Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

Konjunkturbericht

Mai 2023

Einleitung

Während die **Industrie** in den **USA**, der **Eurozone** und **China** weiter **schrumpft**, wird das BIP-Wachstum vom **Dienstleistungssektor** über Wasser gehalten. Der **Kreditimpuls** geht weiter zurück, was eine weitere Verlangsamung des Wachstums vermuten lässt. Während die **Energie-** und **Rohstoffpreise** sinken, steigen die Preise von **Dienstleistungen** und **Lebensmittel** weiter. Der **Inflationsdruck** in den **USA** und der **Eurozone** lässt kaum nach.

In diesem Monat legen wir einen besonderen **Fokus** auf das **Zins-Wachstum-Differenzial** (ZDW) und ihre Bedeutung für die **Staatsverschuldung**. Steigende Zinsen und langsames Wachstum bedeuten, dass die Regierungen eigentlich **Primärüberschüsse** generieren sollten. Allerdings werden die **Zentralbanken** versuchen die Schuldenlast nicht explodieren zu lassen und gleichzeitig die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Ob dies ihnen gelingt, bleibt offen.

Wir verfolgen die Entwicklungen der Realwirtschaft in Echtzeit mit unserem *Real Economy Tracker*. In unserem *Inflation Tracker* finden Sie Grafiken zur Inflationsentwicklung und ihren Determinanten.

Inhalte

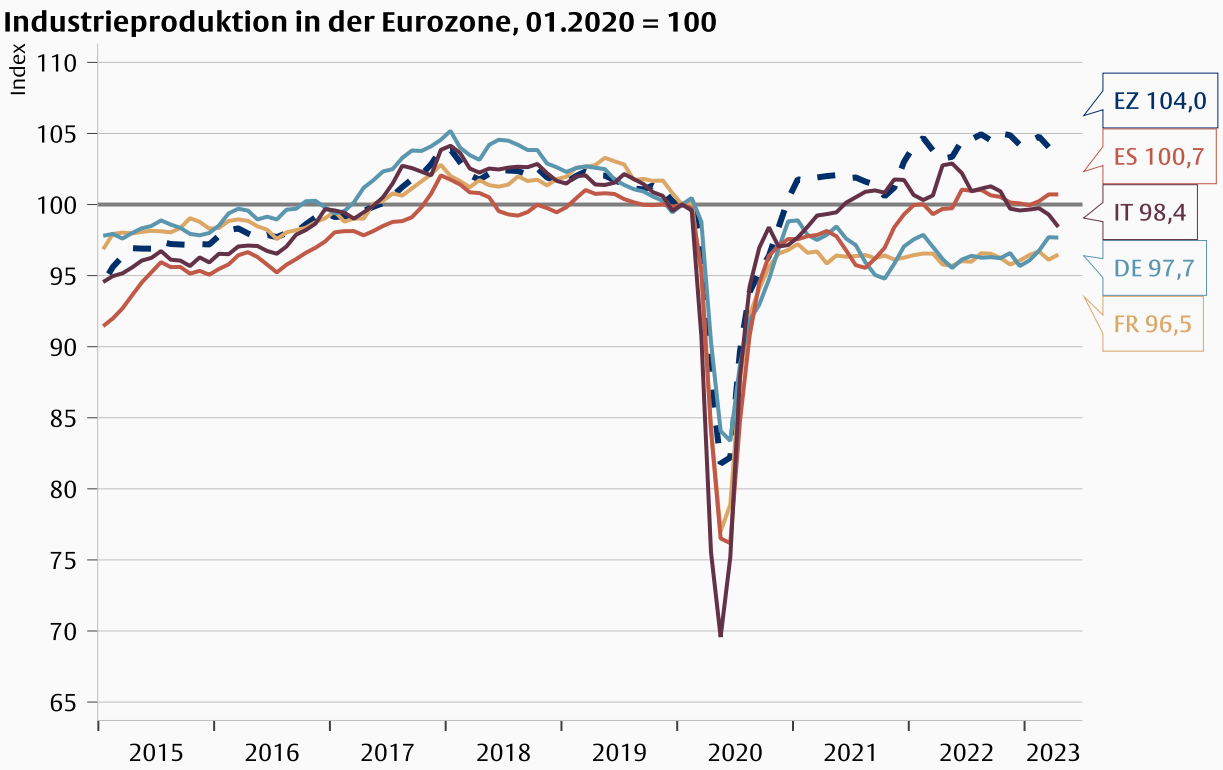
Realwirtschaft 4

Fokus: das Zins-Wachstum-Differenzial 18

Preise 22

REALWIRTSCHAFT

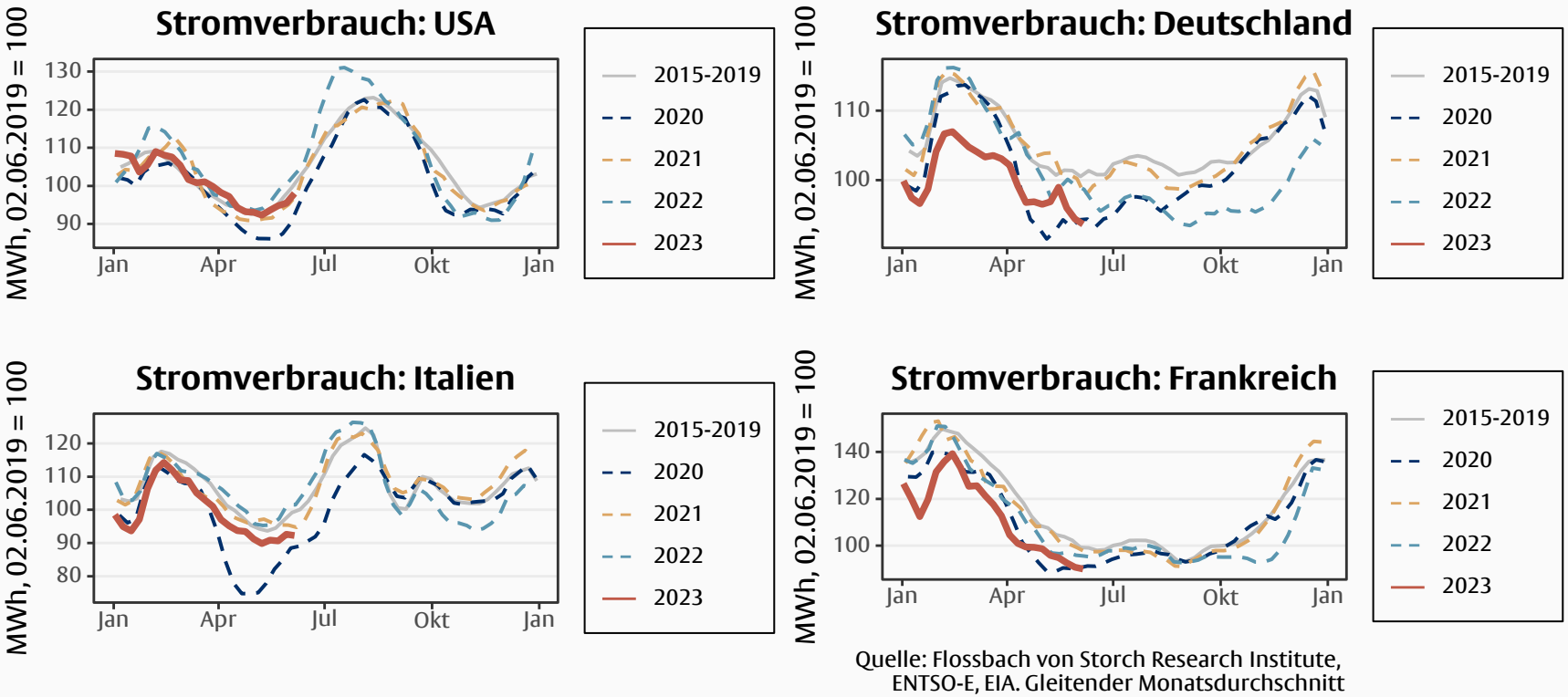
Die Industrieproduktion schrumpft in der EZ



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond. Daten vom 13.06.2023.

Die **Industrieproduktion** liegt in der gesamten **Eurozone** leicht über dem Niveau von Januar 2020. Allerdings haben die **größten Volkswirtschaften** der Eurozone **wenig** zur **Erholung** beigetragen. Sowohl in **Deutschland** als auch in **Frankreich** liegt die Industrieproduktion immer noch unter dem pre-pandemischen Niveau und stagniert seit mehreren Monaten.

