



# Notenbanken auf Tapering-Kurs

4. Oktober 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

**Anhaltende Materialengpässe und nun auch weltweit bedrohlicher werdende Energierisiken haben den Wachstumsausblick zuletzt deutlich getrübt. Halten die neuerlichen Preisschübe an, werden Inflationsraten 2022 wohl weniger deutlich sinken. Der demnächst bevorstehende Tapering-Start der Fed dürfte davon aber nicht aufgehalten werden.**

Bei der turnusmäßigen monatlichen Überprüfung unserer Prognosen haben wir unser Konjunkturbild bestätigt. Die Risiken hierfür sind unseres Erachtens aber nochmals gestiegen. Sie resultieren aus der existenten und eventuell erneut aufflammenden Corona-Pandemie sowie der anhaltend schwierigen Instandsetzung globaler Lieferketten. Vielerorts fehlt der Industrie noch immer Produktionsmaterial – ein Umstand, der sich in den nächsten Monaten kaum auflösen dürfte. Überdies nehmen aufgrund von Preisanstiegen durch die global größer werdenden Energierisiken zurzeit auch die Belastungen für den privaten Konsum zu. Insbesondere für Europa sorgen wir uns deshalb, dass die Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr 2021 und Anfang 2022 weniger dynamisch ausfällt als erwartet. Für unsere BIP-Prognosen für 2021 sehen wir ein Abwärtspotenzial von bis zu einem halben Prozentpunkt. Unterstellt, dass, bei dessen Eintritt, dieses aufgeholt werden kann, besitzen die Prognosen für 2022 Aufwärtsschancen. Die Konjunkturerholung wäre dann aber erneut aufgehalten worden.

Konjunkturrisiken weiter gestiegen

## Aufpassen auf China

In anderen Ländern macht sich Konjunkturmüdigkeit breit. Vor allem haben die Konjunkturdaten für die Volksrepublik China auch zuletzt enttäuscht. Wir führen dies auf den dort fortgeschrittenen Konjunkturzyklus zurück, in dem die Luft naturgemäß dünner wird. An der von uns für 2022 erwarteten kräftigen Wachstumsabschwächung halten wir daher fest. Von dieser an sich unproblematischen Entwicklung gehen aufgrund extrem hoher und seit Langem bekannter Kreditrisiken aber erhebliche Gefahren für die Weltkonjunktur aus. Die jüngsten Ereignisse rund um den taumelnden chinesischen Immobilien-Giganten Evergrande belegen das. Etwaige Kollapse trafen neben dem Finanzsystem und der Bauwirtschaft auch die Inlandsnachfrage, zumal Kleinanleger im Immobilienmarkt investiert sind. Wenngleich das direkte Engagement ausländischer Finanzinstitute in China begrenzt sein dürfte, ist die Kollapsgefahr aufgrund enger globaler Handelsbeziehungen unseres Erachtens nicht als lokales Problem zu verharmlosen. Es bleibt zu hoffen, dass die chinesischen Behörden eine die globalen Finanzmärkte erfassende systemische Krise mit Liquiditätshilfen und harten Umstrukturierungen verhindern werden. An einer aggressiven Entschuldungsstrategie, bei der Kreditausfälle in gewissem Maße zugelassen werden, geht zudem schon heute kein Weg vorbei. Allerdings: Sinkt das Kreditwachstum, dürfte die BIP-Dynamik leiden.

Von der nachlassenden Wachstumsdynamik in China gehen Finanzmarkt-Risiken aus

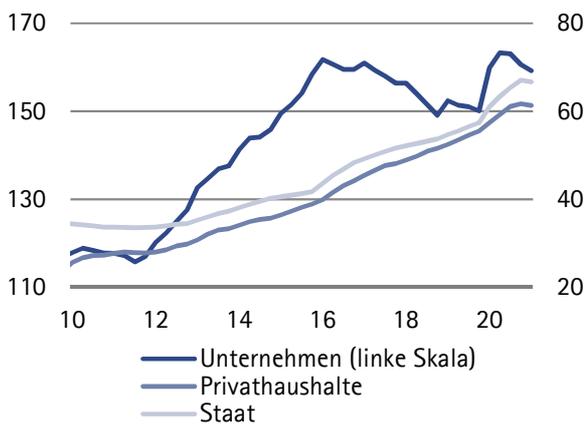
Inflationsgipfel ist (bald) erreicht, es bestehen aber Aufwärtsrisiken

