



Economic Research KOMPAKT

Inflation lässt EZB doch nicht kalt

10. Februar 2022

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Konjunkturausblick hängt weiter
an Omikron und Lieferketten

Höhere Lohnanstiege im Euro-
raum nur eine Frage der Zeit

Erheblicher Politikeinfluss
auf Inflationsraten

Der kräftige Inflationsauftrieb hat nun offenbar auch im EZB-Rat ein Umdenken bewirkt. Wir erwarten, dass Wertpapierkäufe nun zügig beendet werden und der Einlagesatz Ende 2022 auf 0,00 % gestiegen sein wird. Unsere Prognosen für 10-jährige Staatsanleiherenditen und EUR-USD haben wir erhöht. Für den DAX bleiben wir positiv gestimmt.

In unserer monatlichen Prognoserunde haben wir unser Konjunkturszenario bestätigt. Zentrale Voraussetzung für unsere 2022er-Prognose eines weltwirtschaftlichen Wachstums von 4,1 % bleibt, dass die Corona-Pandemie ab dem Frühjahr stärker an Intensität verliert und Lieferketten ab Jahresmitte besser funktionieren. Beides ist nicht gesichert, es gibt aber immerhin erste zaghafte Hinweise auf abnehmende Hemmnisse. Dies betrifft Neuinfektionszahlen, die auch außerhalb Europas gesunken sind und weniger Corona-Beschränkungen nach sich ziehen. Und bei Lieferketten sieht es mit Blick auf Staus vor wichtigen Seehäfen und andere Aktivitätsindikatoren zumindest nicht nach weiterer Verspannung aus. Die Rückschlaggefahren für die Konjunktur sind unseres Erachtens dennoch unverändert hoch. Sie bestehen in der Null-COVID-Strategie der Volksrepublik China, im Zuge derer Regionen über Nacht abgeschottet und Lieferketten empfindlich getroffen werden können. In die gleiche Richtung wirkte eine (militärische) Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts. Wir sehen zudem steigende Risiken, dass Verbraucher aufgrund hoher Inflationsraten vermehrt dazu übergehen, Geld zusammenzuhalten, um Rechnungen bezahlen zu können. Insbesondere der laufenden Heizperiode dürften hohe Nachzahlungen folgen – Geld, das für Konsum dann nicht zur Verfügung steht.

Inflation, Inflation, Inflation

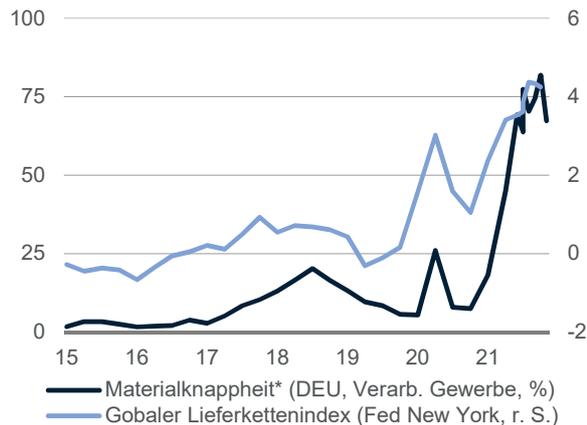
Anders als erhofft gibt es für das Erreichen des Inflationsgipfels nun doch keine Belege. Im Gegenteil: Im Euroraum, in Großbritannien und den USA hat sich im Januar gezeigt, dass insbesondere seitens der Energiepreise weiterhin ein hoher Aufwärtsdruck besteht, der Inflationsraten immer weiter nach oben schiebt. Für den Euroraum erklärte die Energiekomponente zuletzt mehr als 60 % des Inflationsanstiegs. Problematisch daran ist, dass hierfür in hohem Maße (geo-)politische Faktoren verantwortlich sind, die für hohe Risikoprämien sorgen und bei denen unklar ist, wie lange sie anhalten. Das betrifft insbesondere den Gaspreis. Aber auch bei Rohöl ist absehbar, dass der Jahresdurchschnittspreis eher bei 85 US-\$/b liegen wird, 10 US-\$/b mehr als von uns bislang angenommen. Ursache ist, dass beschlossene Produktionsausweitungen der OPEC+ mit der Nachfrage nicht Schritt halten und andere Länder, etwa Saudi-Arabien, sowie US-Schieferölproduzenten ihre Produktion nicht stärker ausweiten. Demzufolge wirken sich in der Pipeline befindende Basisefekte kaum auf die Inflationsrate aus. Hinsichtlich der Löhne ist die Lage in den Ländern dagegen weiter recht unterschiedlich: Während der Lohnanstieg in den USA trotz Beschäftigungslücke weiter hoch ist, weil sich Arbeitskräfte nur zögerlich dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stellen, sind vergleichbare Verspannungen im Euroraum nicht anzutreffen. Im nächsten Jahr dürften Löhne aber auch hierzulande spürbar höhere Anstiege aufweisen, ohne jedoch das US-Momentum zu erreichen.

