



Zweites Halbjahr 2021: Pandemie bleibt Hauptrisiko	2
Ausblick 2022: Unklar, aber grundsätzlich solide	3
Inflation: Darf's ein bißchen mehr sein?	4
Fed: 5 % Inflation? Kein Problem!	4
US-Dollar noch ohne Rückenwind	5
Helaba Makroprognosen USA	6
Helaba Währungsprognosen	7



USA: Land der eng begrenzten Möglichkeiten

Wer vor einem Jahr prophezeit hätte, dass im Sommer 2021 eines der größten Probleme der US-Wirtschaft die begrenzten Produktionskapazitäten sein werden, wäre (bestenfalls) ausgelacht worden. Aber genau das ist derzeit der Stand der Dinge – und eine kurzfristige Besserung ist nicht in Sicht.



Patrick Franke
Internationale
Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

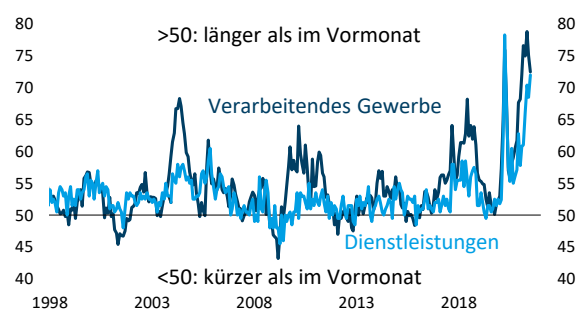
Aktuell ächzt die gewerbliche Wirtschaft in den USA vielfach am Rande ihrer Leistungsfähigkeit. So hat die Produktion unverändert Mühe, mit der boomenden Nachfrage Schritt zu halten. Dies ist leider aus den gewöhnlichen monatlichen Konjunkturindikatoren wie der Kapazitätsauslastung nicht unmittelbar abzulesen. Der enorme Preisdruck (siehe S. 4) spricht aber in dieser Hinsicht Bände. Daneben helfen hier vor allem die monatlichen Unternehmensumfragen weiter. Laut den Lieferzeitenindizes des ISM berichteten die teilnehmenden Unternehmen im Juli per saldo erneut mit großer Mehrheit länger werdende Lieferzeiten. Dies betrifft nicht nur das Verarbeitende Gewerbe, wo der einschlägige Index zuletzt die höchsten Stände seit 1979 verzeichnet hat. Der Dienstleistungsindikator war außerhalb des Lockdown 2020 in seiner ganzen Historie seit 1997 nie höher als in diesem Sommer.

Vielfach gehen die Unternehmen nicht von einer kurzfristigen Besserung aus: Das ISM zitiert Umfrageteilnehmer, die erst zum Jahresende oder gar erst im Laufe von 2022 mit einer Entspannung rechnen.

Wie sehr das Angebots-Nachfrage-Ungleichgewicht derzeit das Wachstum dämpft, zeigen auch die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal. Das reale BIP legte gegenüber Vorperiode um annualisiert 6,5 % zu, eher am unteren Rand der Prognosen. Der massive Lagerabbau kostete aber über ein Prozent Wachstum. Die inländische private Endnachfrage stieg hingegen gegenüber Vorquartal wie im ersten Quartal mit einer zweistelligen Rate, so stark wie nie seit 1983 (mit Ausnahme des einmaligen Rückpralls im vergangenen Sommer). Obwohl die Ausrüstungsinvestitionen schon spürbar anziehen, wird es wohl noch eine Weile dauern, bis die Kapazitäten ausreichend erweitert worden sind, nicht zuletzt in den besonders kritischen Bereichen wie der Herstellung von