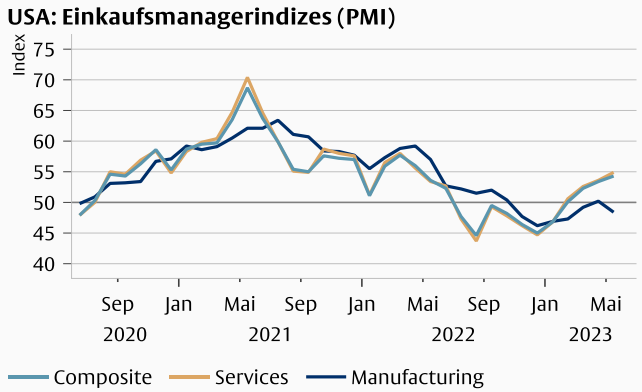
Stromverbrauch bleibt niedrig in der EZ

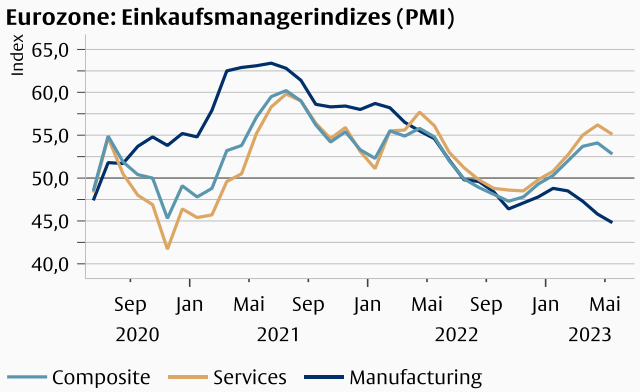


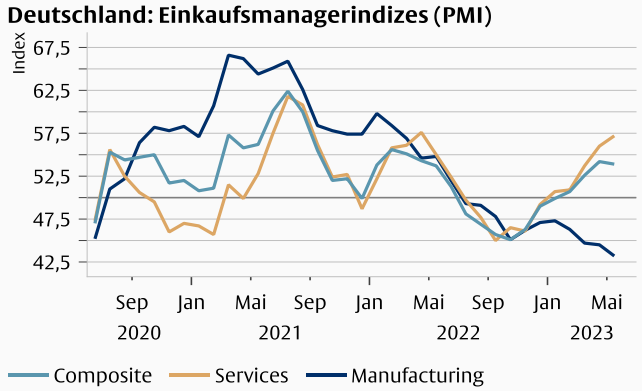
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, ENTSO-E, EIA. Gleitender Monatsdurchschnitt

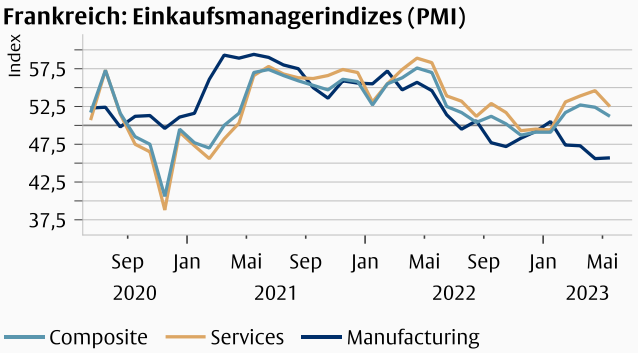
Der **Stromverbrauch** in der **Eurozone** blieb in der ersten Jahreshälfte unter dem Niveau der letzten sieben Jahre. Insbesondere in **Deutschland** war er so niedrig wie im Pandemie-Jahr 2020.

Industrie und Dienstleistungen gehen weiter auseinander





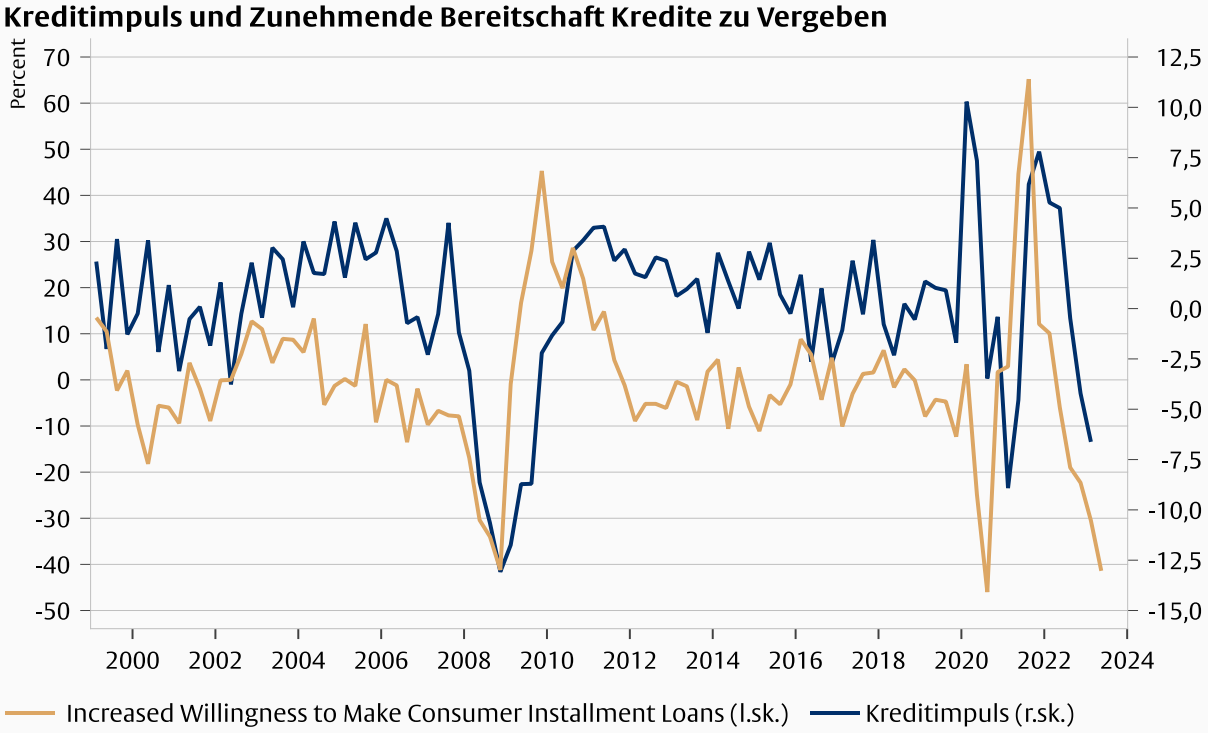




Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 13.06.2023.

Im Mai **verblieben** die Einkaufsmanagerindizes (**PMI**) für den **Dienstleistungssektor** in den **USA** und der **Eurozone** im expansiven Bereich (über 50). Die Indizes für das **verarbeitende Gewerbe** hingegen setzten ihren Rückgang fort und befinden sich in der Eurozone seit Anfang des Jahres im kontraktiven Bereich. Die Industrie leidet aktuell unter hohen Inputkosten, restriktiven Kreditbedingungen und sinkender Nachfrage.

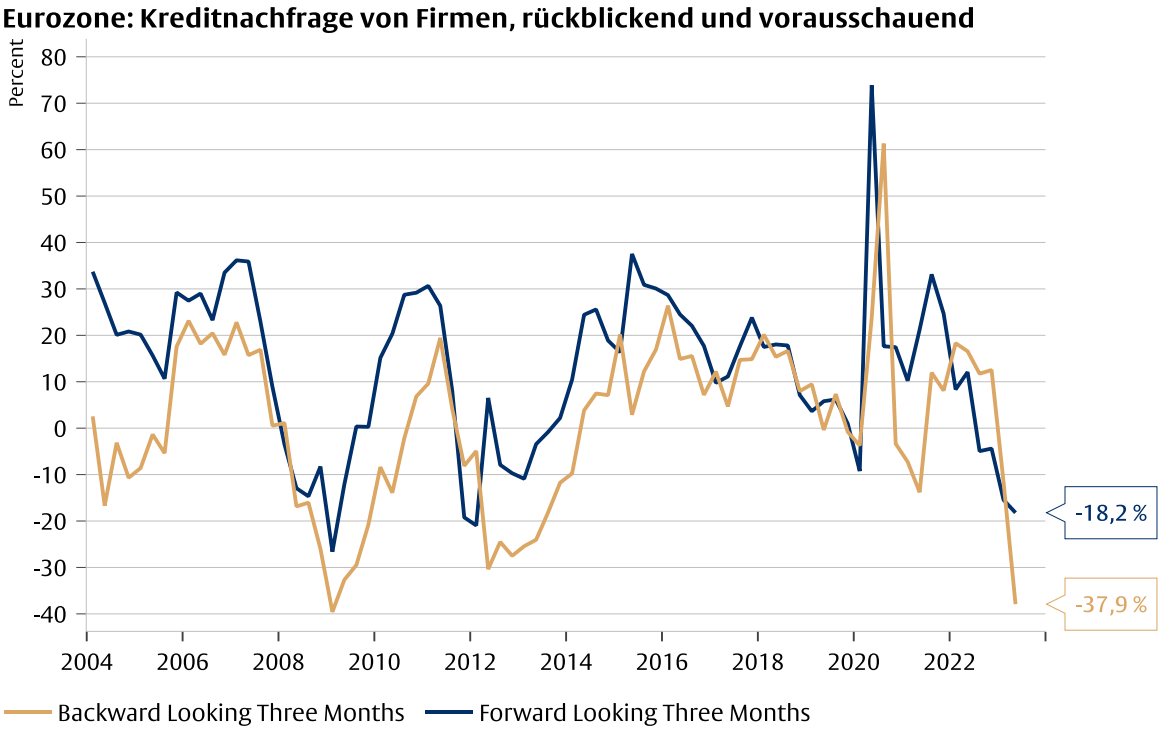
Der Kreditimpuls in den USA sinkt



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.06.2023.

