

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Marktbericht

3. Quartal 2018



Bei diesen Informationen
handelt es sich um Werbung

Marktbericht 3. Quartal 2018

Stand 30.06.2018

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	04
Unsere aktuelle Risikolandkarte	07
Verschuldung in der Welt	07
Unternehmensverschuldung	09
Inflationsbeschleunigung und Zinsanstieg	12
Vertrauensverlust in die Notenbankpolitik	14
Strafzölle – „großartige Neuigkeiten“ (Tweet von D. Trump)	15
Geopolitik – Was die Kapitalmärkte derzeit (noch) nicht einpreisen	20
Einzelhandelsimmobilien	23
Alternative Investments: „RAIF“ für neue Wege?	27
Glossar	30
Rechtliche Hinweise	31

Es droht ungemütlicher zu werden

Es scheint zunächst, als ginge es uns so gut wie noch nie. Wir genießen den höchsten Lebensstandard in der Geschichte der Menschheit. Wirtschaftlich sieht zunächst alles besser aus als in den letzten Jahren. Wir scheinen uns von der globalen Finanzkrise vor zehn Jahren erholt zu haben. Doch aufgrund der rapiden Beschleunigung und Vernetzung stößt die Weltgemeinschaft auf vielen Gebieten an ihre Grenzen. Zu diesem Schluss kommt der Global Risks Report des Weltwirtschaftsforums, der Anfang des Jahres veröffentlicht wurde.

Schon zum 13. Mal hat das Weltwirtschaftsforum 1.000 Teilnehmer aus Politik und Wirtschaft, Nichtregierungsorganisationen (NGOs) und staatlichen Organisationen zu möglichen Risiken befragt. 59% glaubten, dass sich Risiken erhöhen werden, wohingegen nur 7% vom Gegenteil ausgingen.

Globale Risikolandkarte 2008 – 2018

Die Top 5 Risikokategorien nach Eintrittswahrscheinlichkeit
(1 = höchste, 5 = niedrigste)

	1	2	3	4	5
2008	Asset price collapse	Middle East instability	Failed and failing states	Oil and gas price spike	Chronic disease, developed world
2009	Asset price collapse	Slowing Chinese economy (<6%)	Chronic disease	Global governance gaps	Retrenchment from globalization (emerging)
2010	Asset price collapse	Slowing Chinese economy (<6%)	Chronic disease	Fiscal crisis	Global governance gaps
2011	Storms and cyclones	Flooding	Corruption	Biodiversity lose	Climate change
2012	Severe income disparity	Chronic fiscal imbalances	Rising greenhouse gas emissions	Cyber attacks	Water supply crisis
2013	Severe income disparity	Chronic fiscal imbalances	Rising greenhouse gas emissions	Water supply crisis	Management of population aging
2014	Income disparity	Extreme weather events	Unemployment and underemployment	Climate change	Cyber attacks
2015	Interstate conflict with regional consequences	Extreme weather events	Failure of national governance	State collapse or crisis	High structural unemployment or underemployment
2016	Large-scale involuntary migration	Extreme weather events	Failure of climate-change mitigation and adaptation	Interstate conflict with regional consequences	Major natural catastrophes
2017	Extreme weather events	Large-scale involuntary migration	Major natural disasters	Large-scale terrorist attacks	Massive incident of data fraud/theft
2018	Extreme weather events	Natural disasters	Cyber attacks	Data fraud or theft	Failure of climate-change mitigation and adaptation

■ Wirtschaftlich
 ■ Umweltpolitisch
 ■ Geopolitisch
 ■ Gesellschaftlich
 ■ Technologisch

Quelle: Global Risks Report 2018, World Economic Forum, Stand: Januar 2018

Die Top 5 Risikokategorien mit den größten Auswirkungen
(1 = höchste, 5 = niedrigste)

	1	2	3	4	5
2008	Asset price collapse	Retrenchment from globalization (developed)	Slowing Chinese economy (< 6%)	Oil and gas price spike	Pandemics
2009	Asset price collapse	Retrenchment from globalization (developed)	Oil and gas price spike	Chronic disease	Fiscal crisis
2010	Asset price collapse	Retrenchment from globalization (developed)	Oil price spikes	Chronic disease	Fiscal crisis
2011	Fiscal crisis	Climate change	Geopolitical conflict	Asset price collapse	Extreme energy price volatility
2012	Major systemic financial failure	Water supply crisis	Food shortage crisis	Chronic fiscal imbalances	Extreme volatility in energy and agriculture prices
2013	Major systemic financial failure	Water supply crisis	Chronic fiscal imbalances	Diffusion of weapons of mass destruction	Failure of climate-change mitigation and adaptation
2014	Fiscal crisis	Climate change	Water crisis	Unemployment and underemployment	Critical information infrastructure breakdown
2015	Water crisis	Rapid and massive spread of infectious diseases	Weapons of mass destruction	Interstate conflict with regional consequences	Failure of climate-change mitigation and adaptation
2016	Failure of climate-change mitigation and adaptation	Weapons of mass destruction	Water crisis	Large-scale involuntary migration	Severe energy price shock
2017	Weapons of mass destruction	Extreme weather events	Water crisis	Major natural disasters	Failure of climate-change mitigation and adaptation
2018	Weapons of mass destruction	Extreme weather events	Natural disasters	Failure of climate-change mitigation and adaptation	Water crisis

■ Wirtschaftlich
 ■ Umweltpolitisch
 ■ Geopolitisch
 ■ Gesellschaftlich
 ■ Technologisch

Quelle: Global Risks Report 2018, World Economic Forum, Stand: Januar 2018

Von 30 globalen Risiken machen Umweltgefahren den Experten die größten Sorgen. In den vergangenen zehn Jahren sind Bedrohungen der Natur wie extreme Wetterereignisse, Verlust der biologischen Vielfalt und Zusammenbruch des Ökosystems, große Naturkatastrophen und vom Menschen verursachte Umweltkatastrophen stetig angewachsen. Naturkatastrophen wie Dürren, Hochwasser oder Stürme werden wahrscheinlich zunehmen, wenn sich die Erde erwärmt und Wetterlagen durch den Klimawandel wechselhafter werden. Der Artenreichtum geht verloren, Luft- und Wasserverschmutzung gefährden die menschliche Gesundheit und der immer stärker werdende Unilateralismus macht es schwierig, die globale Erwärmung gemeinschaftlich anzugehen. Deshalb beginnen die Kreditmärkte, den Klimawandel ernster zu nehmen. Umwelt- und Klimarisiken können in vielerlei Hinsicht darüber entscheiden, ob jemand seine finanziellen Verpflichtungen erfüllen kann und will. Sie gelten auch als eine der wichtigsten Ursachen für Betriebsunterbrechungen, deren Gefahr von deutschen Unternehmen als das Top-Risiko gesehen wird.

Da die Zahl der internetfähigen Geräte in der Welt rasant wächst (geschätzt auf 20 Milliarden bis 2020), wird die Angriffsfläche immer größer. Cyberrisiken richteten genauso viel oder mehr wirtschaftlichen Schaden an als Naturkatastrophen. So ist es nur logisch, dass Cyberkriminalität ebenfalls als wachsendes Risiko gesehen wird. In den letzten fünf Jahren haben sich Cyberattacken gegen Firmen fast verdoppelt. Vorfälle, die sonst als außergewöhnlich galten, scheinen an Regelmäßigkeit zu gewinnen.

Besonders beliebt unter Hackern ist es inzwischen, kritische Infrastrukturen und industrielle Sektoren zu attackieren. Im schlimmsten Fall könnte das einen Zusammenbruch der Systeme bedeuten, die unsere Gesellschaft funktionieren lassen. Jüngste Ereignisse wie das Mirai-Botnet, die WannaCry- und Petya-Angriffe führten 2017 zu erheblichen finanziellen Verlusten für eine große Anzahl von Unternehmen. Auch die kürzlich identifizierten Sicherheitslücken in Computerchips in nahezu jedem modernen Kommunikationsgerät zeigen die digitalen Schwachstellen moderner Gesellschaften auf. Wenn jemand einen Cloud-Anbieter außer Gefecht setzt, kann der Schaden 50 bis 120 Milliarden Dollar betragen. Das entspricht einem Hurrikan Sandy oder Katrina.

Die „America First“-Politik von US-Präsident Donald Trump hat die von den USA lange Zeit garantierte Weltordnung ins Wanken gebracht. Die globalen Risiken sind dadurch deutlich gestiegen, und es ist klar erkennbar, dass die Welt zunehmend führungslos ist. Anstelle von Zusammenarbeit geht der Trend dahin, sein eigenes Land als Machtzentrum zu sehen und eigene Interessen zu vertreten. Das sorgt für neue Risiken und Unsicherheit, militärische Spannungen und die Schwierigkeit, globale Zustände zu verbessern, während eigene politische Vorhaben im Vordergrund stehen. Internationale Beziehungen und Reaktionen sind kaum noch vorhersehbar. Die globale Zusammenarbeit, sowohl wirtschaftlich als auch demokratisch, gerät in Gefahr.

Angesichts der langen Liste des Schreckens müssen die Sinne für Risiken stets geschärft sein. Deswegen widmen wir in diesem Marktbericht unsere Aufmerksamkeit möglichen Risiken, die die Kapitalmärkte kurz- oder auch langfristig stören können.

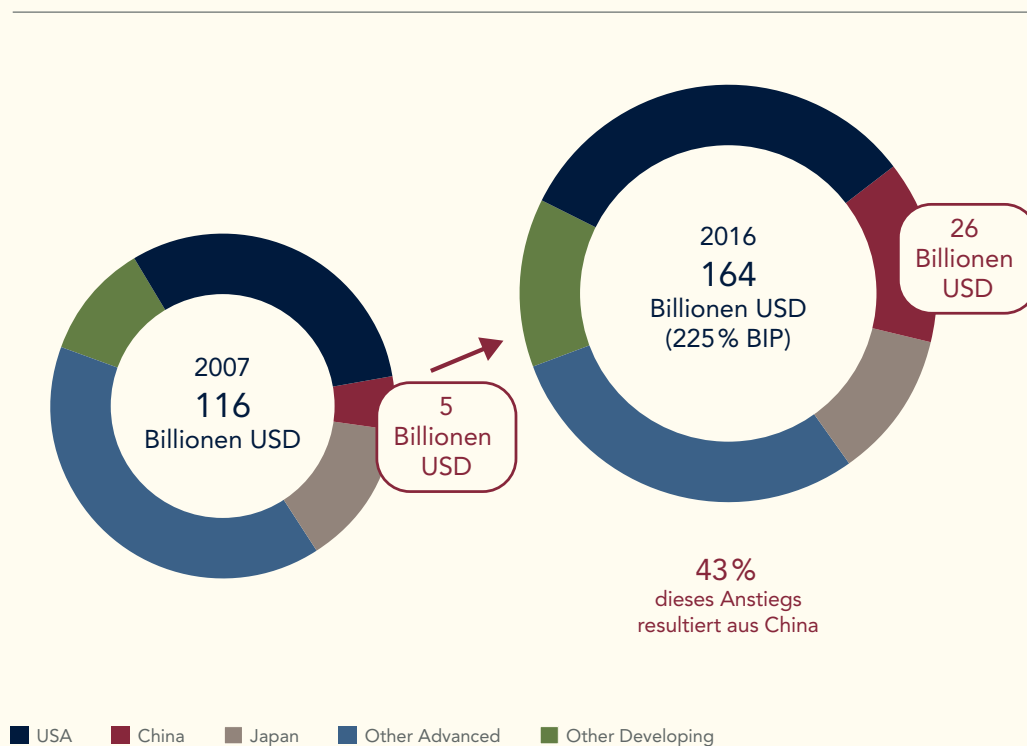
Risiken bieten auch stets die Möglichkeit, mit guten Methoden, neuen Produkten bzw. Schutzmechanismen Geschäftserfolge zu erzielen. Die Unternehmenslandschaft steckt mitten in einem Disruptionsprozess, der viele neue Gewinner und auch Verlierer erzeugen wird. Investitionen in Umweltschutz und Datensicherheit sind da nur der offenkundige Aspekt.