Engpässe wie lange nicht

ISM-Indizes für Lieferzeiten, Saldo



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

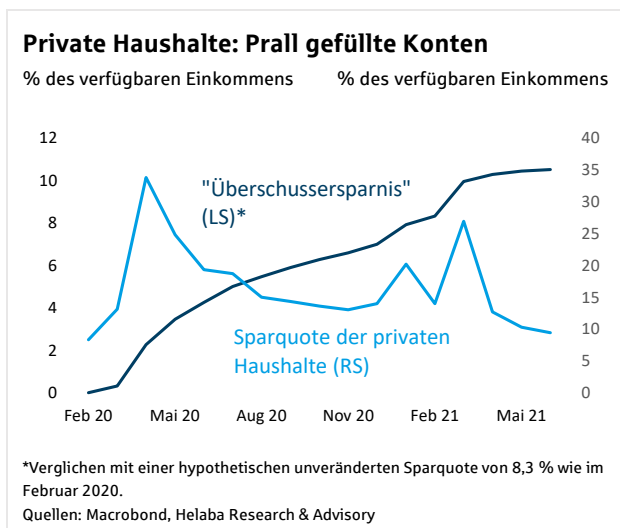
Halbleitern. Hinzu kommt, dass auch der Arbeitsmarkt für viele Unternehmen aktuell eine spürbare Bremse darstellt, weil sie offene Stellen nicht besetzen können.

Ob die US-Konjunktur trotz dieser Hemmnisse in den kommenden Quartalen ein überdurchschnittliches Tempo aufrechterhalten kann, diskutieren wir auf den folgenden Seiten. Wir werfen dabei einen Blick auf die wichtigsten Ursachen des Booms: die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik, die – hoffentlich nachhaltige – Lockerung von Pandemie-Restriktionen sowie die damit einhergehende Normalisierung des Ausgabenverhaltens der privaten Haushalte. Wie viel aufgestaute Nachfrage ist noch im System?

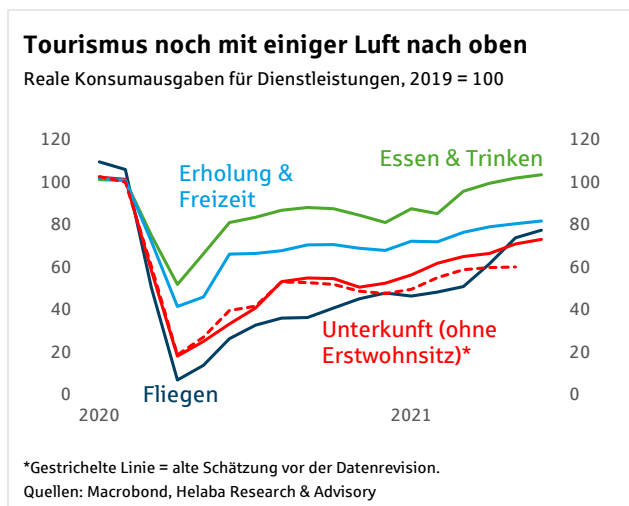
Zweites Halbjahr 2021: Pandemie bleibt Hauptrisiko

Aus unserer Sicht besteht im Hinblick auf das zweite Halbjahr 2021 kein Anlass für Pessimismus – wenn es nicht zu drastischen Rückschlägen an der Pandemiefront kommt. Dies ist zwar angesichts des stockenden Impffortschritts und der Ausbreitung der hochansteckenden Delta-Variante keineswegs auszuschließen, aber nicht unser Basis-Szenario. Wir gehen davon aus, dass die erfolgten Lockerungen nicht auf breiter Basis zurückgerollt werden oder die Amerikaner ihr Verhalten freiwillig wieder umstellen.

Neben den bereits erwähnten boomenden Investitionen stützt insbesondere die private Konsumnachfrage die Konjunktur. Die Steuerschecks und erhöhten Arbeitslosenhilfen der Stimuluspakete haben die Einzelhandelsumsätze durch die Decke gehen lassen: Obwohl derzeit rund sieben Millionen US-Bürger weniger in Lohn und Brot stehen als Anfang 2020, waren die Einzelhandelsumsätze im Juni fast 20 % höher. Mit Hilfe der staatlichen Transfers haben die Konsumenten trotz dieses Shopping-Booms in der Krise ihre Ersparnis spürbar erhöht. Zwar hat sich die Sparquote von zeitweise bis zu 30 % mittlerweile wieder fast auf das Vorkrisenniveau von unter 10 % normalisiert. Die kumulative Überschussersparnis, also das, was die Haushalte mehr gespart haben als unter der hypothetischen Alternative einer unveränderten Sparquote, hat aber gut 10 % der verfügbaren Einkommen erreicht. Schon ein gradueller oder partieller Abbau würde den Konsum in den kommenden Quartalen deutlich stärken, selbst wenn es keine anderen Effekte in dieser Richtung gäbe.



