

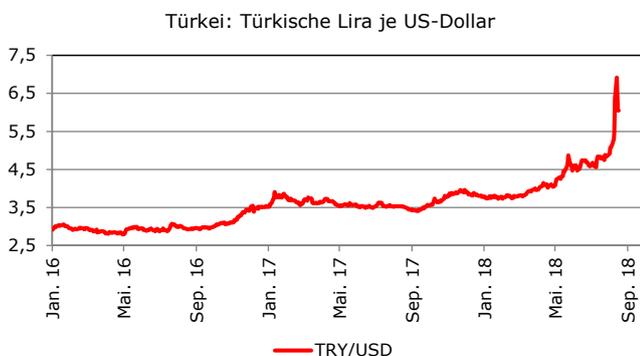


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

16. August 2018

Türkei-Krise: Damoklesschwert für andere Schwellenländer?

Seit Anfang August steht die Türkische Lira unter immenssem Druck: In der Spitze verlor die Währung seit Beginn des Monats etwa 30 Prozent gegenüber dem US-Dollar bzw. dem Euro. Im Vergleich zum Jahresbeginn hat die Lira gegenüber dem Greenback mittlerweile sogar fast 40 Prozent verloren. Zeitgleich mit dem Verfall der Währung rauschten auch die Kurse türkischer Aktien und Anleihen in den Keller. So ist die Rendite einer türkischen Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren von 11,4 auf zuletzt 20,6 Prozent angestiegen; dies entspricht einem Kursverlust von mehr als 25 Prozent – in Lira gerechnet. Eine ähnliche Entwicklung verzeichnen türkische Aktien: Der Index der 100 größten an der Istanbuler Börse notierten Unternehmen weist seit Jahresbeginn ein Minus von gut 20 Prozent auf, für den Euro-Anleger summiert sich der Verlust somit auf rund 50 Prozent.



Diese Entwicklung ist zum einen auf wirtschaftliche, zum anderen aber auch auf politische Gründe zurückzuführen. So weist die Türkei seit vielen Jahren ein im Vergleich zu anderen Ländern sehr hohes Leistungsbilanzdefizit auf. Zwar ist die Staatsverschuldung mit

knapp 30 Prozent der Wirtschaftsleistung gering, doch sind insbesondere die türkischen Unternehmen aufgrund eines von der Regierung Erdogan angeführten Kreditbooms hoch verschuldet. Aber auch Privathaushalte haben die tiefen Zinsen in den vergangenen Jahren genutzt, um mehr und mehr Kredite aufzunehmen. Dies relativiert die beeindruckenden Wachstumsraten der türkischen Wirtschaft, die in den vergangenen fünf Jahren im Durchschnitt um knapp sechs Prozent gewachsen ist. Diese hohen Wachstumsraten wurden zu einem Großteil von ausländischen Investoren finanziert, die sich zwar lange Zeit über auskömmliche Renditen freuen durften, nun aber die Nachhaltigkeit ihres Engagements in Frage stellen, weil sie feststellen, dass das Land Jahr für Jahr über seine Verhältnisse gelebt hat und ein Aufschwung auf Pump finanziert worden ist.

Verschärft wird die wirtschaftliche Krise durch die politischen Entwicklungen in der Türkei. Nach dem Referendum im vergangenen Jahr und der Parlamentswahl im Juni 2018 regiert Staatspräsident Erdogan das Land wie ein Autokrat. Staatliche Eingriffe in die türkische Wirtschaft nehmen zu, gleichzeitig wird die Unabhängigkeit der türkischen Notenbank in Frage gestellt. Diese müsste angesichts einer Inflationsrate von fast 16 Prozent die Zinsen deutlich erhöhen, um sie wieder in Richtung der Zielmarke von fünf Prozent zu bewegen. Da Erdogan aber öffentlich erklärte, dass er gegen hohe Zinsen sei, verzichtete die Notenbank Ende Juli auf eine vom Kapitalmarkt erwartete Zinserhöhung. Damit wurde die Talfahrt der Türkischen Lira eingeläutet. Verschärft wurde der wirtschaftliche Druck durch die zunehmenden politischen Spannungen mit den USA.

