

Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität in Brasilien. Eine Perspektive der Regulationstheorie

Susanne Reither*

Zusammenfassung

Diese Arbeit beschäftigt sich mit Finanzialisierungstendenzen in Brasilien und deren Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsektors. Trotz der relativ stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen traf die globale Wirtschafts- und Finanzkrise Brasilien maßgeblich. Das ist zurückzuführen auf die vorangeschrittene Finanzialisierung, die Schwankungen am internationalen Finanzmarkt und insbesondere der Wechselkurse verstärkten. Zwar wurden vonseiten der brasilianischen Regierung eine Reihe von nachfragestimulierenden und anti-zyklischen Krisenmaßnahmen umgesetzt, den Finanzialisierungsprozessen konnte damit jedoch nicht entgegengewirkt werden. Die finanzielle Expansion und die Integration des brasilianischen Finanzmarktes in den internationalen Finanzmarkt führten zu einer starken Anfälligkeit der brasilianischen Wirtschaft für die Entwicklungen des internationalen Finanzmarktes und das Investitionsverhalten der internationalen InvestorInnen. Das unterstreicht die Schwierigkeit der Wahl von effektiven finanzmarktstabilisierenden Maßnahmen angesichts der zunehmenden Finanzialisierung.

Schlagwörter: Finanzialisierung, Finanzmarktstabilität, Peripherie, Dependenz

Financialization and Financial Stability in Brasil. A Regulation Approach

Abstract

The present Article discusses the trends of financialization in Brazil and their possible effects on the financial stability. Despite the relatively stable macro economic condition, the effect of the worldwide financial and economic crisis has been sudden and increasingly severe. This is due to the financialization, the fluctuations on the global financial market and the exchange rate fluctuations, which imply the performance of the brazilian economy in general. The brazilian government implemented a set of anti-cycle measures in order to counteract the effects of the crisis. Nevertheless the financialization processes remain. The financial expansion and the intensive integration of the brazilian financial market into the global market led to a high exposure of the brazilian economy and vulnerability of the international investors. This illustrates the difficulty of effective stabilizing policy choices considering the increasing financialization.

Keywords: Financialization, Financial Stability, Periphery, Dependency

* Susanne Reither, Universität Wien. E-Mail: susanne.reither@gmx.at

1. Einführung

Jüngste Ereignisse und besonders die Entwicklungen auf den Finanzmärkten haben Fragen der makroökonomischen Stabilität und Finanzmarktstabilität wieder in den Mittelpunkt der Diskussionen gerückt. Die Entwicklungen zu einem finanzmarktdominierten Wirtschaftssystem sind seit den 1980er Jahren weltweit zu beobachten. Dem gehen strukturelle Veränderungen im Real- sowie im Finanzsektor voraus. Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt diesen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Wandel durch die zunehmende Bedeutung der Kredit- und Kapitalmärkte. Die Regulationstheorie erklärt die Entstehung von Finanzialisierungsprozesse durch die Veränderungen des zugrunde liegenden Akkumulationsregimes. Die interne finanzierte Akkumulationsdynamik in Brasilien wurde durch die Liberalisierung der globalen Finanzordnung und der internationalen Kapitalflüsse verstärkt. Der Bankensektor spielte dabei eine zentrale Rolle. Schwankungen am Finanzmarkt und insbesondere der Wechselkurse werden aus regulationstheoretischer Perspektive auf diese Finanzialisierungsprozesse zurückgeführt. Die Finanzialisierung und die damit verbundenen Instabilitäten rücken somit in den Fokus.

Mit Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise wurden auch in Brasilien, unter der Regierung Dilma Rousseff, Maßnahmen gesetzt. Die Vergabe von öffentlichen Krediten wurde gezielt erweitert, um einer möglichen Kreditklemme entgegenzuwirken. Hierbei spielten das öffentliche Geschäftsbankensystem und die brasilianische Entwicklungsbank BNDES eine entscheidende Rolle. Geldpolitische Maßnahmen wurden implementiert, um die Liquidität des brasilianischen Finanzmarktes aufrechtzuerhalten. Mittels der Einführung einer Transaktionssteuer wurde versucht, die Kapitalflüsse und vor allem Geschäfte mit Derivaten zu kontrollieren. Es kam zu keinen größeren Bankenzusammenbrüchen, sodass keine umfangreichen staatlichen Bankenrettungen unternommen werden mussten.

Trotzdem kam es 2008 zu einer starken Abwertung des brasilianischen Real. Ein Indiz für eine fortgeschrittene Finanzialisierung der brasilianischen Ökonomie. Obwohl die brasilianische Wirtschaft auf einer stabilen makroökonomischen Grundlage stand, hat die globale Wirtschafts- und Finanzkrise Brasilien stark getroffen. Zwar konnte mit einer wirkungsreichen anti-zyklischen Wirtschaftspolitik der Krise

entgegengesetzt werden, jedoch weniger den Entwicklungen auf den Finanzmärkten. Weiterhin wurde Liquidität für internationale InvestorInnen bereitgestellt, und die Internationalisierung des Real schritt voran. Das unterstreicht die Schwierigkeit der Wahl von effektiven finanzmarktstabilisierenden Maßnahmen angesichts der zunehmenden Finanzialisierung. Es stellt sich daher die Frage, in welchem Zusammenhang die Stabilität des wirtschaftlichen Systems und eine derartige Abwertung der Währung stehen.

Im Kern geht es daher um die Finanzialisierung und deren Implikationen für die brasilianische Wirtschaft. Diese Arbeit beschäftigt sich mit der Entstehung und der Erscheinung dieser Finanzialisierungsprozesse und soll eine Erklärung für die brasilianische Krisensituation liefern. Dabei werden die Formen der Finanzialisierung und deren Veränderung in Brasilien analysiert. Es soll die Frage beantwortet werden, welche Formen der Finanzialisierung und deren Veränderungen in Brasilien seit 1999 (seitdem die Währung stabilisiert wurde) zu beobachten und welche Stabilitätsrisiken mit den Finanzialisierungsprozessen verbunden sind. Die Regulierungen am Banken- und Finanzsektor sind dabei zentral. Die Erarbeitung der Entwicklungstendenzen des brasilianischen Finanzmarktes und des zugrunde liegenden Akkumulationsregimes erfolgt aus regulationstheoretischer Perspektive.

Zunächst werden in dieser Arbeit das Phänomen der Finanzialisierung und der Zusammenhang mit der finanziellen Stabilität und den systemischen Risiken diskutiert. Im Kontext des globalen Wirtschaftssystems ist die Finanzialisierung mit bestimmten wirtschaftlichen Abhängigkeiten verbunden, die Schwankungen am Finanzmarkt, Exportmarkt oder der Wechselkurse verursachen können. Im Kapitel 3 wird auf die Erscheinungsformen der Finanzialisierung in der sogenannten (Semi-)Peripherie eingegangen. Das Kapitel 4 umreißt die Charakteristika des brasilianischen Banken- und Finanzsektors. Hier geht es vor allem um die Liquidität am Finanzsektor als entscheidenden Antrieb der Finanzialisierung. In diesem Zusammenhang stehen geldpolitische Maßnahmen der Zentralbank und des Kreditmarktes, die im Zuge der globalen Wirtschaftskrise umgesetzt wurden. Das Kapitel 5 befasst sich mit den Auswirkungen der Finanzialisierungstendenzen auf die Wechselkurse und den Stabilitätsrisiken. Schließlich werden im letzten Kapitel die zentralen Punkte dieser Arbeit resümiert.

2. Finanzialisierung und Instabilitäten

Financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies. (Epstein 2005: 3)

Die Finanzialisierung beschreibt das Phänomen der zunehmenden Bedeutung des Finanzsektors gegenüber dem Realsektor. Investitionen fließen vermehrt in den Finanzsektor anstatt in den produktiven Sektor. Die Regulationstheorie, eine in den 1970er Jahren in Frankreich entstandene Weiterentwicklung politökonomischer Theoriebildung, spricht hier von der Veränderung des Akkumulationsregimes. Unter Akkumulationsregime wird eine Form der Produktion verstanden, die unter den Bedingungen der Kapitalverwertung steht und die beschreibt, auf welche Art und Weise Wachstum generiert wird. Aus regulationistischer Sicht lassen sich verschiedene Achsen von Akkumulationsregime analytisch unterscheiden (Becker 2002: 67 ff). Die grundlegendste Unterscheidung ist, ob das wirtschaftliche Wachstum auf den produktiven Sektoren oder durch die Akkumulation von fiktivem Kapital generiert wird (Marx 1979: 479 ff).

Die Kapitalakkumulation hat sich in den letzten Jahrzehnten von einer produktiven hin zu einer finanzierten verändert. Die globale Expansion der Finanzmärkte ist ein Ausdruck dieser veränderten Kapitalakkumulation. Vor einem Hintergrund, in dem das Kapital einer eingeschränkten Investitionsmöglichkeit am produktiven Sektor gegenübersteht, schafft die Finanzialisierung neue, profitable Anlageformen. Die finanzielle Expansion ist daher eine Folge von wirtschaftlicher Stagnation, die neue Investitionsmöglichkeiten schafft (Palley 2008: 14).