Verschuldung in der Welt

Ein fundamentales Risiko ist die weiter steigende globale Verschuldung. Im April hat der Internationale Währungsfonds (IWF) auf seiner Frühjahrstagung eindrücklich vor diesem Problem gewarnt.

Tatsächlich ist die Verschuldung inzwischen extrem hoch. Sie ist in der Welt mehr als doppelt so groß wie die gesamte Wirtschaftsleistung. Seit der großen Finanzkrise ist sie nicht zurückgegangen, wie alle das versprochen und prognostiziert hatten. Sie ist im Gegenteil um über 10% gewachsen. Etwas mehr als ein Viertel entfallen auf die privaten Haushalte, 30% auf die Unternehmen. Der Löwenanteil von 42% betrifft den Staat.

Anstieg der globalen Verschuldung



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), Stand: April 2018

Nun soll man die Verschuldung nicht generell verteufeln. Nicht jeder Kredit ist schlecht. Ohne Kredite wären Wirtschaft und Gesellschaft nicht denkbar. Viele Familien mit Kindern könnten sich ein Haus oder ein Auto erst leisten, wenn die Kinder bereits erwachsen sind. Unternehmen könnten nur im Ausmaß der erwirtschafteten Gewinne wachsen, investieren und Arbeitsplätze schaffen. Wachstum und Wohlstand wären geringer. Staaten ohne Verschuldung sind häufig solche, die zu wenig in die Zukunft investieren.

Jetzt haben wir aber des Guten zu viel. Das ist ein Zeichen, dass in der Gesellschaft nicht ordentlich gewirtschaftet wird. Die Ausgaben sind größer als die Einnahmen. Das macht Angst. Bei Privaten besteht die Gefahr von Pleiten. Beim Staat trauen die Menschen der Regierung nicht mehr – mit entsprechenden Folgen für Populismus und Staatsverdrossenheit.

Somit stellt sich die Frage, ob wir wieder vor einem berüchtigten Minsky Moment stehen. Der verstorbene amerikanische Wissenschaftler (1919 bis 1996) hatte schon vor Jahrzehnten eine Theorie der Finanzmärkte vorgelegt, die in der Lage scheint, ziemlich gut zu erklären, was sich z. B. in der Finanzkrise 2008/2009 abspielte.

Minskys Krisentheorie sieht so aus: In langen Zeiten wirtschaftlichen Wachstums verlieren Banken, Unternehmen und Konsumenten das Gefühl für Risiko und beginnen, von der Gier nach immer höheren Gewinnen getrieben, sich immer mehr in gewagte Finanzierungen zu stürzen. Unterstützt wird diese Neigung nicht nur durch einen Herdentrieb, sondern auch durch den unerbittlichen Wettbewerb zwischen den Banken, der zur Erfindung neuer Finanzprodukte beiträgt und zu Versuchen der Banken, herrschende Regulierungen zu umgehen.

Die Finanzmärkte beginnen in dieser Phase, heiß zu laufen, ohne dass die Brisanz der Lage deutlich wird. Daueroptimisten melden sich zu Wort, typischerweise mit Äußerungen wie: „Es gibt keinen Konjunkturzyklus mehr. Von jetzt an wird die Wirtschaft ohne Pause wachsen.“

Minsky unterschied zwischen drei Arten von Kreditnehmern. Neben Schuldnern, die – auch in schwierigen Zeiten – in der Lage sind, ihre Kredite zu bedienen und zurückzuzahlen, gibt es eine wachsende Zahl Schuldner, die zwar Zinsen zahlen, aber ihre Kredite nicht tilgen können und damit auf eine stete Verlängerung ihrer Darlehen angewiesen sind. Hier könnte man auch von „Zombie“-Unternehmen sprechen. Schließlich taucht im Konjunkturboom eine dritte Art von Kreditnehmern auf, die Minsky nach einem berühmten amerikanischen Schwindler „Ponzi-Schuldner“ nannte: Das sind Unternehmen oder Privatpersonen, die zu arm sind, um auf ihre Kredite auch nur Zinsen zu zahlen. Sie bauen alleine auf erwartete Preissteigerungen der Vermögensgüter, die sie auf Kredit gekauft haben. Im Vorfeld der großen Finanzkrise 2008/2009 waren das einkommensschwache Besitzer von Häusern in Amerika, deren Hoffnung auf steigende Häuserpreise sich nicht erfüllt haben und die nun nicht über die Mittel verfügen, um ihre Kredite zu bezahlen.

Das Ende der Party kann dann ein eigentlich nebensächliches Ereignis auslösen, das die gesamte Finanzbranche in eine Krise stürzt. Als „Minsky-Moment“ bezeichnet man eine Phase, in der Kreditgeber äußerst vorsichtig mit neuen Ausleihungen werden und in der Folge beginnen nicht nur wirtschaftlich schwache, sondern auch eigentlich solide Finanzhäuser in Schwierigkeiten zu geraten. Finanzhäuser, die keine Kredite mehr erhalten, sind gezwungen, sich von rentablen Anlagen zu trennen, deren Kurse dadurch unter Druck geraten. Es drohen Zusammenbrüche von Banken.

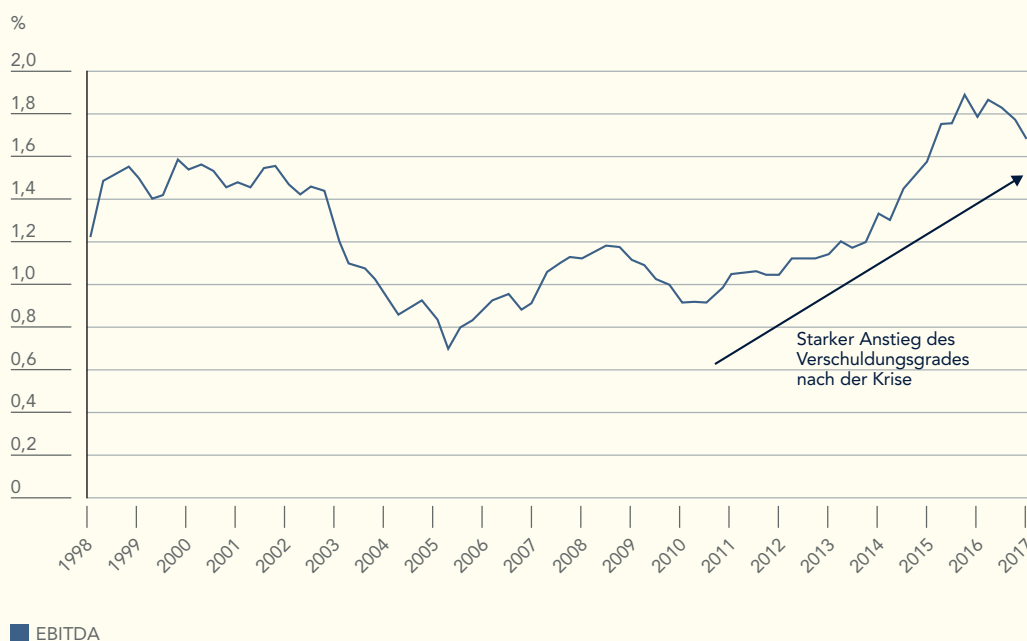
Minsky war der Auffassung, dass schwere Finanzkrisen das Eingreifen des Staates, sei es in Gestalt der Notenbank, der Aufsichtsbehörden oder des Finanzministeriums, erfordert. Alleine würden sich die Banken nicht helfen können, postulierte er. Schaut man sich alleine die Eingriffe der Notenbanken an, trifft Minskys Analyse auch auf die gegenwärtige Situation zu.

Unternehmensverschuldung in USA

Unternehmen mit einer hohen Verschuldung sehen sich bei steigenden Zinsen für variabel verzinsten Darlehen bzw. bei Anschlussfinanzierungen mit einer höheren Schuldenlast konfrontiert. Vor diesem Hintergrund erscheint die Entwicklung der Verschuldung der US-Unternehmen bedenklich (vgl. nachfolgende Abbildung). Die Grafik beschreibt eine beinahe Verdoppelung der Nettoverschuldung im Vergleich zum EBITDA seit der Finanzkrise. Die europäischen Unternehmen waren hier deutlich zurückhaltender – im Verhältnis zum EBITDA hat sich die Nettoverschuldung seit der Finanzkrise nur leicht erhöht. Dies liegt zum einen sicherlich an den im Rahmen der Finanzkrise hierzulande im Vergleich zu den USA länger anhaltenden Nachwehen. Zum anderen ist die Kreditaufnahme bei Banken im Vergleich zur Begebung von Unternehmensanleihen diesseits des Atlantiks immer noch die bevorzugte Fremdfinanzierungsquelle. Die Banken übten sich jedoch hinsichtlich der Kreditvergabe in Zurückhaltung, was das Fremdfinanzierungspotential der Unternehmen wiederum einschränkte.

Gemäß einer Ende letzten Jahres veröffentlichten US-Notenbank (FED)-Studie würde die von der FED geplante schrittweise Erhöhung der FED Funds-Rate von 1,25% auf 3% bis 2019 zusätzliche Zinszahlungen für 2018 in Höhe von 15 Milliarden USD, in 2019 in Höhe von 37 Milliarden Dollar nach sich ziehen (im Vergleich zu einer bei 1,25% verharrenden FED Funds-Rate). Dies hätte eine Verschlechterung des Zinsdeckungsgrades (Verhältnis EBIT zu Zinsaufwand) von 4,6 auf 4,1 zur Folge.

S&P 500 Median: Nettoverschuldung als Anteil vom EBITDA



Quelle: Deutsche Bank AG, Stand: Februar 2018

Die US-Unternehmen haben im Median ihre Verschuldung im Vergleich zum EBITDA seit der Finanzkrise verdoppelt. Laut einer McKinsey-Studie belaufen sich in den USA die Schulden der Unternehmen inzwischen auf 73% des Bruttoinlandsprodukts. Das extrem tiefe Zinsniveau in Zeiten nach der Finanzkrise haben viele Unternehmen genutzt, um sich günstig fremd zu finanzieren und mit den Mitteln eigene Aktien zurückzukaufen sowie Dividenden zu erhöhen. Dieses auch als „financial engineering“ bekannte Vorgehen hatte neben einer Shareholder-freundlichen Erhöhung der Ausschüttung den Effekt, dass sich die Anzahl der Aktien reduzierte und somit die Gewinne pro Aktie „künstlich“ in die Höhe getrieben wurden. Wenn die Schulden der Unternehmen in einem gestiegenen Zinsumfeld künftig teurer refinanziert werden müssen, wird es den Firmen schwerer fallen, eine solch großzügige Kapital-Ausschüttungspolitik beizubehalten. Wenn die Investoren dann die Anlage in wieder mehr Zins bringenden Bonds als Alternative entdecken, könnten die Aktien der oben beschriebenen Unternehmen doppelt leiden.

