



# Inflationsanstieg lässt Geldpolitik kalt

8. März 2021

**Dr. Alexander Krüger**

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Dr. Bastian Hepperle**

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Die Aussicht auf ein Zurückdrängen der Corona-Pandemie hält unsere Konjunkturzuversicht für 2021 aufrecht. Inflationsraten dürften fortan zwar noch deutlich steigen. Da wir ein klassisches Inflationsumfeld aber nicht identifizieren, handelt es sich hier lediglich um eine temporäre Bewegung. Fed und EZB werden sich von dieser kaum beeindruckt lassen.

Bei unserer jüngsten Prognoseüberprüfung haben wir festgehalten, dass die globale Konjunkturerholung weiterhin unterwegs ist. Ermöglicht wird dies von merklich gesunkenen Corona-Neuinfektionen und Impffortschritten. Aufgrund des davon ausgehenden Schubs nimmt die wirtschaftliche Dynamik momentan zu. Unterstützt durch Steuerschecks fällt sie in den USA sogar höher als erwartet aus. Da der US-Kongress zudem bereits in Kürze weitere massive Fiskalmaßnahmen von bis zu 1,9 Bio. US-\$ beschließen dürfte, haben wir unsere BIP-Prognose für 2021 von 5,0 auf 6,2 % angehoben. Durch die (aus unserer Sicht unnötig) prozyklische Fiskalpolitik wird eine Überhitzung von der Regierung unseres Erachtens in Kauf genommen. Der Arbeitsmarkt profitiert davon zwar, er wird aber noch lange unterausgelastet bleiben.<sup>1</sup>

Globale Konjunkturerholung hält an, der Euroraum hinkt hinterher

Wir rechnen weiter damit, dass der Euroraum der globalen Entwicklung hinterherhinken wird. Die Aussicht auf eine stärkere Lockerung der seit Dezember geltenden harten Lockdown-Maßnahmen besteht aus unserer Sicht unverändert erst für Anfang April, sodass die Wirtschaftstätigkeit im laufenden Quartal erneut schrumpfen dürfte. Kummer bereitet derzeit vor allem der Konsum – trotz florierendem Onlinehandel. Unsere BIP-Prognose beinhaltet aber weiter ein dynamisches Sommerhalbjahr, für das eine Lockerungsoffensive die zentrale Voraussetzung ist. Da das Statistische Bundesamt das Ergebnis für das vierte Quartal 2020 revidiert hat, liegt unsere 2021er-BIP-Prognose für Deutschland nun bei 3,7 statt 3,5 %. Zusammen mit der Prognoseanhebung für die USA erhöht sich unsere 2021er-Prognose für das Welt-BIP von 5,7 auf 6,0 %.

Energiepreise senden Zusatzschub, Inflationsprognosen angehoben

## Inflationsanstieg noch lange nicht beendet

Die jüngst für Februar bekannt gewordenen Ergebnisse bestätigen den Aufwärtstrend der Inflationsraten. Dieser wird durch den im Vormonatsvergleich deutlich gestiegenen Rohölpreis jetzt noch verstärkt. Unsere Inflationsprognose für Deutschland haben wir daher von 1,6 auf 2,0 % für 2021 angehoben. Da sich der Preisauftrieb in anderen EWU-Ländern verhalten zeigt, klettert unsere Inflationsprognose für den Euroraum lediglich von 1,7 auf 1,8 %. Auch für die USA haben wir unsere 2021er-Prognose angehoben, von 2,4 auf 3,0 %. Darin berücksichtigen wir den aktuell stärkeren Rohölpreisanstieg, vor allem aber die jüngst aus der ISM-Befragung resultierende Einschätzung von Einkaufsmanagern spürbar gestiegener Einkaufspreise sowie ein stärkeres Rückschwingen der durch die Pandemie gesunkenen Dienstleistungspreise.

