

Principaux points à retenir

- Les crypto-actifs ont enregistré une performance négative en mai en raison de la congestion du réseau Bitcoin, qui se résorbe progressivement.
- En ce qui concerne le débat sur le plafond de la dette, l'augmentation des dettes budgétaires et les taux d'intérêt réels négatifs vont probablement constituer un effet de levier pour les cryptoactifs.
- Malgré la morosité actuelle du marché, certains grands acheteurs institutionnels semblent soutenir les prix à ces niveaux, ce qui se traduit par une forte activité d'accumulation en ce moment.

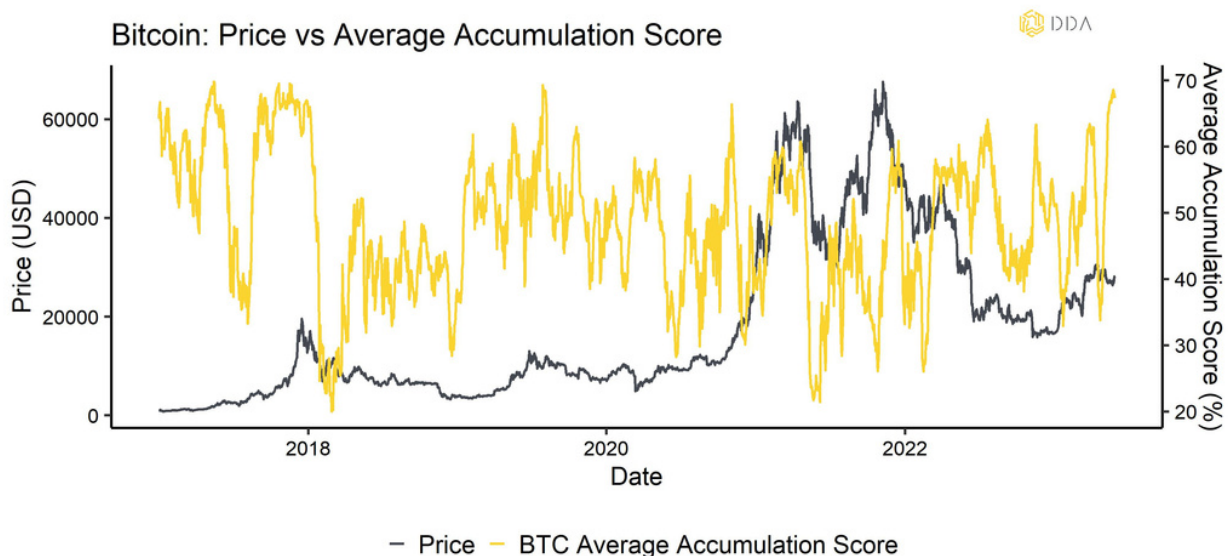
Auteur



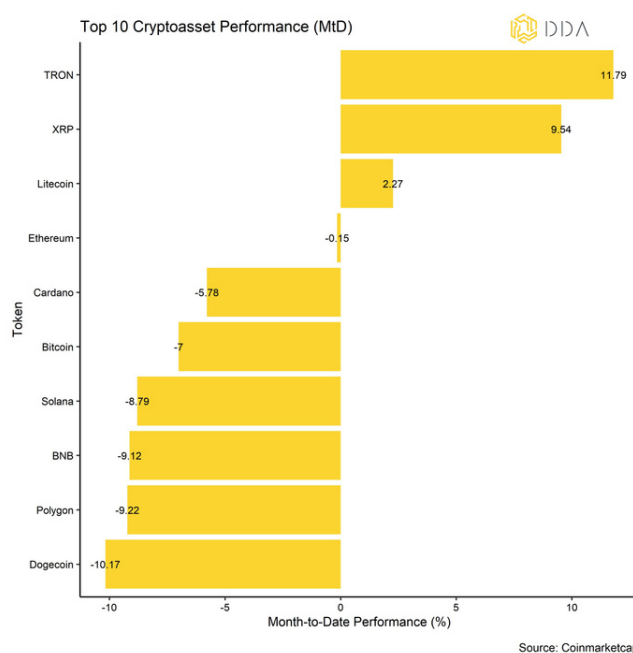
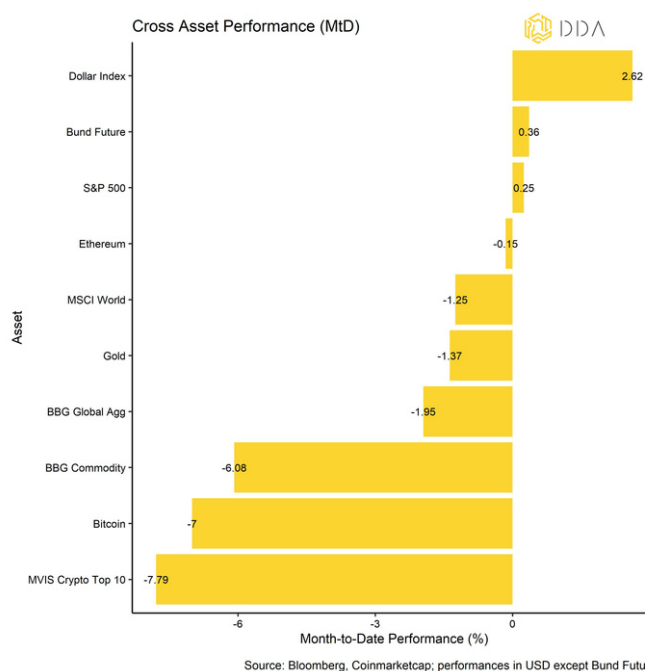
André Dragosch

Head of Research
research@deutschedigitalassets.com

Graphique du mois



Revue des performances



Les crypto-actifs ont affiché une performance négative en mai, principalement en raison de la congestion du réseau Bitcoin qui a augmenté l'aversion au risque parmi les utilisateurs et les investisseurs. Le problème étant plus spécifique au Bitcoin, l'Ethereum a réussi à surperformer de près de +700 points de base en mai.

La dispersion des performances entre les crypto-actifs a continué de s'accroître de manière significative au cours du mois dernier. Une augmentation de la dispersion signifie que les performances des crypto-actifs sont de plus en plus déterminées par des facteurs spécifiques aux pièces de monnaie plutôt que par des facteurs systématiques. Cette évolution s'est également accompagnée d'une augmentation de la surperformance des altcoins par rapport au bitcoin. Au mois de mai, 30 % des altcoins que nous suivons ont réussi à surperformer le bitcoin.

En général, parmi les 10 principaux crypto-actifs, TRON, XRP et Litecoin ont été les plus performants. TRON a été soutenu par la perspective que les investisseurs de détail de Hong Kong seront autorisés à négocier sur son échange affilié Huobi. Le XRP a été soutenu par des attentes positives concernant l'issue du procès en cours contre la SEC. Litecoin a été principalement soutenu par une augmentation de l'activité du réseau qui semble être liée à la réduction de moitié prévue pour le début du mois d'août.

De même, nos propres produits DDA passifs se sont comportés de la même manière en mai :

DDA Product Performance Overview (%)

	Year-to-Date	1 month	3 months	6 months	12 months
DDA Physical Bitcoin ETP	62.6	-7.7	14.6	59.5	-15.4
DDA Physical Ethereum ETP	55.1	-1.8	13.2	46.3	-5.8
DDA Physical Apecoin ETP	-13.6	-22.1	-39.4	-22.1	NA
DDA BITA20 Crypto Asset Index Fund	40.5	-3.4	4.3	26.1	-16.0
DDA Absolute Return Multi Strategy	3.7	-2.4	-2.8	2.9	-5.5
DDA Smart Beta Diversified Strategy	48.0	-7.4	7.8	39.5	-16.7

Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets; all information are subject to change; past performance not indicative of future returns

De plus, les marchés ont été erratiques en mai, sans véritable tendance et avec une forte compression de la volatilité. Cet environnement a été compliqué pour nos stratégies actives, qui ont légèrement souffert.

Les actifs financiers traditionnels ont pour la plupart évolué de manière latérale au cours du mois de mai. Les Bunds allemands ont surperformé le S&P 500 tandis que le dollar a progressé. Les actifs risqués ont été principalement freinés par le fait que la Fed a procédé à une nouvelle hausse des taux au début du mois de mai et qu'elle a continué à donner des indications plutôt optimistes.

Toutefois, des divergences significatives sont apparues en filigrane sur le marché boursier, certaines valeurs à forte capitalisation, telles que Nvidia, ayant atteint des sommets pluriannuels grâce à la récente euphorie de l'intelligence artificielle. Dans le même temps, l'ampleur globale du marché boursier américain reste très faible.

Conclusion: Les crypto-actifs ont affiché une performance négative en mai, principalement en raison de la congestion du réseau Bitcoin qui a augmenté l'aversion au risque parmi les utilisateurs et les investisseurs. L'Ethereum a nettement surperformé le Bitcoin, tandis que la surperformance générale des altcoins a commencé à se redresser à partir de niveaux plus bas.

Commentaire sur la macroéconomie et les marchés

L'allègement du plafond de la dette semble avoir servi de catalyseur positif pour l'instant. La semaine dernière, les législateurs américains se sont mis d'accord sur une extension de la limite de la dette d'environ 4 trn USD à ~35,4 trn USD jusqu'à environ janvier 2025 et se sont soumis à (seulement) environ 50 trn USD de réduction des dépenses.

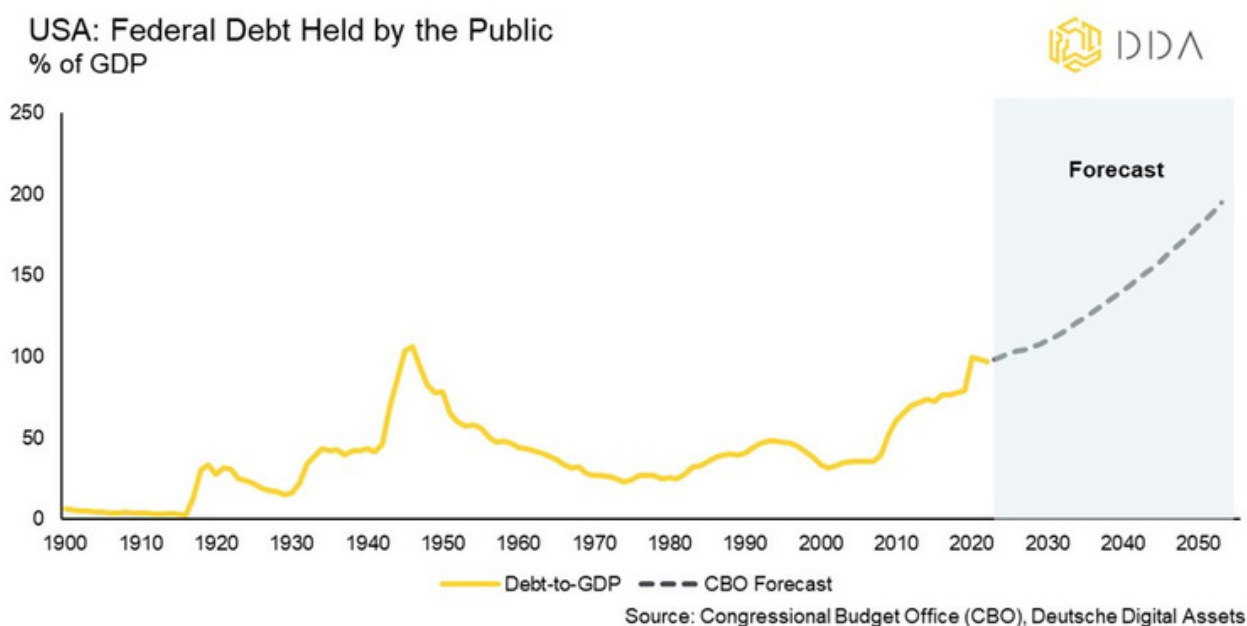
Le gouvernement américain paie actuellement 76 milliards de dollars par mois (912 milliards de dollars par an) pour les seuls intérêts. C'est plus que les dépenses annuelles pour la sécurité sociale et l'armée. Les charges d'intérêt sont donc déjà le premier poste financier des dépenses du gouvernement américain.



Dans le même temps, le gouvernement fédéral américain accuse un déficit budgétaire annuel de -1,94 trillion de dollars par an.

Il est donc mathématiquement certain que la dette totale continuera d'augmenter à l'avenir.

En effet, selon ses dernières estimations, le Congressional Budget Office (CBO) prévoit que la dette fédérale détenue par le public (qui exclut les engagements intergouvernementaux) atteindra 118 % du PIB en 2033 et 195 % en 2053, contre 97 % du PIB à la fin de 2022 :



Une nouvelle récession aux États-Unis va très probablement accélérer l'augmentation du ratio dette/PIB, car les récessions sont généralement un double fléau pour ce ratio, en raison de l'augmentation des dépenses publiques pour les mesures de relance et la sécurité sociale, et de la baisse des recettes publiques par le biais des impôts.

Considérons la formule suivante :

$$\Delta \frac{Debt(t)}{GDP(t)} = \Delta Debt(t) - \Delta GDP(t)$$

$$\Delta \frac{Debt(t)}{GDP(t)} = (Primary\ Budget\ Balance(t) + r * Debt(t - 1)) - \Delta GDP(t)$$

L'une des mesures les plus importantes en matière de viabilité budgétaire est le ratio dette/PIB. Certains chercheurs affirment que les ratios dette/PIB supérieurs à 60 % ont déjà augmenté historiquement la probabilité de défaillance souveraine de manière significative.

