



Hintergrund

August 2009

Das neue Paradigma 2009 –
Die strategischen Argumente für
Investments in die Emerging Markets

©2009. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets

- ◆ Im Zuge der Finanzmarktkrise hat sich die fundamentale Verfassung der OECD-Länder verschlechtert, während die Emerging Markets aufholen. Während den entwickelten Ländern aufgrund der Kosten der Rettung des Bankensystems und der kritischen Bedeutung der demographischen Entwicklung für die Kosten der Sozialsysteme langfristig ein Schuldendilemma droht, werden die Emerging Economies zum „Lender of Last Resort“ der Welt.
- ◆ Die Fundamentaldaten der Emerging Markets haben sich aber nicht nur relativ zur entwickelten Welt, sondern auch absolut verbessert. Wachsende Leistungsbilanzüberschüsse, steigende Währungsreserven, eine dynamische Entwicklung der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter, Fortschritte bei der Etablierung einer echten Binnenwirtschaft, eine explodierende Produktivität und eine starke Wachstumsdynamik sind Kennzeichen eines neuen Paradigmas in den Emerging Markets. Die politische Stabilität ist deutlich gewachsen, die Volkswirtschaften machen Fortschritte bei der Liberalisierung und Privatisierung, flexible Wechselkurse sind Indikator der neu gewonnenen Stärke.
- ◆ Diese ökonomischen und politischen Fortschritte manifestieren sich mittlerweile auch an den Kapitalmärkten. Eigentumsrechte, Corporate Governance und Rule of Law sind in den allermeisten Regionen keine Fremdwörter mehr, so dass sich das Investmentklima deutlich verbessert hat.
- ◆ Aus unserer Sicht entwickeln sich Investments in den Emerging Markets (Währungen, Geldmarkt, Bonds und Aktien) allmählich zur Anlagealternative auch für den konservativen Anleger. Dennoch ist die Assetklasse „Emerging Markets“ noch weit davon entfernt, risikolos zu sein. Eine gewisse Grundskepsis der Anleger aufgrund der historischen Erfahrungen mit Emerging Markets Investments gibt dem Thema „Risikomanagement“ trotz langfristigem Optimismus eine prominente Rolle beim Umsetzen von Kapitalanlagen in Emerging Economies.
- ◆ Vor diesem Hintergrund stellt sich angesichts der Emerging Markets-Hausse seit März 2009 die Frage nach dem Timing eines Markteinstiegs. Neben dem Warten auf die große Korrektur und dem Kaufen in mehreren Tranchen („Cost / Risk Averaging“) bietet sich als dritte Handlungsalternative ein Einstieg in Emerging Markets-Aktien über unser Balanced-Konzept an („Gutmann Emerging Markets Balanced Portfolio“), das in einem Produkt Emerging Markets Aktien mit Emerging Markets Lokalwährungen (also Geldmarkt) kombiniert, dabei auch eine aktive Asset Allocation-Entscheidung über beide Assetklassen trifft, und so einen Einstieg mit weniger Risiko erlaubt.

Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets

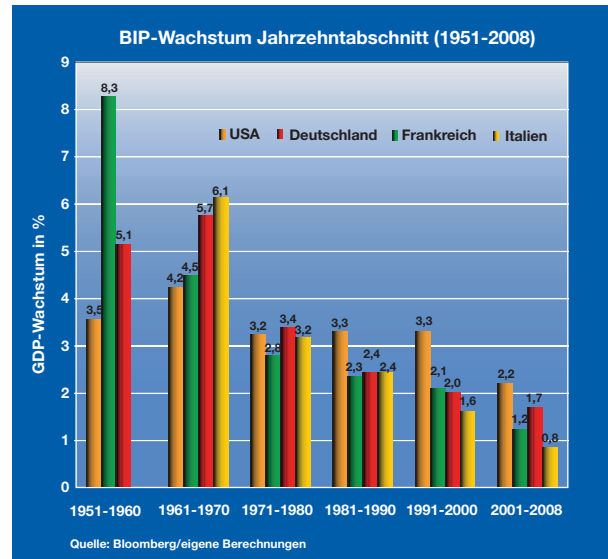
Die Finanzmarktkrise als Wegscheide

Die Finanzmarktkrise der Jahre 2008-2009 verursachte nicht nur die tiefste globale Rezession seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren, sondern war auch Symptom für einen Paradigmenwechsel in Bezug auf die Kräfteverhältnisse in der Weltwirtschaft. Die Entwicklungen der Krise haben deutlich gemacht, dass die OECD-Länder zunehmend an Dynamik und Stabilität verlieren, während die ökonomische und politische Bedeutung der Emerging Markets wächst. Im Verlauf der Krise wurden die Emerging Markets zum Hoffnungsträger für einen möglichen Aufschwung, während die entwickelten Länder aufgrund der Folgen der geplatzten Schuldenblase sehr in die Defensive gerieten, weil „ihr Geschäftsmodell“ nicht mehr stimmig ist.

Manche Beobachter argumentieren sogar, dass eine der Ursachen der Finanzmarktkrise darin liegt, dass sich die Welt im Übergang zwischen der USA / Europa-zentrischen Welt der letzten sechzig Jahre hin zu einer multipolaren Welt mit einer sehr starken Position der Emerging Markets (insbesondere China, Indien, Brasilien und Russland) politisch und ökonomisch in einem permanenten Ungleichgewicht befindet, weil die Unternehmen, die Politik und die internationalen Institutionen noch nicht ausreichend auf die „neue Welt“ eingestellt sind.

Rückblickend ist festzustellen, dass die entwickelten Volkswirtschaften aufgrund von Sättigungseffekten seit dem Zweiten Weltkrieg Dekade um Dekade deutlich sinkende Wachstumsraten aufzuweisen haben (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: BIP-Wachstum



Offensichtlich verlieren die OECD-Länder stetig an Wirtschaftsdynamik. Dies ist umso bedenklicher, als doch die überexpansive Geldpolitik der Zentralbanken, die Globalisierung, die Assetpreisblasen und die Schuldendynamik der letzten dreißig Jahre sozusagen künstliches Wachstum erzeugt haben, was so nicht ohne weiteres fortsetzbar ist, weil die Schuldensituation der entwickelten Länder die Handlungsspielräume immer mehr einengt. Rechnet man die fiskalischen Folgen der Alterung der Bevölkerung und der Unterfinanzierung der Sozialsysteme hinzu, besteht für viele OECD-Länder ein wirkliches Risiko, in eine „Schuldenknechtschaft“ zu geraten.¹

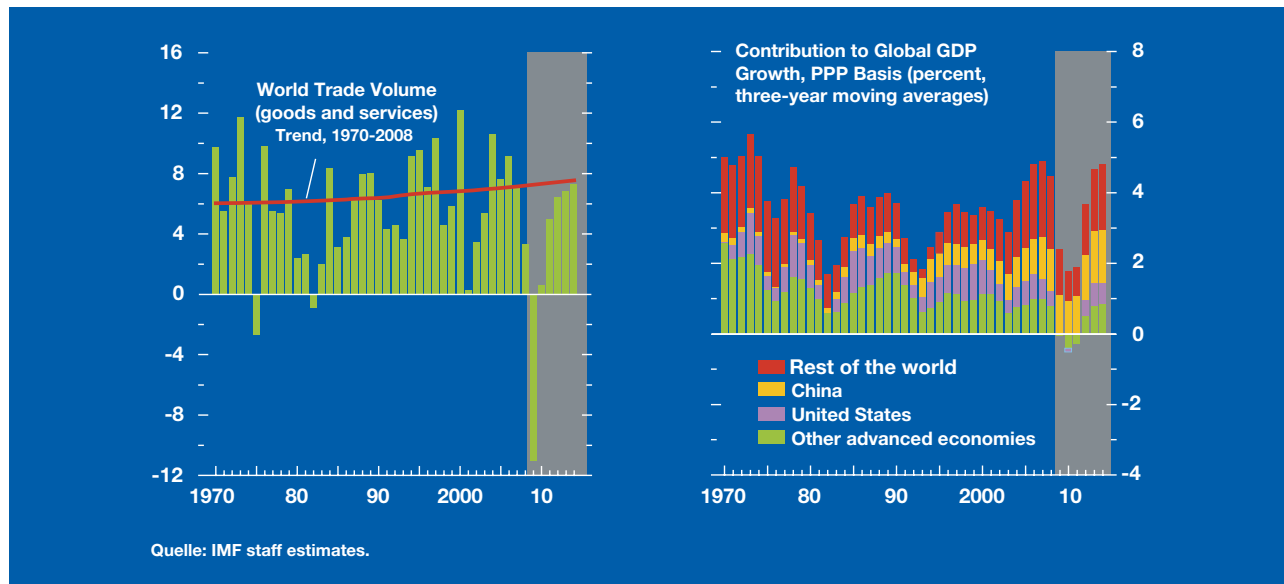
Die wachsende Dynamik der Emerging Markets