Inflationsrate in Deutschland  
Ende 2021 bei 3,0 %

Grundsätzlich geändert hat sich der Inflationsverlauf durch unsere Prognoseanpassungen nicht. Der Anstieg der Inflationsraten wird sich 2021 fortsetzen, er fällt jetzt

<sup>1</sup> Zu den (US-)Arbeitsmarktperspektiven vgl. unser Economic Research AKTUELL „Arbeitsmärkte: Quote ist nicht alles“ vom 17.02.2021.

noch etwas kräftiger aus, als wir das ohnehin schon erwartet hatten. In den USA wird die Rate ihr Hoch wohl bei 3,7 % im Mai markieren. Die aus Sicht der Fed relevante PCE-Kerninflationsrate dürfte in der Spitze 2,5 % erreichen und Ende 2021 auf 2,1 % gesunken sein. Von der prozyklischen Fiskalpolitik und der förderseitig bremsenden OPEC geht das Risiko eines stärkeren Anstiegs aus. Für den Euroraum erwarten wir das Inflationshoch bei mindestens 2,5 % für Ende 2021. In Deutschland werden dann wohl 3,0 % erreicht. Es bleibt dabei, dass der bisherige und von uns erwartete künftige Anstieg der Inflationsraten vor allem auf höheren Energiepreisen sowie Steueranhebungen/-neueinführungen beruht. Ein klassisches Inflationsumfeld, das etwa durch eine Lohn-Preis-Spirale oder einen nachfrageseitig relevanten Kreditboom besteht, identifizieren wir weiterhin nicht. Deshalb rechnen wir damit, dass sich die Inflationsrate Anfang 2022 nahezu halbieren wird. Zuvor besteht das Risiko, dass Angebots- und Nachfrageeffekte zu einem noch höheren Inflationsanstieg führen, ausgelöst durch deutlich steigende Insolvenzen oder ein Entsparen privater Haushalte. Da beides aber nicht beliebig steuerbar ist, handelte es sich auch hier um temporäre Effekte.

### Schwenk der Geldpolitik nicht absehbar

Fed und EZB werden auf temporär über ihren Preiszielen liegenden Inflationsraten nicht reagieren

Gegenüber der Aufregung der Finanzmärkte über den aktuellen Inflationsanstieg dürften sich EZB und Fed weiter gelassen zeigen. Beide werden vielmehr darauf verweisen, dass ihre Preisziele auf mittlere Sicht nicht gefährdet sind. Den Anstieg der Inflationsrate dürften sie als willkommene Normalisierung von einem zuvor viel zu tiefen Niveau ansehen. Diese hilft zudem, die Schuldentragfähigkeit von Staaten, privaten Haushalten und Unternehmen mittels höherer negativer Realzinsen zu sichern. Durch den von uns erwarteten weiteren Anstieg der Inflationsrate werden beide Notenbanken deshalb wohl hindurchsehen. Insbesondere EZB-Ratsmitglieder haben zuletzt immer wieder betont, wie wichtig ihnen anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen sind. Um diese zu gewährleisten, ist aus unserer Sicht daher zumindest vorübergehend die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Notenbank ihr Notkaufprogramm PEPP mehr ausschöpfen könnte. Reicht das nicht, wird es wohl aufgestockt.

