

Inflation: Was passiert, wenn es anders kommt

Kurz & klar

- Wir gehen weiterhin nur von einem temporären Überschießen der Inflation aus. Nach dieser Phase dürfte die Teuerungsrate aber höher sein als vor der Pandemie.
- Eine anhaltend hohe Inflation ist allerdings nicht mehr auszuschließen. Diese würde über steigende Inflationserwartungen den moderaten Renditeanstieg beschleunigen.
- Dramatische Auswirkungen auf Konjunktur und Finanzmärkte hätte ein permanenter Inflationsanstieg dann, wenn die Zentralbanken beherzt gegensteuerten und damit die Finanzierungskonditionen für die hoch verschuldeten Staaten und Unternehmen verschlechterten.

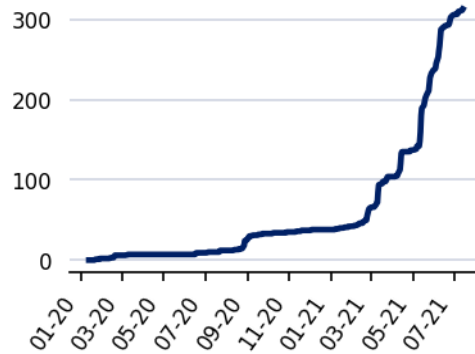
Das Thema Inflation treibt seit einigen Monaten Zentralbanker, Investoren und viele Unternehmen und Haushalte um. Im Gegensatz zu den vergangenen Jahren, als die Zentralbanken unkonventionelle Maßnahmen ergriffen haben, um zu niedrige Inflationsraten und die Gefahr eines Abrutschens in eine Deflation zu verhindern, wird die jetzige Debatte von der eher traditionellen Sorge eines zu starken Anstiegs der Inflation bestimmt. Unserer Meinung nach ist der in einigen Regionen sprunghafte Anstieg der Inflation maßgeblich von pandemiebedingten temporären Faktoren überzeichnet. Daher gehen wir in unserem Basis-Szenario davon aus, dass sich die Inflationsraten auf Jahressicht wieder entspannen werden. Es kann allerdings nicht mehr ausgeschlossen werden, dass der Anstieg der Inflationsraten dauerhaft ist. Die möglichen Folgen eines solchen Szenarios für Wirtschaft und Finanzmärkte hängen maßgeblich von der Reaktion der Zentralbanken ab.

Inflation hat an Bedeutung gewonnen

- Mit zunehmenden Impferfolgen wird das Thema Inflation immer wichtiger

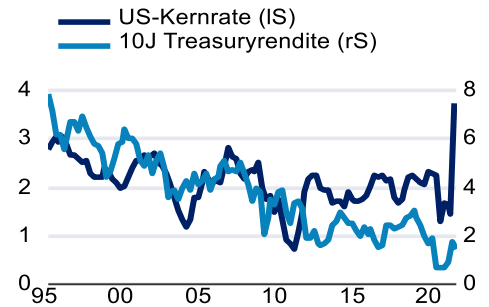
Nach dem initialen Kurseinbruch risikoreicher Assets zu Beginn der Pandemie haben sich die Investoren schnell und ausgiebig den geld- und fiskalpolitischen Unterstützungs- und Stimulierungsprogrammen gewidmet. In diesem Jahr hat das Thema Inflation jedoch an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt sich auch daran, dass der Begriff „Inflation“ in Refinitiv Markets-Artikeln seit dem Frühjahr deutlich häufiger genannt wird (siehe Grafik auf der nächsten Seite). Mit den zunehmenden Impferfolgen entfalten sich die Stimulierungsprogramme und aufgestauter Konsum und Investitionen werden nachgeholt. Die deutlich gestiegene Nachfrage trifft jedoch in vielen Bereichen auf pandemiebedingt eingeschränkte Kapazitäten. Diese Entwicklung ist besonders stark in den USA ausgeprägt. In diesem Umfeld kam es nicht nur zu einem Anstieg der Inflation, sondern auch zu einem Anstieg der Inflationserwartungen, die ihrerseits hauptverantwortlich für den Anstieg der längerfristigen US-Renditen waren und trotz kompensierender Schritte der jeweiligen Zentralbank auch in anderen Regionen (u.a. im Euro-Raum) zu einer Versteilung der Kurve beigetragen haben.

