



Alles hängt an den Notenbanken

9. April 2020

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Staatsschulden explodieren,
Schuldentragfähigkeit unter
Druck

Der Zinssatz ist zur Sicherung
der Schuldentragfähigkeit noch
wichtiger geworden

Infolge der Corona-Pandemie wird die Staatsverschuldung rund um den Globus deutlich steigen. Zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit dürften Notenbanken das allgemeine Zinsniveau daher noch lange nach unten manipulieren und Systemrisiken mit Liquidität begegnen. Damit festigt sich die zurückliegende Phase der künstlichen Normalität, sie wird wohl über die gesamte laufende Dekade bestehen bleiben. Dabei dürfte es zum guten Ton werden, dass Notenbanken höhere Inflationsraten tolerieren.

Im Zuge der weltweiten Corona-Pandemie haben Notenbanken und Staaten immense Finanzmittel bereitgestellt, um wirtschaftliche Verluste aufzufangen.¹ Zusätzlich sind von Regierungen auch Garantien vergeben worden, die volumenmäßig ein Vielfaches der Direkthilfen betragen. Inwieweit sie schuldenwirksam werden, ist noch nicht absehbar.² Unabhängig davon steht durch die Soforthilfen aber schon fest, dass sich der bei den Staatsschulden in den vergangenen Jahren rund um den Globus bestehende Aufwärtstrend kräftig beschleunigen wird.³ Zusammen mit dem 2020 vielerorts wohl schrumpfenden nominalen BIP wird dies in steigenden Schuldenrelationen münden, voraussichtlich um zweistellige Prozentpunkte. Da diese Quoten in wichtigen kapitalmarktrelevanten Ländern aber schon vor der Corona-Krise mitunter deutlich höher waren als das kritische Niveau, das nach herrschender Meinung bei 90 % des nominalen BIP liegt, stellen Investoren die Frage nach der künftigen Schuldentragfähigkeit aus unserer Sicht derzeit zu Recht.⁴

Bedarf an finanzieller Repression gestiegen

Auch wenn die Schuldenrelationen seitens der von uns für die Folgejahre erwarteten Erholung des nominalen BIP-Wachstums weniger unter Druck sein werden, so ist für uns auch klar, dass die in der jeweiligen Landeswährung gemessene Staatsverschuldung vom bald erreichten höheren Sockel aus kaum sinken wird. Diese Erwartung stützen wir nicht zuletzt auf die Erfahrung der vergangenen Jahre, in denen diese trotz des weltweit (äußerst) günstigen Konjunkturfelds und des durch Notenbanken massiven Zinsdopings⁵ zumeist gestiegen ist. Da Schuldenschnitte politisch vorerst weiter ein Tabuthema sein dürften, bedeutet dies unseres Erachtens, dass die zurückliegende Phase der finanziellen Repression hinsichtlich der Ziele Schulden-

¹ Aus unserer Sicht wird die Pandemie erst enden, wenn ein Impfstoff einsatzfähig oder eine Immunisierung von bis zu 70 % der Bevölkerung erreicht ist. Beides dürfte Zeit benötigen, weshalb die Pandemie wohl bis ins nächste Jahr andauern wird. Damit aber ist die Wahrscheinlichkeit unseres Erachtens hoch, dass weitere staatliche Finanzhilfen, auch Helikoptergeld, notwendig werden.

² Die implizite Staatsverschuldung erhöhen sie aber schon jetzt. Diese berücksichtigt die staatlichen Versprechen von in die Zukunft gerichteten Leistungen, beispielsweise auch von Pensionszahlungen.

³ Häufig wird kolportiert, Deutschland könne sich breite Hilfsmaßnahmen vor allem deshalb leisten, weil in den vergangenen Jahren gut gewirtschaftet wurde. Das sehen wir nicht so. Bei gestiegenen Staatsausgaben stand die schwarze Null aus unserer Sicht vor allem deshalb, weil das BIP-Wachstum (weltweit) kräftig und das allgemeine Zinsniveau massiv gefallen waren. Zudem hat die Bundesregierung manche ihrer Aufgaben (u. a. Bildung, Infrastrukturinvestitionen) stark vernachlässigt.