La variation du ratio dette/PIB peut être décomposée en la variation du solde budgétaire primaire plus l'intérêt moyen payé (r) sur le stock de la dette moins la croissance du PIB. En d'autres termes, pour que le ratio dette/PIB reste constant, le PIB doit dépasser les charges d'intérêt sur les anciennes dettes et toute dette supplémentaire due aux déficits budgétaires primaires.

Toutefois, les derniers chiffres indiquent que la dette publique américaine par rapport au PIB a diminué, un processus qui semble s'être accéléré après la crise de Tchernobyl. La raison en est que le PIB nominal a augmenté plus rapidement que l'encours de la dette nominale, en particulier lors de la forte reprise économique qui a suivi la crise de Covid.

Cette reprise du PIB nominal est principalement due à l'augmentation du déflateur du PIB (c'est-à-dire de l'inflation) et moins à la croissance du PIB réel depuis 2022. Il est donc permis de penser que le gouvernement américain est peut-être déjà en train de "gonfler" la dette et de se livrer à ce que l'on appelle communément la "répression financière".

Cela a été très certainement le cas entre mars 2020 et mai 2022, lorsque les taux d'intérêt réels sur les TIPS américains à 10 ans étaient profondément négatifs. L'inflation anticipée au cours des dix années suivantes était donc supérieure au taux d'intérêt nominal payé.

Toutefois, au moment de la rédaction de ce rapport, les prévisions d'inflation pour les 10 prochaines années, basées sur les swaps IPC américains, sont d'environ 2,52 % par an, alors que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est actuellement de 3,73 % par an.

Cette situation pourrait changer à nouveau, lorsque la Fed entamera un nouveau cycle d'assouplissement de sa politique monétaire, ce qui devrait conduire à une baisse des taux d'intérêt nominaux et à une augmentation simultanée des attentes en matière d'inflation - un processus qui devrait faire baisser les taux d'intérêt réels.

Cela devrait finalement donner un coup de pouce aux actifs risqués, et en particulier aux crypto-actifs, grâce à un assouplissement des conditions financières, ce qui implique très probablement un affaiblissement du dollar américain.

Compte tenu du niveau élevé de la dette publique américaine, ce scénario semble également le plus probable.

Quoi qu'il en soit, l'augmentation de la dette budgétaire et les taux d'intérêt réels négatifs auront probablement un effet bénéfique sur les cryptoactifs.

D'une part, l'augmentation des dettes fiscales accroît la probabilité d'une défaillance souveraine et, par association, l'apparition d'une crise bancaire systémique. La récente saga de la SVB a montré que cette situation est nettement positive pour les crypto-actifs, en particulier le bitcoin.

D'autre part, si le gouvernement américain et la Fed continuent à s'engager dans la répression financière par le biais de taux d'intérêt réels négatifs dans les années à venir, cela se traduira par une augmentation des attentes en matière d'inflation en raison de l'assouplissement des conditions financières.

Toutefois, à très court terme, la résolution du plafond de la dette pourrait s'avérer être un vent contraire pour les crypto-actifs. En effet, le remplissage du compte général du Trésor (CGT) à la Fed, dû à l'augmentation des émissions d'obligations du Trésor, réduira les liquidités globales du système bancaire.

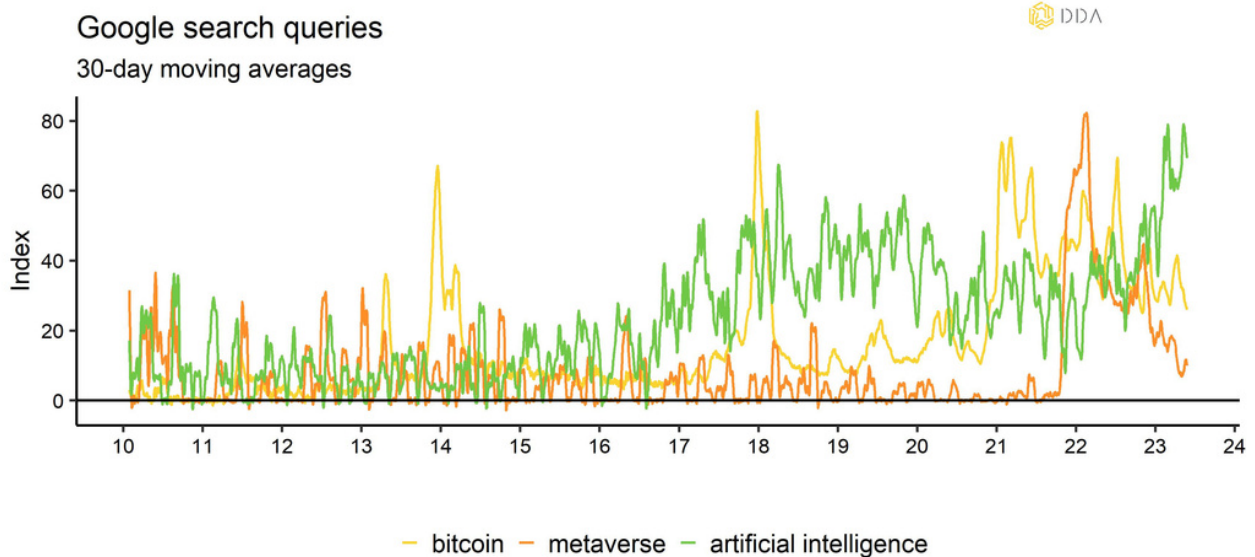


Bien que l'effet net du remplissage du compte général du Trésor ne soit pas tout à fait évident, car certains fonds investis dans les pensions de titres pourraient simplement passer aux bons du Trésor, on s'attend généralement à ce qu'il soit négatif pour la liquidité globale, ce qui pourrait peser sur les prix des cryptoactifs à court terme. Les prix des crypto-actifs ont montré une forte corrélation avec les changements dans la liquidité du système bancaire cette année.

Un autre point de discussion majeur entre les investisseurs a été le fait que le récent engouement pour l'IA a donné un fort élan aux actions des méga-capitalisations aux États-Unis, en particulier aux sociétés de semi-conducteurs comme Nvidia, qui pourrait être un grand bénéficiaire de l'IA en raison de son exposition commerciale aux centres de données.

D'un point de vue macroéconomique, le problème est que ces vents contraires à la croissance et aux bénéfices des entreprises sont plutôt à moyen terme. Toutefois, les titres bénéficiaires de l'IA, comme Nvidia, ont été les principaux soutiens du rallye de cette année sur le marché boursier américain. Des attentes trop optimistes pourraient ne pas se concrétiser pleinement, ce qui pourrait à nouveau créer une pression à la baisse.

Les attentes du marché sont donc déjà très élevées et l'attention portée au sujet de l'intelligence artificielle est extraordinairement forte si l'on en juge par le nombre très élevé de requêtes de recherche Google portant sur l'"intelligence artificielle". Le niveau des requêtes de recherche pour l'"intelligence artificielle" est déjà comparable aux pics des cycles passés pour le "bitcoin" (2014, 2017, 2021) et le "métaverse" (2022).



Source: Google Trends, Deutsche Digital Assets

En revanche, les recherches portant sur "bitcoin" ou "metaverse" n'indiquent aucune forme d'exubérance pour le moment.

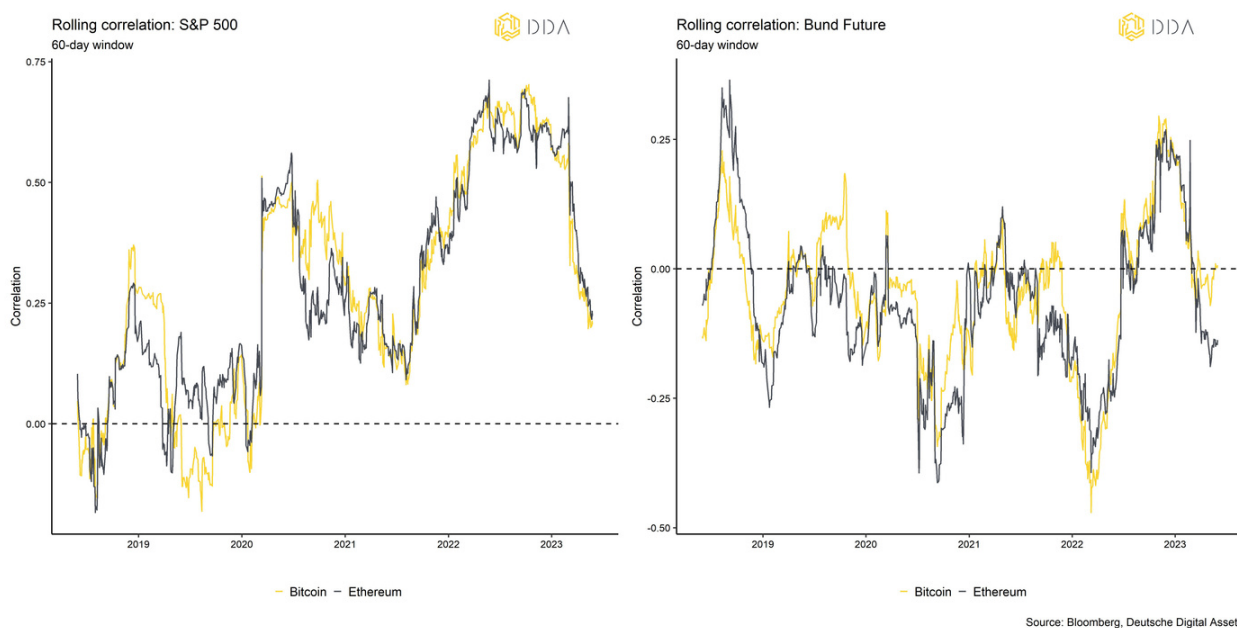
Entre-temps, le cours de l'action Nvidia se négocie à un niveau élevé de 23 fois le chiffre d'affaires et de 53 fois les bénéfices par action (base prospective sur 12 mois), alors que la moyenne pour le S&P 500 est de 2,3 fois le chiffre d'affaires et de 18,4 fois les bénéfices, respectivement. À l'heure où nous écrivons ces lignes, Nvidia est la 4th plus grande société du S&P 500 et la 3rd plus grande société du NASDAQ.

En outre, de moins en moins d'actions ont surperformé l'indice global, seuls 20 % des titres du S&P 500 ayant dépassé l'indice au cours des trois derniers mois selon les derniers chiffres, de sorte que la largeur du marché est très faible, ce qui est historiquement un précurseur de corrections majeures du marché.

Nous pensons que l'engouement pour l'IA devrait plutôt s'estomper à court terme et que, par conséquent, le récent engouement pour ce thème d'investissement pourrait entraîner des déceptions à court terme.

En ce qui concerne les crypto-actifs, seules des pièces mineures ont été directement exposées à l'engouement récent, et nombre d'entre elles ont une capitalisation boursière comparativement faible.

Néanmoins, une correction majeure des actions bénéficiaires de l'IA pourrait également constituer un risque pour les crypto-actifs, en particulier si les corrélations recommencent à augmenter. La bonne nouvelle est que les corrélations entre les crypto-actifs et les classes d'actifs traditionnelles ont récemment diminué de manière significative et sont maintenant à leur niveau le plus bas depuis deux ans pour les actions américaines.



Ainsi, pour les investisseurs multi-actifs, cela implique que la diversification dans les crypto-actifs a également été de plus en plus bénéfique.

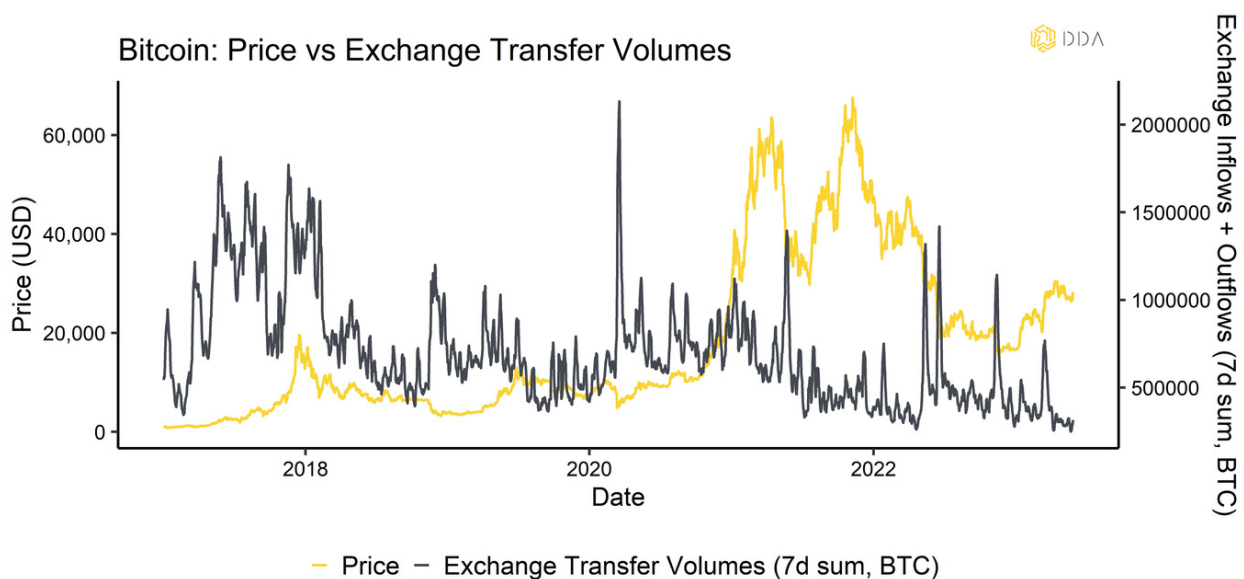
Conclusion : À moyen et long terme, l'augmentation de la dette budgétaire et les taux d'intérêt réels négatifs seront probablement des catalyseurs positifs pour les crypto-actifs. Toutefois, à court terme, un nouveau remplissage du TGA à la Fed en raison de la résolution du plafond de la dette pourrait être un vent contraire pour les cryptoactifs en raison d'une baisse de la liquidité nette globale.

