



## Brasilien 2020

20. Januar 2010

### Wirtschaftliche und politische Szenarien – ein Update

**Brasilien erholt sich schnell von der weltweiten Krise.** Die gute internationale Zahlungsfähigkeit und Liquidität, solide makroökonomische Rahmenbedingungen, fiskalische Flexibilität und ein gut kapitalisierter Bankensektor haben dazu beigetragen, dass das Land den externen Schock relativ leicht verkraften konnte. Die Wirtschaft befindet sich bereits auf einem nachhaltigen Wachstumspfad, und das reale BIP-Wachstum dürfte 2010-2011 4-5% erreichen.

**Das „Land der Zukunft“ hat in den vergangenen fünf Jahren eine respektable Wirtschaftsleistung verzeichnet,** insbesondere verglichen mit den 10-15 Jahren vor 2003. Im Zeitraum 2003-2008 betrug das reale BIP-Wachstum im Durchschnitt 4,7% und war damit fast doppelt so hoch wie im Zeitraum 1994-2003, als es bei 2,5% lag. Das Investitions- und Exportwachstum, zusammen mit günstigen internationalen Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen und makroökonomischer Stabilität, waren die Hauptgründe für die Verbesserung.

**Wir haben unsere Prognose für 2020 nach oben revidiert.** Wir erwarten nun eine durchschnittliche Wachstumsrate von 4,25% pro Jahr über die nächsten zehn Jahre. In unserem revidierten „Positivszenario“ könnte Brasilien 5% pro Jahr wachsen. Ohne einen deutlichen Anstieg der inländischen Sparquote bzw. weitreichende Strukturreformen wird eine derartige Wachstumsrate jedoch nicht zu erreichen sein.

**Die Präsidentschaftswahlen im Oktober werden möglicherweise einen leichten Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik bewirken.** Eine PT-Regierung könnte die fiskalischen Zügel etwas lockern (bzw. sie nicht anziehen), eine PSDB-Regierung dürfte eine restriktive(re) Fiskalpolitik verfolgen. Die geldpolitischen Rahmenbedingungen hingegen werden bei einem Wahlsieg der PT wohl unverändert bleiben, während bei einem Wahlsieg der PSDB möglicherweise mit einer lockeren Geldpolitik und einem schwächeren Wechselkurs zu rechnen ist. Die wirtschaftliche Stabilität wird jedoch keine der beiden Regierungen gefährden.

**Der Finanzsektor wird sich** aufgrund niedrigerer Zinsen, soliden Wirtschaftswachstums, steigender Pro-Kopf-Einkommen und der fortschreitenden Vertiefung der Finanzmärkte **in den kommenden Jahren vielversprechend entwickeln.** Günstige Wachstumsaussichten, ein expandierender Binnenmarkt und der Reichtum an strategischen Rohstoffen machen Brasilien zu einem attraktiven Zielland für Kapitalströme.

**Brasiliens wirtschaftliche und politische Bedeutung wird im kommenden Jahrzehnt weiter zunehmen.** Zwar dürfte sein Aufstieg zu politischer Größe und zur Wirtschafts- und Finanzmacht weder mit dem Chinas noch mit dem Indiens Schritt halten; relativ zu den Industrieländern wird sich seine Position aber verbessern. Dass Brasilien sowohl die Fußballweltmeisterschaft 2014 als auch die Olympiade 2016 ausrichtet, spiegelt die Hoffnungen und Erwartungen wider, zu denen das „Land der Zukunft“ Anlass gibt.

www.  
dbresearch.de

#### Autor

Markus Jaeger  
+1 212 250-6971  
markus.jaeger@db.com

#### Editor

Maria Laura Lanzeni

#### Publikationsassistentz

Bettina Giesel

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

#### DB Research Management

Thomas Mayer

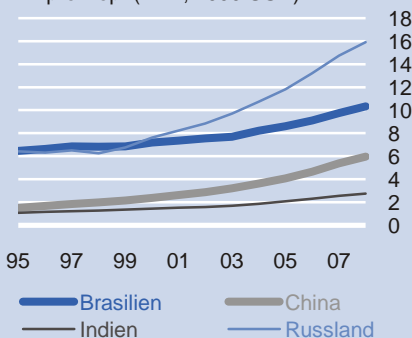


**Brasilien unter den Top-10**  
BIP, 2008

	Nominal, Mrd. USD	Rang	KKP, Mrd. USD	Rang
USA	14.441	1	14.441	1
Japan	4.911	2	4.356	3
China	4.327	3	7.926	2
Deutsch- land	3.673	4	2.918	5
Frankreich	2.867	5	2.130	8
UK	2.680	6	2.228	7
Italien	2.314	7	1.818	10
Russland	1.677	8	2.265	6
Spanien	1.602	9	1.395	12
<b>Brasilien</b>	<b>1.573</b>	<b>10</b>	<b>1.984</b>	<b>9</b>

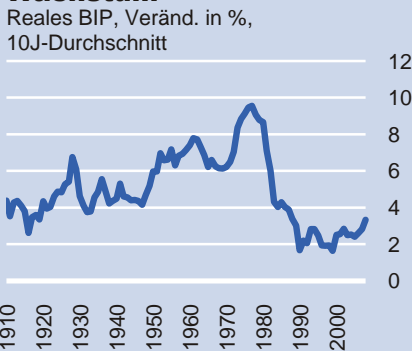
Quelle: IMF **1**

**Vor China und Indien**  
BIP pro Kopf (KKP, 1000 USD)



Quelle: IWF **2**

**Schuldenkrise der 80er Jahre beendete hohes Wachstum**



Quelle: IPEA **3**

**Brasilien 2020: es geht stetig voran**

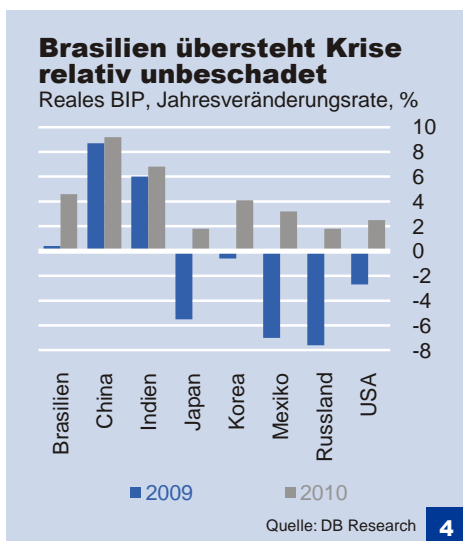
Brasilien ist nach Bevölkerung und Fläche das fünftgrößte Land der Erde und (nach KKP) die neuntgrößte Volkswirtschaft. Das Land verfügt über mehr als USD 230 Mrd. an offiziellen Devisenreserven und damit über die siebtgrößten Devisenbestände in der Welt (Tabelle 1). Mit der kürzlichen Entdeckung von Erdöl- und Gasvorkommen könnte es zudem in die Riege der wichtigen internationalen Energielieferanten aufsteigen.<sup>1</sup> Überdies liegt ein Viertel der globalen landwirtschaftlichen Nutzfläche in Brasilien, und das Land ist weltweit der zweitgrößte Produzent von Biokraftstoffen und ihr größter Exporteur.

Nach nahezu zwei Jahrzehnten finanzieller Instabilität und enttäuschendem Wirtschaftswachstum infolge der Lateinamerikakrise der frühen 80er Jahre scheint Brasilien nun endlich gut aufgestellt zu sein, politisch wie wirtschaftlich. Die Wahl eines linksgerichteten Präsidenten im Jahr 2002 belegt unter anderem die Reife des politischen Systems. Die politische Stabilität wird getragen durch ein starkes Bekenntnis zu demokratischen Grundsätzen und dem Streben nach wirtschaftlicher Stabilität.

Brasiliens erheblich gestärkte Finanzlage spiegelt sich heute vor allem in dem Investment Grade-Rating wider, während seine ökonomische Widerstandsfähigkeit durch die gute Positionierung während der weltweiten Finanzkrise belegt ist und die Tatsache, dass das Land relativ früh den Weg aus der Krise gefunden hat. Noch im Jahr 2002 war es Brasilien nur knapp gelungen, die Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Vor einigen Jahren konnte es dann seine Schulden beim IWF und Pariser Club zurückbezahlen und bewies mit dem kürzlichen Kauf von IWF-Anleihen seine deutlich verbesserte Finanzsituation. Dank größerer wirtschaftlicher Stabilität und Finanzkraft hat das Land auch auf diplomatischer Ebene Profil gewonnen, wie seine Mitgliedschaft in der G20 und der informellen BRIC-Gruppe sowie seine wichtige Rolle bei internationalen Handelsgesprächen und in regionalen Angelegenheiten belegen. Dass Brasilien den Zuschlag für die Fußball-Weltmeisterschaft 2014 und die Olympiade 2016 erhalten hat, ist stille Anerkennung seiner zunehmenden Bedeutung.

