



Der MMT-Geist ist längst aus der Flasche

2. November 2020

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Gewohnte Erklärungsmuster greifen kaum noch

In der MMT kann der Staat nicht insolvent werden, da er auf die Notenbank zugreifen kann

Haushaltsdefizite zählen nicht, auf die Aufgabenerfüllung des Staates kommt es an

Sie macht die Welt nicht besser, liefert aber Denkanstöße zur Erklärung der Realität: die Modern Monetary Theory. Ihr zufolge sind Staatsschulden in heimischer Währung unproblematisch, solange die Notenbank unter staatlicher Kontrolle steht. Politikern dürfte dieser Ansatz schon länger gefallen, lassen sich ihre Ziele doch leicht finanzieren. Ihr Handlungsradius ist insoweit begrenzt, als ein durch überausgelastete gesamtwirtschaftliche Kapazitäten hervorgerufener Inflationsanstieg zu vermeiden ist. MMT-Elemente werden künftig wohl noch realer, wovon Vermögenspreise profitierten.

Der Modern Monetary Theory (MMT)¹ fällt seit einiger Zeit eine wachsende Beachtung zu. Die Renaissance dieses grundsätzlich nicht neuen geldtheoretischen Ansatzes resultiert unseres Erachtens vor allem daraus, dass Zusammenhänge und Erklärungsmuster herkömmlicher Theorien in der Realität seit Langem wenig oder gar nicht mehr funktionieren. So hat beispielsweise die Bank of Japan seit Mitte der 90er-Jahre massiv Geld gedruckt, ohne dass es in Japan auch nur ansatzweise zu einer inflationären Entwicklung gekommen ist. Ähnliche Erfahrungen sind nach der Lehman-Insolvenz 2008 in anderen Währungsräumen gemacht worden, etwa im Euroraum und in den USA. Hinzu kommt, dass die weltweite Verschuldung von Privathaushalten, Staaten und Unternehmen in den vergangenen Jahren ein gigantisch hohes Ausmaß angenommen hat, ohne dass höhere Zinsen, Insolvenzen und Schuldenschnitte zum Alltag gehören. Die MMT liefert Denkanstöße, diese neue Normalität zu verstehen.

Geldschöpfung aus dem Nichts

Anders als die den heilsamen Marktkräften vertrauende Neoklassik, der zufolge sich der Staat möglichst aus dem Wirtschaftsleben raushalten und auf Deregulierung und Haushaltsdisziplin konzentrieren soll, vertritt die MMT grundsätzliche Positionen des Keynesianismus. Letzterem zufolge hat sich der Staat besonders in wirtschaftlichen Krisenzeiten mit Ausgabeprogrammen nachfragewirksam ins Wirtschaftsleben einzumischen, um Arbeitsplätze zu erhalten/schaffen. Die MMT verknüpft hier die Rolle des Staates enger mit derjenigen der Notenbank: Danach brauchen sich Staaten weder in offenen noch geschlossenen Volkswirtschaften über ihre Verschuldung zu sorgen, sofern diese in eigener Währung besteht. Finanzielle Mittel können in diesem Ansatz nämlich „auf Knopfdruck“ selbst hergestellt werden, da die heimische Notenbank unter ihrer Kontrolle steht (fiskalische Dominanz)². Somit ist die Geldschöpfung im MMT-Ansatz endogen. Hierzu trägt auch der Bankensektor bei, der Kredite abhängig von der Schuldnerbonität vergibt und nicht von der Höhe seiner Einlagen.

Vor diesem Hintergrund kann es kaum überraschen, dass die MMT staatliche Haushaltsdefizite und die Staatsverschuldung gänzlich anders bewertet als gängige Theorien. Da ein Staat schlichtweg nicht existiert, der ausgabeseitig eingeschränkt ist oder in haushaltspolitische Konsolidierungszwänge geraten kann, ist dieser in der Lage, sich

¹ Für einen inhaltlichen Abriss vgl. *Veuger, S.* [2019]: Modern monetary theory and policy, in: AEI Economic Perspectives, S. 1–3, sowie *Ehnts, D.* [2017]: „Modern Monetary Theory“ und Europäische Makroökonomie, Berliner Debatte Initial 28.