L'engouement récent pour l'IA pourrait s'avérer être un frein pour les crypto-actifs, car ce thème d'investissement semble être surchargé/hypothéqué à court terme. La bonne nouvelle est que les corrélations entre les crypto-actifs et d'autres actifs financiers traditionnels tels que les actions ou les obligations ont considérablement diminué récemment.

Analyse de la chaîne

Le bras de fer entre les haussiers et les baissiers se poursuit, le marché s'étant enlisé dans un marché latéral/baissier pendant la majeure partie du mois.

Les baissiers soulignent que la liquidité a diminué tout au long du mois de mai, ce qui est généralement associé aux marchés baissiers. Par exemple, le volume des transferts vers et depuis les échanges de bitcoins a diminué, ce qui laisse présager une baisse des prix. D'un point de vue macroéconomique, la liquidité globale a diminué en raison du resserrement continu de la Fed et de la recharge anticipée du TGA par la Fed, qui va encore peser sur la liquidité (voir l'explication ci-dessus).

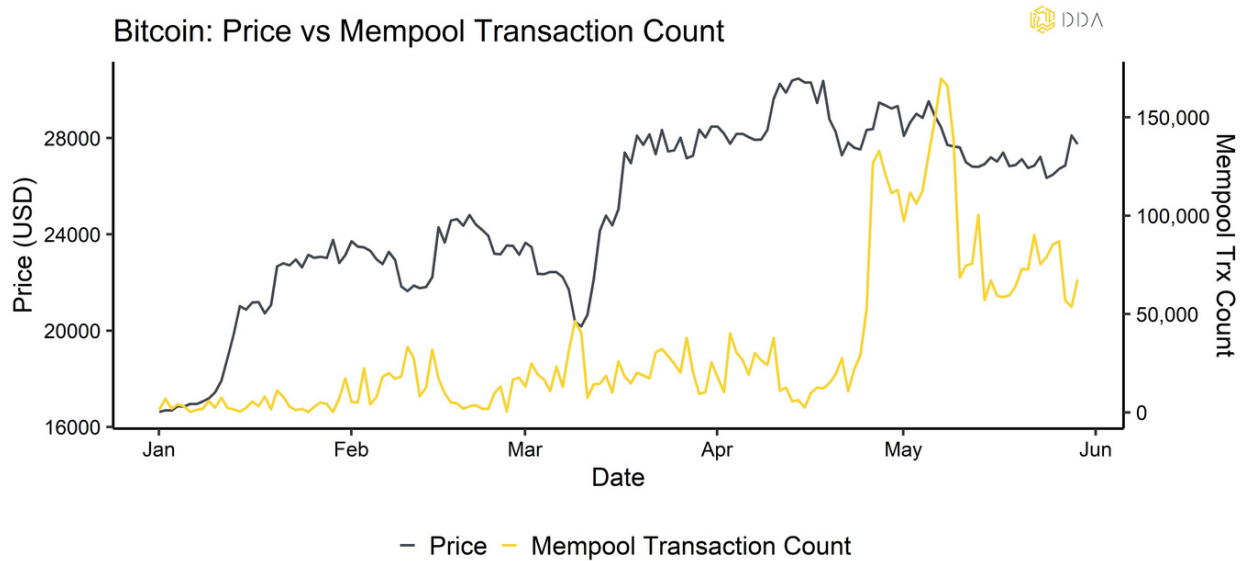


La faible liquidité a également entraîné une compression des fourchettes de négociation et de la volatilité au cours du mois de mai. Par exemple, l'indice DVOL de Deribit, qui mesure la volatilité implicite à un mois des options sur le bitcoin, est tombé à son plus bas niveau depuis le début de l'année. En outre, la volatilité réalisée du bitcoin a également chuté de manière significative. Selon Glassnode, ces régimes de faible volatilité ne représentent que 19 % de l'historique du cours du bitcoin.

La baisse de la liquidité survient à un moment où certains paramètres importants du réseau ont également diminué en raison des frais de transaction élevés qui ont dissuadé de nombreux utilisateurs d'effectuer des transactions via Bitcoin. Les principales mesures de la chaîne, telles que les adresses actives et les nouvelles adresses, ont diminué de manière significative en raison de la congestion du réseau Bitcoin, qui semble être due à une utilisation croissante des inscriptions pour frapper des jetons BRC-20 sur la chaîne de blocs Bitcoin.

Le degré d'encombrement du réseau Bitcoin a de nouveau diminué progressivement, mais reste élevé par rapport à la période précédant le mois d'avril.

Cela se voit également au nombre de transactions dans le pool de mémoire de Bitcoin qui attendent d'être récupérées par les mineurs :



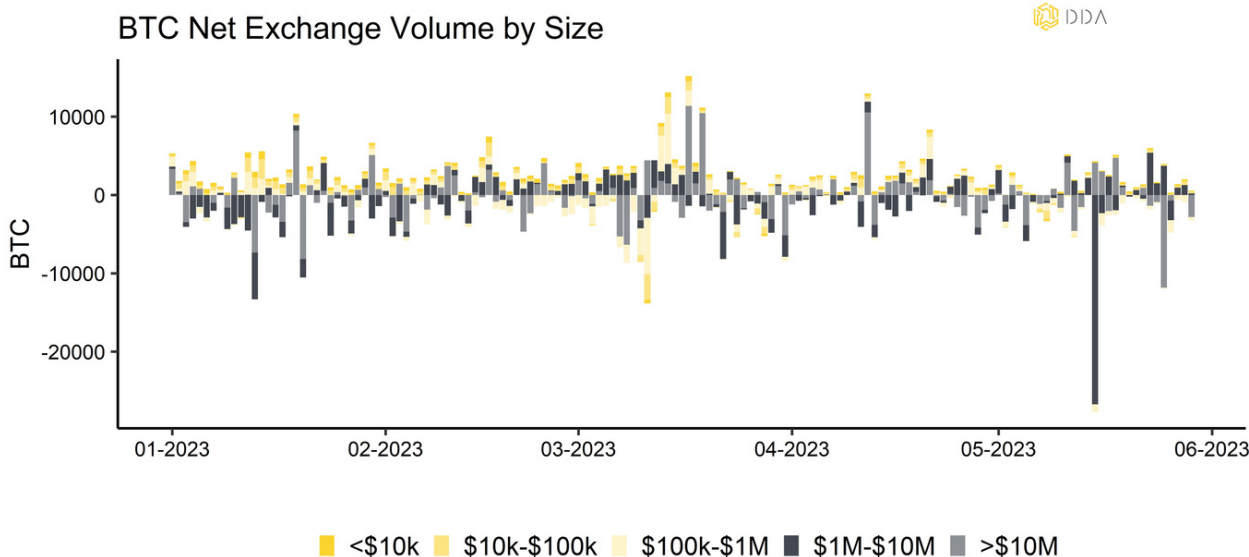
Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

Grâce au protocole Ordinals, la norme expérimentale BRC-20 permet la production et le transfert de jetons fongibles sur le réseau Bitcoin. Elle a été créée en mars 2023 pour permettre la frappe de jetons à utiliser avec le bitcoin. Au cours du mois de mai, la capitalisation boursière globale des jetons BRC-20 a atteint 1 milliard d'USD. Parmi ces jetons BRC-20, les plus populaires sont ORDI, PEPE et MEME.

Cela dit, d'importantes divergences sont apparues dans les indicateurs de base de la chaîne : Alors que les adresses actives ont chuté, d'autres indicateurs tels que le nombre total de transactions ou la taille totale des blocs ont atteint de nouveaux records sur la chaîne de blocs Bitcoin le mois dernier. C'est aussi l'une des raisons pour lesquelles notre mesure interne de l'activité globale du réseau Bitcoin reste proche de ses plus hauts niveaux historiques.

Il en va de même pour le taux de hachage et la difficulté du bitcoin, qui ont également atteint de nouveaux sommets.

En outre, les haussiers soulignent que les récentes corrections de prix ont été utilisées par les grands investisseurs pour accumuler davantage de pièces. En fait, le mois de mai a connu les sorties nettes de capitaux les plus importantes depuis décembre 2022, lorsque l'activité d'accumulation était très élevée.

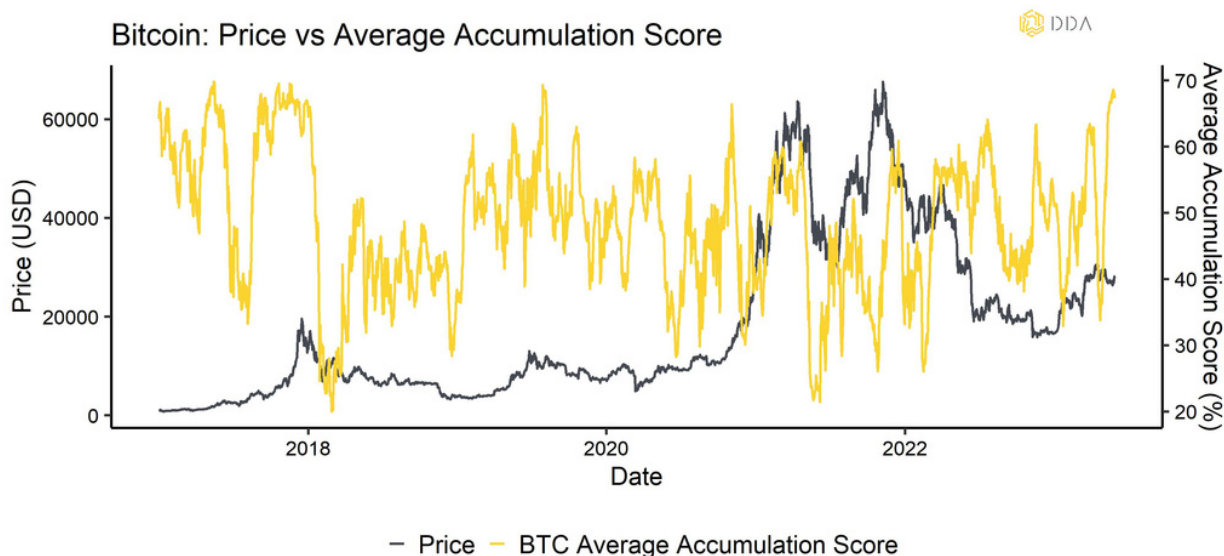


Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

Malgré une certaine morosité sur le marché actuellement, certains grands acheteurs institutionnels semblent soutenir les prix à ces niveaux. La sortie massive de Bitcoin de Coinbase à la mi-mai implique un intérêt d'achat institutionnel important à ces niveaux inférieurs. De fait, il s'agit de la plus importante sortie de Coinbase depuis le début de l'année.

En outre, mardi dernier (25/5/23), on a assisté à la plus importante sortie de fonds par portefeuille, soit plus de 10 millions de dollars. Ces sorties sont interprétées comme une augmentation de la pression d'achat, car les investisseurs les plus importants retirent généralement leurs pièces des exchanges pour les stocker dans un "cold storage".

En outre, notre mesure interne du score d'accumulation moyen dans les différentes cohortes de portefeuilles a augmenté pour atteindre le niveau le plus élevé depuis 2017, ce qui devrait au moins mettre un plancher sous les prix (Graphique du mois). Après une brève période de distribution, les portefeuilles Bitcoin ont en moyenne retrouvé un niveau d'activité d'accumulation très élevé.



