

ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

D. 03.01.12

Resumé

- I de første tre kvartaler af 2011 vokser økonomien akkumuleret med 3,2 %. Forventningerne til BNP-væksten i 2011 ligger på 3 %, svarende til en nedjustering på 0,5 %-point siden sidste kvartalsanalyse. Det sker som følge af de svære verdensøkonomiske tilstande.
- Delstaten Ceará vokster fortsat på et niveau over resten af Brasilien - i årets første 9 måneder akkumuleret med 3,5 %.
- Den formelle arbejdsløshed blev i november registreret på lave 5,2 %, hvilket endnu engang er ny bundrekord.
- Det 12-måneders akkumulerede detailsalg viser med en stigning på 7,28 % å/å fortsat fremgang med aftagende hastighed.
- Inflationen nærmer sig målsætningen for 2011 og måles i november til 6,64 % p.a.
- Banco Central do Brasil (BCB) har på de tre seneste rentemøder sænket renten med 0,5 %-point. Renten er ved årets udgang på 11,00 % p.a. Renten bruges foreløbigt som eneste økonomiske stimulan.
- På sidste dag i 2011 kostede en brasiliansk Real 3,07 DKK. Realens årlige handlegennemsnit i 2011 overfor DKK ligger 1,2 % svagere end i 2010.

Data og konsensusforventninger	2011	2012
BNP vækst	3,0 %	4,0 %
Arbejdsløshed (nov.)	5,2 %	-
Offentlig gæld/BNP (okt.)	38,2 %	37,35 %
Inflation (IPCA p.a., nov.)	6,64 %	5,33 %
Renten (SELIC p.a. end of year)	11,00 %	-
Valutakurs (DKK/BRL) (31. dec)	3,07	-
Betalingsbalance/BNP (okt.)	- 2.07 %	-
CDI, månedlig indlånsrente (dec.)	0,90 %	
INCC byggeprisindeks (p.a., nov)	8,09 %	-



exact invest a/s

ØKONOMISK ANALYSE

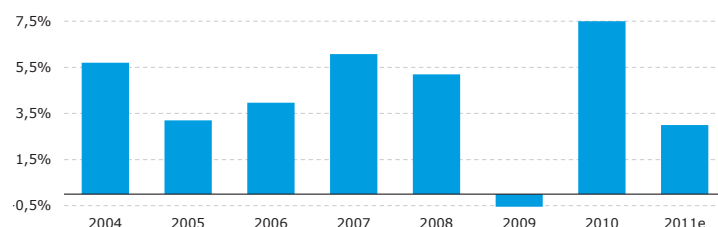
- 4. KVARTAL

BNP

Den globale afmatning og den langstrakte gældskrise i Europa svækker tilliden både privat og på finansmarkederne verden over og påvirker i bred forstand de enkelte landes vækstudsigter. Væksttendenserne i Brasilien er som direkte følge heraf også blevet svækket i løbet af det forgangne år. Trods den stærke og modstandsdygtige hjemlige efterspørgsel, som fortsat er den primære vækstkilde, er aktiviteten aftagende.

Brasilien vækstede i årets tredje kvartal svagt med 2,1 % sammenlignet med tredje kvartal i 2010. Dermed får økonomien en lidt hårdere landing end håbet ovenpå den enorme økonomiske opblomstring landet oplevede i 2010. I de første tre kvartaler af 2011 vokser økonomien akkumuleret med 3,2 %. Forventningerne til BNP-væksten i 2011 ligger på 3 %, hvilket er en nedjustering på 0,5 %-point siden sidste kvartalsanalyse.

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



Kilde: Banco Central do Brasil (BCB)

BNP-væksten i 2011 forventes at være på omkring 3 %

På sæsonkorrigeret kvartalsplan vokser landbruget pænt med 3,2 %, mens industrisektoren lider og registrerer den mest negative vækst med -0,9 %.