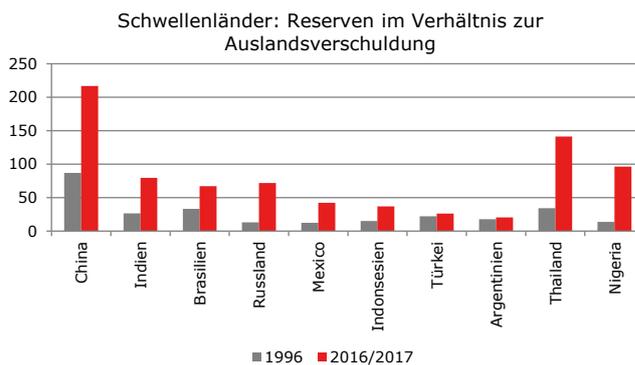
Nach der Festnahme eines US-Pastors in der Türkei hat US-Präsident Trump Wirtschaftssanktionen beschlossen, die die wirtschaftliche Verfassung der Türkei weiter schwächen.

Hohe Inflationsraten, ein negativer Leistungsbilanzsaldo, eine zunehmende Fremdwährungsverschuldung, sinkende Devisenreserven und politische Unsicherheiten sind allesamt Kriterien, die auch in der Vergangenheit Währungskrisen ausgelöst haben. Vor allem der hohe Anteil an Fremdwährungsschulden macht das Land verwundbar: Mit der Abwertung der Lira wird es immer schwieriger, die Schulden zurückzuzahlen. Außerdem stehen dem notwendigen Fremdwährungsbedarf sukzessive sinkende Devisenreserven gegenüber. Dies kann zu einem Teufelskreis führen, in dem Unternehmen ihre Dollar- oder Euroschulden nicht mehr bezahlen können und entweder zahlungsunfähig werden oder zumindest ihre Investitionen reduzieren. Beides wirkt sich negativ auf das Wirtschaftswachstum aus, worauf noch mehr Investoren ihr Geld aus der Türkei abziehen und die Lira umso mehr abwertet.

Welche Möglichkeiten hat die Türkei, um die Lira zu stabilisieren und das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen? Höhere Zinsen und eine sparsamere Haushaltspolitik wären der naheliegende Weg, beides lässt sich im Moment aber noch nicht erkennen. Stattdessen hat die türkische Notenbank in dieser Woche einen Aktionsplan zum Schutz von türkischen Banken und Unternehmen verkündet. Außerdem stellt die Notenbank zusätzliche Liquidität für den Finanzmarkt bereit, indem die Mindestreserveanforderungen für die Türkische Lira und für Währungsstransaktionen gesenkt werden. Zusätzlich sollen durch erhöhte Anforderungen an Devisen-swaps Spekulationen gegen die Lira eingeschränkt werden. Zwar konnte mit diesen Maßnahmen der Liraverfall vorerst gestoppt werden, jedoch werden mit diesen Maßnahmen nur die Symptome, nicht aber die Krankheit selbst behandelt. Ein Ausweg aus der Krise ist im Moment noch nicht erkennbar.

In der Vergangenheit haben Schwellenländer in ähnlichen Situationen häufig Hilfe beim Internationalen Währungsfonds beantragt. IWF-Kredite sind jedoch immer an harte Auflagen gebunden, die das Vertrauen privater Kapitalgeber zurückbringen sollen. Ob sich Erdogan aber für einen Hilfsantrag entscheidet, ist derzeit fraglich. Zudem sind die USA der größte Kapitalgeber des IWF, was in der derzeit angespannten politischen Lage zwischen den beiden Ländern wohl dazu

führen würde, dass die Vereinigten Staaten bei der Beantragung von Hilfen durch die Türkei ihr Veto einlegen würden. Ein Rettungsanker für die Türkei wäre somit erst dann in Sicht, wenn es zu einer politischen Kehrtwende der Regierung Erdogan käme. Solange dies nicht der Fall ist, dürfte die Krise kaum zu lösen sein. Selbst wenn der Worst-Case eines Zahlungsausfalls nicht eintritt, ist zumindest eine spürbare Wachstumsverlangsamung, wenn nicht sogar eine Rezession der türkischen Wirtschaft wahrscheinlich.