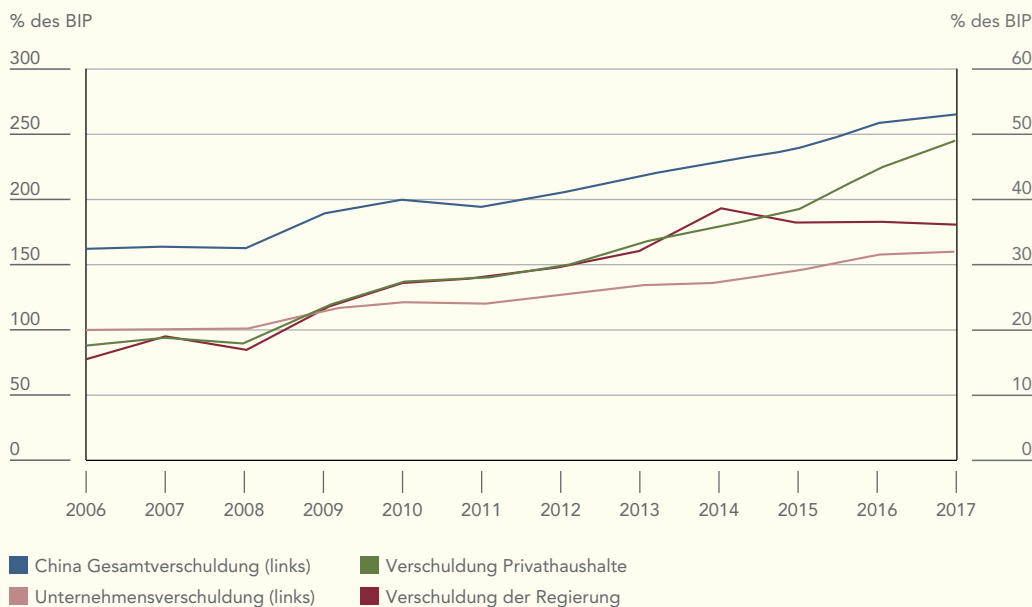
McKinsey rechnet vor, dass zwischen 2018 und 2022 jährlich zwischen 1,6 und 2,1 Billionen USD an Unternehmensanleihen fällig werden. In den USA und Europa sollten die meisten Unternehmen solide genug aufgestellt sein, um einen Zinsanstieg verkraften zu können. In Ländern wie China, Brasilien und Indien könnte der Anteil ausfallgefährdeter Anleihen jedoch deutlich ansteigen. Bei einem in einer Simulation zugrunde gelegten Zinsanstieg von 2% würde z. B. in China gemäß der zitierten Studie der Anteil ausfallgefährdeter Unternehmensanleihen auf 43% steigen, ein im Vergleich zu Deutschland (7%) recht hoher Wert. Chinesische Industrie-, Bau- und Immobilienunternehmen könnte der Zinsanstieg besonders hart treffen.

China

Der Anstieg der Verschuldung Chinas gibt weiterhin Anlass zur Sorge. Die Verschuldung des Unternehmenssektors liegt aktuell bei 165% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Die sehr hohe Verschuldung engt den Handlungsspielraum der chinesischen Unternehmen in einer Krise ein. Schon eine moderate Konjunkturabkühlung dürfte sie unter Druck bringen. Doch nicht nur die gestiegenen Unternehmensschulden verschärfen das Verschuldungsproblem Chinas. Die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte sind mit 48% der Wirtschaftsleistung zwar noch moderat, stiegen zuletzt aber um 15 Prozentpunkte.

Daher hat der IWF wiederholt vor der Schuldenproblematik in China gewarnt, nicht nur bei den Unternehmen. Laut den Berechnungen der Experten sind die Verbindlichkeiten von Staat, privaten Haushalten und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors Ende 2017 auf den Rekord von 282% der Wirtschaftsleistung gestiegen – Ende 2008 lag die Quote noch bei 158%. Allein in den vergangenen fünf Jahren ist das Niveau um 54 Prozentpunkte geklettert. Der IWF hat in einer Studie 43 schuldengetriebene Boomzyklen untersucht, bei denen dieser Wert im gleichen Zeitraum um mehr als 30 Prozentpunkte zugelegt hatte. Das Ergebnis: Bis auf fünf Fälle endeten alle mit einer erheblichen Abschwächung des Wachstums oder gar einer Finanzkrise.

Chinas Schulden (in % des BIP)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Stand: Juni 2018

„Das Schuldenwachstum Chinas war stärker als das Wirtschaftswachstum. Die Schuldenquote liegt um 25 Prozentpunkte über dem langfristigen Trend. Das ist nach internationalen Standards sehr hoch und deutet damit auf eine hohe Wahrscheinlichkeit für (bevorstehenden) Stress im Finanzsystem hin“, schreiben die Analysten des IWF. „Die länderübergreifende Erfahrung deutet daraufhin, dass das Schuldenwachstum Chinas auf einem gefährlichen Weg ist, mit zunehmenden Risiken für eine merkliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums“, warnt der IWF. Finanzielle Verwerfungen in China könnten enorme Marktturbulenzen verursachen, zumal auch das rapide Wachstum des kaum regulierten und undurchsichtigen Schattenbankensektors bedenklich erscheint.

Woher stammen die Schulden in China? Größtenteils handelt es sich um inländische Schulden. Der Anteil der Auslandsschulden an der Gesamtverschuldung lag per Ende 2016 unter 5% – so niedrig wie in keiner anderen großen Volkswirtschaft! Zudem repräsentieren rund 2/3 der Schulden von Nicht-Finanzunternehmen staatliche Unternehmen, deren Hauptgläubiger ebenfalls staatliche Banken sind. Da die Regierung hierüber die Kontrolle hat und stabilisierend eingreifen kann, sind Zahlungsausfälle eher die Ausnahme.

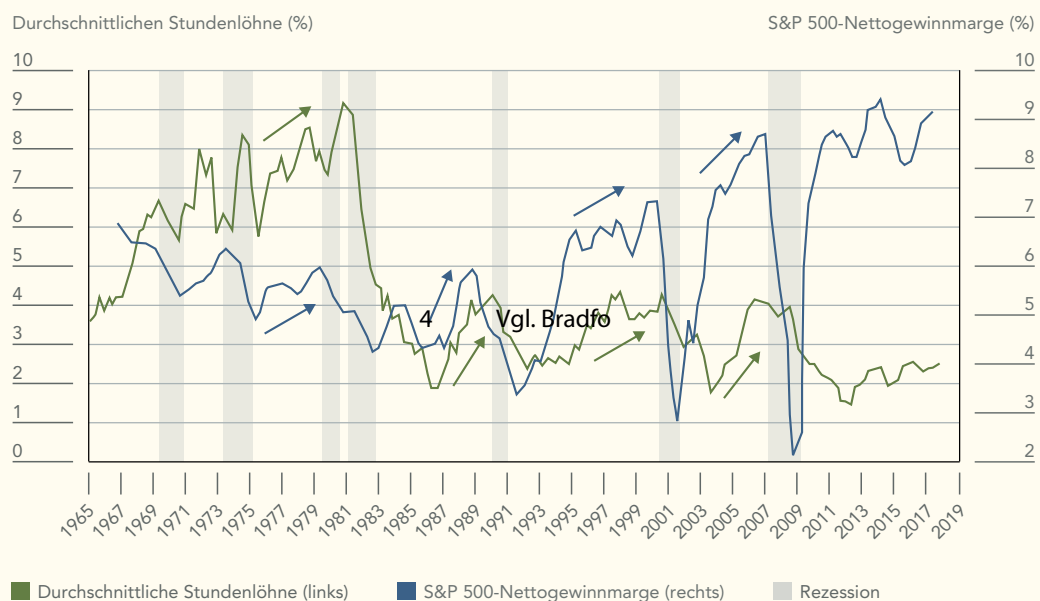
Die chinesische Regierung hat das Problem erkannt und seit der zweiten Jahreshälfte 2016 bereits einige politische Maßnahmen ergriffen. So wurden spekulative Hauskäufe durch Kontrolle von Immobilienkrediten eingeschränkt. Aber auch im Bereich der Schattenbanken und Infrastrukturprojekten von Lokalregierungen wird seitens der Zentralregierung genauer hingeschaut und regulierend eingegriffen. So stand auch beim diesjährigen Volkskongress der Kampf gegen hohe Schulden und steigende Finanzrisiken im Fokus. Chinas Ministerpräsident Li Keqiang versicherte: „Wir sind völlig in der Lage, systematische Risiken zu verhindern“.

Inflationsbeschleunigung und Zinsanstieg

Wir befinden uns seit geraumer Zeit in einem sogenannten „Goldilocks“ Kapitalmarktumfeld – in Anlehnung an ein vor allem im angelsächsischen Raum bekanntes Märchen („Goldilocks and the three bears“). Es beschreibt ein Umfeld, welches für die Kapitalmärkte die ideale aller Welten darstellt. Nicht zu kalt und nicht zu heiß – moderates, synchrones wirtschaftliches Wachstum bei überschaubarer Inflation und niedrigen Zinsen. Zwei der drei genannten Begleitumstände, nämlich Zinsen und Inflation, drohen nun etwas zu „heiß“ zu werden. Die Zentralbanken haben in den vergangenen Jahren mit ihrer deutlich expansiven Geldpolitik versucht, die zu niedrige Inflation zu beleben. Vor allem in den USA scheint dies allmählich zu gelingen: Die zuletzt Mitte Juni veröffentlichten Preisdaten verfestigten die Tendenz des jüngst beobachteten Preisauftriebs. Steigende Ölnotierungen und der ausgelastete Arbeitsmarkt machen sich über Lohnsteigerungen bemerkbar. Die weitreichenden Steuererleichterungen der Trump-Administration heizen die ohnehin dynamisch wachsende US-Konjunktur weiter an. Es besteht somit die Gefahr, dass die US-Wirtschaft überhitzt. Zinssteigerungen sind für die Zentralbank das Mittel der Wahl, Überhitzungstendenzen einzudämmen und die Preissteigerung im Zaum zu halten. Der „Dot-Plot“(Zins-Fahrplan) der FED sieht inzwischen zwei weitere Zinserhöhungen für dieses Jahr vor, also in Summe vier Erhöhungen statt der ursprünglich drei veranschlagten. Solange die Zinsschritte weiterhin gut kommuniziert sind und nicht unerwartet schneller vollzogen werden, sollte der Aktienmarkt damit umgehen können.

Was jedoch bedeutet eine Beschleunigung der Inflation bzw. der dahinter stehenden steigenden Kosten auf Unternehmensebene? Zunächst ist festzustellen, dass in der Vergangenheit steigende Löhne und Input-Kosten mit steigenden Unternehmensmargen einhergingen. Was auf den ersten Blick nicht unbedingt intuitiv eingängig erscheint,

Entwicklung der durchschnittlichen Stundenlöhne im Vergleich zur Marge der S&P 500-Unternehmen



Quelle: Deutsche Bank AG, Stand: Mai 2018

wird auf den zweiten Blick klarer. Kostendruck tritt in der Regel nicht isoliert auf, sondern ist begleitet von steigender Preisgestaltungsmacht und seitens der Unternehmen von angestoßenen Produktivitätsverbesserungen in einem robusten wirtschaftlichen Umfeld. Die Ergebnisse einer jüngst von der UBS durchgeführten Umfrage unter 500 US-Unternehmen bestätigen dies. 61 % der Unternehmenslenker erwarten für die kommenden 12 Monate weiter steigende Umsätze, 64 % gehen von einer Margenausweitung aus. Die Zuversicht stützt sich auf eine verbesserte Endnachfrage (70 %) und eine positiv erwartete Preisentwicklung (66 %). Die deutliche Mehrzahl der Unternehmen ist demnach zuversichtlich, steigende Kosten über höhere Preise weitergeben zu können.

