(DRAFT)

Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität in Brasilien

Wirtschaftsuniversität Wien

Susanne Reither

21. Oktober 2015

Abstract

Diese Arbeit beschäftigt sich mit Finanzialisierungstendenzen in Brasilien und deren Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsektors. Obwohl die makroökonomischen Rahmenbedingungen relativ stabil waren, traf die globale Wirtschafts- und Finanzkrise Brasilien von der kaum eine Erholung erkennbar ist. Das ist zurückzuführen auf die vorangeschrittene Finanzialisierung, die Schwankungen am internationalen Finanzmarkt und insbesondere der Wechselkurse verstärkten, von der in weiterer Folge die gesamtwirtschaftliche Performance Brasiliens abhängt. Zwar wurden von Seiten der brasilianischen Regierung eine Reihe von nachfragestimulierenden und anti-zyklischen Krisenmaßnahmen umgesetzt, den Finanzialsierungsprozessen konnte damit jedoch nicht entgegen gewirkt werden. Die finanzielle Expansion und der hohe Grad der Integration des brasilianischen Finanzmarktes in den internationalen Finanzmarkt führten zu einer starken Anfälligkeit der brasilianischen Wirtschaft von den Entwicklungen des internationalen Finanzmarktes und vor allem vom Investitionsverhalten der internationalen InvestorInnen.

1 Einführung

Jüngste Ereignisse und besonders die Entwicklungen auf den Finanzmärkten haben Fragen der makroökonomischen und Finanzmarktstabilität wieder in den Mittelpunkt der Diskussionen gerückt. Die Entwicklungen zu einem finanzmarktdominierten Wirtschaftssystem sind seit den 1980er Jahren weltweit zu beobachten und stellten in den letzten Jahrzehnten den Motor der Wirtschaft dar. Das impliziert strukturelle Veränderung im Real- sowie im Finanzsektor. Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt diesen gesellschaftlichen Wandel durch die zunehmende Bedeutung der Kredit- und Kapitalmärkte. Die Finanzialisierungsprozesse, und deren zugrunde liegenden Akkumulationsregime, beeinflussen somit gesamtgesellschaftliche Entwicklungen. Die interne finanzialisierte 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 wie stabil das wirtschaftliche System und die brasilianische Wirtschaft ist und wie es zu einer derartigen

Abwertung des Wechselkurses kam.

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. Dabei soll die Frage beantwortet werden, welche Stabilitätsrisiken mit den Finanzialisierungsprozessen verbunden und welche Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität zu beobachten sind. Die Regulierungen am Banken- und Finanzsektor sind dabei zentral. Die Erarbeitung der Entwicklungstendenzen des brasilianischen Finanzmarktes und des zugrundeliegenden Akkumulationsregimes erfolgt aus regulationstheoretischer Perspektive.

Zunächst wird in dieser Arbeit das Phänomen der Finanzialisierung und vor allem die Erscheinungsformen in der sogenannten (Semi-)Peripherie 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 Kapital 3 wird auf den Zusammenhang der finanziellen Liquidität und Finanzialisierung eingegangen und vor allem auf die Liquidität des brasilianischen Finanzsektors. In diesem Zusammenhang stehen geldpolitische Maßnahmen der Zentralbank und des Kreditmarktes die im Zuge der globalen Wirtschaftskrise umgesetzt wurden. Das Kapitel 4 befasst sich mit den Auswirkungen der Finanzialisierungstendenzen auf die Wechselkurse und den möglichen Stabilitätsrisiken. Schließlich werden im letzten Kapitel die zentralen Punkte dieser Arbeit resümiert.

2 Finanzialisierung

> "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, S. 3)

Die Finanzialisierung beschreibt ein Phänomen, dass die zunehmende Bedeutung des Finanzsektors gegenüber des Realsektors beschreibt. Die Finanzialisierungsprozesse stellten in den letzten Jahrzehnten den Motor der Wirtschaft dar (Foster 2008, 8f). Das verändert die Funktion des Wirtschaftssystems auf einer Makro- sowie auch Mikroebene. Die Veränderungen, die mit einer Finanzialisierung einhergehen, betreffen die wirtschaftlichen Strukturen, die Wirtschaftspolitik, und das Verhalten von Institutionen (Palley 2008, S. 14). Die Regulationstheorie spricht hier von der veränderten Akkumulation von produktivem zu finanzialisierten Kapital. Die globale Expansion

der Finanzmärkte ist ein Ausdruck dieser veränderten Kapitalakkumulation. Investitionen fließen vermehrt in den Finanzsektor anstatt in den produktiven Sektor. Vor einem Hintergrund, in dem das Kapital einer eingeschränkten Investitionsmöglichkeit am produktiven Sektor gegenüber steht, schafft die Finanzialisierung neue, profitable Anlageformen. Die finanzielle Expansion ist daher eine Folge von wirtschaftlicher Stagnation, die neue Investitionsmöglichkeiten schafft.