Inflationsnennungen schießen nach oben
Anzahl von Überschriften, in denen „inflation“ vorkommt, basierend auf zehntausenden Refinitiv-Artikeln



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Inflation springt an, Renditen noch niedrig
Kerninflation ggü. Vj. in %, Renditen, Monatswerte, in %



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

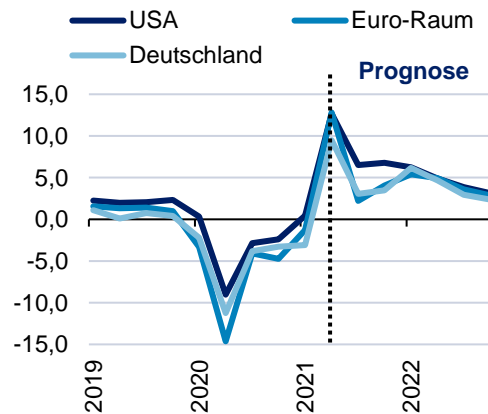
- Talfahrt bei Inflation und Zinsen dürfte beendet sein.

Nach einer mehr als drei Jahrzehnte langen Phase sinkender bzw. niedriger Inflationsraten ist eine steigende und hohe Inflation wieder im Bewusstsein der Marktteilnehmer angekommen und hat die Talfahrt bei den langfristigen Renditen beendet (siehe Grafik). Auch wenn der Anstieg nur temporär ist, müssen sich Zentralbanker und Investoren damit auseinandersetzen. Da viele der Akteure die Zeiten, in denen sich Zentralbanker als Inflationbekämpfer profilieren mussten, nur noch vom Hörensagen kennen, ist die Gefahr von Fehleinschätzungen und -entscheidungen nicht vernachlässigbar. Dadurch könnte es zu einer Verfestigung des Hochinflationsumfelds kommen.

Basis-Szenario: Der starke Anstieg der Inflation ist temporär

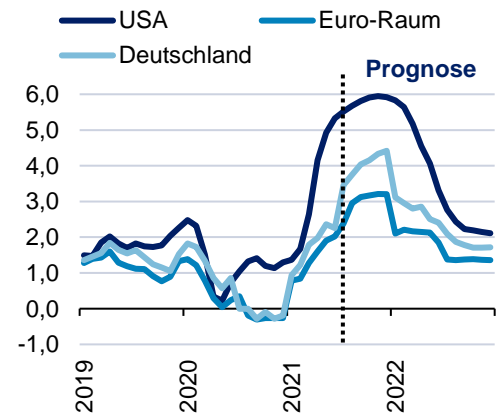
Wir gehen weiterhin davon aus, dass ein großer Teil des Anstiegs der Inflation durch pandemiebedingte kurzfristige Faktoren ausgelöst wird. Auf der Nachfrageseite ist das der Fall, wenn die zwischenzeitlich stark gestiegenen Sparquoten durch das Nachholen aufgestauten Konsums korrigiert wird, und auf der Angebotsseite, wenn die unterbrochenen Lieferketten wiederhergestellt und zwischenzeitlich stillgelegte Kapazitäten wieder aktiviert sind. Die Entwicklung bei einigen Rohstoffpreisen deutet darauf hin, dass die zwischenzeitlichen Preissprünge nicht von Dauer sind.