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets, Own calculations



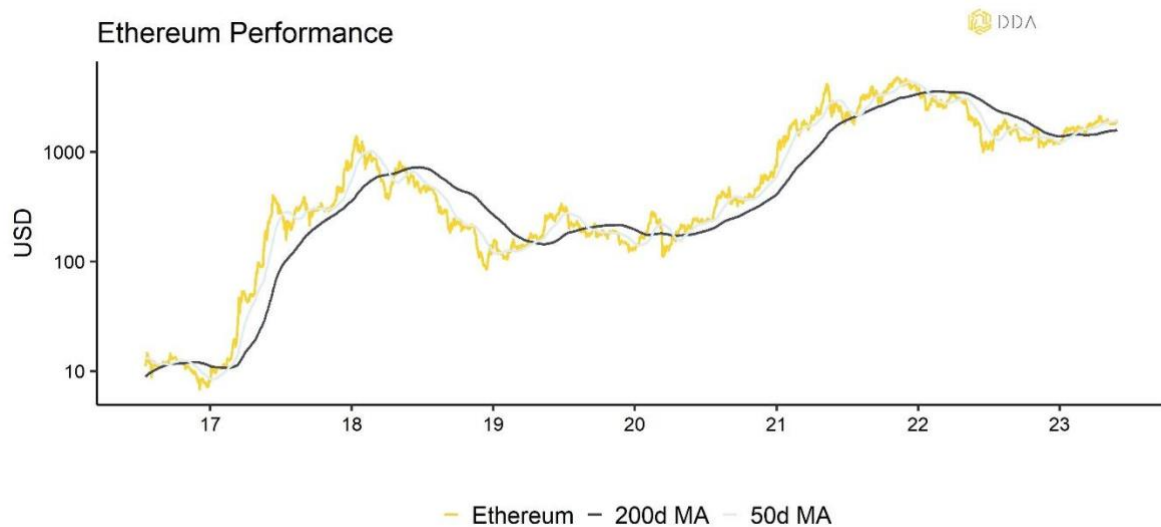
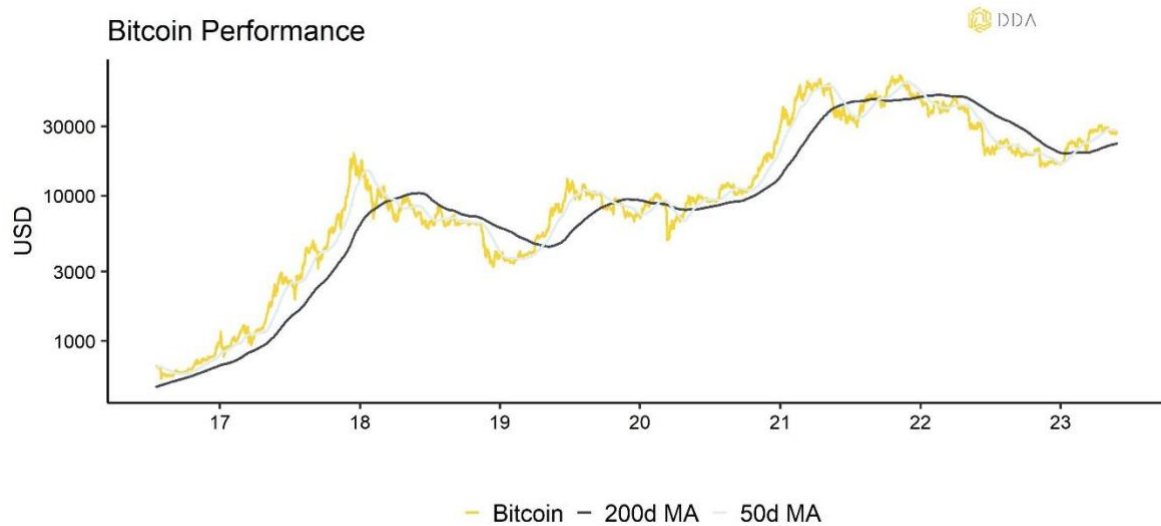
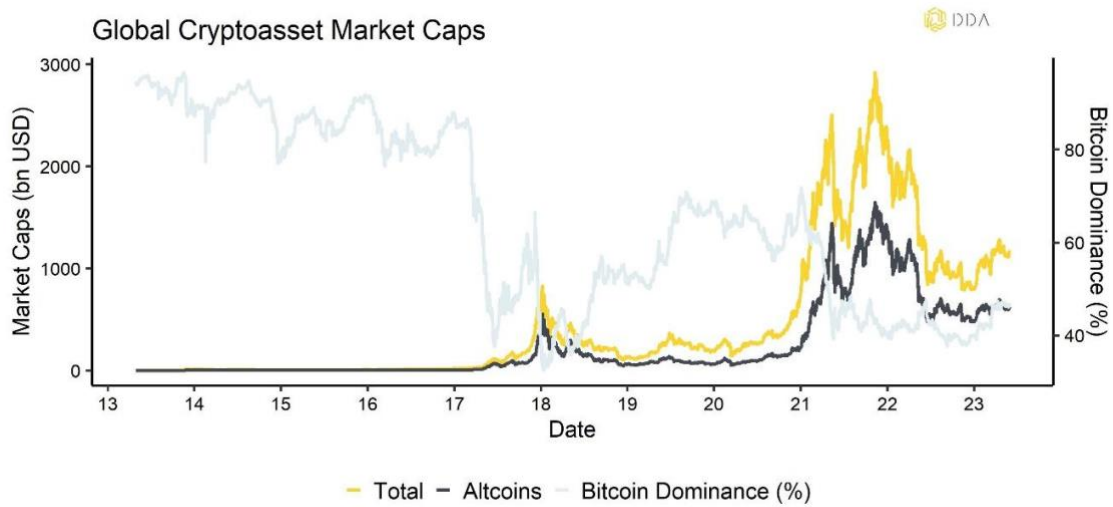
Cela est principalement dû à une augmentation de l'activité d'accumulation dans les petites cohortes de portefeuilles (jusqu'à 1 BTC) et dans les grandes cohortes de portefeuilles (100 à 100k BTC).

Dans l'ensemble, cela indique que les risques de baisse sont limités malgré la diminution des liquidités.

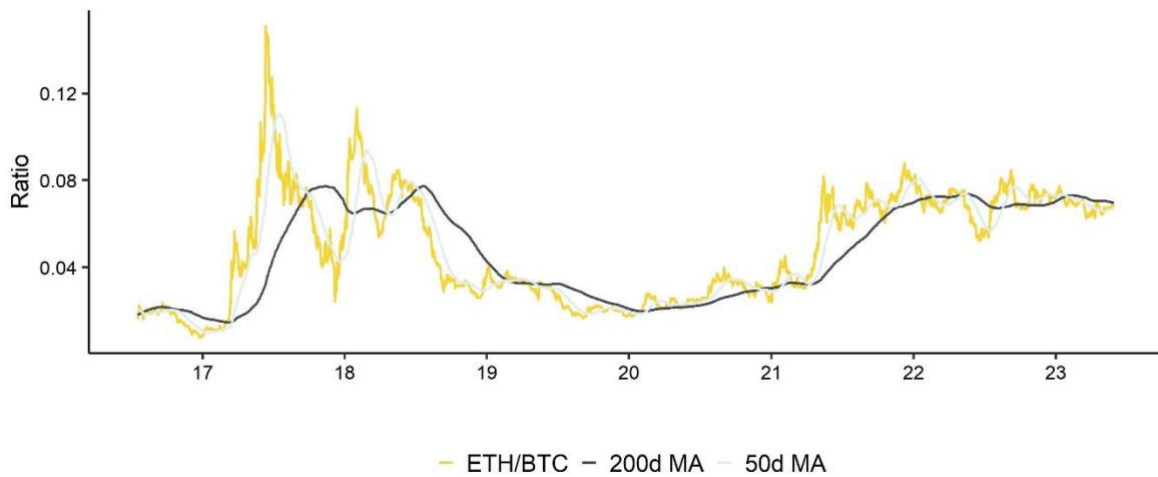
Conclusion : La baisse de la liquidité a principalement entraîné une compression des fourchettes de négociation et des volatilités. L'encombrement du réseau Bitcoin a de nouveau diminué progressivement mais reste relativement élevé. Malgré une certaine morosité sur le marché actuellement, certains grands acheteurs institutionnels semblent soutenir les prix à ces niveaux, ce qui peut être vu dans le degré élevé d'activité d'accumulation en ce moment.



Aperçu du marché des cryptoactifs



Ethereum vs Bitcoin Relative Performance

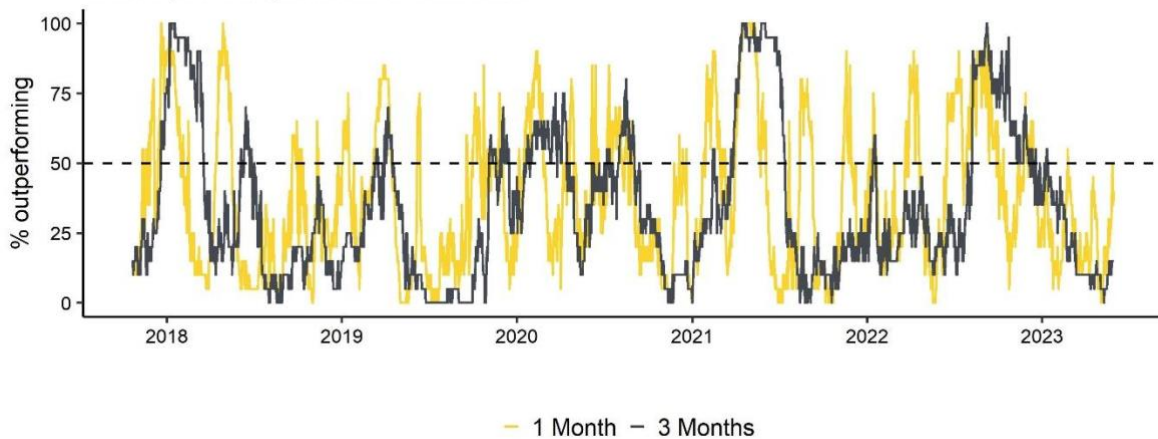


Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets

Altseason Index

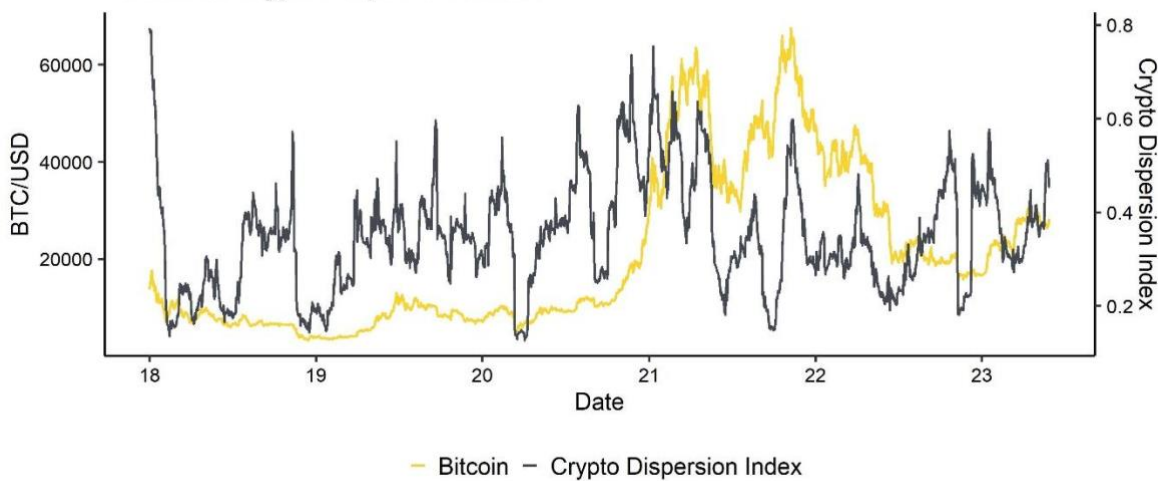


% of outperforming Altcoins versus Bitcoin



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets

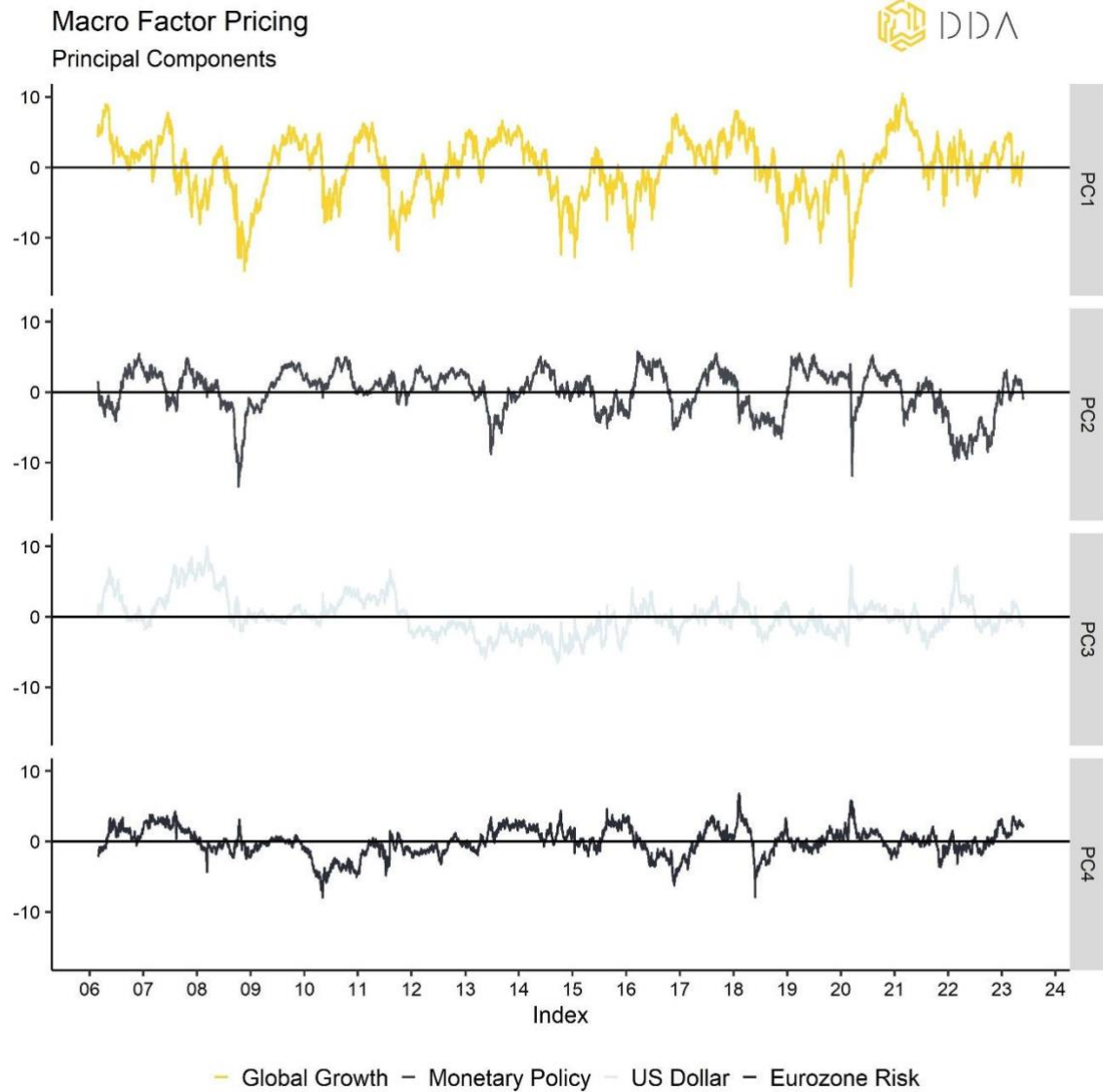
Bitcoin vs Crypto Dispersion Index



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets; Dispersion = (1 - Average Altcoin Correlation with Bitcoin)