² In der MMT-Welt verwischen die Grenzen zwischen Fiskalpolitik und Geldpolitik.

auf seine Aufgaben zu konzentrieren. Neben Vollbeschäftigung könnten dazu etwa die Bereitstellung einer international wettbewerbsfähigen Infrastruktur, höhere Sozialleistungen und eine aktive Klimaschutzpolitik gehören. Etwaig entstehende Haushaltsdefizite sind aus MMT-Sicht unproblematisch, da sich vom Staat abhängige Notenbanken in diesem planwirtschaftlichen Ansatz danach richten, was dieser wünscht.

Inflationstheoretisches Wachstum bis zur Vollbeschäftigung möglich

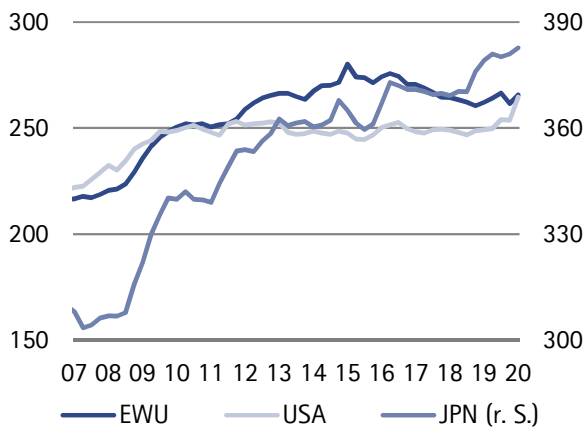
Auch wenn budgetseitige Restriktionen für Staaten in der MMT quasi nicht bestehen, gibt es einen Haken: Inwieweit Staatsaufträge ausgeführt werden können, hängt von den gesamtwirtschaftlichen Ressourcen ab, etwa Arbeitskräften und Baumaterial. Der Theorie zufolge kann hier solange Geld ins Finanzsystem gepumpt werden, bis Vollbeschäftigung besteht. Werden Kapazitäten stärker ausgelastet, kommt es zu Inflation. Sie entsteht also dann, wenn die Güternachfrage das Güterangebot übersteigt.³

Steuern und Staatsanleihen dienen der Geldmengensteuerung

Steuern und Staatsanleihen fällt in der MMT ebenfalls eine gesonderte Betrachtung als in gängigen Theorien zu: Beide dienen nicht der Finanzierung des Staates. Im Grunde genommen benötigt der Staat gar keine Steuern, da er sich über die Notenbank finanziert. Insofern werden Steuern in der MMT nur erhoben, um Geld aus dem Finanzsystem zu ziehen und den Inflationsdruck zu senken. In die gleiche Richtung wirken Staatsanleihen. Die MMT empfiehlt einen allgemeinen Zinssatz von 0,0 %.

Aufwärtsblick bei der Verschuldung, ...

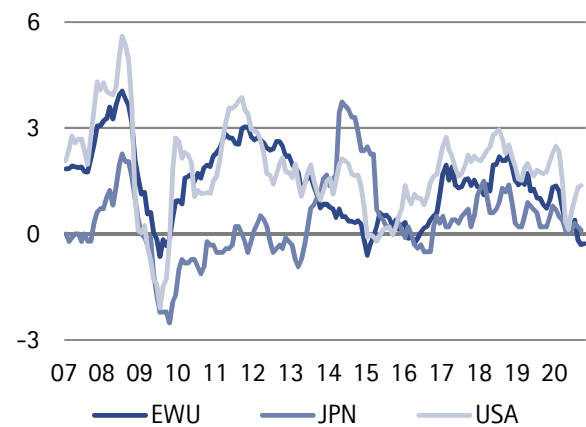
Verschuldung (Welt, alle Sektoren, % des nominalen BIP)