Inflationsanstieg und Tapering werden Investoren weiter beunruhigen

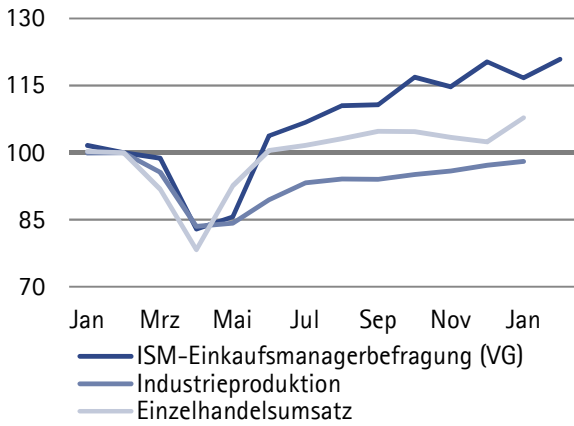
Trotz verbaler Interventionen von Notenbank-Vertretern hält die Unruhe bei erstklassigen Staatsanleiherenditen mit 10-jähriger Laufzeit an. Auch wenn wir weiter die Auffassung vertreten, dass die massive geldpolitische Unterstützung von Fed und EZB aufgrund der vorerst ungelöst bleibenden Pandemie noch lange anhalten wird, dürften sich Investoren von Inflationsssorgen sobald nicht lösen. Daher sehen wir insbesondere US-Treasury-Renditen um 1,50 %, die letztlich nur dem Vor-Corona-Niveau entsprechen, als neue Normalität an. Bei fortschreitender Pandemiebewältigung dürften Tapering-Sorgen hier zudem wieder steigen.<sup>2</sup> Auch mit Blick auf das Taper Tantrum des Jahres 2013 bleibt der Renditeblick daher fürs Erste auf 2,0 % gerichtet.

US-Wirtschaftsstärke für EUR-USD weiter zentral

Für EUR-USD sehen wir den Anker weiter bei 1,20. Die aus unserer Sicht im Vergleich zum Euroraum höhere Wirtschaftsstärke der USA spricht grundsätzlich für Kurse unter dieser Marke. Dagegen steht die USD-schwächende Risikobereitschaft von Investoren, die im Zuge der fortschreitenden Pandemiebewältigung zwar zunehmen dürfte. Aufgrund gestiegener Treasury-Renditen sind USD-Anlagen aber auch wieder attraktiver geworden. Insgesamt hat die relative USD-Stärke damit für uns weiter Bestand.

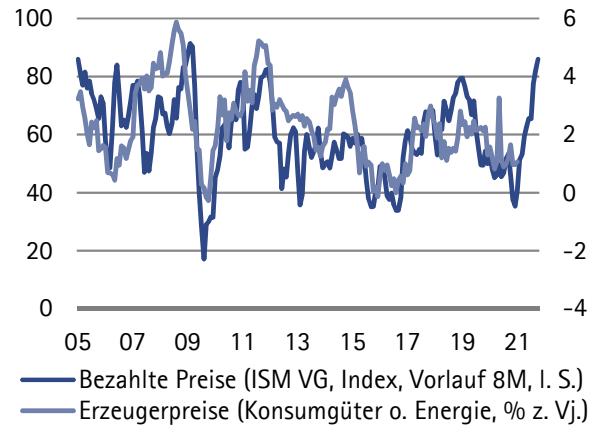
<sup>2</sup> Zur voraussichtlichen zeitlichen Dimension eines Taperings vgl. unser Economic Research AKTUELL „Tapering nur Beginn eines extrem langen Ausstiegs“ vom 25.02.2021.