Die Veränderungen, die mit einer Finanzialisierung einhergehen, verändern die Funktion des Wirtschaftssystems auf einer Makro- sowie auch Mikroebene. Das betrifft zudem die wirtschaftlichen Strukturen, die Wirtschaftspolitik und das Verhalten von Institutionen. Neben dem Finanzbereich sind in den letzten Jahrzehnten makroökonomische Veränderungen in der Verteilung von Einkommen, Wohlstand und Macht zu beobachten (Demirovic/Sablowski 2013: 205). Vor allem die untergeordnete Rolle des Realsektors hat zu einer Verlagerung der Einkommensgenerierung vom Realsektor zum Finanzsektor geführt. Palley (Palley 2008: 11 f) argumentiert, dass die Finanzialisierungsprozesse die Stagnation der Lohnentwicklung und die Einkommensungleichheit verstärkten. Während das Einkom-

men aus dem Finanzsektor stetig stieg, stagnierte das Arbeitseinkommen (Palley 2008: 11 f). Gleichzeitig nahm die Verschuldung der Haushalte zu. Zwar ist die Aufnahme von Krediten nichts Neues, die Zunahme der Konsumkredite und die zunehmende Verbreitung von Kreditkarten jedoch schon. Das geht auch mit einer Änderung der Strategie der Banken einher, die sich im Laufe der letzten Jahrzehnte vermehrt auf das Geschäft der Konsumkredite stürzten. Hypothekarkredite stellen jedoch nach wie vor in allen Ländern die weitaus wichtigste Form von Krediten an private Haushalte dar (Stockhammer 2014: 38). Die Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte wird in der Mainstream-Literatur dadurch erklärt, dass Haushalte rational ihre Verschuldung mit dem Vermögen steigern. Die Politische Ökonomie hingegen sieht die veränderten Konsumnormen und die stagnierenden Einkommen als Grund für die zunehmende Verschuldung der Haushalte (Stockhammer 2014: 39). Diese Entwicklungen sind nicht unabhängig vom Finanzbereich und dem zugrunde liegenden Akkumulationsregime zu sehen. Je mehr Bereiche der Gesellschaft von den Finanzmärkten erschlossen werden, desto stärker sind die Interessen des Finanzsektors vertreten. Es ist zu interpretieren als eine neue Form der Ökonomie, die von den Interessen des Finanzsektors angetrieben ist.

Erst in Krisenzeiten, wenn sich eine gewisse Wertlosigkeit einer bestimmten Kapitalakkumulation erweist, wird klar, warum der Drang der Kapitalverwertung einen instabilen Charakter hat. In Zeiten, in denen die produktive Akkumulation an ihre Grenzen stößt, scheinen Finanzanlagen wegen ihrer hohen Liquidität besonders attraktiv. Die Liquidität bezeichnet Minsky (vgl. Minsky 1992) als eine fiktive Liquidität, die sich aus dem Geschäft mit Preisveränderungen speist. Wobei hier auf die keynesianische Definition von Liquidität zurückgegriffen wird, derzufolge Liquidität von zwei Determinanten abhängt: der Fähigkeit Kapitalgewinne zu erzeugen, und diese Vermögenswerte rasch und ohne Kosten in internationaler Währung zu konvertieren (Keynes 1936/1997: 226). Die Nachfrage nach den Finanzanlagen lässt deren Preise steigen. Kapitalgewinne entstehen dadurch, dass Finanzaktiva zu höheren Preisen verkauft werden können, als sie gekauft wurden. Die Inflation der Preise von Finanzaktiva zeichnet eine finanzierte Akkumulation aus. Die dadurch entstehenden liquiden Mittel werden vermehrt eingesetzt, um wiederum neue Liquiditätsquellen zu schaffen. Zudem wird auf Preisveränderungen am Finanzmarkt spekuliert. Die Liquidität wird dann in erster Linie von

Preisänderungen der gehandelten Vermögenswerte bestimmt und weniger von deren Eignung Einkommen zu generieren (Kregel 2014: 10 f). Die profitablen Finanzgeschäfte führen allerdings zu einem Punkt, wo die Preissteigerungen der Finanzaktiva unverhältnismäßig größer sind als die Erträge im produktiven Sektor. Dann kann es zu einem heftigen Preisverfall auf den Finanzmärkten kommen (Becker 2002: 75 f).

Auch Minsky (Minsky 1992) argumentiert, dass im finanzgetriebenen Kapitalismus der erwartete Profit ausschlaggebend ist. Die erwarteten Profite hängen von zukünftigen Investitionen ab, und die realisierten Profite wiederum bestimmen die Investitionen. Minsky formulierte dazu die *Financial Instability Hypothesis*, in der dargelegt ist, dass durch die steigenden Profite und die damit zusammenhängenden positiven Erwartungen die Wirtschaft von einer stabilen zu einer instabilen Finanzierungsform übergeht. Somit ist die Stabilität des Finanzsektors ebenfalls abhängig von den Preisveränderungen der gehandelten Vermögenswerte. Durch die steigende Profitabilität im Finanzwesen wird um liquides Kapital konkurriert (Kaltenbrunner 2011: 136). Der Finanzsektor kann so abgekoppelt vom Realsektor expandieren. Diese tendenzielle Überakkumulation im Finanzwesen lässt FinanzinvestorInnen als zentrale AkteurInnen auftreten (Huffs Schmid 2009: 64).

3. Finanzialisierung in der (Semi-)Peripherie

In der (Semi-)Peripherie und in den Zentrumsökonomien des globalen Wirtschaftssystems sind unterschiedliche Finanzialisierungstendenzen zu beobachten, wenn sie auch in engem Zusammenhang zueinander stehen. Kommt es zu einer Erschöpfung der Akkumulationsweise, werden nicht nur alternative liquide Anlageformen, sondern auch alternative Anlageregionen gesucht. Für das Geldkapital der Zentrumsökonomien wird dann auch die (Semi-)Peripherie interessant. In Lateinamerika sind Phasen starker abhängiger Finanzialisierung beobachtbar. Das hängt vor allem mit den Kapitalflüssen zusammen, die von den Zentrumsökonomien in die (Semi-)Peripherie flossen (Schmalz 2008: 212 ff). Der Zugang zu Auslandskapital ist in vielen Ländern der (Semi-)Peripherie willkommen. Das ist zurückzuführen auf den oftmals vorliegenden Devisenmangel. Die geringe lokale Produktion von Kapitalgütern und die Importabhängigkeit tragen dazu bei. Das zufließende Kapital kann zur Stärkung der Industrialisierung und der produktiven Akkumulation eingesetzt werden. In

diesem Fall kommt es zu einer verschuldeten Industrialisierung (Becker 2014: 183), mit der Hoffnung, die Inlandsproduktion so stärken zu können, um sich der Abhängigkeit von außen entziehen zu können. Bleibt jedoch die Importabhängigkeit bestehen, kommt es erneut zu einem Devisenmangel. Das bedeutet eine steigende Verschuldung und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz. Falls jedoch der lokale Akkumulationsprozess bereits an die Grenzen stößt, dann können durch das Auslandskapital neue Finanzialisierungsprozesse in Gang gesetzt werden. Die Investitionen fließen dann weniger in etwaige Produktionsstätten, sondern vielmehr in den Handel von Finanzanlagen, und das Kapital fließt vorwiegend in den Finanzsektor. Die Entstehung von Finanzialisierungsprozessen ist daher insbesondere von außen geprägt (Becker 2014: ebd.).

Die Auswirkungen der Finanzialisierung nehmen in der (Semi-)Peripherie je nach Art des Finanzialisierungsprozesses unterschiedliche Ausmaße an. Eine starke Aufwertung der Währung und Hochzinspolitik sind Merkmale einer abhängigen Finanzialisierung und sind inhärent instabil (Becker 2014: 192).

Die Aufwertung der Währung, die tendenziell mit dem zufließenden Kapital in Verbindung steht, wird in vielen Fällen von der Regierung gewünscht, die Importe werden dadurch relativ billiger. Das wirkt sich negativ auf die Exporte aus. Besonders Länder in der (Semi-)Peripherie mit starker Abhängigkeit zu Rohstoffexporten sind davon betroffen. Zudem können Spekulationen auf den Rohstoffmärkten zu starken Preisschwankungen führen, was sich direkt in der Leistungsbilanz des exportierenden Landes bemerkbar macht. Mehr Kapitalzuflüsse sind die Folge (Jäger/Leubolt 2014: 2014: 178 f).

Allerdings kann das zu einer Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen führen, die Regierungen in einen Teufelskreis der Verschuldung und zu einer Wirtschaftspolitik drängen, die den Interessen des Finanzsektors nachgeht. Beruht die Akkumulationsstrategie auf Zuflüssen von ausländischem Kapital, führt die verstärkte Nachfrage der ausländischen InvestorInnen nach inländischer Währung zu einer Währungsaufwertung (vgl. Fritz et al. 2014; Schmalz 2008). Die Regierungen versuchen diese Akkumulationsstrategie zu bestärken, indem sie zugunsten des Auslandskapitals handeln. Es kommt zu einer Anhebung der Zinsen, um Kapital und Unternehmensprivatisierungen anzulocken. Die unterschiedlichen Zinsniveaus in der (Semi-)Peripherie und den Zentren werden genutzt, um Geld zu relativ günstigen Zinsen aufzunehmen und zu höheren Zinsen in einem anderen

Land zu verleihen. Diese Art von Finanzierung kann jedoch zu starken Wechselkursschwankungen führen, aufgrund der wechselnden Richtung der Kapitalflüsse. Daher sind abhängige finanzialisierte Länder oft charakterisiert durch rigide Wechselkurse und Hochzinspolitik (vgl. Fritz et al. 2014). Die Währungsaufwertung schwächt wiederum die inländische Industrie, da die Exporte relativ teuer werden und die Industrie an Wettbewerbsfähigkeit verliert. Kommt es zu einer Stimulierung der inländischen Nachfrage durch eine Kreditausweitung, stärkt das wiederum die Importe. Die Importe nehmen zu und die Handelsbilanz verschlechtert sich (Fischer 2013: 18). Dann sind noch mehr Kapitalzuflüsse notwendig, um das Defizit auszugleichen.

Zu der erhöhten Verschuldung im Ausland kommen die zusätzlichen Belastungen durch die steigenden Zinszahlungen. Die Leistungsbilanz wird noch schlechter. Derweil kommt es oft zu einer Abwertung der Währung, um die Leistungsbilanz zu verbessern. Schließlich drehen sich die Kapitalflüsse um und fließen von den Ländern wieder ab. Das Modell der abhängigen Finanzialisierung kommt ins Kippen, und das Finanzialisierungsmodell kollabiert. Außerdem bedeutet eine Abwertung eine relative Verteuerung der Schulden- und Zinszahlungen in inländischer Währung. Besteht die Verschuldung auch in Fremdwährung, meistens US-Dollar, dann schlägt sich das auch auf den Bankensektor durch. Die DevisenschuldnerInnen können die Schulden nicht mehr bedienen. Somit kann eine Dollarisierung die Krisendynamik deutlich verstärken (Becker 2014: 192).