Brasiliens Wirtschaftsleistung hat sich seit 2003 erheblich verbessert. Das reale BIP-Wachstum liegt seither im Durchschnitt bei nahezu 5% und damit fast doppelt so hoch wie im vorangegangenen Jahrzehnt. Dennoch ist das brasilianische Wirtschaftswachstum deutlich hinter dem der übrigen BRIC-Staaten, insbesondere den „Superstars“ China und Indien, zurückgeblieben. Betrachtet man Indikatoren wie das Pro-Kopf-Einkommen (Grafik 2) und die Urbanisierung, dann liegt Brasilien weit vor China und Indien (laut UN-Daten ist der Urbanisierungsgrad sogar höher als in den USA). Brasilien könnte daher noch sehr schwer die gleichen Wachstumsraten wie China und Indien verzeichnen. Schließlich fiel die große Wachstumsperiode in der Geschichte des Landes bereits in den Zeitraum 1950-80 und fand mit dem Volcker-Schock der späten 1970er und der Schuldenkrise der frühen 1980er Jahre ein abruptes Ende (Grafik 3). In den letzten Jahren haben sich die brasilianischen Wachstumsraten jedoch denen von Ländern mit mittlerem Einkommen angenähert.

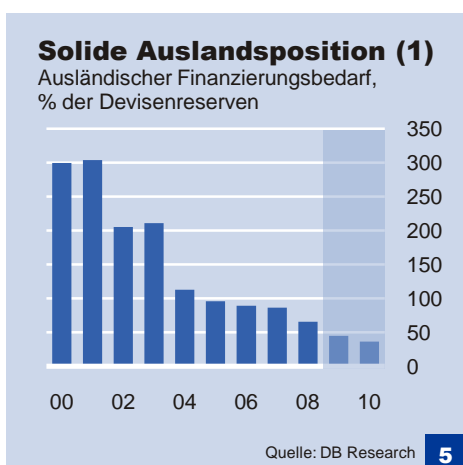
<sup>1</sup> Die Wachstumsszenarien unterstellen, dass die jüngsten Erdöl- und Gasfunde das Wachstum nicht vor Mitte des kommenden Jahrzehnts nachhaltig beeinflussen werden.



## Brasilien hat die Weltwirtschaftskrise gut überstanden

Brasilien hat die internationale Wirtschafts- und Finanzkrise gut gemeistert. Die Wirtschaft befindet sich bereits auf dem Erholungspfad; sie dürfte schon 2009 leicht expandieren und 2010 um 4-5% oder mehr wachsen. Im Vergleich zu einigen Schwellenländern und vielen Industrieländern wird der Aufschwung robuster sein, da Brasiliens Bankensystem stabil und die finanzielle Situation von privatem Sektor und Staat weiterhin gut ist (Grafik 4).

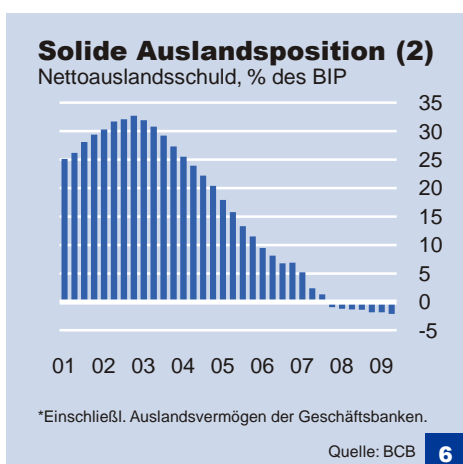
Trotz der Schwere des externen Schocks erholt sich die Wirtschaft schnell und nachhaltig. Anders als in der Vergangenheit war Brasilien dieses Mal nicht gezwungen, prozyklische Fiskalanpassungen vorzunehmen. Aggressive Zinssenkungen wirkten ebenfalls stützend. Auf kurze Sicht waren es zugegebenermaßen zwar die öffentlichen Banken mit ihren antizyklischen Maßnahmen, die für ein – wenn auch bescheidenes – inländisches Kreditwachstum gesorgt haben. Da aber Wirtschaft und Bankensektor weder unter exzessivem Leverage noch unter finanziellen Engpässen leiden, dürften Zinssenkungen dazu führen, dass die Kreditvergabe der privaten Banken schließlich wieder anspringt und damit die wirtschaftliche Erholung fördert. Die externe Liquiditätsposition Brasiliens ist gut; die Kapitalzuflüsse haben in den vergangenen Monaten stark zugenommen, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen für den privaten Sektor weiter gelockert haben. Selbst wenn die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren nur verhalten expandiert, hat Brasilien die besten Voraussetzungen, fast wieder die gleichen Wachstumsraten wie vor der Krise zu erreichen. In der Retrospektive wird die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise nur geringfügige Spuren im mittelfristigen Wachstumspfad des Landes hinterlassen haben. Zwar wird das schwächere Weltwirtschaftswachstum die brasilianischen Exporte belasten, die inländischen Wachstumsfaktoren bleiben jedoch intakt.



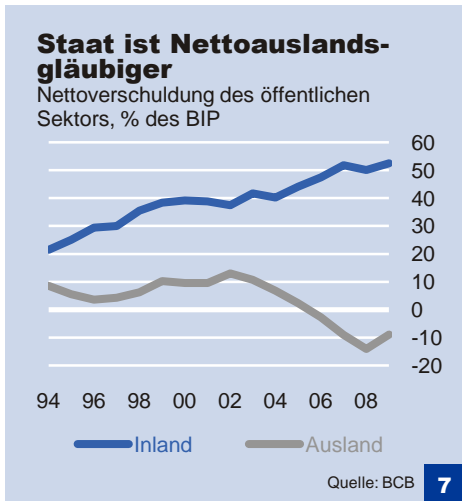
## Die wirtschaftliche Stabilität hat sich weiter gefestigt

Aufgrund deutlich verbesserter makroökonomischer Fundamentaldaten, wofür dem Land ein Investment Grade-Rating zuerkannt wurde, konnte Brasilien nicht nur den durch die weltweite Finanzkrise ausgelösten Schock absorbieren und sich schnell von den wirtschaftlichen Auswirkungen erholen, auch seine mittelfristigen Wachstumsperspektiven haben sich verbessert.

Ein flexibler Wechselkurs, begrenzte währungsbedingte (FCY-) Ungleichgewichte und eine solide externe Liquiditätsposition haben dazu beigetragen, dass Brasilien den Zahlungsbilanzschock ohne Folgeschäden überstanden hat (Grafik 5). Die Zentralbank konnte die Abwertung der Währung zulassen, ohne gleich eine Finanzkrise zu riskieren. Angesichts der soliden FCY-Positionen des Staates und des Bankensektors stellte die Währungsabwertung im Gegensatz zu früheren Krisen weder eine Bedrohung für die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung dar, noch war die Stabilität des Bankensektors gefährdet. Einige Unternehmen mussten infolge der massiven Währungsanpassung Einbußen bei ihren Devisen-Exposures hinnehmen, dies hatte jedoch keine systemischen Folgen. Ebenso wirkte sich der vorübergehend fehlende Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zwar deutlich auf Investitionen und Konjunktur aus, die makroökonomische und finanzielle Stabilität war aber nicht bedroht.

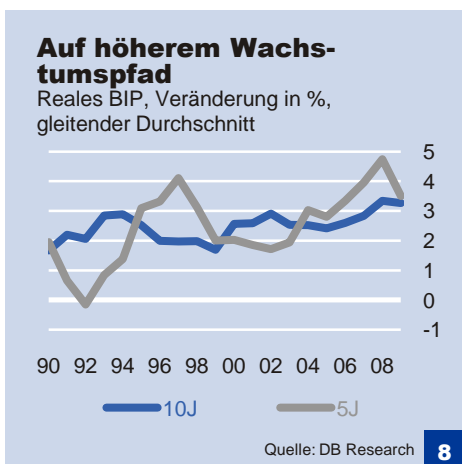


Die ausländischen Vermögenswerte der Geschäftsbanken mit eingerechnet, ist Brasilien Nettoauslandsgläubiger in Höhe von 2-3%



des BIP. Dies steht in scharfem Kontrast zu einer Nettoauslands-schuld von 33% des BIP Ende 2002 (Grafik 6)! Aufgrund seiner Net-to-gläubigerposition konnte der öffentliche Sektor Liquidität für die unter dem Kapitalbilanz-Schock leidende Privatwirtschaft bereitstellen und so der massiven internationalen Liquiditätsverknappung zum Teil entgegenwirken (Grafik 7). Die währungsbedingten Ungleichgewichte im Bankensektor sind sehr begrenzt, und die Banken finanzieren sich hauptsächlich am heimischen Markt. Kurzum, weder die externe Liquidität noch Zahlungsfähigkeit stellen für Brasilien ein Risiko dar.

