



# Impfen, impfen, impfen

14. April 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

**Euroraum hält mit globaler Konjunkturerholung nicht Schritt**

**EWU-Stimmungsindikatoren:  
Halluzinationen statt Realismus**

**Impffortschritt treibt globale Konjunkturerholung an**

**Aufgrund von Impferfolgen sehen wir die globale Konjunkturerholung unverändert als intakt an. Die EZB wird auf günstige Finanzierungsbedingungen wohl weiter abzielen und die Fed einen Kurswechsel bald mehr diskutieren. Die 10-j. US-Treasuryrendite dürfte 2,0 % demnächst übertreffen.**

Impfen ist die Lösung der Corona-Pandemie! Wie wir in unserer turnusmäßigen Prognoserunde erneut festgestellt haben, fällt die Umsetzung dessen vielen Ländern weiter schwer. Während in Israel, den USA und Großbritannien<sup>1</sup> schon mehr als bzw. fast die Hälfte der Bevölkerung mindestens die Erstimpfung erhalten hat, steht etwa der Euroraum weit hinten an. Die aus unserer Sicht wenig vorausschauende Corona-Politik hält mehr Normalität im öffentlichen Leben in weiter Ferne. Strenge Lockdown-Maßnahmen dürften hier auch in den nächsten Wochen noch bestehen. Bei einer Entspannung der Lage werden sie wohl nur langsam gelockert, damit das Erreichte nicht verspielt wird. Unser Konjunkturszenario hatten wir daher jüngst schon in Richtung eines erholungstechnisch verlorenen zweiten Quartals angepasst. Das bezieht sich auch auf Frankreich und Italien, in denen scharfe Lockdowns ebenfalls bestehen. Zu der von uns bislang für den Euroraum erwarteten Konjunkturerholung dürfte es, unterstützt durch Impffortschritte, nun erst ab Mitte Juni kommen. Für 2021 veranschlagen wir für Deutschland und den Euroraum jetzt ein BIP-Wachstum von 3,0/3,6 %, nach 3,7/4,8 %. Da 57/60 % der Rate auf die diesjährige höhere statistische Ausgangsbasis zurückgehen, erweist sich die Erholungsdynamik im Gesamtjahr 2021 als mager. Sie verschärft die negativen langfristigen Pandemiefolgen für Unternehmen und Arbeitsmärkte, die auch dann bestehen bleiben, wenn sich die Konjunktur erholt.

Die pandemieseitigen Nackenschläge im Euroraum stützen unsere Sicht, dass gängige Stimmungsindikatoren zur Einschätzung von Konjunkturaussichten derzeit nicht helfen.<sup>2</sup> Seit Monaten geben sie starke Wachstumssignale, ohne dass sich dies in realen Daten widerspiegelt. So haben konsum- und produktionsseitige Enttäuschungen bis zuletzt angehalten. Statt zu wachsen, zeichnet sich einmal mehr ab, dass das BIP in Deutschland und anderen EWU-Mitgliedstaaten zu Jahresbeginn geschrumpft ist. Zu erklären sind die stimmungsseitigen Fehlsignale für uns damit, dass ihnen lediglich Konjunkturoffnungen zugrunde liegen, die aus dem allseits herbeigesehnten Pandemieende resultieren. Auch die grundsätzliche Verfügbarkeit von Impfstoffen trägt hierzu bei. Da sich an dieser Gemengelage vorerst wenig ändern dürfte, werden wir diesen Indikatoren weiter nur wenig Bedeutung für unsere BIP-Prognose beimessen.

## Weltwirtschaft weiter auf Erholungskurs

Alles in allem halten wir an unserer Erwartung fest, dass die globale Konjunkturerholung divergieren wird. Immerhin dürften sich diejenigen Länder schneller erholen, die beim Impfen rasch vorankommen. Verstärkt wird das Fahrttempo überdies, wenn die Wirtschaft, wie etwa in den USA, von Fiskalhilfen unterstützt wird. Treiber für die

<sup>1</sup> Aufgrund der Impferfolge und des britischen Plans zur Lockerung von Lockdown-Maßnahmen haben wir unsere 2021er-BIP-Prognose für Großbritannien von 4,9 auf 5,5 % angehoben.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu auch unser Economic Research AKTUELL „ifo-Anstieg nicht überbewerten“ vom 26.03.2021.

