



## Den Crash überleben

### Brasiliens Weg aus der Finanzkrise

**Jochen Steinhilber**

BRIC, RICH und TRIC waren in den vergangenen Monaten die Stars in den Foren, Blogs und Magazinen der Finanzwelt. Die Schwellenländer-Fonds galten als das Ticket ins Morgenland und versprachen angesichts der dynamischen ökonomischen Entwicklung in Ländern wie China, Indien, Brasilien, aber auch der Türkei rasche Zuwächse. Kurz sah es so aus, als könnten die Fondsmanager Recht behalten mit der These, dass das Wachstum zumindest in den großen Schwellenländern schon soweit eine Eigendynamik entwickelt hätte, dass starke Einbrüche selbst bei einer Konjunkturabschwächung in den USA und Europa nicht zu erwarten seien. Im ersten Halbjahr 2008, also ungefähr ein Jahr nach Beginn der Finanzkrise, hatten die Schwellenländer weiterhin flotte Wachstumswahlen zu verzeichnen, darunter auch Brasilien mit einem Anstieg von 6,1% im zweiten Viertel 2008.

Und auch von der eigentlichen Entkopplungsthese, wonach sich die Finanzmärkte zunehmend von der Realwirtschaft unabhängig entwickeln und demnach im Rückschluss auch die Auswirkungen der Krisenerscheinungen in der Finanzsphäre auf die Ökono-

mien relativ begrenzt wären, war oft zu lesen. Tatsächlich spielen die Schwellenländer im Vergleich zu den USA und Europa im Casino Royal mit wesentlich niedrigeren Einsätzen und auch die soliden Fundamentaldaten einiger dieser Länder konnten als Anhaltspunkte dafür gelten, dass die Länder gut gerüstet seien. Jedoch ist der Moment der süßen Genugtuung (und der Hoffnung), dass dieses Mal die entwickelten Märkte für die Krise verantwortlich sind und deren Phänomene wie Währungsverfall, Bankenpleiten, Kreditklemme und Sicherungsfonds auch auf London, Frankfurt und New York beschränkt bleiben, rasch verstrichen.

Globaler Kapitalismus bedeutet Integration der Märkte, und die Einbindung der Schwellenländer sowohl in die globalen Wirtschafts- als auch Finanzstrukturen ist in den vergangenen Jahren stark voran geschritten. Statt Entkopplung breitet sich nun die Krise vom Zentrum zu den Rändern aus. Während sich innerhalb von sechs Jahren der Wert der Aktienmärkte in den BRIC fast verfünffacht

hatte, fielen nun in kürzester Zeit die Währungs- und Aktienkurse in fast allen Schwellenländern, allen voran in Südafrika, Russland, Brasilien, der Türkei, Indonesien und Südkorea. Ein Teil des Kapitals institutioneller Investoren, das so reichlich in den letzten Jahren in die *Emerging Markets* geflossen war, wurde nun rasch abgezogen – aufgrund genereller Unsicherheit über die weltwirtschaftliche Entwicklung oder um an anderen Orten die Lücken zu stopfen.

Auch von der Idee, dass die BRIC als Konjunkturmotor für die USA einspringen können, ist heute nicht mehr viel übrig geblieben. Schon jetzt bereiten Russland und Lateinamerika die stark gesunkenen Preise für Primärgüter Probleme. In den asiatischen Schwellenländern macht man sich Sorgen über die schrumpfende Nachfrage auf dem wichtigsten Absatzmarkt USA. Einige Analysten befürchten, dass zumindest die kleineren Schwellenländer neben den USA zum zweiten Epizentrum der Krise werden könnten. Doch jedes Land wird es unterschiedlich treffen. Brasilien könnte – mit schmerzhaften Blessuren zwar – noch einmal davonkommen.