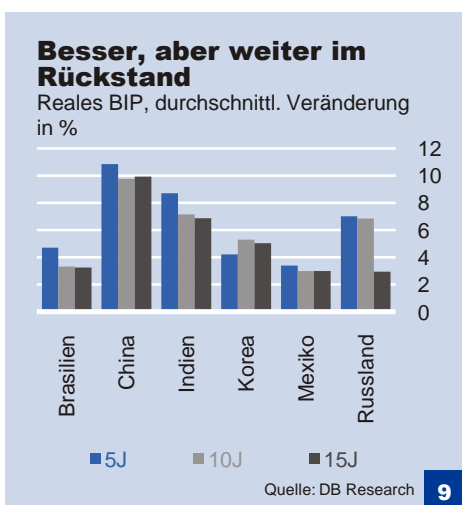
Die solide FCY-Position des öffentlichen Sektors verhinderte in Verbindung mit einem (vor der Krise) hohen Primärüberschuss, dass im Zuge der massiven Währungsabwertung Sorgen bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung aufkamen. Die Bruttoverschuldung des Staates ist weiterhin relativ hoch, der fiskalpolitische Konsolidierungskurs dürfte jedoch dafür sorgen, dass die Schuldenquote auf mittlere Sicht zurückgeht. Selbst wenn die Regierung einige der diskretionären Maßnahmen, die sie dieses Jahr zur Bekämpfung des Konjunkturabschwungs ergriffen hat, nicht wieder zurücknimmt, ist der Primärüberschuss ausreichend, um eine weitere, wenn auch nur langsame Rückführung der Nettoschuldenquote zu gewährleisten. Anders als in den späten 1990er Jahren und Anfang 2000 ist die Tragfähigkeit der Verschuldung kein Thema mehr.



Vor allen Dingen aber hat die Verpflichtung zu wirtschaftlicher Stabilität durch eine disziplinierte Fiskal- und Geldpolitik das Vertrauen in- und ausländischer Investoren gestärkt. In Verbindung mit allmählich sinkenden Zinsen wird dies zu einem Anstieg der Investitionen und stärkerem mittelfristigen Wirtschaftswachstum beitragen, insbesondere wenn es der Regierung gelingt, die Sparquote zu steigern. Die öffentliche Verschuldung wird weiter zurückgehen, wodurch wiederum die Realzinsen sinken dürften. Noch ein Grund, weshalb Investitionen und Wachstum zunehmen dürften, angesichts wachsenden Vertrauens und größerer Berechenbarkeit.

### Mittelfristige Wachstumsperspektiven haben sich verbessert

Nach drei Jahren ist es an der Zeit, unsere Mittelfristprognose für Brasilien zu überprüfen (Tabelle 10).<sup>2</sup> In den Jahren 2003-2008 betrug das brasilianische Wirtschaftswachstum durchschnittlich 4,7%, verglichen mit lediglich 2,5% in den Jahren 1994-2003. Diese Verbesserung ereignete sich zu einer Zeit, als die Weltwirtschaft mit beeindruckenden 4,5% expandierte. Vor diesem Hintergrund erscheint das brasilianische Wachstum gerade mal durchschnittlich, und verglichen mit vielen anderen Schwellenländern ist es sogar schwach. Das Trendwachstum jedoch ist deutlich gestiegen (Grafiken 8 und 9).



Man könnte einwenden, dass die einfache Extrapolierung der derzeit hohen Wachstumsraten zu übermäßig optimistischen Ergebnissen führt, da Brasilien vor der Krise von üppiger internationaler Liquidität, hohen Rohstoffpreisen und kräftigem globalem Wachstum profitiert hat. Die globale Liquiditätsversorgung ist jedoch (zur Zeit) wieder gut, und die Rohstoffpreise erholen sich. Zwar dürfte die Weltwirtschaft in den nächsten Jahren nur verhalten expandieren, das brasilianische Wachstum wird jedoch auch weiterhin von einer

<sup>2</sup> Jaeger, Markus (2006). Brasilien: *O país do futuro?* Aktuelle Themen 355. DB Research. Frankfurt am Main.

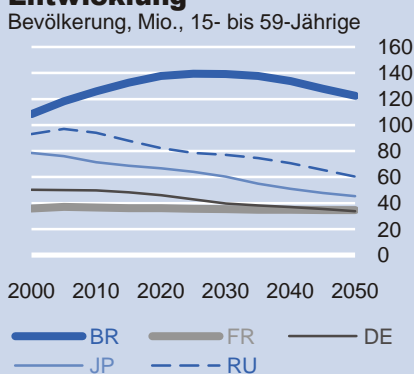
soliden Binnennachfrage getragen werden, auf die sich unter anderem die nachhaltig expandierende inländische Kreditvergabe förderlich auswirkt. Von Seiten der Zahlungsbilanz sind in den nächsten Jahren keine Belastungen für das Wachstum zu erwarten. Die Verbesserung der zugrundeliegenden Fundamentaldaten, insbesondere der Anstieg der Investitionen vor der Krise, lassen im Basisszenario eine Wachstumsrate von 4,25% erwarten (Wahrscheinlichkeit = 70%). In unserem Positivszenario (Wahrscheinlichkeit = 20%), in dem wir für das nächste Jahrzehnt einen äußerst kräftigen Zuwachs bei den Investitionen und/oder weitreichende Strukturreformen unterstellen – was jedoch beides wenig wahrscheinlich ist – könnte das reale BIP-Wachstum 5% erreichen.

### Wachstumsszenarien 2020

2006	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3
Wahrscheinlichkeit	60%	25%	15%
Durchschnittl. reales BIP-Wachstum, %	3,25	4,25	2,50
2009 update	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3
Wahrscheinlichkeit	70%	20%	10%
Durchschnittl. reales BIP-Wachstum, %	4,25	5,00	3,25

Quelle: DB Research **10**

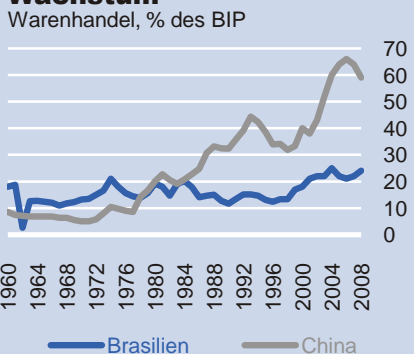
### Günstige demografische Entwicklung



### Was hat sich bei den zugrunde liegenden Wachstumstreibern geändert?

In unser Wachstumsmodell<sup>3</sup> *Formel-G* fließen vier fundamentale Einflussfaktoren für das Wirtschaftswachstum ein: demografische Entwicklung, Humankapital, Offenheit und Investitionen. Da demografische Trends und Veränderungen beim Humankapital naturgemäß sehr langsam wirken, haben wir unsere Prognosen nicht geändert. Im Allgemeinen verläuft die demografische Entwicklung in Brasilien weiterhin relativ günstig, was Altersquotient und -struktur anbelangt. Zwar altert die brasilianische Gesellschaft, allerdings ist die Entwicklung in vielerlei Hinsicht positiver als in China oder Russland oder – natürlich – den meisten Industrieländern (Grafik 11). Auch unsere Prognosen für das Humankapital sind unverändert geblieben. Mit einem Programm wie *Bolsa Familia*, das armen Familien finanzielle Unterstützung verspricht, wenn sie ihre Kinder in die Schule schicken, könnten größere Erfolge als erwartet erzielt werden. Die Wachstumseffekte werden sich jedoch erst mit der Zeit bemerkbar machen.

### Belastung für das TFP-Wachstum



Während Brasiliens Exporte und der Außenhandel in den Jahren vor der Krise stark expandierten, entwickelte sich die Offenheit der Wirtschaft gemessen als Anteil am BIP moderater. Grund hierfür war das rapide USD BIP-Wachstum, das zum Teil aus der Währungsaufwertung resultierte (Grafik 12). Die kräftige Expansion des Außenhandels ließ zusammen mit dem aufwertenden Wechselkurs die ausländischen Importe, einschließlich von Investitionsgütern, deutlich in die Höhe klettern. Nach dem Schock des Jahres 2008 dürfte sich die brasilianische Volkswirtschaft gemessen am Außenhandelsanteil weiter langsam öffnen, nicht zuletzt aufgrund des stetigen

<sup>3</sup> Bergheim, Stefan, Jan Hofmann, Marco Neuhaus und Ingo Rollwagen (2005). Globale Wachstumszentren 2020. Aktuelle Themen 313. DB Research. Frankfurt am Main.



Wachstums im ressourcenhungrigen China. Wir erwarten nun, dass sich Brasiliens Wirtschaft etwas schneller als zunächst prognostiziert öffnen wird. Dennoch bleibt sie bei weitem die geschlossenste unter den BRIC-Ländern.

Nicht zuletzt haben die Investitionen sich positiv entwickelt, weshalb wir unsere Prognosen nach oben revidieren. Die Investitionsquote stieg bereits im Vorfeld der Krise. Die Ausrüstungsinvestitionen, gemessen als Anteil am BIP, kletterten auf den höchsten Stand in mehreren Dekaden (Grafiken 13, 15 und 16). Dies geschah vor dem Hintergrund einer soliden Leistungsbilanz, der Aufschwung war also mit Blick auf die Zahlungsbilanz tragfähig. (Die Sparquote erhöhte sich im Zeitraum 2004-2008 auf 18% des BIP von durchschnittlich 15-16% zuvor). Grundsätzlich dürften das solide Wachstum der Binnennachfrage, ein funktionierendes Bankensystem (auch wenn die Spreads beträchtlich sind), niedrigere Zinsen und ein geringeres wirtschaftliches Risiko die Investitionen der brasilianischen Privatwirtschaft weiter steigen lassen. Rückläufige Zinszahlungen dürften dem Staat den notwendigen Spielraum bieten, um seine Ersparnisse und/oder die Investitionen zu steigern, trotz der begrenzten Verwaltungskapazitäten, die für die Durchführung öffentlicher Investitionsvorhaben zur Verfügung stehen. Die im Vorfeld der Fußballweltmeisterschaft 2014 und der Olympiade 2016 erforderlichen Investitionen in die Infrastruktur dürften ebenfalls zu einem Anstieg der öffentlichen Investitionen führen, ebenso die jüngsten Erdöl- und Gasfunde.

