

# USD-Abgesang zu laut

24. August 2020

**Dr. Alexander Krüger**

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Dr. Bastian Hepperle**

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Der Höhenflug von EUR-USD wird vorerst wohl anhalten. Spätestens nach den US-Wahlen im November dürften die Karten aber neu gemischt werden. Niedrigere Kurse als zurzeit halten wir nicht für abwegig, zumal die EWU aus unserer Sicht aktuell übertrieben positiv wahrgenommen wird. Den Verlust seiner Leitwährungsfunktion erkennen wir für USD nicht.

Seit Anfang Juni dieses Jahres hat sich EUR gegenüber USD deutlich gefestigt. EUR-USD erreichte dabei Kurse oberhalb von 1,18, die zuletzt im August 2017 bestanden. Mitte März 2020 notierte EUR-USD noch bei 1,07. Eine derart starke Kursbewegung um mehr als 10 US-Cents ist durchaus beachtlich. Für uns und viele andere Marktteilnehmer wirft sie die Frage auf, ob es sich hierbei nur um eine vorübergehende Entwicklung handelt, oder ob EUR-USD fortan ein dauerhaft höheres, mitunter noch höheres Kursniveau annehmen wird. Um es vorwegzunehmen: Wir halten dies zwar für begründbar, sehen aber nicht für ausgemacht an, dass es dazu kommen wird.

## Große Kursschwankungen nicht ungewöhnlich EUR-USD

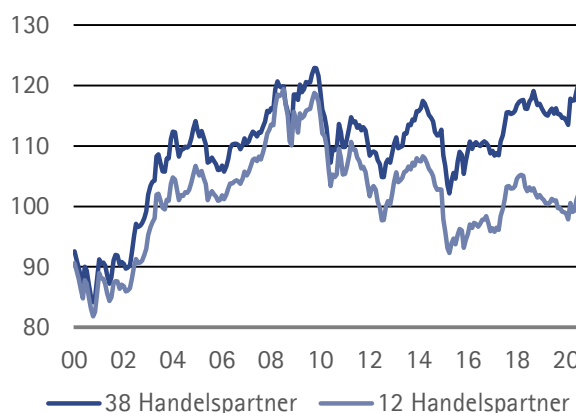


Quelle: Refinitiv Datastream

Kursausschläge von mehr als 10 US-Cents sind nicht außergewöhnlich – häufig aber auch nicht von Dauer

## EUR auch zu anderen Währungen fest

EUR-Außenwert (gewichtet nach wichtigsten Handelspartnern)



Quelle: EZB, Refinitiv Datastream

Zur Einordnung der aktuellen Kursentwicklung blicken wir zunächst in die Vergangenheit. Kräftige Kursausschläge von mehr als 10 US-Cents hat es bei EUR-USD seit 2005 häufiger gegeben. Mehr noch: Ein neuer Kurstrend oder ein deutlich anderes Kursniveau stellten sich anschließend nicht zwangsläufig ein. So tendierte EUR-USD trotz erheblicher Schwankungen in den Jahren 2007–14 bei einem durchschnittlichen Kursniveau von 1,36 seitwärts. Auch 2015–20 bewegte sich der Kurs volatil seitwärts, dort auf dem tieferen Durchschnittsniveau von 1,13. Dieser Zeitraum war gekennzeichnet durch eine wirtschaftliche und zinsseitige Stärke der USA sowie einen Euroraum, der von Marktteilnehmern zumeist als durch die Staatsschuldenkrise 2010 stärker belastet, kaum wettbewerbsfähig, reformunwillig und zerstritten wahrgenommen wurde. Hinsichtlich der aktuellen EUR-Stärke scheint sich diese Sicht nun grundlegend geändert zu haben. Wir legen im Folgenden dar, dass diese Position auf wackeligen Beinen steht.