Angesichts dieser schwierigen Ausgangslage fällt der Blick automatisch auf die Emerging Markets. Im Gegensatz zu den OECD-Ländern hat sich ihre Wachstumsdynamik aufgrund der Fortschritte der Globalisierung und ihrer Integration in die Weltwirtschaft über die letzten Jahrzehnte deutlich

erhöht. Ein Großteil des Weltwirtschaftswachstums – insbesondere seit dem Zusammenbruch des Kommunismus 1989/90 – kommt mittlerweile von den Emerging Markets. Man kann also von einer Verschiebung der Wachstumsdynamik der Welt aus den OECD-Ländern in die Emerging Markets sprechen (Abbildung 2).²

Im Gegensatz zu den Dekaden bis zur Jahrtausendwende ist die Stabilität der Emerging Markets insbesondere in den letzten zehn Jahren durch die Integration in die globale Weltwirtschaft deutlich angestiegen.³ Aufgrund der permanenten Leistungsbilanzüberschüsse wurden die Emerging Markets vom aussichtslosen Schuldiger zum

Abbildung 2: Wachstum von Welthandel und Weltwirtschaft

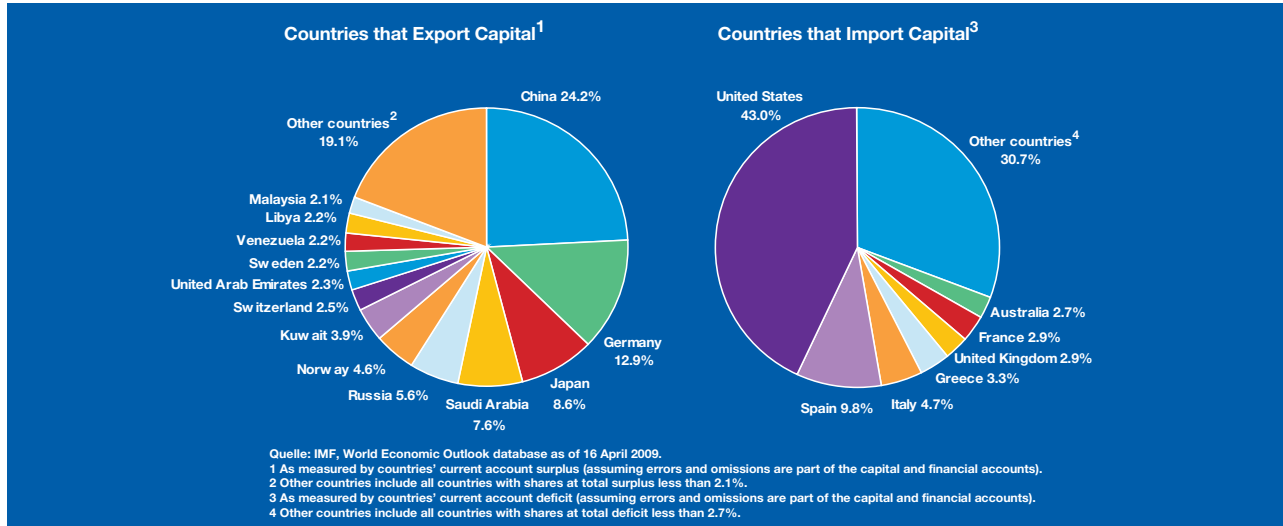


Die Finanzmarktkrise ist in erster Linie eine Krise der entwickelten Welt, während die Emerging Markets lediglich über den Handel und die Kapitalmarktströme in die Probleme der OECD-Länder hineingezogen werden. Die eigentlichen Ursachen der Krise – Leverage, Überschuldung, Versagen des Risikomanagements der Investmentbanken, über-expansive Geldpolitik – sind dahingegen fast ausschließlich ein Problem der USA, Japans und Europas (mit Ausnahme von Südkorea und Teilen Osteuropas).