### Steigende Investitionen sind Schlüssel zu mehr Wachstum

In den vergangenen 10 bzw. 15 Jahren betrug das reale BIP-Wachstum durchschnittlich 3,3%. Was uns zu der Frage führt, warum die brasilianische Wirtschaft, insbesondere im Vergleich zu anderen Schwellenländern, so gering gewachsen ist. Ein Modell zur Analyse der Wachstumsdynamik bietet die Wachstumszerlegung in Veränderungen des Faktoreinsatzes (Arbeit, Kapital) und das Residuum „Effizienzgewinne“ und/oder „technischer Fortschritt“.<sup>4</sup>



### Brasilien enttäuschte 1980-2000 in jeder Hinsicht

	Brasilien			Industrieländer			Ostasien*		
	Output pro Beschäftigten	Beitrag von Kapital**	TFP	Output pro Beschäftigten	Beitrag von Kapital**	TFP	Output pro Beschäftigten	Beitrag von Kapital**	TFP
1960-70	2,8	1,1	1,6	4,0	1,7	2,3	3,7	2,2	1,5
1970-80	2,7	1,6	1,1	1,9	1,5	0,4	4,3	3,4	0,9
1980-90	-1,8	0,5	-2,3	1,7	0,9	0,8	4,4	3,1	1,3
1990-2003	0,3	0,5	0,2	1,6	1,1	0,5	3,1	2,5	0,6
1960-2003	1,0	0,9	0,1	2,2	1,2	1,0	3,8	2,8	1,0

\*Ohne China. \*\*Einschließlich physisches Kapital und Bildung.

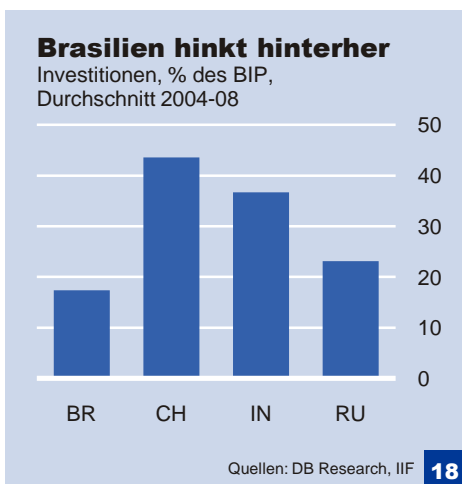
Quellen: Bosworth und Collins (2003), IWF **14**

<sup>4</sup> Die Wachstumszerlegung weist bekanntlich Schwächen auf, ist jedoch ein nützliches heuristisches Werkzeug.



In den 1980er und 1990er Jahren hinkte Brasilien sowohl bei der Kapitalakkumulation als auch beim Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) hinter den Schwellen- und den Industrieländern hinterher. Es kann nicht überraschen, dass das TFP-Wachstum in China und Indien stärker ausfiel als in Brasilien, da die technologische Entwicklung in beiden Ländern weniger fortgeschritten war. Aber Brasilien blieb auch hinter den technologisch hoch entwickelten und kapitalreichen Industrieländern zurück, wo sich die totale Faktorproduktivität schwerer steigern lassen sollte als im relativ technologiearmen Brasilien. Doch damit nicht genug: Das brasilianische TFP-Wachstum war in diesem Zeitraum negativ! Brasilien ist es demzufolge nicht gelungen, die Effizienz des Faktoreinsatzes zu steigern und/oder „technischen Fortschritt“ einzubinden. Grund hierfür war, dass TFP-steigernde Strukturreformen unterblieben (bzw. strukturelle Barrieren sogar verstärkt wurden) und dass der Grad an Handelsoffenheit sehr gering war (wodurch der Import von Investitionsgütern und der Wettbewerb behindert wurden).

Durch Strukturreformen hätten sich Produktivitäts- und Investitions-wachstum steigern lassen. (Leider hat die Lula-Regierung in ihren beiden Amtsperioden an der Strukturreformfront kaum Erfolge erzielt. Abgesehen von der Reform des Rentensystems im öffentlichen Sektor gab es keine nennenswerten größeren Reformen). Glaubt man den Studien der Weltbank, dann stehen dem Produktivitäts-wachstum auch weiterhin beachtliche strukturelle Hindernisse entgegen. Brasilien schneidet insbesondere angesichts seines relativ hohen Pro-Kopf-Einkommens schlecht ab. Es muss verwundern, dass die Registrierung von Eigentumsrechten im nominell kommunistischen China leichter sein soll als in Brasilien (Tabelle 17).



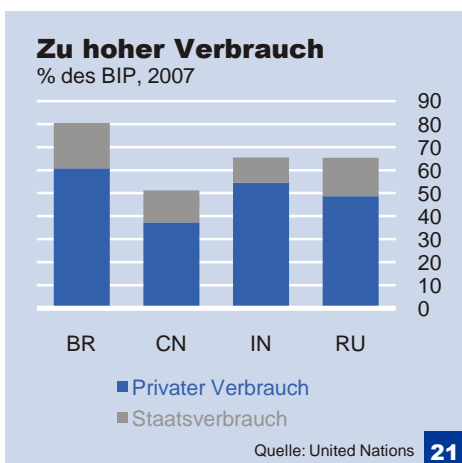
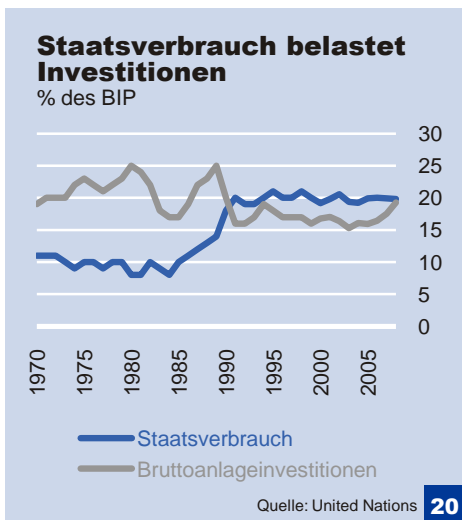
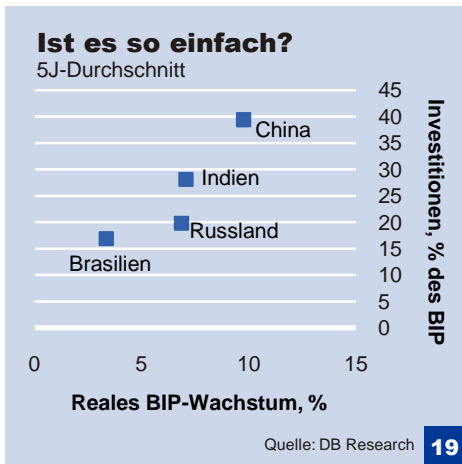
### Viel Spielraum für Verbesserung

Doing Business, Rangliste (1=Erster, 183=Letzter)

	Brasilien	China	Indien	Russland
Wirtschaftliche Freiheit	129	89	133	120
Unternehmensgründung	126	151	169	106
Baugenehmigungen	113	180	175	183
Beschäftigung von Arbeitskräften	138	140	104	109
Registrierung von Eigentumsrechten	120	32	93	45
Zugang zu Krediten	87	61	30	87
Anlegerschutz	73	93	41	93
Aufwand und Belastung bei Steuerzahlungen	150	130	169	103
Export und Import	100	44	94	162
Durchsetzung von Rechtsansprüchen	100	18	182	19
Unternehmensschließung	131	65	138	92
Ungewichteter Durchschnitt	<b>115</b>	<b>91</b>	<b>121</b>	<b>102</b>

Quelle: Weltbank, Doing Business 2010 **17**

Auch bei den Investitionen hinkte Brasilien hinterher. In den vergangenen fünf, zehn und fünfzehn Jahren betrug die Investitionsquote im Durchschnitt gerade mal 17% des BIP. Dies steht in scharfem Kontrast zu vielen asiatischen Schwellenländern, wo sowohl die Spar- als auch die Investitionsquote weitaus höher liegen, oftmals bei 30-40% des BIP (Grafik 18). Brasilien leidet im öffentlichen wie im privaten Sektor unter einem geringen Investitionsvolumen. In



vielen asiatischen Ländern machen die öffentlichen Investitionen 4-6% des BIP aus. Angesichts hoher laufender Staatsausgaben stellte die brasilianische Regierung im Zeitraum 1995-2005 größtenteils weniger als 2% des BIP für Investitionen bereit. Dies ist einer der Gründe, weshalb die Infrastruktur in vielen Ländern Asiens weit besser ist als in Brasilien.

Die geringen öffentlichen Investitionen haben ihre Ursache in der sehr niedrigen Sparquote des Staates und dem begrenzten Spielraum für umfangreiche Haushaltsdefizite. Das ebenfalls niedrige Niveau der Investitionen der Privatwirtschaft führte die ICS der Weltbank 2003 hauptsächlich auf hohe Steuern und Finanzierungskosten zurück, gefolgt von unsicheren wirtschaftlichen und regulatorischen Bedingungen und makroökonomischer Instabilität. Seit Beginn der 2000er Jahre sind wirtschaftliche Instabilität und in geringem Maße auch hohe Finanzierungskosten immer weniger ein Thema. Infolgedessen sind in den letzten Jahren die Investitionen des privaten Sektors gestiegen. 2008 machten sie 19% des BIP aus.