Handelsgewichteter EUR-Wertzuwachs weniger durch Fundamentaldaten bewirkt

EUR profitiert davon, dass Corona-Neuinfektionen in der EU niedriger waren/sind als anderswo

EU-Wiederaufbaufonds: Viele Vorschusslorbeeren für wenig Konkretes und zeitlich lang Gestrecktes

## Innere Stärke von EUR nicht gewachsen

Zur Bewertung der inneren Stärke von EUR ist unseres Erachtens nicht nur USD, sondern sind mehrere Währungen maßgebend. Ein umfassender Stärkezuwachs resultiert allerdings auch aus dem handelsgewichteten EUR-Wechselkurs. Sein breiter Außenwert erreichte den höchsten Stand seit August 2014. Abseits des zusammengeschmolzenen (Leit-)Zinsabstandes zu den USA sehen wir andere fundamentale Gründe hierfür nicht als kurstreibend an. So ähneln sich die durch die Corona-Pandemie entstandenen Konjunkturerbrüche rund um den Globus ebenso wie der Trend zu einer höheren (Staats-)Verschuldung und lange anhaltenden Tiefstzinsen.

Derzeit besteht ein Zusammenhang unserer Ansicht nach vielmehr durch die seit Juni in den USA und vielen anderen Ländern wieder deutlich höheren Infektionszahlen. Da die US-Regierung das Coronavirus lange verharmlost hat, resultieren hieraus insbesondere für die USA berechnete Sorgen vor einer ins Stocken geratenen US-Konjunkturerholung. Die EUR-Stärke dürfte also eng mit der aktuellen Pandemie-Entwicklung im Zusammenhang stehen, die für den Euroraum ein im Vergleich deutlich freundlicheres Bild zeichnet. Für überzeugend halten wir diese Marktsicht jedoch nicht: Dass sich die E(W)U wirtschaftlich deutlich besser entwickelte, selbst wenn die Pandemie um sie herum zu Höchstformen aufliefe, ist wenig wahrscheinlich. Die auch in Europa jüngst wieder höheren Neuinfektionszahlen zeigen zudem, dass das Coronavirus auch hier nicht besiegt ist. Ebenso wie für andere Länder sind neue Schutzmaßnahmen daher deutlich wahrscheinlicher als weitere Lockerungen. Die pandemieseitig positive EUR-Wahrnehmung steht also stark auf der Kippe.

Einen spürbar positiven EUR-Einfluss hatte zuletzt auch der Ende Juli von den europäischen Staats- und Regierungschefs beschlossene Wiederaufbaufonds. Diesem liegen große Ziele zugrunde: So soll er der E(W)U-Wirtschaft auf das höhere Vor-Corona-Niveau helfen und Grundstein für eine Transformation in den Bereichen Klimaschutz und Digitalisierung sein, durch die Europas Wirtschaft zukunftsfähiger und krisenfester werden soll. Aus Marktsicht sendet die Einigung der Mitgliedstaaten zudem das klare Signal einer handlungsfähigen EU, wodurch auch das Risiko eines Auseinanderbrechens der Währungsunion als verringert angesehen wird. Aus unserer Sicht sind dies allerdings recht viele Vorschusslorbeeren für etwas, das viel Zeit benötigen wird und noch vor Kurzem als weiterer Schritt in eine unerwünschte Transferunion gebrandmarkt worden wäre.<sup>1</sup> Wir geben uns deshalb keinen Illusionen hin: Als politisch zusammengeschweißter sehen wir die Währungsunion nicht an, zumal sich am Konstrukt des suboptimalen Währungsraumes nichts geändert hat. Aus unserer Sicht wird die Gemeinschaftswährung auch in den nächsten Jahren in erster Linie durch eine extrem ultra-expansive Geldpolitik der EZB zusammengehalten werden. Die Gemengelage für einen dauerhaften EWU-Zusammenhalt ist aus unserer Sicht also genauso unsicher wie noch vor einem halben Jahr.

<sup>1</sup> Auf kurze Sicht wirkt sich der Wiederaufbaufonds unseres Erachtens konjunkturell nicht aus, später eher prozyklisch. Seine Zuschüsse und Kredite werden erst ab 2021 ausgezahlt. Weich formulierte Prüfkriterien zur Mittelüberwachung und -verwendung reichen unserer Ansicht nach aber nicht aus. Die bisherigen Erfahrungen mit einer oft zu laxen Handhabung fiskalpolitischer Regeln wecken bei uns vielmehr Zweifel, ob die Mittel auch wirklich zielgerichtet eingesetzt werden. Grundlegende E(W)U-Probleme wie die fehlende Wettbewerbsfähigkeit und Reformunwilligkeit vieler Länder werden mit dem Fonds jedenfalls nicht gelöst. Ein umfassender Reformbedarf etwa der Arbeitsmärkte, der öffentlichen Verwaltung sowie des Bildungs- und Innovationssystems wird daher bestehen bleiben. Die Kritik, dass der Reformdruck durch den EU-Geldsegen eher sinkt und sich der Reformstau verlängert, teilen wir. Für Markterwartungen ergibt sich hieraus ein hohes Enttäuschungspotenzial.