Wir werfen im Folgenden einen Blick auf die Auswirkungen eines steigenden Zinsniveaus. In einer Ende Februar diesen Jahres veröffentlichten, viel beachteten Studie hat die Deutsche Bank verschiedene Aspekte steigender Bondrenditen zusammengefasst. Die vermeintlich einfache Formel „Zinsen rauf, Aktien runter“ beschreibt die Wechselwirkung, wie wir im Folgenden sehen werden, nur unzureichend. Der zunächst naheliegende Schluss ist jener, dass ab einem gewissen Zinsniveau die Assetklasse Aktien eben nicht mehr alternativlos („Dividende ist der neue Zins“) ist.

Der Einfluss steigender Renditen auf Aktien bzw. Unternehmen wird auf verschiedenen Ebenen sichtbar. Die Auswirkungen steigender Zinsen auf hochverschuldete Unternehmen durch höheren Zinsaufwand wurde bereits im Abschnitt „Unternehmensverschuldung in USA“ erläutert. Aus der Inflationsperspektive lehren die Erfahrungen aus den 1970er Jahren folgenden Zusammenhang: Je kapitalintensiver ein Unternehmen ist, desto schlechter wird es sich in Zeiten steigender Inflation entwickeln, da die Wiederbeschaffungskosten seiner Anlagen steigen (z. B. im Rahmen von Ersatzinvestitionen).

Typische wenig kapitalintensive Sektoren sind z.B. Gesundheit und Technologie. Ebenso weniger negativ betroffen sollten Branchen sein, die zwar kapitalintensiv sind, deren Anlagen aber lange Wiederbeschaffungszyklen aufweisen, wie z. B. Telekommunikationsunternehmen.

Zusammenfassend bleibt auf Gesamtmarktebene festzuhalten, dass steigende Inflation bzw. Zinsen nicht zwingend fallende Aktienmärkte zur Folge haben – reflektieren steigende Zinsen und eine restriktivere Geldpolitik doch ein Umfeld wirtschaftlicher Dynamik. Wichtig ist aus Marktsicht jedoch, dass weder Zinsen noch Inflation sprunghaft ansteigen und die Schritte der Zentralbanken ausreichend kommuniziert sind.

Vertrauensverlust in die Notenbankpolitik

Das Zentralbank-Marktsystem

Die aktuelle Phase des Kapitalmarktes, in der wir uns seit etwas mehr als fünf Jahren befinden, ist etwas Neues. Sie basiert auf völlig anderen Rahmenbedingungen, die man als Zentralbank-Marktsystem bezeichnen könnte. Wir haben nun seit 2012 – eigentlich sogar seit 2008/009 – einen besonderen Akteur am Markt, der die freien Marktkräfte und damit die Gefahr adverser Preisbewegungen nicht mehr fürchten muss: die Zentralbank.

Die Europäische Zentralbank (EZB), FED, Bank of Japan (BOJ), Bank of China (BoC) bestimmen seit geraumer Zeit – in nie geahnter Weise – die Preisbildung an den Geld- und Kapitalmärkten. Das ist das Ergebnis aus der Lehre, dass die Märkte *à la longue* zwar effizient handeln, aber in besonderen Phasen viel zu schnell handeln. Es entsteht dann eine Asymmetrie zwischen Wert und Preis und innerhalb von wenigen Wochen können Vermögenswerte pulverisiert und die realwirtschaftliche Dynamik abgewürgt werden.

Die neue Rolle der Zentralbanken im Zentralbank-Marktsystem ist es, einen Puffer zu bilden, der die Marktkräfte bändigt und in eine produktive Richtung lenkt. Das ist ein Balanceakt, an dem viele Zweifel haben, ob er wirklich gelingt. Es ist wie die Steuerung in einem Kernkraftwerk, das kontrolliert Energie liefert, ohne aber eine Kernschmelze zu erzeugen.

Die alte Welt, in der der Markt die Preise und die Risikoprämie im Rahmen eines effizienten Gleichgewichts von Angebot und Nachfrage regelt, wäre natürlich immer vorzuziehen. Aber wir sind damit konfrontiert, dass Angst, Gier und vielfältiges Fehlverhalten zu Überreaktionen führen können, die für die Weltwirtschaft folgenschwere Effekte nach sich ziehen.

Leider hat sich die Politik vor allem in Europa zu lange auf dem „Draghi-Put“ ausgeruht und kaum Fortschritte gemacht. Die aktuellen Probleme um Italien sind das beste Beispiel hierfür. Hieraus ergibt sich natürlich eine interessante Frage. Falls 2019 die wirtschaftliche Lage in den USA nach einem langen Aufschwung doch zu kippen beginnt, hat die EZB unter einem möglichen neuen Präsidenten Weidmann – anders als die FED – keine großen Spielräume mehr, dagegen zu halten. Man nennt das dann „Behind the curve“ zu sein.

EZB – Der Anfang vom Ende

Die EZB hat seit 2012 den Banken und indirekt den Staaten der Eurozone mit zahlreichen Maßnahmen Liquidität zukommen lassen. Neben den diversen Kaufprogrammen für Wertpapiere¹ wurden verschiedene langfristige Refinanzierungsgeschäfte² aufgelegt, um die Kreditvergabe der Banken anzukurbeln und die Zinsen zu senken. Die Kreditvergabe stieg jedoch erst mit Beginn des aktuellen Wirtschaftsaufschwungs ab 2015 wieder leicht an, wohingegen die Zinsen zwar nicht mehr in der Nähe der Tiefstände notieren, jedoch weiterhin für einen weiten Teil der Zinskurve negativ

¹ Zwei Kaufprogramme für Covered Bonds (CBPP2 und 3), eines für Asset Backed Securities (ABSPP), eines für Unternehmensanleihen (CSPP) sowie ein weiteres für Staatsanleihen (PSPP).

² LTRO, LTRO2, TLTRO sind Abkürzungen für längerfristige Wertpapierrefinanzierungsgeschäfte der EZB mit Laufzeiten von 3 bzw. 4 Jahren.

sind³. Für dieses Ergebnis hat die EZB ihre Bilanzsumme seit Mitte 2011 um über 2.667.000.000.000 EUR (= 2,6 Billionen EUR) ausgeweitet.

Die EZB hat angekündigt, ab Ende des Jahres keine Anleihen mehr zu kaufen. Was bedeutet dies für einen Anleihenmarkt, bei dem die EZB inzwischen einer der größten Nachfrager geworden ist? Derzeit hält die Notenbank knapp ein Drittel der liquiden Staatsanleihen, daneben bis zu 70% der Covered Bonds und bis maximal 50% der Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Status. Wie werden Zinsen und Spreads reagieren? Kommen Anleger, welche in andere Märkte gedrängt wurden (z.B. High Yield) zurück? Wenngleich die Leitzinsen der Eurozone noch bis mindestens Sommer 2019 unverändert bleiben dürften, kann es hier bereits zu Spannungen im Gesamtmarkt kommen.

Daneben endet im Oktober 2019 die Amtszeit des italienischen EZB-Präsidenten Mario Draghi. Derzeit scheint es nach dem Ämterproporz der europäischen Institutionen auf einen Kandidaten der geldpolitischen Falken herauszulaufen. Neben Deutschland, Niederlande, Luxemburg und Finnland zählen auch die baltischen Staaten dazu. Der deutsche Bundesbankpräsident und Kritiker der Anleihenkaufprogramme Jens Weidmann steht sicherlich auf der Liste möglicher Nachfolger. Ob er politisch durchsetzbar erscheint, steht auf einem anderen Blatt. Doch die Unsicherheit über den nächsten Präsidenten der EZB und seiner Agenda kann die Märkte zusätzlich verunsichern, während die Kaufprogramme dann die Nachfrage nach Anleihen nicht mehr künstlich nach oben verzerren.

Strafzölle – „großartige Neuigkeiten“ (Tweet von D. Trump)

Neben Steuersenkungen und dem Bau einer Mauer an der Grenze zu Mexiko war eines der Wahlkampfversprechen von Donald Trump, die „fehlgeleitete Handelspolitik“ zu verbessern. Dahinter steckt die Überzeugung, dass die multilateralen Handelsabkommen schädlich für die USA seien. Der US-Präsident verspricht sich von bilateralen Handelsabkommen einen massiven Abbau des Außenhandelsbilanzdefizits und einen Aufbau von Arbeitsplätzen im Inland. Um dies zu erreichen, hat Donald Trump bereits Importzölle erlassen und droht mit der Ausweitung dieser Maßnahme.

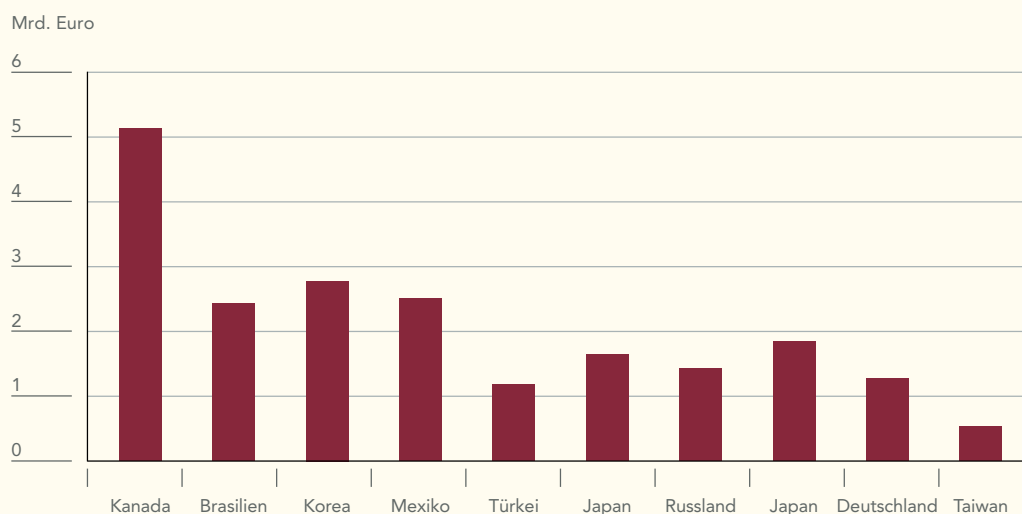
Durch Zölle verteuern sich die Importe der betroffenen Güter und machen diese preislich weniger interessant. Dies gilt vordergründig vor allem bei Produkten aus Billiglohnländern. Gleichartige Güter aus ausländischer Produktion, die aufgrund etwa niedrigerer Lohnkosten normalerweise billiger wären, werden künstlich verteuert und die Menge der importierten Waren nimmt ab. Das Handelsdefizit schrumpft und die heimischen Arbeitsplätze werden geschützt, da die ausländischen Waren nicht mehr günstiger sind. So die Theorie.

Donald Trump hat ganz bewusst den Auftakt der Diskussion um Handelszölle auf die Stahl- und Aluminiumbranche gelegt und behauptet, dass es dabei um den Schutz der nationalen Sicherheit ginge. „Das Land dürfe sich in der Rüstungsindustrie nicht völlig von Stahl- und Aluminium-Importen abhängig machen“. Mit dieser Einschätzung benötigt er keine Zustimmung des Kongresses.