Derweil läuft der bisherige Aufwärtsschub beim Inflationsanstieg langsam aus. In den USA lag die Inflationsrate im August bereits bei 5,3 %, nach 5,4 %. Wir rechnen unverändert damit, dass der Gipfel hier erreicht ist. Deutlich niedrigere Inflationsraten erwarten wir erst für 2022. Das gilt weiterhin auch für den Euroraum. Hier wird die Inflationsrate bis zum Jahresende 2021 aber wohl noch auf 3,8 % klettern. Es bleibt

dabei, dass wir viele Inflationstreiber als temporär ansehen. Der 2022er-Rückgang der Inflationsraten dürfte diese im Euroraum und in den USA in Regionen um 2,0 % führen. Hielte der neuerliche Energiepreisauftrieb an, fiel der Rückgang geringer aus.

### China: Fette Überschuldung

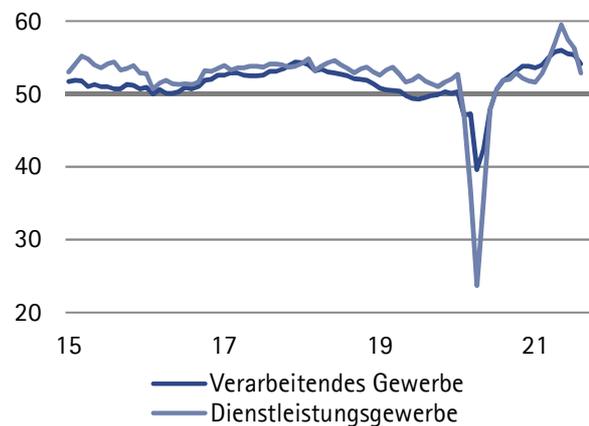
Verschuldung nach Sektoren (% des nominalen BIP)



Quelle: Refinitiv Datastream. Daten bis einschließlich 03/2021

### Stimmungs-Hype legt sich schon wieder

Globale Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

### Fed drückt auf die Tube: 2022 wird das Jahr der Exit-Umsetzung

### Fed legt mit Tapering bald los

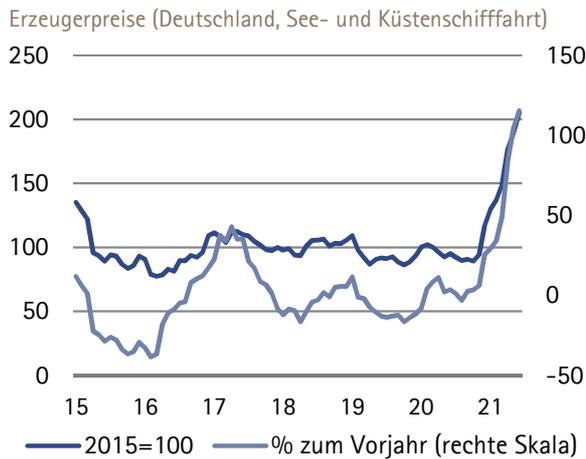
Durch die jeweiligen Treffen von Fed und EZB im September sehen wir uns in unserer Einschätzung bestärkt, dass die geldpolitischen Rahmenbedingungen noch 2021 adjustiert werden. Die US-Notenbank dürfte ein Tapering, wie schon länger von uns erwartet, auf ihrer Sitzung am 3. November beschließen und spätestens ab Januar umsetzen. Im Vergleich zu unserer bisherigen Sicht haben wir zuletzt aber den Eindruck gewonnen, dass sie recht zügig aus ihrem extremen Krisenmodus aussteigen möchte. Bleiben Verwerfungen in Konjunktur und an Finanzmärkten aus, wird der Tapering-Prozess daher wohl schon in rund einem halben Jahr abgeschlossen sein. Für das aktuelle monatliche Kaufvolumen von 120 Mrd. US-\$ impliziert dies Kürzungen von 15–20 Mrd. US-\$ pro Monat. Dadurch ist die Wahrscheinlichkeit zwar merklich gestiegen, dass der Leitzins bereits im Dezember 2022 angehoben wird. Da die US-Inflationsrate dann aber unter 2,0 % liegen dürfte, ist ein späterer Zinsanhebungstermin nicht vom Tisch. Wie auch immer: Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder erachten wir im historischen Kontext als unzuverlässig, weshalb wir uns für unsere Leitzinsprognose nicht an ihnen orientieren. Mit Blick auf die sich anbahnende Leitzinswende gilt es zudem, Kapitalabflüsse aus Schwellenländern im Auge zu behalten.