Günstige Konjunkturaussichten
BIP-Wachstum, real ggü. Vj. in %



Quelle: Eurostat, BEA, BayernLB Research

Inflationsanstieg nicht dauerhaft
Verbraucherpreise, ggü. Vj. in %



Quelle: Eurostat, BLS, BayernLB Research

- Geldpolitik reagiert mit gradueller Rückführung der ultra-lockeren Geldpolitik

Aufgrund der längerfristigen strukturellen Veränderungen durch die Pandemie, die unter anderem zu einem höheren Stellenwert von Resilienz in den Wertschöpfungsketten und, unterstützt durch staatliche Interventionen, zu einer steigenden Bedeutung von ESG-Kriterien (vor allem Klimaschutz) führen, erwarten wir, dass sich die Inflationsraten auch nach dem Abklingen des aktuellen Anstiegs nach der Pandemie auf einem höheren Niveau bewegen als zuvor. ([Megatrendstudie „Corona und die Folgen“](#)). Auch aufgrund einer graduellen Rückführung der geld- und fiskalpolitischen Stimulus-Maßnahmen dürften in den USA und im Euro-Raum die Inflationsraten nach 2022 aber nicht viel höher als 2% liegen. Dabei unterstellen wir, dass die Notenbanken zunächst die Kaufprogramme zurückfahren und erst dann an der Zinsschraube drehen. Aufgrund des konjunkturellen Vorlaufs in den USA wird die Fed, die bereits erste verbale Schritte getätigt hat, der EZB vorrauseilen. Den ersten Zinsschritt der Fed erwarten wir im Jahr 2023, während die EZB den Einlagensatz erst 2024 erstmals anheben und 2025 in positives Terrain schleusen dürfte.

Am Kapitalmarkt werden die erwarteten Zinserhöhungen und, zumindest in Europa weiter steigende Inflationserwartungen zu höheren Renditen am langen Ende führen. Dank einer robusten Konjunkturentwicklung, die sich nach Ende des Booms im Jahr 2022 leicht unter dem Durchschnitt vor der Pandemie einpendeln wird, dürften sich risikoreichere Assets trotz zunehmender Volatilität weiter positiv entwickeln. Erst mit der spürbaren Rückführung der geldpolitischen Unterstützung ab 2024 wird der Anstieg der Bewertungskennziffern zu ausgeprägten Kurskorrekturen führen.

Alternativ-Szenario: Die Inflation bleibt anhaltend hoch

- Dauerhafter Anstieg der Inflation möglich

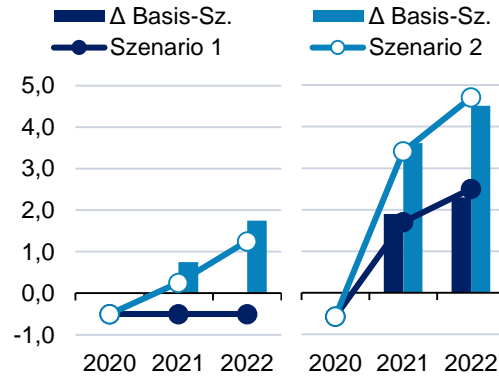
Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass unser Basis-Szenario am wahrscheinlichsten ist. Nachdem wir, wie der Konsens der Prognostiker, die Wucht des Inflationsanstiegs unterschätzt und im ersten Halbjahr unsere Inflationsprognosen für 2021 deutlich nach oben revidiert haben (USA: von 2,0% auf 4,4%; Euroraum: von 1,2% auf 2,2% und Deutschland: von 2,0% auf 2,9%), ist jedoch nicht auszuschließen, dass wir auch die Länge des Inflationsanstiegs falsch einordnen und sich der temporäre Anstieg der Inflation als Auslöser eines anhaltenden Regimewechsels entpuppt. Dabei könnten strukturelle Veränderungen, wie die Alterung der Gesellschaft in den Industriestaaten und China, eine Abnahme des inflationsdämpfenden Effekts durch die Globalisierung (auch wenn dieser Zusammenhang von der EZB in Frage gestellt wird) oder ein Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit der üppig vorhandenen Zentralbankliquidität ihre jeweils inflationssteigernde Wirkung entfalten. Im Ergebnis dürfte es in einem solchen Szenario zu einem deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen und einer Lohn-Preis-Spirale kommen.

In einer Simulation haben wir unterstellt, dass die Inflationsrate für eine Dauer von zwei Jahren bei einer Rate von mindestens 4% in den großen Industriestaaten verharrt. Wie die letzten Monate gezeigt haben, sind die Auswirkungen des Inflationsanstiegs auf die Finanzmärkte und die Konjunktur maßgeblich von der Reaktion der Zentralbanken abhängig. Daher haben wir zwischen zwei Optionen unterschieden: In Szenario 1 wird die Geldpolitik wie im Basis-Szenario umgesetzt, also die ultra-lockere Geldpolitik allmählich durch die Rückführung der Kaufprogramme reduziert. In Szenario 2 steuern die Notenbanken dagegen, indem sie die Kaufprogramme schnell zurückführen und innerhalb weniger Monate mit Zinserhöhungen beginnen.