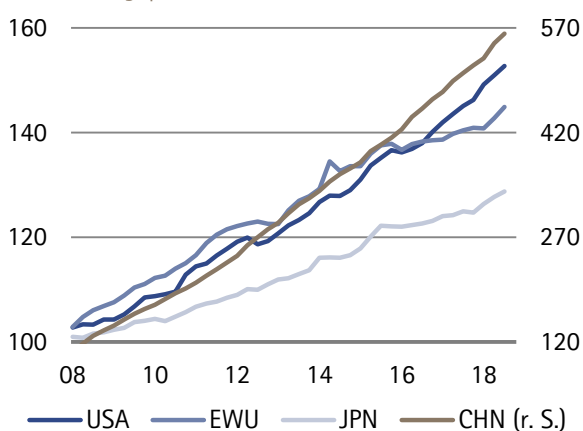
⁴ Die internationalen Ratingagenturen haben bereits Bonitätsabstufungen für manche Länder vorgenommen, beispielsweise für Großbritannien. Weitere werden unseres Erachtens folgen. Sollten daraus Kaufbeschränkungen für Notenbanken resultieren, dürften die Kaufkriterien gelockert werden.

⁵ Ohne das Zinsdoping der EZB wäre die nach der Staatsschuldenkrise 2010 in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien aufgelaufene Staatsschuld bis zuletzt kaum tragbar gewesen.

tragfähigkeit und Staatsentschuldung noch zu intensivieren ist. Davon profitierten dann auch private Haushalte und Unternehmen, deren nominale Verschuldung in den vergangenen Jahren ebenfalls gestiegen ist (vgl. Grafik unten links). Im Kern wird das allgemeine Zinsniveau von Notenbanken also auch künftig möglichst weit nach unten manipuliert werden, im Idealfall kräftig unter die Inflationsrate. Nominale Tiefst- bzw. Negativzinsen dürften somit auf neuen historischen Tiefs noch mehr zur Normalität gehören, im Hinwirken auf negative Realzinsen ist ihnen durch die Corona-Krise eine nochmals gesteigerte Bedeutung zuteil geworden. Diese dürfte in der laufenden Dekade bestehen bleiben.

Verschuldung treibt Tiefstzins – oder umgekehrt?

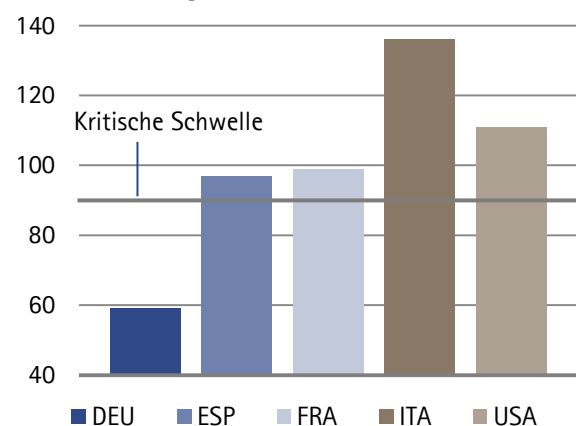
Verschuldung (private Haushalte, Unternehmen, Staat, 2008=100)



Quelle: Refinitiv Datastream, Bankhaus Lampe

Viele Staaten leben über ihren Verhältnissen

Staatsverschuldung (2019, % des nominalen BIP)