I delstaten Ceará, hvor Exact Invest A/S har sine primære aktiviteter, vokser økonomien i tredje kvartal med 3,3 % sammenlignet med tredje kvartal i 2010. Dette er fortsat et niveau over landsgennemsnittet på 2,1 %, og i årets første ni måneder vokser Ceará akkumuleret med 3,5 %. Billedet for hele Brasilien gentager sig i Ceará, hvor landbrugssektoren i 2011 oplevede store mængder regnfald og klarer sig flot ovenpå et svært 2010. Ceará's industrisektor må i samme periode registrere negativ vækst, da den er stærkt eksport afhængig og dermed påvirket af den globale afmatning. Kilde: Ipece

Kornproduktionen forventes at vokse med hele 288% i 2011



ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

Den enorme opblomstring af den Brasilianske økonomi i 2010 skete bl.a. på baggrund af stor finans- og pengepolitisk stimulans, som følge af finanskrisen i 2008-2009. Brasilien har relativt lav offentlig gæld på 38,2 % af BNP i oktober og et af verdens højeste renteniveauer, hvilket står i stærk kontrast til mange andre vestlige lande. Det betyder, at landet, også i den nuværende globale krisetid, har adskillige midler til økonomisk stimulans. I første omgang har Brasiliens centralbank (BCB) taget ansvaret ved at sænke renten af flere omgange. Når renten er over 10 %, er der naturligvis god plads til at påvirke økonomien i positiv retning med renteændringer. En handlekraftig og ansvarlig centralbank påvirker investeringslysten og tilliden positivt, og vigtigheden af en sådan blev også fremhævet i seneste kvartalsrapport.

Regeringen har i denne omgang ikke samtidig skruet op for den finanspolitiske stimulans. Dette stemmer overens med den mere balancerede og langsigtede vækststi Brasilien forventer, at kunne betrede i de kommende år - niveauet lavere end i rekordåret 2010. Når Brasilien vækster på et lidt lavere niveau, kan det give plads til udvikling i infrastruktur, skattesystem og produktiviten kan følge med resten af økonomien.

Brasiliens svækkede vækst må også betragtes relativt, hvilket illustreres af, at Brasilien i flere forecast analyser allerede nu beskrives som en større økonomi end Storbritannien. Dermed kan Brasilien d. 6 marts, når landets væksttal for fjerde kvartal offentliggøres, officielt kalde sig verdens sjette største økonomi målt på BNP.

ARBEJDSLØSHED

Arbejdsmarkedet er hedt som følge af vedholdende historisk lav arbejdsløshed, dog aftager den månedlige jobskabelse markant i november. Den formelle arbejdsløshed registreredes i november til rekord lave 5,2 %, hvilket er den laveste måling siden det nuværende arbejdsløshedsindeks startede i marts 2002. Nedgangen i arbejdsløsheden skyldes primært sæsonarbejde sidst på året, hvilket også tydeligt ses i figur 3.

Figur 2: Arbejdsløshed i procent, 2004-2011



Kilde: IBGE

Arbejdsløsheden i november var rekordlav og kun 5,2 % trods svagere jobtilvækst.

ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

Jobtilvæksten, som også i 2011 har været særdeles stærkt, er de seneste måneder aftaget, og tendensen i kurven på figur 2 kan derfor forventes at flade ud i 2012 sammenlignet med 2011. Trods faldende jobskabelse i de seneste måneder har Brasilien i de første 11 måneder af 2011 skabt 2,32 millioner nye arbejdspladser. Det er lidt lavere end de 2,9 millioner nye jobs, der blev skabt i rekordåret 2010.

De første 11 måneder af 2011 viser en gennemsnitlig arbejdsløshed på imponerende lave 6,1 %, hvilket er mere end et halvt procentpoint lavere end i 2010, hvor arbejdsløsheden også satte rekord.

Når arbejdsløsheden er så lav, som tilfældet er, risikerer det at presse produktiviteten, da det er vanskeligere at tiltrække kvalificeret arbejdskraft, og arbejderne kan tillade sig at kræve mere i løn. Forbedret produktivitet må derfor komme af andre veje.