Neben dem Finanzbereich sind in den letzten Jahrzehnten makroökonomische Veränderungen in der Verteilung von Einkommen, Wohlstand und Macht zu beobachten (Demirovic und Sablowski 2013, S. 205). Vor allem die untergeordnete Rolle des Realsektors hat zu einer Verlagerung der Einkommensgenerierung vom Realsektor zum Finanzsektor geführt. Palley (Palley 2008, 11f) argumentiert, dass die Finanzialisierungsprozesse die Stagnation der Lohnentwicklung und die Einkommensungleichheit verstärkte. Während das Einkommen aus dem Finanzsektor stetig stieg, stagnierte das Arbeitseinkommen (Palley 2008, 11f). Das geht auch mit einer Änderung der Strategie der Banken einher, die sich im Laufe der letzen Jahrzehnte vermehrt auf das Geschäft der Konsumkredite stürzten. 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, S. 39). Diese Entwicklungen sind nicht unabhängig vom Finanzbereich und dem zugrundeliegenden Akkumulationsregime zu sehen. Es ist zu interpretieren als eine neue Form der Ökonomie, die von den Interessen des Finanzsektors angetrieben ist.

In der (Semi-)Peripherie und in den Zentrumsökonomien des globalen Wirtschaftssystems sind unterschiedliche Finanzialisierungstendenzen zu beobachen, wenn sie auch in engem Zusammenhang zueinander stehen. Kommt es zu einer Erschöpfung der Akkumulationsweise werden nicht nur alternative liquide Anlageformen sondern auch Anlageregionen gesucht. Für das Geldkapital der Zentrenökonomien 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. Der Zugang zu Auslandskapital ist in den meisten Fällen willkommen. Das ist zurückzuführen auf den oftmals vorliegenden Devisenmangel. Die geringe lokale Produktion von Kapitalgütern und die Importabhängigkeit stellen eine Begrenzung des Akkumulationsprozesses dar. 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, S. 183). 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 Entstehung von Finanzialisierungsprozessen ist daher insbesondere von außen geprägt. Bleiben in den abhängigen finanzialisierten Ökonomien die Kapitalflüsse aus, kolabiert ihr Finanzialisierungsmodell. 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 setzt jedoch stabile Wechselkurse voraus. Daher sind abhängige finanzialisierte Länder oft charakterisiert durch rigide Wechselkurse und Hochzinspolitik (Fritz u. a. 2014).

Die Auswirkungen der Finanzialisierung nehmen in der (Semi-)Peripherie je nach Art des Finanzialisierungsprozesses unterschiedliche Ausmaße an. 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. Allerdings kann das einen Rückgang der Industrialisierungsprozesse verursachen. Kommt es zu einer Stimulierung der Nachfrage durch eine Kreditausweitung, stärkt das vor allem die Importe. Der kreditfinanzierte Konsum hat demnach in der (Semi-)Peripherie eine schwächere Wirkung als in den Zentrumsökonomien. Anders ist es bei der Finanzialisierung durch Hochzinspolitik. Hohe Zinsen verursachen ein langsames Wirtschaftswachstum da Investitionen von lokalen Unternehmen ausbleiben (Stockhammer 2014, 44f). Zudem sind hohe Zinsen eine Belastung für den Staatshaushalt und beschränken die Handlungsmöglichkeiten einer Regierung für Wirtschaft- und Sozialpolitik. Das setzt auch die Beschäftigung im öffentlichen Dienst unter Druck. Erträge aus hohen Zinsen kommen wiederum nur einer kleinen Gruppe der Bevölkerung zugute. Auch die De-Industrialisierungstendenzen haben negative Effekte auf Beschäftigung und Löhne im Industriesektor. Eine Polarisierung der Einkommen ist auch in der (Semi-)Peripherie zu beobachten (Becker 2014, 191f). Weiters wirken sich steigende Finanzialisierungstendenzen in der (Semi-)Peripherie negativ auf die Exporte aus. Besonders Länder mit starker Abhängigkeit zu Rohstoffexporten sind davon betroffen. Spekulationen auf den Rohstoffmärkten führen zu starken Preisschwankungen was sich direkt in der Leistungsbilanz des exportierenden Landes und somit im Wirtschaftswachstum bemerkbar macht.

Beruht die Akkumulationsstrategie auf Zuflüsse von ausländischem Kapital, führt die verstärkte Nachfrage der ausländischen InvestorInnen nach inländischer Währung zu einer Aufwertung. Die Regierungen versuchen diese Akkumulationsstrategie zu bestärken, indem sie zugunsten des Auslandskapital handeln. Es kommt zu einer Anhebung der Zinsen um Kapital und Unternehmensprivatisierungen anzulocken. Die Währungsaufwertung schwächt

wiederum die inländische Industrie, da die Exporte relativ teuer werden und die Industrie an Wettbewerbsfähigkeit verliert. Die Importe nehmen zu und die Handelsbilanz verschlechtert sich (Fischer 2013, S. 18). Dafür sind noch mehr Kapitalzuflüsse notwendig um das Defizit auszugleichen und die gesamte Zahlungsbilanz verschlechtert sich. Zu der erhöhten Verschuldung im Ausland kommen die zusätzlichen Belastungen durch die steigende 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. 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. Das Modell der abhängigen Finanzialisierung ist daher inhärent instabil (Becker 2014, S. 192).