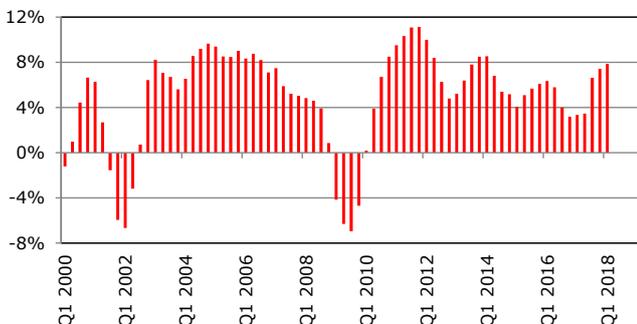
Was derzeit in der Türkei geschieht, weckt Erinnerungen an die Asienkrise von 1997 und 1998. Diese nahm in Thailand ihren Anfang und griff in der Folge auf eine Reihe weiterer Schwellenländer über. Die Folge war eine handfeste Währungs-, Finanz- und Wirtschaftskrise. Damals wurde das Übergreifen der Krise in erster Linie durch eine hohe Auslandsverschuldung als Folge andauernder Leistungsbilanzdefizite und unzureichender Devisenreserven verursacht. Genau hierin unterscheidet sich die damalige Krise von der Situation heute. Auch wenn in den letzten Wochen viele andere Schwellenländer mit in den Strudel der Türkei gerieten, beurteilen wir die fundamentale Situation der meisten Länder als stabiler im Vergleich zur Türkei.

Wirft man einen Blick auf die zehn größten Schwellenländer (China, Indien, Brasilien, Russland, Mexiko, Indonesien, Türkei, Saudi Arabien, Argentinien, Polen) dann hat nur Argentinien ein ähnlich hohes Leistungsbilanzdefizit wie die Türkei (4,8 vs. 5,5 Prozent). Demgegenüber haben beispielsweise China, Russland, Saudi Arabien und Polen sogar einen Überschuss in der Leistungsbilanz, während die Defizite der anderen Länder nicht mehr als maximal zwei Prozent betragen. Im Vergleich zu 1997 sind die Leistungsbilanzdefizite in fast allen Ländern und Regionen gesunken. So weisen die gesamten Schwellenländer heute eine fast ausgeglichene Leistungsbilanz auf, während es im Vorfeld der Krise von 1997/98 zum Teil erhebliche Ungleichgewichte gab. Auch die Währungsreserven der meisten großen

Schwel­len­län­der sind im Ver­hält­nis zu ihrer Wirt­schafts­lei­stung bzw. Aus­lands­ver­schul­dung deut­lich ange­stie­gen – mit Aus­nah­me der Tür­kei. Beson­ders kom­fort­abel sieht die Situa­tion in Rus­slan­d, Bra­silien, In­dien und Mexi­ko aus, aber auch in Argentinien und Polen sind die Reser­ven heu­te höher als im Jahr 1997. Dies impliziert eine bes­se­re Krisen­festig­keit, was auch vor dem Hin­ter­grund der Aufwer­tung des US-Dol­lar und der ges­tie­ge­nen US-Zin­sen wich­tig ist. Es ist von da­her un­wahrscheinlich, dass durch die Krise in der Tür­kei ein Flä­chen­brand bei an­de­ren Schwel­len­län­dern aus­ge­löst wird.

Auch wenn wir also davon ausgehen, dass es nicht zu einer neuen Schwel­len­län­der­kri­se kommt, stellt sich die Frage, welche Aus­wir­kun­gen die Tür­kei­kri­se auf die glo­bale Wirt­schaft sowie auf den Finanz­sektor hat. Hier kann weit­ge­hend Ent­war­nung ge­ge­ben wer­den: Im ver­gan­ge­nen Jahr war die Tür­kei mit einer Wirt­schafts­lei­stung von 826 Mil­li­ar­den US-Dol­lar die sieb­zehn­größ­te Volkswirtschaft der Welt mit einem Anteil von rund einem Prozent an der glo­bale Wertschöpfung. Der Ein­fluss der Tür­kei ist also ver­gleichs­wei­se marginal. Geht man davon aus, dass es in der Tür­kei 2019 zu einer Rezes­sion in ähn­li­chem Aus­maß wie im Jahr 2001 oder 2009 käme (damals ging das reale Bruttoinlandsprodukt um fünf bis sechs Prozent zurück) und nicht, wie bis­lang vom IWF unter­stellt, zu einem Wach­stum von vier Prozent, wür­de das glo­bale Bruttoinlandsprodukt um 0,1 Prozent­punkte niedriger ausfallen. Statt mit 3,9 wür­de die Welt­wirt­schaft 2019 um 3,8 Prozent wach­sen, voraus­ge­setzt, dass es nicht zu negativen Ansteckungseffekten für andere Volkswirtschaften kommt.