Aufgrund des enormen Auftriebs der Energiepreise haben wir Inflationsprognosen weiter angehoben. Für 2022 liegt diese für die USA nun bei 5,2 %, nach 4,6 %, und für den Euroraum bei 4,4 %. Ihnen zufolge wird der Inflationsgipfel jeweils voraussichtlich im Frühjahr erreicht. In der zweiten Jahreshälfte dürften Inflationsraten dann

stärker fallen. Weitere Prognoseanhebungen wären unausweichlich, sollten Energiepreise ihren Aufwärtstrend fortsetzen. Da diese unserer Einschätzung nach derzeit einem hohen politischen Einfluss unterliegen, etwa seitens des Russland-Ukraine-Konflikts und der Null-COVID-Strategie der Volksrepublik China, „entscheidet“ über die Höhe der Inflationsrate vor allem also die Politik.

Immerhin wird es nicht schlimmer

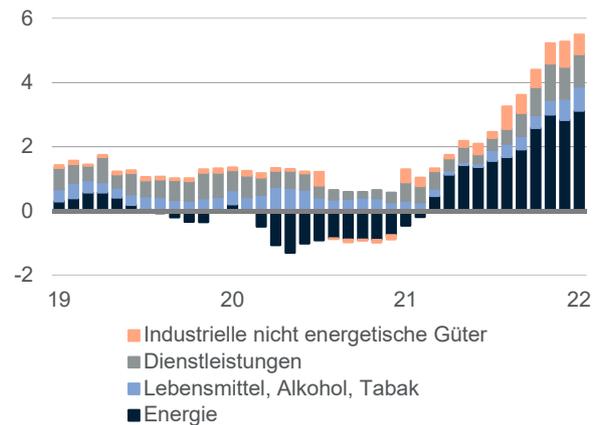
Lieferketten-Problematik



Quelle: ifo Institut, Fed von New York, Hauck Aufhäuser Lampe
* ifo-Umfrage zur Produktionsbehinderung durch Materialknappheit

Energie macht mehr als die Hälfte aus

Beiträge zur Inflationsrate (HVPI, Prozentpunkte)



Quelle: Refinitiv Datastream, Hauck Aufhäuser Lampe

Der EZB-Rat hat offenbar Angst, hinter die Kurve zu fallen

EZB-Kommunikation: Schwankend statt gradlinig

EZB wird Wertpapierkäufe jetzt schneller beenden

Fiskalische Dominanz beschränkt EZB-Optionen

EZB vor Kurswechsel

Von den führenden Notenbanken scheint nun auch die EZB in den Leitzinserhöhungschor einzuschwenken. Hatte EZB-Chefin Christine Lagarde einer Zinsanhebung für 2022 kürzlich noch eine Absage erteilt, deutete sie nach der Ratssitzung Anfang Februar nun ein Umdenken im EZB-Rat an. Wir finden das noch immer seltsam, da Lagarde den hierzu notwendigen trüberen Inflationsausblick gar nicht präsentierte. Obwohl auch die EZB von der hohen Inflationsrate im Januar überrascht wurde, sprach Lagarde weiter von einem vorwiegend energiepreisgetriebenen Inflationsanstieg, ohne einen sich verfestigenden Inflationsdruck auszumachen. Statt der Öffentlichkeit also zu erklären, dass die EZB auf zentrale Inflationstreiber derzeit gar keinen Einfluss hat, scheint nun öffentlichem Druck und üblichen Lehrbuch-Reflexen nachgegeben zu werden, denen zufolge Leitzinsen bei hoher Inflation nun einmal zu erhöhen sind. Da ist es dann unerheblich, dass langfristige Inflationserwartungen seit Langem nicht zu beanstanden sind und höhere Leitzinsen weder das Energieangebot steigern noch Lieferengpässe lösen. Durch ihren verbalen Eiertanz hat die Berechenbarkeit der EZB aus unserer Sicht jedenfalls abgenommen.