### **Prima Klima**

Auch in Brasilien keimte zunächst Hoffnung auf, sich unter der Welle der Finanzkrise wegduckeln zu können, bis im Oktober der brasilianische Finanzmarkt von starken Erschütterungen erfasst wurde. Dass Kapital ein flüchtiges Gut ist, musste Brasilien im vergangenen Monat erneut erfahren. Ähnlich wie andere Schwellenländer braucht Brasilien zwar keine ausländischen Kredite mehr. Seine Volkswirtschaft ist insgesamt jedoch noch Netto-Schuldner und damit auch empfindlich gegenüber dem raschen Abzug großer Mengen Kapitals. Die starke Aktienhausse in den vergangenen Jahren wurde nicht zuletzt durch den massiven Zufluss von Kapital aus dem Ausland getrieben, das nun teilweise wieder abgezogen wurde und kurzfristig nicht kompensiert werden kann. Der Index der Börse in São Paulo *BOVESPA* stürzte allein an einem Tag um zehn Prozent ab und fiel binnen eines Monats um 30% – ein noch brutalerer Fall als der des Dow Jones – und erholt sich seitdem nur langsam. Der Real verlor gegenüber dem Dollar 32% und ist heute

nach wie vor ein Fünftel schwächer als im September. Auch werden die Kredite bereits knapper und das Misstrauen zwischen den Banken wächst.

Doch der Verfall sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass Brasilien heute besser gerüstet ist als in den vergangenen Krisen. Das Land hat seine Schulden beim IWF vorzeitig getilgt, die Auslandsschulden insgesamt von 42% des BIP (2002) auf 15% (2007 – rund 200 Milliarden USD) reduziert, die Inflationsrate trotz eines leichten Anstiegs in den letzten Monaten auf niedrigem Niveau gehalten sowie auf die stetigen Kapitalzuflüsse reagiert, indem es 204 Milliarden USD Devisenreserven angesammelt hat. 2008 erklärte sich Brasilien damit zum internationalen Gläubiger, und nachdem der *"spread"*, der Aufschlag für das Länderrisiko, stetig gefallen war, gab es im Frühjahr diesen Jahres die lang erhoffte Belohnung: Die großen Ratingagenturen verliehen Brasilien einen *"Investmentgrade"*, durchaus ein Erfolg, denn Reputationen von ehemaligen Bankrottstaaten, die erst 2002 in ihrer letzten Finanzmarktkrise steckten, ändern sich meistens nur langsam. Heute zählt das Land laut UNCTAD zu den fünf beliebtesten Investitionsstandorten weltweit.

Neben den guten Fundamentaldaten sprechen auch die Struktur und das Management des brasilianischen Finanzsektors dafür, dass für Brasilien die Sache glimpflicher ausgehen könnte als für eine Reihe seiner lateinamerikanischen Nachbarn. Der Bankensektor und der Kreditmarkt in Brasilien sind stärker als in anderen Ländern durch nationale Institute geprägt. Die Refinanzierung erfolgt in erster Linie über den nationalen Markt, brasilianische Banken haben nur geringe Verbindlichkeiten im Ausland. Öffentliche Banken spielen mit knapp 40% Prozent des Kreditvolumens eine große Rolle und nur 30% der Bankeinlagen sind in ausländischem Besitz (in Mexiko sind es 80%). Bereits seit 1995 müssen die Banken relativ hohe Sicherungseinlagen bilden. Im Unterschied zu den USA hat Brasilien auch mit einer schrittweisen Implementierung des Basel II-Abkommens begonnen, das auf eine weitere Verbesserung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute abzielt.

Ein Zusammenbruch einer brasilianischen Großbank ist im Zusammenhang mit

der Krise nicht zu erwarten. Die Liquiditätsschwierigkeiten konzentrieren sich ausschließlich auf kleinere Institute. Um deren Refinanzierung zu gewährleisten hat die brasilianische Zentralbank seit Ende September Reais im Wert von 46 Milliarden USD eingespeist und die Höhe der verbindlichen Sicherungseinlagen für die Banken kurzfristig reduziert. Sollten Banken massiv in Schwierigkeiten kommen, dann dürfen – nach einem Dekret des Präsidenten – die beiden öffentlichen Institute *Banco do Brasil* und *Caixa Econômica* Anteile kaufen, bis hin zur Aktienmehrheit.