Wir sind uns bewusst, dass es eine Vielzahl von alternativen Inflationsszenarien gibt, bei denen z.B. die Aufwärtsdynamik der Inflation mit der Zeit zunimmt und die Zentralbanken nach einer gewissen Zeit einschreiten. Aus unserer Sicht ermöglichen die beiden gewählten Varianten jedoch, die unterschiedlichen Wirkungskanäle zu skizzieren.

Auswirkungen auf die Zinsen

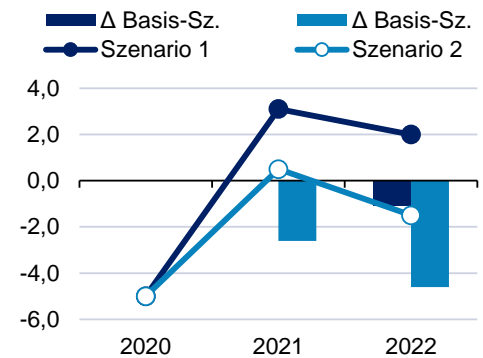
In % p.a.; deutliche Kurvenversteilung in beiden Szenarien
 Links: EZB-Einlagensatz; Rechts: 10J-Bund-Rendite



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Auswirkungen auf das BIP

BIP, real, in % ggü. Vj.; Abweichung zum Basis-Szenario nach 2 Jahren: Szenario 1: -1,1 Pp; Szenario 2: -7,3 Pp



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Szenario 1: Zentralbanken tolerieren anhaltenden Inflationsanstieg

Die Zentralbanker zeigen sich unbeeindruckt vom deutlichen Anstieg der Verbraucherpreis-inflation und halten zunächst an ihrem äußerst expansiven Kurs fest, der erst allmählich im Rahmen der konjunkturellen Erholung analog zum Basis-Szenario zurückgefahren wird. Da wir davon ausgehen, dass die Notenbanken diese Politik glaubwürdig vertreten, kommt es zu keiner wesentlichen Veränderung der Realzinsen. Der dauerhafte substantielle Anstieg der tatsächlichen Inflation führt jedoch zu einem Anstieg der Inflationserwartungen und somit der Inflationsprämien an den Märkten. Zudem steigt die Unsicherheit über die künftige Ausgestaltung der Geldpolitik. Folglich steigen die Nominalrenditen vor allem am langen Ende an, und die Zinskurven versteilen sich deutlich.

Ohne ein Gegensteuern der Zentralbanken bleiben die konjunkturellen Auswirkungen des Anstiegs der Inflation begrenzt. Dennoch wird die Konjunktur durch den Kaufkraftverlust der Haushalte und die leicht verschärfte Finanzierungskonditionen (maßgeblich hervorgerufen durch den Anstieg der langfristigen Zinsen) mit der Zeit belastet. Dies führt zu einem Abschlag auf das BIP-Wachstum in Jahr Zwei der Simulation von einem Prozentpunkt und einem leichten Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Dank der steigenden Preise wachsen auch die nominalen Umsätze der Unternehmen. Da aber höhere Ausgaben für Vorprodukte und Löhne nur teilweise an die Kunden weitergegeben werden können, werden die Gewinnmargen etwas schrumpfen. Zudem wirkt sich über die Zeit die weniger starke Nachfrage aus. Trotz dieses Gegenwinds erwarten wir einen Anstieg der Unternehmensgewinne im Vergleich zum Basis-Szenario.

Die Staaten dürften in einem solchen Szenario ebenfalls zu den Gewinnern zählen. Zwar werden sie höhere Zinsen auf ihre Staatsschulden entrichten müssen, aber gleichzeitig von höheren Umsatz- und Lohnsteuern profitieren. Dabei spielt auch das Thema „kalte Progression“ eine Rolle.

- Verluste am Rentenmarkt aber weiterhin günstiges Aktienumfeld.

