



KEINE ANGST VOR ETWAS MEHR INFLATION

von Dr. Holger Schmieding

- **Nach vier Jahrzehnten fallender Inflationsraten bahnt sich eine grundlegende Wende an. Bereits in diesem Jahr wird der Preisauftrieb in der westlichen Welt spürbar zunehmen.**
- **Auch wenn die Inflation nach dem Ende einiger Sonderfaktoren im kommenden Jahr wieder etwas zurückgehen wird, ist die Zeit der Niedrigstinflation wohl endgültig vorbei.**
- **Aus strukturellen Gründen wird die Inflation im weiteren Verlauf der Zwanziger Jahre auch in Deutschland wieder auf Raten um 2% steigen, wie sie von 1994 bis zur Großen Finanzkrise von 2008 als normal galten.**
- **Auch Anleiherenditen und Notenbankzinsen werden sich im Laufe der Zeit normalisieren.**
- **Eine Rückkehr zur überhöhten Inflation der 1970er Jahre droht aber nicht.**

Keine Angst vor etwas mehr Inflation. Nach vier Jahrzehnten fallender Inflationsraten müssen wir uns zwar auf einen wieder etwas stärkeren Preisauftrieb einstellen. Die Zentralbanken, die derzeit die Konjunktur stärker stützen als jemals zuvor, werden ab dem Jahr 2022 ihre Politik voraussichtlich langsam und vorsichtig anpassen. Aber die Sorge, dass der kommende Schwenk der Geldpolitik Konjunktur und Finanzmärkte erheblich belasten könnten, ist übertrieben oder zumindest erheblich verfrüht. Ein Zurückfahren der Anleihekäufe im Jahr 2022 und das Ende der Nullzinspolitik, das uns in der Eurozone wohl 2023 ins Haus steht, wird Aktienmärkte zwar vor erhebliche Herausforderungen stellen. Anleger müssen sich auf einige Schwankungen einstellen. Aber letztlich ist eine maßvolle Inflation mit Raten um die 2% sogar ein Schmiermittel für die Wirtschaft. Ein Mindestabstand zur Deflationsschwelle und die Möglichkeit, Lohnrelationen and neue Marktverhältnisse anzupassen, ohne dass einzelne Löhne dabei sinken müssen, erhöht die Anpassungsfähigkeit einer Wirtschaft. Das rechte Maß an Preisauftrieb, nicht zu heiß und nicht zu kalt, ist somit auf Dauer auch gut für reale

Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien trotz des damit einhergehenden Anstiegs der nominalen Zinsen und Renditen.

Ein Blick zurück: 40 Jahre sinkende Inflation

Bevor wir in die Zukunft schauen, lohnt sich ein Blick zurück. Seit dem Beginn der 1980er Jahre ist die Inflation in der westlichen Welt im Trend immer weiter zurückgegangen. Anfangs lag dies vor allem am harten Schwenk der Geldpolitik, die aus den Fehlern der 1970er Jahre gelernt hatte. Mit einem energischen Tritt auf die Bremse und der so ausgelösten scharfen Rezession brachten die Notenbanken die in den 1970er Jahren grassierende Inflation in den frühen 1980er Jahren unter Kontrolle. Danach kam es zwar zu manchen Schwankungen, beispielsweise einem kurzzeitigen deutschen Inflationsschub im Zuge des Wiedervereinigungsbooms. Aber strukturell ging der Inflationsdruck immer weiter zurück.

Dazu haben vor allem zwei Faktoren beigetragen, die das gesamtwirtschaftliche Angebot ausgeweitet haben. Zum einen fuhr die westliche Welt eine Art demographischer Dividende ein. Da die Babyboomer ins Berufsleben strömten, während gleichzeitig die Zahl der Kinder abnahm, stieg der Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung erheblich an. Eine zunehmende Erwerbstätigkeit der Frauen trug dazu bei. Dies erweiterte das Angebotspotenzial der Wirtschaften und dämpfte den Lohndruck. Zum anderen erlaubten es der Zusammenbruch des Sowjet-Kommunismus in Mittel- und Osteuropa und die nahezu gleichzeitige Öffnung Chinas etwa einem Viertel der Weltbevölkerung, die Früchte ihrer Arbeit auf dem Weltmarkt anzubieten. Die Effizienzgewinne der enorm gesteigerten internationalen Arbeitsteilung verminderten ebenfalls den Lohn- und Preisdruck. Mehr als je zuvor konnten Unternehmen arbeitsintensive und damit teure Produktionen an billigere Standorte verlegen, während Haushalte sich über billige Einfuhren von Textilien, Spielzeugen und Elektrogeräten freuen konnten.

