



Wofür sparen wir überhaupt bei diesen tiefen Zinsen?

Nach dem unerwarteten Ausgang der Brexit-Abstimmung sind die Zinsen für Anleihen weltweit nochmals kräftig gefallen. Was steckt dahinter? Wie sicher sind in dieser fragilen Situation unsere Altersguthaben? Lohnt sparen noch? Wie hat es überhaupt dazu kommen können? Und wie wird die Politik reagieren? Mit diesem und anderen Fragen befasst sich nachfolgender Beitrag, der zu einem erstaunlichen Ergebnis kommt: Die Ausweitung der Staatsschulden ist wohl unausweichlich. Dies wird aber als Teil der Lösung gesehen, die Probleme sind anderer Natur.

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

«So schön, jetzt ist unsere Jüngste auch ausgelernt!» Helga hat den Kommentar auf Facebook gepostet. Dazu ein Familienfoto, das Helga und Wolfgang als stolze Eltern neben ihrer Tochter Sara zeigt, die ihr frischerworbenes Bachelordiplom mit Auszeichnung in der Hand hält. Wolfgang kann sich ein Schmunzeln nicht verkneifen angesichts der vielen «Likes» und Glückwunschbekundungen, die Helga als Reaktion auf ihr Foto erhält.

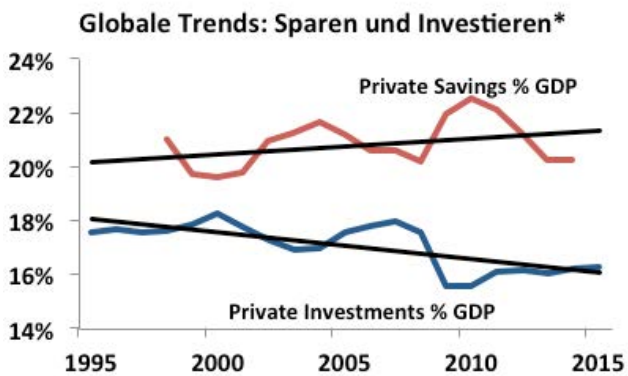
Um die Zukunft ihrer Kinder machen sie sich jetzt keine Sorgen mehr. Das war früher anders. Wolfgang muss an die vielen Entbehrungen denken, die sie erdulden mussten. Den Traum eines eigenen Heims konnten sie sich mit Hilfe einer Hypothek zwar erfüllen. Aber für eine gute Ausbildung der Kinder hat sein Mechaniker-Lohn dann doch nicht ganz gereicht, Helga musste ein Teilzeitpensum als Verkäuferin annehmen. So konnten sie nur wenig Bares auf die Seite legen. «Wird sich das jetzt ändern?», fragt Wolfgang skeptisch seine Frau. «Ich denke schon, es sind jetzt noch gut zehn Jahre hin, bis wir beide pensioniert sind – und wir bekommen ja noch Zinsen auf unseren Ersparnissen.» «Aber reichen diese Zinsen aus, um genug für unser Alter anzusparen?» Helga und Wolfgang beschließen, Rat bei einem Vermögensberater zu suchen.

«Sparen lohnt immer!», der Vermögensberater versucht konstruktiv auf Wolfgangs Skepsis einzugehen, «unser Konsumverzicht wird durch Zinsen entschädigt. Denn sehen Sie, wir Menschen

schätzen Güter in der Gegenwart grundsätzlich mehr als in der Zukunft. Um die Metapher eines namhaften Wirtschaftsjournalisten zu benutzen: Ein sicherer Apfel heute ist wertvoller als der unsichere Erhalt eines Apfels in einer Woche^[1]. Und weil das so ist, sind Menschen nur bereit, für einen unsicheren Apfel in der Zukunft zu sparen, wenn sie dafür mit einem positiven Zins entschädigt werden.» «Ich hab aber mehr als genug Äpfel heute!», fällt Wolfgang dem Berater ins Wort. «Und was sollen wir mit unsicheren Äpfeln in der Zukunft. Gerade für die Zukunft brauchen wir doch Sicherheit?»