³ 2017 war ein EU-Wirtschaftswachstum von 2,4% zu verzeichnen, der höchste Wert seit 2007, und die Inflation lag bei 1,4%. Nach einfachsten volkswirtschaftlichen Annahmen bewegt sich der „risikolose Zins“ im Bereich von Wachstum + Inflation, hier also knapp 4%. Deutsche Bundesanleihen notieren zwischen -0,7% und +0,5%, je nach Laufzeit. Dies illustriert wie einmalig abstrus die Marktverzerrung der Anleihenmärkte im historischen Kontext ist, die durch die Notenbanken erreicht wurden.

Nach einigem Hin und Her werden seit 01.06.2018 Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte für Waren aus Kanada, Mexiko und der EU erhoben.

US-Einfuhren von Stahl in Mrd. USD, Daten für 2017



Quelle: Deutsche Bank AG; Stand: Juni 2018

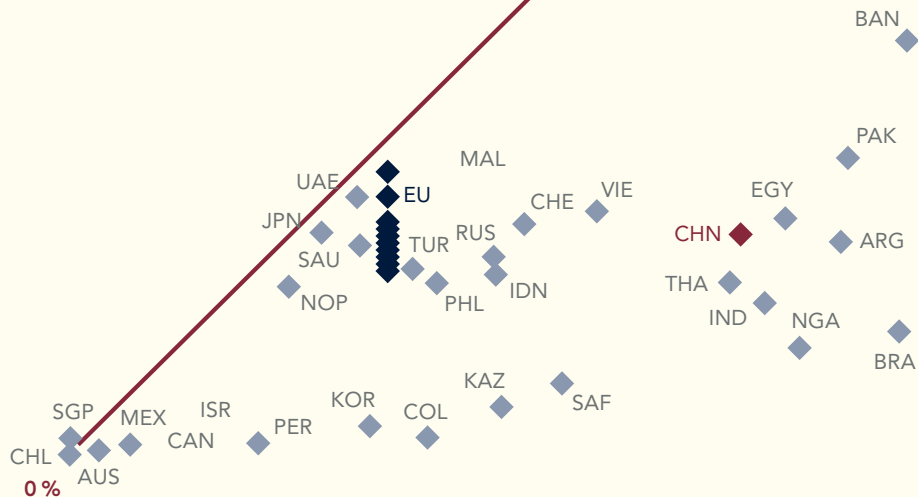
Die EU hat bereits eine Liste möglicher Gegenmaßnahmen ausgearbeitet. Außerdem erhob die EU Klage vor der Welthandelsorganisation (WTO). Die WTO ist aktuell allerdings nicht handlungsfähig, da drei Richterstellen nicht besetzt sind und die USA die Neubesetzung blockiert. Kanada will gegen die Zölle vor den Schiedsstellen der NAFTA (Nordamerikanisches Freihandelsabkommen) vorgehen.

Zunächst stellt sich die Frage, ob der Vorwurf des US-Präsidenten, dass die bisherigen Handelsvereinbarungen die USA schlechter stellen als ihre Partner, richtig ist. Wie aus der nachfolgender Grafik ablesbar ist, werden US-Waren deutlich stärker besteuert. Durchschnittlich erheben die EU rund 5,2% Importzölle auf US-Waren. Umgekehrt sind es nur 3,5%. Wer welches Handelsbilanzüberschuss oder -defizit ausweist, wird bereits diskutiert. In den USA werden andere Zuordnungen getroffen als in der EU. Diese Diskussion berührt den US-Präsidenten allerdings nicht. Er fokussiert sich auf das massive Handelsdefizit und wird seinen Erfolg an der Höhe der Reduktion messen.

Verteilung der Zölle weltweit

USA profitieren von Zöllen

Die Handelspartner der USA profitieren von Zöllen



Quelle: Institutional Money, Stand: Mai 2018

Die Bemühungen, den Binnenmarkt zu schützen, sind in der Vergangenheit schlecht für die USA ausgegangen. Im Jahre 2002 hob US-Präsident George W. Bush die Stahlzölle auf 30% an. Binnen kürzester Zeit gingen Hunderttausende von Jobs in der stahlverarbeitenden Industrie verloren. Nach nicht ganz zwei Jahren urteilte die WTO gegen die USA und die Schutzzölle wurden wieder zurückgenommen. Der Schaden war aber bereits entstanden. Auch US-Präsident Obama startete einen Versuch: Um den US-Markt vor chinesischen Reifen zu schützen, wurden die Zölle von 25% auf 35% für die Volksrepublik erhöht. Zwar stieg die Reifenherstellung in den USA um 18%, aber auch Länder wie Korea sprangen in die Lücke. Auch hier war das Ergebnis, dass Tausende von Jobs in den USA verloren gingen.

Diese beiden Beispiele zeigen, dass die Erhebung von Strafzöllen zwar als ein einfaches Mittel zum Schutz der Arbeitsplätze erscheint, aber in der Regel nicht zu dem gewünschten Erfolg führt.

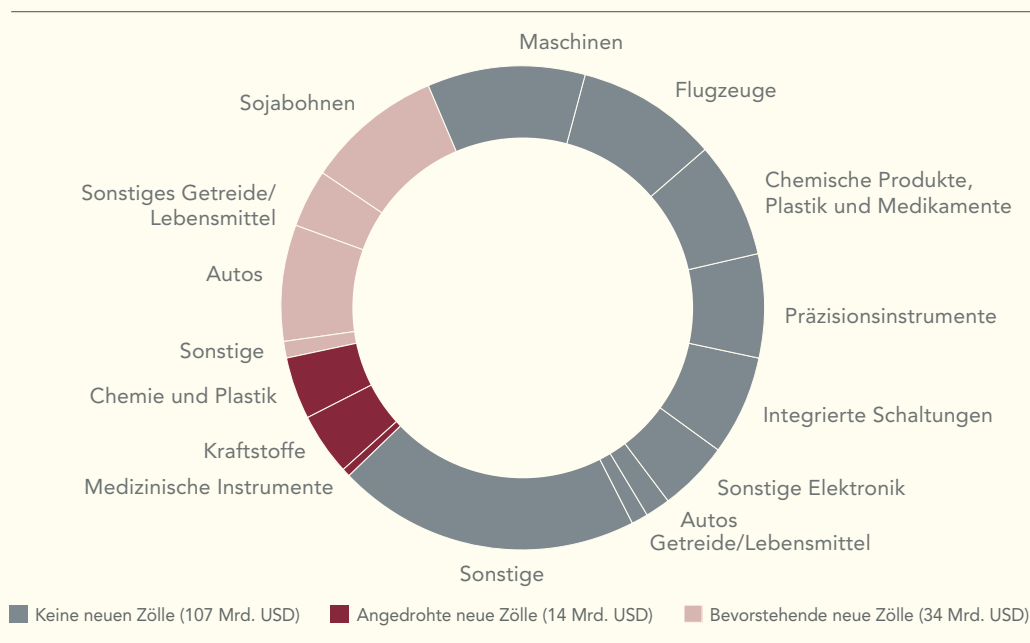
Zwischenzeitlich scheint ein Handelsstreit immer wahrscheinlicher und damit stellt sich natürlich auch die Frage nach den Auswirkungen. Der Handelsbilanzsaldo der USA betrug in 2017 mit allen seinen Handelspartnern 862 Mrd. USD – davon China 375 Mrd. USD, Mexiko 71 Mrd. USD, Japan 69 Mrd. USD und Deutschland 64 Mrd. USD.

Für Deutschland sind die USA der wichtigste Exportmarkt. Deutschland exportiert Güter im Wert von 111,5 Mrd. Euro in die USA (8,7% der gesamten Ausfuhren). Dagegen wurden Waren mit einem Volumen von 61,1 Mrd. Euro (59,9% der Einfuhren) importiert. Der Handelsbilanzüberschuss mit den USA entsprach 1,5% der Wirtschaftsleistung. In dem unrealistischen Fall, dass der Handel mit den USA vollkommen entfallen würde, würde sich die Wirtschaftsleistung Deutschlands um 1,5% reduzieren.

Besonders betroffen wäre die Auto- und Maschinenindustrie, gefolgt von pharmazeutischen Produkten, Elektrotechnik und optischen Erzeugnissen. Dabei ist es nur ein geringer Trost, dass der Anteil der Autoexporte in die USA nur 12% der gesamten Autoexporte ausmacht.

Aber auch China ist erheblich von den Importzöllen betroffen. Während die USA vor allem High-Tech-Produkte aus China belasten möchte (Apple iPhones haben eine Ausnahmegenehmigung durch D. Trump), schlägt China mit Importzöllen vor allem auf landwirtschaftliche Güter zurück. Interessant ist dabei aber auch, dass China eine zweigeteilte Strategie fährt. Neben der Erhebung von Einfuhrzöllen kauft China auch weltweit Stahlwerke – so auch in Serbien und Pittsburgh. Damit ist China sehr einfach in der Lage, Importzölle zu umgehen. Das ist zwar aktuell ein Verlustgeschäft, passt aber in die Langfriststrategie der Chinesen unter dem Motto die „Neue Seidenstraße“.

Chinas Warenimporte aus den USA und die neusten Importzölle (Basis 2017)



Quelle: Capital Economics, Stand: 19.06.2018

Stand der Maßnahmen

Maßnahmen	verabschiedet	formal veröffentlicht	Gegenmaßnahme?	umgesetzt
20-50% Zoll auf importierte Waschmaschinen und Solarpanels	✓	✓	✓	✓
25% und 10% Zoll auf importierten Stahl und Aluminium	✓	✓	✓	✓
25% Zoll auf \$ 50 Mrd. USD auf Einfuhren aus China	✓	✓	✓	✗
10-25% Zoll auf zusätzliche \$ 100-200 Mrd USD Importe aus China	✓	✗	✗	✗
25% Zoll auf Autoimporte aus der EU	✓	✗	✗	✗

Quelle: Deutsche Bank AG, Stand: Juni 2018

Mit Stand 22.06.2018 ist noch völlig offen, welche Eskalationsstufe erreicht werden muss, bis die Parteien wieder an den Verhandlungstisch zurückkehren werden.

Aufgrund der robusten (auch dank Steuererleichterungen) und binnenorientierten Wirtschaft können die USA einen Handelsdämpfer zunächst noch gut verkraften. Aber längerfristig muss aufgrund geringerer Handelsaktivitäten auch mit einer geringeren Wirtschaftsleistung gerechnet werden. Die steigenden Importpreise werden an den Endverbraucher zumindest teilweise weitergegeben. Der damit verbundene Preisauftrieb steigert den Druck auf die US-Notenbank, die Leitzinsen stärker zu erhöhen als bisher geplant. Sofern nicht der gesamte Zoll auf die Konsumenten überwältigt werden kann, reduziert sich die Marge der Unternehmen und die Unternehmensgewinne fallen. Jobs gehen in den exportorientierten Firmen zügig verloren, während Stellen für bisher importierte Waren nur zeitverzögert geschaffen werden können. Investoren sind durch den risk-off-Modus betroffen. Aktienkurse sinken und Anleger suchen die sicheren Anleihemärkte mit den immer noch niedrigen Renditen. Der USD sollte zunächst der Profiteur sein, da Investoren in einem unsicheren Kapitalmarktumfeld eher ihre ausländischen Investments reduzieren und in den USD-Raum zurückkehren. Langfristig könnte das geringere Handelsvolumen in USD die Leitwährungsfunktion des amerikanischen Greenbacks belasten.