Auch die mit Devisenreserven gut gefüllte Kriegs Börse ist ein beruhigendes Polster, wenngleich es bisher noch keine Anzeichen dafür gibt, dass die Regierung sie leeren will. Zwar hat die Zentralbank, um den Real zu stützen, Anfang Oktober interveniert und zum ersten Mal seit fünf Jahren Dollar verkauft. Insgesamt hat sie bisher jedoch nur rund 4% ihrer Reserven auf den Märkten eingesetzt. Um den Peso zu stützen, verbrannte Mexiko dagegen bereits 13%, Russland unterstützte seine Banken mit 60 Milliarden Devisen. Unter allen Umständen will die brasilianische Zentralbank verhindern, dass der Eindruck entsteht, dass sie Dollars opfern würde, um den Real zu stützen, da dies die Spekulation gegen die brasilianische Währung befördern würde. Die brasilianische Wirtschaft wird sich auf einen schwächeren Real einstellen müssen und das sind nicht unbedingt schlechte Nachrichten. Zusätzliche Stabilität versprechen die jeweils 30 Milliarden Dollar, die die *American Federal Reserve Bank* Brasilien und anderen wichtigen Schwellenländermärkten (wie Mexiko, Singapur und Südkorea) zur Befriedigung der Dollarnachfrage zur Verfügung stellt.

Ohne Zweifel ist Brasilien als einer der großen Profiteure der globalen Kapitalchwemme in den letzten Jahren panikartigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten stärker ausgesetzt als andere Länder. Die nur langsame Entspannung auf dem Börsenparkett in São Paulo deutet darauf hin, dass die Höhenflüge am brasilianischen Aktienmarkt erst einmal vorbei sind. Doch ist es wenig wahrscheinlich, dass aus den Turbulenzen auf den Finanzmärkten eine Währungs- oder gar Staatskrise in Brasilien erwächst – ein Szenario, das für andere Schwellenländer, wie z.B.

den Nachbarn Argentinien, durchaus plausibel ist. Dennoch wird sich das Land nicht gegen ein Übergreifen der Krise auf die brasilianische Wirtschaft immunisieren können.

### **Infektionsgefahr**

Gefährlicher als die Turbulenzen in den Portfolios sind die vielfältigen Übertragungswege der Krise in die Realökonomie. Aus brasilianischer Sicht zählen hierzu in erster Linie die Verengung der Kreditlinien, ein möglicher Rückgang der Kapitalzuflüsse, die Derivatgeschäfte der Unternehmen sowie das generell eher düstere Szenario für die Weltkonjunktur.

In Brasilien sind ähnliche Effekte zu beobachten wie auf den entwickelten Märkten. Das Kreditvolumen hat sich im September und Oktober stark verengt. Kurzfristig bekommen dies in erster Linie die Automobilindustrie zu spüren, deren Fahrzeugabsatz im Vergleich zum Vormonat um 11% einbrach, sowie die Agrarwirtschaft, die mit Blick auf die neue Saison Schwierigkeiten hat, Kredite für den Kauf von Dünger und Pestiziden zu finden. Mittelfristig besteht die größte Sorge darin, dass sich die Binnenkonjunktur abschwächen könnte. 2007 betrug der Anteil des Binnenmarktes am BIP 78%, und die Nachfrage wurde durch die stete Ausweitung des Kreditmarktes – 2007 um 33% – weiter befeuert. Mit einem Paket an Maßnahmen versucht die Regierung die Engpässe zu beheben: So erhält die staatliche Entwicklungsbank BNDES 4,5 Milliarden Dollar, um angeschlagenen Unternehmen zu helfen, 1,5 Milliarden stellt der Staat über die *Banco do Brasil* zur Finanzierung von Autokäufen bereit und mit einer Kreditlinie von rund fünf Milliarden soll den Agrarunternehmen geholfen werden. Insgesamt ist zu erwarten, dass die eher konservative Struktur des brasilianischen Finanzsektors sowie die große Bedeutung des öffentlichen Sektors für die Kreditvergabe einen gewissen Schutz vor der internationalen Kreditklemme bieten und deren direkte Auswirkungen auf Brasilien etwas abgefedert werden können.

Während der brasilianische Staat seine finanzielle Verfassung in den vergangenen Jahren systematisch gesichert hat, hatten sich eine Reihe von Unternehmen nur in Sicher-

heit gewiegt und mussten nun große Verluste in Geschäften mit Währungsderivaten verbuchen. Lange Zeit kannte die brasilianische Währung nur eine Richtung – nach oben – und die Derivatgeschäfte waren eine scheinbar sichere Sache und versprachen Extraprofite in den Quartalszahlen. Die Unternehmen wetteten darauf, dass sich dies weiter fortsetzen würde – und lagen daneben. Das ganze Ausmaß der Kontrakte in der brasilianischen Wirtschaft ist bisher noch nicht bekannt. Allein der Zellulose-Hersteller *Aracruz* verlor eine Milliarde USD, *Sadia*, einer der größten Nahrungsmittelkonzerne Brasiliens 500 Millionen USD. Schätzungen zufolge könnten sich die Verluste insgesamt auf rund 30 Milliarden Dollar belaufen. Dies ist zwar weniger als in anderen Ländern, die Intransparenz über die aufgelaufenen Verluste und die Spekulationen darüber, das sich bisher noch nicht bekannt gegebene Verluste in den Bilanzen der Unternehmen verstecken, reichten in der angespannten Situation jedoch aus, um massive Unsicherheit und Misstrauen auf den Finanzmärkten zu verbreiten.