Diese kleine Geschichte bringt das heutige Problem mit dem Sparen auf den Punkt. Helga und Wolfgang gehören der geburtenstarken Generation der Babyboomer an. Diese Generation bereitet sich jetzt auf den Altersruhestand vor. Viele von ihnen sind noch voll im Saft und überaus produktiv. Sie sind gut im «Äpfel» pflücken und produzieren mehr als sie, ihre Kinder und wir alle essen mögen. Sie brauchen also diese «Äpfel», die sie produzieren, jetzt gar nicht, sondern erst in der Zukunft, im Alter, das sie noch lange genießen wollen. Sie müssen sparen, um ihren Altersruhestand zu finanzieren.

Aber das Ersparte sollte in Dinge und Projekte investiert werden, die uns Wohlstand in der Zukunft bringen. Leider sind solche langfristige Projekte, die Unterstützung finden, zu spärlich vorhanden. Wie folgende Grafik zeigt, sparen Private und Unternehmen immer mehr, sind aber gleichzeitig immer weniger bereit, in eigene Zukunftsprojekte zu investieren.



*Ungewichteter Durchschnitt (USA, UK, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien)
Quelle: OECD

Was diese Grafik zwar nicht zeigt: Ein Teil dieser privaten Ersparnisse fließt durchaus als Investitionen ins Ausland, zu den aufstrebenden Märkten zum Beispiel, aber der Grossteil der Differenz zwischen privaten Ersparnissen und Investitionen bleibt trotzdem im jeweiligen Land und finanziert dort das öffentliche Staatsdefizit. Das Problem bei den privaten Investitionen im Inland: Von den wenigen zukunftssträchtigen Projekten, die es gibt, verlangen wir auch noch kurzfristig sicheren Gewinn. Im vielen Bereichen der Wirtschaft werden seit längerem nur noch Projekte unterstützt, die versprechen, spätestens nach drei Jahren Profit abzuwerfen. Natürlich gibt es auch Bereiche, die Pharmabranche, die Biotechnologie, die Informations-Technologien und viele andere innovative Bereiche, wo das nicht so ist, wo sogar grosse Aufbruchsstimmung in der Innovationsförderung herrscht, aber aufs Ganze gesehen fallen diese Beiträge viel zu wenig ins Gewicht. Das viele Geld der Babyboomer sucht sicherere Anlagen.

Um bei der Metapher mit den «Äpfeln» zu bleiben: Helga und Wolfgang müssten eigentlich jetzt aufhören «Äpfel» zu pflücken, nur weil sie gut im Apfelpflücken sind, sondern beginnen «Bäume» zu pflanzen, etwas, das sie nicht beherrschen und bewusst langfristige Risiken in Kauf nehmen, damit sie im Alter wieder frische «Äpfel» haben.

These 1: Der erhöhten Sparneigung heute entsprechen zu wenig sichere und zukunftssträchtige Investitionsmöglichkeiten. Auch ist unsere Bereitschaft zu gering, in unsichere Zukunftsprojekte zu investieren. Deshalb sind die Zinsen tief, so tief, dass wir jetzt schon «keinen sicheren Apfel in einer Woche mehr schätzen ist als einen Apfel heute».

Je mehr wir also sparen und je sicherer wir das Geld anlegen wollen, mit desto weniger Zins werden wir dafür belohnt ... was uns veranlasst, noch mehr zu sparen, mit dem Effekt, dass die Zinsen noch tiefer fallen ... ein Teufelskreis.