Vor diesem Hintergrund spricht einiges dafür, dass die Emerging Markets auch über die nächsten Jahrzehnte eine größere Wachstumsdynamik aufweisen als die OECD-Länder. Die fundamentale Ausgangssituation dieser Staaten ist eindeutig besser als die der entwickelten Länder, und die Liberalisierung macht dort deutlich größere Fortschritte als in der entwickelten Welt, wo es in der Folge der Finanzmarktkrise gegenwärtig einen Hang zur Reregulierung und eine Rückkehr des Staates in das Wirtschaftsleben gibt.

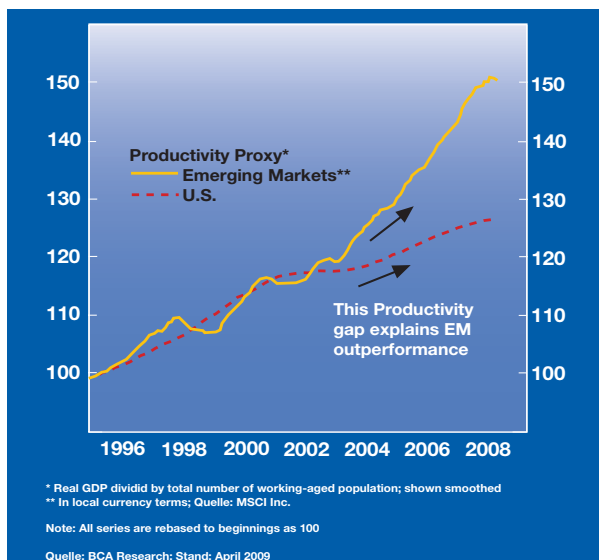
begehrten Gläubiger. Diese komfortable Situation erlaubte es den allermeisten Ländern, sich den Luxus frei floatender Währungen zu erlauben, die aufgrund von starken Kapitalzuflüssen tendenziell zur Stärke tendierten. Die frei floatenden Währungen trugen zu einer stabileren Wirtschaftspolitik bei und erlauben es, immer mehr in die internationalen Kapitalmärkte integriert zu werden. Die Kapitalmärkte der Emerging Economies sind stark angewachsen, breiter diversifiziert als in der Vergangenheit und die Emerging Markets finanzieren heute die Welt (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Kapitalimport- und Kapitalexportländer



Volkswirtschaftlich äußert sich die verbesserte fundamentale Situation der Emerging Markets in einer Reihe von positiven Entwicklungen. Die Emerging Markets haben ihre Lehren aus den Krisen der 1990er Jahre gezogen, weshalb sie während der Finanzmarktkrise relativ unumstritten die Unterstützung der G20 Länder und des IWF erhielten.⁴ Sie haben Schulden abgebaut, Bilanzen bereinigt und volkswirtschaftliche Ungleichgewichte zu ihren Gunsten umgedreht. Kreditqualität und Ratings haben sich extrem verbessert. Die Produktivität ist in der Folge in den Emerging Markets wesentlich stärker angestiegen als beispielsweise in den USA oder Europa (zugegebenermaßen von einem niedrigen Niveau aus), was die deutlich verbesserte Wettbewerbsfähigkeit untermauert (vgl. Abbildung 4).

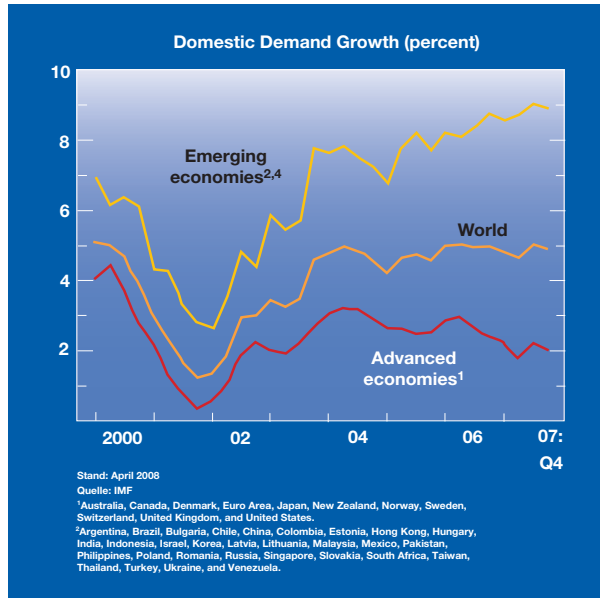
Abbildung 4: Anstieg der Produktivität



Durch die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit ist die Bedeutung der Emerging Markets für die Welthandelsströme immer größer geworden, auch über den ehemals dominanten Sektor Roh- und Grundstoffe hinaus. Mittlerweile haben sich viele Emerging Markets zu industriellen Kernländern für die Warenströme entwickelt.