Die Ursachen der Instabilität des Finanzsektors liegen in den strukturellen Veränderungen des Finanzsystems, die es sich zur Aufgabe gemacht haben Liquidität zu generieren. Liquidität wird vermehrt eingesetzt um wiederum neue Liquiditätsquellen zu schaffen. Zudem werden mit den gewonnen liquiden Mitteln 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, 10f). Die Preise dieser Vermögenswerte stiegen vor der aktuellen Krise permanent. Wobei der Preisanstieg in erster Linie auf die gestiegene Liquidität, mit der die Vermögenswerte gehandelt wurden, zurückzuführen ist. Die Liquidität wird zu einer fiktiven Liquidität, die sich aus dem Geschäft mit Preisveränderungen speist. Auch Minsky (Minsky 1992, 9ff) 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 die steigenden Profite und die damit zusammenhängenden positiven Erwartungen, die Wirtschaft von einer stabilen zu einer instabilen Finanzierungform 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, S. 136). Der Finanzsektor kann so abgekoppelt vom Realsektor expandieren. Diese tendenzielle Überakkumulation im Finanzwesesn lässt FinanzinvestorInnen als zentrale AkteurInnen auftreten (Huffschmid 2009, S. 64).

3 Finanzialisierung und Liquidität

Mit der Finanzialisierung veränderte sich die Funktion des Banken- und Finanzsektors. Finanzinstitutionen haben nicht nur mehr die Aufgabe Geld zu verleihen, sondern generieren auch selbst Profit indem sie in Finanzassets investieren. Die Marktfähigkeit und die Handelbarkeit von Finanzassets 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 Assets und Schulden zu handelbaren Instrumenten wurden zu einer zentralen Aufgabe des Finanzsektors. Das erlaubte Banken, ihre Bilanz auszuweiten, da Risikopositionen diversifiziert und gehandelt 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. Seit dem verfolgt die brasilianische Wirtschaft das Ziel der Inflationsstabilisierung. Das trug dazu bei, das Vertrauen in den brasilianischen Finanzmarkt wiederherzustellen. Außerdem wurden 2003 die Kapitalmärkte in Brasilien, unter der Regierung Lula, weitgehend liberalisiert (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 10). 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 der Stabilisierung der Inflation zurückzuführen. In Tabelle 1 sind ausgewählte makroökonomische Indikatoren 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 Vorkrisenjahren im postiven Bereich und hat sich seither stetig verschlechtert. Allerdings befindet sich der Zufluss von *Foreign Direct Investment* (FDI) auf einem hohen Niveau in den letzten Jahrzehnten, sogar während den Krisenjahren. 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.

MAKROÖKONOMISCHE INDIKATOREN

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Trend
BIP Wachstum (%)	4,31	3,16	3,96	6,10	5,17	-0,33	7,53	2,73	1,03	2,49	NA	
Leistungsbilanz (% des BIP)	NA	1,59	1,25	0,11	-1,70	-1,50	-2,21	-2,12	-2,41	-3,61	NA	
Inflation (Verbraucherpreis)	7,04	6,87	4,18	3,64	5,66	4,89	5,04	6,64	5,40	6,20	NA	
Devisenreserven (Mio USD)	33 011	53 799	85 839	180 334	193 783	238 520	288 575	352 012	373 147	358 808	NA	
Öff.Nettoversch. (% des BIP)	38,01	30,40	30,18	29,73	24,46	29,20	26,87	24,27	22,53	21,14	23,05	

Abbildung 1: Makroökonomische Indikatoren
Quelle: Weltbank, Global Economic Monitor, Banco Central do Brasil (BCB)

3.1 Liquidität des brasilianischen Finanzsektors

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 finanzialisierten Entwicklungen der letzten Jahrzehnte, zum Anderen haben die spezifischen institutionellen Ausprägungen in Brasilien zu der erhöhten Liquidität auf dem Finanzmarkt beigetragen.

Die entwickelte Finanzstruktur und die Phase der hohen Inflation unterstützte Brasiliens Banken als aktive Playerinnen auf den Finanzmärkten. Brasilien hat im Vergleich zu anderen Ländern ein großes Assetvolumen gemessen am BIP. Die von Investmentfonds gehaltenen Assets 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, S. 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, S. 302). 2005 sind die Finanzassets weiter expandiert auf über 130 Prozent des BIP. Zu dieser Zeit wurden weitere Liberalisierungsmaßnahmen gesetzt und die brasilianische Wirtschaft für Kapitalflüsse geöffnet. (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 10).

Die größte Börse in Brasilien ist die BMuFBovespa. Mit Sitz in São Paulo und einem Marktanteil von rund 70 Prozent stellt sie den größten Handelsplatz für Aktien in Lateinamerika dar. Sie ist die zweitgrößte Börse in Amerika und die viertgrößte der Welt (Kaltenbrunner 2010, S. 304). Alle Transaktionen des Derivatemarktes[1] laufen über die BMuFBovespa als zentrale Clearingstelle.

[1] Bei Derivate handelt es sich um Termingeschäft auf der Grundlage von bestimmten Basiswerten. Der Preis hängt beispielsweise vom Börsenpreis der Wertpapieren oder Devisen ab.