Quelle: Refinitiv Datastream, Bankhaus Lampe

Alternativmaßnahmen helfen schneller als finanzielle Repression

Was aber geschieht, wenn die Geduld mit der finanziellen Repression nicht ausreicht, weil etwa die Fortschritte bei der Schuldentragfähigkeit und der Staatsentschuldung politisch als zu langsam oder die schädlichen Nebenwirkungen der Tiefstzinspolitik⁶ als zu hoch bewertet werden? Nicht als Ersatz, sondern zur Unterstützung rückten dann zusätzliche Maßnahmen in den Blick. Neben kosmetischen Korrekturen staatlicher Ausgaben dürfte hier vor allem bei den Einnahmen angesetzt werden. Neue Belastungen für Steuerzahler halten wir dabei jedoch für wenig wahrscheinlich: Immerhin ist der Konsum ein derzeit schmerzlich vermisser Wachstumspeiler. Mit indirektem Wohlstandsverzicht durch ausgabenbeschränkte Regierungen und Tiefstzinsen für Sparer bestehen konsumtive Belastungen zudem bereits. Es werden daher voraussichtlich andere Maßnahmen erwogen werden, etwa die Einführung von Finanzmarkttransaktionssteuern und Vermögenssteuern/-abgaben. Zur Konjunkturstützung könnten zudem das Bargeld abgeschafft und Schuldenschnitte vielleicht doch forciert werden. Als letztes Mittel verbliebe wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern die monetäre Staatsfinanzierung, die allerdings sofort eine schwere Währungskrise auslösen dürfte und für uns daher Theorie statt Praxis ist.⁷

⁶ Wir denken hier vor allem an ausbleibende Marktberichtigungen im Unternehmenssektor, fehlallokierte Kredite und mangelnden Reformwillen von Regierungen.

⁷ Dies wäre auch der Fall, wenn Notenbanken begännen, erworbene Staatsanleihen in großem Stil aus ihrer Bilanz zu streichen. Dies würde das Eigenkapital kräftig in den negativen Bereich drücken und jedermann zeigen, dass die ausgegebenen Mittel nicht durch entsprechende Werte hinterlegt sind. Leiser durchführbar ist stattdessen, die Bedingungen (Laufzeit, Zinssatz) der aufgekauften Staatstitel nachträglich zu verbessern und diese dann bis zur Endfälligkeit in der Notenbankbilanz zu belassen.

Der Globalisierungsgrad dürfte in den nächsten Jahren abnehmen, ...

Höhere Inflationsraten ja, echtes Inflationsumfeld nein

Eine von der zurzeit rapide steigenden Staatsverschuldung ausgelöste stark inflationäre Entwicklung über mehrere Jahre halten wir derzeit für wenig wahrscheinlich. Durch die Corona-Krise haben Nahrungsmittelpreise jüngst zwar angezogen. Auch dürften andere Preise demnächst noch steigen, etwa, weil Produktionsengpässe nach dem Wiederanfahren der Produktion bestehen bleiben und/oder die Nachfrage nach Dienstleistungen die Kapazitäten im Anschluss an die Ausgangssperren und Kontaktverbote übertrifft. Ein Konjunkturpaket, das eventuell auch aufgrund einer steigenden Arbeitslosigkeit begeben wird, heizte den Preisanstieg wohl zusätzlich an. All diese Effekte werden im Zeitverlauf aber voraussichtlich an Intensität verlieren.