## US-Politik belastet USD derzeit

Die aktuelle EUR-Stärke resultiert unseres Erachtens außerdem aus der innen- und außenpolitisch zuletzt stark aus den Fugen geratenen US-Politik. Zu nennen sind vor allem die Rassismusdebatte, neue Anschuldigungen gegen China und der WHO-Rückzug. Wir erwarten, dass US-Präsident Donald Trump vor den im November anstehenden Wahlen nicht nur hier noch manches Öl ins Feuer gießen wird, um seine aus unserer Sicht lediglich bei 50:50 stehende Wiederwahlchance zu steigern. USD dürfte das weiterhin belasten. Nach der Wahl könnte sich dies aber rasch ändern: Bei einem Sieg von Joe Biden wird die Handels- und Geopolitik inhaltlich zwar nicht vollständig kippen, mit weniger „America first“ aber wohl deutlich weniger ruppig und konfrontativ erfolgen. Gerade dies dürfte für eine USD-Festigung sprechen.

## Leitwährungsfunktion des USD angekratzt, aber nicht verloren

### USD bleibt zentrale Leitwährung

Ein zuletzt häufig hervorgebrachtes Argument ist zudem, dass USD seine Leitwährungsfunktion aufgrund der speziellen US-Ereignisse nun eingebüßt hat. Auch das sehen wir nicht so. Unseren Beobachtungen zufolge ist diese Bewertung in den vergangenen Jahrzehnten oft dann reflexartig erfolgt, wenn sich eine stärkere USD-Abschwächung zuvor bereits eingestellt hat. Richtig ist zwar, dass USD seit den 1970er-Jahren international an Bedeutung vor allem zulasten von CHF, DEM, EUR, GBP, JPY und RMB verloren hat. Überdies konnte sich EUR – nach USD – seit seiner Einführung vor 20 Jahren als weltweit zweithäufigste genutzte Währung im internationalen Güter- und Kapitalverkehr etablieren. Allerdings sank auch die EUR-Bedeutung nach der globalen Finanzkrise 2008 von deutlich über 20 % auf unter 18 % im Jahr 2016. Im vergangenen Jahr hat sich der Anteil auf 19 % leicht erhöht.<sup>2</sup>

## Strukturverschiebungen im Währungsgefüge erfolgen nur langsam, USD mit massivem Vorsprung vor EUR und RMB

Nachhaltige Strukturverschiebungen im Währungsgefüge sind langwierige Prozesse. Sie werden gefördert, wenn sich eine Währung auf große, breite, effiziente und offene Finanzmärkte stützen kann. Größen- und Effizienzvorteile ergeben sich zudem, wenn internationale Transaktionen im Güter-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr vor allem in einer Währung erfolgen. Als Transaktions-, Emissions-, Anlage- und Reservewährung kann hier vor allem USD punkten. EUR und RMB werden dahinter wohl bis auf Weiteres weit zurückbleiben. Damit dürfte auch klar sein, dass USD künftig weiter als sicherer Hafen fungieren wird. Die internationale Rolle von EUR nähme hingegen nur dann merklich zu, wenn die überfällige EWU-Vertiefung mittels gemeinsamer Finanzpolitik und Kapitalmarktunion erfolgte. Die Umsetzung dieses zeitintensiven Vorhabens dürfte angesichts des aktuellen Ausbaus der Währungsunion zur Transferunion in dieser Dekade aber nicht bevorstehen. Für uns ist es daher nur eine Frage der Zeit, bis die Zweifel am EWU-Zusammenhalt wieder zunehmen.