Der **Kreditimpuls** (die Veränderung des Kreditflusses vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs) korreliert stark mit der **privaten Nachfrage** einer Volkswirtschaft. Dieser ist seit einem Jahr **rückläufig.** Die Anzahl der Banken, die ihre Kreditvergabe im kommenden Quartal erhöhen wollen, nahm im zweiten Quartal des Jahres stark ab. Daher ist damit zu rechnen, dass der **Kreditimpuls weiter sinken** wird.

Die Kreditnachfrage geht in Europa weiter zurück

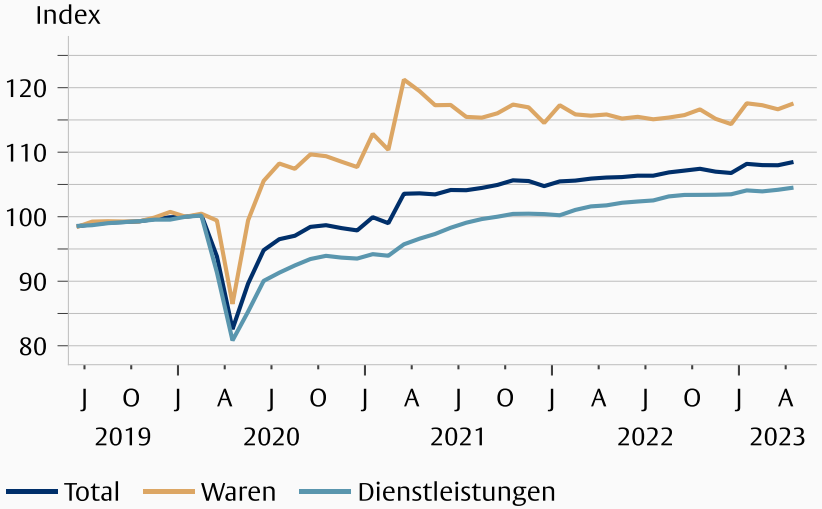


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 13.06.2023.

Die Nettokreditnachfrage gemäß dem **Bank Lending Survey** (**BLS**) der EZB, wird als Differenz zwischen dem Anteil der Banken definiert, die eine steigende Kreditnachfrage melden und dem Anteil derer, die eine sinkende Nachfrage melden. Für das zweite Quartal 2023 ist die **Nettokreditnachfrage** der Unternehmen von -12% auf -38% zurückgegangen.

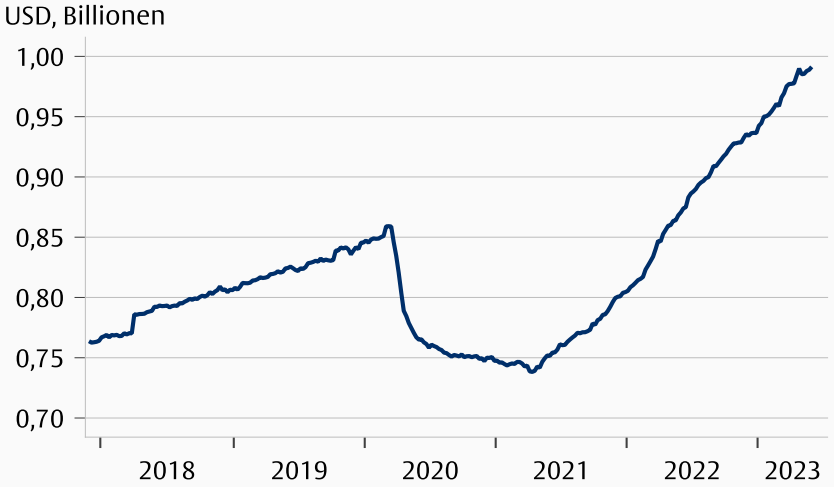
USA: Der private Konsum lässt nicht nach

Mengenindex (PCE), 01.2020 = 100



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Daten vom 13.06.2023

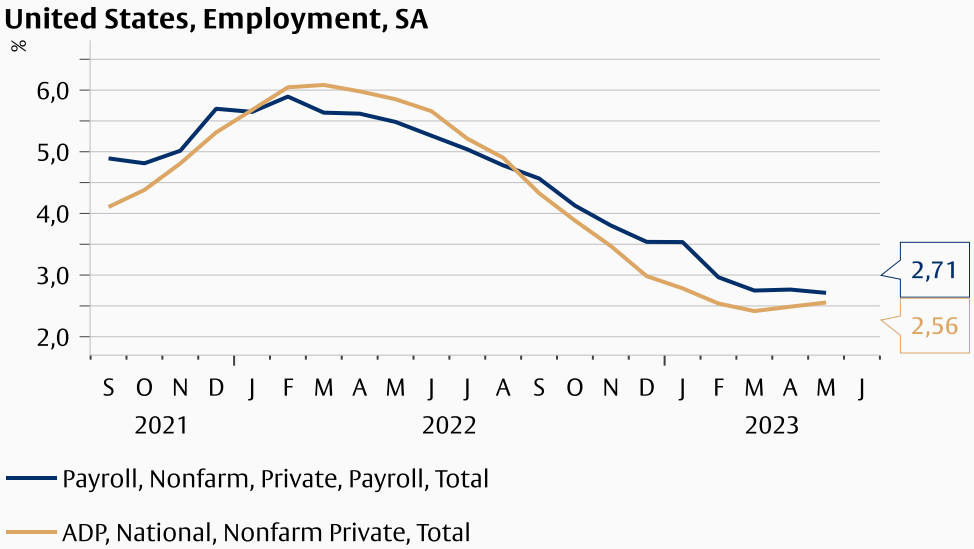
Konsumentenkredite: Kreditkarten



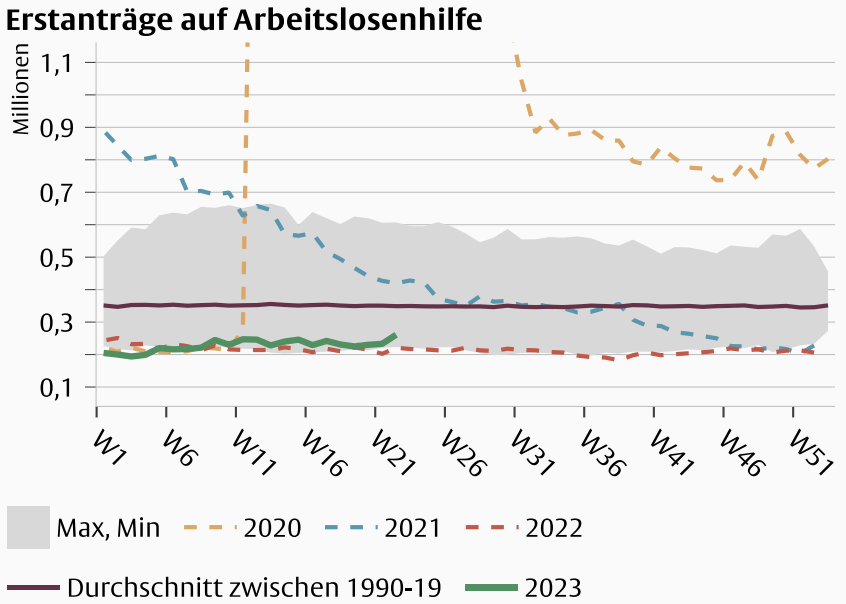
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve. Daten vom 13.06.2023

Der **Konsum** in den **USA** bleibt stabil. Die preisbereinigten Ausgaben für **Waren** steigen leicht, während sich die Ausgaben für **Dienstleistungen** seit Monaten seitwärts bewegen. Die **Konsumentenkredite** mit Kreditkarten steigen weiter.

