



Aktueller Kommentar

Brasilien nach den Wahlen - wie geht es weiter?

14. Dezember 2010

Von einem starken politischen Konsens getragen, wird sich die Hauptrichtung der Wirtschaftspolitik unter der neuen Präsidentin kaum ändern. Eine mäßige Erosion des makroökonomischen Modells, die in der zweiten Amtsperiode von Luiz Inácio Lula da Silva begonnen hatte, dürfte sich jedoch fortsetzen, während sich Fortschritte bei Strukturreformen in Grenzen halten werden. Dank stark verbesserter Fundamentaldaten und des größeren makroökonomischen Spielraums wird dies in den nächsten vier Jahren weder die Stabilität gefährden noch das Wirtschaftswachstum unterminieren. Begrenzt wird jedoch das Wachstumspotenzial Brasiliens nach oben, und auch die Steuerung der Wirtschaftspolitik vor dem Hintergrund weiterhin starker Kapitalzuflüsse wird schwieriger.

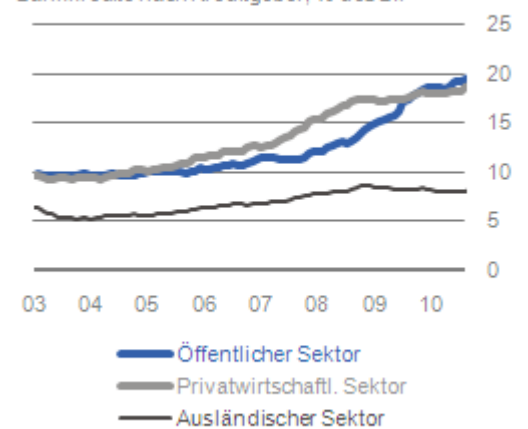
Die Regierung Dilma Rousseff verspricht insgesamt wirtschaftspolitische Kontinuität. Die designierte Regierung hat kaum einen Anlass, die Grundausrichtung der Wirtschaftspolitik zu ändern. Der politische Konsens für wirtschaftliche Stabilität, besonders für eine niedrige Inflationsrate (von der die ärmeren Bevölkerungsschichten profitieren) und für ein solides, wenn auch nicht kompetenhaftes Wirtschaftswachstum (von dem alle, einschließlich der Regierung, die mehr Geld ausgeben kann, profitieren) ist stark. Dies wird zwar die Regierung davon abhalten, das Wirtschaftswachstum zu Lasten einer höheren Inflation anzukurbeln, es schränkt aber auch die Bereitschaft der Regierung zu tief greifenden, wachstumsfördernden Strukturreformen ein – besonders angesichts des Zielkonflikts zwischen den kurzfristigen politischen Kosten von Reformen und deren mittelfristigen wirtschaftlichen Vorteilen.

Die neue Regierung wird den wirtschaftspolitischen Rahmen, der maßgeblich zu Brasiliens wirtschaftlichem Erfolg während der letzten acht Jahre beigetragen hat, nicht wesentlich verändern. Sie wird aber wahrscheinlich einen weniger puristischen Ansatz verfolgen. Erstens wird die Regierung weiterhin an einem hohen, vor kurzem korrigierten Primärüberschuss von 3,1 Prozent des BIP festhalten. Allerdings wurde die fiskalische Transparenz durch wiederholte Änderungen in der Bilanzierung verringert. Die Verschlechterung der unterliegenden Fiskalposition ist damit weniger offensichtlich geworden. Quasifiskalische Ausgaben in Form von Krediten öffentlich-rechtlicher Banken und Investitionen staatlicher Unternehmen werden, wenn auch in langsamerem Tempo, ebenfalls fortgeführt werden. Aufgrund der umfangreichen Investitionen im Vorfeld der Fußballweltmeisterschaft 2014 und der Olympischen Sommerspiele 2016 wird es kaum möglich sein, die staatlichen Investitionsausgaben zu verringern. Fairerweise muss gesagt werden, dass die Regierung an ihrer Verpflichtung, zumindest die staatliche Nettoverschuldung von derzeit knapp über 40% bis 2014 auf 30% zu reduzieren, festhält. Es wäre wünschenswert; auch die Bruttoverschuldung ähnlich aggressiv zu reduzieren. All dies erfordert konkrete fiskalische Maßnahmen, und die neue Regierung hat diesbezüglich bislang nur zweideutige Signale gesendet.

Zweitens scheinen Regierung und Zentralbank in der Geldpolitik einen, vorsichtig ausgedrückt, weniger aggressiven Kurs eingeschlagen zu haben. Die Markterwartungen für die Inflationsrate liegen derzeit für 2010 bei 5,2% und für 2011 bei 5,7%, also deutlich über dem Mittelwert von 4,5% des Zielkorridors von 2,5% bis 6,5%. Eine mittelfristige Inflationsrate von beispielsweise 5,0-5,5% anstelle von 4,5% würde die mühsam erworbene Glaubwürdigkeit der Zentralbank nicht zerstören, könnte sie aber dennoch leicht untergraben. Obwohl die Regierung erneut die Unabhängigkeit der Zentralbank bekräftigte, gab sie ihre Absicht bekannt, den IPCA-Inflationsindex "anzupassen". Dies hat dem Markt – gerechtfertigt oder nicht – den Eindruck vermittelt, dass die Regierung geldpolitische Entscheidungen durch die Hintertür zu beeinflussen versuche. Ähnlich wie bei der Fiskalpolitik könnte eine Erosion der geldpolitischen Rahmenbedingungen am Rande eine schnellere Senkung

Nicht ohne Risiken

Bankkredite nach Kreditgeber, % des BIP



Quelle: Brasilianische Zentralbank



der realen Zinsen über eine Verringerung der Inflationsvolatilität und eine Verankerung der Inflationserwartungen verhindern.