Unter diesen Umständen wird eine Reihe brasilianischer "Multilatinas", die von den verlorenen Wetten am meisten betroffen sein dürften, ihre aggressiven Investitionspläne zurückfahren müssen. Geplante Börsengänge wurden bereits abgesagt. Dies nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund, dass die Bonanza-Episode des ungebremsten Kapitalzuflusses zunächst vorbei sein dürfte. Schätzungen zufolge werden im kommenden Jahr rund 350 Milliarden Dollar weniger in die Schwellenländer fließen. Allerdings besteht in Brasilien die Hoffnung, dass das Vertrauen in die Wirtschaft weiterhin hoch ist und die größten Löcher in den Portfolios entstehen, während die Auswirkungen auf die langfristigen Investitionen sich in Grenzen halten.

Eingebettet sind diese Probleme in eine generelle Abschwächung der weltwirtschaftlichen Konjunktur, verbunden mit einem scharfen Rückgang der Preise für Primärgüter, von deren Hochkonjunktur gerade die Länder Lateinamerikas seit 2004 profitiert haben. Brasiliens Ökonomie ist stärker diversifiziert als die seiner Nachbarn, dennoch machen Primärgüter ungefähr die Hälfte des brasilianischen Exports aus. Die geschätzten 20 Billionen Dollar Wertverlust der globalen

Finanzanlagen und die Folgen der Kreditklemme könnten im nächsten Jahr zu einer weltweiten Rezession führen, in deren Folge nicht nur die Preise für Rohwaren weiter sinken dürften, sondern auch die Nachfrage nach verarbeiteten Produkten zurückgeht – der anderen Hälfte des brasilianischen Exports. Ein kleiner Lichtblick könnte der Real sein, dessen Aufwärtstrend in den letzten Jahren von den hohen Rohstoffpreisen gestützt wurde, der nun aber deutlich schwächer tendiert. Dies könnte die Nachfrage nach brasilianischen Gütern befördern, der Rückgang könnte damit schwächer ausfallen als in anderen Ländern. Durch die breite Basis des Wachstums, durch öffentliche Konjunkturprogramme und anhaltenden privaten Konsum wird Brasilien wahrscheinlich ein Abgleiten in eine Rezession verhindern können, allerdings wird es eine Konjunkturdelle hinnehmen müssen und sein anvisiertes durchschnittliches Wachstum von 5% in 2009 kaum erreichen. Mit nun prognostizierten 3,6% für 2009 werden dem brasilianischen Wachstum etwas die Flügel gestutzt, jedoch ist eine weichere Landung als in den rezessionsgeplagten OECD-Ländern zu erwarten. Ein schwacher Trost.

### **Auf dem Weg zum Weltfinanzgipfel**

Brasilien, das gegenwärtig den Vorsitz in der G20 der Finanzminister und Notenbankchefs hat, sieht sich wie auch andere Schwellenländer als Opfer einer Krise, für die die reichen Länder verantwortlich sind, die ihnen jahrelang das Mantra von Finanzmarktreformen gepredigt, selbst aber ihre Hausaufgaben nicht erledigt haben. Entsprechend hoch sind die Erwartungen an die Industrieländer *zusammen* mit den Schwellenländern zu raschen Lösungsvorschlägen zu kommen. Das jährliche Treffen der G20 Ende letzter Woche in São Paulo sollte konkrete Vorschläge umreißen, die dann als Blaupause für die Verhandlungen auf dem Weltfinanzgipfel in Washington am 15. November dienen sollten. Zwei Fragen standen im Mittelpunkt: Mit welchen Maßnahmen kann der akuten Krise effektiv begegnet werden, und wie kann die internationale Finanzarchitektur robuster gestaltet werden, um zukünftig Krisen zu vermeiden. Einigung konnte darüber erzielt