## Trotz stärkerer Corona-Betroffenheit schlägt sich die US-Wirtschaft besser als die EWU-Wirtschaft

### Neuer Kurstrend? Das ist noch offen!

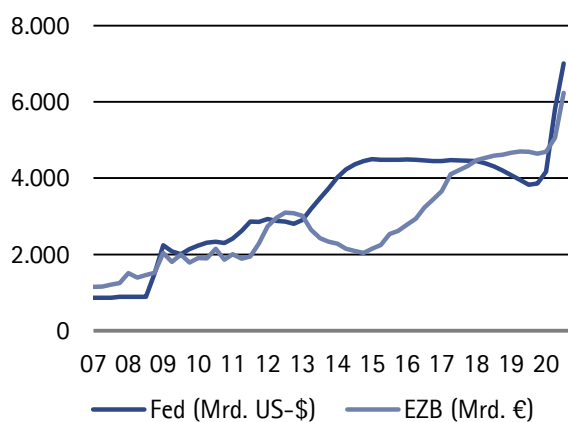
Die von Marktakteuren für nachhaltig höhere EUR-USD-Kurse zurzeit angeführten Argumente überzeugen uns nicht. Unseren Überlegungen zufolge steht die aktuelle EUR-Stärke vielmehr auf schwachem Fundament. Das Halten des aktuellen Kursniveaus sowie ein weiterer Kursanstieg sind für uns daher alles andere als ausgemacht. Gestützt wird diese Sicht auch von den Konjunkturdaten, denen zufolge der

<sup>2</sup> Wir blicken hierbei auf ein breites Verwendungsmaß, wie es die EZB zur internationalen Bedeutung des Euro verwendet hat. Berücksichtigt wird hierbei seine Verwendung als Fakturierungswährung im globalen Güterhandel, als Emissionswährung bei Schuldverschreibungen, Bankkrediten und Einlagen, in Wechselkurssystemen oder als Reservewährung. Vgl. EZB, „The international role of the euro“, June 2020, 9. Juni 2020. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202006~81495c263a.en.pdf>

coronabedingte BIP-Einbruch in den USA im zweiten Quartal 2020 weniger stark ausgeprägt war als im Euroraum. Die US-Wirtschaft ist zudem vor allem konsumseitig schwungvoll ins laufende Quartal gestartet. Sollte bis September ein weiteres Hilfspaket verabschiedet werden, dürften sich die Aussichten weiter aufhellen. Dagegen zeigt die EWU-BIP-Entwicklung für das zweite Quartal 2020, dass die Konjunktüreinbrüche in den Mitgliedstaaten ausgeprägter ausgefallen sind. Frankreich, Italien und Spanien dürften in ihrer wirtschaftlichen Erholung von den wieder höheren Neuinfektionen zudem gebremst werden. Mehr als die US-Wirtschaft werden diese Länder voraussichtlich auf geld- und fiskalpolitische Hilfe angewiesen bleiben.

### Notenbanken in beständiger Geberlaune

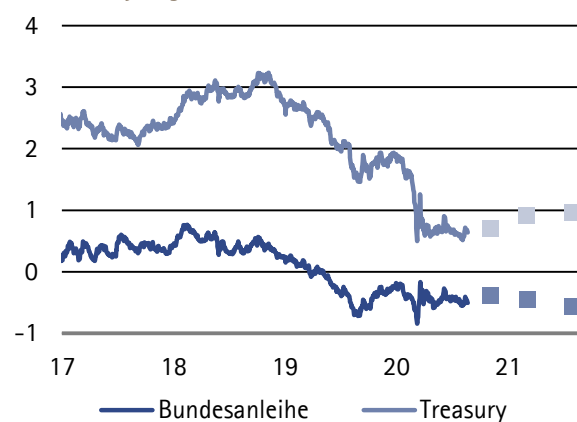
Bilanzsumme



Quelle: Refinitiv Datastream

### US-Treasuries mit positiver Rendite

Rendite 10-jährige Staatsanleihe (%)



Quelle: Refinitiv Datastream. Punkte: Prognose Bankhaus Lampe

Die US-Geldpolitik hat die USD-Überbewertung gegenüber EUR etwas reduziert, ...