Die Finanzialisierungstendenzen verstärken zudem die wirtschaftliche und gesellschaftliche Ungleichheit. Die hohen Zinsen sind eine Belastung für den Staatshaushalt und beschränken die Handlungsmöglichkeiten einer Regierung für Wirtschaft- und Sozialpolitik, und der Sozialstaat gerät unter Druck (Stockhammer 2014: 44 f). Das drückt auch auf die Beschäftigung im öffentlichen Dienst. Zudem wirken sich die De-Industrialisierungstendenzen negativ auf Beschäftigung und Löhne im Industriesektor aus, was die Einkommensschere ebenfalls auseinanderklaffen lässt. Erträge aus hohen Zinsen kommen wiederum nur einer kleinen (elitären) Gruppe der Bevölkerung zugute. Das führt zu einer Polarisierung der Einkommen, die auch in der (Semi-) Peripherie zu beobachten ist (Becker 2014: 191).

4. Der brasilianische Finanzsektor

Mit der Finanzialisierung veränderte sich die Funktion des Banken- und Finanzsektors. Finanzinsti-

tutionen haben nicht nur mehr die Aufgabe Geld zu verleihen, sondern generieren auch selbst Profite, indem sie in Vermögenswerte investieren. Die Marktfähigkeit und die Handelbarkeit von Vermögenswerten wurden so zu einem zentralen Anliegen des Banken- und Finanzsektors. Komplexe Risiken von Finanzgeschäften werden aufgeteilt und in neue Finanzgeschäfte verpackt. Das Bewerten und Handeln von Risiken wurde unerlässlich im Finanzgeschäft, angesichts der steigenden Risiken in einem von Marktkräften dominierten Finanzsystem. Die Verbriefung und die Transformation von verschiedenen Vermögenswerten und Schulden zu handelbaren Instrumenten wurden zu einer zentralen Aufgabe des Finanzsektors. Das erlaubte Banken, ihre Bilanz auszuweiten, da Risikopositionen diversifiziert und ausgelagert werden konnten.

In Brasilien ist die Integration des brasilianischen Finanzmarktes in den Weltmarkt und die Forcierung der Finanzialisierungsprozesse seit den 2000er Jahren zu erkennen. Seit 1999, mit dem Ende der Finanz- und Währungskrise, hat Brasilien eine stabile Währung, den Real. Seitdem verfolgt die brasilianische Wirtschaft das Ziel der Inflationsstabilisierung. Das trug dazu bei, das Vertrauen in den brasilianischen Finanzmarkt wiederherzustellen (Moreira et al. 2011: 712 f). Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen standen zu dieser Zeit sehr günstig. Die Rohstoffpreise und der Kapitalzufluss zu (semi-)peripheren Ländern stiegen stetig. Außerdem wurden 2003 die Kapitalmärkte in Brasilien, unter der Regierung Lula, weitgehend liberalisiert (Gallagher/Prates 2014: 10). Die brasilianische Wirtschaft deregulierte Kapitalbewegungen und öffnete sich den internationalen Kapitalmärkten. Die Währungspolitik setzte auf eine restriktive Geldpolitik. Das sicherte die Effektivität einer stabilen Inflation, zwang allerdings die Zentralbank dazu, unter den Bedingungen des freien Kapitalverkehrs, die Wechselkurse schwanken zu lassen. Folglich wirkte sich die Einhaltung des Inflationsziels in dieser Periode in einem Aufwertungsstrend der brasilianischen Währung aus, begleitet von einem Aufbau der internationalen Reserven, um die außenwirtschaftliche Position zu stärken (Gallagher/Prates 2014: ebd.).

Auch die makroökonomischen Rahmenbedingungen erhöhten die Attraktivität Brasiliens als Anlageziel. Die Schuldenlast als Anteil des BIP konnte in dem letzten Jahrzehnt gesenkt werden. Das ist unter anderem auf die Verbesserung des Fiskalhaushalts und die Stabilisierung der Inflation zurückzuführen. In Tabelle 1 sind ausgewählte makroökonomische Indikatoren

Tabelle 1: Makroökonomische Indikatoren

MAKROÖKONOMISCHE INDIKATOREN													
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Trend
BIP Wachstum (%)	4,31	3,02	3,96	6,06	5,09	-0,13	7,53	3,92	1,93	3,02	0,11	-3,82	
Leistungsbilanz (% d. BIP)	-3,70	1,57	1,23	0,11	-1,66	-1,46	-3,43	-2,94	-3,01	-3,03	-4,31	-3,32	
IWF Rohstoffpreis Index *	61,06	105,97	120,95	156,74	98,24	140,81	174,96	184,15	182,56	184,21	130,87	90,73	
Inflation (Verbraucherpreis)	7,04	6,87	4,18	3,64	5,66	4,89	5,04	6,64	5,40	6,20	6,33	9,03	
Devisenreserven (Mio USD)	33.011	53.799	85.843	180.334	193.783	238.539	288.575	352.012	373.161	358.816	363.570	356.456	
Staatl. Versch.netto (% d. BIP)	46,97	47,92	46,49	44,14	37,09	40,36	37,97	34,49	32,25	30,59	33,11	*36,19	

* Alle Rohstoffe, inkl. Öl, monatl. Jeweils am Ende des Jahres, Basisjahr 2005 = 100

*(Schätzung)

Quelle: Weltbank, Global Economic Monitor, Banco Central do Brasil (BCB)

ersichtlich. Das BIP-Wachstum ist in den Jahren vor der Krise stetig angestiegen. 2007 hatte das brasilianische BIP eine Wachstumsrate von 6,1 Prozent. Nach einem Einbruch 2009 ist es in dem Jahr darauf sogar auf 7,53 Prozent angestiegen. Zudem befand sich die Leistungsbilanz als Anteil des BIP in den Vorkrisen-jahren im positiven Bereich und hat sich seither stetig verschlechtert. Der Rohstoffpreisindex des IWF, der alle Rohstoffe inklusive Öl beinhaltet, zeigt ein positives Bild. Die Rohstoffpreise haben sich zwischen 2000 und 2007 mehr als verdoppelt. Nach einem Einbruch 2008 ist eine beachtliche Erholung festzustellen, und seit 2013 sinken die Preise wieder.

Allerdings befindet sich der Zufluss von *Foreign Direct Investment* (FDI) auf einem hohen Niveau in den letzten Jahrzehnten, sogar während der Krisenjahre, wie im folgenden Abschnitt gezeigt wird. Weiters floss Portfolio-Kapital verstärkt nach Brasilien, so wie auch in anderen semi-peripheren Volkswirtschaften mit hohen Zinsraten. Brasilien hat gezielt Maßnahmen eingesetzt, um mit diesen Zuflüssen zurechtzukommen, wie beispielsweise eine stärkere Flexibilisierung der Wechselkurse und Interventionen in den Devisenmarkt. Es kann jedoch nicht von stabilen Kapitalflüssen ausgegangen werden.

4.1 Liquidität am brasilianischen Finanzsektor

Liquidität bedeutet, Geld bzw. Kapital kann schnell investiert und wieder liquidiert werden, da genügend Zahlungsmittel und auch TauschpartnerInnen zur Verfügung stehen. Der Bankensektor und die Finanzinstitutionen sind entscheidend in der Bereitstellung von Liquidität für (internationale) InvestorInnen. Die Gründe für die erhöhte Liquidität sind mehrere. Zum einen ist es das Ergebnis der finanzierten Entwicklungen der letzten Jahrzehnte, zum anderen haben die spezifischen institutionellen Ausprägungen in Brasilien zu der erhöhten Liquidität auf dem Finanzmarkt beige-

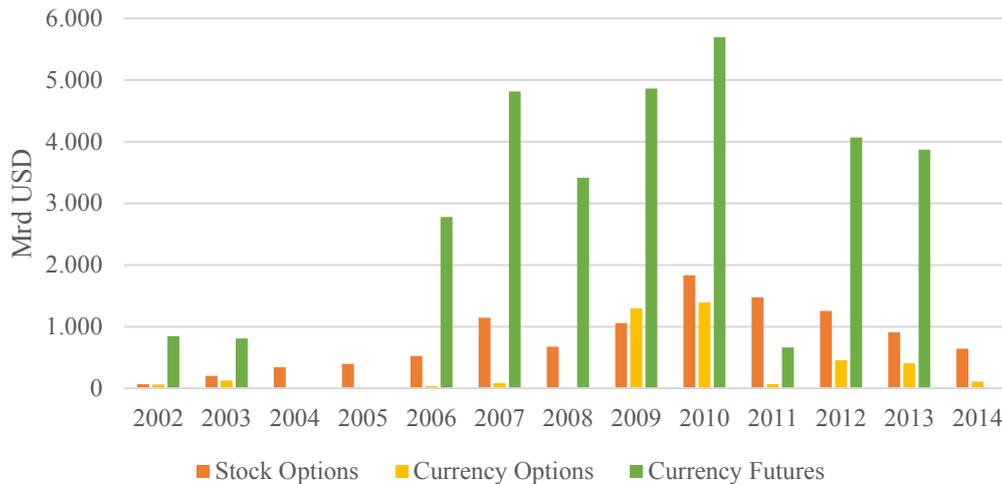
tragen (vgl. Gallagher/Prates 2014; Moreira et al. 2011; Schmalz 2008).

Die entwickelte Finanzstruktur und die Phase der hohen Inflation unterstützten Brasiliens Banken als aktive Playerinnen auf den Finanzmärkten. Brasilien hat im Vergleich zu anderen Ländern ein großes Volumen der Vermögenswerte, gemessen am BIP. Die von Investmentfonds gehaltenen Vermögenswerte in Brasilien machen mehr als 85 Prozent aller Vermögenswerte in Lateinamerika und mehr als 50 Prozent der Vermögenswerte in den BRIC-Staaten aus (Kaltenbrunner 2011: 148). Auch die Anzahl der Investmentfonds in Brasilien ist beachtlich. Die Assets des gesamten Finanzsektors in Brasilien erreichte 2000 ein Volumen von 80 Prozent des BIP (Kaltenbrunner 2010: 302). 2005 sind die Finanz-Assets weiter expandiert auf über 130 Prozent des BIP. Zu dieser Zeit wurden weitere Liberalisierungsmaßnahmen gesetzt und die brasilianische Wirtschaft für Kapitalflüsse geöffnet (Gallagher/Prates 2014: 10).