Dem „growth diagnostics“-Modell<sup>5</sup> zufolge wächst eine Wirtschaft unterdurchschnittlich, wenn die erwarteten sozialen Renditen niedrig ausfallen, entweder weil die Erträge oder deren Aneignenbarkeit gering oder weil die Finanzierungskosten hoch sind. In der Standard-sicht<sup>6</sup> wird das niedrige Investitionsvolumen eher den hohen Finanzierungskosten des privaten Sektors denn geringen Erträgen zugeschrieben. Die hohen Finanzierungskosten wiederum werden auf das geringe inländische Sparvolumen zurückgeführt, das seine Ursache zum guten Teil in einem hohen Staatsverbrauch und hohen Transferzahlungen hat.<sup>7</sup> Bis in die 1980er Jahren lag der brasilianische Staatsverbrauch bei durchschnittlich 10% des BIP und schnellte dann auf 20% hoch, wo er bis heute verharrt (Grafik 20). Bei den sozialen Transferleistungen hat sich der Anstieg ebenso mit der Zeit verstärkt; aufgrund des Entwicklungsniveaus und der demografischen Gegebenheiten im Land wird sehr viel Geld für Soziales ausgegeben. Ein anderer Sichtwinkel<sup>8</sup> führt das geringe Investitionsvolumen darauf zurück, dass sich der private Sektor (durch die hohe und ineffiziente Besteuerung) nur einen geringen Teil seiner Erträge aneignen kann. Theoretisch könnte auch eine geringe soziale Rendite (aufgrund von Einschränkungen bei Humankapital und Infrastruktur) die Ursache sein.

Diese Sichtweisen liefern fundamental unterschiedliche Erklärungsansätze für das geringe Wachstum der Investitionen und der Wirtschaft Brasiliens, stimmen aber zum Teil bei der makroökonomischen Lösung überein. Im ersten Fall wird die Senkung von Staatsverbrauch und Transferzahlungen empfohlen. Auf diesem Weg sollen die Ersparnisse, die dem privaten Sektor zur Verfügung stehen, erhöht und seine Finanzierungskosten reduziert werden. Im zweiten Fall wird ebenfalls die Senkung von Staatsverbrauch und Transferzahlungen befürwortet. Damit sollen die Rahmenbedingungen für Steuersenkungen geschaffen werden (um die Aneignenbarkeit von Erträgen zu verbessern) sowie für öffentliche Investitionen in Bildung und/oder die Infrastruktur (um die soziale Rendite zu erhöhen).

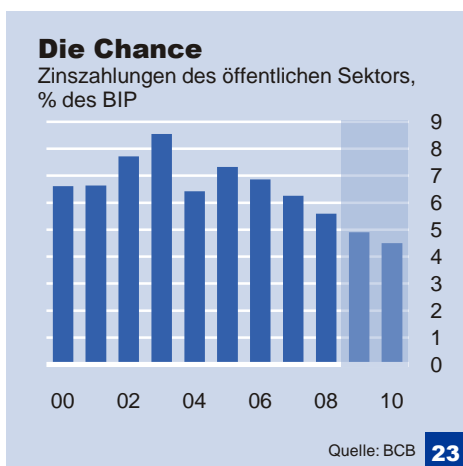
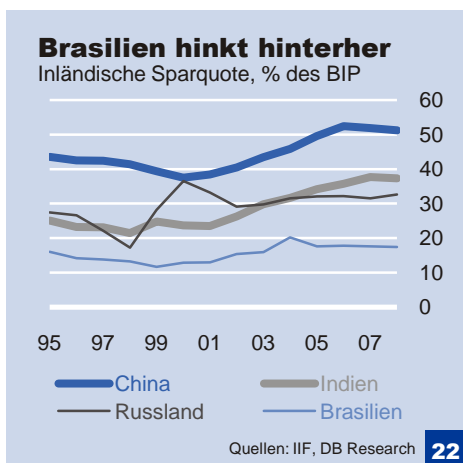
<sup>5</sup> Hausmann et al. (2008). Doing Growth Diagnostics in Practice: A 'Mindbook'. CID Working Paper Nr. 177.  
<sup>6</sup> Hausmann, R. (2008). In Search of the Chains that Hold Brazil Back. HKS Working Paper Nr. 61.  
<sup>7</sup> Transferzahlungen (z.B. Renten) fördern den privaten Konsum zulasten der Ersparnisse und schmälern gleichzeitig die Ersparnisse der besteuerten Privatunternehmen.  
<sup>8</sup> Blyde et al. (2009). What is impeding growth in Brazil? Agosin et al. Growing Pains. Binding Constraints to Productive Investment in Latin America. IADB.

Angesichts des geringen finanziellen Spielraums stimmen beide Sichtweisen dahingehend überein, dass die Rückführung der laufenden Staatsausgaben und Transfers ein wichtiges Ziel ist – unabhängig davon, ob das inländische Sparvolumen gesteigert oder Steuern gesenkt oder die Ursachen der geringen sozialen Renditen durch zusätzliche öffentliche Investitionen bekämpft werden sollen.

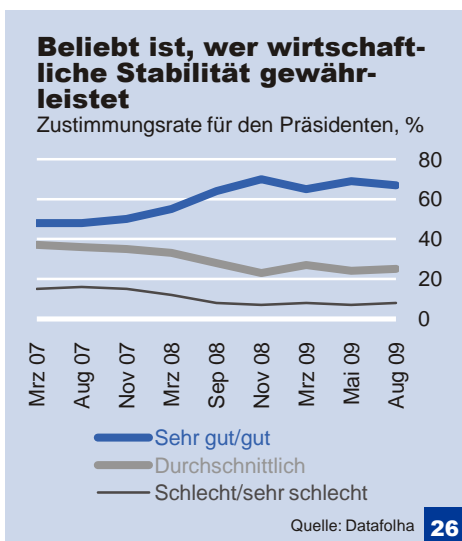
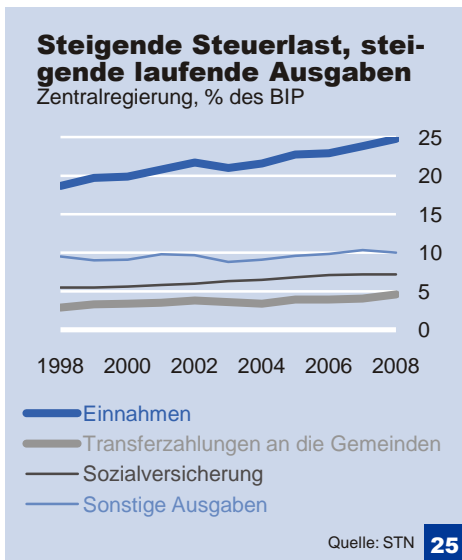
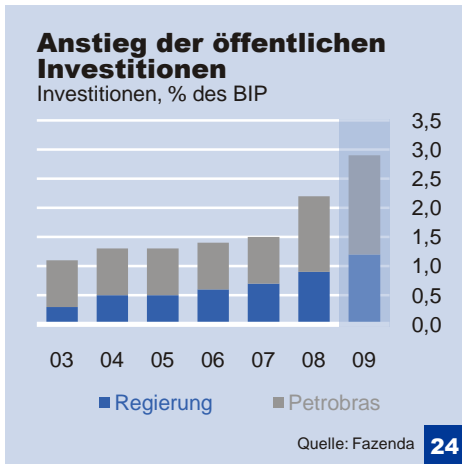
### Wie können die Investitionen gesteigert werden?

Eine Anhebung der Investitionsquote ohne gleichzeitige Erhöhung der Sparquote würde zu einem größeren Leistungsbilanzdefizit führen. In den vergangenen Jahren hat sich das Risiko von Zahlungsbilanzschwierigkeiten sehr stark vermindert. Angesichts eines Leistungsbilanzdefizits von derzeit 1-2% des BIP könnte Brasilien daher die Investitionsquote um 1-2% des BIP steigern. Um einen noch stärkeren Anstieg der Investitionsquote zu bewirken, müssten allerdings die inländischen Ersparnisse zunehmen (Grafik 22). Am einfachsten wäre dies zu erreichen, wenn die laufenden Staatsausgaben (als Anteil am BIP) zurückgeführt würden. (Aufgrund der erdrückenden Steuerlast und der potenziell geringen Aneignenbarkeit von Erträgen verbieten sich Steuererhöhungen zur Finanzierung öffentlicher Investitionen). Auch wenn die Regierung aufgrund bürokratischer Hürden die resultierenden Ersparnisse nicht zur Steigerung der öffentlichen Investitionen nutzen kann, könnten diese für den Abbau der Verschuldung und/oder Steuersenkungen eingesetzt werden. Dadurch würde Abwärtsdruck auf die Zinsen ausgeübt und/oder Anreize für Investitionen des privaten Sektors geschaffen. Letzten Endes hängt die Entscheidung, ob man eine Erhöhung der öffentlichen Investitionen oder den Abbau der öffentlichen Verschuldung oder Steuersenkungen befürwortet, davon ab, wie der Vergleich ausfällt zwischen der (sozialen) Rendite öffentlicher Investitionen und der Elastizität der Investitionen des privaten Sektors zu niedrigeren Finanzierungskosten und/oder geringeren Steuern. Schlussendlich handelt es sich dabei um eine empirische Frage. In allen Fällen bleibt die Erhöhung der öffentlichen Ersparnisse politisches Ziel.<sup>9</sup>