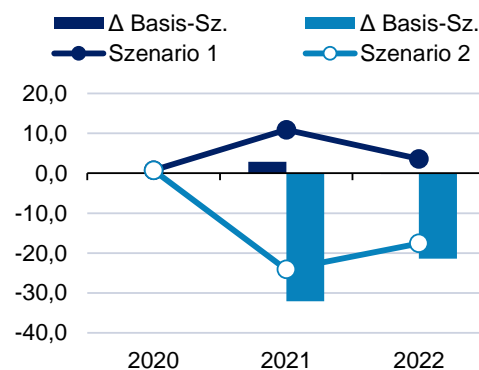
Der durch die steigenden Inflationserwartungen forcierte Anstieg der Renditen am langen Ende führt zu Kursverlusten am Rentenmarkt. Dies gilt besonders für Spread-Produkte (Covereds, Corporate Credits), deren Renditen zusätzlich durch steigende Aufschläge belastet werden. Es gibt aber auch relative Gewinner. So profitieren Banken von der steileren Zinskurve und sollten sich besser schlagen als Non-Financials. Die stark zinsabhängigen

High-Yield-Emittenten dürften dagegen am stärksten negativ betroffen sein. Auch wenn sich die Bewertung von Aktien aufgrund des Anstiegs des risikofreien Zinses ungünstiger entwickelt, sind wir aufgrund der steigenden Gewinne positiv für Aktien gestimmt, insbesondere für Financials und Rohstoffproduzenten, die die höheren Preise (besser als zum Beispiel Konsumgüterhersteller) gut weiterreichen können. Gold dürfte sehr gefragt sein, da es bei unveränderten Realzinsen am langen Ende und sinkenden Realzinsen am kurzen Ende (Zentralbankzinsen bleiben unverändert bei steigenden Inflationserwartungen) als klassischer Inflationsschutz attraktiver wird. Gleiches gilt für den digitalen Zwilling Bitcoin. Auch wenn Betongold ebenfalls zum Schutz vor Inflation gefragt sein dürfte, erwarten wir bei Immobilien aufgrund der steigenden Finanzierungskosten sowohl im Wohn- als auch im Gewerbebereich Preisabschläge im Vergleich zum Basis-Szenario.

Um für ein solches Szenario gut gewappnet zu sein, sollte ein Portfolio mit einer starken Übergewichtung von Gold (und anderen Rohstoffen), einer leichten Übergewichtung von Aktien sowie einer Untergewichtung von Renten ausgerichtet werden. Auf der Aktienseite sollten dabei Financials, Basic Resources und Industrial Goods präferiert werden. Auf der Rentenseite sollten zudem die Duration verkürzt bzw. Bear Steepener-Positionen aufgesetzt werden. Zudem wäre auf der Credit-Seite eine Übergewichtung von Financials ratsam. Bei Immobilien sollte der noch immer mit absoluten Wertzuwächsen versehene Wohnimmobiliensektor gegenüber Gewerbeimmobilien bevorzugt werden.

Auswirkungen auf Aktien

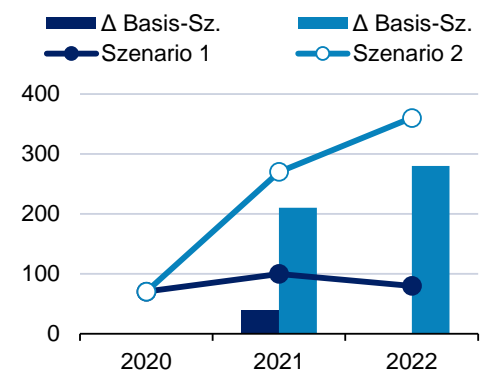
In %; DAX-Kursindex marginal besser im Szenario 1, im Szenario 2 Verfall fast auf die Hälfte des Niveaus vom Basis-Szenario nach zwei Jahren



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Auswirkungen auf Credit-Spreads

Aufschlag des iBoxx € Non-Financials Index zur Swapkurve steigt im Szenario 2 um mehr als 200 Bp – zusammen mit der Zinsbewegung ergibt sich ein dramatischer Preisabschlag



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Szenario 2: Zentralbanken steuern gegen den Inflationsanstieg