USA: Der Arbeitsmarkt bleibt stark



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Automatic Data Processing, Inc. (ADP).
Daten vom 13.06.2023

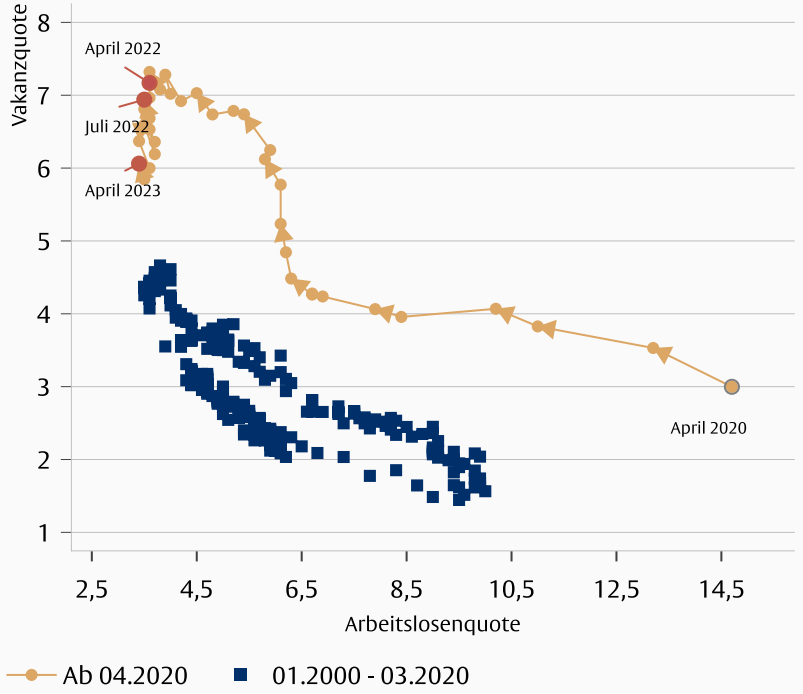


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Labor.
Daten vom 13.06.2023

Im **Mai** ist die Anzahl der Stellen im privaten Sektor (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahresmonat erneut um 2,7 % gestiegen. Laut dem **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der jährliche Anstieg bei 2,5 %. Die Zuwachsraten bewegen sich seit März seitwärts. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe sind etwas höher als im Vorjahr, verbleiben allerdings auf einem historisch niedrigen Niveau.

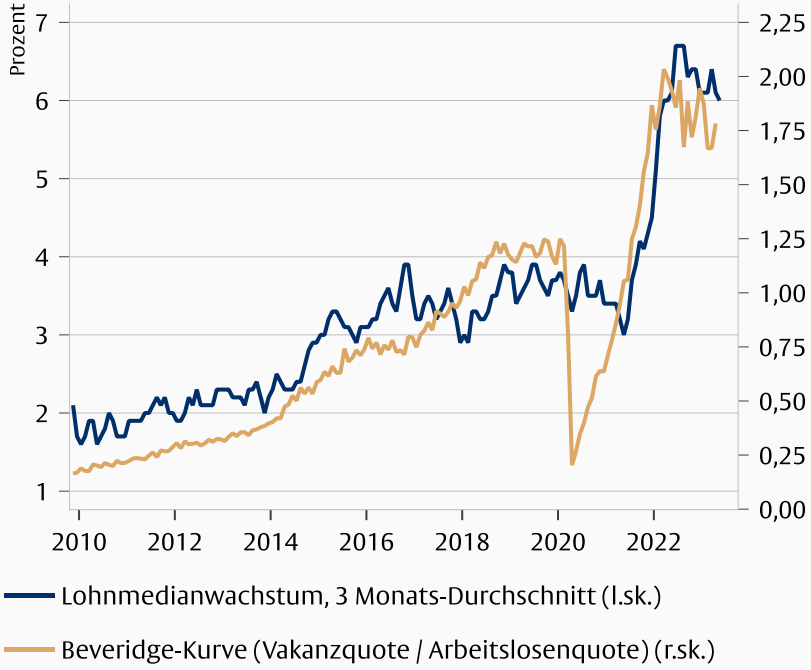
USA: Der Arbeitsmarkt bleibt eng

USA: Beveridge-Kurve



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.06.2023.

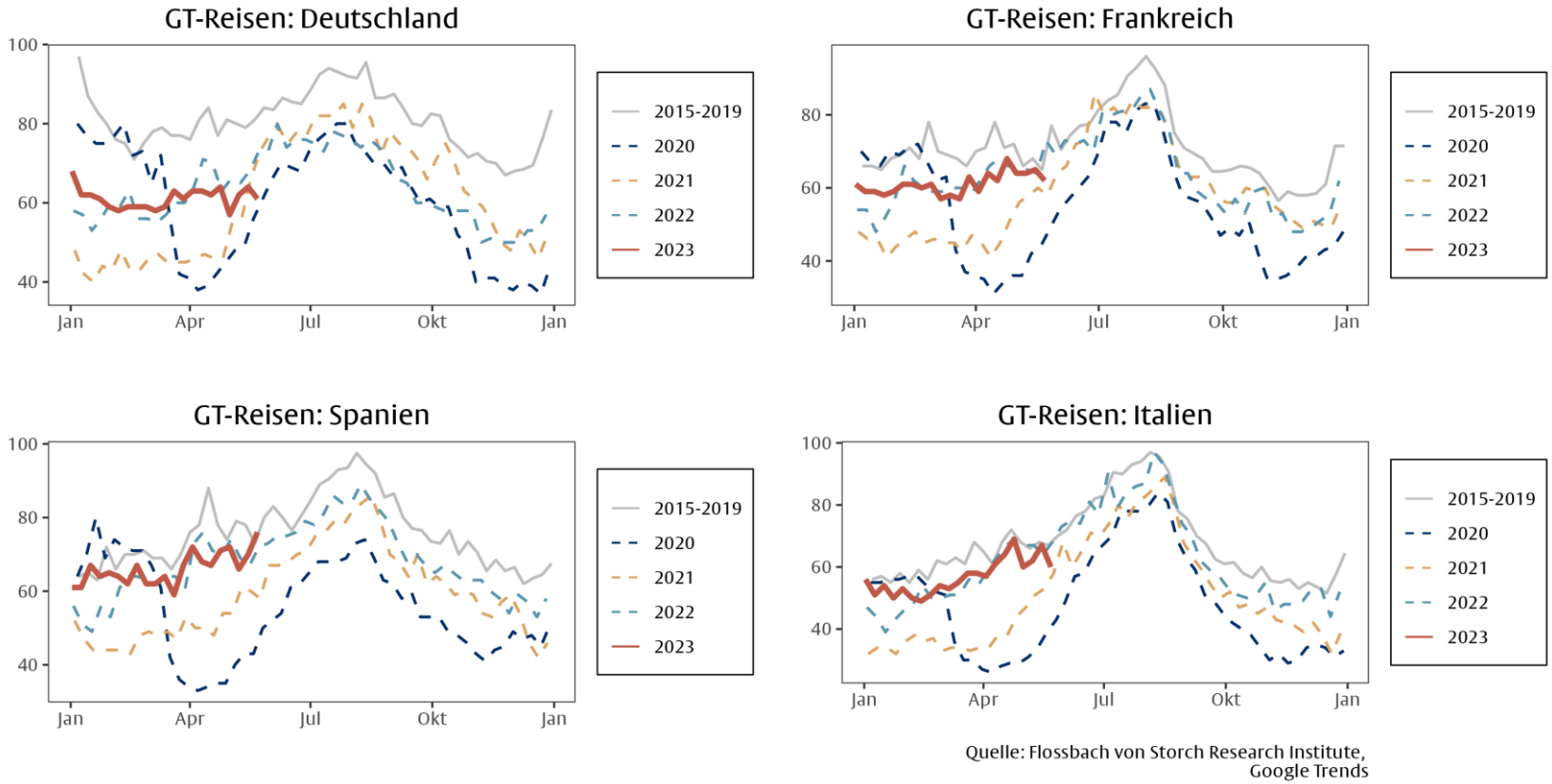
USA: Lohnwachstum und der Arbeitsmarkt



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.06.2023

Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen **offenen Stellen und Arbeitslosenquote** darstellt, zeigt, dass die Arbeitsmarktzahlen sich weiterhin innerhalb des „Soft-Landing-Narrativs“ bewegen: Die Vakanzquote sinkt seit einem Jahr ohne, dass die Arbeitslosenquote steigt. Das starke Lohnwachstum von über 5% zeigt, dass der Arbeitsmarkt weiterhin eng bleibt.