Dazu kam der eher schwächliche Aufschwung nach der Großen Finanzkrise von 2008/2009. Da Banken, Haushalte und

Unternehmen ihre Bilanzen reparieren mussten, fehlte es der Konjunktur am gewohnten Schwung. Nahezu überall in der westlichen Welt stellte sich eine „neue Normalsituation“ ein, gekennzeichnet durch niedrige Inflation, verhaltenes reales Wachstum pro Kopf sowie Mickerzinsen und -renditen. Mit dem Schock der Corona-Pandemie rauschten die Inflationsraten schließlich 2020 noch tiefer in den Keller.

Drei Zeithorizonte für den Inflationsausblick

Mit der sinkenden Inflation ist es jetzt vorbei. Beim Blick auf die künftige Inflation sollten wir zwischen drei verschiedenen Wirkungssträngen und Zeithorizonten unterscheiden, (i) der Situation im Jahr 2021, (ii) dem konjunkturellen Wiederaufstieg nach der Corona-Rezession und (iii) dem längerfristigen Trend für das gesamte Jahrzehnt.

Sonderfaktoren 2021

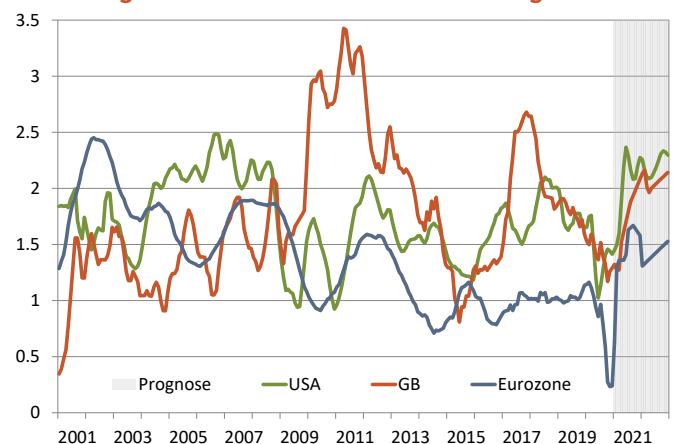
Nach einem Absturz auf -0,3% Ende 2020 ist die deutsche Inflationsrate im Februar 2021 bereits wieder auf 1,3% gestiegen. Neben dem Auslaufen des zeitweiligen Mehrwertsteuerrabats des zweiten Halbjahres 2020 und dem höheren Preis für Kohlendioxid-Emissionen haben dazu auch höhere Transportkosten im internationalen Handel beigetragen. Da viele Unternehmen nach der Krise des Jahres 2020 ihre Lager wieder aufbauen möchten, reichen die vorhandenen Transportkapazitäten derzeit nicht aus, all die gewünschten Güter von China aus in die USA und nach Europa zu verschiffen.

Im weiteren Jahresverlauf werden weitere Sonderfaktoren dazukommen. Während der pandemiebedingte Rückgang der Ölpreise im vergangenen Frühjahr auf nahezu Null die Inflationsrate 2020 um gut einen halben Prozentpunkt gesenkt hatte, wird der Vergleich zwischen den jetzt wieder recht hohen Ölpreisen und den Vorjahrespreisen die Inflationsrate in diesem Jahr um mehr als einen halben Prozentpunkt anheben. Dazu kommt, dass viele Gaststätten, Theater und Reiseanbieter vermutlich ihre Preise erhöhen werden, wenn sie ihre Dienste endlich wieder den Kunden anbieten dürfen, die oftmals einen erheblichen Nachholbedarf verspüren. Zusätzlich wird im zweiten Halbjahr 2021 der Vergleich der aktuellen mit der vor Jahresfrist zeitweilig abgesenkten Mehrwertsteuer die deutsche Inflationsrate um knapp einen Prozentpunkt nach oben verzerren. Das Ergebnis könnte sein, dass die deutsche Inflationsrate im Sommer und Herbst 2021 knapp 3% erreichen könnte. Für die Eurozone dürfte sich eine Inflation von etwa 2,5% ergeben. In