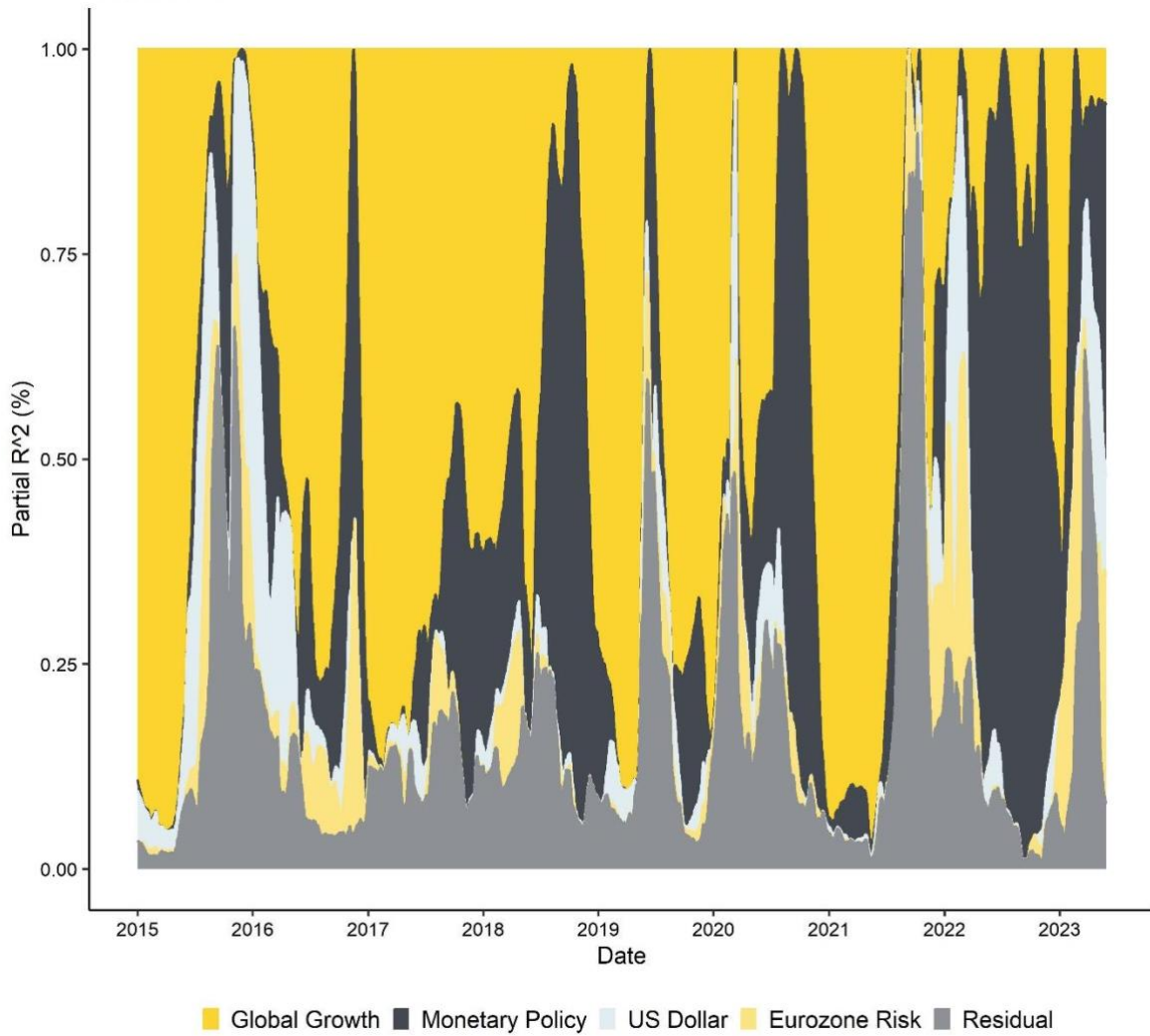
Cryptoactifs et macroéconomie



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



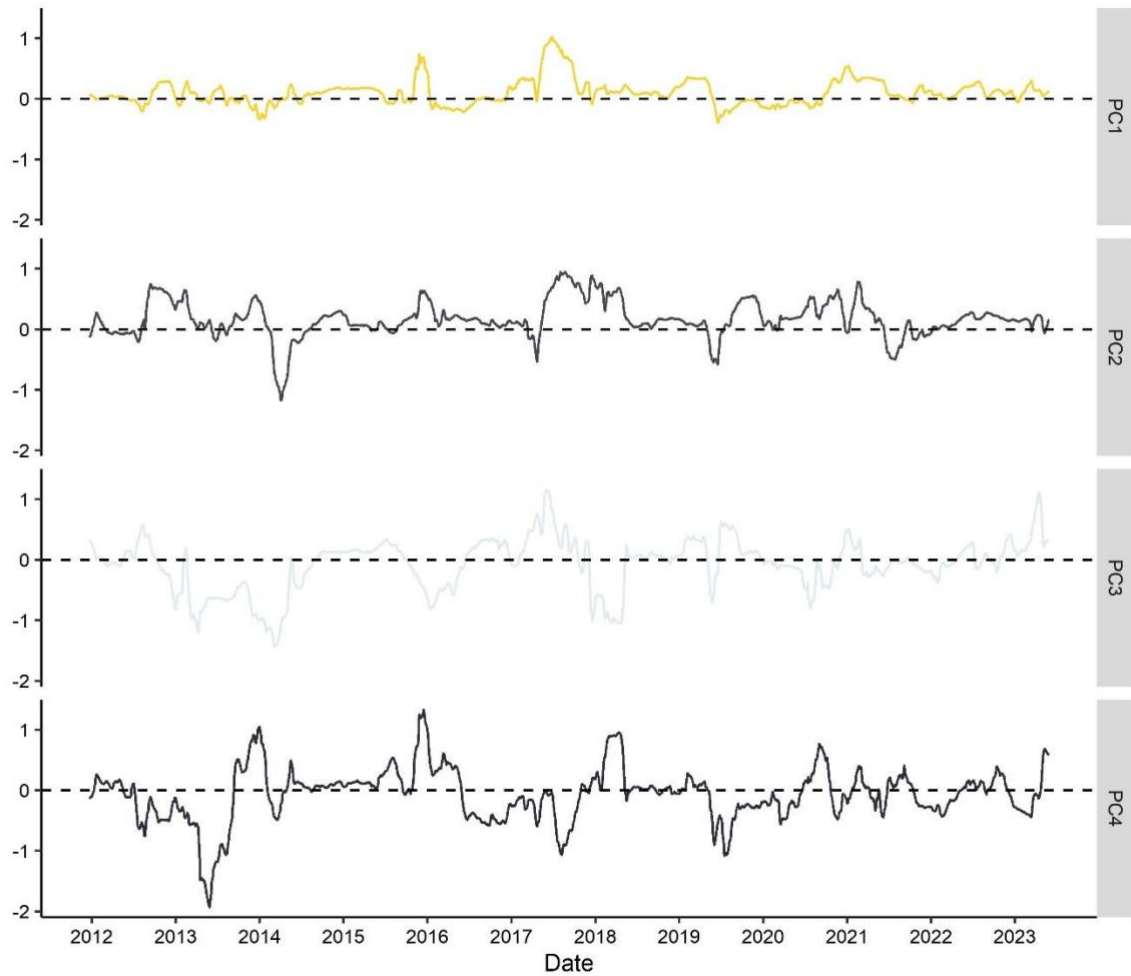
PC rolling part. R² for Bitcoin
120d window



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



PC rolling Betas for Bitcoin 120d window



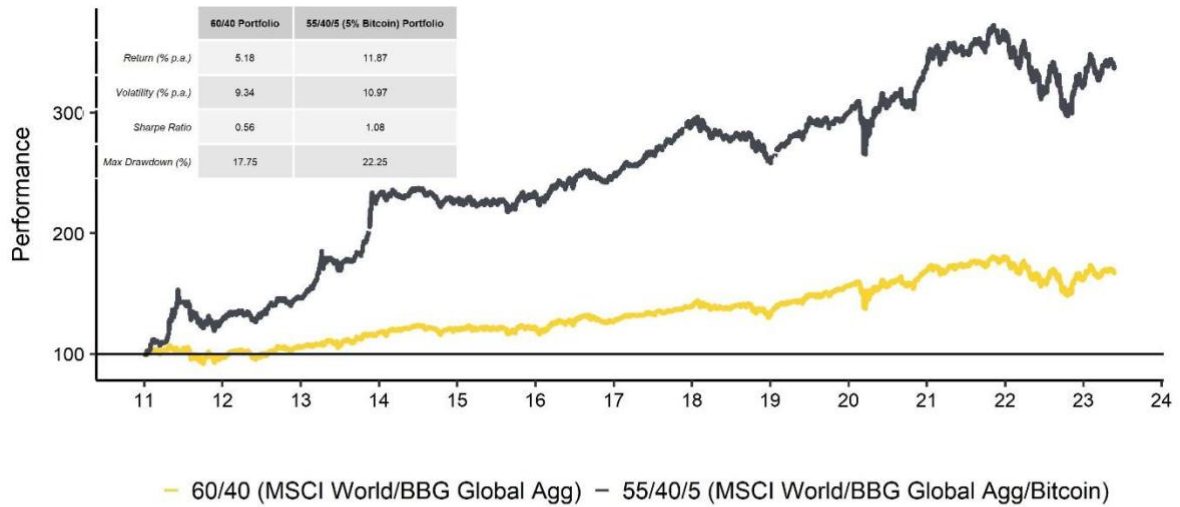
— Global Growth (PC1) — Monetary Policy (PC2) — US Dollar (PC3) — Eurozone Risk (PC4)

Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets

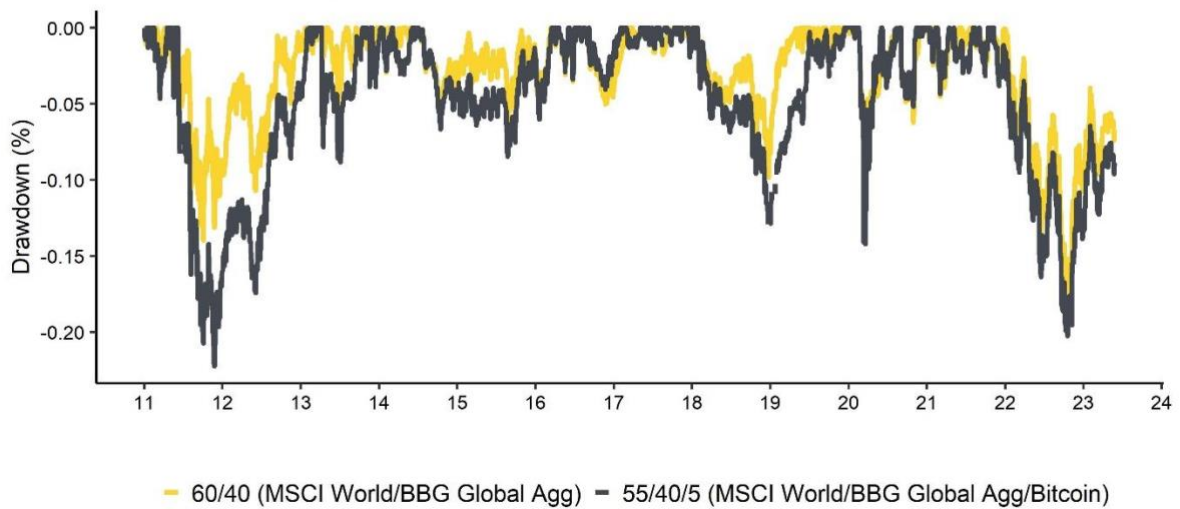


Crypto-actifs et portefeuilles multi-actifs

Multiasset Performance with Bitcoin

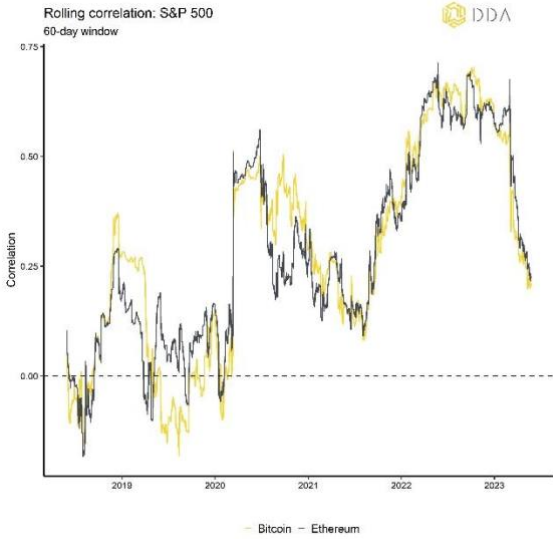


Portfolio Drawdowns

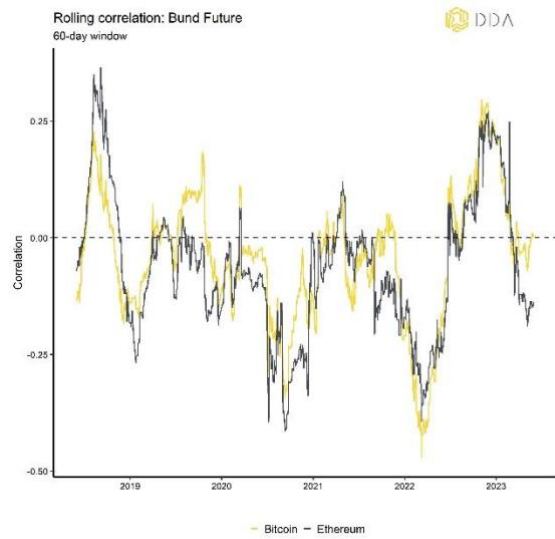


Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets; Monthly rebalancing; Past performance not indicative of future returns