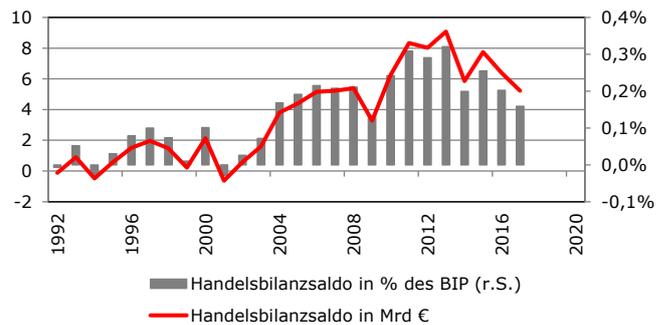
Tür­kei: BIP-Wachstumsraten (rollierende Jahresraten)



Für Deutschland gehört die Tür­kei mit einem Anteil von weniger als zwei Prozent an den Expor­ten nicht zu den wich­ti­ge­sten Handelspartnern. Im ver­gan­ge­nen Jahr be­tra­gen die deut­schen Expor­te in die Tür­kei gut 21 Mil­li­ar­den Euro, die Im­por­te be­lie­fen sich auf 16 Mil­li­ar­den Euro. Der Handelsbilanzüberschuss von 5 Mil­li­ar­den

Euro ent­spricht rund 0,15 Prozent des deut­schen BIPs. Mehr als 50 Prozent der deut­schen Tür­kei-Expor­te ent­fielen da­bei 2017 auf nur drei Sek­to­ren. Der mit Ab­stand wich­ti­ge­ste Expor­tar­ti­kel in die Tür­kei sind deut­sche Autos (4,7 Mrd. Euro bzw. 22 Prozent aller Tür­kei-Expor­te), gefolgt von Ma­schin­en (4,6 Mrd. Euro bzw. 22 Prozent) und elek­tro­tech­ni­schen Er­zeu­gnis­sen (2,2 Mrd. Euro bzw. 10 Prozent). Da­nach fol­gen Kunst­stoffe (1,4 Mrd. Euro, 6 Prozent), optische Er­zeu­gnis­se (1,1 Mrd. Euro, 5 Prozent) und phar­ma­zeu­ti­sche Er­zeu­gnis­sen (0,7 Mrd. Euro, 3 Prozent). Vom ges­am­ten deut­schen Handelsbilanzüberschuss mit der Tür­kei ent­fällt also der Löwen­an­teil auf den Auto­mo­bil­sektor und den Ma­schin­en­bau. Aller­dings gehen nur 1,2 Prozent der ges­am­ten Auto- und Ma­schin­en­bau­expor­te in die Tür­kei, so­dass die Aus­wir­kun­gen einer wirt­schaft­li­chen Krise in der Tür­kei für diese Bran­chen sehr be­grenzt aus­fal­len wer­den.

Deutschland: Außenhandel mit der Türkei



Alles in allem glauben wir nicht, dass die Tür­kei das Po­ten­zial hat, einen Flä­chen­brand unter den Schwel­len­län­dern aus­zu­lösen. Zum einen ist die Tür­kei ein poli­ti­scher und wirt­schaft­li­cher Sonder­fall. Zum an­de­ren sind die meis­ten Schwel­len­län­der öko­nomisch deut­lich sta­biler auf­ge­stellt. Für eine weit­ge­hend un­ab­hän­gi­ge Ein­stufung der Tür­kei spricht, dass sich die Tür­ki­sche Lira und die Ren­di­ten tür­ki­scher Anlei­hen von an­de­ren Schwel­len­län­dern relativ eigen­ständig ent­wickeln. Wir bleiben da­her bei un­se­rer schon im letz­ten Jahr aus­ge­spro­che­nen Emp­feh­lung, In­ves­ti­tionen in tür­ki­sche Anlei­hen oder Ak­tien solan­ge zu mei­den, bis eine deut­liche Ver­än­de­rung der Wirt­schafts­poli­ti­k erkennbar ist. Gene­rell hal­ten wir Schwel­len­län­der­in­vest­ments wei­ter­hin für attraktiv, aller­dings dürf­ten die Tur­bu­lenzen noch nicht vorbei sein. Mit Neu­en­ga­gements sollte des­halb ge­wartet wer­den, bis eine Beru­hi­gung der Situa­tion ein­tritt. Da­bei gilt es vor allem da­rauf zu ach­ten, wie sich die Handels­poli­ti­k der USA wei­ter ent­wickelt. Denn von dieser geht wesent­lich größeres Ungemach für die Schwel­len­län­der aus als von der Tür­kei.