Weltwirtschaft bleiben aus unserer Sicht daher vorerst vor allem die konjunkturellen Schwergewichte: Für China wird das auch dann der Fall sein, wenn der Jahresauftakt weniger dynamisch ausfallen sollte. Und für die USA rechnen wir nach den im Februar von Wetterkapriolen belasteten Konjunkturdaten mit einer durchgreifenden Besserung. Bereits im laufenden Quartal dürfte das US-BIP das Vorkrisenniveau überschreiten. Auch wenn wir davon ausgehen, dass die EWU-Impfmaschinerie bald mächtig Fahrt aufnehmen wird, dürfte der Währungsraum ein Konjunktur-Nachzügler bleiben. Dies wird voraussichtlich auch auf Brasilien und Indien zutreffen, für die wir unsere BIP-Prognosen ebenfalls gesenkt haben. Zusammen mit der Prognosesenkung für den Euroraum ermäßigt sich unsere Welt-BIP-Prognose für 2021 von 6,0 auf 5,9 %.

### Inflationsraten werden weiter steigen

Den von uns erwarteten Inflationsverlauf bestätigen wir.<sup>3</sup> Nach wie vor sind es Basis- und Sondereffekte, durch die Gesamt-Inflationsraten vielerorts in den nächsten Monaten weiter steigen werden. Angebots- und Nachfrageeffekte können dies noch beschleunigen, auch bei abklingender Pandemie. Da eine Lohn-Preis-Spirale für uns aber weiter nicht in Sicht ist, rechnen wir für Anfang 2022 mit sinkenden Inflationsraten. Eine generelle Gefährdung der Preisziele von Notenbanken erkennen wir nicht.

### Die Wege von Fed und EZB trennen sich langsam

#### Fed wird Kurswende bald ins Auge fassen

Vertreter von EZB und Fed haben auch zuletzt deutlich gemacht, ihren geldpolitischen Kurs fortzusetzen. Während bei der Fed vorsichtig schon Ausstiegsgedanken auftauchen und hierzu vage über Zielwerte bei der Konjunktur und beim Impfen nachgedacht wird, beabsichtigt die EZB weiter, günstige Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten. Zur Durchsetzung dieser hatte EZB-Chefin Christine Lagarde zuletzt betont, die EZB verfüge über außergewöhnliche Instrumente, die im Bedarfsfall auch eingesetzt werden. Wir bleiben daher überzeugt, dass eine Wette gegen die EZB nicht lohnen wird. Stiege die Rendite der 10-jährigen Bundeleihe 2021 über 0,00 %, wäre eine kritische Marke wohl überschritten, und die EZB dürfte ihre PEPP-Käufe noch steigern.

### Weiteren Renditeanstieg der 10-jährigen US-Treasury im Auge behalten

Der Aufwärtstrend der Rendite der 10-jährigen US-Treasury hat zuletzt gestockt, für beendet halten wir ihn nicht: Impffortschritt und Fiskalpolitik bereiten in den USA den Weg für eine kräftige Konjunkturerholung, im Zuge derer wohl schon bald die Frage lauter gestellt wird, ob es der hohen Unterstützung durch die Geldpolitik noch bedarf. Dies lenkt den Blick auf ein Tapering, dessen Ankündigung aus unserer Sicht ein hohes Belastungsrisiko für Treasuries darstellt. Das Überschreiten der 10-Jahresrendite von 2,0 % behalten wir daher im Blick. Da EWU-Staatsanleihen hiervon oft mitgezogen werden, könnten die sich von der EZB selbst auferlegten Spielregeln dazu führen, dass sie um Gegenmaßnahmen nicht umhinkommt. Die von EZB-Ratsmitglied Klaas Knot angestoßene Debatte über ein PEPP-Ende sehen wir deshalb als verfrüht an.

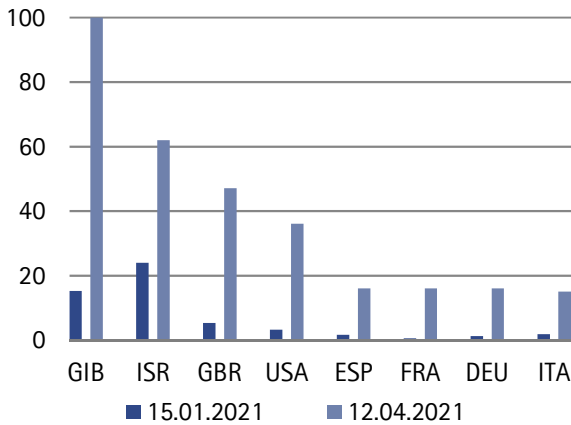
### EUR-USD ist Spielball von USD-Stärke und USD-Schwäche