Tatsächlich stützen aber auch andere Faktoren die Verbraucherausgaben. Neben der Entwicklung am Arbeitsmarkt



(siehe S. 3) ist hier vor allem die unvollständige Normalisierung des Verbraucherverhaltens im Dienstleistungsbereich zu nennen. Zwar haben die Dienstleistungen insgesamt schon wieder rund 100 % ihres Vorkrisenniveaus erreicht. Bei den von der Pandemie und Social Distancing am meisten betroffenen Ausgabenkategorien ist aber nur der Bereich „Essen und Trinken“ bis zum Juni wieder halbwegs auf ein normales Niveau zurückgekehrt. „Flugreisen“ und „Erholung & Freizeit“ liegen jeweils noch rund 20 % unter dem Vorkrisenniveau. Noch krasser ist das Bild bei den Hotels und Ferienhäusern/-apartments. Hier zeichnet die Datenrevision Ende Juli zwar ein etwas positiveres Bild als vorher. Im Juni klaffte aber immer noch eine Lücke von fast 30 % zur Normalität. Dies sind wohlgermerkt nur die Zahlen für den inländischen Konsum. Da die

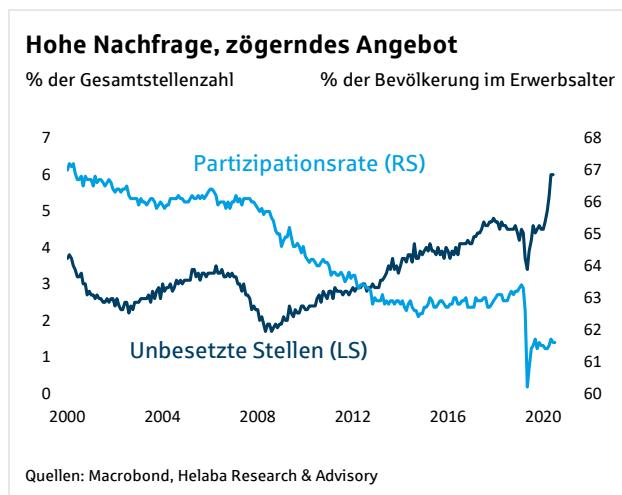
Grenzen für viele Ausländer, nicht zuletzt zahlungskräftige Europäer, nach wie vor weitgehend geschlossen sind, entfallen derzeit auch noch die gesamten Dienstleistungsexporte in der Tourismusbranche. Reisen (einschließlich solcher für geschäftliche Zwecke) machten 2019 rund ein Viertel der Dienstleistungsexporte der USA aus und selbst in der engen Abgrenzung der Zahlungsbilanz – die den ökonomischen Gesamteffekt des Tourismus merklich unterschätzt, weil sie nur auf die unmittelbar grenzüberschreitenden Zahlungen abstellt – entspricht dies einem Prozent am US-BIP.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das zweite Halbjahr hohe Wachstumsraten, die aber wohl nicht mit den über 6 % aus der ersten Jahreshälfte werden mithalten können.

Ausblick 2022: Unklar, aber grundsätzlich solide

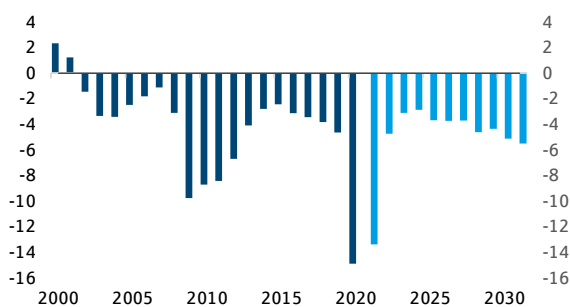
Niemand weiß genau, wann und wie schnell sich die angesprochenen Normalisierungsprozesse vollziehen werden. Angesichts der historisch einmaligen Natur der aktuellen Situation – die auch von der Festlegung der „offiziellen“ Rezessionsdauer 2020 auf nur zwei Monate unterstrichen wird – ist die Prognoseunsicherheit unverändert enorm und es ist schwer zu sagen, in welchem Zeitraum sich welcher Effekt auswirkt. Dies gilt insbesondere für die zu erwartende Gegenbewegung beim Lager, wenn die Produktion zur Nachfrage aufschließt. Die Bewegung von einem kräftigen Lagerabbau hin zu einem Lageraufbau wird voraussichtlich über das zweite Halbjahr 2021 ins kommende Jahr hinein die Konjunktur stützen.