Geopolitik – Was die Kapitalmärkte derzeit (noch) nicht einpreisen

Nordkorea

In den letzten Jahren, so die gängige Einschätzung, kam die größte militärische Bedrohung aus Nordkorea. Immer wieder hat Nordkoreas Diktator Kim Jong Un damit geprahlt, dass er mit seinen Atomraketen sogar die USA erreichen könnte. Das reichte, um Donald Trump zu provozieren. Der wies per Twitter darauf hin, er habe „den größeren Knopf“. Überraschend war dann die Neujahrsbotschaft aus Nordkorea: Kim Jong Un sei nicht nur zu Gesprächen mit Südkorea bereit. Er schickte sogar ein nordkoreanisches Team zu den Winterspielen nach Südkorea.

Nach vielen verwirrenden Signalen aus Nordkorea und den USA kam es im Juni 2018 zu einem historischen Treffen in Singapur. Laut Aussage des US-Präsidenten liefen die ersten Gespräche „sehr, sehr gut“. Ob eine grundsätzliche Einigung auf die von den USA geforderte, atomare Abrüstung Nordkoreas oder zumindest ein Fahrplan für den weiteren Prozess gefunden werden kann, bleibt völlig offen. Es wird etliche Jahre dauern, bis ein Friedensvertrag und/oder eine wirkliche Abrüstung auf der koreanischen Halbinsel umgesetzt werden können. Doch auch wenn die Rhetorik beider Länder sich zuletzt deutlich entspannt hat – bis zu einer endgültigen Einigung bleibt der Streit um Nordkoreas Atomwaffenprogramm einer der gefährlichsten Konflikte der Welt.

China

Viel hängt auch davon ab, wie China sich im Korea-Konflikt verhält. Der chinesische Präsident Xi Jinping hat wiederholt eine globale Führungsrolle für sein Land beansprucht. Zwar waren die Chinesen von ihrem unmittelbaren Nachbarn in Pjöngjang mehr und mehr genervt. Aber ein Zusammenbruch von Kims Regime in Nordkorea oder gar eine Wiedervereinigung Koreas unter amerikanischer Führung werden die Chinesen unter allen Umständen verhindern wollen. Chinas Präsident versteht seine Rolle weniger als neuer Weltpolizist, sondern vielmehr als Garant einer neuen Weltwirtschaftsordnung, die vor allem China selbst Vorteile bringt.

Das laufende Jahr 2018 wird wahrscheinlich den Höhepunkt eines Handelskrieges mit den USA markieren. Trump selbst hatte mit Untersuchungen von unfairen Handelspraktiken z. B. im Stahl- oder Aluminiumsektor sowie über Diebstähle geistigen Eigentums von amerikanischen Unternehmen den Boden für Wirtschaftssanktionen bereitet. Nun droht die Gefahr einer Kollision zwischen den USA und China. Auch durch die „Neue Seidenstraße“, die unter anderem Investitionen in die Verkehrswege durch Asien nach Europa beinhaltet, wächst die politische Macht Chinas.

Russland

Die Wiederwahl des russischen Präsidenten Wladimir Putin war erwartet worden, zumal ein Moskauer Gericht den führenden Oppositionspolitiker Alexej Nawalny von einer Teilnahme an der Präsidentschaftswahl am 18. März ausgeschlossen hatte. Geopolitisch interessanter ist hingegen, wie Putin und Trump künftig miteinander auskommen. Nachdem sich die Präsidenten Putin und Trump anfänglich mit gegenseitigen Komplimenten überschütteten, ist das Verhältnis zwischen den USA und Russland merklich abgekühlt. Problematisch sind nicht nur die amerikanischen Waffenlieferungen an die Ukraine. Trump selbst hat Russland in seiner nationalen Sicherheitsstrategie als Bedrohung nationaler Interessen der USA bezeichnet. Putin brandmarkte die US-Außen-

politik daraufhin als „aggressiv“. In Summe bleiben keine guten Voraussetzungen, um z. B. das 30 Jahre alte Rüstungskontrollabkommen für atomare Mittelstreckenraketen (INF) beizubehalten. Auch innenpolitisch bleiben die Beziehungen zu Russland für Trump ein heißes Thema. Sonderermittler Robert Mueller dürfte in den kommenden Monaten seine Untersuchung einer angeblichen illegalen Zusammenarbeit zwischen Trumps Wahlkampfteam und Russland vorantreiben.

Naher Osten

Der Rückzug der USA aus dem Atom-Deal mit dem Iran ist eine der weitreichendsten Entscheidungen mit unabsehbaren Folgen für die Konflikte im Nahen Osten. Das Atomabkommen gilt als eines der wichtigsten internationalen Vereinbarungen. Darin hat sich die internationale Gemeinschaft verpflichtet, Sanktionen gegen den Mullah-Staat aufzuheben. Im Gegenzug unterlässt der Iran weitgehend die Anreicherung von Uran, so dass die Herstellung von waffenfähigem Material ausgeschlossen werden kann. Das Abkommen galt zunächst bis 2025. Unabhängige Beobachter bescheinigten dem Iran bisher stets, die Verpflichtungen zu erfüllen.

Folgende Aktivitäten werden ab dem 6. August 2018 von den USA wieder sanktioniert:

- Kauf oder Erwerb von **US-Banknoten** durch die iranische Regierung.
- Handel mit **Gold** oder Edelmetallen.
- Verkauf oder der Transfer von **Metallen wie z. B. Aluminium oder Stahl**,
- Bedeutende Transaktionen im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf der iranischen **Währung Rial**. Auch die Aufrechterhaltung größerer Vermögen und Konten außerhalb des iranischen Hoheitsgebiets sind von den Sanktionen betroffen.
- Der Kauf, die Zeichnung oder die Vereinfachung der Ausgabe **iranischer Staatsanleihen**.
- Zudem werden die Sanktionen gegen den iranischen **Automobilsektor** wieder eingeführt.

Zusätzlich treten am 4. November 2018 weitere Sanktionen in Kraft:

- **Erdöltransaktionen** mit iranischen Öl-Gesellschaften.
- Ankauf von **Erdöl und Erdöl- oder petrochemischen Produkten** aus dem Iran.
- Transaktionen zwischen ausländischen Finanzinstituten und der **Zentralbank des Iran** sowie weiteren iranischen Finanzinstitutionen.
- Bereitstellung von speziellen **Finanznachrichten** für die iranische Zentralbank und iranische Finanzinstitute.
- Bereitstellung von **Versicherungsleistungen**, Versicherungen oder Rückversicherungen.
- Außerdem werden Sanktionen gegen den iranischen **Energiesektor**, iranische Hafensbetreiber sowie den Schifffahrts- und Schiffbausektor wieder in Kraft treten.

Alle Einzelheiten sind noch nicht bekannt. Die Europäische Union will trotz der Entscheidung der USA an dem Deal festhalten. Zu groß ist die Angst der Europäer vor einer neuen Eskalation im Nahen Osten. Dennoch ist die Bereitschaft ausländischer Unternehmen, sich im Iran mit Investitionen zu engagieren, sofort gesunken. Eine Wiederaufnahme der iranischen Urananreicherung dürfte für Israel als Argument für einen militärischen Präventivschlag dienen. Daher gilt es, dieses Szenario unter allen Umständen zu verhindern.

Sorge vor steigenden Rohölpreisen

Sollten die Sanktionen dazu führen, dass der Iran deutlich weniger Rohöl exportieren kann, muss ceteris paribus mit steigenden Rohölpreisen gerechnet werden. Auch in der Vergangenheit waren es meist unvorhergesehene Ereignisse wie Kriege oder plötzliche Produktionsausfälle, die den größten Einfluss auf die Preise hatten. Venezuela ist aktuell ein gutes Beispiel. Im rohölreichsten Land der Welt ist die Produktion in den vergangenen Monaten derart schnell gesunken, dass es als Energielieferant mittelfristig fast vollständig ausfällt. Mit den bevorstehenden US-Sanktionen gegen den Iran wird sich die Welt bald auch um deren Exporte sorgen müssen.

Auch Donald Trump hat aufgrund der bevorstehenden Kongresswahlen im November 2018 kein Interesse an weiter steigenden Rohöl- und Benzinpreisen.

Alleinige Nutznießer der Situation dürften Saudi Arabien und Russland sein. Sie sind die einzigen, die die Erdölproduktion steigern und die Lücke von Iran und Venezuela schließen können.

Das bevorstehende Treffen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) am 22.06.2018 wird daher spannend werden. Der russische Energieminister Alexander Nowak reiste bereits zu einem außerplanmäßigen Besuch nach Riad. Man sei dazu bereit, die Fördermengen kurzfristig um 1,5 Millionen Barrel am Tag auszuweiten. Auch ihre gemeinsame Kooperation wollen Russland und Saudi-Arabien auf unbestimmte Zeit fortsetzen.

Venezuela, Iran und der Irak, die gemeinsam etwa die Hälfte der OPEC-Reserven kontrollieren, haben kein gemeinsames Interesse an einem Ende der Förderkürzungen. Venezuelas Regime kann die Produktion derzeit nicht steigern und braucht jeden Cent. Dagegen möchte der Iran vor Inkrafttreten der Sanktionen maximale Mengen exportieren. Auch der Irak hat so gut wie keine andere Einnahmequelle.

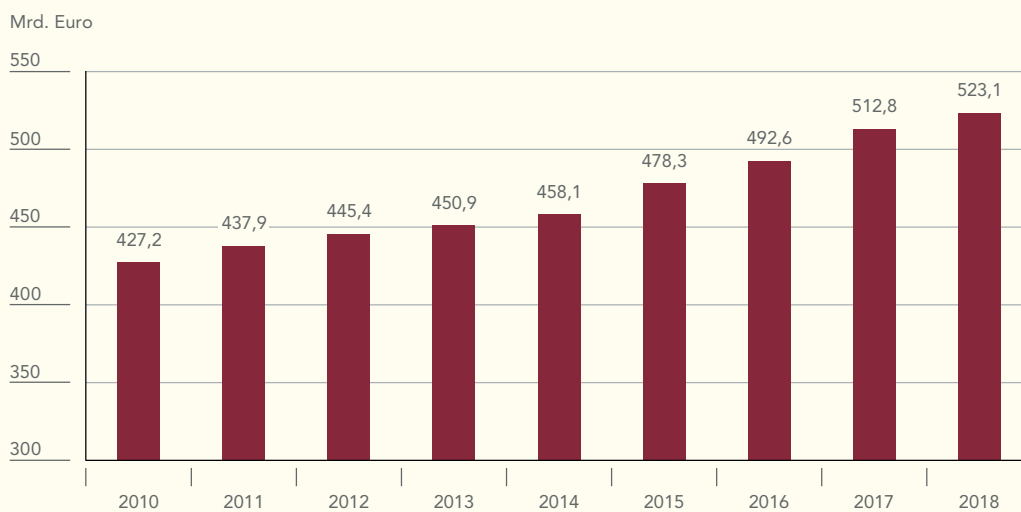
Der „Wiener Gruppe“, wie die Zweckgemeinschaft aus OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten genannt wird, steht ein spannendes Treffen bevor.

Die Auswirkungen des Onlinehandels auf Einzelhandelsimmobilien

Die aktuelle Entwicklung des Einzelhandels

Die deutsche Wirtschaft hat 2017 ihren Wachstumskurs der letzten Jahre beibehalten. Als Wachstumstreiber sind erneut die privaten Konsumausgaben hervorzuheben. Aber auch die staatlichen Konsumausgaben, die unter anderem durch die Zuwanderung um 4,0% zunahmen, trugen zur Belebung der deutschen Volkswirtschaft bei. Daneben haben Investitionen, insbesondere für Wohnbauten, aber auch für Ausrüstung (v. a. Maschinen, Geräte, Fahrzeuge) die Wirtschaft angetrieben. Ein neuer Rekordstand bei der Zahl der Erwerbstätigen führt zu einer stetigen Zunahme der realen Einkommen und in der Folge zu einer sehr guten Konsumstimmung. Zu beobachten sind steigende Umsätze im Einzelhandel – stationär und online. Dieser positive Trend hält auch 2018 weiterhin an. So wird dank steigender Konsumausgaben ein Einzelhandelsumsatz für 2018 von rd. 523,1 Mrd. Euro erwartet, was aus folgender Abbildung hervorgeht.