Administrerende direktør for moderselskabet Exact Group A/S, Martin Nymark, beskriver, hvordan samarbejdspartnere og byggepladser i Nordøst Brasilien i højere grad aktivt tilstræber at øge produktiviteten gennem en række andre kanaler:

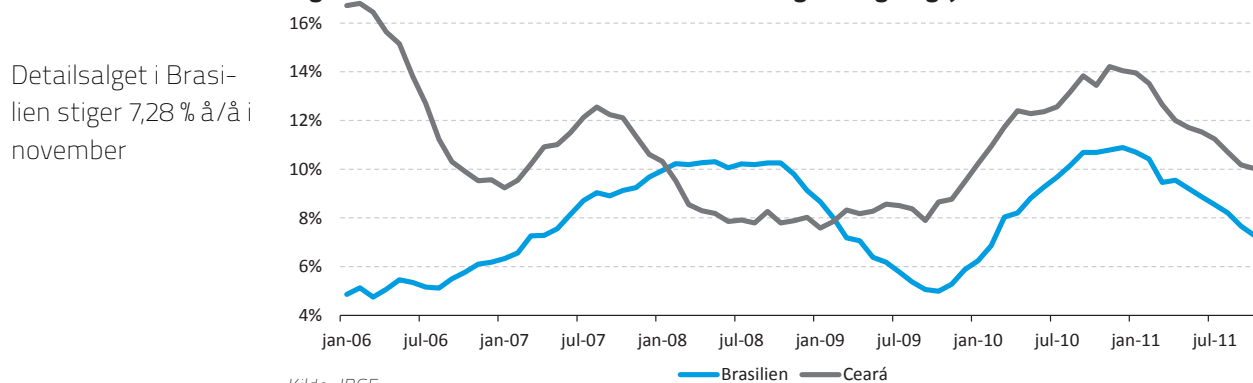
"Flere maskiner og præfabrikerede byggelementer erstatter oftere dele af den manuelle arbejdskraft, som dog fortsat ligger på et relativt billigt niveau i det nordøstlige Brasilien."

Exact Invest A/S forventer, at denne udvikling fortsætter grundet en stærk efterspørgsel efter kvalificeret arbejdskraft og et stigende lønniveau.

DETAILHANDEL

Den indenlandske efterspørgsel og i særdeleshed detailhandel har været en af de primære drivkræfter for den brasilianske økonomi. Gennem de seneste 10 år har den gennemsnitlige Brasilianer ændret forbrugsvaner. Som bekendt har Brasilien i samme periode gennemgået en enorm økonomisk transition, hvorfor brasilianerne nu også i høj grad ledes af markedsøkonomiske forbrugsmønstre.

Figur 3: 12-måneders akkumuleret detailsalg, %-stigning, jan 06- okt 11



ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

Forbrugerne skifter væk fra de mere basale forbrugsevner, og bruger i stedet penge på boligindretning og kommunikation



Det månedlige sæsonkorrigerede indeks er de seneste måneder fladet ud. I oktober falder det svagt med - 0,04 % ift. september.

Det 12-måneders akkumulerede detailsalg (figur 3) viser med en stigning på 7,28 % å/å fortsat fremgang med aftagende hastighed. At brasilianernes forbrugsvaner ændres illustreres af den lavere stigningstakt i forbruget, men aflæses også i præferencerne.

Forbrugspræferencerne læses fra det sektorinddelte detailindeks. De største stigninger å/å opleves indenfor "Møbler og husholdningsartikler" samt "kontor-, computer-, og kommunikationsartikler". Begge kategorier har registreret stigninger på mellem 15-20 % å/å gennem hele 2011. Samtidig vokser salget i sektorerne indenfor "Brændstoffer og smøremidler" samt "supermarkeder, fødevarer og drikkevarer" svagere med under 5 % å/å. Ligesom i mere modne økonomier investerer forbrugerne altså penge i boligindretning og kommunikation og udskifter de mere basale forbrugsvarer.