Die Möglichkeit jedes Währungsrisiko abzusichern, zu vernachlässigbaren Kosten bei der lokalen Stelle, hat zu einer erhöhten Nachfrage nach Assets in inländischer Währung geführt. Kaltenbrunner (Kaltenbrunner 2010, S. 305) spricht in diesem Zusammenhang von der Internationalisierung des brasilianischen Real. Denn die liquiden lokalen Derivategeschäfte haben maßgeblich zu dem steigenden Handel mit dem brasilianischen Real an Offshore-OTC-Märkten beigetragen [2]. Der Derivatemarkt 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 einen höheren 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, S. 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 zu konvertieren. Im internationalen Kontext stellt Liqudität die Möglichkeit dar, inländische Assets in einer Fremdwährung zu konvertieren (vor allem US-Dollar) um ausstehende Verbindlichkeiten zu begleichen (Kaltenbrunner 2010, ebd).

Das Assetvolumen am brasilianischen Derivatemarkt ist in den letzten Jahren massiv angestiegen. Gehandelt wurden vor allem Stock Options, Currency Options und Currency Futures. Wie in Abbildung 2 zu erkennen ist, ist das Volumen der Currency Futures stärker angestiegen. Currency Futures sind Termingeschäfte 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 Derivatemarkt hat sogar während den Krisenjahren expandiert, trotz eines kurzen Einbruchs 2008. Die Größe des brasilianischen Derivatemarktes verdeutlicht Abbildung 3. 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

[2] Mit Offshoremarkt ist ein Bankgeschäft gemeint, das sich der Reichweite der Regulierungen entzieht indem eigene Zweckgesellschaften eingerichtet werden.

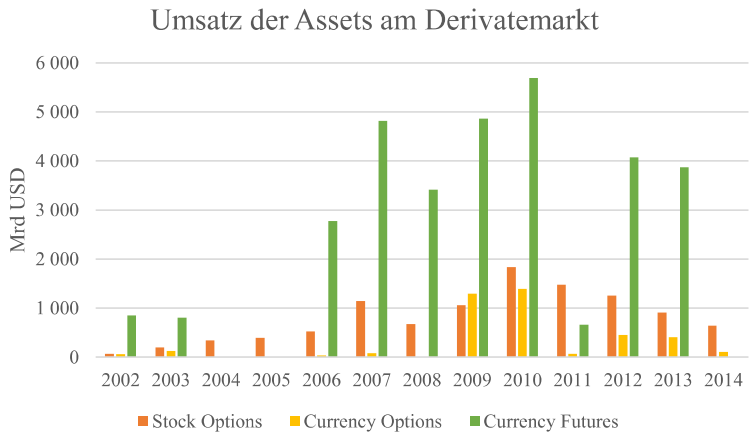

Abbildung 2: Umsatz der Assets am brasilianischen Derivatemarkt jeweils am Ende der Periode; Quelle: Eigene Berechnung, BMFBovespa

Group, eine der größten Börsen der Welt.

3.2 Carry-Trade und die 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 Wert eines Assets 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 (Kaltenbrunner 2010, S. 305).

Der flexible Wechselkurs ist ein wichtiges Instrument zur Erreichung des Inflationsziels. Das führte unumgänglich zu Wechselkursschwankungen, die wiederum als profitables Finanzgeschäft genutzt werden kann. Gleichzeitig hat die makroökonomische Stabilität eine Signalwirkung, die zur erhöhten Attraktivität der brasilianischen Vermögenswerte beiträgt (Kaltenbrunner 2010, S. 307). Durch das flexible Wechselkursregime wurden Wechselkurs-

GRÖSSE DES DERIVATEMARKES 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

Abbildung 3: Größe des Derivatemarktes im Vergleich
Jahreswerte; Quelle: Eigene Berechnung, World Federation of Exchange (WFE)

schwankungen 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 4 und 5 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. Umso höher das Zinsdifferential, desto profitabler der sogenannte *Carry Trade*.[3] Die Kombination aus der hohen Zinsrate und 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 (Kaltenbrunner 2010, S. 307).

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, S. 302). Besonders zwischen 2006 und 2008 hat die Zentralbank die Devisenreserven massiv aufgestockt. Die Devisenreserven beliefen sich 2008 auf knapp 200 Milliarden US-Dollar (siehe Grafik **??**). Das signalisierte Sicherheit für InvestorInnen, da ausreichend Reserven zur Verfügung stehen um mögliche Liquiditätsengpässe durch spekulative Attaken abzuwehren.

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

[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 einer anderen 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.

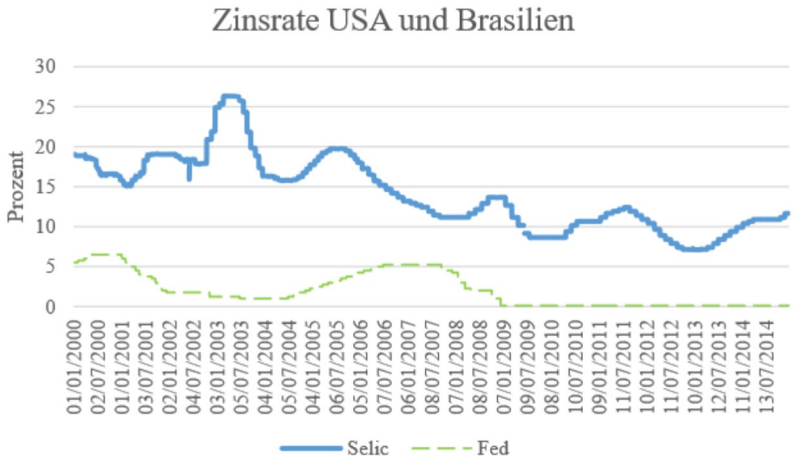

Abbildung 4: Leitzins der FED und der BCB (Selic)
tägliche Werte; Quelle: Eigene Berechnung, Institute for Applied Economic Research (IPEA)