Gesamtumsatzentwicklung im deutschen Einzelhandel



Quelle: HDE – Handelsverband Deutschland; Jahrespressekonferenz (Berlin, 31.01.2018)

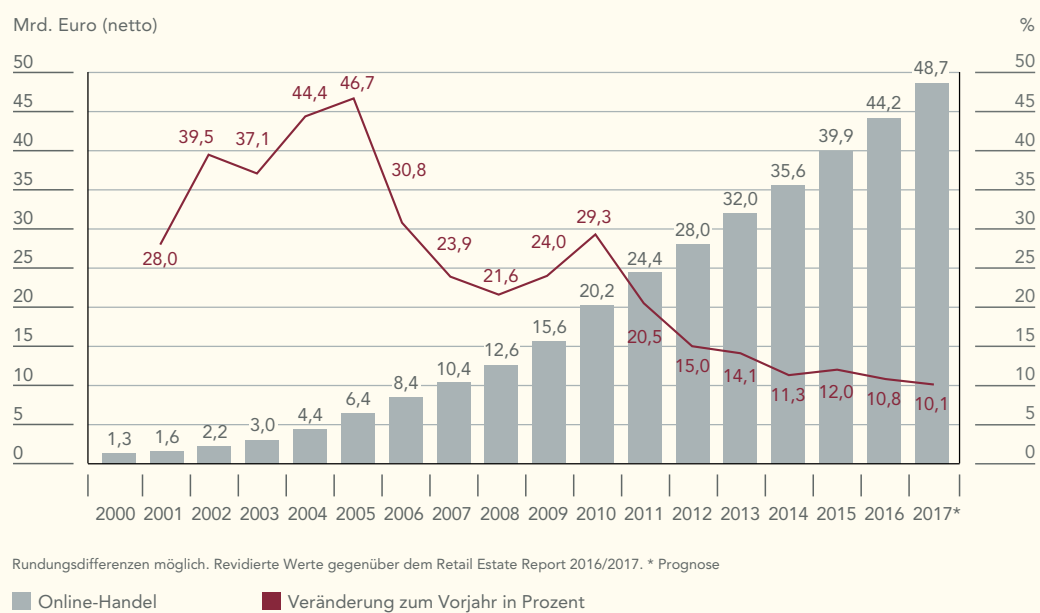
Seit 2010 steigen die Gesamtumsätze des Einzelhandels unverändert und der Handel befindet sich in einem konstant starken Zyklus.

Die Auswirkungen des Onlinehandels auf den stationären Einzelhandel

Wie aber entwickelt sich der Umsatz des Onlinehandels? Wie stark schwächt er heute den stationären Handel in Fußgängerzonen und Fachmärkten?

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Umsatzentwicklung im deutschen Onlinehandel.

Umsatzentwicklung im Onlinehandel



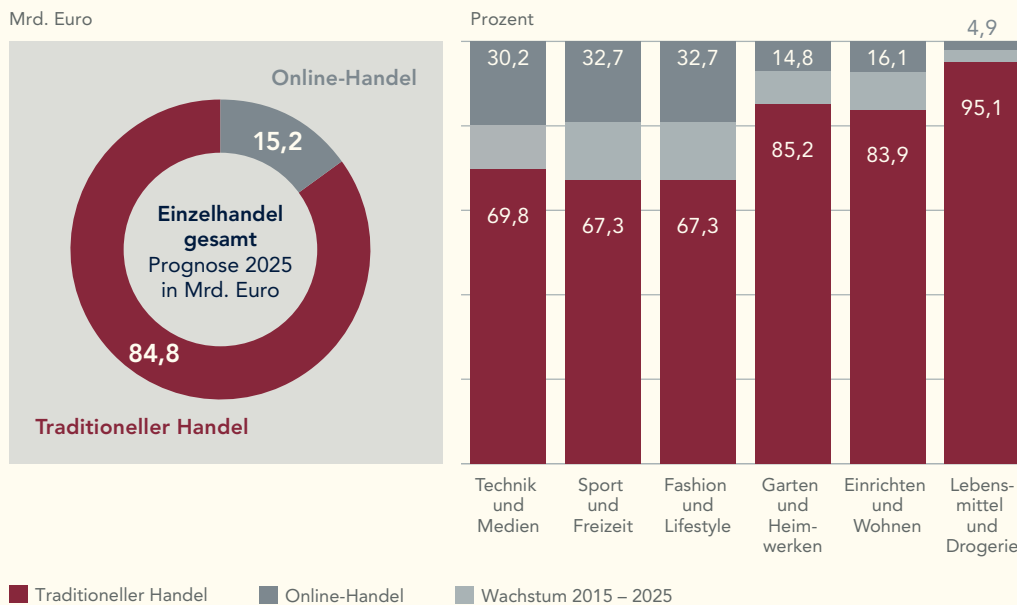
Quelle: Handelsverband Deutschland e.V., Stand: Mai 2018

Nach den rasanten Umsatzsteigerungen des Onlinehandels von 2000 bis 2010 hat die Wachstumsdynamik bis heute spürbar abgenommen. So belief sich die absolute Steigerung von 2016 auf 2017 auf 4,5 Mrd. Euro. Im Jahresvergleich entspricht dies einer prozentualen Steigerung von 10,1%.

Durch Marktsättigung in einzelnen Branchen, wie in den Online-Domänen Unterhaltungselektronik und Medien, hat sich hier die Umsatzumverteilung nahezu stabilisiert. Aber auch die Einzelhändler der übrigen Sparten haben den Online-Handel in das tägliche Geschäft integriert und gelernt, die gegenseitigen Synergien zu heben.

Wie der in der nächsten Abbildung dargestellten Prognose für 2025 zu entnehmen ist, wird der Onlinehandel mit unterschiedlicher Ausprägung zu einer beständigen Größe im Einzelhandel werden.

Prognose der Umsatzentwicklung im Einzelhandel bis 2025



Quellen: IRE / BS Immobilienakademie und GfK, Stand: Mai 2018

Mieten in Fußgängerzonen und Fachmärkten

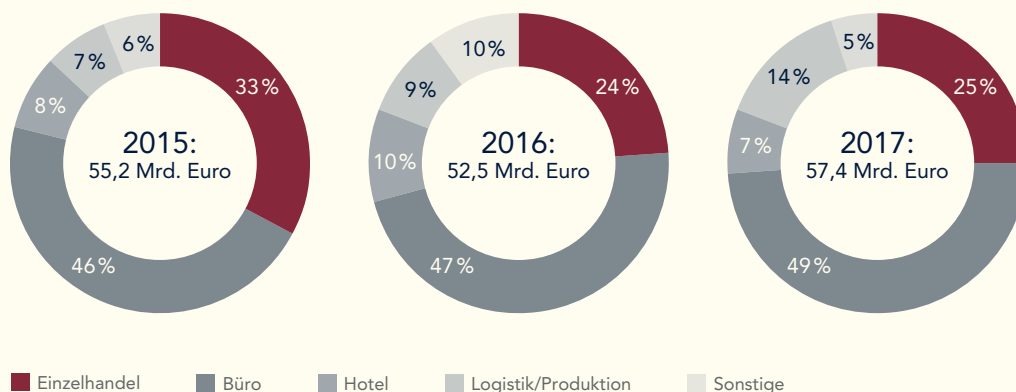
In den Fußgängerzonen hat die Umverteilung der Umsätze fast alle ansässigen Branchen getroffen und somit die Mieten in den Fußgängerzonen gedrückt. Nachdem sich dieser turbulente Prozess seit einigen Jahren nun zu einer berechenbaren Größe entwickelte, hat sich das Mietniveau in den Top-Lagen konsolidiert. Diese Mietkorrektur und Flächenanpassung ist insbesondere in den Top 20-Städten Deutschlands weitestgehend abgeschlossen. In vielen B- und C-Städten werden Mietanpassungen nach unten in den nächsten Jahren noch folgen.

Für die Eigentümer dieser Immobilien hat dies neben niedrigeren Mieten auch häufig flexiblere Konditionen, wie Umsatzmieten oder Sonderkündigungsrechte zur Folge gehabt. Die Veränderung zu einem Mietermarkt ist deutlich feststellbar.

Der Investmentmarkt von Einzelhandelsimmobilien

Der gewerbliche Investmentmarkt ist 2017 mit rd. 57,4 Mrd. Euro nahe an den Rekordumsätzen vergangener Jahre. Die Spitzenrenditen für erstklassige Gewerbeimmobilien sind weiterhin rückläufig und Handelsimmobilien bleiben die zweitstärkste Anlageklasse mit rund 25% Anteil am Investmentvolumen, was aus folgender Abbildung hervorgeht.

Entwicklung des Transaktionsvolumens von Gewerbeimmobilien nach Nutzungsarten⁴



Für nationale und internationale Immobilieninvestoren sind deutsche Einzelhandelsimmobilien noch immer eine gefragte Anlageklasse, die aufgrund ihrer Nachhaltigkeit eine große Anziehungskraft ausübt. Die Transaktionsvolumen sind hoch und die Kaufneigung scheint ungebrochen. Die Objekte werden jedoch genauer untersucht, die Anforderungen an Lage und Zuschnitt werden höher und die Bonität der Mieter wird wichtiger denn je. Daher sind die Kaufpreiskriterien in den Top-Lagen weiterhin stabil.

Im sehr stabilen Fachmarktsektor, der nur sehr gering vom Onlinehandel betroffen ist, sind sogar weiter sinkende Anfangsrenditen und damit weitere Steigerungen der Kaufpreise zu beobachten.

Fazit

Das Umfeld für Einzelhandelsimmobilien-Investments bleibt positiv: Die deutsche Wirtschaft befindet sich seit vielen Jahren auf einem stabilen Wachstumspfad. Die Konsumstimmung und Anschaffungsneigung der Verbraucher profitieren von einem guten Arbeitsmarktumfeld sowie steigenden Löhnen.

Die online getätigten Einzelhandelsumsätze werden in absoluter Höhe weiter ansteigen, was allerdings für die Akteure im Einzelhandel zu einer kalkulierbaren Größe geworden ist. Für das Jahr 2025 wird erwartet, dass insgesamt ca. 15% aller Einzelhandelsumsätze online getätigt werden und dass entsprechend etwa 85% der Umsätze über den stationären Einzelhandel erfolgen. Alle Branchen sind von dem Trend zum Onlinehandel betroffen, einige mehr und einige weniger. So werden die Umsätze von auf Lebensmittel fokussierten Einzelhändlern am wenigsten betroffen sein, während die auf Technik, Medien und auf Textilien konzentrierten Einzelhändler stark betroffen sein werden.

Das bringt Implikationen für das Risikoniveau von Einzelhandelsimmobilien mit sich, die entsprechend der Rückgänge im stationären Bereich von Investoren differenzierter betrachtet werden müssen als in der Vergangenheit.⁵

⁴ Vgl. Bradford, C. S.: *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in: *Columbia Business Law Review Bd.* 1(2012), S. 1 – 150.

⁵ Prognose

„RAIF“ für neue Wege?

