

Länderanalyse

Dr. Alexander Kalb

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

Brasilien



Politische Lage

Die schwere politische Krise in Brasilien hat mit der Suspendierung von Staatspräsidentin Dilma Rousseff einen neuen Höhepunkt erreicht. Nachdem im Dezember vergangenen Jahres ein Amtsenthebungsverfahren eingeleitet wurde, hat sich im April zunächst das Abgeordnetenhaus und am 12.5.2016 auch der Senat mit deutlicher Mehrheit von 55 zu 22 Stimmen für eine Amtsenthebung ausgesprochen. Unmittelbar danach wurde Rousseff für 180 Tage von ihrem Amt suspendiert; während dieser Zeit werden die Vorwürfe gegen sie intensiv juristisch geprüft. Im November könnte dann der Senat mit einer Zweidrittelmehrheit die Präsidentin endgültig des Amtes entheben.

- Auf Rousseff folgt, zunächst interimistisch, Vizepräsident Temer

Konkret werden Rousseff folgende Vergehen vorgeworfen: Zum einen soll sie nicht angemessen gegen die Veruntreuung von öffentlichen Geldern im Rahmen des Korruptionsskandals um den halbstaatlichen Ölkonzern Petrobras vorgegangen sein, zum anderen geht es um Verstöße gegen das Haushaltsgesetz, sogenannte „pedaladas fiscais“ („Haushaltstricksereien“). Darüber hinaus soll sie per Dekret Kredite in Milliardenhöhe (in Brasilianischen Real) bewilligt haben, ohne die nötige Zustimmung des Kongresses eingeholt zu haben. Die Präsidentin von der Arbeiterpartei PT weist die Vorwürfe strikt zurück und spricht von einem „Putschversuch“. Auf Rousseff folgt nun – bis zur möglichen endgültigen Amtsenthebung zunächst interimistisch - automatisch Vizepräsident Michel Temer von der „Partei der demokratischen Bewegung“ (PMDB) bis zum Ende der laufenden Legislaturperiode 2018 als Übergangspräsident. Seine Partei hatte im Frühjahr nach 13 Jahren Zusammenarbeit mit der PT die Regierungskoalition verlassen und sich an die Spitze der „Impeachment“-Befürworter gesetzt. Seitdem arbeitete Temer an der Aufstellung einer Regierungsmehrheit für die Zeit nach Rousseff, freilich ohne deren PT.

- Das Amtsenthebungsverfahren hat die Bevölkerung tief gespalten

Das Amtsenthebungsverfahren hat die Bevölkerung indes tief gespalten. So kam es in den vergangenen Monaten regelmäßig zu Großdemonstrationen von Gegnern und Anhängern der Präsidentin, wobei erstere deutlich in der Überzahl waren. Rousseff genoss in der Bevölkerung zuletzt nur noch eine Zustimmungsrate von ca. 10%. Um ihre Popularität wieder zu steigern, hatte sie Mitte März den in der Bevölkerung nach wie vor sehr beliebten Ex-Präsidenten Luiz Inácio Lula da Silva in ihr Kabinett berufen. Das oberste Bundesgericht lehnte die Berufung von Lula zum Minister allerdings ab, da gegen ihn Korruptionsermittlungen laufen. Durch das Ministeramt wäre Lula vor den Ermittlungen geschützt gewesen.

- Politisch turbulente Zeiten auch nach der Amtsenthebung

Bis zur endgültigen Entscheidung einer Amtsenthebung von Staatspräsidentin Rousseff im November dürfte das Land weiterhin durch politischen Stillstand geprägt sein. Aber auch danach dürfte sich die Lage nicht merklich bessern. Denn auch wenn das Verfahren positiv für Rousseff ausgehen und sie im Amt bestätigt werden sollte, dürften die Machtkämpfe weitergehen und die dringend notwendigen Reformen somit weiter verschleppt werden. Die politische Zukunft des Landes ist aber auch im Falle einer Absetzung Rousseffs ungewiss: Gegen ihren potenziellen Nachfolger, Michel Temer, liegt inzwischen ebenfalls ein Antrag auf Amtsenthebung vor – mit ähnlichen Argumenten wie bei Rousseff. Der nächste in der Rangfolge, der Präsident des Abgeordnetenhauses Eduardo Cunha (PMDB), wurde

