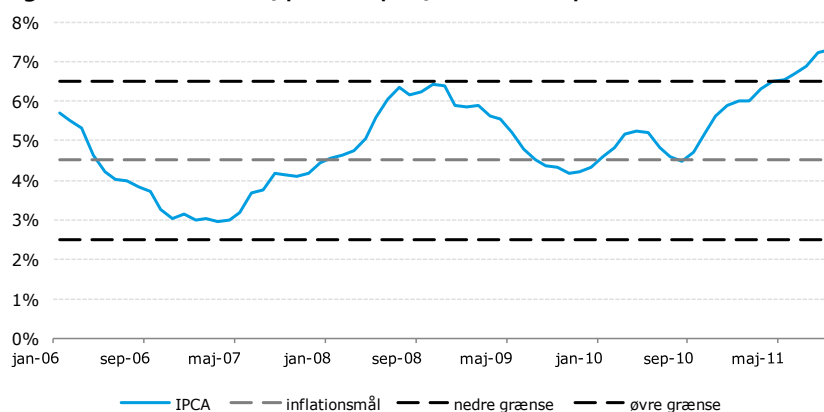
Inflation

På inflationssiden har Brasilien det seneste års tid været hårdere ramt end længe. Det skyldes adskillige sammenfaldende faktorer heriblandt flere som allerede er nævnt; stigende fødevarer- og olepriser på globalt plan (se [ØA-Q1](#)), et stærkt privatforbrug, et presset arbejdsmarked med større lønstigninger, et umætteligt behov for kapacitetsinvesteringer og generelle ubalancer i verdensøkonomien.

Det forventes fortsat, at tendensen på den årlige inflationskurve, som fremgår af figur 7, vil vende og falde tilbage mod målsætningen i de sidste måneder af 2011. BCB melder, at man forventer, at inflationen vil holde sig inden for målsætningen på 4,5 % p.a. +/- 2 %-point i året 2011. Skulle inflationen, mod BCB's forventninger, overstige 6,5 % p.a. ved årets udgang er direktør Alexandre Tombini forpligtet til at forklare overskridelsen i et åbent brev til regeringen og udarbejde en plan for snarlig nedbringelse. I september måles inflationen til 7,23 % p.a.

Figur 7: Inflation – IPCA, procent p.a., Jan. 06 – Sep. 11.

Den årlige akkumulerede inflation er i september måned 7,23 % p.a.



Kilde: IBGE

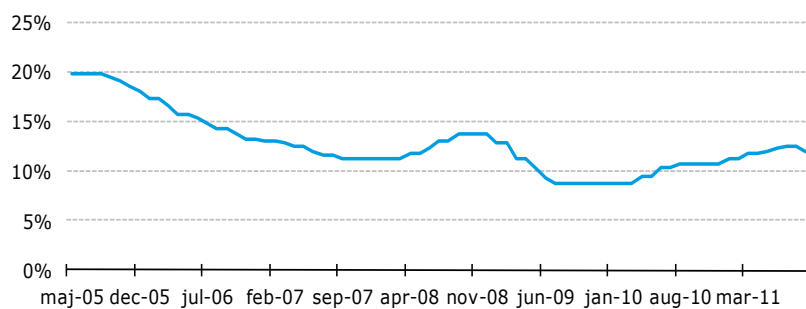
Priserne steg i september med 0,53 % ift. august, tæt på årets gennemsnitlige månedlige inflation på 0,5 % m/m. De tungtvejende priskategorier 'Transport' og 'Føde- og drikkevarer' tegner stadig inflationsbilledet i Brasilien med de største bidrag til indeksstigningen. Tilsammen bidrager de to kategorier med mere end halvdelen af den månedlige stigning. Flypriserne i september stod for, efter et fald i august, den største stigning på hele 23,4 % m/m og bidrager med 0,09 %-point til måneden. For detaljer om de ni priskategorier i IPCA-indekset henvises til [ØA-Q1](#).

Rente

På baggrund af det seneste års inflationsudvikling og BCB's erklærede intentioner overraskede beslutningen om en rentesækning markedet efter rentemødet i slutningen af august. Den korte ledende Selic-rente blev sænket med 0,5 %-point til 12 % p.a. Forinden rentemødet havde

BCB på fem på hinanden følgende møder hævet renten til 12,5 % p.a. for at lægge en dæmper på inflationen.

Figur 8: Selic-rente, procent p.a., maj. 05 – okt. 11.



Kilde: BCB

BCB forsvarer den pludselige rentesænkning med at verdensøkonomien oplever en "væsentlig forringelse", og direktør Tombini forklarer, at BCB's rentepolitik også i fremtiden vil justeres i lyset af den internationale kontekst. (Kilde: bloomberg.com) Derfor kan endnu en rentelepelse være i sigte, når BCB d. 18-19. oktober afholder årets næstsidste rentemøde.

Renten blev overraskende sænket til 12 % p.a. ved seneste rentemøde

BCB direktør Alexandre Tombini



Rentesænkningen ses som et modigt træk idet BCB's primære formål er at holde inflationen indenfor målsætningen, og BCB har derfor også modtaget kritik fra nogle kanter. Det er værd at bemærke, at specielt Brasiliens handlekraft i økonomiske krisetider fremhæves i de seneste års opgraderinger af landets kreditvurdering, hvorfor evalueringen af rentesænkningen også har et tidselement i sig. En renteændring estimeres til at have en reaktionstid på priserne på 6-18 måneder. Rentesænkningen kommer sideløbende med mange andre landes pengepolitiske lempelser, og Brasilien har derfor fortsat en af verdens højeste realrenter (4,4 % p.a.).

Figur 8 viser at en årlig rente på 12 % fortsat er et relativt lavt niveau historisk set, og den nylige rentesænkning underbygger Exact Invest A/S' forventninger om en nedadgående rentetendens på den lidt længere bane i takt med at den brasilianske økonomi modnes.

Dilma Rousseff i Europa

Præsident Dilma Rousseff turnerede i uge 40 rundt i Europa. Efter et møde i Bruxelles med EU's repræsentanter udtalte hun til journalisterne:

"Brazil is ready to take on responsibility in a cooperative spirit... you can rely on us. The international financial crisis has shown clearly we must forge a joint future." Kilde: wsj.com

Fra venstre: Dilma Rousseff trykker hånd med Det Europæiske Råds formand Herman van Rompuy og EU-kommisjons formand Jose Barroso.



Under sit besøg i Europa promoverede Dilma Rousseff samtidig Brasilien som eksport- og investeringsdestination og fremlagde planer for skattefordele til investorer interesseret i udvikling af landets infrastruktur. Brasilien søger at tiltrække i nærheden af 70 mia. BRL til investering i telekommunikationsindustrien, og man vil øge tilgængeligheden for europæiske luftfartselskaber gennem nye aftaler. Kilde: FT.com

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 udenfor 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.