Wie geht es weiter? Wir erwarten, dass die EZB ihre Inflationsprojektionen auf ihrer Ratssitzung im März anheben wird. Für 2023/24 dürften diese dann bei 2,X % liegen, nach jeweils 1,8 % zuvor. Auf Basis ihrer Forward Guidance wird sie daraus zinspolitischen Handlungsbedarf ableiten. Da die Notenbank daran festzuhalten scheint, Wertpapierkäufe vor einer Leitzinsanhebung zunächst zu beenden, stellt sich somit die Frage nach deren Ende. Statt APP-Käufe ab Oktober mit monatlich 20 Mrd. € fortzuführen, dürfte die EZB hier bereits ab April stärker auf die Bremse treten und ihre Käufe im August einstellen. Der Weg für eine Zinserhöhung wäre damit frei.

Alles in allem wird das Leitzinsinstrument von der EZB wohl deutlich leiser gespielt werden als von Fed und Bank of England. Maßgeblich hierfür ist aus unserer Sicht

die fiskalische Dominanz, die von der Notenbank nicht ignoriert werden dürfte. Immerhin sind Haushaltsdefizite durch die Corona-Pandemie wieder gestiegen und Budgetregeln für 2022 außer Kraft gesetzt. Ambitionierte Haushaltskonsolidierungen sind für 2023 unseres Erachtens zudem kaum vorstellbar. Da sich die EZB aber als Nachfrager von EWU-Staatsanleihen mit hoher Wahrscheinlichkeit in großem Stil zurückziehen wird, darf sie es mit Zinsanhebungen nicht übertreiben: Anderenfalls befeuerte sie die teils schon kräftigen Spread-Ausweitungen zu Bundesanleihen und höbe Systemrisiken der suboptimal konstruierten Währungsunion aus der Mottenkiste. Wir rechnen deshalb damit, dass vorerst nur der Einlagesatz steigen wird, voraussichtlich im September und Dezember um je 25 Basispunkte auf dann 0,00 %. Dadurch reduzierte sich der Anreiz für Geschäftsbanken, Staatsanleihen zu kaufen statt Geld bei der EZB zu parken. Die Notenbank dürfte 2023 daher eher noch mehr auf tragfähige EWU-Staatsschulden achten, aber auch darauf, die dann wohl sinkende Wachstumsdynamik zinsseitig nicht zusätzlich zu belasten. Die aus unserer Sicht fallende Inflationsrate unterstützt sie dabei. Wir meinen deshalb, dass die EZB statt einer Zinswende lediglich ein Zinswendchen ansteuern wird. Maßgeblich hierfür werden aus unserer Sicht höhere Lohnzuwächse sein, die sich 2023 auf Basis hoher Inflationsraten und Arbeitskräfteknappheit einstellen werden, ohne aber eine klassische Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen. Wir rechnen deshalb damit, dass alle Leitzinsen bis Ende 2023 um weitere 25 Basispunkte steigen werden.

Finanzmärkte sortieren sich neu

Im Zuge unserer adjustierten Erwartungen an die EZB-Geldpolitik haben wir unsere Renditeprognosen für 10-jährige Bundesanleihen erhöht. Auf 6M-/12M-Sicht liegen diese jetzt bei 0,50 bzw. 0,30 %. Für US-Treasuries zeigt unsere rollierende Betrachtung für den gleichen Zeitraum Renditen von 2,30 bzw. 2,00 % an. Dass die Prognosen auf 12M-Sicht niedriger sind, geht auf die üppig bleibende Liquiditätsversorgung zurück. Aber auch wegen regulatorischer Vorgaben und wieder höherer Renditeniveaus dürften Investoren nicht stärker vergrault werden. Hinzu kommt, dass bestehende aggressive Markterwartungen an (EZB-)Leitzinserhöhungen früher oder später wohl bröckeln werden, wenn Investoren die Verträglichkeit mit der perspektivisch abnehmenden Wachstumsdynamik bezweifeln. Zudem erwarten wir rückläufige Inflationsraten. Renditestrukturkurven stehen unseres Erachtens deshalb vor Verflachungstendenzen, die zeitweise inverse Züge annehmen können.