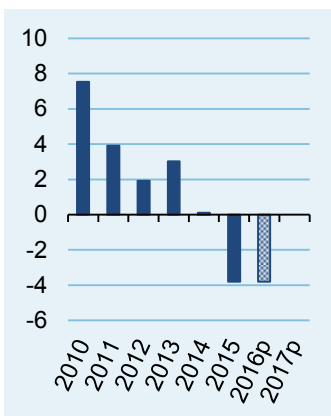
wegen Korruptionsvorwürfen bereits Anfang Mai suspendiert. Nach ihm wäre dann der Präsident des Senats, Renan Calheiro (PMDB), an der Reihe. Gegen ihn wird derzeit wegen Steuerhinterziehung ermittelt. Damit wird klar: Auch nach Beendigung des Amtsenthebungsverfahrens gegen Dilma Rousseff wird im politischen Betrieb in Brasilien keine Ruhe einkehren. Schlimmstenfalls kann der politische Stillstand bis zu den turnusmäßigen Wahlen im Jahr 2018 dauern. Dies sind denkbar ungünstige Voraussetzungen, um das Land wieder auf Vordermann zu bringen. Denn Brasilien befindet sich schon seit vergangenem Jahr in der schwersten Rezession seit Jahrzehnten, die durch die andauernde politische Krise immer weiter in die Länge gezogen wird.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

- Brasilien ist gemessen am BIP die größte Volkswirtschaft Lateinamerikas

Brasilien ist gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) vor Mexiko die größte Volkswirtschaft Lateinamerikas (BIP 2015: 1.773 Mrd. USD). Der Reichtum an Bodenschätzen wie etwa Eisen, Mangan, Kohle, Bauxit, Nickel, Zinn, Silber, Diamanten, Gold oder Uran bilden das Hauptstandbein der brasilianischen Wirtschaft. Zudem wurden im Jahr 2007 große Erdölvorkommen vor der Küste Brasiliens entdeckt, die nach und nach erschlossen werden. Insgesamt werden die Ölvorräte unter dem atlantischen Ozean auf mehr als 100 Mrd. Barrel geschätzt. Hinzu kommt, dass das Öl vermutlich eine sehr hohe Qualität aufweist. Mittelfristig könnte Brasilien somit zu einer Energiegroßmacht aufsteigen. Der Korruptionsskandal um den halbstaatlichen Ölkonzern Petrobras hat den Traum vom Aufstieg zu einer globalen Ölmacht allerdings zunächst einmal platzen lassen. Neben den Industrierohstoffen spielt auch der Agrarsektor eine bedeutende Rolle. Schlüsselprodukte in diesem Bereich sind Sojaprodukte, Fleisch und Zucker. Aufgrund der weltweit gestiegenen Nachfrage nach Rohstoffen seit der Jahrtausendwende – insbesondere aus dem asiatischen Raum – verzeichnete Brasilien in den 2000er Jahren hohe Wachstumsraten. Zwischen 2000 und 2011 wuchs das reale BIP durchschnittlich um knapp 4%.

Reales BIP
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: IBGE, BayernLB Research