Abbildung 5: Nominaler Wechselkurs US-Dollar/Real
tägliche Werte; Quelle: Eigene Berechnung, Institute for Applied Economic Research (IPEA)

3.3 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 (Steinhilber 2008). Die anti-zyklische Rolle der 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. 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. 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. Die BB gründete eine 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 (Moreira u. a. 2011, S. 18). Weiters wurde es der BB und CEF ermöglicht, Eigentumsanteile an privaten und staatlichen Finanzinstitutionen in Brasilien zu erwerben. Damit sollte sicher gestellt werden, dass auch tatsächlich Liquidität in den Interbankenmarkt fließt, da es vor allem die staatlichen Banken waren, die ihr Kreditportfolio ausweiteten.

Von Seiten der BCB wurden geldpolitische Maßnahmen erweitert, um die Liquidität am Interbankenmarkt aufrecht zu erhalten. Indem die Anforderungen in Bezug auf die Reservequote verändert wurden, beeinflusste die BCB das Volumen, das an Krediten an andere Finanzinstiutionen 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 u. a. 2011, S. 12). Zudem wurde die BCB autorisiert, selbst Kreditportfolios aufzunehmen um Finanzinstitutionen mit Liquiditäsproblemen 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 Tiefwert der BNDES-Kredite (Moreira u. a. 2011, S. 14).

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[4]. In Abbildung 6 sind die Portfolio-Investitionen aufgeschlüsselt in Equity Securities (Dividendentitel oder Beteiligungsrechte) und Debt Securities (Schuldverschreibungen) dargestellt. Wobei Debt Securities auch Staatsanleihen, Kreditausfallversicherungen (CDOs, CDs, etc.) beinhalten. Nach wie vor sind die Portfolio-Investitionen sehr bedeutend für Brasilien. Die Equitites 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 7 dargestellt. Im Wesentlichen beinhaltet die Investment Position das Vermögen und die Verbindlichkeiten der Investitionen. Die Nettoposition der internationalen Investitionen unterteilt sich in Direktinvestitionen, Portfolio-Investitionen, internationale Reserven und andere Investitionen (sieh 8). 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 Zentrumsländer nach Brasilien. Dies zeigt die Dynamik zwischen den Finanzmärkten der (Semi-)Peripherie und des Zentrums auf. Die sinkenden Profitabilität in den entwickelten Finanzmärkten führte zu verstärkten Kapitalflüssen in die aufstrebenden Finanzmärkte. Investitionen wurden in Ländern mit einer hohen Zinsrate und stabilen makroökonomischen

[4]Portfolio-Investitionen sind Übertragungen inländischen Kapitals ins Ausland und bezieht 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 (Foreign Direct Investment, FDI) ein 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.

Abbildung 6: Portfolio Investment nach Brasilien
jeweils am Ende der Periode; Quelle: Eigene Berechnung, Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

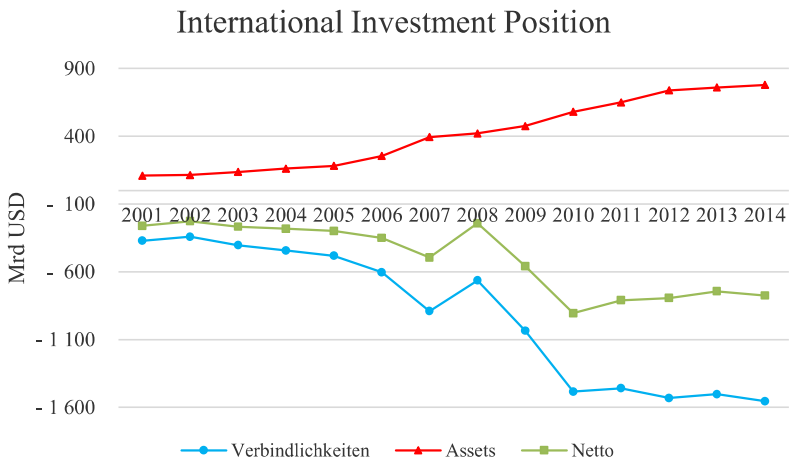

Abbildung 7: International Investment Position in Brasilien jeweils am Ende der Periode; Quelle: Eigene Berechnung, Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

Indikatoren forciert (Kaltenbrunner und Painceira 2009, S. 8).

Die Kapitalzuflüsse widerspiegeln die ausstehenden Schuldtitel im Inland sowie auch international. In Abbildung 9 ist zu sehen, dass die internationalen Schuldverschreibungen stagnierten während die inländischen Schuldverschreibungen kontinuierlich zunahmen und erreichten 2009 ein Niveau von 1,6 Trillionen US-Dollar. Diese Zahlen beinhalten die Schuldverschreibungen sowohl in Real als auch in Fremdwährung. Laut der BCB, sind allerdings beinahe 100 Prozent der inländischen Schuldverschreibungen in inländischer Währung (Kaltenbrunner 2010, S. 311). Die inländischen Schuldverschreibungen sind ausgegeben am inländischen Markt, unabhängig der Währung in der sie gezeichnet wurden. Die internationalen Schuldverschreibungen hingegen, sind nicht im Inland gezeichnet und fassen vor allem Eurobonds und Auslandsanleihen. Abbildung 10 zeigt die gesamten Schuldverschreibungen nach Institutionen unterteilt. Auch hier ist zu sehen, dass die im Inland gehaltenen Schuldtitel (Regierung und Finanzinstitutionen) den größten Anteil an der Gesamtverschuldung bilden.