Die US-Wirtschaftsstärke spricht aus unserer Sicht weiter für EUR-USD-Wechselkurse unter 1,20. Hier dürfte sich auch die Sicht noch stärker durchsetzen, dass die USA die Corona-Krise trotz steigender Staatsverschuldung besser als der Euroraum meistern werden. Hinzu kommt die höhere Attraktivität von USD durch die voraussichtlich höheren Treasury-Renditen. Kurse über 1,20 sind jedoch nicht aus der Welt, dürfte der Risikoappetit der Anleger bei voranschreitender Pandemiebewältigung doch zumindest zeitweise zunehmen. EUR-USD von 1,20 bleibt für uns daher die Ankermarke.

<sup>3</sup> Vgl. auch unser Economic Research AKTUELL „EWU-Inflationsrate steigt auf 1,3 %“ vom 31.03.2021.

### EU hinkt bei Corona-Impfungen weit hinterher

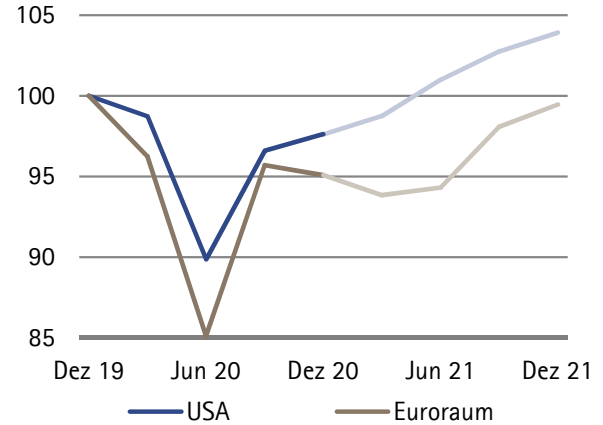
Anteil Erstgeimpfter an der Bevölkerung (%)



Quelle: Our World in Data, Bankhaus Lampe

### USA gehen voran, Euroraum nur Verfolger

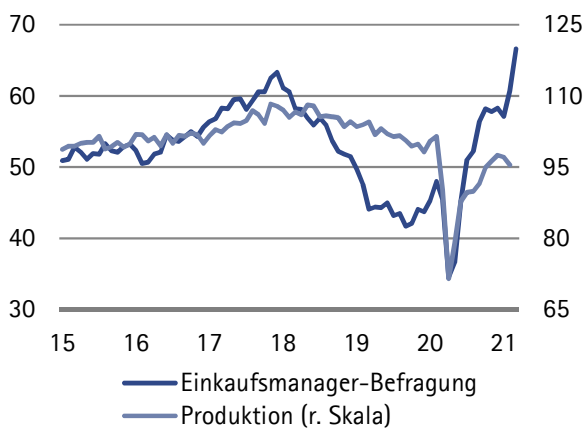
Bruttoinlandsprodukt (Q4 2019=100)



Quelle: Refinitiv Datastream. Jan-Dez 2021: Prognose BHL

### Produktion hält nicht Schritt

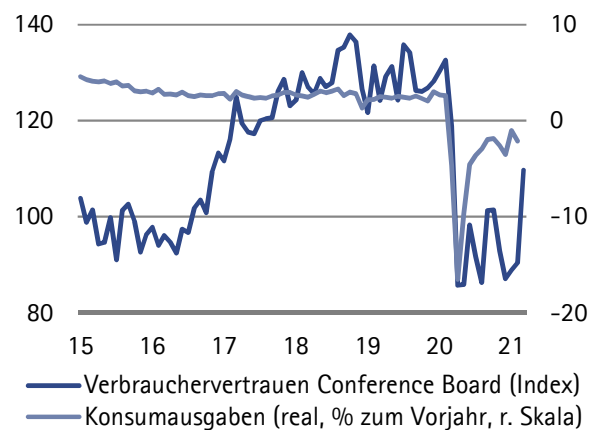
Verarbeitendes Gewerbe (DEU, Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