den USA, die sich neben einer lockeren Geldpolitik einen mehr als doppelt so großen Fiskalimpuls leisten wie die Eurozone, könnte die Jahresrate des Preisauftriebs im Sommer ebenso wie in Deutschland auf bis zu 3% anziehen.

Dieser sprunghafte Anstieg der Inflationsrate könnte die Finanzmärkte in den kommenden Monaten immer mal wieder verunsichern. Da er sich aber nahezu vollständig durch zeitweilige Sonderfaktoren erklären lässt, werden die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank vermutlich gelassen bleiben. Auch wenn die Finanzmärkte immer mal wieder über die Rückkehr der Inflation diskutieren werden, die sich bereits in einem sichtbaren Anstieg der Renditen seit Ende 2020 ausgedrückt hat, werden die Zentralbanken in diesem Jahr wahrscheinlich betonen, dass sie ihre Geldpolitik vorläufig nicht zu straffen beabsichtigen.

Abbildung 1: Kernrate der Inflation - Anstieg in 2021



Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel gegenüber Vorjahr, in %, für die USA: Kernrate des Deflators des privaten Verbrauchs. Quellen: Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, Statistical Office of the European Communities, Haver Analytics, Berenberg-Prognosen für 2021 und 2022

Anfang 2022 werden diese Sonderfaktoren und Basiseffekte weitgehend entfallen. Die Transportkosten können sich schon ab Herbst 2021 wieder etwas zurückbilden. So schwer dürfte es nicht sein, Container dorthin zu bringen, wo sie gebraucht werden. Zudem wird die derzeitige Sondernachfrage, um schnell die im vergangenen Jahr übermäßig abgebauten Lagerbestände wieder aufzufüllen, in einiger Zeit abflauen. Wir erwarten deshalb, dass die Inflation Anfang 2022 in der westlichen Welt wieder deutlich zurückgehen wird, in Deutschland und der Eurozone vermutlich auf Werte von unter 1,5%. Das wäre ein Niveau, das wieder sichtbar unter der von der EZB angestrebten Zielmarke von „unter aber nahe bei 2%“ liegt.

Robuster Aufschwung 2021/2022

Dort wird die Inflation aber nicht dauerhaft verharren. Wir rechnen insgesamt mit einem kräftigen Wiederaufschwung der Konjunktur in den kommenden Jahren. Da Haushalte angesichts der verbreiteten Lockdowns im vergangenen Jahr viele Leistungen gar nicht in Anspruch nehmen konnten, haben sie wesentlich mehr gespart als üblich. In den USA war die Sparquote 2020 doppelt so hoch wie im Vorjahr. Auch in Deutschland haben die Haushalte 2020 mit 331 Milliarden Euro weit mehr auf die hohe Kante gelegt als 2019 mit 220 Milliarden Euro. Die Rückkehr zu einer normalen Sparquote nach dem Lockern der Lockdowns wird den Konsum beleben. Wenn die Haushalte sogar einen Teil ihrer Zusatzerparnis auflösen, vielleicht für einen Zweit- oder Dritturlaub, nachdem sie 2020 ja auf Fernreisen hatten verzichten müssen, könnte es einen regelrechten Konsumboom geben. Wir erwarten damit, dass die USA bereits Mitte 2021 wieder die Wirtschaftsleistung der Zeit vor der Pandemie erreichen können, gefolgt von Deutschland im Schlussquartal 2021 und der Euro-Durchschnitt Mitte 2022. Etwa Anfang 2022 kann Deutschland zur Vollbeschäftigung zurückgekehrt sein. Mit der kräftigen Konjunktur und dem dann langsam wieder anziehenden Lohndruck dürfte die Inflation in Deutschland und der Eurozone im Frühjahr 2023 etwa den Zielwert der EZB erreichen können.