werden, dass durch eine antizyklische Politik die globale Nachfrage stabilisiert werden soll. Eine Reihe der gebeutelten Rohstofflieferanten Lateinamerikas werden mit Verzückung vernommen haben, dass China für 2009/2010 ein Konjunkturprogramm über 586 Milliarden Dollar auflegen will. Die wenigsten (Schwellen)Länder haben jedoch die fiskalischen Mittel, um China zu folgen. Brasilien hat bereits angekündigt, dass es zunächst einmal den weiteren Verlauf der Binnennachfrage beobachten wird, bevor es seine Ausgaben aufstockt. Die BRIC, die im Vorfeld des G20-Treffens Maßnahmen für einen besseren Kapitalfluss zwischen ihren Ländern vereinbarten, kritisierten, dass die *bailout*-Pakete in Japan, den USA und Europa nicht ausreichen und bisher wenig für die Verfügbarkeit von Krediten auf den Märkten der Schwellen- und Entwicklungsländer bewirkt hätten und erwarten schnelle Hilfe für die angeschlagenen Ökonomien. Der IWF solle, so die G20, seine Instrumente überprüfen und bei Bedarf seine Mittel aufstocken. Schwellenländer können nun in das Finanzstabilitätsforum aufgenommen werden. Brasilien verwies noch einmal darauf, dass der Abschluss der Doha-Runde ein wichtiges konjunkturpolitisches Signal sein könnte, bleibt aber mit Blick auf die festgefahrene Situation in der Welthandelsorganisation ein einsamer Rufer in der Wüste.

Neben der Stabilisierung der Finanzmärkte ist Brasiliens zentrales Anliegen, die Krise als Chance für eine größere Mitsprache und Mitgestaltung in der internationalen Finanzarchitektur zu nutzen. Brasilien forderte in der Sitzung vergangene Woche ein "Bretton Woods II", wobei es sich mehr um Rhetorik als um einen radikalen Wandel der Finanzarchitektur handeln dürfte. Im Kern läuft der Vorschlag auf eine Stärkung der

Weltbank und des IWF hinaus, allerdings mit deutlich mehr Einfluss für die Schwellenländer in beiden Institutionen. Die nächste Etappe der Quotenreform im IWF, die für 2013 vorgesehen war, soll aus Sicht Brasiliens vorgezogen werden, der Fonds ein Mandat zur "Supervision" der Volkswirtschaften erhalten und die Länder verpflichtet werden, jedes Jahr einen Bericht über die nationalen Fortschritte bei der Finanzmarktregulierung zu verfassen, wie dies bereits in den Bereichen Menschenrechte und Handel der Fall ist. Außerdem schlägt Brasilien vor, aus dem Treffen der Staatschefs in Washington ein dauerhaftes Forum für wirtschafts- und finanzpolitische Fragen zu machen und die G20 so mit einem *upgrade* zu versehen.

Bisher ist die Kakophonie groß und das Misstrauen zwischen den Ländern auch. Während es bei den etablierten (europäischen) Industriestaaten (die bisher auch keine einheitliche Linie haben) eine sehr zögerliche Haltung mit Blick auf eine stärkere Beteiligung der Schwellenländer gibt, sprechen diese auch nicht mit einer Stimme: Russland ist gegen eine stärkere Rolle des IWF, Indien hat generelle Bedenken, dass die Vorschläge zu einer Überregulierung führen könnten. Andere verweisen auf die plötzlich entdeckte, merkwürdige Liebe der Industrieländer für den IWF, dessen Vorschläge zur Lösung von Problemen in ihren eigenen Häusern sie in den letzten Jahren konsequent ignoriert haben und auf die Asienkrise 1998, als es kurz *en vogue* war, über Reformideen zu sprechen, die jedoch in der Folgezeit wieder schnell begraben wurden. Das vage Abschlusskommuniqué des G20-Treffens lässt vermuten, dass die Minister ihren Chefs noch viel Arbeit übrig gelassen haben, Ende der Woche in den Turm zu Babel ein paar gemeinsame, stabilisierende Streben einzuziehen.



Friedrich-Ebert-Stiftung  
Avenida Paulista 2001  
São Paulo CEP 01311-931  
Brasilien  
Tel.: 0055-11-32539090  
Fax: 0055-11-32533131  
[www.fes.org.br](http://www.fes.org.br)