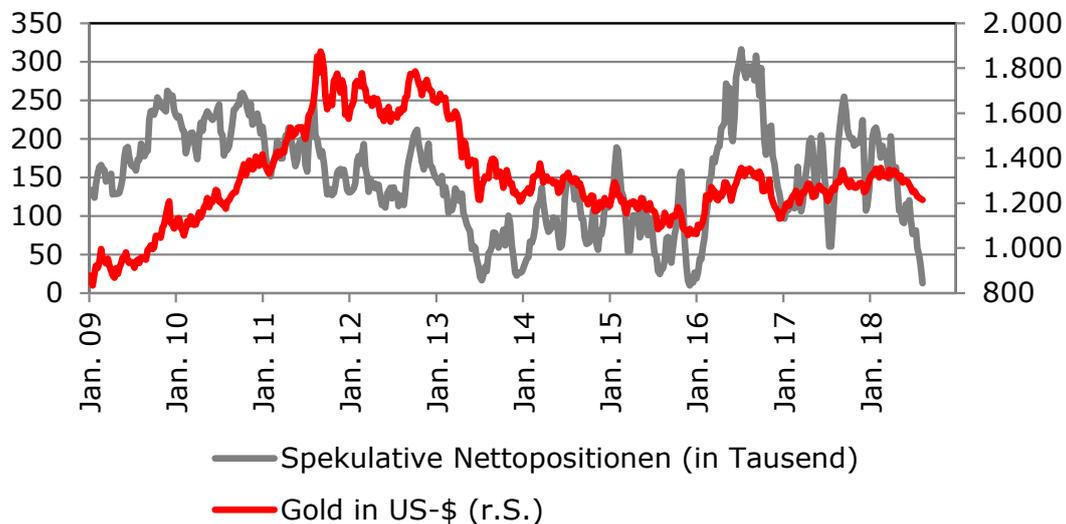
Wochenausblick für die Zeit vom 20. August bis 24. August 2018

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,1%	0,5%	0,5%	0,3%	0,2%		20. August
D: Produzentenpreise, y/y	1,9%	2,0%	2,7%	3,0%	3,0%		20. August
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,2	58,1	56,9	55,9	56,9	56,7	23. August
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,9	53,0	52,1	54,5	54,1	54,2	23. August
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	0,1	0,3	0,2	-0,6	-0,6	-0,5	23. August
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,6	56,2	55,5	54,9	55,1	55,2	23. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,9	54,7	53,8	55,2	54,2	54,3	23. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Krise der Krisenwährung?

Gold: Spekulative Nettositionen und Goldpreis



In den letzten drei Monaten hat der Goldpreis fast zehn Prozent an Wert verloren. Eigentlich hätte man anhand der zunehmenden globalen Risiken rund um Handelskonflikte und Türkeikrise davon ausgehen können, dass Gold seiner Funktion als Krisenwährung nachkommt. Dementsprechend hätte Gold in dem unsicheren Umfeld an Wert gewinnen müssen. Es scheinen also andere Faktoren dazu beigetragen haben, dass sich die wachsende Unsicherheit nicht im Goldpreis widerspiegelt. Ein wichtiger Grund sind mit Sicherheit die steigenden Zinsen in den USA. Durch das höhere Zinsniveau wird Gold als Anlageklasse unattraktiver, da es keine laufenden Erträge abwirft. So ist es auch für risikoaverse Anleger interessanter, in US-Anleihen zu investieren. Dies zeigt auch die Aufwertung des USD auf unter 1,14 EUR/USD. Mit vermutlich zwei weiteren Zinsschritten in diesem Jahr und weiteren Zinserhöhungen in 2019