Im Vergleich zu anderen Ländern liegen Brasiliens Staats- und Sozialausgaben angesichts des Pro-Kopf-Einkommens auf hohem Niveau. Es gibt genügend Spielraum, um die sozialen Transferzahlungen (als Anteil am BIP) zu reduzieren, ohne dass negative Folgen für die sozioökonomischen Ziele und die Umverteilungspolitik entstehen. Ein verlangsamer Ausgabenanstieg könnte vor allem durch die verbesserte Qualität und Effizienz der Sozialleistungsvergabe kompensiert werden. Auch der voraussichtlich dauerhafte Rückgang der Zinsaufwendungen (Grafik 23) bietet der Regierung eine große Chance zur Steigerung der Spar- bzw. Investitionsquote. Unterstellt man ein BIP-Wachstum von real 4%, wäre bei einem Rückgang der Realzinsen auf, sagen wir, 5% (ein Niveau, dass in Einklang mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten steht) ein Primärüberschuss von weniger als 1% des BIP ausreichend, um die Nettoverschuldungsquote stabil zu halten. Das konjunkturbereinigte strukturelle Budgetsaldo bewegt sich aktuell im Bereich von 2-3% des BIP. Auch ohne die laufende Ausgabenquote zu senken, könnte



<sup>9</sup> Wie Hausmann zugespitzt formuliert: Brasiliens Wachstumsproblem ließe sich am einfachsten lösen, wenn gleichzeitig Staatsverbrauch und Transferzahlungen reduziert, Investitionen in Infrastruktur und Humankapital erhöht, Steuern gesenkt und das Gesamtdefizit abgebaut würde, um Spielraum für private Investitionen zu schaffen. Die Klärung der Frage, welche dieser politischen Maßnahmen das Wachstum am stärksten fördern würde, würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen.



die Regierung also die Ersparnisse ankurbeln. Wichtiger noch: Der prognostizierte Rückgang der Zinszahlungen des öffentlichen Sektors würde in den kommenden Jahren eine Steigerung der öffentlichen Investitionen um 1-2% des BIP ermöglichen. Die Regierung hat in der Tat bereits angekündigt, die Investitionsausgaben deutlich erhöhen zu wollen (Grafik 24). Allerdings stehen ihr bei der Ankerbelegung der Investitionen unter dem sog. Wachstumsbeschleunigungsgesetz (oder PAC) zahlreiche nicht finanzielle (bürokratische, rechtliche, regulatorische etc.) Hürden im Weg.

Sollte es der Regierung zudem gelingen, den Anstieg der laufenden Ausgaben auf die Hälfte der realen Wachstumsrate zu begrenzen, würden die resultierenden Ersparnisse zum Ende des nächsten Jahrzehnts eine Anhebung der Investitionsquote auf 25% des BIP oder mehr gestatten. Politisch wäre dies nur sehr schwer durchzusetzen, angesichts der politischen Anreize zur Ausgabensteigerung (bzw. der Hemmnisse beim Ausgabenabbau). Wir messen diesem Szenario daher nur eine Wahrscheinlichkeit von 20% bei. Die unerwarteten Gewinne aus den jüngsten Erdöl- und Gasfunden könnten sich ebenfalls förderlich auf die Ersparnisse und Investitionen auswirken, ein struktureller Wachstumseffekt ist aber wohl nicht vor der zweiten Hälfte oder dem Ende des nächsten Jahrzehnts zu erwarten. Inwieweit Brasilien von den Funden profitieren wird, hängt zum großen Teil davon ab, wie erfolgreich es die erwarteten Gewinne aus den Ölfunden verwaltet und ob es sich den mit dem sogenannten „Ressourcenfluch“ verbundenen Problemen entziehen kann.

Insgesamt eröffnet die Verbindung von makroökonomischer Stabilisierung, niedrigeren Finanzierungskosten und steigenden öffentlichen Ersparnissen weitreichenden Spielraum zur Steigerung der Investitionsquote. Selbst wenn es der brasilianischen Regierung nicht gelingt, den Anstieg der laufenden Ausgaben auf ein Niveau unterhalb des BIP-Wachstums zu senken (sie das derzeitige Niveau aber halten kann), dürfte die moderat stärkere Ausrichtung auf ausländisches Finanzkapital in Verbindung mit sinkenden Zinszahlungen des öffentlichen Sektors eine Erhöhung der Investitionsquote von aktuell 18-19% auf tragfähige 22-23% des BIP ermöglichen – ein Niveau, das seit Mitte der 1970er Jahre mit ihren hohen Wachstumsraten weitgehend unerreicht geblieben ist. Sollte es der Regierung hingegen gelingen, die laufenden Staatsausgaben (gemessen am BIP) zu senken, wäre sogar eine Investitionsquote von 25-28% möglich, zumindest rein rechnerisch. Das reale BIP-Wachstum könnte sich dann auf 5-6% oder mehr beschleunigen. Ein auf mittlere Sicht verbesserter Wachstumsausblick dürfte die Ersparnisse des privaten Sektors, und letztendlich auch die Investitionsquote, zusätzlich steigen lassen.

### Politischer Ausblick und wirtschaftliche Reform-szenarien

Unabhängig vom Ausgang der Kongress- und Präsidentschaftswahlen im Oktober dieses Jahres wird es auch die zukünftige Regierung schwer haben, weitreichende größere Strukturreformen durchzusetzen.<sup>10</sup> Die politischen Rahmenbedingungen ermöglichen Brasiliens Regierung erheblichen Einfluss auf die Fiskal- und Geldpolitik, trotz der Zweckbindung von Einnahmen und Ausgaben. Aber ein zersplitterter Kongress, ganz zu schweigen von den einflussreichen Gouverneuren der Bundesstaaten und einer restriktiven Verfassung (deren Änderung hoher Mehrheiten bedarf) sind große Hindernisse.

<sup>10</sup> Jaeger, Markus (2006). Brasilien: *O país do futuro?* Aktuelle Themen 355. DB Research. Frankfurt am Main.

Es ist selbst für Präsidenten, die breite Unterstützung in der Bevölkerung genießen, schwer, sich gegen etablierte Interessen durchzusetzen, die verschiedenen „Veto-Akteure“ zu „kooptieren“ oder auszuschalten und die für umfangreiche Reformen notwendigen Mehrheiten im Kongress zu sichern. Alles in allem dürfte eine neu gewählte PSDB-Regierung ehrgeizigere Reformziele verfolgen als eine wieder gewählte PT-Regierung. Schließlich hat die Regierung Lula in ihrer zweiten Amtsperiode trotz hoher Zustimmungsraten auf diesem Gebiet keine oder nur geringe Fortschritte erzielt. Hinzu kommt, dass mit einem nachhaltigen Konjunkturaufschwung auch die Einsicht in die Notwendigkeit von strukturellen Reformen schwindet. Allzuviel Optimismus scheint in Hinblick auf zukünftige Strukturreformen also nicht angebracht.

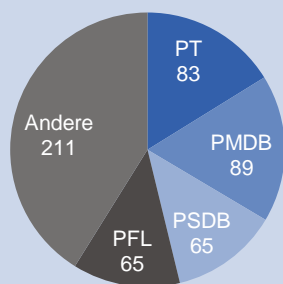
Im Vergleich zu anderen Ländern stehen in Brasilien einer Änderung des geld- und fiskalpolitischen Kurses relativ wenig Hindernisse entgegen. Die Zentralbank ist nicht *de jure* unabhängig, und die Regierung hat bei der Fiskalpolitik ziemlich freie Hand. Auf der anderen Seite haben es die politischen Rahmenbedingungen schwieriger gemacht, einen grundlegenden Wechsel in der Geld- und Fiskalpolitik durchzusetzen. Es besteht erheblicher Konsens, den aktuellen politischen Kurs beizubehalten, der Brasilien wirtschaftliche Stabilität und eine dauerhaft niedrige Inflation bei positiven Wachstumsaussichten gebracht hat. Ein radikaler Kurswechsel wäre für jeden Präsidenten politisch riskant. Welche Auswirkungen also wird die Präsidentschaftswahl in diesem Jahr auf die Wirtschaftspolitik haben?