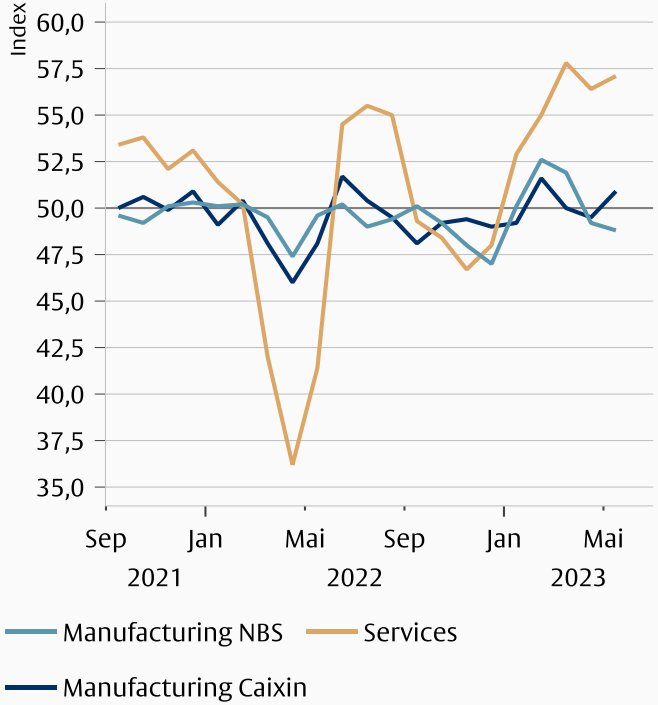
„Reise-Comeback“ in Europa?



Das Interesse an **Reisen** steigt in mehreren Ländern der Eurozone. Die **Google-Suchintensität** nach Begriffen in der Kategorie „Reisen“ ist in **Frankreich, Spanien und Italien** fast so hoch wie zwischen 2015 und 2019. Nur in Deutschland sind die Google-Suchen so niedrig wie im Pandemiejahr 2020.

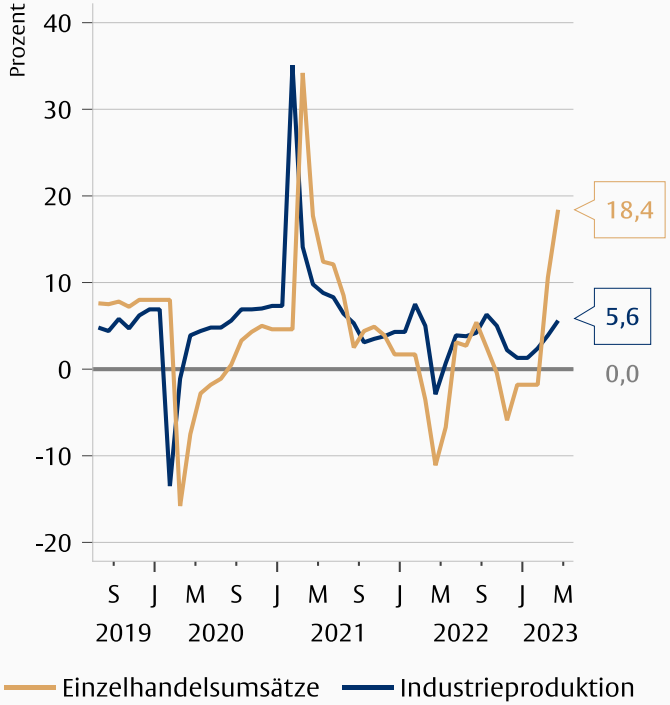
Der Dienstleistungssektor Chinas erholt sich

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, China Federation of Logistics & Purchasing. Daten vom 13.06.2023.

China: Industrieproduktion und Einzelhandel

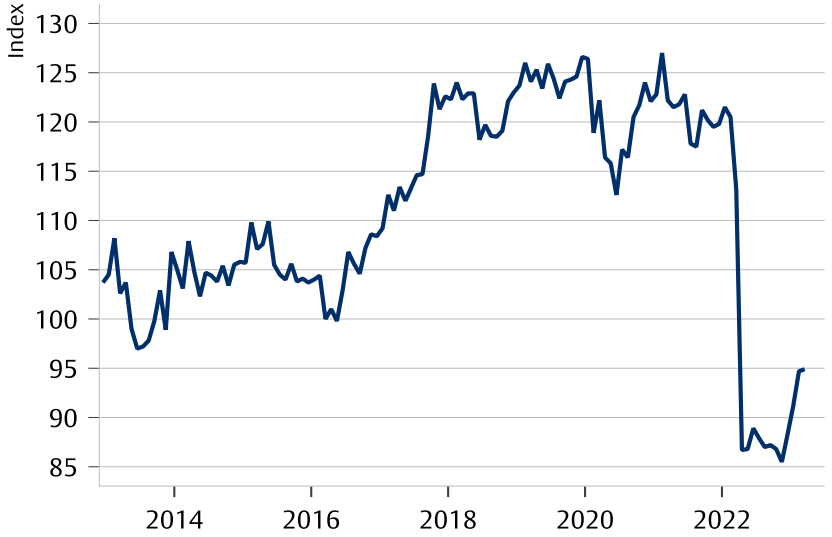


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.06.2023.

Im **Mai expandierte der** Dienstleistungssektor Chinas weiter und im April stiegen die Einzelhandelsumsätze um 18,4 % über dem Vorjahr. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) des verarbeitenden Gewerbes bewegen sich seitwärts. Die private Caixin-Umfrage zeigt ein leicht expansives und die staatliche „NBS-Umfrage“ ein leicht kontraktives Niveau.

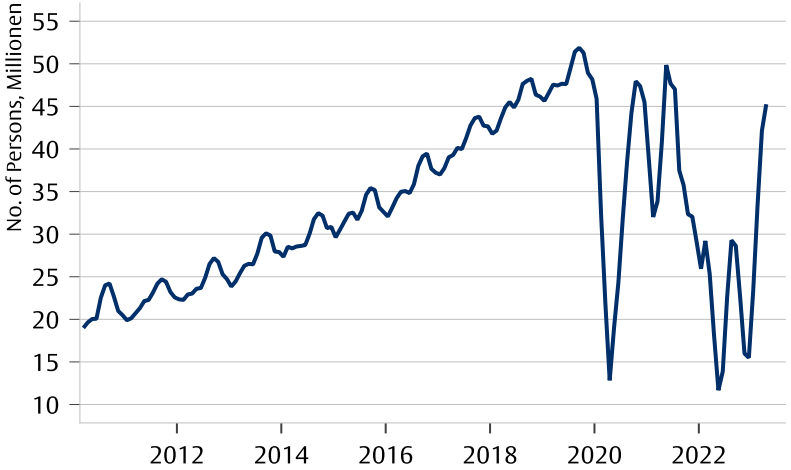
China: Stimmung und Mobilität erholen sich langsam

China, Konsumentenvertrauen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Economic Monitoring & Analysis Center (CEMAC). Daten vom 13.06.2023

Passagieraufkommen auf Inlandsflügen (3-Monats-Durchschnitt)

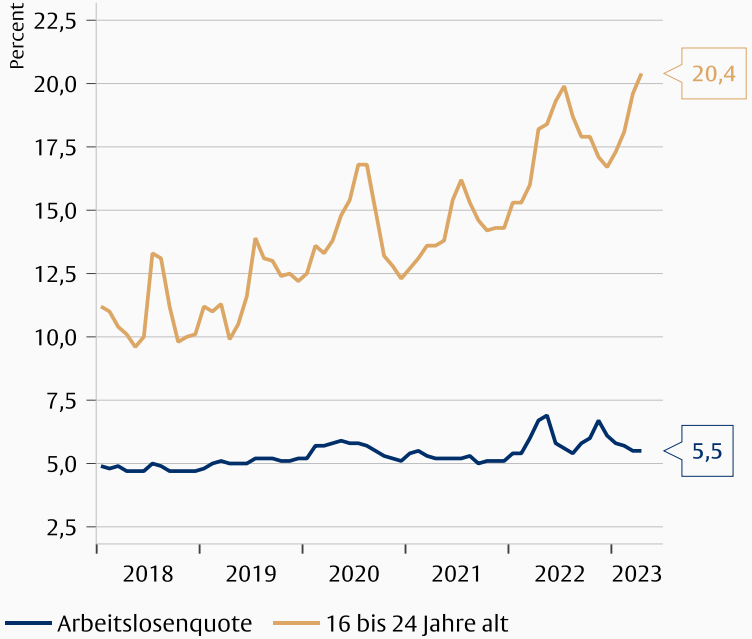


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China Civil Aviation Administration. Daten vom 13.06.2023

In **China,** hat sich das **Vertrauen** der **Konsumenten** leicht erholt, bleibt aber auf historisch tiefem Niveau. Der 3-Monats-Durchschnitt des **Passagieraufkommens auf Inlandsflügen** war im April dieses Jahres zurück auf dem Niveau von April 2018.