Das Zeitalter der Säkularen Stagnation

Der ehemalige US-Finanzminister und Wirtschaftsprofessor Lawrence Summers nennt das gerade beschriebene Phänomen «Säkulare Stagnation»^[2]. Nach diesem Konzept gibt es einen sogenannten «neutralen» oder «natürlichen» Realzins, der Ersparnisse und Investitionen in Balance hält. Ein Überschuss an Investitionen

treibt den «natürlichen» Realzins nach oben, ein Überschuss an Ersparnissen bewirkt das Gegenteil: tiefere Realzinsen. Nach Summers tritt Säkulare Stagnation dann auf, wenn der «natürliche» Realzins so tief sinkt, dass er mit konventioneller Notenbank-Politik gar nicht mehr erreicht werden kann. Die Realzinsen der Notenbank sind dann höher als der hypothetische «natürliche» Realzins, welcher Ersparnisse und Investitionen ins Gleichgewicht bringen würde. «Ab diesem Punkt», so Summers, «übertrifft die erwünschte Höhe an Ersparnissen die erwünschte Höhe an Investitionen, was zu einer Nachfragerücke und zu gehemmtem Wachstum führt.»^[2] Summers sieht verschiedene Gründe für diese erhöhte Spar- und reduzierte Investitionsneigung in den entwickelten Ländern: «Das vermehrte Sparen wird getrieben durch eine Zunahme der Ungleichheit und [eine Zunahme] des Einkommensanteils, der an die Vermögenden geht, durch die zunehmende Unsicherheit über die Länge des Ruhestands und die dann verfügbaren Leistungen Die Verminderung der Investitionen wird getrieben durch tieferes Wachstum der Erwerbstätigkeit, die Verfügbarkeit von billigeren Kapitalgütern und die restriktivere Kreditvergabe.»

Helga und Wolfgang wollen sparen für ihr Alter, aber sie sind nicht bereit, die dafür adäquaten Investitionsrisiken einzugehen. Sie wollen schliesslich Sicherheit. Sie sind Babyboomer: die heute zahlenmässig dominierende Generation. Mit Helga und Wolfgang ist ihre gesamte Generation mit den gleichen Problemen konfrontiert, auf die alle mit denselben Präferenzen reagieren. Die wichtigste Ursache für die Säkulare Stagnation sind also demographische Entwicklungen. In der Altersvorsorge bekundet die dominierende Generation der Babyboomer ein sehr hohes Sicherheitsbedürfnis, das eine überhöhte Nachfrage nach sehr sicheren Anlagen zur Folge hat. Die sichersten Geldanlagen sind nach wie vor Staatsanleihen. Das bringt uns auf einen unerwarteten, aber – wie ich meine – aufschlussreichen Gedanken.

These 2: Die hohen Staatsschulden sind Folge unserer demographischen Entwicklung, nicht Ursache des Problems.

Der grösste Megatrend: das Bedürfnis nach mehr Sicherheit

Die grösste Illusion, der wir uns im Zeitalter des technologischen Fortschritts und des Machbarkeitsstrebens hingegeben haben, ist, Sicherheit mit Freiheit gleichsetzen zu können. Meine Freiheit ist die Sicherheit, aus mindestens zwei Alternativen wählen zu können. Aber dies bedeutet Unsicherheit für alle andern. Wenn die eine Alternative für mich ist, friedlich an der Strandpromenade Nizzas ein Fest mit Freunden zu feiern und die andere, zehn Meter weiter mit einem Lastwagen durch eine Menschenmenge zu rasen, dann bedeutet meine Freiheit grosse Unsicherheit für die andern. Dieses Dilemma zwischen Freiheit und Sicherheit nehmen wir immer stärker wahr, und unsere Bereitschaft nimmt laufend zu, wichtige Elemente unserer Freiheit der Sicherheit zu opfern.

Der US-amerikanische Politikwissenschaftler Stephen M. Walt sieht unsere liberale Weltordnung ernsthaft in Gefahr, ja er sieht diese regelrecht kollabieren^[3]. «In der Zeit nach dem Kalten Krieg

unterschätzen die Liberalen die Rolle des Nationalismus und andere Formen lokaler Identität», so Walt, «sie dachten, solche atavistischen Anhängsel würden allmählich aussterben, ..., oder geschickt ausbalanciert und gemanagt innerhalb wohlkonstruierter demokratischer Institutionen. Aber es stellt sich heraus, dass viele Leute vielerorts sich mehr um nationale Identitäten, historische Feindschaften, territoriale Symbole und traditionelle kulturelle Werte kümmern als um «Freiheit.»»