... und mit ihm bisherige Kostenvorteile schwinden

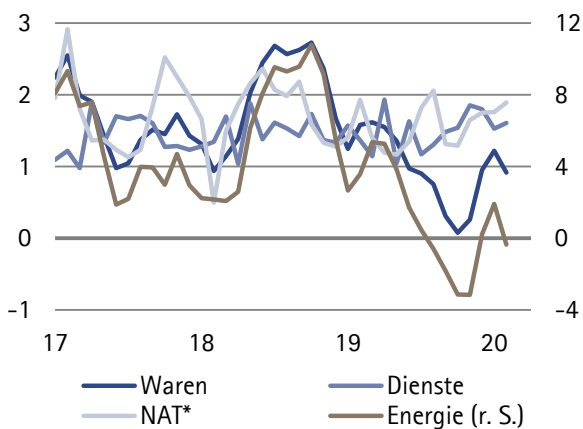
Auch wegen der Aussicht auf wieder höhere Rohölpreise behalten wir über den Preiszielen der Notenbanken liegende Inflationsraten auf längere Sicht aber dennoch im Blick: Immerhin sind die von den Regierungen beschlossenen Hilfsmaßnahmen so ausgerichtet, dass sie über eine steigende Kreditvergabe nachfragewirksam in der Realwirtschaft ankommen. Damit unterscheidet sich die Situation zu derjenigen nach der Finanzmarktkrise 2008, als die verabreichte Liquidität überwiegend im Finanzsystem verblieb und einen Anstieg der Vermögenspreise bewirkte. Überdies dürften Unternehmen ihre Lieferketten unter Hinnahme höherer Produktionskosten hinterfragen mit dem Ziel, ihre Abhängigkeit vom Ausland zu verringern. Auch wird der Staat künftig wohl stärker darauf achten, wichtige Produkte zur Versorgung der Bevölkerung nicht mehr weit außerhalb des eigenen Staatsgebiets herstellen zu lassen. Mit diesem teilweisen Zurückdrehen der Globalisierung gehen dann aber Kostenvorteile verloren, die inflationssteigernd wirken. Für den Erhalt der preislichen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes dürfte Lohnzurückhaltung daher noch wichtiger werden. Zusammen mit dem wohl niedrig bleibenden Produktivitätswachstum wird der Aufwärtstrend der Inflationsraten damit voraussichtlich abgebremst werden.

Über den Preiszielen liegende Inflationsraten werden einer ultra-expansiv bleibenden Geldpolitik nicht im Weg stehen

Wir sind davon überzeugt, dass steigende Inflationsraten von Notenbanken selbst dann nicht bekämpft werden, wenn sie bestehende Preisziele spürbar übertreffen. Immerhin helfen höhere Inflationsraten dabei, den finanziellen Repressionsgrad zu steigern, damit die Tragfähigkeit von Staatsschulden zu sichern und die Entschuldung voranzutreiben. Es kommt daher beispielsweise nicht von ungefähr, dass die EZB schon vor der Corona-Krise signalisiert hat, eine über ihrem Preisziel von knapp unter 2,0 % liegende Inflationsraten zu tolerieren, wenn diese zuvor deutlich darunter gelegen hat. Dabei hatte die Notenbank sicherlich die Inflationsentwicklung der vergangenen Jahre im Blick, als die Teuerungsrate beständig und mitunter deutlich unter dem Preisziel lag. Vor diesem Hintergrund stellt die dadurch seit dem Jahr 2014 eingefahrene „Rente“ einen Inflationspuffer dar. Unsere Beispielrechnung zeigt (vgl. Grafik unten rechts), dass dieser durchaus nennenswert ist: Läge die Inflationsrate bereits ab dem 1. April 2020 im Jahresdurchschnitt kontinuierlich bei 4,0 %, also einem Wert, der von der Bevölkerung als hoch empfunden werden dürfte, so wäre der Inflationspuffer erst Ende 2023 verbraucht. Oder anders formuliert: Ende 2023 nähme der HVPI ein Niveau an, das sich auch dann eingestellt hätte, wenn der Anstieg der Inflationsrate seit dem Jahr 2014 dem Preisziel entsprochen hätte. Im Falle höherer Inflationsraten werden Notenbanken aus unserer Sicht daher künftig schon frühzeitig darauf verweisen, dass durch eine deutlich über dem Preisziel liegende Inflationsrate kein Übergang in ein inflationäres Umfeld besteht.

Energie vorerst wichtiger als Corona

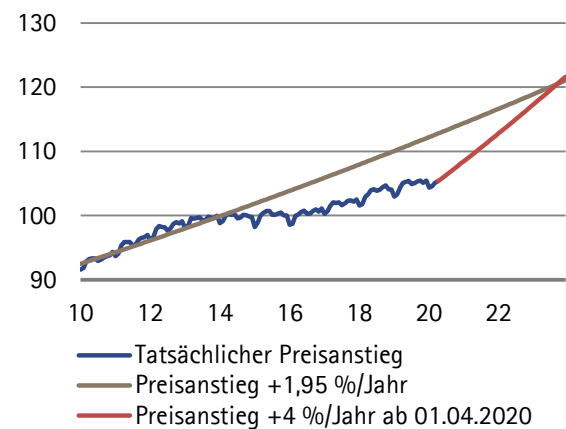
Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream * NAT: Nahrungsmittel, Alkohol, Tabak