Mit der Erkenntnis, dass das Inflationsziel dauerhaft verfehlt werden könnte, beginnt die Geldpolitik beherrscht gegenzusteuern. Ein solches Vorgehen wäre mit den neuen Strategien von EZB und Fed vereinbar. Im ersten Schritt würden die Zentralbanken die Nettokäufe von Assets stoppen und mit einer Verzögerung beginnen, die in den letzten Jahren aufgebaute Überschussliquidität durch Abverkäufe von Anleihen der QE-Portfolien zu reduzieren. Flankierend würden die Zinsen bereits 2021 angehoben. Da die Maßnahmen nicht unmittelbar den gewünschten Erfolg bringen, bleibt die Inflation auf hohem Niveau und die Inflationserwartungen steigen weiter an. Getrieben durch höhere Inflationsprämien und deutlich steigende Realzinsen springen die Nominalrenditen besonders am langen Ende viel stärker als in Szenario 1 nach oben. Die Zinskurven versteilen sich zunächst deutlich. Mit zunehmender Anhebung der Notenbankzinsen setzt 2022 jedoch eine Kurvenverflachung ein.

- Die Konjunktur bricht ein.

Die Konjunktur wird durch die Kombination von Kaufkraftverlusten und dem deutlichen Anstieg der Finanzierungskosten stark belastet. Wir erwarten eine schnell einsetzende Rezession, die sich im Jahr Zwei der Krise verschärft. Im Vergleich zum Basis-Szenario würden dann kumulierte BIP-Wachstumsverluste von ca. sieben Prozentpunkten zu verbuchen sein. Während dieser tiefen Rezession wird die Arbeitslosenquote im Vergleich zum Basis-Szenario spürbar (um ca. 1 ½ Prozentpunkte) steigen.

Die Rezession und der starke Anstieg der Finanzierungskosten belasten die Unternehmen und sorgen für einen deutlichen Anstieg der Zahlungsausfälle. Trotz der andauernden Preissteigerungen wird es zu einem Rückgang der Umsätze kommen und die steigenden Inputkosten dürften insbesondere bei Unternehmen, die sich direkt an den Endverbraucher wenden, zu sinkenden Margen führen. Im Ergebnis rechnen wir mit spürbaren Gewinnrückgängen oder gar Verlusten.

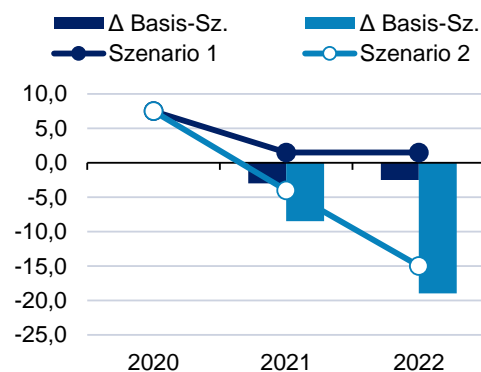
Auch wenn die „kalte Progression“ in diesem Szenario zum Tragen kommt, dürften die Staatshaushalte deutlich belastet werden. Neben dem Anstieg der Zinskosten schlägt die Rezession mit den Ausfällen auf der Steuerseite und den steigenden Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und andere Sozialleistungen ins Kontor.

- Die meisten Assetklassen weisen Verluste auf.

Durch die Kombination von steigenden Inflationserwartungen und Leitzinserhöhungen steigen die Renditen im Vergleich zum Basis-Szenario massiv an. Für 10-jährige Bunds erwarten wir einen zusätzlichen Anstieg um 450 Basispunkte, der zu deutlichen Kursverlusten für Staatsanleihen führt, die in der Euro-Raum-Peripherie noch heftiger ausfallen. Durch Ratingverschlechterungen und drohende Insolvenzen kommt das gesamte Credit-Universum noch weiter unter Druck. An den Aktienmärkten rechnen wir wegen der Gewinnrückgänge und der deutlich verschlechterten Bewertungssituation mit Kurseinbrüchen im zweistelligen Prozentbereich. Gold dürfte zwar noch immer von vielen Investoren als Inflationsschutz gefragt sein, aufgrund des Anstiegs der US-Realzinsen (aus unserer Sicht einer der wichtigsten Erklärungsfaktoren für den Goldpreis) ist aber nicht mit stärkeren Kursgewinnen zu rechnen, ähnlich sollte es sich bei Bitcoin verhalten. Am Immobilienmarkt wird das Thema Inflationsschutz durch die steigenden Zinsen und den Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Hintergrund gedrängt, und wir erwarten sowohl für Wohn- als auch Gewerbeimmobilien zweistellige Preisrückgänge.