Die dynamische Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen spricht u.a. für eine anhaltend hohe Nachfrage nach Arbeitskräften. Schon jetzt ist die Zahl der unbesetzten Stellen auf dem höchsten Stand seit es diese Zeitreihe gibt und dies schließt den Gipfel des „New Economy Boom“ Ende der 1990er Jahre ein. Das Arbeitsangebot hat sich hingegen nur zaghaft vom Schock des vergangenen Frühjahrs erholt. Die so genannte Partizipationsrate, also der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter, die entweder einen Job haben oder aktiv suchen, liegt unverändert rund 1,5 Prozentpunkte unter ihrem Wert von Anfang 2020. Dies entspricht über 4,5 Mio. Personen. Auch wenn nicht alle von denen auf den Arbeitsmarkt zurückkehren, spricht die Kombination von vielen unbesetzten Stellen und einer sehr hohen Zahl potenzieller Arbeitnehmer dafür, dass die Erholung am Arbeitsmarkt bis weit ins Jahr 2022 der Konjunktur kräftige Impulse geben wird. Vor allem sollte sich die jüngste Tendenz der spürbaren Lohnzuwächse nicht nur als kurzlebiges Phänomen herausstellen.



Die Tage des fiskalischen Stimulus sind gezählt

Haushaltssaldo des Bundes, % am BIP, Fiskaljahre*



*Ab 2021 Basis-Projektion des Congressional Budget Office (CBO) vom Juli 2021.
 Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Ein Risiko bleibt der drohende und letztlich unvermeidliche Entzugseffekt seitens der Fiskalpolitik. Mit umfangreichen Stimuluspaketen hat Washington verhindert, dass dieser bereits 2021 voll zum Tragen kommt – um den Preis einer weiteren spürbaren Ausweitung der öffentlichen Schulden. Die derzeit im Kongress diskutierten längerfristigen Ausgabenpakete würden, je nach Umfang, den Gegenwind von der Fiskalpolitik 2022 insgesamt nur dämpfen, ihn aber in keinem Fall annähernd komplett neutralisieren. Dies ist ein entscheidender Nachteil fiskalischer Konjunkturpakete: Sie sind nicht nachhaltig und früher oder später kommt die Korrektur. Die jüngste Projektion des Congressional Budget Office (CBO) sieht für das Haushaltsjahr 2022 ein Defizit von knapp 5 % am BIP. Wir halten dies

für etwas zu optimistisch, unter anderem weil das CBO stets eine unveränderte Gesetzeslage unterstellt – Mehrausgaben in erheblicher Höhe sind in den kommenden Jahren aber wahrscheinlich.

Unter dem Strich steht unsere bisherige Wachstumsprognose für 2021 von 6 %. Für 2022 erwarten wir nun sogar ein leicht höheres Wachstum (4,3 % statt 4 %), insbesondere wegen des sich abzeichnenden positiven Lagerimpulses in den nächsten Quartalen. Oder anders formuliert: Die Produktion wird wohl erst etwas später als bisher erwartet mit der Nachfrage Schritt halten können.

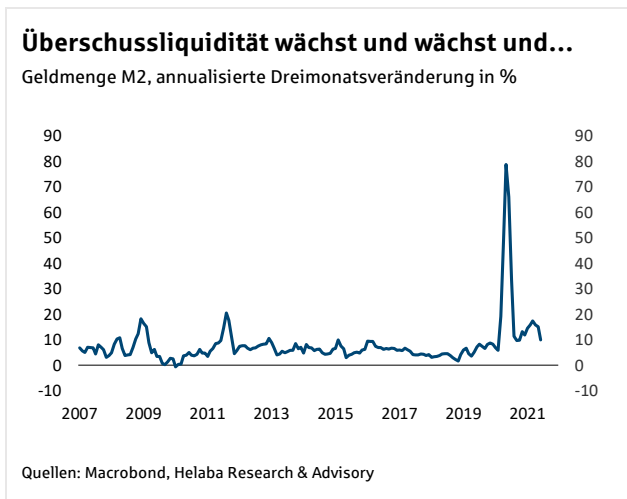
Inflation: Darf's ein bißchen mehr sein?