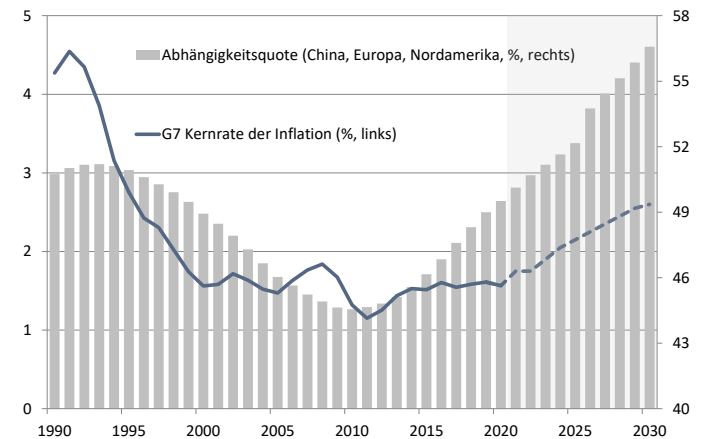
Auf Dauer zurück zu normaler Inflation

Auch danach kann die Inflationsrate langsam weiter nach oben streben. Denn die langfristig strukturellen Gründe für eine außergewöhnlich niedrige Inflation drehen sich langsam um. China hat als Quelle für Billigstimporte weitgehend ausgedient. Löhne und Einkommen sind im Reich der Mitte in den letzten Jahren kräftig gestiegen. Andere Länder wie Vietnam und Äthiopien, in die Unternehmen einen Teil ihrer besonders lohnintensiven Produktion verlegt haben, sind viel zu klein, um dies auszugleichen. Auch unsere unmittelbaren Nachbarn in Mittel- und Osteuropa haben sich zum Glück so gut entwickelt, dass unser Handel mit ihnen immer intensiver werden kann. Wir beziehen mittlerweile von ihnen viele gute aber eben nicht mehr besonders billige Vorleistungen und Endprodukte.

Darüber hinaus spricht auch die demographische Entwicklung für eine Rückkehr zu einem normalen Kostendruck (Abbildung 2). In Europa und Nordamerika gehen die Babyboomer langsam in Rente, in China macht sich die jahrzehntelange Ein-Kind-Politik in einem Rückgang der Erwerbsbevölkerung bemerkbar. Anders als die entwickelten Länder

wird China alt, ohne vorher reich geworden zu sein. Damit verschiebt sich in einem großen Teil der Weltwirtschaft das Verhältnis von gesamtwirtschaftlichem Angebot, das vom arbeitenden Teil der Bevölkerung erbracht wird, zur Nachfrage, zu der die gesamte Bevölkerung beiträgt. Weniger Angebot im Vergleich zur Nachfrage führt zu höheren Preisen.

Abbildung 2: Kerninflation und Abhängigkeitsquote



Kernrate der Inflation in den G7-Ländern, in %, linke Skala; Verhältnis der Bevölkerung im Alter von bis zu 16 und über 64 Jahre zur Bevölkerung im Erwerbstätigenalter (16-64 Jahre), in %, rechte Skala. Quelle: Organization for Economic Cooperation & Development, Eurostat, Berenberg-Projektionen für die Kerninflation ab 2021.

Nach der Rückkehr zur Vollbeschäftigung, die wir für Deutschland etwa Anfang 2022 erwarten, dürfte sich der zunehmende Facharbeitermangel in höheren Lohnzuwächsen zeigen. Da andere Länder gleichzeitig oder kurz danach in eine ähnliche Situation geraten werden, können Unternehmen nur in begrenztem Umfang durch das Abwandern an andere Standorte ausweichen. Stattdessen werden sie darauf reagieren, indem sie einerseits mehr in arbeitssparende Technologien investieren und damit produktiver werden und andererseits einen Teil der höheren Kosten auf die Verbraucher überwälzen.