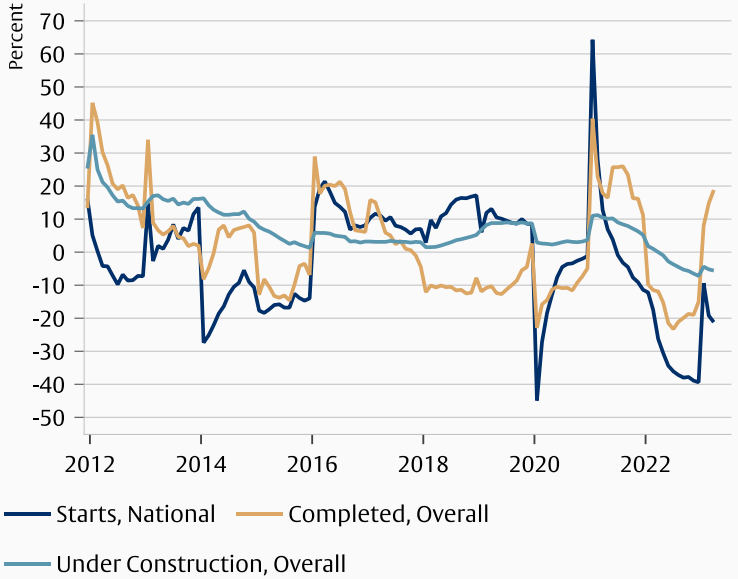
Chinas Arbeitsmarkt und Bausektor immer noch schwach

China: Arbeitslosenquote



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.06.2023

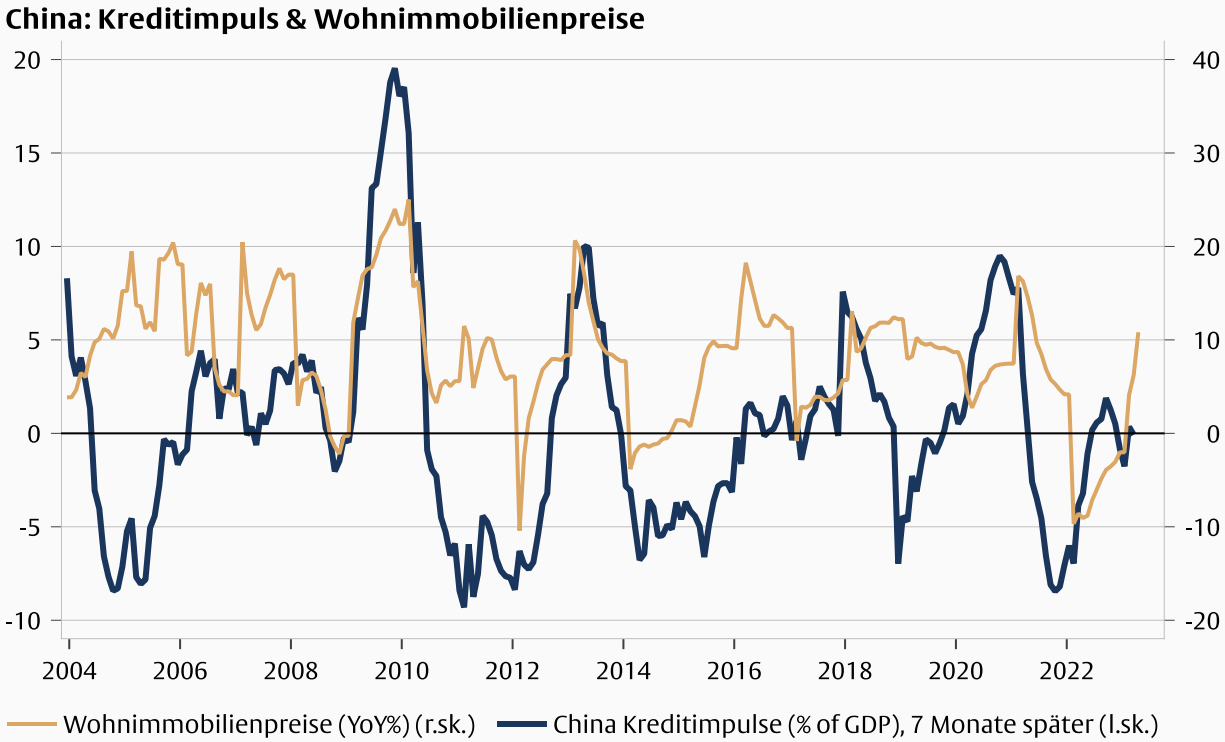
China, Construction Status, Floor Space of Real Estate, Change YTD Y/Y



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, China National Bureau of Statistics (NBS).
Daten vom 13.06.2023

Die **Arbeitslosenquote** bei den 16 bis 24-jährigen stieg im **April** wieder auf 20,4 %. Die Anzahl an fertig gestellten **Immobilien** stieg stark im Vergleich zum Vorjahr an. Das Wachstum der neu begonnenen Bauvorhaben ist erneut gesunken.

China: Kreditimpuls und Immobilien



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, People's Bank of China (PBoC), China National Bureau of Statistics (NBS). Daten vom 13.06.2023.

Der Kreditimpuls, die Veränderung des Kreditflusses vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs, bleibt in China bei null. Die Immobilienpreise, die zum Teil den Kreditimpuls mit einer Verspätung folgen, sind im Vergleich zum Vorjahr gestiegen und könnten sich wieder normalisieren.

Fokus: Das Zins-Wachstum-Differenzial

Die Staatsschulden in Relation zum BIP wachsen mit steigenden Zinsen und sinken mit steigendem BIP. Dies wird anhand der Definition des Haushaltsdefizits deutlich:

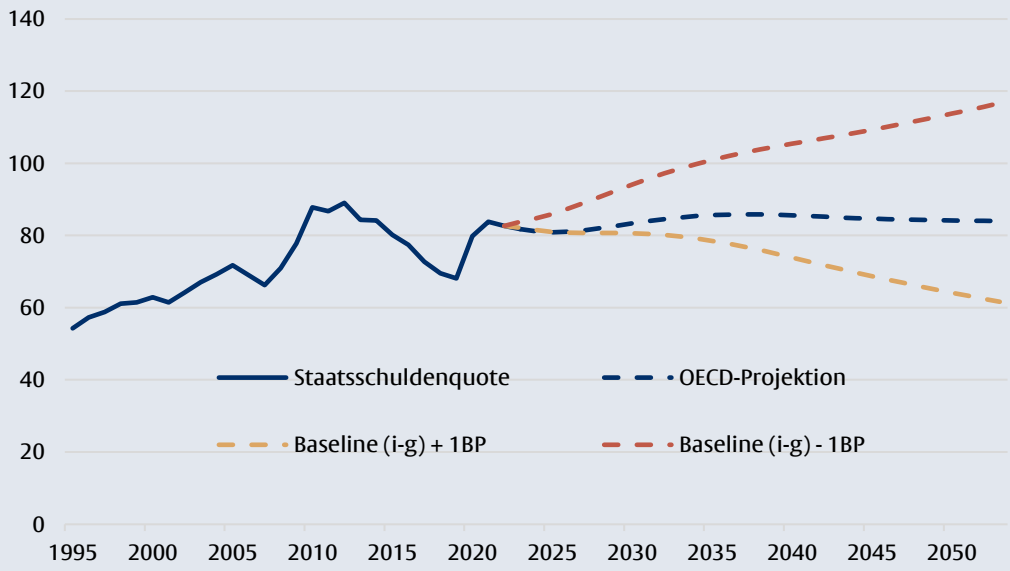
$$\Delta d_t = -p_t + \frac{i_t - g_t}{1+g_t} d_{t-1},$$

hierbei steht d_t für die Staatschuldenquote am Ende von Periode t, p_t für den Primärüberschuss in Relation zum BIP, g_t für das nominale BIP-Wachstum und i_t für die durchschnittliche nominale Verzinsung der Staatsschulden. Das Zins-Wachstum-Differential (ZWD) ist also $i_t - g_t$.