Dies ist auch für das Preisklima ein entscheidender Faktor. Mit unserem prognostizierten Anstieg des Verbraucherpreisindex um gut 3 % für das laufende Jahr waren wir lange Zeit allein auf weiter Flur. Mittlerweile hat sich selbst dies aber als deutlich zu niedrig herausgestellt. Die Engpässe in vielen Bereichen machen sich auf breiter Basis in steigenden Preisen bemerkbar, wenn auch einige wenige Komponenten – wie Gebrauchtwagen und Flugreisen – besonders herausragen. Die schockierenden Zahlen der letzten drei Monate – der Kernindex ohne Nahrung und Energie stieg von April bis Juni um 0,9 %, 0,7 % und erneut 0,9 % gegenüber Vormonat – haben uns wie viele andere auch zu einer spürbaren Anpassung unserer Prognosen veranlasst. Selbst wenn der Preiseffekt der Engpässe nur temporär ist und keine echte Lohn-Preis-Spirale löst, wovon wir nach wie vor ausgehen, so dürfte er dennoch ausreichen, den Preisauftrieb 2021 auf 4,5 % zu hieven. Dies wäre die höchste Gesamtteuerung seit 1990. Für 2022 erwarten wir ebenfalls noch einen überdurchschnittlichen Wert von 3,5 %. Bei der Kernteuerung rechnen wir für 2021 und 2022 mit Jahreswerten von rund 3,5 %. Dabei ist schon unterstellt, dass sich die Lage bis Anfang 2022 weitgehend normalisiert und die Teuerung dann im Jahresverlauf deutlich abnimmt. Die Risiken einer noch höheren Inflation auch 2022 dominieren aus unserer Sicht, denn niemand kann derzeit seriös abschätzen, wie lange diese einmalige Lage andauern wird.



Fed: 5 % Inflation? Kein Problem!

Im vergangenen Jahr hat die Fed die Liquiditätsschleusen geöffnet, um den einmaligen Schock der Lockdowns abzufedern. Sie ist dabei noch aggressiver vorgegangen als in der Finanzkrise 2008/2009. Ein noch wichtigerer Unterschied ist aber bei der Reaktion der breiteren Geldmenge zu beobachten. Während die Bilanzausweitung vor 13 Jahren zu einem guten Teil in den Überschussreserven des Bankensystems „versickerte“, schlugen die Maßnahmen diesmal heftig durch – die Geldmenge M2 legte temporär mit einer annualisierten Dreimonatsrate von rund 80 % zu. Die Krise an den Finanzmärkten ist lange vorbei, der Aktienmarkt boomt, die Risikoprämien sind klein. Aber die Fed gibt noch immer in erheblichem Umfang Gas. Die Kombination aus Nullzinsen und Anleihekäufen hat die Geldmenge M2 in den vergangenen Monaten mit zweistelligen Raten wachsen lassen, zuletzt immerhin noch mit rund 10 %. Dies befeuert nicht nur Vermögenspreise wie die von Wertpapieren und Wohnimmobilien. Es eröffnet auch Preiserhöhungsspielräume – ohne genug Geld keine Geldentwertung.

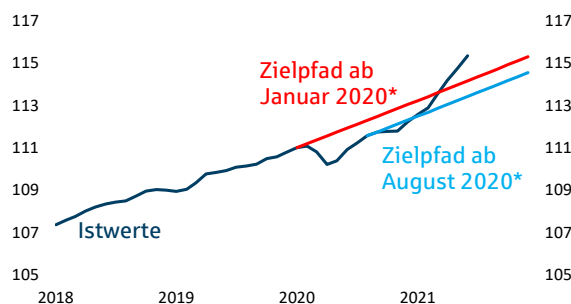


Trotz sehr hohem Wachstum, Engpässen wie seit Jahrzehnten nicht mehr und einer als Konsequenz merklich anziehenden Teuerung setzt die Fed aber nicht nur ihre Niedrigzinspolitik, sondern sogar das Anleihekaufprogramm unvermindert fort. Die Geldpolitik wird so von Monat zu Monat noch expansiver. Dankbarerweise scheint auch das FOMC der Idee näherzukommen, dass Anleihekäufe nicht mehr in das geänderte Umfeld passen. Trotzdem traut man sich noch nicht, den eigentlich überfälligen Ausstieg beherzt anzugehen. Stattdessen ist wohl erst in einigen Monaten mit einer einschlägigen Ankündigung zu rechnen. Die Reduktion des Kaufvolumens dürfte Ende 2021 oder spätestens Anfang 2022 beginnen. Bis die Anleihekäufe irgendwann im Jahresverlauf auf null gehen, lockert die Fed die Geldpolitik also immer weiter.