Viele Leute spüren das Dilemma von Sicherheit und Freiheit. Helga und Wolfgang haben Probleme mit dem ungesicherten Alterswohlstand. Sie sehen eine wachsende Ungleichheit, sie sehen ihren Wohlstand bedroht durch die Zuwanderung (Flüchtlingskrise). Und sie sind mehr und mehr geneigt, die Globalisierung, den freien Handel und die offenen Grenzen dafür verantwortlich zu machen. Ihre Sicherheit ist bedroht: die liberalen Rezepte haben in ihren Augen versagt.

These 3: Die Krise in den westlichen Demokratien ist eine Folge des Megatrends des Bedürfnisses nach mehr Sicherheit auf Kosten der Freiheit, welcher die liberale Weltordnung ernsthaft bedroht.

«Let's get fiscal!» – ein Weg aus dem Dilemma?

Im Jahre 2012 machte der US-amerikanische Ökonom Woody Brock einen interessanten Vorschlag^[4]. Damals schon hatten die USA eine exzessiv hohe Staatsschuldenquote. Trotzdem war das Wachstum schwach und die Arbeitslosigkeit hoch. Und trotzdem litt das Land daran, dass notwendige Investitionen in die Infrastruktur des Bundes fast gänzlich vernachlässigt wurden. Brock schlug vor, «gute» Schulden von «schlechten» zu unterscheiden. «Schlechte» Schulden, so Brock, wären solche, die für das herkömmliche Budgetdefizit verantwortlich sind. Und «gute» Schulden solche, die für nachhaltig langfristige Investitionen wie die Infrastruktur Verwendung fänden. Leider hat diese vorgeschlagene Diskussion über gute und schlechte Schulden nie stattgefunden, weder in Amerika noch anderswo. Das notorisch tiefe Wachstum haben wir immer noch, auch die notorisch tiefen Investitionen. Und die Infrastrukturen in den USA und auch in Europa sind immer noch nicht auf Vordermann gebracht. Viele liberale Ökonomen befürchten, dass eine Ausweitung der Staatsschulden hässliche sogenannte «Crowding-out-Effekte» nach sich ziehen würde. Die Erhöhung der Staatsschulden würde nach ihrer Auffassung interessante, sonst lukrative private Investitionen verdrängen, was enorme Fehlallokationen und Kapitalvernichtung mit sich brächte. Das Problem ist: Auch in vielen privaten Sektoren, also dort, wo der Staat kaum präsent ist, wird viel zu wenig investiert. Lawrence Summers' These dazu^[2]: «Indem sie die Zinsen so tief haben fallen lassen, senden die Märkte ein klares Signal aus, dass sie mehr, nicht weniger Staatsschulden wollen. Indem das Wachstum angekurbelt und Inflation ermöglicht wird, würde jetzt eine fiskalische Expansion viel eher weitere Investitionen anziehen als diese zu verdrängen.» Summers' These baut auf diesen Effekt des «Crowding-in» einer fiskalischen Expansion. Ich wage zu behaupten, bei allen Turbulenzen, die wir in der Politik und auf den Finanzmärkten sehen werden, es wird zunehmend klar,

dass in Zukunft eine Lösung nicht in der Abnahme der Staatsschulden gesucht werden wird, sondern umgekehrt in einer massiven fiskalischen Ausweitung, begleitet mit starken öffentlichen Investitionen in (hoffentlich) nachhaltige Zukunftsprojekte. Japan, das in seiner demographischen Entwicklung am weitesten fortgeschritten ist, wird am schnellsten vorangehen in der Umsetzung von Lawrence Summers' «Let's get fiscal!».

These 4: Eine Ausweitung der Schulden wird Teil der Lösung sein, wenn langfristig in die Zukunft investiert wird.

Demokratie als Wahl zwischen Populismus und selbstgefälliger politischer Elite?