Für die wirtschaftliche Stabilität aber fast noch wichtiger ist die Tatsache, dass sich aufgrund der Wohlstandsgewinne der letzten Jahrzehnte auch die Struktur der Volkswirtschaften allmählich verbessert.⁵ Auch wenn die Abhängigkeit von den Exporten in die OECD-Länder und damit vom zyklischen Auf und Ab der entwickelten Welt noch immer sehr groß ist (für ein Abkoppeln war es in dieser Krise noch zu früh), sind einerseits die Handelsströme zwischen den einzelnen Emerging Markets-Regionen stark angestiegen, und andererseits entwickelt sich die Binnenwirtschaft in den meisten Emerging Markets ebenfalls dynamisch. Neben den schon immer hohen Investitionsausgaben gewinnt allmählich aufgrund der langsamen Entstehung eines Mittelstandes auch die private Nachfrage an Bedeutung. So ist die Binnennachfrage in den Emerging Economies im letzten Jahrzehnt deutlich stärker gestiegen als in den OECD-Ländern, auch wenn das absolute Niveau natürlich noch viel kleiner ist (vgl. Abbildung 5).

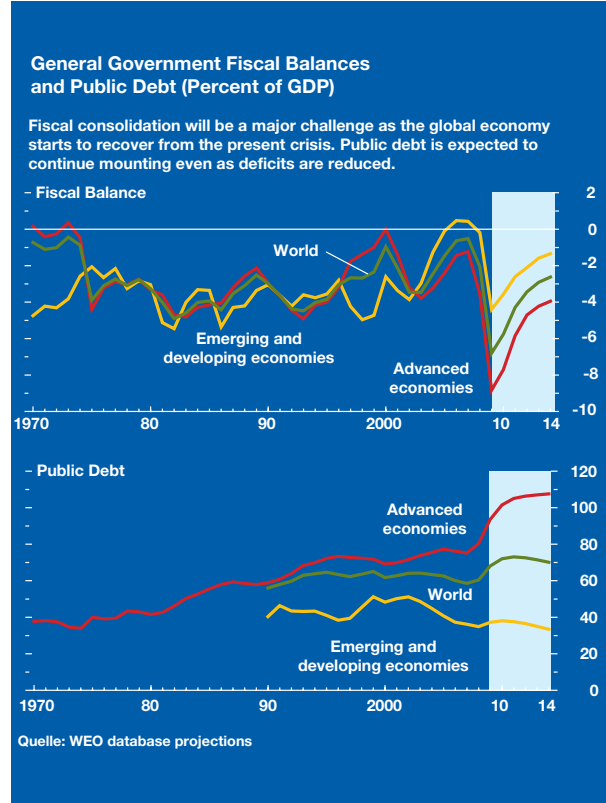
Abbildung 5: Wachstum der Binnennachfrage



Zu den Punkten, die für stärkeres langfristiges Wachstum der Emerging Markets im Vergleich zu den OECD-Ländern sprechen, kommt noch hinzu, dass die Emerging Markets vom Credit Crunch der letzten beiden Jahre praktisch gar nicht betroffen sind. Die Banken sind viel besser aufgestellt als in den USA oder Europa, weil sie mit viel weniger Leverage gearbeitet haben.