I Ceará stiger det sæsonkorrigerede indeks fortsat relativt pænt og viderefører tendensen fra første halvdel af 2011. Det stiger pænt 0,66 % mellem september og oktober.

Den generelle tendens i Ceará følger, som det fremgår af figur 3, resten af Brasilien - dog på et højere niveau. Den 12-måneders akkumulerede detailsalg stiger således hele 10,03 % å/å i oktober. Et hurtigt blik på de sektor inddelte indeks viser, at forbrugsmønstrene i Ceará fortsat ikke helt svarer til resten af Brasilien, og de mere basale forbrugsvarer registrerer højere stigninger end i resten af Brasilien. Samtidig vokser salget af varer indenfor boligindretning og kommunikation på et niveau tilsvarende resten af Brasilien. Da Ceará relativt er en af de fattigste dele af Brasilien, ligger der fortsat et stort potentiale i landsdelen, specielt indenfor sektorer, der sælger mere materielle forbrugsgoder.

INFLATION

I 2011 har det været svært at være centralbank direktør i Brasilien. I årets første måneder steg inflationen stærkt, da høje råvarepriser og stærkt indenlandsk efterspørgsel pressede priserne op. Læs mere i kvartalsrapporterne for Q1 og Q2. Den globale afmatning har også ramt Brasilien, og den har hjulpet til at tage en stor del af prispresset i anden halvdel af 2011.

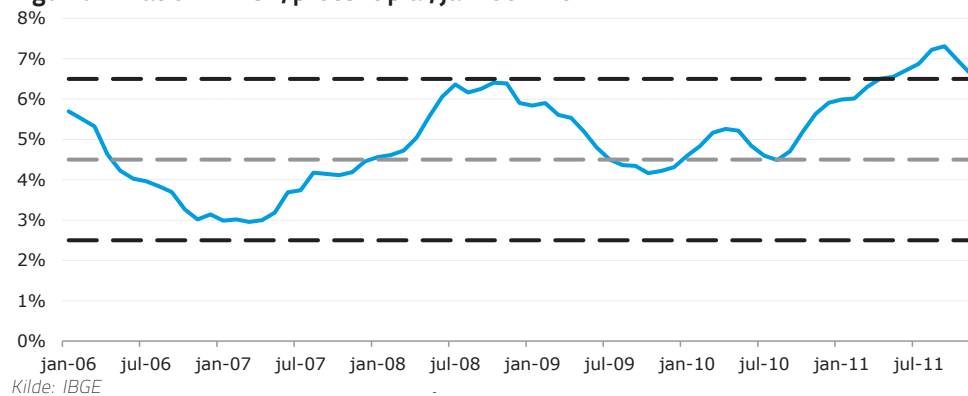
Inflationen er de seneste måneder konvergeret tilbage mod målsætningen. I november steg priserne med 0,52 % sammenlignet med måneden før, hvilket svarer til årets

ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

Inflationen nærmer sig målsætningen for 2011 og måles i november til 6,64 % p.a.

Figur 4: Inflation – IPCA, procent p.a., jan. 06 – nov. 11



Kilde: IBGE

månedlige gennemsnit I de forgangne 12 måneder til og med november 2011 målt inflationen til 6,64 % - marginalt over målsætningen.

Ved årets udgang er det altså et åbent spørgsmål om inflationen kan holdes indenfor en målsætning på 4,5 % p.a. +/- 2 %-point. Lader det sig ikke gøre, skal BCB direktør, Alexandre Tombini, i et åbent brev til regeringen forklare, hvorfor det ikke har været muligt at overholde målsætningen. Skal inflationen holdes indenfor målsætningen i 2011, som den fremgår af figur 4, må prisstigningen i december højst være på 0,5 % m/m.