Der Megatrend hin zu mehr Sicherheit bedeutet aber auch eine Veränderung in der demokratischen Legitimierung. Es gibt Leute, die behaupten, es sei ein Fehler gewesen, die Briten über den Brexit abstimmen zu lassen. Referenden seien ein Tummelfeld des (Rechts-)Populismus. Da mag manchmal etwas dran sein. Ein politisches System aber, dessen Exponenten die Sorgen und Ängste der Bürger nicht oder zu wenig ernst nehmen, wird auf kurz oder lang seine demokratische Legitimierung verlieren. Im Gegensatz zu Volksvertretern, die in politischen Fragen lediglich das Risiko einer Abwahl eingehen, sind es ja die Bürger selbst, die die Folgen politischer Entscheidungen tragen. Es ist exakt dieses immer stärker werdende Bewusstsein, welches die Bürger weltweit auf die Strassen treibt. Sie wollen sich weder vom Populismus verheizen lassen, noch weiter die Selbstgefälligkeit der politischen Eliten hinnehmen. Dabei gibt es durchaus Unterschiede. Europäer sehen sich – aufgrund der Erfahrungen ihrer konfliktreichen Vergangenheit – in erster Linie als Bürger einer Volksgruppe, einer Sprachgruppe, resp. einer Nation und erst in zweiter Linie als Mitglieder internationaler und globaler Vereinigungen. Dies muss die EU auf ihrem weiteren Weg berücksichtigen. Ein näheres Zusammenrücken in der EU wird nur möglich sein, wenn gleichzeitig die nationalen Interessen mit ihren lokalen Befindlichkeiten genügend Beachtung finden. Unter der Führung von Deutschlands Angela Merkel wird dies unter Umständen auch möglich sein: nämlich durch einen pragmatischen Umgang mit den Spannungen innerhalb der EU-Nationalstaaten. Aber es braucht auch den politischen Willen Brüssels dazu.

In den USA geht das Unbehagen der Bürger quer durch alle ethnischen und geographischen Trennlinien. Es ist dort vor allem die Mittelschicht, die von der politischen Klasse in Washington am meisten enttäuscht ist. Der Mittelschicht geht es immer schlechter und keine der etablierten Parteien kümmert sich darum. Es wäre überhaupt keine Überraschung, wenn Donald Trump im Herbst zum Präsidenten gewählt würde. Donald Trump, der mit seiner Anti-Establishment-Propaganda als einziger diese Mittelschicht anzusprechen vermag, würde diese wie alle ändern aber auch enttäuschen. Es ist eben ein Zeichen des Scheiterns der bestehenden demokratischen Ordnung in den USA, dass eine so grosse Bevölkerungsschicht ihre Interessen hier (noch) nicht durchsetzen kann.

These 5: Die westliche Politik wird zu mehr demokratischer Legitimierung finden müssen. Die Rückbesinnung auf Werte und Ansprüche der verschiedensten Bevölkerungsgruppen wird wichtiger.

Anlagekonklusion

Die Risiken, welche die verschiedenen Trennlinien und Spaltungen in der westlichen Bevölkerung in sich bergen, werden uns Anleger noch viele Jahre beschäftigen. Grundsätzlich darf man auf den Gestaltungswillen und die Gestaltungskraft der westlichen Demokratien, aber auch der politischen Systeme der aufstrebenden Märkte, wie China und Indien, bauen. Ein kluger Anleger wird aber in diesem Umfeld zwei Portfolios führen: Ein Teil des Vermögens, das Hauptportfolio, setzt auf das Gelingen einer kooperierenden und ausgleichenden Politik. Ein Teil wird er jedoch einem Nebenportfolio anvertrauen, einem, das sich mit dem Scheitern der kooperierenden Politik auseinandersetzt.