Seit dem zweiten Halbjahr 2011 hat die Wirtschaft allerdings deutlich an Dynamik verloren. Zwischen 2012 und 2014 legte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) real lediglich noch um durchschnittlich 1,7% zu, 2015 rutschte das Land dann in die tiefste Rezession seit Anfang der 1990er Jahre ab: Das BIP schrumpfte real um 3,8%. Und eine Besserung ist – auch aufgrund der politisch unsicheren Lage – nicht in Sicht. Wir rechnen damit, dass die Wirtschaft 2016 erneut um 3,8% schrumpft und 2017 stagniert; abhängig von den politischen Entwicklungen könnte es ab 2018 wieder leicht bergauf gehen. Zeitgleich befindet sich die Inflationsrate auf einem Niveau wie zuletzt im Jahr 2003. Immerhin dürfte die Teuerung im Januar mit einer Rate von 10,7% ihren Zenit überschritten haben. Bis März sank sie wieder auf 9,4% ab. Damit liegt sie aber immer noch weit oberhalb des von der Zentralbank angestrebten Zielbandes von 2,5% bis 4,5%; im Jahresdurchschnitt strebt die Banco Central do Brasil eine Inflationsrate von 4,5% an. Bis diese Rate wieder erreicht ist, dürfte noch einige Zeit vergehen: Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate 2016 im Durchschnitt auf 8,7% und 2017 auf 6,1% zurückgehen wird. Ursächlich für den enormen Preisauftrieb sind unter anderem die hohen Energiepreise sowie die starke Abwertung des Real, durch die importierte Konsumgüter deutlich im Preis angestiegen sind. Die Stabilisierung der Inflation nimmt den Druck von der Zentralbank, den Leitzins (SELIC Target Rate) vorerst nicht weiter erhöhen zu müssen. Denn um der hohen Inflation und dem Absturz des Brasilianischen Reals seit dem Frühjahr 2013 Einhalt zu gebieten, begann die Banco Central do Brasil den Leitzins sukzessive von 7,25% auf 14,25% anzuheben, was die Konjunktur zusätzlich belastet hat. Da nun eine Wende bei der Inflation in Sichtweite scheint und auch der Abwertungsdruck auf den Real etwas nachgelassen hat, ist mit weiteren Zinserhöhungen in diesem Jahr nicht mehr zu rechnen.

- ▶ Bruttoanlageinvestitionen sind 2015 real um knapp 15% geschrumpft

Die Gründe für den Einbruch der Wirtschaft sind vielfältig: Hauptursachen sind die anhaltend niedrigen Preise für Eisenerz und Soja, der niedrige Ölpreis, die geringe Dynamik des chinesischen Industriesektors – einer der Hauptabnehmer der Rohstoffe – sowie die schwere politische Krise. Die hohen Leitzinsen bremsen das Wachstum zusätzlich ein. In diesem ungünstigen Umfeld schieben viele Unternehmen Investitionen auf: 2015 sind die Bruttoanlageinvestitionen real um knapp 15% geschrumpft, in einer ähnlichen Größenordnung dürften sie auch 2016 schrumpfen. Auch vom privaten Konsum sind keine großen Impulse auf das Wachstum zu erwarten: Infolge der Rezession werden derzeit viele Arbeitnehmer in unbezahlten Zwangsurlaub geschickt oder gar entlassen. Dies wird sich auch an der Zahl der Erwerbslosen widerspiegeln: 2016 dürfte die Arbeitslosenquote von durchschnittlich 6,8% (2015) auf 8,7% und 2017 auf 9,8% ansteigen. Von den Olympischen Spielen, die im August in Rio de Janeiro stattfinden, sind indes auch kaum Wachstumsimpulse zu erwarten, was unter anderem auch am grassierenden Zika-Virus und dem damit verbundenen geringeren Besucherzahlen liegen dürfte.

- ▶ Brasilien weist zahlreiche strukturelle Probleme auf

Darüber hinaus weist die brasilianische Wirtschaft eine Reihe von strukturellen Problemen auf, die sich ebenfalls negativ auf das Wachstum auswirken: Die Unternehmen haben mit hohen Steuerbelastungen, Lohnneben- und Finanzierungskosten sowie mit einer ineffizienten Infrastruktur und öffentlichen Verwaltung zu kämpfen. Hinzu kommt die während der Phase der ultralockeren Geldpolitik in den USA rasant angestiegene Privatverschuldung auf knapp 80% gemessen am BIP, das hohe Defizit der öffentlichen Haushalte (2015: 10,3% des BIP) sowie die für ein Schwellenland hohe Staatsverschuldung von 74% des BIP. Die neue Regierung wird nicht umhin kommen, deutliche Einsparungen im öffentlichen Haushalt vorzunehmen, um die immens hohen Defizite wieder zu senken.