### EZB dürfte PEPP-Käufe noch um mindestens 120 Mrd. € aufstocken

Die EZB hat erklärt, ihre PEPP-Käufe im vierten Quartal 2021 leicht zu verringern und im Dezember über die Zukunft des bis Ende März 2022 datierten Notkaufprogramms zu entscheiden. Zwischen Beendigung und Fortführung ist das Feld damit groß. Da wir mit einer holprigen EWU-Konjunkturerholung und einer 2022 fallenden Inflationsrate rechnen, bleiben wir überzeugt, dass Wertpapiere auch nach März 2022, unter welcher Flagge auch immer, umfänglich gekauft werden. Da die Hochphase der Pandemie aber vorüber ist, dürfte die EZB ihre monatlichen PEPP-Käufe von aktuell rund 80 Mrd. € ab Januar auf etwa 50 Mrd. € reduzieren. Dadurch wird das Kaufvolumen von 1,85 Bio. € bis Ende März wohl nicht ganz ausgeschöpft. Für eine Fortführung der Käufe, die wohl mindestens ein halbes Jahr andauern wird, ist dann jedoch eine

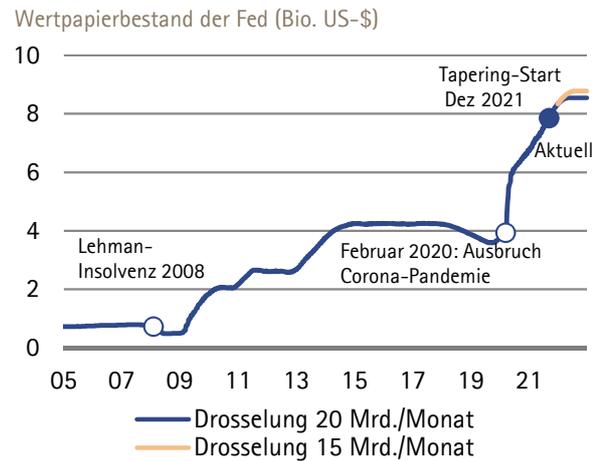
Volumenaufstockung notwendig, die unseres Erachtens mindestens 120 Mrd. € betragen wird. Das von uns erwartete Fed-Vorgehen sehen wir nicht als Leitzinserhöhungs-Beschleuniger für die EZB an. Tapering-Absichten dürften auch andere Notenbanken weiterverfolgen, etwa diejenigen von Großbritannien, Kanada und Australien.

### Vorgelagerter Preisschub immer extremer



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Trotz Tapering: Liquiditätszufluss geht weiter