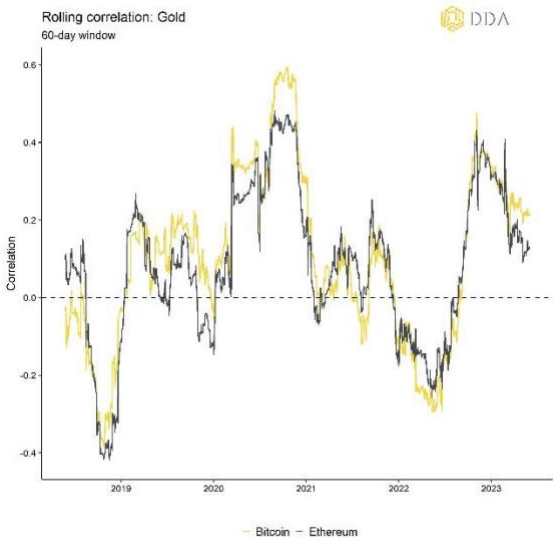




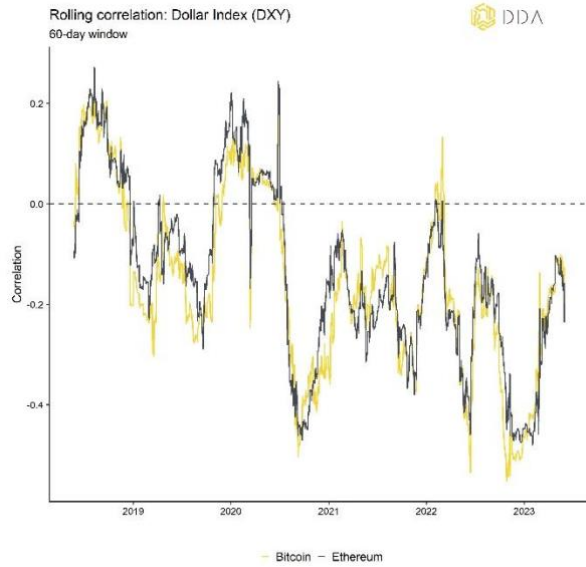
Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Cross Asset Correlation Matrix

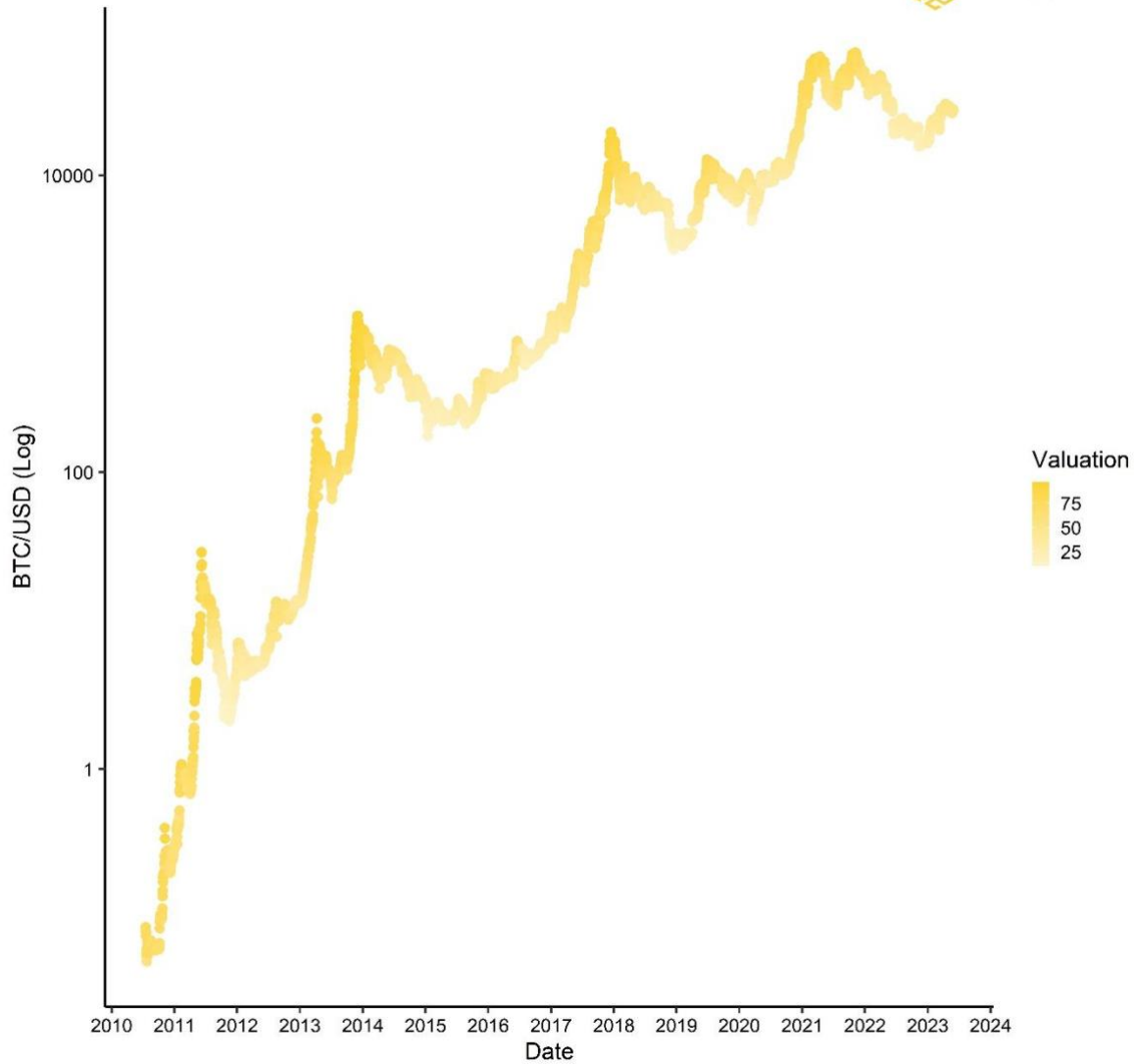


Correlations of weekly returns; Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets

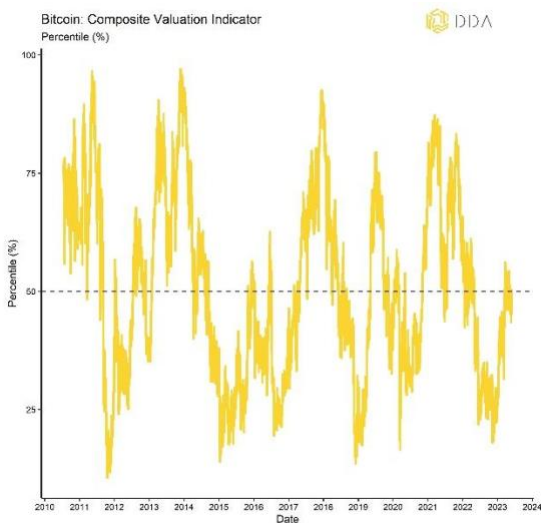


Valorisation des crypto-actifs

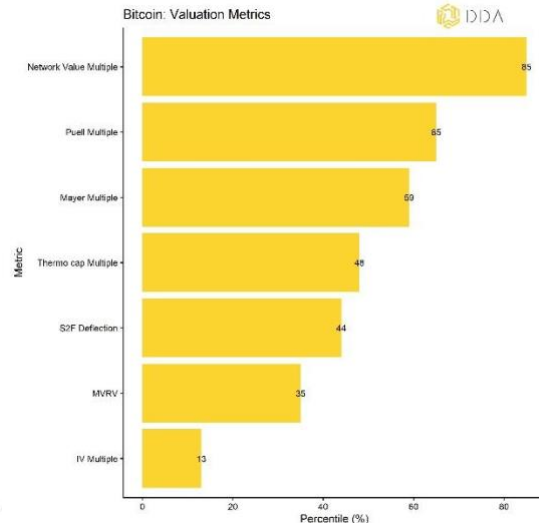
Bitcoin: Price vs Composite Valuation Indicator



Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



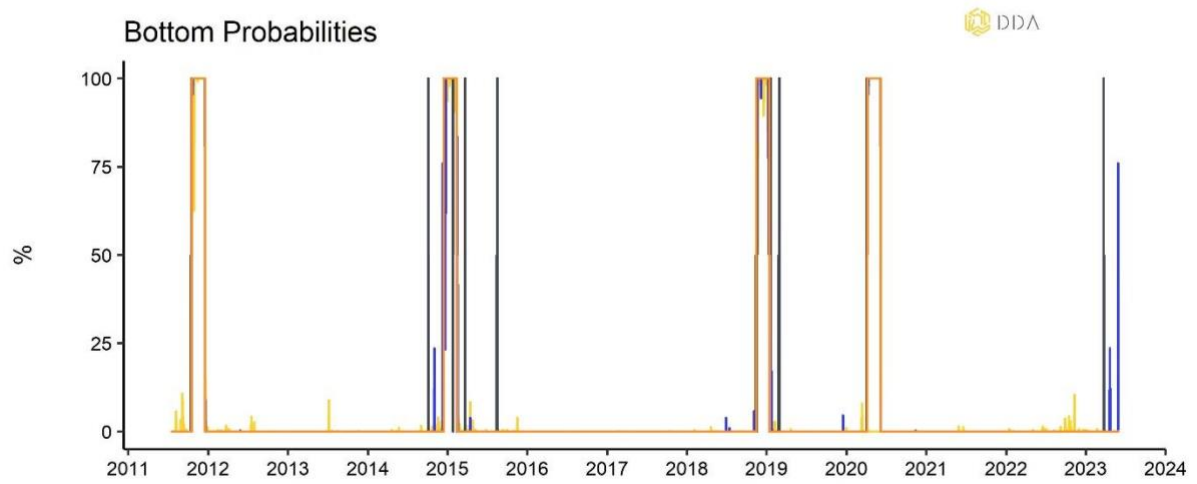
Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



Bitcoin Bottom Probability

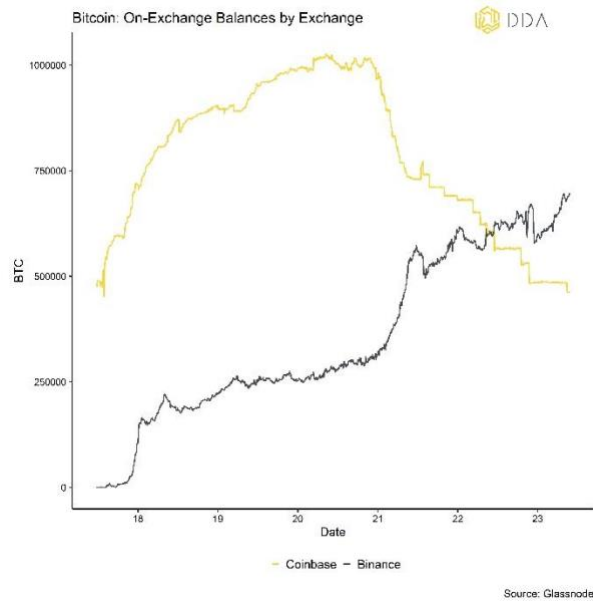
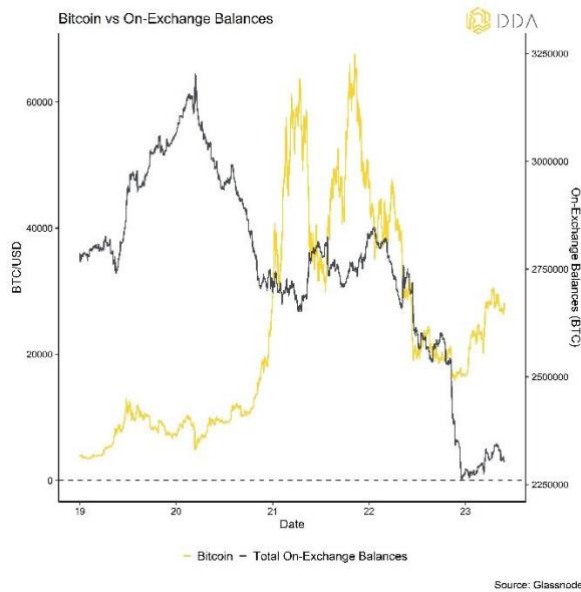
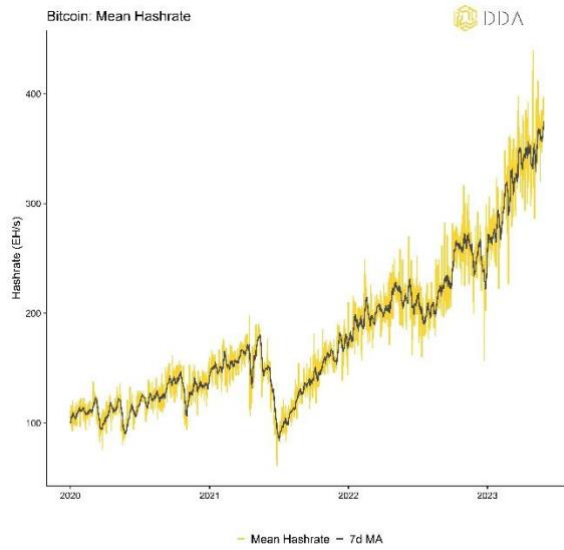
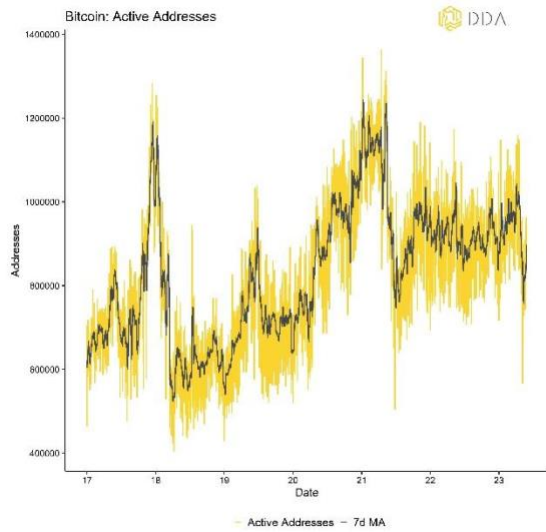