Neue Fondsstrukturen für Alternative Investments

Bei privaten und institutionellen Anlegern ist zu beobachten, dass Fondslösungen nach der umfassenden Neuregulierung der letzten Jahre wieder an Zuspruch und Vertrauen zurückgewonnen haben. Bei der indirekten Vermögensanlage stellt sich nach der Strategiedefinition die Frage nach dem richtigen Investmentvehikel. Bei der Auswahl erfreuen sich luxemburgische Fonds nach wie vor einer hohen Beliebtheit. Um die Attraktivität des Standortes Luxemburg für Anleger zu untermauern und auszubauen, steht Investoren jetzt der „Reserved Alternative Investment Fund“ – kurz RAIF – zur Verfügung. Mit diesem flexiblen Investmentvehikel können Diversifikationsanforderungen besser umgesetzt werden.

Der RAIF ist eine bereits in 2016 eingeführte Strukturlösung gemäß der europäischen AIFM-Richtlinie (AIFMD – Alternative Investment Fund Managers Directive), die Manager von Alternativen Investmentfonds, kurz AIFMs, reguliert. Geschlossene Fonds waren vor 2013 weitgehend unreguliert, unterliegen jedoch seitdem der europäischen AIFM-Richtlinie, die in Deutschland im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und in Luxemburg im AIFM-Gesetz national umgesetzt wurde.

Anlagekonzepte

Zielgruppe des RAIF sind Investoren, die über eine hohe Investmentexpertise verfügen, sogenannte „well-informed investors“. Darunter fallen sowohl private Anleger, die über eine hinreichende Sachkunde verfügen, als auch professionelle Anleger. Die Mindesteinlage liegt bei 125.000 Euro. Ein RAIF kann EU-weit über den AIFMD-Marketingpass zugänglich sein.⁶

Vermeidung der Doppelaufsicht

Wesentliches Merkmal des RAIF ist die Abkehr von der bisher stets praktizierten Doppelaufsicht. Bislang werden sowohl der AIFM als auch die von ihm verwalteten Sondervermögen durch die luxemburgische Aufsichtsbehörde CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) reguliert. D.h., dass sowohl der AIFM als auch jedes Sondervermögen verwaltungsintensiven Genehmigungs- und Anzeigenverfahren der CSSF unterliegen.

Mit dem RAIF wurde eine Gestaltungsmöglichkeit geschaffen, die die Regulierung durch die Aufsichtsbehörde auf den AIFM konzentriert und die RAIF-Sondervermögen bei vollständiger Regulierung in die Verantwortung des AIFM stellt.

Mithin ist ein RAIF als Produkt nicht direkt durch die luxemburgische Aufsichtsbehörde CSSF reguliert, aber eine funktionierende Aufsicht ist auf Managerebene sichergestellt. Der Manager muss nicht jeden Fonds und jede Änderung einzeln genehmigen lassen, hat aber weiterhin wesentliche regulatorische Bedingungen der AIFM-Direktive sicherzustellen (vgl. die weiteren Ausführungen zu Risikostreuung und Anlegerschutz). Der RAIF ist damit kein typisches unreguliertes, sondern de facto ein indirekt reguliertes Produkt. Durch den Wegfall der Genehmigung von Produkt- und Marketingdokumenten durch die CSSF werden Zeit und Kosten sowohl für die Fondsaufgabe als auch für weitere Anpassungen reduziert. Dadurch wird im Vergleich zu anderen Produkten eine deutliche höhere Effizienz und Umsetzungsgeschwindigkeit bei der Fondsaufgabe („short Time-to-Market“) sowie bei späteren Änderungen erzielt.

⁶ vgl. <http://www.alfi.lu/setting-luxembourg/alternative-investment-funds/raif>

Keine Begrenzung der Anlageklassen

Es besteht grundsätzlich keine Beschränkung der Anlageklassen, dementsprechend ist die Anlagestrategie beim RAIF frei wählbar. Voraussetzung ist jedoch, dass der AIFM Maßnahmen zur Risikostreuung trifft. Über einen RAIF sind somit grundsätzlich sämtliche Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Derivate, Immobilien bis zu Private Equity, Venture Capital und Infrastruktur, abbildbar.

Risikostreuung

Die strikten Anforderungen einer Diversifizierung an einen RAIF ergeben sich aus den Vorschriften für luxemburgische Spezialfonds – kurz SIF.⁷ Diese beinhalten im Wesentlichen die folgenden drei Punkte:

- Es dürfen nicht mehr als 30 % des Fondsvermögens in Wertpapiere vom gleichen Typ und Emittenten investiert werden.⁸
- Durch Leerverkäufe dürfen keine Short-Positionen in Wertpapiere desselben Typs vom selben Emittenten entstehen, die mehr als 30 % der Aktiva des RAIF ausmachen.
- Bei Investitionen in Derivate muss eine vergleichbare Risikostreuung auf der Ebene der Underlyings sichergestellt werden. Ebenso muss das Kontrahentenrisiko bei OTC-Transaktionen entsprechend der Art und Qualifikation der Gegenpartei begrenzt werden.

Wird beabsichtigt, mit dem RAIF ausschließlich in Risikokapital zu investieren, greifen die Anforderungen an einer Diversifikation aus den Vorschriften für SIF nicht vollumfänglich und es werden die Regelungen für SICAR (Société d'investissement en capital à risque) anwendbar.

Freie Rechtsformwahl

Der RAIF kann in allen Rechtsformen nach dem Luxemburgischen Spezialfondsgesetz aufgelegt werden, d.h.

- in Vertragsform als sog. Fonds Commun de Placement (FCP) oder
- als Investmentgesellschaft mit festem oder variablem Stammkapital (SICAV/SICAF) in Form einer
 - Aktiengesellschaft (SA – société anonyme)
 - GmbH (S.à.r.l. – société à responsabilité limitée)
 - Kommanditgesellschaft auf Aktien (SCA – société en commandite par actions)
 - einfache Kommanditgesellschaft (SCS – société en commandite simple)
 - spezialisierte Kommanditgesellschaft (SCSp. – société en commandite spéciale)
 - Genossenschaft in Form einer AG (SCoSA – société coopérative organisée sous forme de société anonyme).

Zudem kann ein RAIF als sogenannter Umbrella-AIF ausgestaltet werden, der die Bildung von rechtlich und wirtschaftlich getrennten Teilfonds ermöglicht.

⁷ vgl. Rundschreiben 07/309 vom 03.08.2007 „Risk-spreading in the context of specialised investment funds („SIF“) unter <https://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/sif/regulation/circulars/>

⁸ vgl. <https://members.alfi.lu/publications/AlfiPublications/Luxembourg-Infrastructure-Investment-Vehicles-final.pdf>

Anlegerschutz

Ein grundlegender Anlegerschutz wird über die Aufsicht auf Ebene des AIFM dargestellt. Hierzu muss der AIFM über folgende Voraussetzungen verfügen:

- Das Mindestkapital des RAIF in Höhe von 1.250.000 Euro muss innerhalb von 12 Monaten erreicht werden.
- Es müssen eine Verwahrstelle und ein Wirtschaftsprüfer bestimmt werden, die beide zwingend in Luxemburg ansässig sein müssen.
- Die Verwahrstelle stellt sicher, dass der RAIF über ausreichend hohe Vermögenswerte verfügt.
- Der AIFM muss über eine explizite Autorisierung durch die CSSF verfügen und entweder in Luxemburg, in einem EU-Mitgliedsstaat oder in einem Drittstaat mit Zugang zum AIFMD-Passport-Regime ansässig sein.
- Der AIFM ist für die Einhaltung der AIFMD bzw. dem luxemburgischen AIF-Gesetz verantwortlich, insbesondere im Hinblick auf Portfoliomanagement, Risikomanagement, Bewertung der Assets, Reporting, Publizitätspflichten etc.
- Der Wirtschaftsprüfer stellt sicher, dass die Luxemburger Anforderungen an die Jahresberichte erfüllt werden.

Fazit

Der RAIF bietet eine hohe Flexibilität für die unterschiedlichsten Anlagestrategien mit besonderem Fokus auf Zeit, Kosten, Assetklassen, Strukturierungslösungen, etc. Gleichzeitig werden die Anlegerschutzanforderungen der AIFMD eingehalten.

Die innovative Ausgestaltung des RAIF ist besonders geeignet für Investoren, die

- alternative Investmentstrategien schnell realisieren möchten,
- ihre Anlagestrategie dynamisch an ein volatiles Umfeld anpassen und Änderungen schnell implementieren möchten,
- Zeit und Kosten bei der Umsetzung ihrer Anlagestrategie reduzieren möchten,
- EU-weiten Zugang zu dem jeweiligen Fonds ermöglichen möchten.

Der RAIF ist damit ein Investmentvehikel, das hohe Flexibilität mit dem Anlegerschutz der AIFMD verbindet. Mit dem RAIF hat Luxemburg in einem stark regulierten Umfeld seine Standortvorteile von hoher Geschwindigkeit, geringen Kosten und hoher Flexibilität zum Nutzen der Anleger weiter ausgebaut und verstärkt.

Glossar

Asset Backed Securities:	Verzinsliche Wertpapiere, welche durch ausstehende Forderungen abgesichert sind
Covered Bonds:	Ein Pfandbrief (EN = Covered Bonds) ist ein von einer Pfandbriefbank oder Hypothekenbank ausgegebenes verzinsliches Wertpapier, ausgestattet mit einer gesetzlich vorgeschriebenen Art der Besicherung.
EBIT:	(Earnings before interest and taxes): Gewinne vor Zinsen und Steuern
EBITDA:	(Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization): Eine betriebswirtschaftliche Kennzahl: Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen (aus Sachanlagen und immateriellen Vermögensgegenständen)
Funds-Rate:	Die FED Funds-Rate ist der Zinssatz zu dem sich die amerikanischen Finanzinstitute untereinander Geld leihen, um ihre Salden im Rahmen der Mindestreserveverpflichtungen bei der Zentralbank auszugleichen.
High Yield-Anleihe:	Hochzinsanleihen oder auch High Yield-Anleihen sind Anleihen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade (Non Investment Grade). Sie werden überwiegend von Unternehmen ausgegeben. Investment Grade steht für eine gute bis sehr gute Bonität von Emittenten. Rating-Angaben können einen Anhaltspunkt für die Bonität eines Unternehmens darstellen. Sie sind stichtagsbezogen und können sich daher ändern. Ratingangaben alleine lassen keine abschließende Aussage über die Bonität eines Unternehmens zu.
Investment Grade:	Anleihen mit Investment Grade Rating gelten nach Einschätzung von Rating-Agenturen als Anlagen mit mindestens mittlerer Qualität (i.d.R. BBB) bzw. entsprechen im Durchschnitt einer guten Anlage, für die bei Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage aber mit Verlusten zu rechnen ist.
Private Equity:	Bereitstellung von Eigenkapital zur Beteiligung an (ursprünglich) außerbörslich gehandelten Unternehmen.
S&P 500:	Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden notierten Unternehmen der USA abbildet
Spread:	Renditedifferenz als Indikator für das erhöhte Risiko eines Investments im Vergleich zu Anlagen bester Bonität
Venture Capital:	Eigenkapital, das neugegründeten oder jungen Unternehmen für deren Aufbau bereitgestellt wird.

Rechtliche Hinweise

Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist mit größter Sorgfalt erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden.

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Deutsche Oppenheim Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als Euro kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Deutsche Oppenheim Family Office AG
Keferloh 1a
85630 Grasbrunn
Telefon +49 89 45 69 16 0
info@deutsche-oppenheim.de
www.deutsche-oppenheim.de