Damit zeichnet sich für die zweite Hälfte der Zwanziger Jahre eine dauerhaft etwas höhere Inflation ab. Passend dazu dürften auch die Notenbankzinsen und die Renditen an den Anleihemärkten wieder Niveaus erreichen, die vor der Großen Finanzkrise von 2007/2008/2009 als normal galten. So könnte der Leitzins der EZB durchaus auf 2,5% und die Rendite auf zehnjährige Bundesanleihen auf 3% steigen. In einer konjunkturellen Hochphase wären, beispielsweise zum Ende des Jahrzehnts, durchaus auch höhere Werte denkbar.

Zurück zur hohen Inflation der 1970er Jahre? Wohl kaum

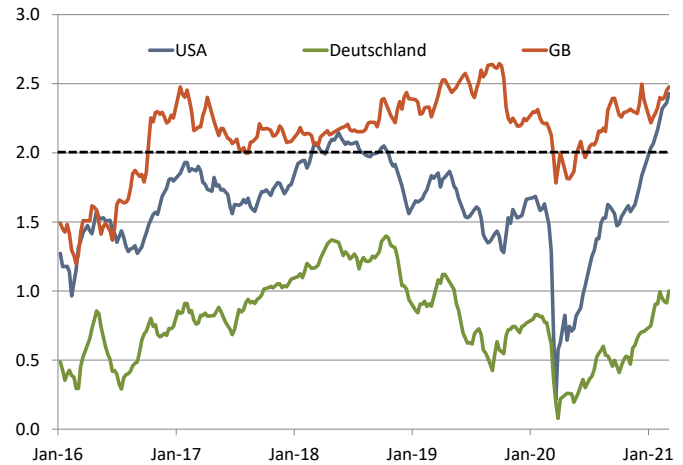
Mit dem Ende des strukturellen Abwärtstrend der Inflation stellt sich die Frage, ob uns statt der durchaus erwünschten Rückkehr zu den Verhältnissen der späten 1990er und frühen 2000er Jahre nicht auch ein Rückfall in die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre drohen könnte. Schließlich haben Geld- und Fiskalpolitik in den letzten Jahren mehr Gas gegeben als jemals zuvor. Lässt sich die Inflation eingrenzen, wenn sie erst einmal in Gang gekommen ist?

Die Antwort auf diese Frage hat drei Facetten. Erstens ist es durchaus möglich, dass die Inflationsrate in den kommenden Jahren zumindest kurzzeitig nach oben ausbricht. Sollten die Haushalte ihre hohen Liquiditätsreserven, die sich auch in der für die Konjunktur wichtigen Geldmenge M1 ausdrücken, schnell ausgeben wollen, könnte dieser Nachfragesog durchaus einen Inflationsschub auslösen, der über unsere Prognosen hinausgeht. Auch wenn sich ein inflationärer Kaufrausch vergleichbar beispielsweise mit dem deutschen Wiedervereinigungsboom von 1990/1991 bisher nirgends abzeichnet, können wir ihn nicht gänzlich ausschließen.

Damit stellt sich zweitens die Frage, ob die Notenbanken die Mittel hätten, solch einem Inflationsdruck schnell und wirksam zu begegnen, bevor sich Inflation und Inflationserwartungen wie in den 1970er Jahren verfestigen könnten. Die Antwort auf diese Frage lautet eindeutig „ja“. Die Notenbanken können jederzeit den Zuwachs der Geldmenge eingrenzen oder sie sogar verringern, in dem sie ihre Anleihekäufe beenden, fällige Anleihen nicht mehr ersetzen oder Anleihen wieder verkaufen. Ausgehend von den aktuellen Niedrigstzinsen ist zudem der Spielraum für eine klassische Anti-Inflationspolitik durch höhere Leitzinsen ausgesprochen groß.

Das führt zur dritten Frage, ob die Zentralbanken denn auch bereit wären, notfalls auf die Bremse zu treten. Auch wenn sich diese Frage vorab nicht endgültig beantworten lässt, spricht doch vieles dafür, dass sie dies tun würden. Die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik sind im Nachgang der Finanz- und Corona-Krise zwar unscharf geworden. Dennoch sind die Zentralbanken heute weit unabhängiger, als sie es in den 1970er Jahren waren. Außerdem erinnern sich die Währungshüter auf beiden Seiten des Atlantiks daran, dass die Inflationspolitik der 1970er Jahre sich letztlich als kostspieliger Fehler entpuppt hatte. Diesen Fehler werden sie nicht wiederholen wollen.