Erst für Ende 2022 erwarten wir dann die erste zaghafte Zinserhöhung. Obwohl die Teuerung derzeit weit oberhalb des Fed-Zielwertes von 2 % gemessen am Preisindex für Konsumausgaben liegt, zeigen sich die Notenbanker von dieser Tatsache unter Verweisen auf vorübergehende Effekte unbeeindruckt. Das FOMC strebt ja derzeit als Bedingung für eine erste Zinserhöhung eine „moderat über 2 %“ liegende Teuerung an. Eine Erläuterung, wie der massive „Overshoot“ dazu passt, bleibt man allerdings schuldig. Auf der letzten Pressekonferenz bewegte sich Fed-Chef Powell sogar in der gefährlichen Richtung einer Unterscheidung zwischen „guter“ Inflation (die die Fed will) und „schlechter“ Inflation (die durch Engpässe verursacht wird). Dies führt nur zu zusätzlicher Verwirrung. Schon jetzt ist unklar, was die genau neue Strategie der Fed momentan impliziert: Je nach Aufsatzpunkt des 2 %-Pfades liegt das Preisniveau aktuell nämlich schon da, wo es eigentlich erst in sechs oder zwölf Monaten sein sollte. Was das aber für die Geldpolitik konkret bedeutet, dazu schweigt die Fed.

Wie viel Inflation ist zu viel Inflation?

Preisindex für Konsumausgaben, 2012 = 100



*Anstieg mit einer Jahresrate von 2 %

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

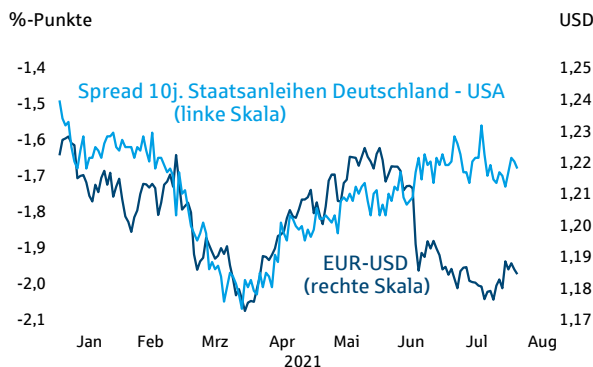
US-Dollar noch ohne Rückenwind



Christian Apelt, CFA
Devisenstrategie
Tel. 069/91 32-47 26

Ausufernde Geldmengen, hohe Inflationsraten und eine Notenbank, die sich nicht traut, gegenzuhalten – gewöhnlich werden am Devisenmarkt Währungen aus solchen Ländern abgestraft. Stattdessen konnte der US-Dollar im laufenden Jahr zulegen, sogar etwas ausgeprägter gegenüber dem Euro, der zuletzt über 1,18 US-Dollar notierte. Offensichtlich überwog die Aussicht auf einen Kurswechsel der Fed. Schließlich rüttelt die EZB nicht an ihren Anleihekäufen und eine Zinswende wirkt schon fast wie Science Fiction – bei einer allerdings nicht einmal halb so hohen Inflation in der Eurozone. Steht der US-Dollar damit nach einem schwächeren Jahr 2020 vor einer neuen Blüte? US-Zinswenden sind in der Regel positive Treiber für den Dollar, und zwar schon im Vorfeld. Der Haken hieran ist, dass die erste Fed-Anhebung wohl noch fast eineinhalb Jahre entfernt ist – soweit schaute der Devisenmarkt in der Vergangenheit dann doch nicht voraus. Auch der Rentenmarkt stützte den Greenback zuletzt keineswegs, der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro hat sich seit Ende März sogar verringert. Das sich abzeichnende „Tapering“, das Abschmelzen der Anleihekäufe, wird dem US-Dollar nicht unbedingt Schwung geben. 2013 konnte die US-Währung davon kaum profitieren. Abgesehen davon wird 2022 sogar die EZB ihre Programme

Zinsdifferenzen zuletzt keine Dollar-Stütze



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

zumindest reduzieren. Der vermeintliche geldpolitische Rückenwind für den Dollar entpuppt sich – vorerst – noch als laues Lüftchen. Mittel- und langfristig spricht ohnehin einiges gegen die US-Währung: Der Greenback ist gerade gegenüber dem Euro nach Kaufkraftparitäten klar überbewertet. Auch wenn sich der US-Staatshaushalt allmählich normalisiert, verbleibt ein hohes Budgetdefizit. Zusammen mit dem vergrößerten Fehlbetrag in der Leistungsbilanz mahnen diese deutlichen „Zwillingsdefizite“ zur Vorsicht. Für den US-Dollar dominieren zunächst noch die Rückschlaggefahren. Bis Ende 2021 dürfte der Euro-Dollar in Richtung 1,25 steigen.