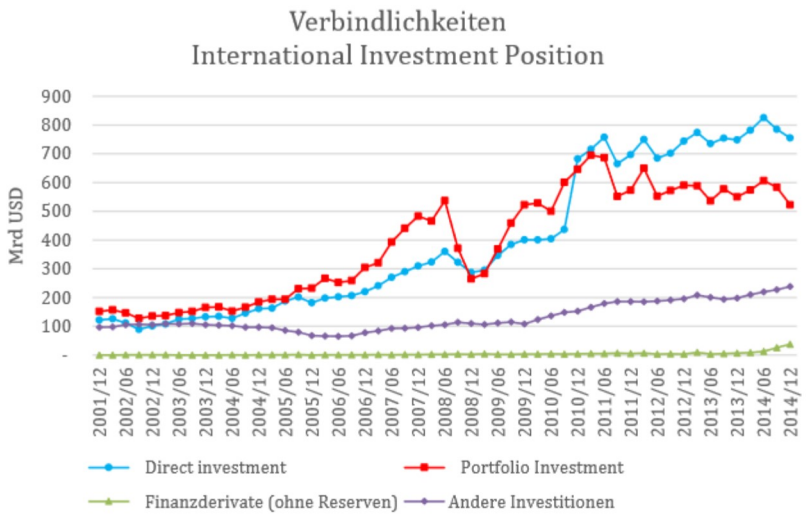

Abbildung 8: Verbindlichkeiten der International Investment Position in Brasilien

jeweils am Ende der Periode; Quelle: Eigene Berechnung, Internationaler Währungsfonds (IWF), International Financial Statistics (IFS)

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

Abbildung 9: Ausstehende Schuldtitel im Inland und international jeweils am Ende der Periode; Quelle: Eigene Berechnung, Bank for International Settlements (BIS)

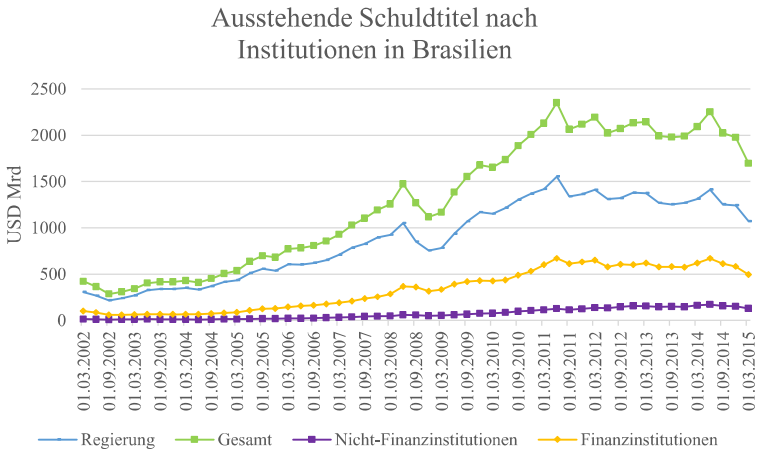

Abbildung 10: Ausstehende Schuldtitel nach Institutionen
Quartal; Quelle: Eigene Berechnung, Bank for International Settlements (BIS)

Die steigende Bedeutung der brasilianischen Anlagen widerspiegelt sich auch in der steigenden Teilnahme von InvestorInnen, wie Hedgefonds und Private Equity Firmen, die in entwickelten Finanzmärkten in der Regel sehr geringen Regulierungen unterlegen sind und demnach risikoreiche und spekulative Investitionsstrategien verfolgen. Der Anteil von ausländischen InvestorInnen am brasilianischen Finanzmarkt ist in den letzten Jahren gestiegen (Kaltenbrunner 2010, S. 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 Implikationen 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 (Kaltenbrunner und Painceira 2009, S. 3).

Wie in vielen Studien bereits darauf hingewiesen wurde, hatte besonders der Devisen-Future-Markt [5] einen entscheidenden Einfluss auf den US-Dollar-Real-Wechselkurstrend (Kaltenbrunner 2010; D. Prates und Fritz 2013; Gallagher und D. M. Prates 2014; Moreira u. a. 2011). Die Größe, sowohl in der hohen Anzahl der abgewickelten Geschäfte als auch in Umsatz, machen den Devisen-Future-Markt zentral, was wiederum zur hohen Liquidität am Devisen-Future-Markt beiträgt. Der brasilianische Real war die zweit-meist gehandelte Währung weltweit am organisiserten Derivatemarkt in 2010 (D. Prates und Fritz 2013, S. 15). Gallagher und Prates (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 10) sprechen hier von drei Merkmalen, die zu dieser Entwicklung beitrugen. Erstens erlaubt der institutionelle Rahmen am Währungsmarkt keine Bankkonten 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 Spekualtionsgeschäfte 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 werden in Abbilung **??** und Abbildung 5 verdeutlicht. Dargestellt sind der US-Dollar-Real-Wechselkurs und der VIX, ein Volatilitätsindex auf Basis des Standard and Poor 500 Börsenindex. Damit können kurzfristige Schwankungsintensitäten, implizite

[5] Der Devisen-Future-Markt (Foreign Exchange Futures Market) ist der organisierte Teil am Devisen-Derivate-Markt.