Außenwirtschaft

Entwicklung des Brasil. Real seit 01. Mai 2013
BRL pro USD



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Brasilien hat 2015 rezessionsbedingt wieder mit einem Überschuss in der Handelsbilanz abgeschlossen (+17,7 Mrd. USD). Die Dynamik des Außenhandels hat in den ersten beiden Monaten des Jahres 2016 indes weiter deutlich nachgelassen: Von Januar bis Februar schrumpften die Warenexporte im Vorjahresvergleich nominal um 4,6%, die Warenimporte gingen gar um gut ein Drittel zurück. Damit hat sich das Defizit im gleichen Zeitraum des Vorjahres in einen Überschuss von ca. 3,5 Mrd. USD umgewandelt. Auf Jahressicht rechnen wir mit einem Überschuss von 38,3 Mrd. USD. Die „Verbesserung“ der Handelsbilanz sowie geringere Dividendenzahlungen ausländischer Konzerne in das Ausland (Einkommensbilanz) machen sich auch in der Leistungsbilanz bemerkbar: 2016 dürfte das Defizit von 58,9 Mrd. USD (3,3% des BIP) auf 33,1 Mrd. USD (2,0% des BIP) zurückgehen. 2017 rechnen wir mit einem weiteren Rückgang des Negativsaldos auf 1,5%. Der Rückgang ist aber fast ausschließlich auf die Schrumpfung der Wirtschaft zurück zu führen und nicht etwa auf eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der brasilianischen Wirtschaft. Das sinkende Defizit der Leistungsbilanz hat indes dazu geführt, dass dieses wieder gänzlich durch den Zufluss an ausländischen Direktinvestitionen gedeckt ist.

Die Ankündigung der amerikanischen Zentralbank (Fed) im Mai 2013, ihre Anleihekäufe allmählich zu drosseln („Tapering“) und die darauf folgende allmähliche Straffung der US-amerikanischen Geldpolitik haben zu einem Abfluss von ausländischem Kapital aus vielen Schwellenländern und in Folge zu einem Kurseinbruch der Währungen geführt. Der brasilianische Real war davon besonders stark betroffen. Seit Mai 2013 hat er gegenüber dem US-Dollar knapp 45% an Wert verloren. Die Hoffnungen auf eine baldige Absetzung von Präsidentin Rousseff haben die Talfahrt des Real zuletzt zwar gestoppt: Seit Anfang Februar wertete gegenüber dem US-Dollar wieder um knapp 15% auf. Allerdings dürfte die Erholung nur von kurzer Dauer sein: Die anhaltend niedrigen Rohstoffpreise, die geringere Dynamik der Rohstoffnachfrage aus China, die schwere Rezession sowie die mittelfristig

unklare politische Lage sollten dafür sorgen, dass der Abwertungsdruck auf den Real in den kommenden Monaten wieder zunimmt. Wir gehen von einer Abwertung des Real bis Ende des Jahres in Richtung 3,90 BRL/USD bzw. 4,15 BRL/EUR aus.

Finanzstatus

- ▶ Das Defizit der öffentlichen Haushalte lag 2015 bei 10,3% gemessen am BIP

Der Einbruch der Rohstoffpreise und üppige Sozialleistungen haben den brasilianischen Staatshaushalt tief in die roten Zahlen rutschen lassen: 2015 lag das Defizit der öffentlichen Haushalte bei 10,3% gemessen am BIP – ein Rekordhoch in der jüngeren brasilianischen Geschichte. Zwar kündigte Staatspräsidentin Rousseff im Herbst vergangenen Jahres ein umfassendes Sparpaket an, das neben kräftigen Ausgabenkürzungen (vor allem bei Sozialprogrammen) auch Steuererhöhungen vorsieht, die Umsetzung wird von der Opposition aber immer wieder blockiert. Da die politische Situation durch Korruptionsskandale und das Amtsenthebungsverfahren von Präsidentin Rousseff gelähmt ist, sind in nächster Zeit auch keine haushaltspolitischen Reformschritte zu erwarten. Die dringend notwendigen Korrekturmaßnahmen werden wohl erst mit einer neuen politischen Führung möglich sein. Im schlimmsten Fall wird es erst nach Ende der regulären Legislaturperiode Ende 2018 zu den notwendigen Einschnitten kommen. Daher gehen wir davon aus, dass die Haushaltsdefizite auch 2016 und 2017 auf einem sehr hohen Niveau verbleiben werden (jeweils ca. 8½% gemessen am BIP). Dementsprechend wird die Staatsverschuldung bis Ende 2017 bis auf 80,5% gemessen am BIP ansteigen – ein für ein Schwellenland eindeutig zu hohes Niveau.
- ▶ Das Risiko einer Zahlungsbilanzkrise ist weiter gestiegen