Die größte Börse in Brasilien ist die BMuFBovespa. Mit Sitz in São Paulo und gereiht nach Marktkapitalisierung stellt sie den größten Handelsplatz für Aktien in Lateinamerika dar. Sie ist die zweitgrößte Börse in Amerika und die viertgrößte der Welt (Kaltenbrunner 2010: 304). Der Großteil der Transaktionen des Derivatmarktes¹ laufen über die BMuFBovespa als zentrale Clearingstelle. Die Möglichkeit jedes Währungsrisiko abzusichern, zu vernachlässigbaren Kosten bei der lokalen Stelle, hat zu einer erhöhten Nachfrage nach Vermögenswerten in inländischer Währung geführt. Kaltenbrunner (vgl. Kaltenbrunner 2010) spricht in diesem Zusammenhang von der Internationalisierung des brasilianischen Real. Denn die liquiden lokalen Derivatgeschäfte haben maßgeblich zu dem steigenden

¹ Bei Derivaten handelt es sich um Termingeschäft auf der Grundlage von bestimmten Basiswerten. Der Preis hängt beispielsweise vom Börsenpreis der Wertpapiere oder Devisen ab.

Abbildung 1: Umsatz der Assets am brasilianischen Derivatmarkt



Quelle: BMFBovespa

Tabelle 2: Der brasilianische Derivatmarkt im Vergleich

	GRÖSSE DES DERIVATMARKTES IM VERGLEICH MIT AUSGEWÄHLTEN BÖRSEN							
	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2012	2014
BMFBovespa								
Stock Options und Futures								
Anzahl der Verträge	233.759.749,00	285.699.806,00	367.305.446,00	350.063.629,00	546.790.413,00	802.229.293,00	929.284.637,00	792.598.842,00
Umsatz in Mio USD	343.840,18	523.232,72	1.145.069,38	675.527,93	1.058.016,75	1.832.209,44	1.255.636,97	641.689,16
Währungs-Futures und -Options								
Anzahl der Verträge	NA	65.361.333,00	116.532.415,00	118.215.895,00	108.405.915,00	132.114.336,00	94.543.045,00	96.556.247,00
Umsatz in Mio USD	NA	2.812.912,88	4.899.143,83	NA	6.158.111,25	7.085.426,10	4.524.940,33	20.003.490,80
Chicago Board Options Exchange (CBOE)								
Stock Options								
Anzahl der Verträge	186.562.316,00	390.657.577,00	698.656.170,00	933.855.344,00	911.976.695,00	572.854.979,00	494.303.386,00	488.531.056,00
Umsatz in Mio USD	560.792,00	2.970.640,00	4.924.222,95	2.717.661,23	2.187.570,88	2.700.333,84	5.351.849,99	NA
Chicago Mercantile Exchange (CME) Group								
Währungs-Futures und -Options								
Anzahl der Verträge	51.207.964,00	113.627.541,00	144.126.683,00	157.809.600,00	4.542.506,00	11.052.049,00	213.761.429,00	202.126.453,00
Umsatz in Mio USD	6.182.761,00	13.851.331,00	17.954.487,00	21.387.990,00	20.125.324,00	29.979.473,00	26.701.953,00	23.886.873,00

Quelle: Eigene Berechnung, World Federation of Exchange (WFE)

Handel mit dem brasilianischen Real an Offshore-OTC-Märkten² beigetragen. Der Derivatmarkt hat es internationalen Banken erst ermöglicht, die inländische Währung offshore zu verkaufen und das Währungsrisiko lokal, zu günstigen Bedingungen, abzusichern.

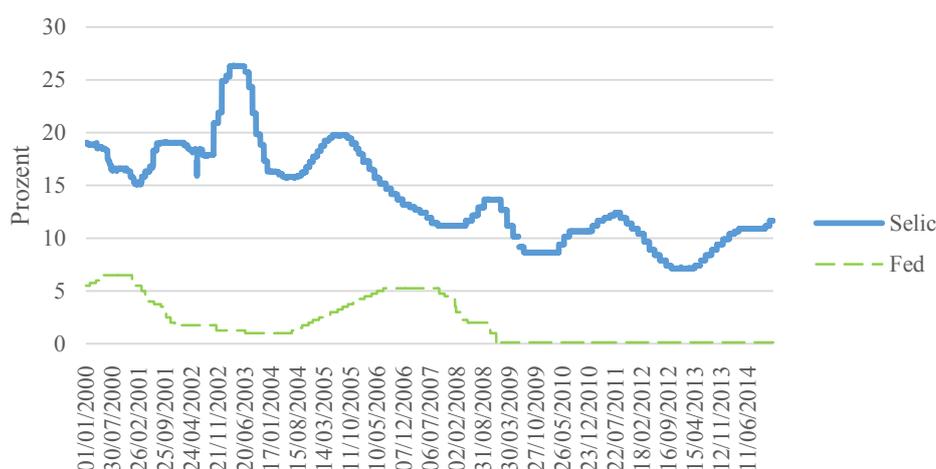
Die große Anzahl der involvierten Institutionen und die geringen Transaktionskosten des brasilianischen Finanzmarktes bieten für ausländische InvestorInnen die Möglichkeit, Geschäfte zu geringen Kosten und einer raschen Ausstiegsoption zu betreiben. Geschäfte mit Derivaten erlauben ein höheres Leverage, da nur eine Hinterlegung der Sicherheitsleistung erforderlich ist. Das ermöglicht den MarktteilnehmerInnen ihre Bilanzen auszuweiten und Risiken zu handeln. Die steigende Rolle

des Risikomanagements und des Einkommen generierenden Handelns ist eine bedeutende Erscheinungsform der Finanzialisierung (Kaltenbrunner 2010: 299). Um das Handeln am Finanzmarkt zu ermöglichen, sind vor allem zwei Komponenten von Bedeutung: die Möglichkeit Profit zu generieren und der Liquiditätsgrad. Liquidität im inländischen Kontext bedeutet, Investitionen zu jeder Zeit und ohne Verluste in Geld konvertieren zu können. Im internationalen Kontext stellt Liquidität die Möglichkeit dar, inländische Vermögenswerte in eine Fremdwährung zu konvertieren (vor allem US-Dollar), um ausstehende Verbindlichkeiten begleichen zu können.

Das Asset-Volumen am brasilianischen Derivatmarkt ist in den letzten Jahren massiv angestiegen. Gehandelt wurden vor allem Stock Options, Currency Options und Currency Futures. Wie in Abbildung 1 zu erkennen ist, ist das Volumen der Currency Futures stärker angestiegen. Currency Futures sind Termin-

² Mit Offshore-Markt ist ein Bankgeschäft gemeint, das sich der Reichweite der Regulierungen entzieht, indem eigene Zweckgesellschaften eingerichtet werden.

Abbildung 2: Leitzins der Fed und der BCB (Selic)



Quelle: Eigene Berechnung, Institute for Applied Economic Research (IPEA)

geschäfte zum Austausch einer Währung gegen die andere. Das Geschäft ist zu einem gewissen Zeitpunkt, zu einem bestimmten Preis, fällig, den der Wechselkurs bildet. Die Currency Futures in Brasilien werden vorwiegend in US-Dollar gehandelt. Der Derivatmarkt hat sogar während der Krisenjahre expandiert, trotz eines kurzen Einbruchs 2008. Die Größe des brasilianischen Derivatmarktes verdeutlicht Tabelle 2. Die Anzahl der gehandelten Verträge von Währungs-Futures und -Options hat sich von 2006 bis 2008 fast verdoppelt. Zwar ist bei der Anzahl der Verträge seit 2012 ein Rückgang zu verzeichnen, nicht jedoch bei dem gehandelten Umsatz, der erreichte beinahe die Werte des Umsatzes der *Chicago Mercantile Exchange Group*, eine der größten Börsen der Welt.

4.2 Die Rolle der brasilianischen Zentralbank

Der institutionelle Rahmen und die geldpolitischen Ziele ebneten den Weg für die erhöhte Liquidität am brasilianischen Finanzmarkt. Die Inflation als oberstes Ziel der Geldpolitik impliziert die Minimierung der Inflationsrisiken auf den Finanzmärkten. Ein Inflationsrisiko kann beispielsweise für AnlegerInnen entstehen, wenn sich der Vermögenswert durch einen nachhaltigen Anstieg der Inflationsrate reduziert. Außerdem ermöglicht das Inflationsziel einen vorhersehbaren makroökonomischen Rahmen, und die inländische Währung kann nach globalen Kriterien bewertet werden (Barbosa-Filho 2008: 188).

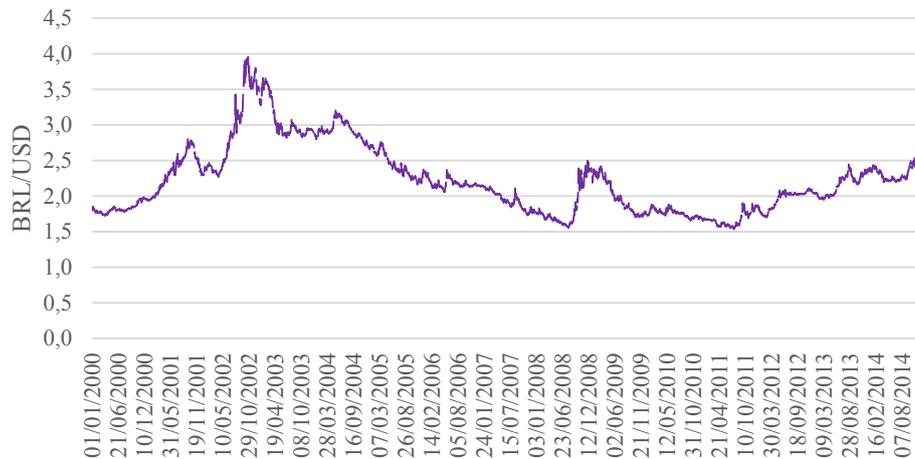
Der flexible Wechselkurs ist ein wichtiges Instrument zur Erreichung des Inflationsziels. Nach der Analyse des Trilemmas der Wechselkurspolitik (vgl. Krugman/

Obstfeld 2009) führt die autonome Geldpolitik, unter der Voraussetzung des freien internationalen Kapitalverkehrs, unumgänglich zu Wechselkursschwankungen. Die schwankenden Preise der Wechselkurse werden wiederum als profitables Finanzgeschäft genutzt. Gleichzeitig hat die makroökonomische Stabilität eine Signalwirkung, die zur erhöhten Attraktivität der brasilianischen Vermögenswerte beiträgt (Kaltenbrunner 2010: 307). Durch das flexible Wechselkursregime wurden Wechselkursschwankungen zu einem wichtigen Teil der Rendite.