### US-Konsum hat noch viel Luft nach oben

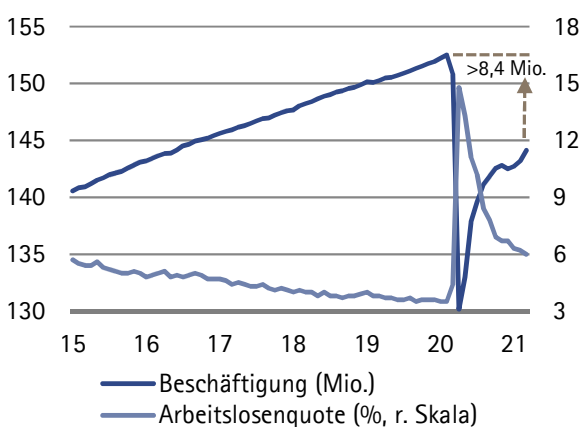
Konsumindikatoren



Quelle: Refinitiv Datastream

### US-Beschäftigungslücke weiterhin groß

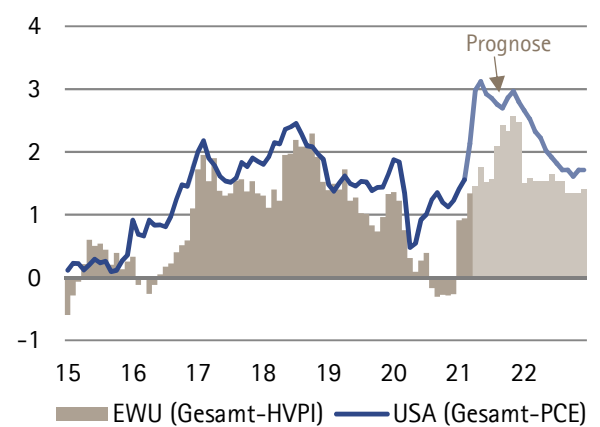
US-Arbeitsmarkt



Quelle: Refinitiv Datastream

### Steiler Aufstieg der Inflationsraten

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Mär/Apr 2021-Dez 2022: Prognose BHL

# Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2019	2020	2021P	2022P	2019	2020	2021P	2022P
Welt	2,9	-3,5	5,9	3,5					
Euroraum	1,3	-6,8	3,6	4,8	1,2	0,3	1,8	1,5	
Deutschland*	0,5	-4,9	3,0	4,1	1,4	0,5	2,0	1,5	
Frankreich	1,5	-8,2	4,9	5,0	1,3	0,5	1,8	1,4	
Italien	0,3	-8,9	3,7	3,8	0,6	-0,1	1,5	1,4	
Spanien	2,0	-10,8	3,8	5,8	0,8	-0,3	1,7	1,3	
Großbritannien	1,4	-9,8	5,5	4,0	1,8	0,8	1,7	1,7	
Schweiz	1,1	-3,0	3,3	1,8	0,4	-0,7	0,4	0,6	
USA	2,2	-3,5	6,2	3,3	1,8	1,3	3,2	2,5	
China	6,0	2,3	9,0	5,3	2,9	2,5	1,4	2,3	
Japan	0,3	-4,9	3,6	1,9	0,5	0,0	0,3	0,6	

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

\* Arbeitstageeffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	13.04.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate*	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor**	0,19	0,20	0,25	0,30
10-jährige Treasury	1,62	2,00	2,20	2,30
<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	-0,29	-0,30	-0,40	-0,10
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	0,10	0,10	0,10	0,10
3-Monats-Libor	0,09	0,05	0,05	0,10
10-jährige Gilt	0,81	0,90	0,70	1,20
<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	-0,30	-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	13.04.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,19	1,19	1,21	1,17
EUR-GBP	0,87	0,89	0,91	0,89
EUR-CHF	1,10	1,10	1,11	1,12
EUR-JPY	130,23	132,00	132,00	135,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
10-j.	10-jährige	GBP	Britisches Pfund als Währung
BHL	Bankhaus Lampe KG	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
CHF	Schweizer Franken als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
DEU, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)
EUR	Euro als Währung	Q	Quartal
EWU	Europäische Währungsunion	r. Skala / r. S.	Rechte Skala
EZB	Europäische Zentralbank	SARON	Swiss Average Rate Overnight
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	USD	US-Dollar als Währung

Quelle: Bankhaus 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
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
Conference Board	„The Conference Board“, unabhängiges US-Forschungsinstitut, New York
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung so genannter Einkaufsmanager gewonnener Konjunkturindikator, der einen Überblick über die wirtschaftliche Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert von unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
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
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
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.
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
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
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Tapering	Zeitlicher Rahmen, in dem eine Notenbank beabsichtigt, einen bestimmten Umfang an Wertpapierkäufen schrittweise zurückzuführen
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

Carmarstraße 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