Die Auslandsverschuldung ist in den letzten Jahren infolge der starken Abwertung des Brasilianischen Real zumindest gemessen am BIP ebenfalls deutlich auf 37,5% (2015) gestiegen. 2016 und 2017 erwarten wir einen weiteren Anstieg bis auf rund 43% des BIP. Die Auslandsverschuldung bewegt sich damit noch auf akzeptablem Niveau. Die Abwertung des Real hat auch den Schuldendienst in US-Dollar erhöht. Da gleichzeitig die Exporte rückläufig waren, dürften 2015 knapp 30% der Exporterlöse aus Waren und Dienstleistungen für den Schuldendienst aufgewendet worden sein. Auch wenn sich der Finanzstatus Brasiliens durch die enorme Akkumulation von Währungsreserven – per Ende Februar 2016 standen Währungsreserven von 357 Mrd. USD zu Buche – in den vergangenen Jahren erheblich verbessert hat, ist das Risiko, dass das Land kurz- bis mittelfristig in eine Zahlungsbilanzkrise abrutschen könnte, weiter gestiegen. Denn die hohen Defizite sowohl im Staatshaushalt als auch in der Leistungsbilanz in Kombination mit der chaotischen politischen Lage machen das Land extrem anfällig auf weitere Kapitalabflüsse.
- ▶ Downgrade auf „Ramschniveau“ durch alle drei Ratingagenturen

Die Verschlechterung des Finanzstatus spiegelt sich auch unmittelbar in den Bewertungen der Ratingagenturen wider: Nach Standard & Poor's im September und Fitch im Dezember 2015 nahm Moody's das Rating im Februar 2016 aus dem „Investment Grade“ und stufte Brasilien gleich um zwei Stufen herab. Moody's begründete diesen ungewöhnlichen Schritt mit dem schieren Ausmaß des finanziellen Niedergangs durch die Wirtschafts- und Schuldenkrise. Auch im Länderkreditranking des „Institutional Investor“ vom März 2016 ging es steil bergab: Mit 55,5 von 100 Punkten belegt Brasilien nur noch Rang 61 unter 179 gewerteten Ländern. Gegenüber der September-Ausgabe hat sich das Land damit um vierzehn Positionen verschlechtert.

Ausblick

Brasilien befindet sich derzeit in der tiefsten politischen und wirtschaftlichen Krise der jüngeren Geschichte. Die gesamte politische Führungsriege ist mit Korruptions- und Machtmissbrauchsvorwürfen konfrontiert – und das in einer Zeit, in der das Land in der schwersten und wahrscheinlich auch längsten Rezession seit Jahrzehnten feststeckt. So dürfte das

BIP auch 2016 nochmals um real knapp 4% schrumpfen und 2017 stagnieren. Erst 2018 könnte es zu einer leichten Erholung kommen. In dieser Krisenzeit treten die Schwächen des seit der Jahrtausendwende ganz auf Wachstum des Konsums und des Binnenmarktes ausgerichteten Wirtschaftsmodell schonungslos zu Tage. Die Regierung hat den Rohstoffboom und den damit verbundenen Wohlstandszuwachs nicht dazu genutzt, eine Basis für nachhaltiges Wachstum und Stabilität zu schaffen.

Dilma Rousseffs Vorgänger, Luiz Inácio Lula da Silva, hatte immerhin noch dafür gesorgt, dass die drei Eckpfeiler der von seinem Vorgänger geerbten Stabilitätspolitik, solide Haushaltsführung, stabile Preispolitik und ein flexibler Wechselkurs, aufrecht erhalten wurden. Zwar packte auch er überfällige Strukturreformen nicht an, an diesen Eckpfeilern hielt er aber stets fest – was ihm dank der sprudelnden Einnahmen aus dem Rohstoffsektor auch möglich war. Dilma Rousseff konnte darauf nur noch bedingt zurückgreifen. Sowohl die Inflation als auch das Haushaltsdefizit haben inzwischen astronomische Höhen erreicht. Nun sind einschneidende und schmerzhaft Korrekturen notwendig, die aufgrund der verfahrenen politischen Lage aber schwer umsetzbar sind. Je länger die politische Lähmung anhält, desto tiefgreifender müssen die Korrekturen ausfallen, um die Wirtschaft wieder in Fahrt zu bringen und einen weiteren Vertrauensverlust der Investoren zu vermeiden.