Zeichen für eine gewisse Wachablösung ist dabei die Tatsache, dass mittlerweile die vier größten Banken der Welt nicht mehr aus den USA, sondern aus China kommen. Es gab während der Finanzmarktkrise ganz selten die Notwendigkeit von Rettungsaktionen des Staates für marode Banken in den Emerging Markets. Generell liegen der Schuldenstand und die Budgetdefizite der meisten Staaten in den Entwicklungsländern unter dem der OECD-Länder und entwickeln sich auf lange Sicht weiter zu Gunsten der Emerging Markets (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Budgetsaldo und Schuldenstand

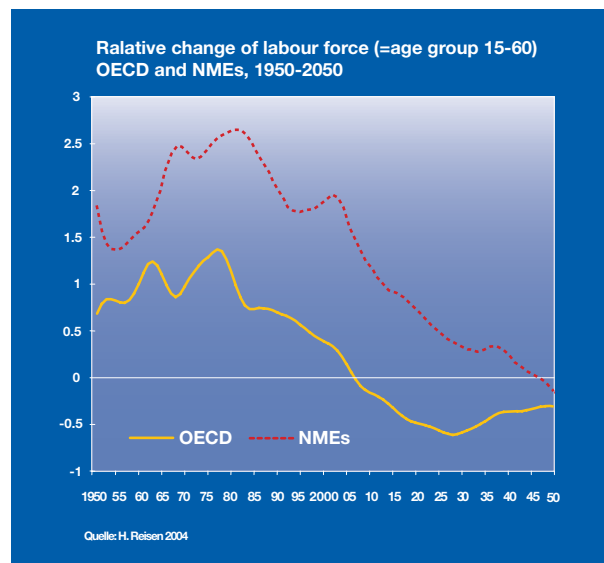


Schließlich spricht auch die unterschiedliche demographische Entwicklung in den OECD-Ländern im Vergleich zu den Emerging Markets für die größere Wirtschaftsdynamik in den Emerging Economies.⁶ In vielen OECD-Ländern – insbesondere Japan, Deutschland, Italien und Spanien – ist die Reproduktionsrate der Bevölkerung so stark zurückgegangen, dass die Bevölkerung in den nächsten zwanzig Jahren kaum noch wächst oder sogar schrumpft. Auch in den meisten Emerging Markets gehen die Geburtenraten zurück, aber da auch die Lebenserwartung wächst und die Sterblichkeitsraten sinken, wird in den meisten Ländern die Bevölkerung und damit der Konsum und die Ersparnisbildung noch deutlich zunehmen.

Zudem verändert die Alterung der Bevölkerung die Bevölkerungszusammensetzung in den Emerging Markets von unten in der Alterspyramide, in den OECD-Ländern dagegen von der Mitte. Das heißt, in den Emerging Markets wachsen immer mehr Menschen in das Beschäftigungsalter hinein, während die Menschen in den OECD-Ländern in die Rente hinein altern (Ausnahme hier China wegen der Einkindpolitik). Die Zahl der Menschen im arbeitsfähigen Alter wird in den Emerging

Markets noch bis etwa 2040/50 wachsen, in den OECD-Ländern dagegen stetig schrumpfen, so dass immer größere Teile der arbeitenden Weltbevölkerung in den Emerging Markets leben. Dieser demographische Effekt spricht für wesentlich größere Wachstumsraten des BIP und stärkere Produktivitätsfortschritte in den Emerging Markets als im OECD-Raum (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Wachstumsraten der Zahl der Menschen im arbeitsfähigen Alter



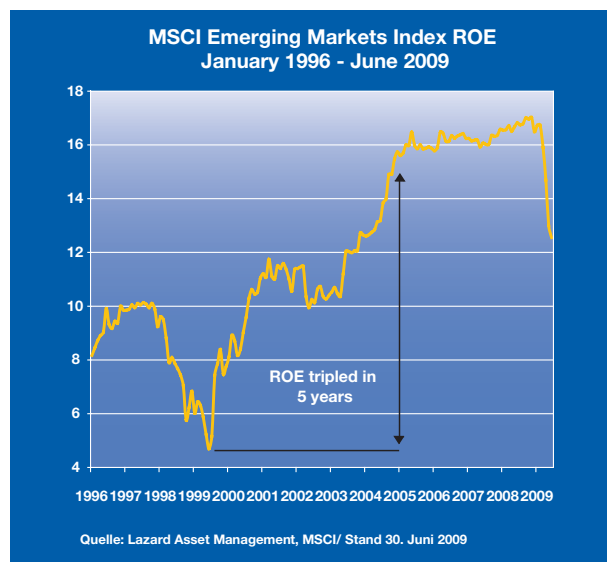
Das Argument für Investments in den Emerging Markets

Bisher haben wir argumentiert, dass die Emerging Markets langfristig eine größere Wachstumsdynamik entfalten werden als die OECD-Länder. Dies ist zwar eine gute Basis für eine Outperformance auch der Kapitalmärkte, aber keine hinreichende Bedingung, wie die 1990er Jahre, ein verlorenes Jahrzehnt für die Emerging Markets, zeigen. Eine Outperformance des Kapitalmarktes erfordert auch eine Verbesserung des Kapitalmarktumfeldes im Vergleich zu den letzten Jahrzehnten.