sollte Gold auch in Zukunft eher an Attraktivität verlieren. Vor diesem Hintergrund ist es auch nicht verwunderlich, dass Spekulanten massive Short-Positionen auf Gold aufgebaut haben. Die Anzahl der Short-Positionen im Verhältnis zu Long-Positionen ist aktuell auf dem höchsten Wert seit Einführung der Statistik. Noch ein weiterer Faktor dürfte zuletzt dazu geführt haben, dass der Goldpreis sinkt. Mit der Währungskrise in der Türkei wird es für das Land immer schwieriger, sein Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Hier macht es den Anschein, als hätte die Türkei einen Teil der (erheblichen) Goldreserven verkauft und somit ebenfalls zum Preisdruck beigetragen. Dies könnte sich weiter fortsetzen. Wer also kein Anhänger von Weltuntergangsszenarien ist, sollte sich die Goldanlage zumindest gut überlegen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	16.08.2018	09.08.2018	13.07.2018	15.05.2018	15.08.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	17:33	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25507	0,0%	1,9%	3,2%	15,9%	3,2%
S&P 500	2844	-0,3%	1,5%	4,9%	15,4%	6,4%
Nasdaq	7774	-1,5%	-0,7%	5,7%	22,8%	12,6%
DAX	12248	-3,4%	-2,3%	-5,6%	0,6%	-5,2%
MDAX	26421	-2,1%	0,0%	-0,6%	6,6%	0,8%
TecDAX	2889	-2,0%	2,3%	4,2%	28,0%	14,2%
EuroStoxx 50	3380	-3,3%	-2,2%	-5,2%	-2,4%	-3,5%
Stoxx 50	3064	-2,3%	-0,8%	-2,4%	0,1%	-3,6%
SMI (Swiss Market Index)	8999	-1,6%	1,6%	0,1%	-0,2%	-4,1%
FTSE 100	7560	-2,4%	-1,3%	-2,1%	2,4%	-1,7%
Nikkei 225	22192	-1,8%	-1,8%	-2,7%	12,3%	-2,5%
Brasilien BOVESPA	77208	-2,0%	0,8%	-9,3%	13,0%	1,1%
Russland RTS	1069	-2,5%	-10,1%	-9,3%	4,1%	-7,4%
Indien BSE 30	37664	-0,9%	3,1%	6,0%	19,8%	10,6%
China Shanghai Composite	2706	-3,2%	-4,4%	-15,2%	-16,8%	-18,2%
MSCI Welt (in €)	2116	-0,5%	1,3%	4,1%	11,9%	5,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1023	-3,4%	-2,7%	-7,2%	0,3%	-7,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	64	16	538	-71	146
Bobl-Future	132,46	38	24	178	-17	85
Schatz-Future	112,05	5	2	19	-11	8
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	-1	1	0	-10	0
3 Monats \$ Libor	2,31	-3	-2	-1	100	62
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	0	2	-2	76	0
10-jährige US Treasuries	2,88	-6	5	-21	61	47
10-jährige Bunds	0,31	-7	3	-33	-5	-11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	-1	6	5	5	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,11	-5	-5	-23	0	2
US Treas 10Y Performance	565,42	0,7%	-0,1%	2,2%	-3,1%	-2,8%
Bund 10Y Performance	623,24	0,8%	0,5%	4,0%	2,8%	2,6%
REX Performance Index	486,27	0,4%	0,1%	1,6%	0,7%	1,2%
IBOXX AA, €	0,64	-5	-9	-24	-8	-3
IBOXX BBB, €	1,54	0	-1	1	26	31
ML US High Yield	6,58	7	-4	7	46	43
JPM EMBI+, Index	778	-1,6%	-2,9%	-1,7%	-6,1%	-7,0%
Wandelanleihen Exane 25	7336	0,0%	-0,7%	-1,9%	2,5%	-0,8%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	414,17	-2,4%	-4,8%	-6,3%	-5,4%	-4,2%
MG Base Metal Index	301,54	-6,6%	-4,7%	-14,6%	-7,0%	-16,0%
Rohöl Brent	71,00	-1,7%	-6,0%	-10,0%	40,5%	6,6%
Gold	1179,40	-2,8%	-5,1%	-8,9%	-7,2%	-9,5%
Silber	14,46	-6,4%	-8,8%	-11,2%	-13,3%	-15,0%
Aluminium	1997,50	-3,1%	-3,3%	-14,2%	-2,8%	-11,5%
Kupfer	5759,00	-7,1%	-7,4%	-14,9%	-9,2%	-20,1%
Eisenerz	67,72	-1,8%	7,1%	0,2%	-7,7%	-5,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1727	1,9%	3,7%	17,6%	47,7%	26,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1391	-1,7%	-2,2%	-4,1%	-3,0%	-5,0%
EUR/ GBP	0,8950	-0,5%	1,3%	1,8%	-1,8%	0,8%
EUR/ JPY	126,14	-2,1%	-3,7%	-3,5%	-2,7%	-6,6%
EUR/ CHF	1,1335	-1,5%	-3,2%	-4,8%	-0,7%	-3,1%
USD/ CNY	6,8792	0,8%	2,8%	7,8%	2,9%	5,7%
USD/ JPY	110,75	-0,3%	-1,5%	0,4%	0,1%	-1,7%
USD/ GBP	0,7860	1,1%	3,8%	6,1%	1,0%	6,3%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.