Das Inflationsziel konnte mit steigenden realen Zinsen eingehalten werden. Die hohen Zinsen führten zu einer permanenten Aufwertung des Wechselkurses. In Abbildung 2 und Abbildung 3 ist die Entwicklung einerseits des Leitzinses der US-amerikanischen Zentralbank Federal Reserve (Fed) und der brasilianischen Zentralbank (BCB) und andererseits die Entwicklung des US-Dollar-Real-Wechselkurses dargestellt. Zwischen 2000 und 2008 ist ein konstantes Zinsdifferenzial von über 10 Prozent zu erkennen. Je höher das Zinsdifferenzial, desto profitabler der sogenannte *Carry Trade*³. Die Kombination aus der hohen Zinsrate und

³ Der sogenannte *Carry Trade* ist eine Handelsstrategie, bei der Geld zu niedrigen Zinsen aufgenommen und in ein Asset mit höherer Rendite investiert wird. Das bedeutet, es wird Geld in einer Währung mit niedrigen Zinsen aufgenommen und in eine andere Währung konvertiert, um es in Assets einzusetzen, wie beispielsweise Stocks, Bonds, o.a. Vor allem aber werden damit Wechselkurse potenziellen starken Schwankungen ausgesetzt. Wenn es zu abrupten Schwankungen am Finanzmarkt und des Wechselkurses kommt und die InvestorInnen ihre Portfolios anpassen, kann das zu weitreichenden Konsequenzen des globalen Finanzmarktes führen.

Abbildung 3: Wechselkurs Real/US-Dollar



Quelle: Eigene Berechnung, Institute for Applied Economic Research (IPEA)

der starken Wechselkursaufwertung ermöglichte hohe Erträge in US-Dollar für ausländische InvestorInnen. Die steigende Liquidität der brasilianischen Assets hat die internationale Anteilnahme verstärkt. Der brasilianische Real wurde so zu einer der meist gehandelten Währungen in den letzten Jahren (vgl. Fritz et al. 2014; Kaltenbrunner 2010).

Auch die brasilianische Zentralbank war maßgeblich an der Bereitstellung von Liquidität beteiligt, indem zunehmend Devisenreserven in den Jahren vor der Krise zugekauft wurden. Die BCB wollte dadurch eine abrupte Aufwertung des Real verhindern (Kaltenbrunner 2010: 302). Besonders zwischen 2006 und 2008 hat die Zentralbank die Devisenreserven massiv aufgestockt. Die Devisenreserven beliefen sich 2008 auf knapp 200 Milliarden US-Dollar. Das signalisierte Sicherheit für InvestorInnen, da ausreichend Reserven zur Verfügung stehen, um mögliche Liquiditätspässe durch spekulative Attacken abzuwehren.

Die Devisenkäufe, vorwiegend in US-Dollar, führten zu einem großen Angebot von kurzfristig fälligen Wertpapieren (short-term securities) am brasilianischen Bankensektor vonseiten der Zentralbank. Das hat zur Expansion der Auslandsaktivitäten des Bankensektors und somit zur internationalen Finanzialisierung Brasiliens beigetragen (Kaltenbrunner 2010: 309).

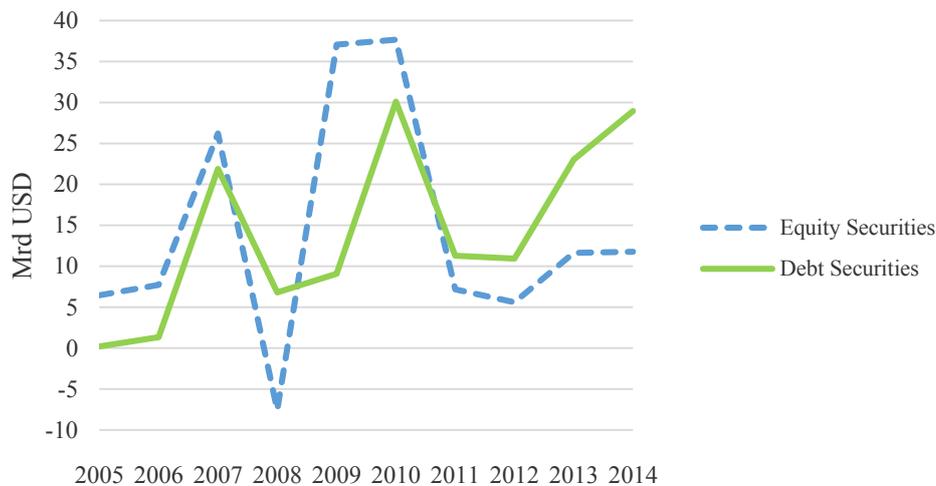
4.3 Kreditmarkt

Der Kreditmarkt in Brasilien ist stärker als in anderen Ländern durch öffentliche Kreditinstitute geprägt. Die Refinanzierung erfolgt in erster Linie über den

inländischen Markt, brasilianische Banken haben nur geringe Verbindlichkeiten im Ausland. Öffentliche Banken spielen mit knapp 40 Prozent des Kreditvolumens eine große Rolle (vgl. Steinhilber 2008; Schmalz 2008). Die anti-zyklische Rolle der staatlichen sowie auch privaten Banken während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise stellten einen wichtigen Milderungsfaktor dar. Besonders die öffentlichen Banken, *Banco do Brasil* (BB), *Caixa Federal* (CF) und die Entwicklungsbank (BNDES) waren daran maßgeblich beteiligt (Moreira et al. 2011: 708 ff). Die brasilianische Regierung setzte Maßnahmen, die es den drei größten staatlichen Banken (BB, CF, BNDES) ermöglichte, ihre Kreditvergabe auszuweiten, als Reaktion auf die verschärfte Situation seit Ausbruch der Krise am privaten Bankenmarkt (Schmalz et al. 2011: 71). Die anti-zyklischen Maßnahmen waren sehr wichtig, um das Kreditangebot aufrechtzuerhalten und die Liquiditätspräferenzen zu bedienen. Es wurden neue Kreditlinien für verschiedene Wirtschaftssektoren zur Verfügung gestellt. Wie beispielsweise Kredite mit günstigen Konditionen für die Baubranche, die Taxibranche oder die Landwirtschaft (Moreira et al. 2011: 711).

Die BB gründete einen Fonds, mit dem Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) vergeben wurden mit einem Volumen von 5 Milliarden Reais. Im Juni 2009 wurde der Fonds erweitert auf 11,6 Milliarden Reais. Der Fonds begünstigte insgesamt 303 000 KMUs, deren Umsatz 22 Prozent des BIP ausmachte. Weiters wurde es der BB und CEF ermöglicht, Eigentumsanteile an privaten und staatlichen Finanzinstitutionen in Brasilien zu erwerben. Damit sollte sichergestellt

Abbildung 4: Portfolio Investment in Brasilien



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

werden, dass auch tatsächlich Liquidität in den Interbankenmarkt fließt, da es vor allem die staatlichen Banken waren, die ihr Kreditportfolio ausweiteten.

Vonseiten der BCB wurden geldpolitische Maßnahmen erweitert, um die Liquidität am Interbankenmarkt aufrechtzuerhalten. Indem die Anforderungen in Bezug auf die Reservequoten für Banken verändert wurden, beeinflusste die BCB das Volumen, das an Krediten an andere Finanzinstitutionen verliehen werden kann. Im Oktober 2010 ermöglichte die Bank die Reduzierung der Reserveanforderungen für Kreditportfolios um 40 Prozent, um die Kreditvergabe von großen Banken an kleinere zu fördern. Das wurde später sogar auf 70 Prozent ausgeweitet (Moreira et al. 2011: 705). Zudem wurde die BCB autorisiert, selbst Kreditportfolios aufzunehmen, um Finanzinstitutionen mit Liquiditätsproblemen zu unterstützen. Andere Maßnahmen betrafen die langfristige Zinsrate der BNDES-Kredite, die von 6,25 Prozent auf 6 Prozent gesenkt wurden, um die Kosten für langfristige Kredite zu senken, ein historischer Tiefstwert der BNDES-Kredite (vgl. Prates/Fritz 2013).

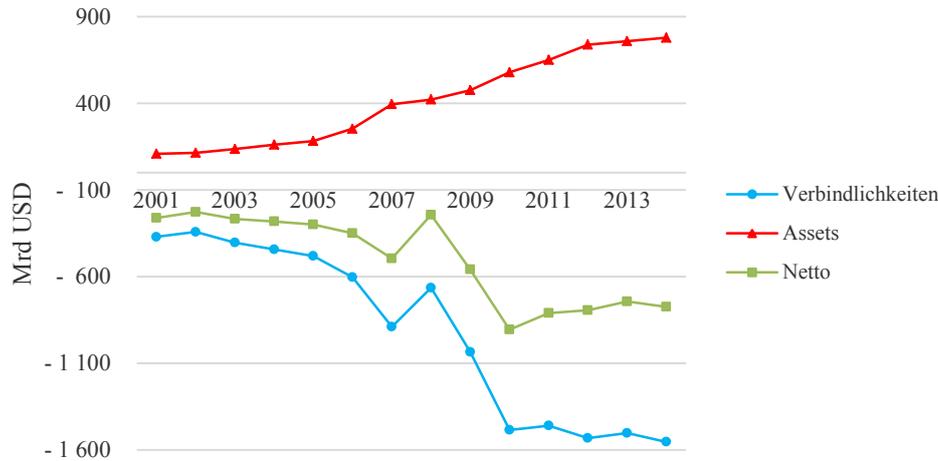
4.4 Die globale Finanzkrise und Wechselkursdynamiken

Die Finanzialisierung Brasiliens kann deutlich an der Internationalisierung des Real beobachtet werden. Nicht nur, dass vermehrt ausländische InvestorInnen auf dem brasilianischen Finanzmarkt investierten, auch der Real selbst wurde zu einem international gehandelten Portfolio.