Aber auch im Bereich der Kapitalmärkte in den Emerging Markets lassen sich starke Strukturverbesserungen feststellen, die das stärkere Wirtschaftswachstum in eine bessere Kapitalmarktentwicklung hinüberführen können. So sind die politische Stabilität und der Vorrang für die Freiheit in den meisten Emerging Markets größer geworden als in früherer Zeit. Begriffe wie Eigentumsrechte

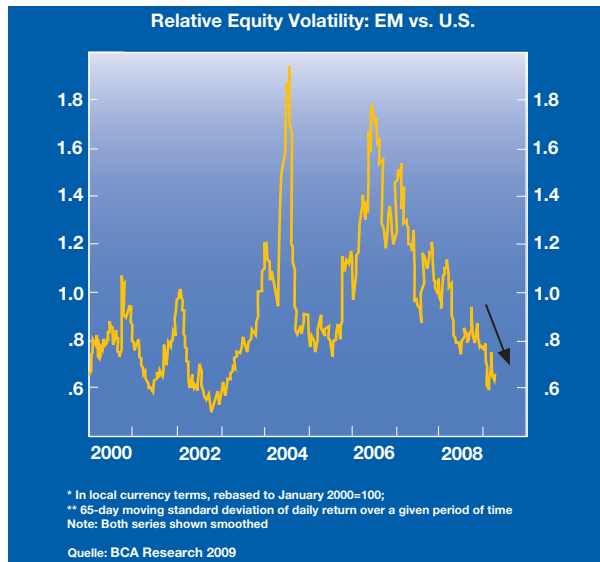
und Corporate Governance sind in den meisten Unternehmen der Emerging Markets, insbesondere denen, die in die internationalen Kapitalströme miteinbezogen sind, mittlerweile kein Fremdwort mehr. Die Eigenkapitalrentabilität der Unternehmen ist deutlich gestiegen. Die Emerging Markets verfügen mittlerweile über einige der produktivsten Unternehmen der Welt, weil sie immer besser gemanagt werden (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Rentabilität von EM-Unternehmen



Politische Einflussnahme und Vetternwirtschaft sind in vielen Ländern im Rückzug. Die Globalisierung erzwingt eine Angleichung in vielen Bereichen des Rechts und der Eigentumsordnung, immer mehr globale Normen sind zu erfüllen. Die Emerging Markets haben zudem eine wachsende Zahl wirklich global agierender, innovativer Unternehmen aufzuweisen. Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass die (relative) Volatilität der Kapitalmärkte der Emerging Markets im Vergleich zum MSCI USA oder MSCI Welt in den letzten Jahren rapide zurückgegangen ist, ein wichtiges Signal dafür, dass Investments in die Emerging Markets allmählich zum Mainstream werden können (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Rentabilität von EM-Unternehmen



Zusammenfassung

Im Zuge der Finanzmarktkrise hat sich die fundamentale Verfassung der OECD-Länder verschlechtert, während die Emerging Markets weiter aufholen. Während den entwickelten Ländern aufgrund der Kosten der Rettung des Bankensystems und der kritischen Bedeutung der demographischen Entwicklung für die Kosten der Sozialsysteme langfristig ein ernsthaftes Schuldendilemma droht, werden die Emerging Economies mittlerweile regelrecht zum „Lender of Last Ressort“ der Welt. So konnte insbesondere China in den letzten Krisenmonate zeigen, wie man einer Krise widerstehen kann, wenn man in einer fiskalisch starken Position ist.⁷

Die Fundamentaldaten der Emerging Markets haben sich aber nicht nur relativ zur entwickelten Welt, sondern auch absolut stetig verbessert. Sie haben im Gegensatz zu den OECD-Ländern kaum wirkliche strukturelle Probleme.⁸ Wachsende Leistungsbilanzüberschüsse, steigende Währungsreserven, eine immer noch dynamische Entwicklung der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter, Fortschritte bei der Etablierung einer echten Binnenwirtschaft, eine explodierende Produktivität und daraus resultierend eine starke Wachstumsdynamik sind Kennzeichen eines neuen Paradigmas in den Emerging Markets.