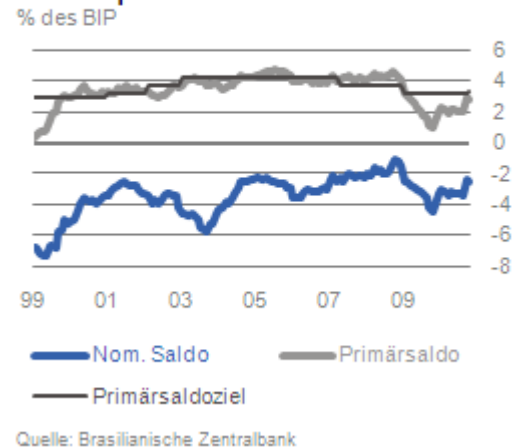
Drittens hält die Regierung weiterhin an ihrem Wechselkursregime des "schmutzigen Floatens" fest, bei dem der Wechselkurs zwar grundsätzlich frei ist, die Zentralbank aber ab und zu interveniert. In der letzten Zeit ist dieses Floaten allerdings "schmutziger" geworden. Die Interventionspolitik der Zentralbank ist eher asymmetrisch: Sie interveniert, wenn der Real unter Aufwertungsdruck steht, agiert aber weit weniger druckvoll, wenn die Währung unter Abwertungsdruck gerät. Dieses Verhalten ist zwar nicht unbedingt als unvernünftig zu bezeichnen, weist aber darauf hin, dass Regierung und Zentralbank eine Aufwertung zu begrenzen versuchen, oder, um es diplomatischer auszudrücken, "extreme Schwankungen" und ein „Überschießen“ verhindern wollen, besonders da das Niveau der vorsorglich gehaltenen Devisenreserven höher ist, als gemeinhin als sicher betrachtet wird. Vor kurzem wurde durch Änderungen, die in dieselbe Richtung weisen, das Finanzministerium mit größerer Flexibilität zum Kauf von Devisen ausgestattet und die Rolle des brasilianischen Staatsfonds bei Devisenmarktinterventionen definiert. Dies und die erneute Einführung und nachfolgende schrittweise Verschärfung von Kapitalkontrollen liefern klare Hinweise dafür, dass Brasilien auf ein stärker staatlich gesteuertes und weniger freies Wechselkursregime zusteuert. Man kann eine legitime Debatte führen, welches Wechselkursregime wirtschaftlich wünschenswerter ist. Tatsache bleibt, dass sich das Regime verändert – oder Kritiker dieser Veränderungen könnten auch anmerken – etwas "ausgehöhlt" hat.

Die Regierung Dilma Rousseff, die einen größeren geldpolitischen und fiskalischen Spielraum hat, dürfte den "Buchstaben" oder zumindest den "Geist" der geld- und fiskalpolitischen Ziele weniger genau auslegen und bei der Wechselkurspolitik etwas mehr "lenkend" eingreifen. In diesem Sinn stellt die Regierung Rousseff eher die Fortsetzung der Lula II-Regierung und weniger der wesentlich "orthodoxeren" Lula I-Regierung dar. Nichts davon wird die Wirtschaft jedoch davon abhalten, in den nächsten Jahren um durchschnittlich 4-5% zu wachsen. Allerdings werden die "flexiblere" Fiskalposition und besonders die fortgesetzte Expansion der laufenden Ausgaben dadurch, dass die Zinsen auf einem erhöhten Niveau gehalten werden, zu einem suboptimalen Policy Mix beitragen. Dieses Vorgehen verhindert nicht nur einen (schnelleren) Anstieg inländischer Ersparnisse, Investitionen und Wachstum. Da es auch eine Senkung der Zinsen verhindert, ist es auch wenig hilfreich im Kampf mit der hohen globalen Liquidität, rapide steigenden Kapitalzuflüssen und den – aus der Sicht der Regierung – wirtschaftlich "schädlichen" Konsequenzen einer Aufwertung des Real umzugehen.

Ungeachtet der Bedenken über eine marginale Aushöhlung der Wirtschaftspolitik hat Brasilien ein "Investment Grade"-Rating und verfügt über eine robuste außenwirtschaftliche Position sowie einen größeren wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum als noch vor einigen Jahren. Größere Disziplin sowie eine striktere Auslegung der wirtschaftspolitischen Ziele würden nichtsdestotrotz dazu beitragen, wachsende Bedenken vor allem unter Kritikern der derzeitigen brasilianischen Wirtschaftspolitik zu zerstreuen.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...

Reduzierte fiskalpolitische Transparenz





Markus Jaeger +1 212 250 6971

...mehr zum Research-Bereich **Emerging Markets**

Aktuelle Kommentare - Archiv

© 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.