**USA: Auch Industrie fast auf Vor-Corona-Niveau**  
Konjunkturindikatoren (Feb 2020=100)



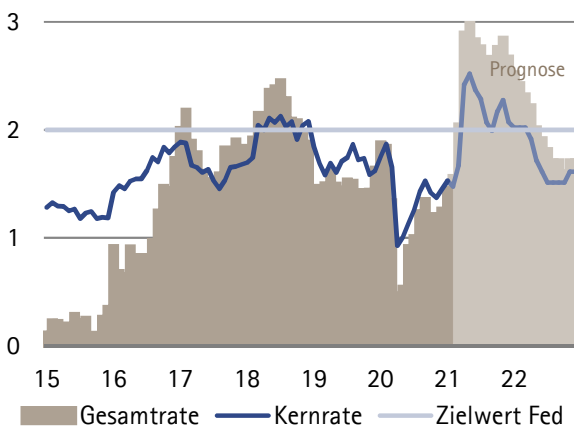
Quelle: Refinitiv Datastream

**USA: Input-Kosten treiben Verkaufspreise**  
Inflationsindikatoren



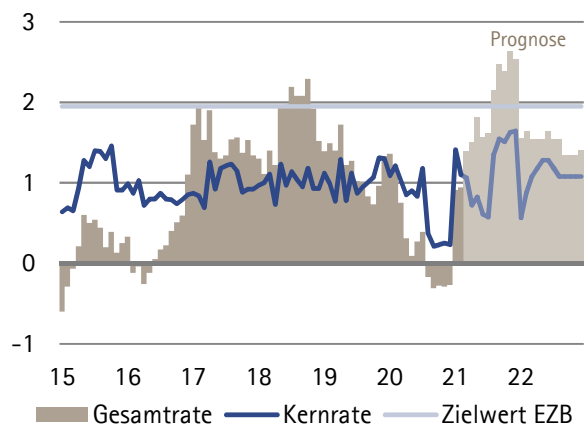
Quelle: Refinitiv Datastream

**USA: Inflationsbuckel baut sich auf**  
PCE-Deflator und Fed-Zielwert (% zum Vorjahr)



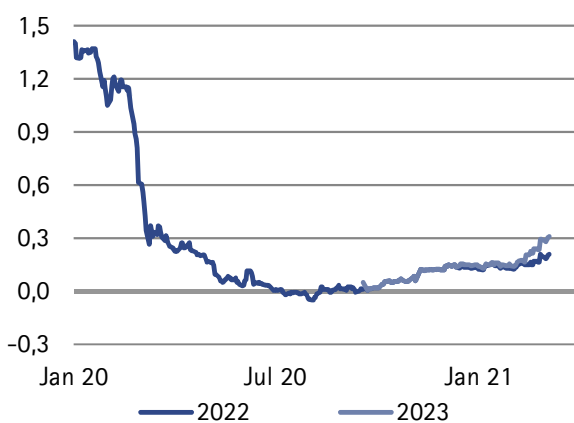
Quelle: Refinitiv Datastream. Feb 2021-Dez 2022: Prognose BHL

**EWU: Inflationsrate saust temporär hoch**  
Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



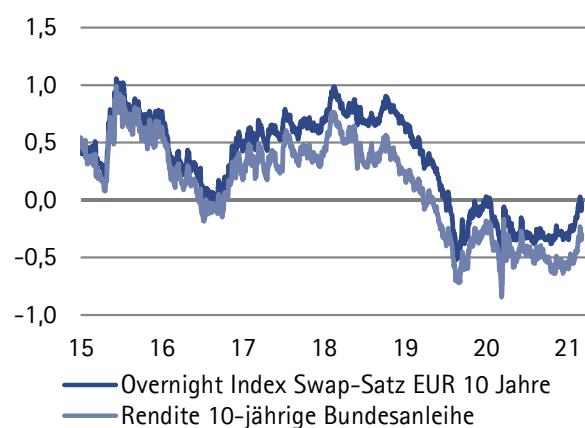
Quelle: Refinitiv Datastream. Mrz 2021-Dez 2022: Prognose BHL