Die politische Stabilität ist zudem deutlich gewachsen, die Volkswirtschaften machen Fortschritte bei der Liberalisierung und Privatisierung, flexible Wechselkurse sind Indikator der neu gewonnenen Stärke.

Diese ökonomischen Fortschritte manifestieren sich mittlerweile auch an den Kapitalmärkten. Eigentumsrechte, Corporate Governance und Rule of Law sind in den allermeisten Regionen keine Fremdwörter mehr, so dass sich das Investmentklima deutlich verbessert hat. Die Kapitalmärkte nähern sich in vielerlei Hinsicht der Qualität derer in den OECD-Ländern an, auch wenn die Liquidität noch niedriger und die Abhängigkeit von ausländischen Investoren noch größer ist. Die enorm gesunkene Volatilität an den Kapitalmärkten der Emerging Markets im letzten Jahrzehnt zeigt aber, dass die Länder auf dem richtigen Weg sind.

Aus unserer Sicht entwickeln sich Investments in den Emerging Markets (Währungen, Geldmarkt, Bonds und Aktien) allmählich zur ernsthaften Anlagealternative auch für den konservativen Anleger, fast zum Mainstream. Dennoch ist die Assetklasse „Emerging Markets“ noch weit davon entfernt, risikolos zu sein. Politische Risiken, die Abhängigkeit der offenen Volkswirtschaften von internationalen Zahlungsströmen und dem Welthandel, die Folgen schwankender Risikobereitschaft und von Liquiditätszwängen, die starke Empfänglichkeit für spekulative Blasenbildung sowie eine gewisse Grundskepsis der Anleger aufgrund der historischen Erfahrungen mit Emerging Markets Investments geben dem Thema „Risikomanagement“ trotz allem langfristigem Optimismus eine prominente Rolle beim Umsetzen von Kapitalanlagen in Emerging Economies.⁹

Vor diesem Hintergrund stellt sich angesichts der Emerging Markets-Hausse seit März 2009 die Frage nach dem Timing eines Markteinstiegs. Der Anleger kann natürlich erstens auf eine größere Marktkorrektur warten, um dann zu kaufen, wobei man aber nicht weiß, ob sich eine solche Gelegenheit überhaupt ergibt. Zweitens kommt ein schrittweiser Einstieg in mehreren Tranchen in Frage, um das Risiko einer falschen Timing-Entscheidung zu reduzieren („Cost / Risk Averaging“).

Schließlich bietet sich als mögliche dritte Handlungsalternative ein Einstieg in Emerging Markets-Aktien über unser Balanced-Konzept an („Gutmann Emerging Markets Balanced Portfolio“), dass in einem Produkt Emerging Markets Aktien mit Emerging Markets Lokalwährungen (also Geldmarkt) kombiniert, dabei auch eine aktive Asset Allocation-Entscheidung über beide Assetklassen trifft, und so einen Einstieg mit weniger Risiko erlaubt.¹⁰

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis

- ¹ W. Krämer: Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen, Lazard Standpunkt, Juli 2009.
- ² IWF, World Economic Outlook, 2009.
- ³ J. Donald: Rethinking Emerging Markets, Lazard Insights, Conference Call Series, 16.6.2009.
- ⁴ D. Oakley: Emerging Markets rush to issue debt, Financial Times, 27.7.2009, S. 13.
- ⁵ M. Kimes: China on the March, Again, Fortune, 20. Juli 2009, S. 18-19.
- ⁶ H. Reisen: Demography, Exchange Rates and Financial Assets – A Two-Country Perspective, Working Paper, OECD Development Centre, September 2004.
- ⁷ D. Oakley / P. Waldmeir: Developing nations shine amid the crisis gloom. Financial Times, 28.7.2009.
- ⁸ D. Scherff: Das Erfolgskürzel BRIC, FAS, 26.7.2009, S. 39.
- ⁹ F. Howie: Privatizing China: Inside China's Stock Markets, Wiley-Verlag, 2. Auflage, 2006.
- ¹⁰ W. Krämer, Eine neue Investmentsstrategie für die Emerging Markets – Emerging Markets Balanced, Lazard Standpunkt, Juli 2006

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29