Portfolio-Investitionen stellen eine wichtige Form der Auslandsinvestitionen in Brasilien dar. Dabei handelt es sich um Übertragungen inländischen Kapitals ins Ausland, und sie beziehen sich rein auf Geldanlagen. Es stellt eine Anlageform dar, die aus Rendite- oder Risikokalkül eingegangen wird. Gewinnmöglichkeiten ergeben sich beispielsweise aus erwarteten Kursbewegungen am Wertpapiermarkt sowie durch Risikodiversifikation. Im Gegensatz dazu stellen Direktinvestitionen (FDI) eine Form der Auslandsinvestitionen dar, mit dem Ziel Unternehmen oder Immobilien zu erwerben. Motive dafür können beispielsweise Steuervorteile oder günstigere Faktorpreise sein. FDIs spielen auch in Brasilien eine wichtige Rolle. In Abbildung 4 sind die Portfolio-Investitionen aufgeschlüsselt in *Equity Securities* (Dividendentitel oder Beteiligungsrechte) und *Debt Securities* (Schuldverschreibungen) dargestellt. Wobei Debt Securities auch Staatsanleihen und Kreditausfallversicherungen (CDOs, CDs etc.) beinhalten. Nach wie vor sind die Portfolio-Investitionen sehr bedeutend für Brasilien. Die Equities sind nach einem Einbruch 2008 auf ein Niveau von über 35 Milliarden angestiegen. Die Beteiligung an der brasilianischen Börse ist dabei vorwiegend auf kurzfristige Finanzierungsmöglichkeiten ausgerichtet. Die Kurzfristigkeit der Finanzierungsgeschäfte wird deutlich an dem starken Einbruch 2008: Zwischen August und Dezember 2008 sind mehr als 12 Milliarden Portfolio-Investitionen aus dem Land zurückgeflossen.

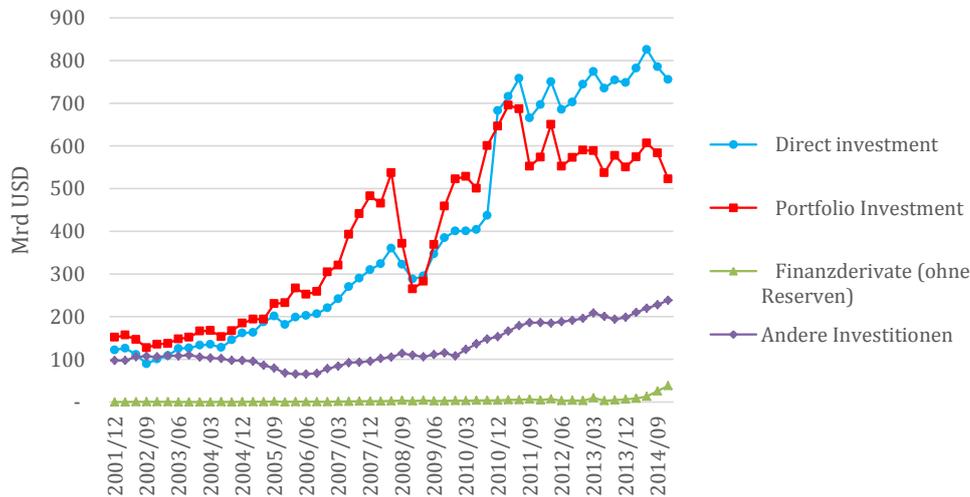
Die Kapitalflüsse von internationalen Investitionen sind in Abbildung 5 dargestellt. Im Wesentlichen beinhaltet die Investment Position das Vermögen und

Abbildung 5: International Investment Position in Brasilien



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

Abbildung 6: Verbindlichkeiten der Internationalen Investment Position in Brasilien



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

die Verbindlichkeiten der Investitionen. Die Nettoposition der internationalen Investitionen unterteilt sich in Direktinvestitionen, Portfolio-Investitionen, internationale Reserven und andere Investitionen (siehe Abbildung 6). Die Verbindlichkeiten stellen die Assets dar, die von ausländischen InvestorInnen gehalten werden, wohingegen die Assets die Investitionen im Ausland abbilden. Die Verbindlichkeiten sind in den letzten Jahren angestiegen, was zu einer Verschlechterung der Nettoposition führte. Während der Krisenjahre floss Kapital weiter von den Zentrumsländern nach Brasilien. Dies zeigt die Dynamik zwischen den Finanzmärkten der (Semi-)Peripherie und des Zentrums auf. Die sinkende Profitabilität in den entwickelten

Finanzmärkten führte zu verstärkten Kapitalflüssen in die aufstrebenden Finanzmärkte. Investitionen wurden in Ländern mit einer hohen Zinsrate und stabilen makroökonomischen Indikatoren forciert (Kaltenbrunner/Painceira 2009: 8).

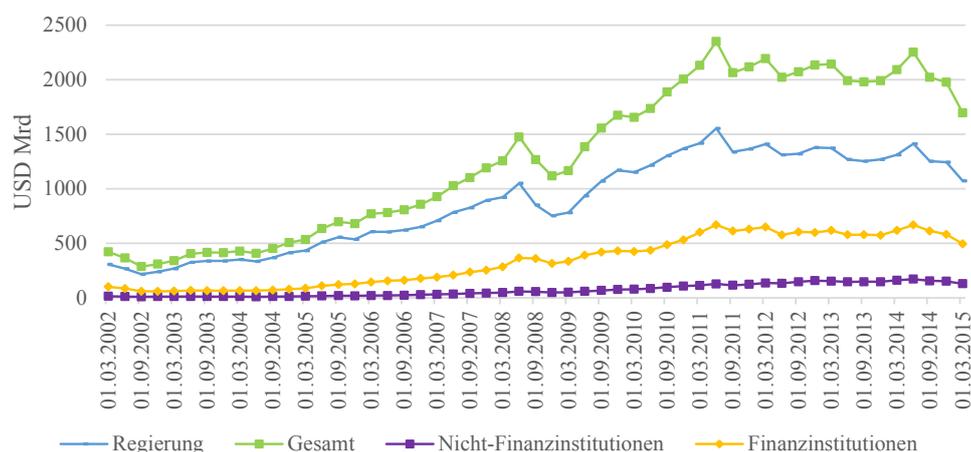
Die Kapitalzuflüsse spiegeln die ausstehenden Schuldtitel im Inland sowie auch international wider. In Tabelle 3 ist zu sehen, dass die internationalen Schuldverschreibungen stagnierten, während die inländischen Schuldverschreibungen kontinuierlich zunahmen, und erreichten 2009 ein Niveau von 1,6 Billionen US-Dollar. Diese Zahlen beinhalten die Schuldverschreibungen sowohl in Real als auch in Fremdwährung. Laut der BCB sind allerdings beinahe

Tabelle 3: Ausstehende Schuldtitel im Inland und international

AUSSTEHENDE SCHULDTITEL IN USD MILLIONEN													
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Outstanding Stock													
International	78.157	86.467	82.388	81.673	77.613	81.854	76.104	91.234	114.668	134.733	148.632	152.265	161.504
Inland	308.097	414.313	506.556	681.327	855.581	1.191.447	1.117.145	1.675.322	2.006.226	2.117.380	2.133.883	1.990.447	1.977.182

Quelle: Eigene Berechnung, Bank for International Settlements (BIS)

Abbildung 7: Ausstehende Schuldtitel nach Institutionen in Brasilien



Quelle: Eigene Berechnung, Bank for International Settlements (BIS)

100 Prozent der inländischen Schuldverschreibungen in inländischer Währung (Kaltenbrunner 2010: 311). Die inländischen Schuldverschreibungen sind ausgegeben am inländischen Markt, unabhängig von der Währung, in der sie gezeichnet wurden. Die internationalen Schuldverschreibungen hingegen sind nicht im Inland gezeichnet und fassen vor allem Eurobonds und Auslandsanleihen. Abbildung 7 zeigt die im Inland gehaltenen Schuldverschreibungen nach Institutionen unterteilt. Auch hier ist zu sehen, dass die gehaltenen Schuldtitel von Regierung und Finanzinstitutionen den größten Anteil an der Gesamtverschuldung bilden.

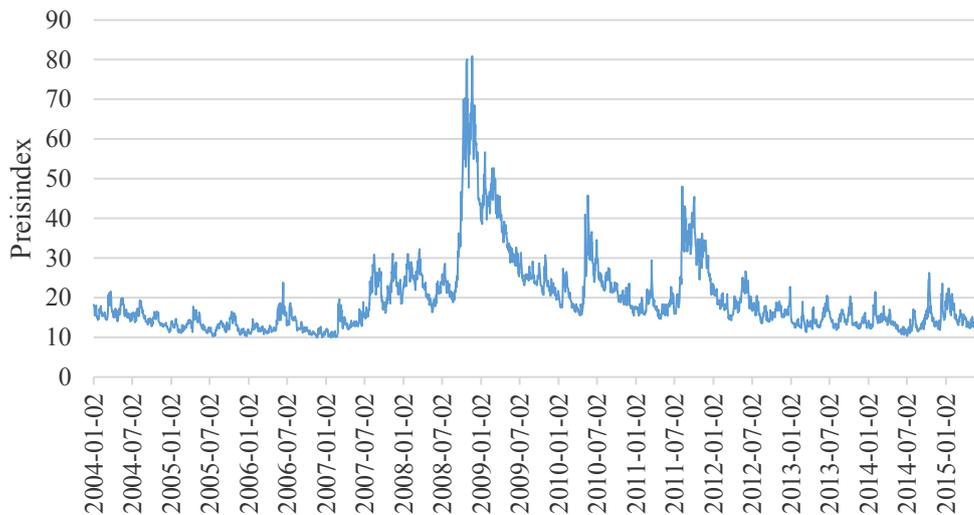
Die steigende Bedeutung der brasilianischen Anlagen spiegelt sich auch in der steigenden Teilnahme von InvestorInnen wie Hedgefonds und Private Equity-Firmen wider, die in entwickelten Finanzmärkten in der Regel sehr geringen Regulierungen unterliegen und demnach risikoreiche und spekulative Investitionsstrategien verfolgen. Der Anteil von ausländischen InvestorInnen am brasilianischen Finanzmarkt ist in den letzten Jahren gestiegen (Kaltenbrunner 2010: 314). Alleine am US-Dollar-Future-Markt (Derivatemarkt) ist der Marktanteil der internationalen InvestorInnen in den Vorkrisenjahren auf 25 Prozent angestiegen (Kaltenbrunner 2010: ebd). Das hatte wichtige Implika-

tionen für die Vulnerabilität der Wirtschaft. Wenn der Anteil an ausländischen InvestorInnen einer Wirtschaft zunimmt, werden die Dynamiken auf dem inländischen Finanzmarkt zunehmend von den Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten bestimmt (vgl. Moreira et al. 2011; Prates/Fritz 2013).