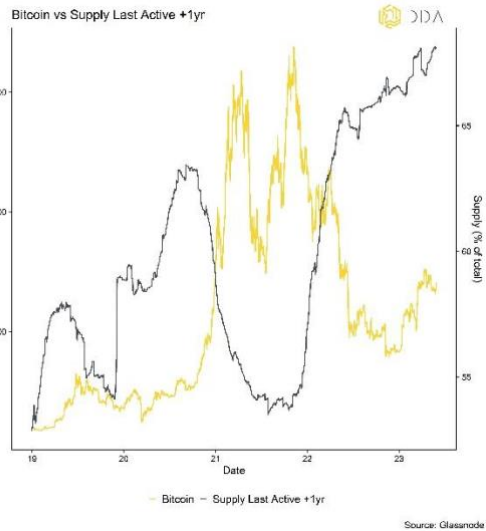
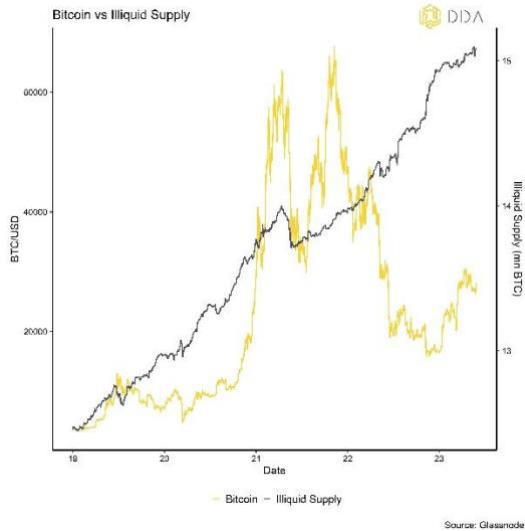
— Random Forest — Conditional Tree — Probit — Logit

Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

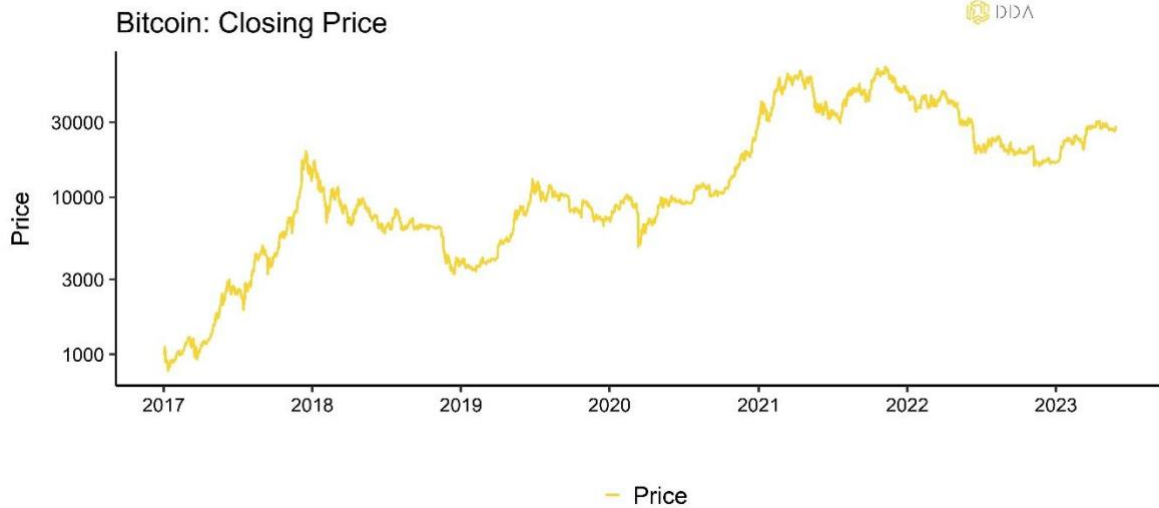


Principes fondamentaux de la chaîne de crypto-monnaies



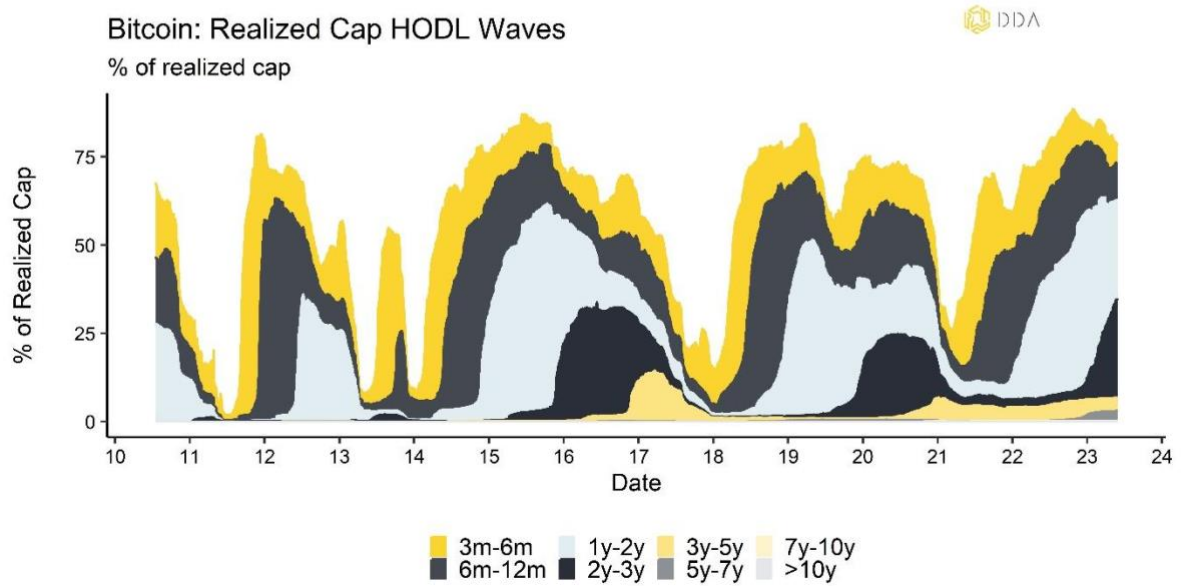


Bitcoin: Price vs Network Activity Index



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

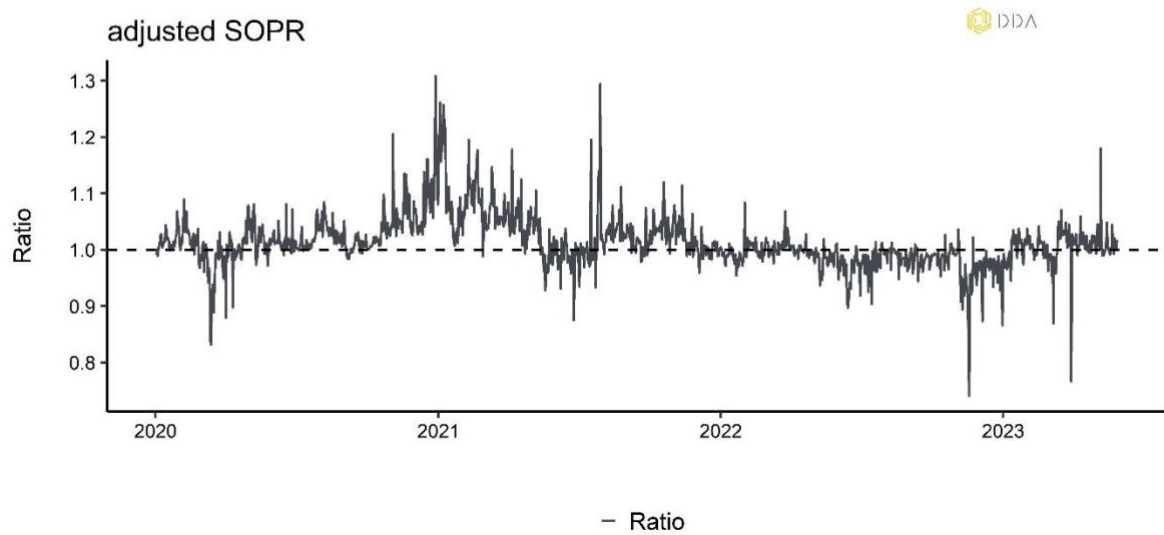
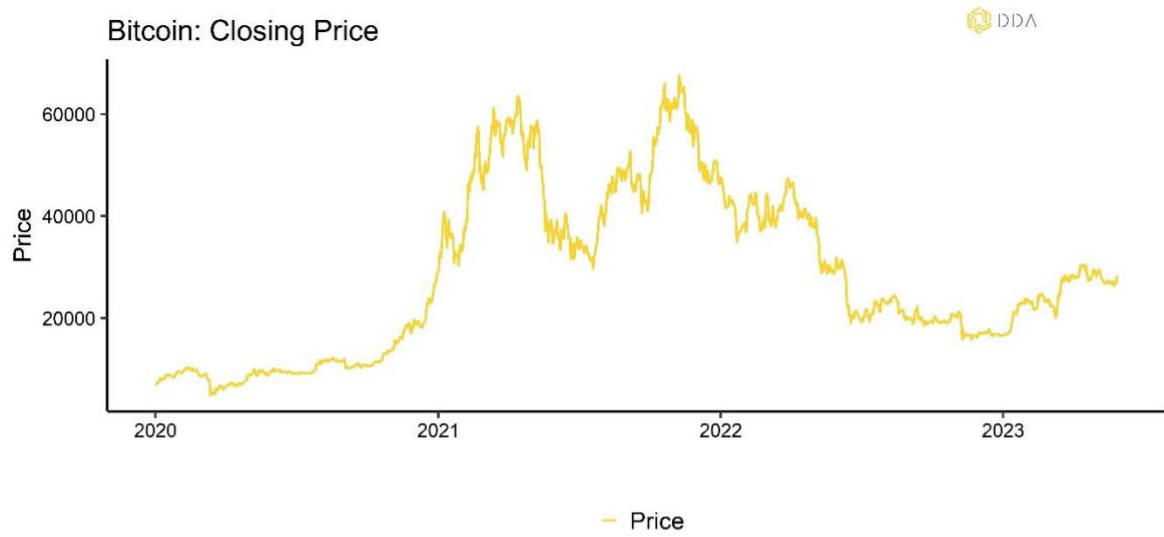




Source: Glassnode



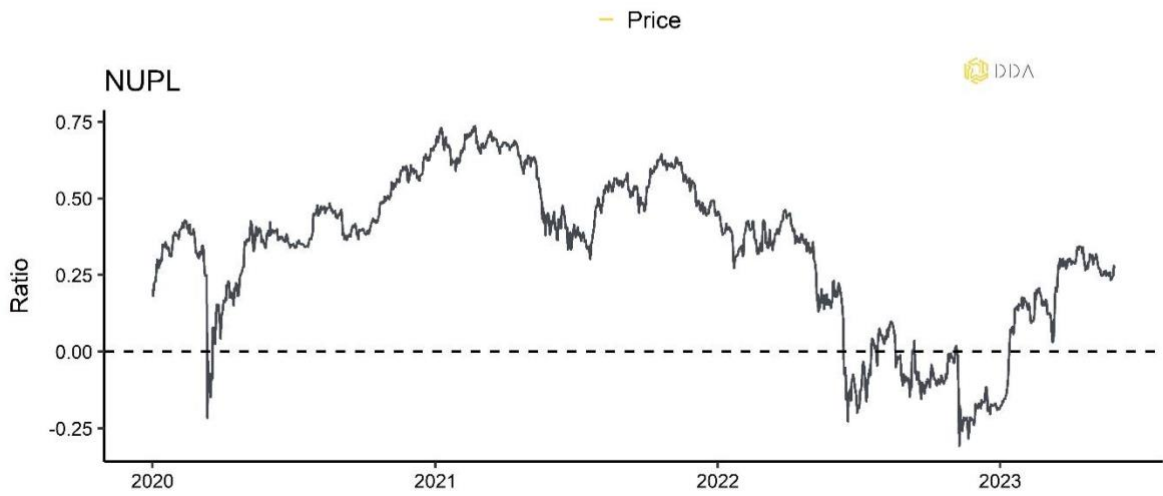
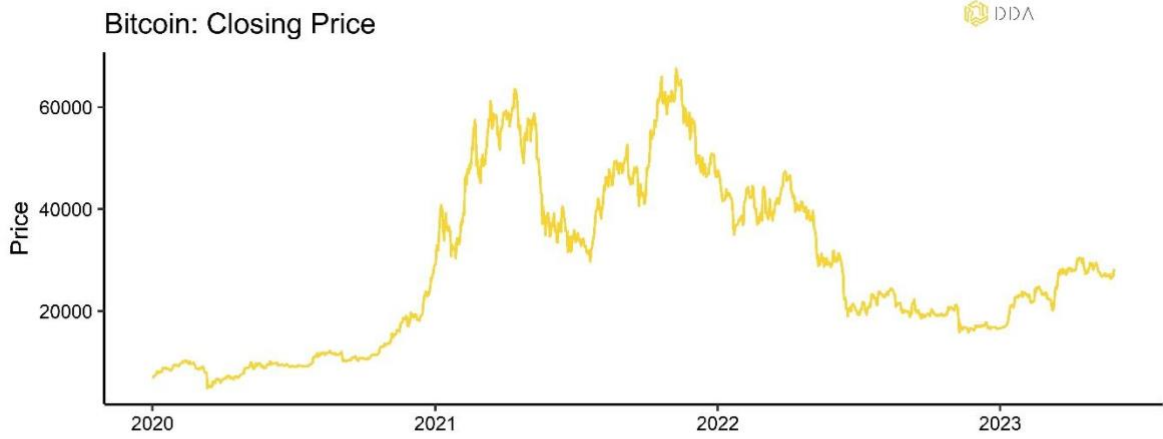
Bitcoin vs adjusted Spent Output Profit Ratio