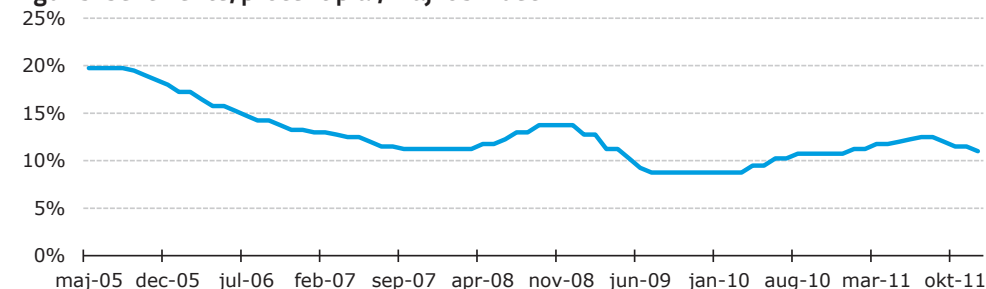
Kategorien "Føde- og drikkevarer" vejer fortsat tungt i inflationsmålingen, og står alene for knap halvdelen af pristigningen i oktober.

Den fremtalte mere moderate vækst vil hjælpe til at holde inflationen indenfor målsætningen i 2012 og samtidig give plads til BCBs rentesænkninger. Konsensusforventningerne forudser 2012 inflationen til 5,33 % p.a.

RENTE

Selic-renten er BCBs primære værktøj ift. inflationen. I årets første måneder hævde BCB således renten af fem omgange til 12,5 % p.a. En udvikling som fik en brat afslutning, da BCB viste sig handlekraftig ift. den globale økonomiske afmatning, og ovenpå den femte rentestigning ved det efterfølgende møde sænkede renten med 0,5 %-point. Efterfølgende har BCB på de to seneste rentemøder sænket renten i samme tempo, og renten er ved årets udgang på 11,00 % p.a, hvilket også fremgår af figur 5.

Figur 5: Selic-rente, procent p.a., maj. 05 – dec. 11



Kilde: IBGE

Inflationen nærmer sig målsætningen for 2011 og måles i november til 6,64 % p.a.

ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

Brasilien har siden 1999 officielt ladet pengepolitikken styre af inflationsmålsætningen, hvilket man fra officiel side stadig holder fast i. At økonomien efterhånden har den størrelse som den har, var utvivlsomt medvirkende til, at BCB på modig vis valgte at sænke renten i august. Det skete i en periode, hvor inflationen lå over målsætningen og økonomien trængte til stimulans. Dette ville markedet have straffet hårdt for bare fem år siden, og trods en del kritik i de efterfølgende uger, er BCB sidenhen blevet rost for sin hurtige ageren. Samtidig viste rentesænkningen en lille opblødning ift. BCBs seneste 12 års målrettede inflationskontrol. Skulle inflationen derfor overstige målsætningen for 2011 vil BCB direktør Alexandre Tombini i sit brev, med oprejst pande, kunne referere til rentesænkningerne, som en vigtig økonomisk stimulans i en svær verdensøkonomisk tid.

Den seneste tids rentelepse ligger i tråd med Exact Invest A/S' forventninger om et nedgående renteniveau på lidt længere sigt, og konsensus forventer en gennemsnitlig Selic-rente på under 10 % p.a. i 2012. Kilde: BCB

VALUTA

Brasilien Real (BRL) stod historisk stærkt i første halvår af 2011, mens regeringen ville undgå en yderligere appreciering for at beskytte eksportørerne. BRL blev i andet halvår påvirket af Eurokrisen, som har berørt valutamarkederne verden over og resulteret i større volatilitet. Helt overordnet er BRL blevet svækket mærkbart i anden halvdel af 2011, hvilket har givet lokale producenter en udefrakommende produktivetsforbedring.