Quelle: Refinitiv Datastream

... Abwärtsblick bei den Inflationsraten

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

MMT sieht mehr nach Realität aus als nach Fata Morgana

Wie bei modelltheoretischen Überlegungen häufig anzutreffen, gibt es von Kritikern zahlreiche MMT-Einwände. Deren Berechtigung bezweifeln wir nicht,^{4,5} sie sind für uns im Weiteren aber nicht relevant. Maßgeblich ist vielmehr die Grundidee der MMT zur Erklärung der Realität. Dort lässt sich nämlich durchaus MMT-Bekanntes finden: Dies bezieht sich nicht nur auf die weltweit seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 in vielen Industrieländern deutlich gestiegene Staatsverschuldung, die längst

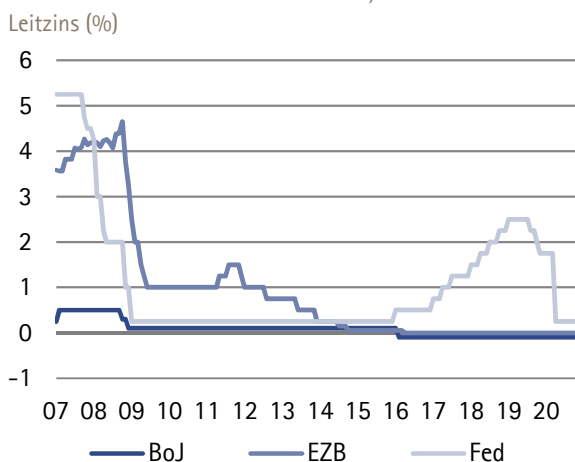
³ Die Quantitätstheorie, der zufolge eine beständig wachsende inländische Geldmenge zu Inflation führt, sofern die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das Wirtschaftswachstum konstant bleiben, ist nicht Bestandteil der MMT.

⁴ Zu den MMT-Schwachstellen vgl. Beck, H. und Prinz, A. [2019]: Wie revolutionär ist die Modern Monetary Theory?, Wirtschaftsdienst, 99. Jahrgang, Heft 6.

⁵ Ein wesentlicher Kritikpunkt an der MMT ist zum Beispiel, dass Staaten bzw. Regierungen kaum Kenntnis darüber haben dürften, ab welchem Punkt gesamtwirtschaftliche Kapazitäten ausgelastet sind.

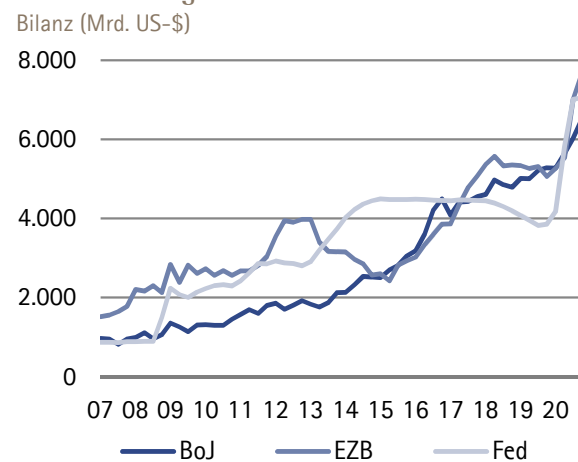
über kritischen Niveaus liegt. Notenbanken haben zudem massiv Staatsanleihen aufgekauft, wodurch sich beispielsweise die Bilanzsumme der US-Notenbank veracht-facht hat. Hinzu kommt, dass sich das allgemeine Zinsniveau in wichtigen Industrieländern in den 2010er-Jahren trotz des dortigen langen und mitunter kräftigen Konjunkturaufschwungs im Sinkflug befand und unter Notenbanken-Preisziele fiel. Bei den Verbraucherpreisen ist eine ausgeprägte Disinflationsphase entstanden, und erstklassige Staatsanleihen sind einem anhaltenden Null- bzw. Negativzinsflirt verfallen. Unsere eigenen Prognosen zeigen, dass sich dieses Umfeld weiter ausbreiten wird.⁶

Null-Leitzinsen sind modern, ...