Wie in vielen Studien bereits darauf hingewiesen wurde, hatte besonders der Devisen-Future-Markt⁴ einen entscheidenden Einfluss auf den US-Dollar-Real-Wechselkurstrend (vgl. Kaltenbrunner 2010; Prates/Fritz 2013; Gallagher/Prates 2014; Moreira et al. 2011). Die Größe, sowohl in der hohen Anzahl der abgewickelten Geschäfte als auch in Umsatz, macht den Devisen-Future-Markt zentral, was wiederum zur hohen Liquidität am Devisen-Future-Markt beiträgt. Der brasilianische Real war die am zweithäufigsten gehandelte Währung weltweit am organisierten Derivatemarkt in 2010 (Prates/Fritz 2013: 15). Gallagher und Prates (Gallagher/Prates 2014: 10) sprechen hier von drei Merkmalen, die zu dieser Entwicklung beitrugen. Erstens erlaubt der institutionelle Rahmen am Währungsmarkt keine Bank-

4 Der Devisen-Future-Markt (Foreign Exchange Futures Market) ist der organisierte Teil am Devisen-Derivatemarkt.

Abbildung 8: VIX Volatility Index, Standard&Poor 500 Börsenindex



Quelle: Eigene Berechnung, Chicago Board Options Exchange (CBOE)

konten in ausländischer Währung, d.h. BankkundInnen im Inland und nicht im Inland Ansässige haben keinen Zugang zu Devisen-Spot-Positionen (Devisen-Kassaposition), d.h. Positionen in US-Dollar. Das bedeutet auch, dass Gewinne und Verluste am Devisen-Derivatemarkt nur in Real und nicht in US-Dollar beglichen werden. Zweitens hat das flexible Wechselkursregime dazu beigetragen, dass verstärkt Devisensicherungsgeschäfte (Hedging) und Spekulationsgeschäfte auf Devisen-Derivate nachgefragt wurden. Drittens gibt es einen unbeschränkten Zugang zum Devisen-Future-Markt für ausländische InvestorInnen.

Der Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und dem Investitionsverhalten von internationalen InvestorInnen wird in Abbildung 8 verdeutlicht. Dargestellt ist der VIX, ein Volatilitätsindex auf Basis des Standard&Poor 500 Börsenindex. Damit können kurzfristige Schwankungsintensitäten, implizite Volatilität, dargestellt werden. Der VIX wird auch als Indikator für Risikoaversion oder Marktverhalten herangezogen. Als die globale Risikoaversion stieg, haben internationale InvestorInnen ihre Portfolios an alternative Investitionen angepasst (Kaltenbrunner 2010: 318). Der Wechselkurs begann abzuwerten ab dem Zeitpunkt, als ausländische InvestorInnen ihre Positionen auf den Derivatemarkten änderten. Als im September 2008 der Bankrott von Lehman Brothers eintrat, floss massiv Kapital von der Peripherie zurück ins Zentrum.

Als die InvestorInnen die brasilianischen Vermögenswerte verkaufen mussten, führte das zu einer starken Nachfrage nach einer Fremdwährung. Brasilianische

Assets waren eine der ersten, die verkauft wurden, eben gerade durch die hohe Liquidität, charakterisiert durch die Konzentration in kurzfristige Finanzierungsgeschäfte. Während von 2004 bis 2008 eine permanente Stärkung des Wechselkurses zu erkennen ist, kam es im Zuge einer Kapitalabfuhr aus Brasilien zu einer Abwertung des Real. Die finanziellen Unsicherheiten am globalen Finanzmarkt und die internationale Anpassung der Portfolios an alternative Investitionen schwächten den Real. Mit dem Eintreten der Krise im Herbst 2008 hat sich das Investitionsverhalten am brasilianischen Finanzmarkt massiv geändert und es trat eine plötzliche Risikoaversion ein. Der abrupte Ausschlag der beiden Kurven und die Erholung bereits 2009 verdeutlicht die Kurzfristigkeit der Investitionsgeschäfte.

Die Wechselkursschwankungen setzten sich in den folgenden Krisenjahren fort. Nach der starken und abrupten Abwertung 2008 konnte der US-Dollar-Real-Wechselkurs bis 2011 wieder auf Vor-Krisen-Jahres-Niveau gebracht werden. Erst 2011 setzte eine erneute kontinuierliche Abwertung der Währung ein, von rund 1,6 auf rund 2,5 Real pro US-Dollar im Jahr 2014. Das globale Krisenszenario und die hohen inländischen Zinsen im internationalen Vergleich resultierten in einem starken Kapitalzufluss und werteten den Real auf (Prates/Fritz 2013: 13). Brasilien wurde Mitte des Jahres 2009 zu einer der Hauptdestinationen von Kapitalflüssen für Zentrums-Ökonomien (vgl. IWF 2011). Diese zweite Welle der Kapitalzuflüsse hat die brasilianische Regierung dazu veranlagt, einer makroökonomischen Strategie nachzugehen, die die Wäh-

rungsaufwertung dämmen sollte (neben der Priorität der Inflationsstabilisierung) (Gallagher/2014: 11). Die *Banco Central* senkte den Selic um 5 Prozentpunkte, von 13,75 Prozent im Dezember 2008 auf 8,75 Prozent im September 2009 (Moreira et al. 2011: 704). Nichtsdestotrotz blieb das Zinsdifferenzial zur US Fed Fund Rate eines der höchsten im Vergleich zu anderen sogenannten Emerging Markets, wie auch in Abbildung 2 zu sehen ist. (Gallagher/Prates 2014: 12). Vor diesem Hintergrund war es erneut für ausländische InvestorInnen ein ertragreiches Finanzgeschäft, durch kurzfristige Positionen am Devisen-Future-Markt auf die Aufwertung des Real zu spekulieren, d.h. US-Dollar zu verkaufen und Real zu kaufen. Das wiederum erhöhte den Aufwertungsdruck auf dem brasilianischen Real. Um die negativen Auswirkungen einer überbewerteten Währung auf den Außenhandel zu verhindern, wurde eine Reihe von Finanzregulierungen eingeführt, die vor allem die Regulierung der Kapitalflüsse zum Ziel hatten.

Die Umsetzung der Finanzregulierungen erfolgte in mehreren Phasen. Das Regulierungsset beinhaltete u.a. eine Transaktionssteuer (IOF) auf ausländische Equity- und festverzinsliche Portfolios und eine Steuer auf Transaktionen mit Devisen-Derivate, die in mehreren Phasen zwischen Oktober 2009 und März 2012 implementiert wurden (Gallagher/Prates 2014: 15). Bis 2011 änderten die Regulierungen zwar die Zusammensetzung der Kapitalflüsse, aber weniger deren Volumen, und konnten die Aufwertung des Reals nicht stoppen. Erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2011 war ein Wendepunkt zu beobachten. Die Regulierungen am Devisen-Derivate-Markt traten in Kraft und der Real begann abzuwerten. Damit im Zusammenhang stehen auch die Geschehnisse am internationalen Finanzmarkt. Mitte 2011 verschärfte sich die Krise in der Eurozone, die Risikoaversion von internationalen InvestorInnen stieg, und die Kapitalflüsse nach Brasilien gingen zurück (Prates/Fritz 2013: 22). Die gesetzten Regulierungen der Kapitalflüsse und am Devisen-Future-Markt wurden 2013 von der brasilianischen Regierung abgesetzt, um die in diesem Zeitraum stattfindende Abwertung einzugrenzen (Gallagher/Prates 2014: 17). Der ansteigende Trend der Wechselkursrate nahm bis 2014 seinen Lauf (siehe Abbildung 3).

Der Wechselkurs wird also maßgeblich vom Verhalten der internationalen InvestorInnen beeinflusst. Die Spekulationen auf Wechselkursschwankungen stellten eines der Hauptgeschäfte auf dem brasiliani-

schen Finanzmarkt dar. Das führte zu einer Situation der selbsterfüllenden Erwartungen, da die Kapitalzuflüsse bzw. -abflüsse und Fremdwährungszuflüsse bzw. -abflüsse die Aufwertung bzw. Abwertung der Währung weiter vorantrieben. Außerdem machten die zunehmende und kurzfristige Kapitalmobilität den brasilianischen Finanzmarkt anfälliger für externe Schocks (Kaltenbrunner/Painceira 2009: 10).

5. Conclusio

Diese finanzielle Expansion der Zentrums-Ökonomien drängte semi-periphere Länder in eine neue Form der Abhängigkeit, nämlich die wirtschaftliche Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland und von internationalen Finanzmärkten. Diese Abhängigkeit verdeutlichte sich, als Brasilien 2008 die Auswirkungen der globalen Krise zu spüren bekam. Trotz eines relativ stabilen makroökonomischen Fundaments traf die Krise Brasilien zunächst durch die Wechselkursschwankungen. Das resultierte aus einem abrupten Kapitalabfluss im Herbst 2008 und einer starken Abwertung, und wendete sich mit einem erneuten Kapitalzufluss 2009, der dann einen Aufwertungsdruck auf den Real ausübte.

Die Finanzialisierung kann an der Expansion und der Internationalisierung des Banken- und Finanzsektors, was zu einer erhöhten Liquidität führte, manifestiert werden. Verstärkt wurde dieser Prozess durch die Zinspolitik, die flexiblen Wechselkursen und den daraus entstehenden profitablen Carry-Trade. Die Zinsgeschäfte stellten zwar einen wichtigen Teil der Rendite für internationale InvestorInnen dar, verstärkten aber die Vulnerabilität des Finanzsektors. Dieser Prozess hatte wichtige Implikationen für Wechselkursschwankungen und die Krisenanfälligkeit der brasilianischen Wirtschaft.