**Gestiegene Leitzinserhöhungserwartung? Nicht wirklich!**  
Fed Funds Future (Jahresende, %)



Quelle: Refinitiv Datastream

**Finanzierungskonditionen weiterhin günstig**  
Marktsätze (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

# Prognosen

## Wachstum und Inflation

% zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2019	2020	2021P	2022P	2019	2020	2021P	2022P
Welt	2,9	-3,5	6,0	3,5				
Euroraum	1,3	-6,8	4,8	3,5	1,2	0,3	1,8	1,5
Deutschland*	0,5	-4,9	3,7	2,9	1,4	0,5	2,0	1,5
Frankreich	1,5	-8,2	6,2	3,6	1,3	0,5	1,7	1,4
Italien	0,3	-8,9	4,7	2,6	0,6	-0,1	1,6	1,5
Spanien	2,0	-11,0	5,3	4,2	0,8	-0,3	1,4	1,3
Großbritannien	1,4	-9,9	4,9	4,0	1,8	0,8	1,7	1,7
Schweiz	1,1	-3,0	3,3	1,8	0,4	-0,7	0,3	0,6
USA	2,2	-3,5	6,2	3,3	1,8	1,3	3,0	2,5
China	6,0	2,3	9,0	5,3	2,9	2,5	1,6	2,3
Japan	0,3	-4,9	3,6	1,9	0,5	0,0	0,1	0,7

Quelle: Refinitiv Datastream. 2021P/22P: Prognose Bankhaus Lampe

\* Kalendereffekt berücksichtigt

## Zinsen und Renditen (%)

	05.03.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate*	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor**	0,18	0,20	0,20	0,20
10-jährige Treasury	1,55	1,80	1,60	2,20
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55
10-jährige Bundesanleihe	-0,30	-0,40	-0,50	-0,30
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	0,10	0,10	0,10	0,10
3-Monats-Libor	0,08	0,05	0,05	0,05
10-jährige Gilt	0,78	0,50	0,40	0,60
<b>Schweiz</b>				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON-Tagesgeldsatz	-0,73	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,33	-0,50	-0,60	-0,40

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

## Währungen

	05.03.202	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,19	1,19	1,21	1,17
EUR-GBP	0,86	0,89	0,91	0,89
EUR-CHF	1,11	1,10	1,11	1,12
EUR-JPY	129,30	130,00	130,00	135,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
8M	Zeitraum: 8 Monate	JPY	Japanischer Yen als Währung
BHL	Bankhaus Lampe KG	I. Skala / I. S.	Linke Skala
BIP	Bruttoinlandsprodukt	O.	Ohne
CHF	Schweizer Franken als Währung	OPEC	Organisation erdölexportierender Länder
EUR	Euro als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
EWU	Europäische Währungsunion	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)
EZB	Europäische Zentralbank	SARON	Swiss Average Rate Overnight
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	USD	US-Dollar als Währung
GBP	Britisches Pfund als Währung	VG	Verarbeitendes Gewerbe
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex	z. Vj.	Zum Vorjahr
ISM	Institute for Supply Management, USA		

Quelle: Bankhaus Lampe

# Erläuterungen

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
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
EZB-Rat	Oberstes Beschlussorgan der EZB. Er setzt sich zusammen aus sechs Direktoriumsmitgliedern, denen der Präsident und der Vizepräsident angehören, sowie den Präsidenten der nationalen Notenbanken der 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Federal Funds Future	Standardisiertes und börsengehandeltes Termingeschäft für Tagesgelder unter den Banken
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
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kerninflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Lockdown	Auf staatliche Anordnung hin (nahezu) stillgelegtes öffentliches und wirtschaftliches Leben für einen bestimmten Zeitraum
Notenbank	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist.
Overnight Index Swap-Satz	Zinssatz für ein Zinstauschgeschäft unter Banken, der sich für den Euro hier auf den EONIA-Satz bezieht
PCE-Deflator	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Tapering	Zeitlicher Rahmen, in dem eine Notenbank beabsichtigt, einen bestimmten Umfang an Wertpapierkäufen schrittweise zurückzuführen
Taper Tantrum	Bezeichnung für heftige Marktreaktionen ab Mai 2013, nachdem der damalige Chef der US-Notenbank eine schrittweise Reduzierung von Anleihekäufen in Aussicht stellte
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

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

## LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

---

### DÜSSELDORF

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

### 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 302904-18

### MÜNCHEN

Briener 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

## KAPITAL 1852 BERATUNGS GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-669

### 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

## DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

---

### WIEN

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