Quelle: Refinitiv Datastream

... ebenso aufgeblähte Notenbankbilanzen



Quelle: Refinitiv Datastream

Geld drucken zur Zielerfüllung – für Politiker ist das ein Schlaraffenland

Politiker dürften MMT applaudieren

Angesichts dieser Beobachtungen scheinen MMT-Elemente von Politikern bereits aufgenommen zu sein. Die sich bietenden Verlockungen sind jedenfalls groß: Das Geld drucken-Lassen erleichtert es ihnen, Rezessionen zu mildern und der Bevölkerung Wohltaten zu versprechen, statt temporär mitunter harte Folgen ehrgeiziger Strukturreformen und Konsolidierungsmaßnahmen zu verteidigen.⁷ Dies erhöht die Chance ihrer Wiederwahl. Die gestiegene Popularität des MMT-Ansatzes resultiert somit wohl auch daraus, dass er Politikern genau das bereitstellt, was sich vergleichsweise einfach umsetzen lässt und für das eine wirtschaftspolitische Rechnung nicht sofort gestellt wird. Die wichtigste Handlungsbeschränkung, der sie unterliegen, ist, es mit dem Geld drucken-Lassen nicht zu übertreiben: So setzen sie sich wohl dem Bevölkerungszorn aus, wenn es zu Realeinkommensverlusten infolge hoher Inflationsraten käme. Hinsichtlich der Qualität des MMT-Ansatzes ist dieses Merkmal vielsagend: Bestehende Probleme bleiben ungelöst, allein das heutige „Überleben“ zählt.

Verdeckte monetäre Staatsfinanzierung gibt es schon

Auch wenn die MMT eher nicht als wirtschaftspolitische Handlungsempfehlung zu verstehen ist: Markante Elemente werden in der Realität aus unserer Sicht künftig

⁶ Vgl. unseren *PROGNOSE-CHECK* „Deutlich gestiegene Ereignisrisiken“ vom 19.10.2020.

⁷ Wir betonen schon länger, dass wir einen klassischen Entschuldungsprozess für die Nach-Corona-Zeit für wenig wahrscheinlich halten. Der Grund ist, dass (steuerliche) Belastungen für private Haushalte und Unternehmen ebenso Wachstumspunkte kosten wie Sparanstrengungen des Staates. Zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit wird ein auskömmliches BIP-Wachstum aber vielmehr in allen drei Sektoren dringend und dauerhaft benötigt. Bleibt ein allgemeiner Verschuldungsabbau aus, ist ein Zurückdrehen der extremen Form der ultra-expansiven Geldpolitik nicht möglich.

intensiver werden. Hierfür sprechen die enormen Anforderungen an Staatshaushalte und Sozial- bzw. Krankenversicherungssysteme, die nach der Finanzkrise im Jahr 2008 und durch die Corona-Pandemie entstanden sind. Formen verdeckter Staatsfinanzierung bestehen bereits: Sie zeigen sich im von Notenbanken in den 2010er-Jahren auch mit Wertpapierkäufen abwärts manipulierten allgemeinen Zinsniveau und in der beständigen Refinanzierung fälliger Wertpapiere. An einen schadenfreien Notenbankenzug, so konstatieren wir, ist hier kaum mehr zu denken.⁸ Immerhin ist ein Kreislauf in Gang gesetzt worden, in dem Probleme nur noch mit Liquidität beantwortet werden. Die Liquiditätsdroge wird daher wohl auch künftig im Perpetuum-mobile-Stil verabreicht. Ein offensichtlicher Konflikt mit der nach Artikel 123 AEUV verbotenen direkten monetären Staatsfinanzierung dürfte dabei eher nicht riskiert werden.

MMT steigert die Inflationsgefahr

Mit der Gewöhnung an MMT-Elemente sind große Gefahren verbunden. War das nach der 2008er-Finanzkrise gedruckte Geld nie so richtig nachfragewirksam in der Realwirtschaft angekommen, weshalb inflationäre Entwicklungen bei Gütern und Dienstleistungen ausgeblieben sind, zielt die MMT gerade auf diesen kapazitätsauslastenden Umstand ab. Höhere Inflationsraten bergen aber sozialen Sprengstoff: Sie fördern die Enteignung von Geldvermögensbesitzern, da eine zinsseitige Kompensation nicht besteht. Auch Gläubiger geraten unter Druck. Eine ungezügelter, nicht nachfragewirksam werdende Geldvermehrung ist hingegen einem Vermögenspreisanstieg zuträglich. Daher profitieren diejenigen, deren Vermögen breit und sachwertseitig aufgestellt ist.