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, S. 318). Der Wechselkurs begann abzuwerten, ab dem Zeitpunkt, als ausländische InvestorInnen ihre Positionen auf den Derivatemärkten änderten. Als im September 2008 der Bankrott von Lehman Brothers eintrat, floss massiv Kapital von der Peripherie zurück zum Zentrum.

Als die InvestorInnen die brasilianischen Assets 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 aprupte 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-Jahren-Niveau hergestellt werden. Wie in 5 ersichtlich, setzte erst 2011 ein kontinuierlicher Anstieg der Wechselkursrate 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 drückten den Wechselkurs nach oben (D. Prates und Fritz 2013, S. 13). Brasilien wurde Mitte des Jahres 2009 zu einem der Hauptdestinationen von Kapitalflüssen für Zentrumsökonomien (IWF 2011). Diese zweite Welle der Kapitalzuflüsse hat die brasilianische Regierung dazu veranlagt, einer makroökonomischer Strategie nachzugehen, die die Währungsaufwertung dämmen soll (neben der Priorität der Inflationsstabilisierung) (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 11). Nach der massiven Abwertung Ende 2008 bestand die Gefahr der erhöhten Inflation, daraufhin senkte die *Banco Central* den Selic um 5 Prozentpunkte, von 13,75 Prozent im Dezember 2008 auf 8,75 Prozent im September 2009 (Moreira u. a. 2011, S. 11). Nichtsdestotrotz blieb das Zinsdifferential zur US Fed Fund Rate eines der höchsten im Vergleich zu anderen *Emerging Markets* (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 12). Vor diesem Hintergrund war es erneut für ausländische InvestorInnen ein ertragreiches Finanzgeschäft, auf die Aufwertung des Real zu spekulieren durch kurzfristige Positionen am Devisen-Future-Markt, d.h. US-Dollar verkaufen und Real

kaufen. Das wiederum erhöhte den Aufwertungsdruck auf den brasilianischen Real. Um die negativen Auswirkungen einer überbewerteten Währung auf den Außenhandel zu verhindern, wurden 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 und D. M. Prates 2014, S. 15). Bis 2011 änderten die Regulierungen zwar die Zusammensetzung der Kapitalflüsse aber weniger deren Volumen und konnte die Aufwertung des Real 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 (D. Prates und Fritz 2013, S. 22). Die gesetzten Regulierungen der Kapitalflüsse und am Devisen-Future-Markt wurden 2013 von der brasilianischen Regierung abgesetzt, um die in diesem Zeitraum stattfinde Abwertung einzugrenzen (Gallagher und D. M. Prates 2014, S. 17). Der ansteigende Trend der Wechselkursrate nahm bis 2014 seinen Lauf (siehe 5.

Der Wechselkurs wird also maßgeblich vom Verhalten der internationalen InvestorInnen beeinflusst. Die Spekulationen auf Wechselkursschwankungen stellte eines der Hauptgeschäfte auf dem brasilianischen 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 und Painceira 2009, S. 10).

5 Conclusio

Diese finanzielle Expansion der Zentrumsökonomien 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.

Brasilien stellte ein attraktives Anlageziel für internationale InvestorInnen dar. Die brasilianische Wirtschaft, insbesondere der Finanzmarkt, stellt Liquidität in erhöhtem Ausmaß zur Verfügung. Weiters trug die Zinspolitik der brasilianischen Zentralbank 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 meist gehandelten Währungen der Emerging Markets.

Seit 2003 wurden mit der Liberalisierung des brasilianischen Finanzmarktes diese Finanzialisierungsprozesse vorangetrieben und gipfelten in der Anfangsphase der globalen Krise, als internationale InvestorInnen versuchten die Verluste in den Zentrumsökonomien zu kompensieren, indem sie in liquide Finanzasset am brasilianischen Finanzmarkt investierten. Brasilien stellte nicht nur ein einfaches Investitionsziel dar, die kurzfristigen Finanzanlagen in Brasilien wurden zu einem wichtigen Bestandteil in internationalen Portfolios. Das macht sich vor allem in der Expansion des brasilianischen Equity- und Währungsmarktes bemerkbar. Zudem machten Derivate, vor allem auf Wechselkursschwankungen, ein profitables Geschäft für internationale InvestorInnen aus.

Die brasilianische Regierung setzte mit Ausbruch der Krise 2008 gezielte Maßnahmen um die Liquidität in der brasilianischen Wirtschaft aufrecht zu erhalten. Die drei größten brasilianischen Banken weiteten ihre Kreditvergabe aus und richteten Kreditfonds für bestimmte Wirtschaftssektoren ein. Die Aufrechterhaltung des Kreditangebots, um Kreditklemmen zu entgehen, 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 abrupte Aufwertung des Real entgegen wirken sollte.