Um sicherzustellen, dass die Staatsschuldenquote im Laufe der Zeit konstant bleibt, muss ein Anstieg des ZWD durch Primärüberschüsse ausgeglichen werden.

Zwischen 1990 und 2023 betrug in Deutschland das durchschnittliche ZWD 2 Prozent. Gemäß den OECD-Projektionen zur Staatsschuldenquote, wird für eine stabile Staatsschuldenquote von 84% in 2053 ein durchschnittliches ZWD von 0,07% angenommen. Wäre das ZDW um einen Basispunkt höher, würde die Staatsschuldenquote auf 120% steigen. Bei einem Basispunkt niedriger würde die Staatsschuldenquote auf 60% sinken. Die Tragfähigkeit der Staatsschulden ist sensitiv auf Veränderungen des ZWDs.

OECD-Projektion der Staatsschuldenquote in Deutschland.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond.

ZWD-Erwartungen und die Staatsschulden

Die Erwartungen über die Entwicklung des ZWD haben einen Einfluss auf die Möglichkeiten für neue Schuldenaufnahme. Erwartet man ein dauerhaft negatives ZWD, kann ein Land problemlos weiterhin Schulden aufnehmen. Blanchard (2019) argumentiert für die USA, dass ein negatives ZWD historisch die Regel und nicht die Ausnahme war (erster Chart).

Hierbei wird der Zins auf die Schulden der nächsten zehn Jahre mit dem BIP-Wachstum des vorherigen Jahres verglichen. Wenn man hingegen das potenzielle 10-jährige annualisierte BIP-Wachstum der kommenden zehn Jahre heranzieht, um äquivalente Zeiträume zu vergleichen (zweiter Chart), zeigt sich, dass es genauso viele Jahre mit positivem wie mit negativem ZWD gab. Darüber hinaus ist das ZWD seit dem letzten Jahr zurück auf null.

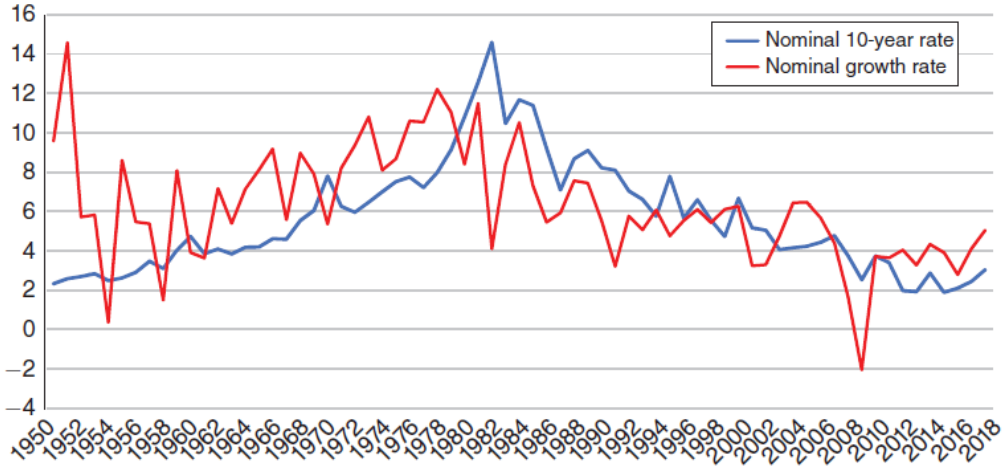
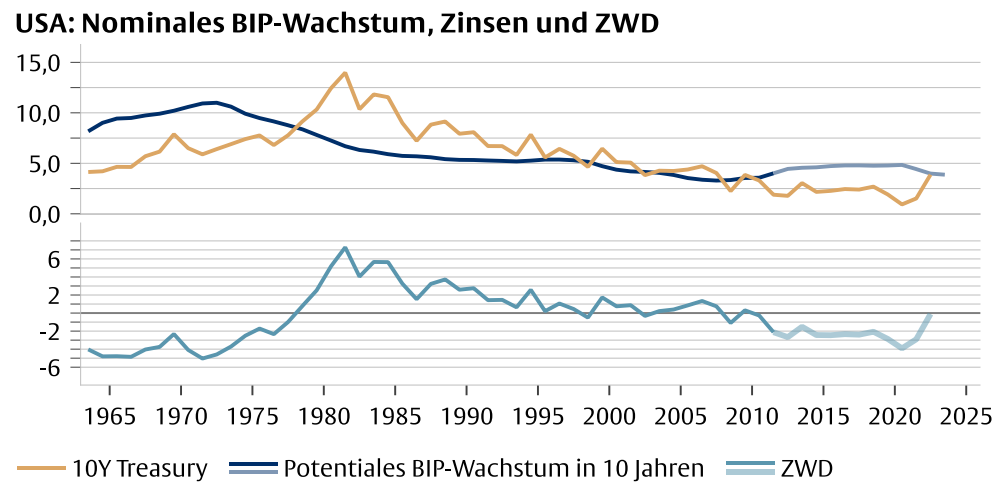


FIGURE 2. NOMINAL GDP GROWTH RATE AND 10-YEAR BOND RATE, 1950–2018

Quelle: Blanchard (2019).



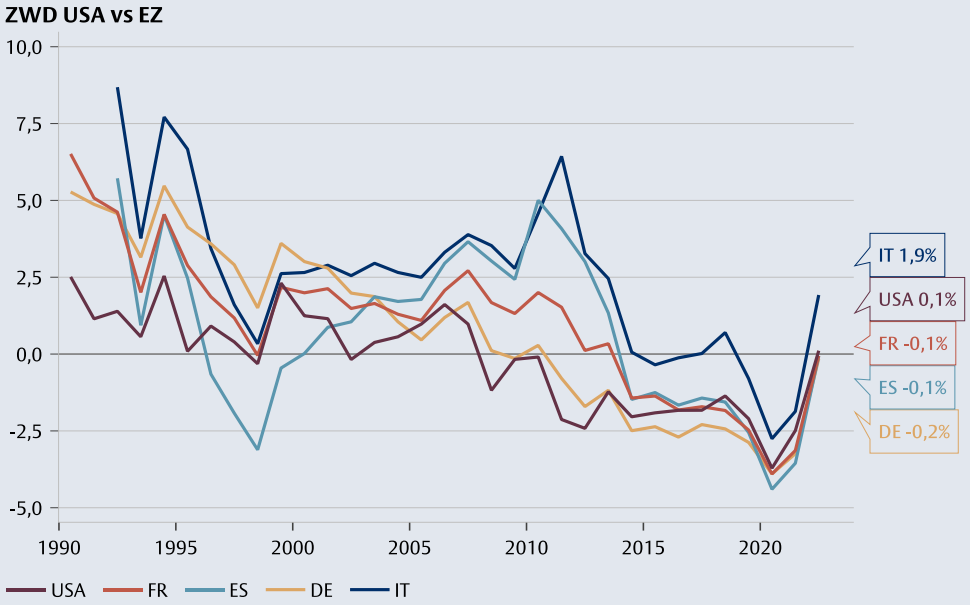
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Department of Treasury, U.S. Congressional Budget Office (CBO). Daten vom 13.06.2023.

Folgen für die Staatsverschuldung in der Eurozone

Für die Länder der Eurozone war das ZDW für einige Jahre ab 2013 negativ. In Deutschland war das ZDW sogar seit 2010 negativ, insbesondere aufgrund des schnellen BIP-Wachstums. Heutzutage sind die ZWDs für alle Länder stark angestiegen, und in Italien liegt die Verzinsung der 10-jährigen Staatsanleihen sogar 2 Prozentpunkte über dem annualisierten potenziellen 10-jährigen Wachstum.

Diese Erhöhung muss ausgeglichen werden. Theoretisch gibt es drei Optionen: die Generierung von Primärüberschüssen, das künstliche Niedrighalten der Zinsen oder die Erhöhung des nominalen Wachstums durch Inflation. Alle drei Optionen bergen Risiken.

Die Generierung von Budgetüberschüssen mag zwar deflationär sein, aber politisch gesehen unattraktiv, insbesondere wenn die Inflation bereits zu steigenden Lebenshaltungskosten geführt hat. Das Niedrighalten der Zinsen ist nur möglich, wenn die Inflation abnimmt. Allerdings scheint dies momentan nicht der Fall zu sein (siehe nächster Abschnitt). Die Inflation wird derzeit aktiv bekämpft. Sollte sie jedoch langfristig steigen, könnte dies negative Auswirkungen auf das Wachstum haben.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Macrobond Financial AB, OECD (Organisation for Economic Co-operation & Development), U.S. Department of Treasury. Daten vom 13.06.2023.