Die Finanzialisierungsprozesse bewirkten die Internationalisierung des Real, die Ausweitung des Derivatemarktes und die in diesem Zusammenhang stehende verstärkte Handelbarkeit der brasilianischen Vermögenswerte. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Finanzinvestitionen nach Brasilien vorwiegend spekulativer Natur und daher kurzfristige Finanzgeschäfte mit hoher Liquidität sind. Das macht Brasilien sehr anfällig für jegliche Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten und vor allem für das Investitionsverhalten von internationalen AkteurInnen. Schwankungen und Vulnerabilitäten in der brasilianischen Wirtschaft werden maßgeblich von

InvestorInnen bestimmt. Das und die große Anteilnahme von ausländischen InvestorInnen hatten zur Folge, dass die Bedingungen des globalen Finanzsystems über die Performance der brasilianischen Wirtschaft bestimmten.

Die brasilianische Regierung setzte mit Ausbruch der Krise 2008 gezielte Maßnahmen, um die Liquidität in der brasilianischen Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Die drei größten brasilianischen Banken weiteten ihre Kreditvergabe aus und richteten Kreditfonds für bestimmte Wirtschaftssektoren ein. Die Aufrechterhaltung des Kreditangebots, um Kreditklemmen zu entgegen, stellte einen wichtigen Teil in der anti-zyklischen Krisenpolitik der brasilianischen Regierung dar. Die brasilianische Zentralbank setzte geldpolitische Maßnahmen, um die Liquidität am Interbankenmarkt aufrechtzuerhalten. Zudem wurden die Devisenreserven aufgestockt, die einer abrupten Aufwertung des Real entgegenwirken sollten.

Die brasilianische Krisenpolitik konnte die Wirtschaft relativ stabilisieren. Das wiederum verbesserte die Rahmenbedingungen für internationale InvestorInnen, und Brasilien gestaltete sich noch während der Krise als ein attraktives Anlageziel. Auch die Zinspolitik der brasilianischen Zentralbank trug zur Attraktivitätssteigerung Brasiliens als Investitionsziel bei. Die hohen Zinsen machten den Real zu einer rentablen Anlagewährung und Brasilien zu einem attraktiven Anlageziel für kurzfristige Finanzgeschäfte. Der brasilianische Real wurde so zu einer der meistgehandelten Währungen in semi-peripheren Ländern.

Das Verhalten der InvestorInnen spielte insbesondere in Bezug auf die Krisenauswirkungen eine entscheidende Rolle und stellt somit ein wesentliches Stabilitätsrisiko für die brasilianische Wirtschaft dar. Zwar versuchte die brasilianische Regierung die Kapitalflüsse in den Krisenjahren in mehreren Etappen zwischen 2009 und 2012 mittels Transaktionssteuer zu steuern, der Aufwärtstrend der Wechselkursrate konnte jedoch nur bedingt verhindert werden.

Es zeigt sich, dass die Instabilitäten von dem Finanzsystem selbst ausgehen. Ein globales Finanzsystem mit liberalen Märkten bringt die Krisenhaftigkeit des Systems deutlich hervor. Zwar konnten die Regulierungen auf dem Finanz- und Bankensektor kurzfristig die Auswirkungen der Krise in Grenzen setzten, jedoch änderte das nichts an der stark wachsenden Finanzialisierung der brasilianischen Wirtschaft.

Die starke Abwertung des Real zu Beginn der Krise verdeutlicht die Implikationen der Finanzialisierung

auf die makroökonomische Stabilisierung Brasiliens. Gerade das stabile ökonomische Fundament trug paradoxerweise zur Instabilität des Finanzmarktes bei, indem es die Attraktivität Brasiliens als Investitionsziel für kurzfristige Kapitalanlagen erhöhte und die Integration des brasilianischen Finanzmarktes in den internationalen Finanzmarkt intensivierte. Auch die erhöhten Devisenreserven, die die Liquidität erhöhen und Wechselkursschwankungen verhindern sollten, verstärkten den Finanzialisierungsprozess. Die makroökonomische Stabilisierung kann vor dem Hintergrund der steigenden Finanzialisierung womöglich zu einer Verschleierung der Finanzfragilität führen, mehr als sie sie behebt. Die internationale Finanzialisierung rückt somit in den Fokus wirtschaftspolitischer Entscheidungen, um starke Volatilitäten am Finanzmarkt und der Wechselkurse zu vermeiden.

Zudem wird deutlich, dass in einem Finanzierungsmodell durch ausländisches Kapital Währungsschwankungen unumgänglich sind. Insbesondere für (semi-)periphere Länder, die oft durch eine abhängige Finanzialisierung charakterisiert sind, stellen flexible Wechselkurse ein weiteres Stabilitätsrisiko dar. Es stellt sich daher die Frage, wie ein stabiles Fundament ausgestaltet werden kann, um die Finanzialisierung und deren Auswirkungen in Grenzen zu halten.

Eine Frage, die noch weiterer empirischer Untersuchungen bedarf, ist der Zusammenhang der Finanzialisierungsprozesse und der Verschuldung der einzelnen Wirtschaftssektoren, d.h. Staat, Unternehmen, private Haushalte und Ausland. Dabei könnte das Ausmaß und die Struktur der Verschuldung der jeweiligen Sektoren und deren Veränderung diskutiert werden. Denn da die Summe aller Forderungen und Guthaben in einer Volkswirtschaft null ist, und das Sparen des einen die Verschuldung des anderen bedingt, könnte dargestellt werden, wie sich die Verschuldung zwischen den Sektoren verändert. Das würde Rückschlüsse über die Finanzialisierungstendenzen der jeweiligen Sektoren und die KreditnehmerInnenstruktur erlauben.

Literaturverzeichnis

- Barbosa-Filho, N. H. (2008): Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics* 22 (2), 187-200.
- Becker, J. (2002): *Akkumulation, Regulation, Territorium: Zur kritischen Rekonstruktion der französischen Regulationstheorie*. Marburg: Metropolis-Verlag.

- Becker, J. (2014): *Finanzialisierung und globale Peripherie. Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Springer, 181-196.
- Demirovic, A./Sablowski, T. (2013): Finanzdominierte Akkumulation und die Krise in Europa. In: Atzmüller, R./Becker, J./Brand, U./Oberndorfer, L./Redak, V./Sablowski, T. (Hg.): *Fit für die Krise? Perspektiven der Regulationstheorie*. Westfälisches Dampfboot, 187-238.
- Epstein, G. (Hg.) (2005): *Financialization and the world economy*. Cheltenham/ Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Fischer, K. (2013): Peripherisierung, Industrialisierung und Abhängigkeit: die Frage nach den Hemmnissen gelungener Entwicklung. *Journal für Entwicklungspolitik*. 29.3 (2013), 9- 33.
- Fritz, B./Prates, D. M./Paula, L. F. de (2014): Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *18th Conference of the research network macroeconomics and macroeconomic policy (FMM)*. 2014.
- Gallagher, K. P./Prates, D. M. (2014): Financialization and the Resource Curse: The Challenge of Exchange Rate Management in Brazil. *Month*.
- Gallagher, K. P./Prates, D. M. (2014): Financialization and the Resource Curse. The Challenge of Exchange Rate Management in Brazil. *Research from the Global Economic Governance Initiative (GEGI)*.
- Huffschmid, J. (2009): Nicht die Krise, der Finanzkapitalismus ist das Problem. *Krise*, 53.
- IWF (2011): *Recent Experiences in Managing Capital Inflows. Cross-Cutting Themes and possible Policy Framework*.
- Jäger, J./Leubolt, B. (2014): Rohstoffe und Entwicklungsstrategien in Lateinamerika. *Die großen Schwellenländer*. 175-192. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Kaltenbrunner, A. (2010): International financialization and depreciation. The brazilian Real in the international financial crisis. *Competition & Change* 14 (3-4), 296-323.
- Kaltenbrunner, A. (2011): *Currency internationalisation and exchange rate dynamics in emerging markets: a post Keynesian analysis of Brazil*. SOAS, University of London.
- Kaltenbrunner, A./Painceira, J. P. (2009): New forms of external vulnerability: Brazil in the global financial crisis. *Research on money and finance*.
- Keynes, J. M. (1997/1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Prometheus Books.
- Kregel, J. (2014): Regulating the financial system in a Minskian perspective. *Financial Stability and Growth: Perspectives on Financial Regulation and New Developmentalism*.
- Krugman, P. R./Obstfeld, M. (2009): *Internationale Wirtschaft: Theorie und Politik der Außenwirtschaft*. Pearson Deutschland GmbH.
- Marx, K. (1979): *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie*. Dritter Band: Marx-Engels-Werke, Band 25.
- Minsky, H. P. (1992): The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* (74).
- Moreira, C. A./Prates, M. D./Ferrari-Filho, F. (2011): Brazil responses to the international financial crisis: A successful example of Keynesian policies? *Panoeconomicus* 58 (5), 693-714.
- Palley, T. I. (2008): Financialization: What it is and why it matters. *IMK Report* 4.
- Prates, D. M./Fritz, B. (2013): Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis. Berlin Working Papers on Money, Finance, Trade and Development, Working Paper.
- Schmalz, S. (2008): *Brasilien in der Weltwirtschaft: Die Regierung Lula und die neue Süd-Süd-Kooperation*. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Schmalz, S./Ebenau, M./Candeias, M. (2011): Auf dem Sprung – Brasilien, Indien und China, zur gesellschaftlichen Transformation in der Krise. *Einundzwanzig, Rosa-Luxemburg-Stiftung*, Bd. 4. Berlin.
- Steinhilber, J. (2008): Den Crash überleben. Brasiliens Weg aus der Finanzkrise. Friedrich Ebert Stiftung (BrasilInfo). Online: <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/05823.pdf>, zuletzt geprüft [22.03.2016]
- Stockhammer, E. (2014): Entstehung und Krise des finanzdominierten Akkumulationsregimes. *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Springer, 33-48.