BRL er over for den Danske Krone (DKK) deprecieret med 7,4 %, i en sammenligning mellem de månedlige gennemsnit for december 2010 og december 2011. BRLs årlige handlegennemsnit overfor DKK ligger dog kun 1,2 % svagere end i 2010. På sidste dag i 2011 kostede en BRL 3,07 DKK. Det svarer til at BRL er blevet svækket med 2,87 % siden 1. oktober 2011.

Figur 6: DKK pr. BRL juni 08 – dec. 11



BRLs årlige handlegennemsnit overfor DKK ligger 1,2 % svagere end i 2010.

Kilde: OANDA.com

ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

USA har siden finanskrisen ladet "seddelpressen" køre og holdt renten tæt på nul. Samtidig opfattes en Amerikanske dollar (USD), trods en nedgradering af kreditvurdering af S&P i sommers, som en af de sikreste havne at placere penge i. Specielt når det er i Europa krisen kradser. Apprecieringen af USD er derfor også lidt kraftige overfor BRL sammenlignet med de europæiske valutaer. BRL har længe været et yderst attraktiv for investorer, men i krisetid aftager risikoviljen og færre investerer også i BRL.

Figur 7: BRL pr. USD juni 08 – dec. 11



Kilde: OANDA.com

BRL er mere volatil overfor USD end ift. DKK. På sidste handelsdag i 2011 kostede en USD 1,86 BRL

BRL er overfor USD deprecieret med 8,3 %, når man sammenligner de månedlige gennemsnit for december 2010 og december 2011. BRLs årlige handlegennemsnit overfor USD er faktisk 4,7 % stærkere end i 2010. På sidste dag i 2011 kostede en USD 1,86 BRL, hvilket svarer til at BRL er blevet svækket med 1,32 % siden 1. oktober 2011. Disse lidt forskelligt rettede tendenser i BRL overfor USD indikerer en noget større volatilitet end mellem DKK og BRL.

Eskporten har generelt klaret sig rigtig godt i 2011, og mens nogle eksportører har haft det svært, når valutaen er stærk, tjener andre endnu flere penge, da det meste af eksporten handles i USD. Overskuddet på handelsbalancen steg med 48 % til 29,79 mia. USD i 2011. Det bedste resultat siden 2007. Det tilskrives primært Brasiliens største handelspartner Kina, som i stort omfang efterspørger brasilianske råvarer, og stigende råvarepriser.



ØKONOMISK ANALYSE

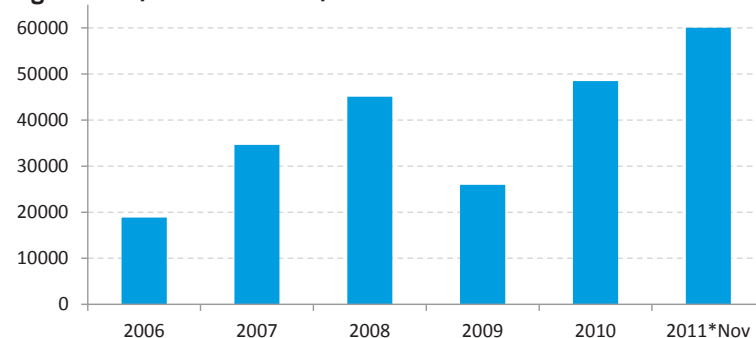
- 4. KVARTAL

FDI i Brasilien har i de første 11 måneder af 2011 oversteget 60 mia. USD

Direkte udenlandske investeringer (FDI), som er den investeringsform Exact Invest A/S involverer sig i, har modsat porteføljeinvesteringer og investeringer i valutaen ligget pænt stabilt hen over hele året. I det første 11 måneder af 2011 overstiger den samlede FDI 60 mia. USD. Når alle 12 måneder er gjort er det derfor forventeligt, at FDI er steget med mere end 30 % ift 2010.