Das Hauptportfolio setzt auf globale Diversifikation. Es inkludiert alle globalen Asset-Klassen im Bestreben, die zu erwartenden abrupten Volatilitätsanstiege abzufedern. Der Druck, den das anhaltend tiefe Wachstum auf die Innovationskraft und das Investitionsklima der Wirtschaft ausübt, wird uns noch viele Jahre ein treuer Begleiter sein. Dies bedeutet längerfristig: anhaltend tiefe Zinsen und nur ganz langsam steigende Realrenditen. Kurz- bis mittelfristig müssen wir aber mit aufkeimenden Inflationsängsten rechnen, mit denen Anleger auf die fiskalische Expansion in den westlichen Industrienationen reagieren werden. Diese Inflationsängste werden kurzfristig die Zinsen (und eventuell aus das Gold noch weiter) ansteigen lassen. Die dann tatsächlich realisierte Inflation wird jedoch weit niedriger ausfallen als befürchtet, so dass jeder Anstieg der Zinsen als Kaufgelegenheit für hochrangige Anleihen genutzt werden sollte. In jeder Krisensituation winken so wieder kräftige Kurgewinne auf diesen Positionen. Aktien wird es weiter als Ertragslieferant brauchen und wie gesagt auch Anleihen als wichtige Quelle der Risikoreduktion. Wer sich jetzt schon vor einer platzenden Blase fürchtet, sollte wie immer etwas Risiko auch aus diesem Portfolio nehmen. Nachwievor glaube ich aber, dass sich dieser Finanzmarktzyklus gleich wie die letzten beiden entwickeln wird. Der lange Bullmarkt wird ganz typisch enden: Erst wenn die (US-) Geldpolitik noch viel restriktiver geworden ist und die kurzen Zinsen auf das Niveau der langen angehoben sein werden, wird die Blase platzen können. Damit es dazu kommt, muss der Optimismus bei den Anlegern zuvor noch stark ansteigen.

Nebem diesem Hauptportfolio sollte ein kluger Anleger aber auch ein substanzielles Risikoportfolio halten. Eines, welches das beste aus einem möglichen politischen Scheitern macht. Wie schon in einer früheren Ausgabe einmal erwähnt: Wenn Kriege bei uns drohen und Protektionismus sich breit macht, dann muss man seine Habe in derjenigen Jurisdiktion haben, die sie für uns am besten schützt. Das ist in der Regel auf dem Gebiet des Staates der Fall, der unseren Pass herausgegeben hat. Das Risikoportfolio ist also auf diesen Heimmarkt fokussiert (Homebias), setzt stark auf lokale Immobilien und andere lokal verfügbare Sach- und Nominalwerte.

Mit einem gesunden Mix von beiden Portfolios können Helga und Wolfgang getrost ihrer Pension entgegensehen. Am Schluss der Sitzung mit dem Vermögensberater wirkt Wolfgang wieder versöhnlich: «Ja, so macht sparen für uns wieder Sinn. Wenn es gut kommt mit der Politik, dann können wir unseren Lebensabend geniessen und wenn nicht, dann haben wir immerhin das beste aus unserer Situation gemacht. Wir haben für eine gute Ausbildung unsere Kinder gesorgt, die Hypothek auf unsere Wohnung abbezahlt und unsere weiteren Ersparnisse sind bei Ihnen in guten Händen!» «Was wollen wir noch mehr?», doppelt Helga nach, «ich bin mir ziemlich sicher, dass wir auch im Alter noch gebraucht werden. Ich jedenfalls freue mich jetzt schon darauf endlich Grossmutter zu werden!»

[1] Michael Rasch, NZZ, 1.6.2016:

www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/politik-der-europaeischen-zentral-bank-der-negativzins-hat-fatale-folgen-ld.85891

[2] larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/

[3] Stephen M. Walt, Foreign Policy, 26.6.2016:

foreignpolicy.com/2016/06/26/the-collapse-of-the-liberal-world-order-european-union-brexit-donald-trump/

[4] H. Woody Brock, 2012: American Gridlock. Why the Right and Left are Both Wrong. Commonsense 101 Solutions to the Economic Crises. Wiley, New Jersey.

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusage oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbietet oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: September 2016

HERAUSGEBER: OPIRO Finance Partners AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus Pirovino

GESTALTUNG: agentur mehrwert, Zelgweg 34, CH-5405 Baden

FOTO: Magnus Pirovino, Falera - Rheinschlucht (GR)

© 2016 OPIRO Finance Partners AG, Triesen (FL), www.opiro.li