Quelle: Refinitiv Datastream. 10/2021–12/2022: Simulation BHL

### Inflation, Tapering, US-Schuldenobergrenze: Umfeld bei Staatsanleihen vorerst weniger günstig

### US-Schuldenobergrenze bereitet wieder Ärger

Auf dem Weg zu unserem 3M-Ziel von 1,70 % ist die Rendite der 10-jährigen Treasury zuletzt um rund 20 Basispunkte gestiegen. Neben hohen Inflationsraten sehen wir hierfür vor allem die Tapering-Vorankündigung der Fed als maßgeblich an. Wir rechnen weiter damit, dass sich der Renditeanstieg noch etwas fortsetzen wird, da die Konturen für ein zügiges Tapering schon bald klarer werden dürften. Dabei betrachten wir unsere Renditemarke von 1,70 % nicht als Obergrenze. Anhaltend deutlich höhere Renditestände halten wir für wenig wahrscheinlich, da der Schrecken eines Taperings für Investoren unseres Erachtens nicht mehr groß ist. Allenfalls auf kürzere Sicht ist die Gefahr für einen stärkeren Renditeanstieg gegeben, da das für die USA noch nicht abgewendete Risiko eines Zahlungsausfalls durch die erreichte Schuldenobergrenze besteht. Die Überbrückungsfinanzierung läuft hier nur bis Anfang Dezember. Auf mittlere Sicht dürften Wachstumssorgen und fallende Inflationsraten langlaufende Treasuries unterstützen. Auch wegen bis dahin wohl zunehmender Markterwartungen an eine US-Leitzinswende haben wir eine flachere Renditestrukturkurve weiter im Blick.

### EUR oder USD? Grundsätzlich sehen wir USD weiter im Vorteil

Unser 3M-Ziel von 1,17 für EUR-USD halten wir aufrecht. Neben der relativen Stärke der US-Wirtschaft gegenüber der europäischen und der zeitlich näher gerückten US-Leitzinswende spricht für USD vor allem das unseres Erachtens bevorstehende zügige US-Tapering. Die europäisierenden Faktoren sehen wir unverändert als schwach ausgeprägt an. Zu den gestiegenen EWU-Konjunkturrisiken und der voraussichtlichen Aufstockung des PEPP-Kaufvolumens durch die EZB kommen mittlerweile auch etwas höhere politische Unsicherheiten hinzu, die zunächst aus dem Ergebnis der Bundestagswahl in Deutschland resultieren. Überdies steht für April 2022 noch die Präsidentschaftswahl in Frankreich bevor. Kurse oberhalb von 1,20 dürften sich demnach nur dann einstellen, wenn dollarnegative Faktoren dominanter werden. Mit einem strengen US-Shutdown könnte dies bereits in diesem Monat der Fall sein.

# Prognosen

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

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

\* Preis-, saison- und kalenderbereinigt

Zinsen und Renditen (%)	01.10.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Target Rate*	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor**	0,13	0,15	0,20	0,30
10-jährige Treasury	1,47	1,70	1,50	1,40
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
10-jährige Bundesanleihe	-0,22	-0,30	-0,30	-0,20
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	0,10	0,10	0,10	0,10
3-Monats-Libor	0,08	0,10	0,15	0,20
10-jährige Gilt	1,00	0,90	0,80	0,70
<b>Schweiz</b>				
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	-0,18	-0,20	-0,20	-0,10

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	01.10.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,16	1,17	1,19	1,17
EUR-GBP	0,86	0,87	0,87	0,86
EUR-CHF	1,08	1,09	1,10	1,11
EUR-JPY	128,97	133,00	135,00	135,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	FOMC	Federal Open Market Committee (Offenmarktausschuss)
€	Euro als Volumenangabe	GBP	Britisches Pfund als Währung
BHL	Bankhaus Lampe KG	JPY	Japanischer Yen als Währung
Bio.	Milliarden	L. Skala / I. S.	Linke Skala
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Mrd.	Milliarden
CHF	Schweizer Franken als Währung	P	Prognose
EUR	Euro als Währung	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)
EWU	Europäische Währungsunion	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben

Quelle: Bankhaus Lampe

# Erläuterungen

Begriff	Erklärung
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
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
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
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
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	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
Preis-, saison- und kalenderbereinigt	Berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres. Zudem ist die Datenreihe um regelmäßig wiederkehrende, für bestimmte Monate bzw. Quartale typische (Saison-)Muster bereinigt. Ferner sind Auswirkungen, die sich aus der unterschiedlichen Anzahl bzw. Verschiebung von Arbeitstagen innerhalb eines Zeitraums (Monat, Quartal) ergeben, eliminiert
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
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
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