Langfristig wird sich Brasilien wieder aufraffen, keine Frage. Und langfristig wird das Land auch für ausländische Investoren attraktiv bleiben, da es über immense Rohstoffvorkommen und einen großen Binnenmarkt verfügt. Kurz- bis mittelfristig ist das Risiko einer Zahlungsbilanzkrise aber gestiegen. Da Brasilien in den letzten Jahren aber einen hohen Bestand an Währungsreserven aufgebaut hat und diese im Falle weiterer plötzlicher Kapitalabflüsse einsetzen könnte, ist das Risiko noch relativ gering. Es bleibt zu hoffen, dass Brasilien bald in ruhigeres politisches Fahrwasser kommt und die nötigen Reformen rasch angegangen werden.

Länderdaten

Strukturdaten						
Fläche		8.547.404 km ²				
Einwohner		206,1 Mio.				
Bevölkerungsdichte		24 Einwohner/km ²				
Hauptstadt		Brasilia				
Währung		Brasilianischer Real (BRL)				
Binnenwirtschaftliche Indikatoren		2014	2015 s	2016 p	2017 p	
BIP pro Kopf	US\$	11.920	8.670	8.040	7.850	
Bruttoinlandsprodukt	Mrd. US\$	2.417,2	1.772,6	1.657,1	1.631,0	
Wachstumsrate BIP, real	%	0,1	-3,8	-3,8	0,0	
Inflationsrate	%	6,3	9,0	8,7	6,1	
Arbeitslosenquote	%	4,8	6,8	8,7	9,8	
Außenwirtschaftliche Indikatoren						
Warenexporte	Mrd. US\$	224,1	190,1	186,4	201,8	
Warenimporte	Mrd. US\$	230,7	172,4	148,1	157,6	
Handelsbilanzsaldo	Mrd. US\$	-6,6	17,7	38,3	44,2	
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. US\$	-104,2	-58,9	-33,1	-24,3	
	% des BIP	-4,3	-3,3	-2,0	-1,5	
Ausl. Direktinvestitionen	Mrd. US\$	96,9	75,1	80,0	85,0	
Wechselkurs (Durchschnitt)	BRL/USD	2,35	3,34	3,83	4,15	
	BRL/EUR	3,12	3,70	4,17	4,15	
				Jan 16	% gg. Vj.	
Deutsche Einfuhr	Mrd. €	9,1	8,5	0,6	-14,6	
Deutsche Ausfuhr	Mrd. €	10,4	9,9	0,5	-34,8	
Saldo aus deutscher Sicht	Mrd. €	1,3	1,4			
Finanzindikatoren						
Währungsreserven ohne Gold	Mrd. US\$	361,0	354,2	355,0	360,0	
Auslandsverschuldung (brutto)	Mrd. US\$	712,5	665,0	690,0	704,9	
davon kurzfristig	%	8,5	8,2	8,7	8,9	
Auslandsverschuldung (brutto)	% des BIP	29,5	37,5	41,6	43,2	
Schuldendienstquote	%	21,6	29,1	30,6	29,5	
Staatsverschuldung	% des BIP	63,3	73,7	76,3	80,5	
Haushaltssaldo	% des BIP	-6,0	-10,3	-8,7	-8,5	
Geldmarktzinsen	%	10,9	13,4	14,2	13,5	
Wichtige Exportmärkte		Wichtige Exportprodukte		Beitrag zum BIP		
VR China	18,0%	Rohstoffe	37,7%	Primärsektor	5,3%	
USA	12,1%	Nahrungsmittel	22,8%	Sekundärsektor	22,7%	
Argentinien	6,3%	Maschinen	6,6%	Tertiärsektor	72,0%	
Externe Ratings				FCR	LCR	Ausblick
Standard & Poor's				BB	BB	negativ
Moody's				Ba2	Ba2	-
Fitch				BB+	BB+	negativ

Quellen: Banco Central do Brasil, Destatis, GTAI, IBGE, IWF

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 12.05.2016. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Dr. Alexander Kalb
Senior Economist

Telefon: 089 2171-22858
Alexander.kalb@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de