Inflationspuffer ist derzeit hoch

Verbraucherpreise (HVPI)



Quelle: Refinitiv Datastream, Bankhaus Lampe

Vor der Corona-Krise war die neue Normalität künstlich – jetzt ist sie endgültig zementiert

Liquidität für den Systemerhalt

Unsere Überlegungen zeigen, dass Tiefstzinsen und noch stärker aufgeblähte Notenbankbilanzen durch die Corona-Krise künftig noch mehr zur künstlichen Normalität werden dürften, als dies vor Krisenausbruch bereits der Fall war. Steigende Inflationsraten werden dem wohl nicht im Weg stehen. In Zeiten des Krisenmanagements werden Notenbanken ihre überragende systemerhaltende Funktion somit uneingeschränkt ausüben: Nur sie sind in der Lage, Staatsschulden tragfähig und systemische Verwerfungen unter der Decke zu halten. Dass es dazu massiv geöffneter Liquiditätsschleusen bedarf, ist eine der Lehren aus der Finanzmarktkrise 2008/09.

Die EZB wird die Währungsunion zusammenhalten

Im Euroraum hilft dies der EZB entscheidend dabei, den Fortbestand der Währungsunion zu sichern. Befürchtungen, die Corona-Krise würde hier einen Bruch befördern, teilen wir daher nicht. Richtig ist zwar, dass seit der Euro-Einführung nur ein suboptimaler Währungsraum besteht. Damit lag aber auch ohne die Corona-Krise stets ein höheres Auflösungsrisiko vor. Dass es die Mitgliedstaaten aber gerade in einer extremen Krisensituation billigen könnten, sich mit der Rückkehr zu nationalen Währungen systemischen Verwerfungen und hohen Inflationsrisiken auszusetzen, ist wenig wahrscheinlich. Folgerichtig zeigt ihr Handeln, dass sie anderes bezwecken.

Das Blatt hat sich nicht gegen den Euro gewendet

Daran dürfte sich auch nichts ändern, wenn Corona-Bonds nicht „fliegen“. Der Widerstand bonitätsstarker Länder gibt hier ohnehin Rätsel auf. Anders als Euro-Bonds zielen Corona-Bonds nämlich auf die unmittelbare Krisenbewältigung ab, von der alle Mitgliedstaaten direkt und indirekt profitieren. Den Auftakt zu einer Vergemeinschaftungswelle dürfen sie allerdings nicht bilden. Ohnehin werden finanzielle Mittel anderswo herkommen müssen, wenn Corona-Bonds nicht salonfähig sind. Damit verpassten es die Länder aber gerade jetzt, Handlungsstärke und Solidarität zu zeigen. Bestehende Risse in der EWU zementierte dies, und das Risiko nähme zu, dass der größten Gefahr für die Währungsunion, dem Populismus, weiterer Boden bereitet wird. Da diese Strömung auch außerhalb der EWU besteht, sehen wir den Euro durch die Corona-Krise nicht in einer zu anderen Währungen geschwächten Position. Zudem steigen Staatsschulden und laufen Notenpressen auch anderswo.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	EWU	Europäische Währungsunion
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EZB	Europäische Zentralbank	r. Skala / r. S.	rechte Skala

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
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Helikoptergeld	Geldpolitische Strategie, bei der die Notenbanken Geld direkt in die Wirtschaft leiten
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
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	Als Synonym verwendeter Begriff für "Zentralbank"
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Zentralbank (auch: Notenbank)	Eine Zentralbank 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

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

LAMPE CAPITAL UK LIMITED

LONDON

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

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 Capital North America LLC

NEW YORK

712 Fifth Avenue, 28th floor
New York, NY 10019
USA
Telefon +1 212 218-7410

LAMPE CREDIT ADVISORS GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-390
Telefax +49 211 4952-849

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 PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

HAMBURG

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

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

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