Auf Dauer gefährden steigende Inflationsraten den gesellschaftlichen Zusammenhalt

Nur vermeintliche Systemsicherung durch MMT

Da niemand weiß, ob und wann die Inflationsgefahr schlagend wird, dürfte sie von Politikern ignoriert werden. Eventuell sogar ermutigt durch den japanischen Fall und unterstützt durch das in der MMT-Philosophie implizit enthaltene „Whatever it takes“ kann das gegenwärtige (Finanz-)System somit noch jahrelang bestehen. „Angst vor Entdeckung“ haben Staaten kaum zu fürchten, da die potenziell destabilisierende MMT-Wirkung einer breiten Öffentlichkeit verschlossen bleiben dürfte.⁹ Dazu gehört auch das durch die staatliche Auftragsvergabe höhere Risiko fehlallozierter Investitionen und die Überlebenssicherung für unrentable Unternehmen.

Ein Vertrauensverlust in das Geldsystem muss mit aller Macht vermieden werden

Politisch richtig ernst wird es erst, wenn abseits von Vermögenspreisen und Realeinkommensverlusten dauerhaft hohe oder steigende Inflationsraten einen Vertrauensverlust in das bestehende Geldsystem hervorriefen und Währungen ihre Funktion als Wertaufbewahrungsmittel verlor.¹⁰ Diese Gefahr scheint bei wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern bereits angekommen zu sein. Zumindest könnten ihre Bemühungen so zu interpretieren sein, die Macht über das Geldsystem mittels der Einführung von Digitalwährungen zu sichern. Dabei dürften auch Negativzinsen noch stärker in den Fokus geraten. All dies zeigt, dass die finale Verteidigungsschlacht um das Finanzsystem längst begonnen hat. Der wirtschaftspolitische Mainstream der Vor-Lehman-Zeit wird daher wohl vor allem eines weiter halten: den Dornröschenschlaf.

⁸ Die 2019 frühzeitig gescheiterte Bilanzverkürzung der US-Notenbank ist hier ein mahndes Beispiel.

⁹ Die öffentliche Aufmerksamkeit wäre groß, wenn Notenbanken begännen, erworbene Staatsanleihen in großem Stil aus ihrer Bilanz zu streichen, und ein negatives Eigenkapital hinnähmen. Neben der politischen Dimension dieser Maßnahme riskierten sie einen Vertrauensverlust in ihre Währung, da die von ihnen ausgegebenen Mittel nicht mehr durch entsprechende Werte gedeckt wären. Leiser durchführbar ist stattdessen, die Bedingungen aufgekaufter Staatstitel nachträglich zu „verbessern“ (Zinssatz runter, Laufzeit hoch) und diese bis zur Endfälligkeit in der Notenbankbilanz zu belassen.

¹⁰ An den internationalen Devisenmärkten zöge dies wohl auch eine Währungsabwertung nach sich.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union	Fed	Federal Reserve Bank (Zentralbank der USA)
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPN	Japan
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	r. Skala / r. S.	rechte Skala
EWU	Europäische Währungsunion	US-\$	US-Dollar
EZB	Europäische Zentralbank		

Begriff	Erklärung
Bank of Japan	Notenbank von Japan
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
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveauanstieg
Endogen	Hier im Zusammenhang mit der Geldmenge verwendet, die systembedingt aus sich selbst heraus entsteht
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
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
Keynesianismus	Theorie in den Wirtschaftswissenschaften
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Neoklassik	Theorie in den Wirtschaftswissenschaften
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
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Zentralbank	siehe Notenbank

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

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

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

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

LAMPE PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

HAMBURG

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

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 CAPITAL UK LIMITED

LONDON

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

www.bankhaus-lampe.de