Source: Glassnode



Bitcoin vs Net Unrealized Profit/Loss

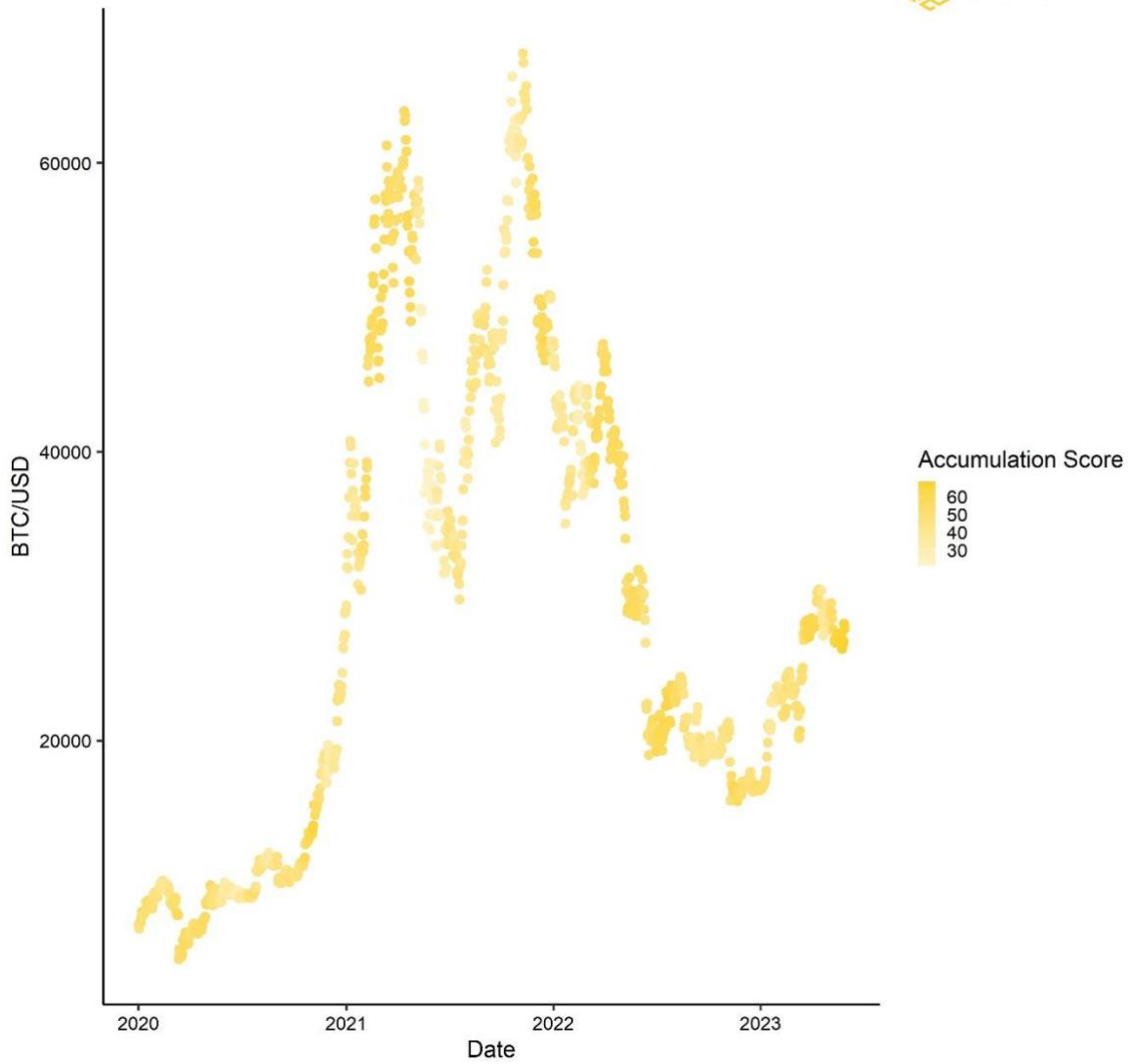


— Ratio

Source: Glassnode

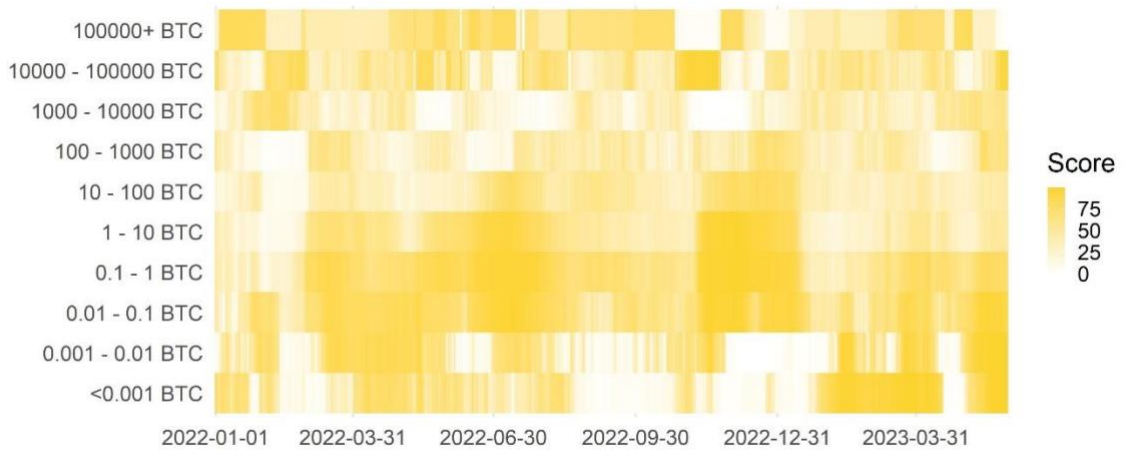


Bitcoin: Price vs Average Accumulation Score



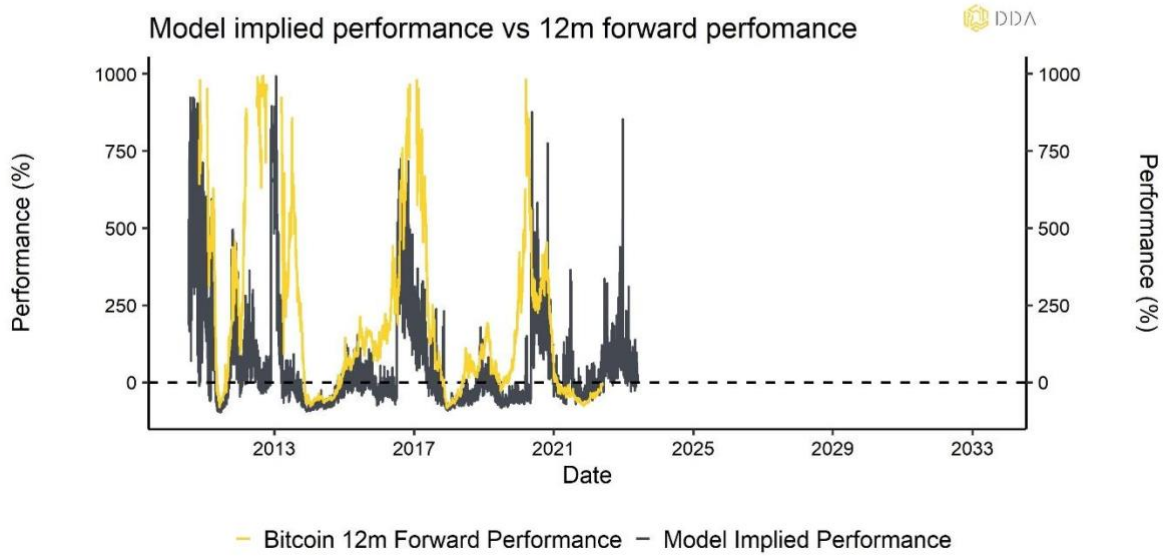
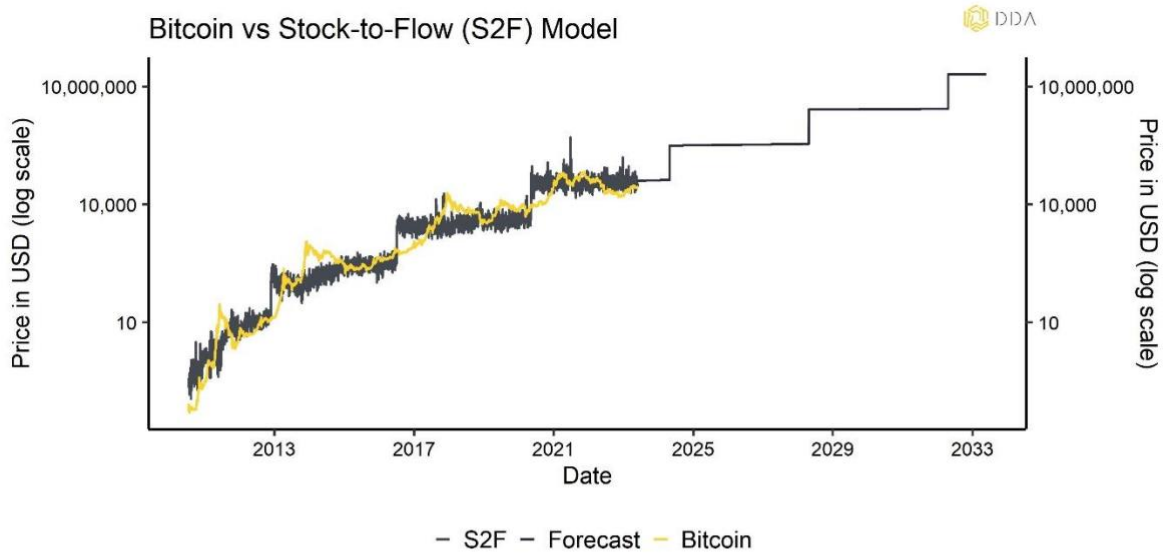
Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

Bitcoin Accumulation Score



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets





Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets; Past performance not indicative of future returns.



Avis de non-responsabilité

En aucun cas vous ne tiendrez Deutsche Digital Assets GMBH, ses filiales ou toute partie affiliée pour responsable de toute perte d'investissement directe ou indirecte causée par toute information contenue dans ce rapport. Ce rapport n'est pas un conseil d'investissement ni une recommandation ou une sollicitation d'achat de titres.

Deutsche Digital Assets GMBH n'est pas enregistré en tant que conseiller en investissement dans aucune juridiction. Vous acceptez d'effectuer vos propres recherches et de faire preuve de diligence raisonnable avant de prendre toute décision d'investissement concernant les titres ou les opportunités d'investissement discutés dans le présent document.

Nos articles et rapports comprennent des déclarations prospectives, des estimations, des projections et des opinions qui peuvent s'avérer substantiellement inexactes et sont intrinsèquement soumises à des risques et incertitudes significatifs échappant au contrôle de Deutsche Digital Assets GMBH. Nos articles et rapports expriment nos opinions, que nous avons basées sur des informations généralement disponibles, des recherches sur le terrain, des déductions et déductions à travers notre diligence raisonnable et notre processus analytique. Deutsche Digital Assets GMBH estime que toutes les informations contenues dans le présent document sont exactes et fiables et ont été obtenues auprès de sources publiques que nous estimons exactes et fiables. Toutefois, ces informations sont présentées " en l'état ", sans garantie d'aucune sorte.



About Deutsche Digital Assets

Deutsche Digital Assets est le guichet unique de confiance pour les investisseurs qui cherchent une exposition aux actifs cryptographiques. Nous offrons un menu de produits et de solutions d'investissement en crypto, allant de l'exposition passive à la gestion active, ainsi que des services de marque blanche de produits financiers pour les gestionnaires d'actifs.

Nous offrons l'excellence par le biais de véhicules d'investissement familiers et de confiance, offrant aux investisseurs les garanties de qualité qu'ils méritent de la part d'un gestionnaire d'actifs de classe mondiale, alors que nous défendons notre mission de favoriser l'adoption des actifs crypto. DDA élimine les risques techniques de l'investissement en crypto-monnaies en offrant aux investisseurs des moyens fiables et familiers d'investir dans la crypto-monnaie à des coûts faibles, à la pointe du secteur.

Nous contacter

Deutsche Digital Assets GmbH

research@deutschedigitalassets.com

www.deutschedigitalassets.com

Große Gallusstraße 16-18

60312 Frankfurt, Germany