**Wahlabsicht**

%	Mrz 08	Nov 08	Mrz 09	Mai 09	Aug 09
José Serra (PSDB)	38	41	41	38	37
Dilma Rousseff (PT)	3	8	11	16	16
Ciro Gomes (PSB)	20	15	16	15	15
Heloísa Helena (PSOL)	14	14	11	10	12
Ungültig/niemand	16	12	13	13	12
Weiß nicht	9	9	8	8	7

Quelle: Datafolha **27**

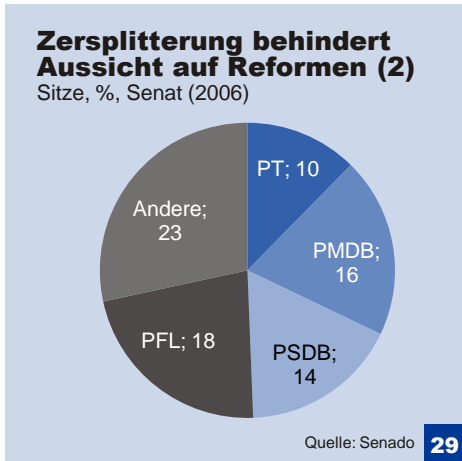
**Zersplitterung behindert Aussicht auf Reformen (1)**  
Sitze, %, Abgeordnetenkammer (2006)



Quelle: Camera **28**

**Szenario „Dilma“**

- Dilma Rousseff dürfte die derzeitige wirtschaftspolitische Linie weitgehend beibehalten, könnte aber einen etwas weniger „orthodoxen“ fiskalpolitischen Kurs bevorzugen. In der Praxis würde dies eine weniger disziplinierte (aber weiterhin stabilitätsorientierte) Fiskalpolitik bedeuten. Ein deutlicher Richtungswechsel gegenüber der Politik der Lula-Regierung ist unwahrscheinlich angesichts des Nutzens, den die PT aus der aktuellen politischen Linie gezogen hat: Sie konnte die Präsidentschaftswahlen 2006 für sich entscheiden und Wähler im ärmeren Norden und Nordosten sowie aus der städtischen Mittelschicht hinzugewinnen.
- Bedeutende Fortschritte an der Strukturreformfront sind nur schwer vorstellbar. Solange die wirtschaftliche Entwicklung stabil ist und das Wachstum bei 4% liegt, gibt es wenig Anlass, mit politisch kontroversen Strukturreformen, die bei der Basis unbeliebt sind, für Aufruhr zu sorgen (z.B. Sozialversicherung, Arbeitsmarkt, Unabhängigkeit der Zentralbank).

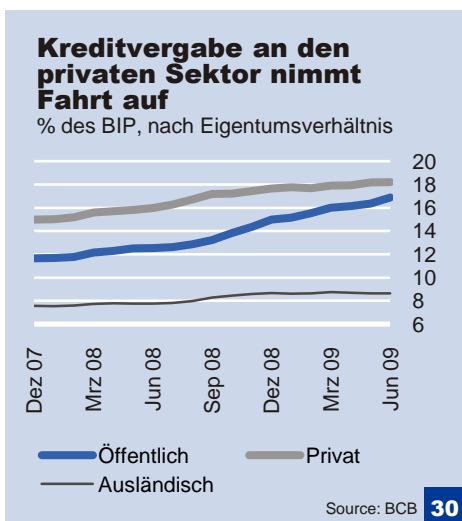


### Szenario „Serra“

- Jose Serra, der potentielle PSDB-Kandidat, gilt als heterodoxer „Entwicklungsstrategie“ und Pragmatiker, der eine restriktive Fiskalpolitik zu favorisieren scheint, bei der Geld- und Währungspolitik jedoch weniger orthodoxe Wege (einschließlich aggressiver Deviseninterventionen zum Wechselkursmanagement) gehen könnte, mit dem Ziel, über eine unterbewertete Währung die Exporte anzukurbeln und so Wachstum zu generieren.
- Was Strukturreformen anbelangt, sind von einer PSDB-Regierung wohl eher Schritte zu erwarten als von einer PT-Regierung. Dabei hängt jedoch viel davon ab, welche Kompromisse die PSDB mit den zahlreichen „Veto-Akteuren“, vor allem aber mit den verschiedenen Lagern im Kongress eingehen muss.

### Szenario „Außenseiter“

- Eine Reihe von „Außenseitern“ wird ebenfalls für das Präsidentenamt kandidieren. Umfragen zufolge dürfte Ciro Gomes, sollte er sich für die Wahl aufstellen lassen, gute Chancen haben, vor allen Dingen, wenn er gegen Aécio Neves antritt und nicht gegen Serra. Aber selbst Ciro mit seinen weniger orthodoxen wirtschaftspolitischen Ansichten wird wohl eine Linie verfolgen müssen, die nicht allzu weit vom bisherigen Kurs abweicht, denn die Wähler sind mit der Entwicklung ihres Landes durchaus zufrieden. Die Mittelschicht schätzt die wirtschaftliche Stabilität, trotz ständiger Beschwerden über die hohe Steuerlast und die schlechte Qualität der öffentlichen Dienstleistungen. Die ärmeren Bevölkerungsschichten profitieren in erheblichem Maße von der niedrigen Inflation, den steigenden Realeinkommen und sozialen Programmen wie *bolsa familia*. Letzten Endes ist die Erhaltung der makroökonomischen Stabilität für die Bevölkerung sehr wichtig (Grafik 26). Sollte Ciro die Wahl gewinnen, dürfte die Geld- und Fiskalpolitik lockerer sein als unter Dilma oder Serra. Bei den Strukturreformen ist wenig bis kein Fortschritt zu erwarten.

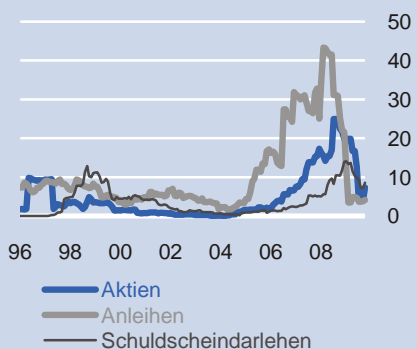


Wie werden sich diese Szenarien auf das Wirtschaftswachstum auswirken? Eine weniger disziplinierte Fiskalpolitik unter einer Dilma-Regierung würde, vor allem wenn sie mit steigenden Ausgaben verbunden ist, weniger günstige Folgen für das mittelfristige Wachstum haben als die voraussichtlich striktere Fiskalpolitik von Serra. Dies gilt umso mehr, wenn die fiskalische Straffung unter Serra über eine Senkung der Staatsausgaben und/oder Transferzahlungen erfolgt. Sollte andererseits eine Dilma-Regierung die sinkenden Zinszahlungen nutzen, um gesamtwirtschaftlich rentable öffentliche Investitionen zu fördern, wäre dies gut für das wirtschaftliche Wachstum. Noch besser wäre es, wenn zusätzlich der Anstieg der laufenden öffentlichen Ausgaben begrenzt würde. Dies wäre unter einer Dilma-Regierung allerdings weniger wahrscheinlich als unter einer Serra-Regierung. Voraussetzung für höheres Investitions- und Wirtschaftswachstum bleibt weiterhin, dass der Anstieg der Staatsausgaben und/oder Transferzahlungen eingedämmt wird.

Es bleibt abzuwarten, ob eine weniger orthodoxe Geldpolitik unter Serra das Wachstum stärker fördert als die Beibehaltung des aktuellen Kurses unter Dilma. Falls es Serra gelingt, Einfluss auf die Zentralbankpolitik auszuüben, könnte dies einen Anstieg der längerfristigen Zinsen bewirken, mit negativen Folgen für die Investitionen. Die Frage, ob ein derartiger Kurs die mittelfristigen Perspektiven beeinflusst, kann nicht eindeutig beantwortet werden. Eine Debatte für sich ist allerdings, wieweit die Regierung in der Lage ist, den realen Wechselkurs zu manipulieren, um exportgetriebenes Wachstum zu

### Boom der inländischen Kapitalmärkte vor der Krise

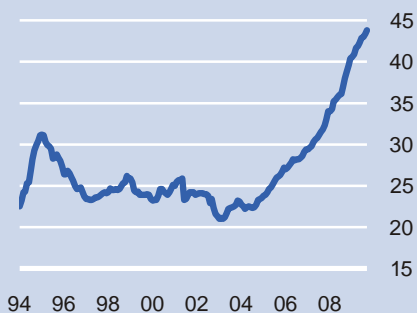
Emissionen in Mrd. USD, 12M kumulativ



Quelle: CVM **31**

### Anstieg der Kredite (1)

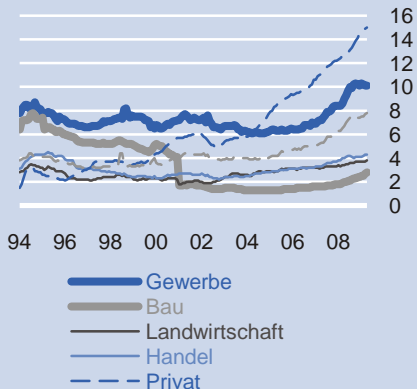
Kreditvergabe an den privaten Sektor, % des BIP



Quelle: CVM **32**

### Anstieg der Kredite (2)

Kreditvergabe an den privaten Sektor, % des BIP



Quelle: CVM **33**

generieren. Würde der mühsam erworbene Ruf der Zentralbank als Inflationsbekämpfer gefährdet, hätte dies möglicherweise negative Auswirkungen auf den mittelfristigen Wachstumsausblick, während ein „wettbewerbsfähiger“ Wechselkurs ein illusorisches Ziel bleiben könnte.<sup>11</sup>

Insgesamt würden sich die Aussichten für Strukturreformen unter Serra leicht verbessern, vermutlich jedoch nicht wesentlich. Ebenso wie eine Dilma-Regierung hätte auch eine Serra-Regierung große politische Hürden zu überwinden. Zwar dürfte sie zunächst von einer größeren Reformdynamik profitieren, die Frage jedoch, ob deshalb daraus umfassende Strukturreformen folgen werden, kann nicht abschließend beantwortet werden.