Helaba Makroprognosen USA

		2019	2020	2021	2022	2020		2021			
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw.	2,2	-3,8	7,8	2,6	41,4	3,4	11,4	11,8	2,2	1,2
	% gg. Vq. saar										
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw.	2,2	2,5	1,0	3,9	-2,1	-0,5	4,2	-1,5	0,7	4,2
	% gg. Vq. saar										
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw.	4,3	-5,3	8,8	9,2	18,7	12,5	12,9	8,0	10,9	10,3
	% gg. Vq. saar										
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw.	-0,9	6,8	12,8	4,1	59,9	34,4	13,3	-9,8	12,6	8,2
	% gg. Vq. saar										
Exporte*	% gg. Vj. bzw.	-0,1	-13,6	5,2	6,8	54,5	22,5	-2,9	6,0	8,2	8,2
	% gg. Vq. saar										
Importe*	% gg. Vj. bzw.	1,2	-8,9	14,3	7,2	89,2	31,3	9,3	7,8	10,2	9,0
	% gg. Vq. saar										
Außenbeitrag*	in %punkten	0,4	-1,6	-1,1	-0,4	-5,6	-2,4	-2,0	-0,7	-0,9	-0,7
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj. bzw.	2,3	-3,4	6,0	4,3	33,8	4,5	6,3	6,5	5,8	5,0
	% gg. Vq. saar										
Arbeitslosenquote	%	3,7	8,1	5,6	4,4	8,8	6,7	6,2	5,9	5,4	5,0
Sparquote	%	7,6	16,6	9,7	3,5	16,0	13,6	20,8	10,9	4,2	1,3
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	1,8	1,2	4,5	3,5	1,3	1,2	1,9	4,8	5,4	5,8
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	2,2	1,7	3,5	3,6	1,7	1,6	1,4	3,7	4,3	4,6
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-2,2	-2,9	-3,7	-3,6	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-5,0	-15,2	-12,0	-6,0	-	-	-	-	-	-

* in chained Dollars von 2012, ** Bundesebene einschl. Sozialversicherungen (NIPA-Abgrenzung)

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory, grau hinterlegte Fläche: Prognose, s = Schätzung

Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.2020	1 Monat		Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022
gg. Euro	%						
US-Dollar	3,2	-0,1	1,18	1,25	1,25	1,25	1,25
Japanischer Yen	-2,6	0,9	130	133	133	133	133
Britisches Pfund	4,9	0,5	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,8	1,9	1,07	1,12	1,12	1,12	1,12
Kanadischer Dollar	4,7	-0,7	1,48	1,51	1,50	1,50	1,51
Australischer Dollar	-1,0	-1,7	1,60	1,64	1,64	1,64	1,62
Schwedische Krone	-1,4	-0,3	10,19	10,10	10,00	9,90	9,90
Norwegische Krone	0,1	-1,7	10,47	10,00	9,80	9,80	9,80
Chinesischer Yuan	4,6	0,2	7,65	8,00	8,00	8,00	8,00
gg. US-Dollar	jeweils gg. USD, %						
Japanischer Yen	-5,7	1,1	109	106	106	106	106
Schweizer Franken	-2,4	1,9	0,91	0,90	0,90	0,90	0,90
Kanadischer Dollar	1,5	-0,6	1,25	1,21	1,20	1,20	1,21
Schwedische Krone	-4,5	-0,2	8,61	8,08	8,00	7,92	7,92
Norwegische Krone	-3,0	-1,6	8,85	8,00	7,84	7,84	7,84
Chinesischer Yuan	0,9	0,2	6,47	6,40	6,40	6,40	6,40
US-Dollar gg. ...	jeweils gg. USD, %						
Britisches Pfund	1,6	0,6	1,39	1,47	1,47	1,47	1,47
Australischer Dollar	-4,1	-1,6	0,74	0,76	0,76	0,76	0,77

*04.08.2021

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin /

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 069/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.