Det fremgår af figur 8, hvor vigtig en del af den brasilianske økonomi FDI investeringer er blevet. Da regeringen ville beskytte valutaen mod yderligere styrkelse i 2010 og

Figur 8: FDI, i millioner USD, 2006-2011



Kilde: OANDA.com

starten af 2011 greb den ind med IOF skatter overfor det den kaldte mere spekulative investeringer. I modsætning anses FDI for at være mere langsigtede investeringer, som kan skabe arbejdspladser og yderligere vækst. Eksempelvis involverer Exact Invest A/S sig i byggerier, der har genereret mere end 1500 arbejdspladser for brasilianske byggearbejdere.

Flere af de IOF-skatter, som Exact Invest A/S i flere tidligere analyser har beskrevet, blev i starten af december enten afskaffet eller midlertidigt suspenderet af regeringen. IOF-skatterne blev pålagt finansielle transaktioner, hovedsageligt på det som regeringen betegnede som spekulative investeringer, men skulle også reducere hurtigt voksende kredittagning af brasilianske privatforbrugere.

Exact Invest A/S forventer på den lidt længere bane, at BRL vil fastholde det nuværende niveau, og at stabiliteten vil vende tilbage i takt med at finansmarkederne falder mere til ro.



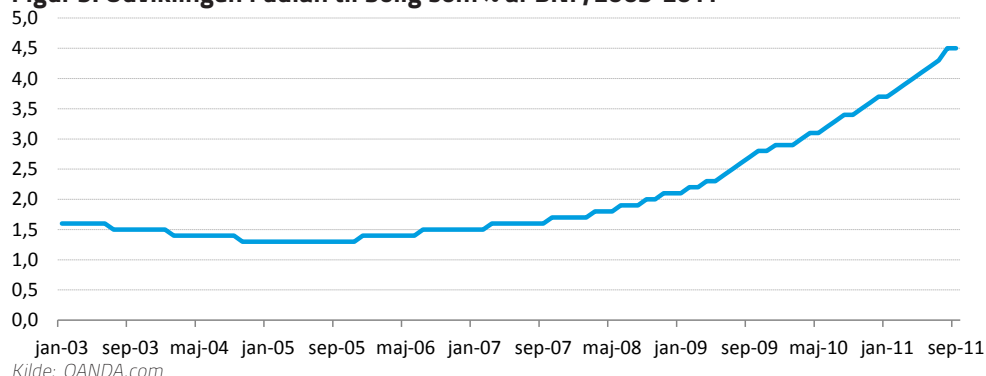
ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

UDLÅN TIL BOLIGKØB

Det brasilianske udlånsmarked til boligkøb er under udvikling, mens det kommer fra et næsten ikke eksisterende niveau. I november 2011 udgør de samlede boliglån således kun 4,7 % af BNP, se figur 9. I Danmark udgør boliglån til sammenligning 101 % af BNP. Det skal selvfølgelig bemærkes, at man i Danmark finansierer sin bolig til en markant lavere rente. Der er altså ikke nogen boligboble stimuleret af usvarlig udlånsgivning i Brasilien, som tilfældet var i de fleste andre vestlige lande op til finanskrisen i 07-08.

Figur 9: Udviklingen i udlån til bolig som % af BNP, 2003-2011



I november 2011 udgør de samlede boliglån 4,7 % af BNP. I Danmark udgør de 101 % af BNP

Boligudlånsmarkedet i Brasilien er altså i sit tidlige udviklingsstadium, men er vokset ganske hurtigt i løbet af de sidste år. Stigningen i udlån til boligkøb over de forgangne 12 måneder er på hele 49% i november. Til sammenligning steg det samlede udlån til private med mere moderate 17,8 % i samme periode. Denne udvikling understøtter Exact Invest A/S fokus på boligsegmentet i Brasilien.

Det er fortsat staten, som låner flest penge til boligkøberne, mens de private banker står for 25 % af udlånene til bolig.



ØKONOMISK ANALYSE

- 4. KVARTAL

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.

RESEACH & ANALYSE

Søren Møller-Larsson - sml@exactinvest.dk

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



exact invest a/s