Es ist noch zu früh, um abzuschätzen, wie groß die politischen Unterschiede zwischen Dilma und Serra tatsächlich sein werden. Es besteht ein deutlicher Konsens zugunsten eines disziplinierten Wirtschaftskurses, der sich infolge der internationalen Finanzkrise noch verstärkt hat. Der nächste Präsident wird wenig Anlass haben, einen fundamentalen wirtschaftspolitischen Kurswechsel anzustreben. Die aktuelle Politik hat sich politisch wie wirtschaftlich „ausgezahlt“, und ein Wachstum von fast 4% ist nicht zu verachten. Strukturreformen werden sich politisch nur schwer durchsetzen lassen, unabhängig davon wer Präsident ist. Um zukünftiges Wachstum zu generieren, müssen die Staatsausgaben und Transferzahlungen gesenkt werden, sei es durch höhere öffentliche Investitionen, einen zügigeren staatlichen Schuldenabbau oder Steuersenkungen oder verstärkte Investitionen des privaten Sektors.

### Positive Aussichten für den Finanzmarkt

Die Perspektiven für den Finanzmarkt sind sehr gut. Der Trend zu einer Belebung des heimischen Finanzmarktes zeichnete sich bereits im Vorfeld der Finanzkrise ab (Grafik 31). Diese bereitete den Aktivitäten an den inländischen Finanzmärkten und dem Zustrom an Kapital zwar erst einmal ein „abruptes Ende“, die Vertiefung der Finanzmärkte wird sich jedoch fortsetzen, sobald sich die „Aufregung“ gelegt hat. (1) Eine sinkende Volatilität der Inflation und niedrigere Nominal- und Realzinsen dürften die Vertiefung der Finanzmärkte fördern. (2) Steigende Pro-Kopf-Einkommen vor dem Hintergrund höherer mittelfristiger Wachstumsraten werden die Nachfrage nach Vermögensanlagen ankurbeln, wodurch sich der Bestand an Finanzvermögen gemessen am BIP kontinuierlich erhöhen dürfte. (3) Die Teilhabe ausländischer Investoren dürfte zu tieferen, aktiveren heimischen Kapitalmärkten führen, insbesondere deshalb, weil die strategischen Investoren an Gewicht gewinnen werden.

Größere politische und wirtschaftliche Stabilität, gepaart mit verbesserten mittelfristigen Wachstumsaussichten, machen Brasilien zu einem attraktiven Zielland für „strategische“ Kapitalzuflüsse. Investoren kommen in den Genuss einer ausgereiften Marktinfrastruktur und von „Good Governance“; für Anleger aus dem Ausland ist der Marktzugang trotz der kürzlich eingeführten Steuer auf Kapitalzuflüsse relativ leicht. Schließlich wird Brasilien neben der großzügigen Versorgung mit Liquidität durch die G3-Länder auch von der wiederkehrenden Risikobereitschaft der Anleger profitieren, die den Schwellenländern den Vorzug vor den entwickelten Volkswirtschaften mit ihren schwachen Wachstumsraten, niedrigen Zinsen und steigenden Schuldenständen geben.

<sup>11</sup> Pastore et al. (2008). Câmbio e crescimento: o que podemos aprender? In Barros et al. (Hrsg.). Brasil globalizado. Campus Elsevier.

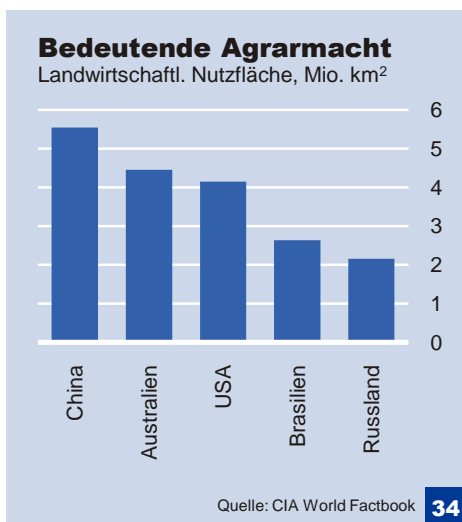


Bereits vor der Krise hat die Kreditvergabe der Banken stark angezogen (Grafiken 32 und 33), und alles spricht dafür, dass sie auch weiterhin kräftig expandieren wird; insbesondere die Privatbanken werden wieder verstärkt zum Kreditwachstum beitragen. Ein strukturell niedrigeres Niveau der Realzinsen, die rückläufige Inflation und die geringere Volatilität des Wachstums dürften den Bestand an Bankkrediten weiter in die Höhe treiben. Bei den Privatkrediten wurde der höchste Zuwachs seit Jahren verzeichnet, in der Hauptsache dank *credito consignado*. Der Hypothekenmarkt ist klein, aber auch hier dürften sinkende Zinsen neben anderen Faktoren in den nächsten Jahren zur Belebung beitragen. Das gilt auch für andere Arten von Kredit, insbesondere dann, wenn es der Regierung gelingt, eine liquidere risikofreie Nominal-Zinskurve aufzubauen.

Die Kapitalmärkte werden sich weiter vertiefen, aus nahezu den gleichen Gründen, aus denen auch der Bankensektor wachsen wird. Der heimische Anleihenmarkt wird expandieren, möglicherweise dank der zunehmenden Präsenz ausländischer Investoren. Auch der Ausblick für den heimischen Aktienmarkt ist angesichts niedriger Zinsen und besserer mittelfristiger Wachstumsperspektiven positiv. Sinkende Nominal- und Realzinsen können auch zu einer Verschiebung der inländischen Ersparnisse hin zu risikoreicheren und hochverzinslicheren Anleiheprodukten und Aktien führen. Für Brasiliens Unternehmen eröffnet die Emission von Aktien- und inländischen Anleihen angesichts des anhaltenden Wirtschaftswachstums und niedrigerer Zinsen attraktive Finanzierungsmöglichkeiten.

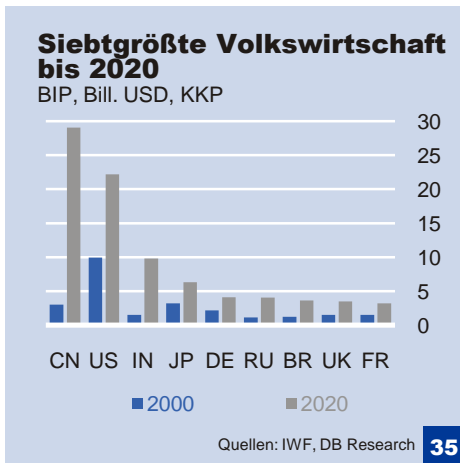
### Wirtschaftliche und politische Bedeutung nimmt weiter zu

Brasilien wird sich 2010-2020 deutlich besser entwickeln als im Zeitraum 1980-2000. An die Wachstumsraten von China und Indien kann das Land jedoch nicht heranreichen. In unserem Basisszenario wird es ungefähr im Jahr 2020 sowohl Frankreich als auch das Vereinigte Königreich überholt haben und damit auf Rang sieben der weltgrößten Wirtschaftsmächte vorrücken, die Position, die es bereits 1980 innehatte. Die wirtschaftliche und politische Stabilität des Landes, gepaart mit seinem Reichtum an landwirtschaftlicher Nutzfläche und strategischen Rohstoffen sowie Energieressourcen, werden ebenfalls einen Beitrag zum Aufstieg Brasiliens leisten. Dank der jüngsten Erdöl- und Gasfunde befindet sich das Land auf dem Weg zur Energiemacht. Schon jetzt stammen 50% der globalen Grobgetreideproduktion und 50% der weltweiten Rindfleischexporte aus Brasilien<sup>12</sup>. Zudem nimmt Brasilien im „Produkttraum“ nach dem Hausmann-Konzept vielversprechende Positionen ein (z.B. Biokraftstoffe, Luft- und Raumfahrt).



34

<sup>12</sup> Barros, G. (2009). Brazil: The Challenges in Becoming an Agricultural Superpower. In Brainard et al. (Hrsg.), Brazil as an Economic Superpower? Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy. Washington, DC. Brookings Institution Press.



Sollte Brasilien entgegen der Erwartungen wichtige Strukturreformen vornehmen, würde das brasilianische Wachstum trotzdem nicht an die Expansionsraten Chinas und Indiens heranreichen. Im globalen wirtschaftlichen und politischen Kontext ist der Aufstieg Chinas und Indiens das Schlüsselereignis des 21. Jahrhunderts. Ebenso wenig wird sich Brasilien zu einem hochtechnologisierten Korea mit hohem Pro-Kopf-BIP entwickeln, dessen Erfolg auf hohen Investitionen, Handelsoffenheit und der Akkumulation von Humankapital beruht. Brasiliens makroökonomische und politische Stabilität bilden jedoch die Grundlage für kontinuierliches Wirtschaftswachstum und seine zunehmende internationale politische Bedeutung, vor allem gegenüber den Industrieländern (Grafik 35).

Markus Jaeger (+1 212 250-6971, markus.jaeger@db.com)

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

#### Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640