Die Finanzialisierung kann an der Expansion und der Internationalisierung des Banken- und Finanzsektors, das zu einer erhöhten Liquidität führte, manifestiert werden. Verstärkt wurde dieser Prozess durch die Zinspolitik, den flexiblen Wechselkursen und dem 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 Wechselkurs-

schwankungen und die Krisenanfälligkeit der brasilianischen Wirtschaft.

Konkret spiegeln die Internationalisierung des Real, die Ausweitung des Derivatemarktes und die in diesem Zusammenhang stehende verstärkte Handelbarkeit der brasilianischen Assets die Finanzialisierung wider. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Finanzinvestitionen nach Brasilien vorwiegend spekulativer Natur und daher kurzfristige Finanzgeschäfte sind. Die kurzfristigen Assets charakterisieren die hohe Liquidität am Finanzmarkt. Das macht Brasilien sehr anfällig für jegliche Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten und vor allem für das Investitionsverhalten von internationalen AkteurInnen. Die Vulnerabilität, insbesondere der Wechselkurse, wird 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.

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.

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 zu der Instabilität des Finanzmarktes bei, indem es die Attraktivität Brasiliens als Investitionsziel für kurzfristige Kapitalanlagen erhöhte und die Integration des brasilianischen Finanzmarkte 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 wohlmöglich 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.

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.

Somit ist schlusszufolgern, dass bestimmte institutionelle Rahmenbedingungen die Finanzialisierungsprozesse bedingen und aus politischen Entscheidungen resultieren. Es ist daher das politische Seting, das die Intensität der Finanzialisierung bestimmt. Mit gezielter Finanz- und Bankenregulierung bei gleichzeitigen makroökonomischen Stabilisierungsmaßnahmen können Finanzialisierungsprozesse gebremst und die Finanzmarktstabilität gestärkt werden.

Literatur

Becker, Joachim (2014). „Finanzialisierung und globale Peripherie“. In: *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Springer, S. 181–196.

Demirovic, Alex und Thomas Sablowski (2013). „Finanzdominierte Akkumulation und die Krise in Europa“. In: *Fit für die Krise? Perspektiven der Regulationstheorie*. Westfälisches Dampfboot, S. 187–238.

Epstein, Gerald A (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar.

Fischer, Karin (2013). „Peripherisierung, Industrialisierung und Abhängigkeit: die Frage nach den Hemmnissen gelungener Entwicklung“. In: *Journal für Entwicklungspolitik*.

Foster, John Bellamy (2008). „The financialization of capital and the crisis“. In: *Monthly Review-New York* 59.11, S. 1.

Fritz, Barbara u. a. (2014). „Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies“. In:

Gallagher, Kevin P und Daniela Magalhães Prates (2014). „Financialization and the Resource Curse: The Challenge of Exchange Rate Management in Brazil“. In: *Month*.

Huffschmid, Joerg (2009). „Nicht die Krise, der Finanzkapitalismus ist das Problem“. In: *Krise*, S. 53.

IWF (2011). „Recent Experiences in Managing Capital Inflows - Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework“. In: *Report*.

Kaltenbrunner, Annina (2010). „International financialization and depreciation: the Brazilian real in the international financial crisis“. In: *Competition & Change* 14.3-4, S. 296–323.

— (2011). „Currency internationalisation and exchange rate dynamics in emerging markets: a post Keynesian analysis of Brazil“. Diss. SOAS, University of London.

Kaltenbrunner, Annina und Juan Pablo Painceira (2009). „New forms of external vulnerability: Brazil in the global financial crisis“. In: *Research on money and finance*.

Kregel, Jan (2014). „Regulating the financial system in a Minskian perspective“. In: *Financial Stability and Growth: Perspectives on Financial Regulation and New Developmentalism*, S. 127.

Minsky, Hyman P (1992). „The financial instability hypothesis“. In: *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* 74.

Moreira, Cunha André u. a. (2011). „Brazil responses to the international financial crisis: A successful example of Keynesian policies?“ In: *Panoeconomicus* 58.5, S. 693–714.

Palley, Thomas I (2008). „Financialization: What it is and Why it Matters“. In: *IMK Report* 4.

Prates, Daniela und Barbara Fritz (2013). *Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis*. Techn. Ber. Berlin Working Papers on Money, Finance, Trade und Development, Working Paper.

Steinhilber, Jochen (2008). *Den Crash überleben. Brasiliens Weg aus der Finanzkrise*. URL: `http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/05823.pdf`.

Stockhammer, Engelbert (2014). „Entstehung und Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes.“ In: *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Springer, S. 33–48.

Abbildungsverzeichnis

1 Makroökonomische Indikatoren 8
2 Umsatz der Assets am brasilianischen Derivatemarkt 10
3 Größe des Derivatemarktes im Vergleich 11
4 Leitzins der FED und der BCB (Selic) 13
5 Nominaler Wechselkurs US-Dollar/Real 14
6 Portfolio Investment nach Brasilien 17
7 International Investment Position in Brasilien 18
8 Verbindlichkeiten der International Investment Position in Brasilien 19
9 Ausstehende Schuldtitel im Inland und international 20
10 Ausstehende Schuldtitel nach Institutionen 21