Abbildung 3: Inflationserwartungen



Quellen: Federal Reserve Board, Deutsche Bundesbank, Bank of England, Haver Analytics.

Bei Bedarf werden die Zentralbanken bremsen

In der Diskussion wird vielfach behauptet, die Zentralbanken würden sich im Ernstfall nicht trauen, ihre Zinspolitik hinreichend zu straffen, da dies hoch verschuldete Staaten in den Ruin treiben könnte. In manchen Schwellenländern mag dieses Argument zutreffen. In den USA und Europa aber nicht. Die Pessimisten übersehen, dass höhere Notenbankzinsen in solch einem Inflationsszenario ja eine Folge eines deutlich rascheren Zuwachses der nominalen Wirtschaftsleistung wären, die sich schließlich in der entsprechenden Inflation ausdrücken würde. Damit würden die Steuereinnahmen der Staaten und die Erlöse der Unternehmen hinreichend steigen, um es ihnen zu ermöglichen, höhere Zinskosten zu tragen. Die Zinslast würde zudem ja nur langsam steigen. Schließlich muss in jedem Jahr immer nur ein Teil – für viele Länder etwa ein Siebtel – der insgesamt ausstehenden Staatsschulden refinanziert werden muss. Für Staaten mit einer halbwegs soliden Wirtschaftspolitik dürfte dies kein großes Problem darstellen.

EZB-Geldpolitik passt zu ihrem Mandat

Schuldenprobleme könnte es bei der Rückkehr zu normalen Zinsen in einzelnen Fällen natürlich dennoch geben, beispielsweise im strukturell weiterhin schwachen Italien. Sie wären aber letztlich eine Folge eines zu geringen Wachstumstrends, nicht einer zu hohen Zinslast. Trotz mancher Unkenrufe gibt es keinerlei Anzeichen, dass die EZB eine Geldpolitik betreibt, die speziell auf die Sondersituation Italiens zugeschnitten ist, statt sich an der Eurozone insgesamt zu orientieren.



Mit Glück schafft es der neue italienische Premierminister Mario Draghi, durch einige Reformen den italienischen Patienten zu kurieren. Ansonsten könnte Italien tatsächlich in drei bis vier Jahren eine Schuldenkrise drohen. Aber unabhängig vom Ausgang des italienischen Reformanlaufs gibt es keine Anzeichen, dass die EZB dazu neigen könnte, ihr Mandat zu vernachlässigen und eine übermäßige Inflation zuzulassen, statt ein hinreichendes Maß an Preisstabilität zu sichern. Eine über längere Zeit allzu laxe Geldpolitik hätte sich auf Dauer in einer höheren Inflation in der Eurozone als beispielsweise in den USA und Großbritannien oder in einem dauerhaft schwachen Wechselkurs ausdrücken müssen. Das ist aber nicht der Fall. Gemessen an ihren Ergebnissen hat die Geldpolitik einen für die Eurozone insgesamt richtigen Kurs eingeschlagen.

Alles in allem spricht viel dafür, dass sich der Preisdruck nach einer langen Zeit ausgesprochen niedriger Inflationsraten im Laufe dieses Jahrzehnts normalisieren wird. Dass die Zentralbanken es – bei allen üblichen Schwankungen des Preisauftriebs und gelegentlichen Fehlern der Geldpolitik – zulassen würden, dass es zu einer anhaltenden Geldentwertung wie in den 1970er Jahren kommt, bleibt dagegen sehr unwahrscheinlich. Gold und Krypto-Tokens mögen gelegentlich interessante Anlagen sein. Aber als Schutz vor Inflation werden diese in ihrem Wert immer mal wieder dramatisch schwankenden Anlageformen nicht gebraucht.



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+44 7771 920377 | holger.schmieding@berenberg.com

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

Christopher Dembik

+44 20 3207 -7800 | christopher.dembik@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung
- Konjunktur Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum: 08.03.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de