Staatsanleiherenditen haben
noch Aufwärtspotenzial

EUR erhält Unterstützung
von der EZB

Unsere angepasste Einschätzung der Geldpolitik der EZB schlägt auch auf unsere Wechselkursprognosen durch. Für EUR–USD haben wir diese aber lediglich auf 3M- und 6M-Sicht angehoben. In diesem Zeitraum dürfte EUR zudem von einem höheren Momentum besser ausfallender EWU-Konjunkturdaten profitieren. Auf 12M-Sicht wird die EZB-Unterstützung allerdings wohl abklingen, da Marktteilnehmer ihre Leitzinserhöhungserwartungen bezüglich der EZB zurückschrauben dürften. An den Eckpfeilern unserer EUR–USD-Prognose, die eine relative Stärke der US-Wirtschaft zum Euroraum und einen in absoluter Hinsicht wachsenden Zinsvorsprung zu Gunsten der USA beinhalten, halten wir überdies fest.

DAX-Ziel für Ende 2022 weiter
bei 17.000 Punkten

Trotz vieler Unsicherheiten bleiben wir für den DAX positiv gestimmt. Daran ändert die Geldpolitik wenig: Statt sich vor Leitzinsanhebungen zu sorgen, dürfte die perspektivisch wieder höhere Geschäftstätigkeit weitaus wichtiger für Unternehmen sein. Aktuelle Belastungsfaktoren, wie die Pandemie, Lieferengpässe, Inflationsdruck und der Ukraine-Konflikt, werden zudem wohl allmählich kleiner werden. Auch sieht es so aus, dass Unternehmen gestiegene Kosten weiter überwälzen können und werden. Unser DAX-Ziel von 17.000 Punkten für Ende 2022 bestätigen wir.

Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2020	2021	2022P	2023P	2020	2021	2022P	2023P
Welt	-3,1	5,9	4,1	3,4				
Euroraum	-6,5	5,2	4,1	2,3	0,3	2,6	4,4	1,9
Deutschland	-4,9	2,8	3,7	2,6	0,5	3,1	3,5	1,8
Frankreich	-8,0	7,0	3,7	1,8	0,5	2,1	3,4	2,0
Italien	-9,0	6,5	4,0	1,4	-0,1	1,9	5,2	2,3
Spanien	-10,8	5,0	5,5	2,3	-0,3	3,0	5,5	1,5
Großbritannien	-9,4	7,2	4,4	1,8	0,8	2,2	5,0	2,3
Schweiz	-2,5	3,6	2,9	1,3	-0,7	0,6	1,2	0,5
USA	-3,4	5,7	3,9	2,5	1,3	4,7	5,2	1,6
China	2,2	8,1	5,0	4,8	2,5	0,9	2,0	2,3
Japan	-4,5	1,5	1,4	1,4	0,0	-0,2	0,7	0,4

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen und Renditen (%)	09.02.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannwert)	0,25	0,50	0,75	1,25
3-Monats-Libor*	0,37	0,60	0,90	1,40
10-jährige Treasury	1,93	2,10	2,30	2,00
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	0,00
3-Monats-Euribor	-0,52	-0,45	-0,40	-0,10
10-jährige Bundesanleihe	0,22	0,40	0,50	0,30
Großbritannien				
Reposatz	0,25	0,50	0,75	1,00
3-Monats-Libor	0,78	0,90	1,00	1,20
10-jährige Gilt	1,43	1,60	1,70	1,30
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON-Tagesgeldsatz	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	0,25	0,30	0,40	0,20

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Zu beachten ist der ICE-Disclaimer im Abschnitt „Wichtige Hinweise“

Aktienmarkt	09.02.2022	31.12.2022
DAX	15.482	17.000

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2022: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	09.02.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,14	1,13	1,16	1,13
EUR-GBP	0,84	0,83	0,83	0,82
EUR-CHF	1,06	1,07	1,08	1,08
EUR-JPY	132,04	132,00	134,00	134,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
APP	Asset Purchase Programme (Wertpapierkaufprogramme)	GBP	Britisches Pfund
b	Barrel	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
DAX	Deutscher Aktienindex	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	JPY	Japanischer Yen
CHF	Schweizer Franken	OPEC+	Organisation erdölexportierender Länder sowie einiger mit ihr verbündeter Nicht-OPEC-Länder einschließlich Russland
€	Euro als Volumenangabe	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EUR	Euro	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EWU	Europäische Währungsunion	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Erläuterungen

Begriff	Erklärung
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Forward Guidance	Hinweise im Rahmen der Kommunikation einer Notenbank zum künftigen Kurs ihrer Geldpolitik
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Invers	Hier: Bezogen auf eine Renditestruktur, bei der Renditen für kurze Laufzeiten über denen langer Laufzeiten liegen
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Libor	London Interbank Offered Rate. Wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, HRA-Nr. HRB 108617, Amtsgericht Frankfurt.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494