Auswirkungen auf Wohnimmobilien

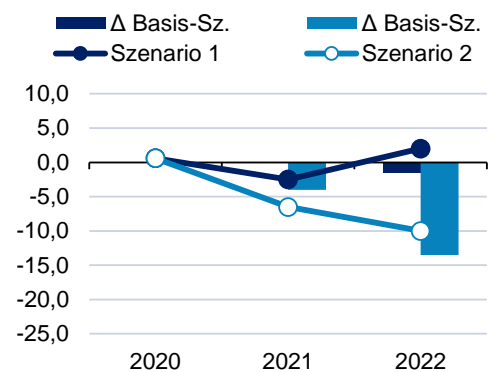
In %; schwächere Steigung in Szenario 1, deutlicher Preisverfall in Szenario 2 im Vergleich zum Basis-Szenario



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Auswirkungen auf Gewerbeimmobilien

In %; Szenario 1 ähnlich zum Basis-Szenario, Szenario 2 mit deutlichen Abschlägen, wenngleich geringer als bei Wohnen



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

In diesem Umfeld dürfte es schwierig werden, Verluste im Portfolio zu vermeiden. Dennoch könnte das Portfolio durch eine Untergewichtung der Renten- und Aktien-Position zugun-

ten einer leichten Übergewichtung von Gold/Bitcoin und einer hohen Cash-Position wetterfester gemacht werden. Auf der Rentenseite sollten die Duration stark zurückgefahren werden und Inflation-Linked Bonds ins Portfolio aufgenommen werden. Im Credit-Segment ist eine Meidung von High-Yield-Emittenten und eine Bevorzugung von Unternehmen mit hoher Bonität angesagt. Zudem sollte durch den Kauf von CDS auf Einzeltitel- und Indexebene Sicherheit gesucht werden. Auf der Aktienseite kann man durch eine Übergewichtung von Titeln aus dem Energy- und Telecom-Bereich die Verluste etwas reduzieren. Aufgrund der höheren Zinssensitivität erwarten wir größere Verluste bei Wohnimmobilien, die daher gegenüber Gewerbeimmobilien untergewichtet werden sollten.

Fazit: Zentralbanken machen den Unterschied

Die Auswirkungen eines permanenten Anstiegs der Inflation im Vergleich zum derzeit vielfach angenommenen temporären Inflationsanstieg hängen stark von der Reaktion der Zentralbanken ab. Halten diese, trotz möglicher Konflikte mit ihrer Strategie, die Füße still, dürften die konjunkturellen Einbußen überschaubar bleiben und die Kursverluste am Rentenmarkt durch Gewinne bei Aktien und Gold/Bitcoin kompensiert werden. Drücken die Zentralbanken hingegen auf das geldpolitische Bremspedal, droht eine schmerzhafteste Korrektur in der Wirtschaft und an den Märkten, die aufgrund der in den letzten Jahren aufgetürmten Schulden auf staatlicher und privater Ebene besonders heftig ausfallen dürfte. Vor diesem Hintergrund werden die Zentralbanken große Hemmungen haben, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Stattdessen werden sie versuchen, möglichst lange zu leugnen, dass es sich um einen permanenten Inflationsanstieg handelt, und eine Politik wie in Szenario 1 betreiben. Die große Gefahr dabei ist, dass sich die Inflation auf breiter Ebene verfestigt und zu einem späteren Zeitpunkt zu einem überproportionalen Anstieg der Inflationserwartungen und steigender Unsicherheit führt, was einen Anstieg der Renditen vergleichbar zu Szenario 2 auslösen oder die Zentralbanken doch zum Ziehen der Notbremse zwingen könnte.

juergen.michels@bayernlb.de

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 16.07.2021. 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. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** 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.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Jürgen Michels
Chefvolkswirt und Leiter Research

Telefon: +49 89 2171-21750
juergen.michels@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