Was heißt das für unsere EUR-USD-Prognose? In den vergangenen Monaten hatten wir betont, dass EWU aufgrund des gesunkenen (Leit-)Zinsabstandes zwischen den USA und der EWU unter Abschwächungsdruck steht. Der jüngste EUR-USD-Anstieg lässt sich hiermit aber nur teilweise erklären. Vielmehr ist es vor allem die Marktstimmung, der zufolge der Euroraum derzeit als gefestigter wahrgenommen wird. Wir halten es für wenig wahrscheinlich, dass es mit Blick auf den Trumpschen Politikstil hier vor den US-Wahlen im November einen Stimmungswechsel geben wird. Der aktuelle EUR-USD-Flug wird daher vorerst wohl anhalten. Wir wären nicht überrascht, wenn die Marktstimmung den Kurs temporär klar über 1,20 tragen würde.

... das war's dann aber auch

Maßgeblich für EUR-USD wird vor allem die US-Wahl sein. Unter einem Präsidenten Biden dürften die Zeichen auf USD-Festigung stehen, die EUR-USD aber wohl kaum dauerhaft auf 1,10 zurückführen werden. Aber auch für eine erneute Regentschaft Trumps ist eine moderate USD-Festigung nicht aus der Luft gegriffen. Denn die US-Wirtschaft wird die Corona-Krise aus unserer Sicht besser meistern als der Euroraum, und im 10-Jahresbereich dürfte mit Treasuries weiter eine positive Rendite mit überschaubarem Risiko erzielbar bleiben. Zudem wird sich die derzeit übertrieben positive EWU-Wahrnehmung auf mittlere Sicht wohl kaum halten. Da EZB und Fed auf absehbare Zeit im Gleichschritt marschieren dürften, werden ihre Impulse kaum einen Unterschied machen. Das aktuelle EUR-USD-Niveau sehen wir daher als nicht gefestigt an. Aufgrund der US-Leitzinssenkungen hat sich die Kursspanne aber nach oben verschoben. Auf 6M-Sicht sehen wir diese bei 1,12–1,23.

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	Fed	Federal Reserve Bank (US-Zentralbank)
€	Euro als Volumenangabe	GBP	Britisches Pfund als Währung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
CHF	Schweizer Franken als Währung	Mrd.	Milliarde(n)
DEM	D-Mark als Währung	RMB	Renminbi als Währung
EUR	Euro als Währung	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EWU	Europäische Währungsunion	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank	WHO	World Health Organization

Begriff	Erklärung
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
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Notenbank (auch: Zentralbank)	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungen von Devisenkursen

Quelle: Bankhaus 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 Bankhaus Lampe KG 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 Bankhaus Lampe KG 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 Bankhaus Lampe KG 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 Bankhaus Lampe KG.

## 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 Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Bankhaus Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494

# Standorte

## BANKHAUS LAMPE KG

### BERLIN

Carmerstraße 13  
10623 Berlin  
Telefon +49 30 319002-0  
Telefax +49 30 319002-324

### BIELEFELD

Alter Markt 3  
33602 Bielefeld  
Telefon +49 521 582-0  
Telefax +49 521 582-1195

### BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16  
53113 Bonn  
Telefon +49 228 850262-0  
Telefax +49 228 850262-99

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-0  
Telefax +49 211 4952-111

### FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65  
60323 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 97119-0  
Telefax +49 69 97119-119

### HAMBURG

Ballindamm 11  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 302904-0  
Telefax +49 40 302904-19

### MÜNCHEN

Brienner Straße 29  
80333 München  
Telefon +49 89 29035-600  
Telefax +49 89 29035-799

### MÜNSTER

Domplatz 41  
48143 Münster  
Telefon +49 251 41833-0  
Telefax +49 251 41833-50

### OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30  
49074 Osnabrück  
Telefon +49 541 580537-0  
Telefax +49 541 580537-99

### STUTTGART

Büchsenstraße 28  
70174 Stuttgart  
Telefon +49 711 933008-0  
Telefax +49 711 933008-99

## LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

### FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-197  
Telefax +49 211 4952-188

## LAMPE PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

### HAMBURG

Speersort 10  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 688788-0  
Telefax +49 40 688788-70

## LAMPE CAPITAL UK LIMITED

### LONDON

25 Sackville Street  
London W1S 3AX  
United Kingdom  
Telefon +44 203 405-1037

## DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

### WIEN

Mariahilfer Straße 17/6  
1060 Wien  
Österreich  
Telefon +43 1 8903507-0  
Telefax +43 1 8903507-50

[www.bankhaus-lampe.de](http://www.bankhaus-lampe.de)