Fazit

Das Zins-Wachstums-Differenzial (ZWD) spielt eine entscheidende Rolle bei der Tragfähigkeit von Staatsschulden. Nach einer Phase mit niedrigen Zinsen, geringer Inflation und positivem Wachstum in der Eurozone und den USA seit 2010 war das ZWD für mehrere Jahre negativ. Ein dauerhaft negatives ZWD hätte ein Primärdefizit ohne steigende Staatsschuldenquote ermöglicht.

Jedoch haben die Zinserhöhungen der letzten Monate das ZWD wieder auf null oder mehr angehoben. Das bedeutet, dass die Regierungen nun positive Primärüberschüsse erzielen sollten.

Weil dies unpopulär ist, werden die Zentralbanken zwischen der Finanzrepression durch Staatsanleihenkäufe und der Inflationsbekämpfung durch Zinsanhebungen jonglieren müssen. Es wird ihnen kaum gelingen, dieses Kunststück zu vollbringen.

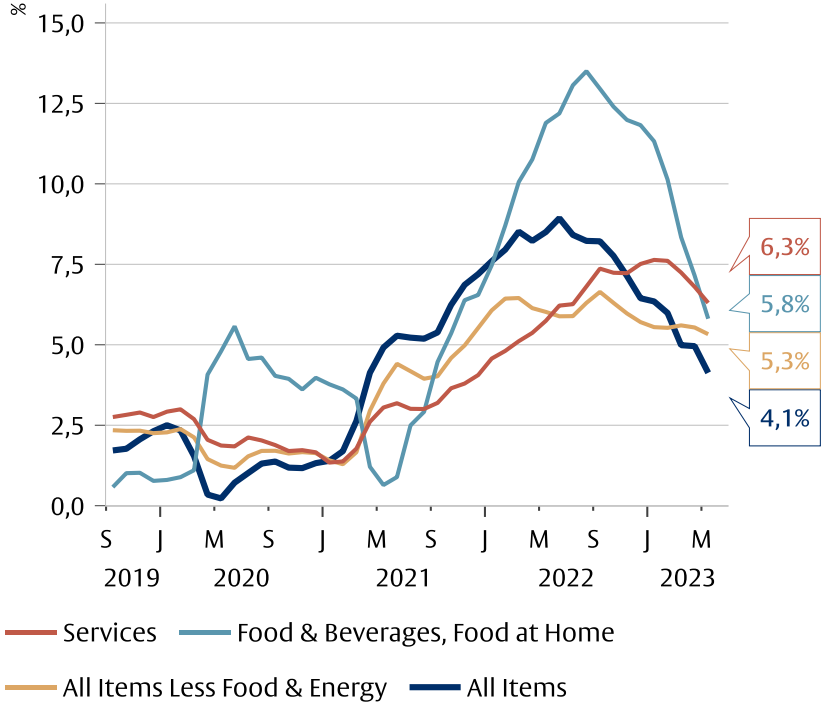
Referenzen

Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, *109*(4), 1197-1229.

PREISE

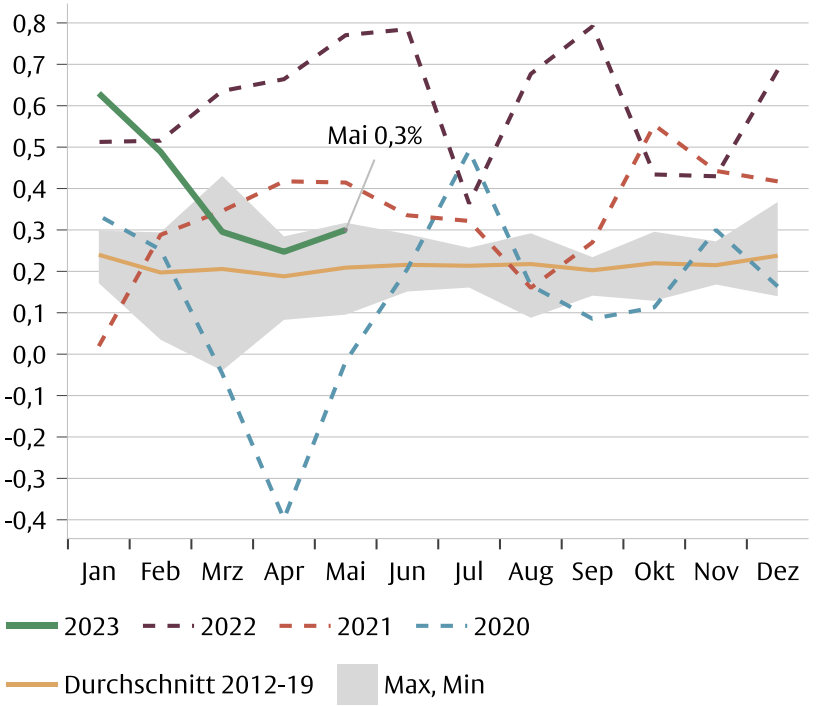
Inflation in den USA

United States, CPI & Core CPI



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.06.2023.

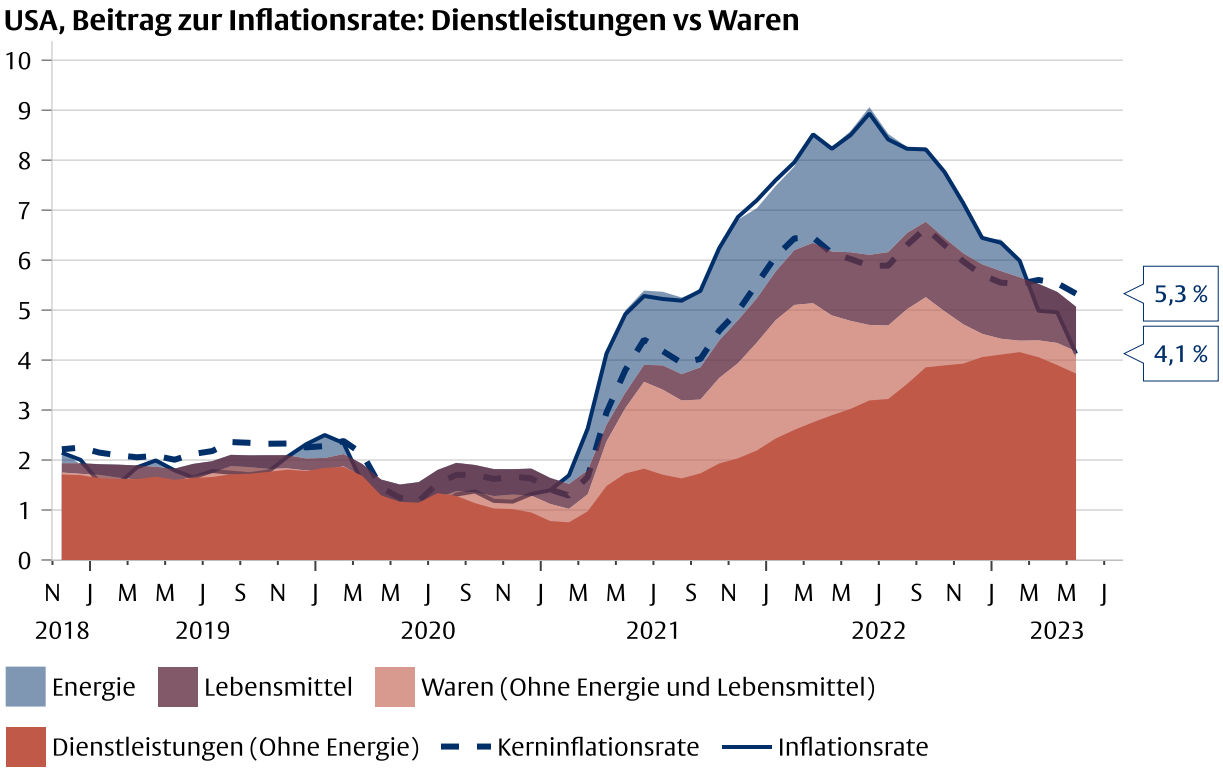
USA, Dienstleistungen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.06.2023.

Im **Mai** sank die **Inflationsrate** (Jahr-über-Jahr) auf 4,1 % und die **Kerninflationsrate** ging auf 5,3% leicht zurück. Die Preise für **Dienstleistungen** sind im Mai etwas schneller angestiegen als im Vormonat, allerdings war die monatliche Veränderungsrate mit 0,3 % tiefer als in den letzten zwei Mai-Monaten.

Inflation in den USA

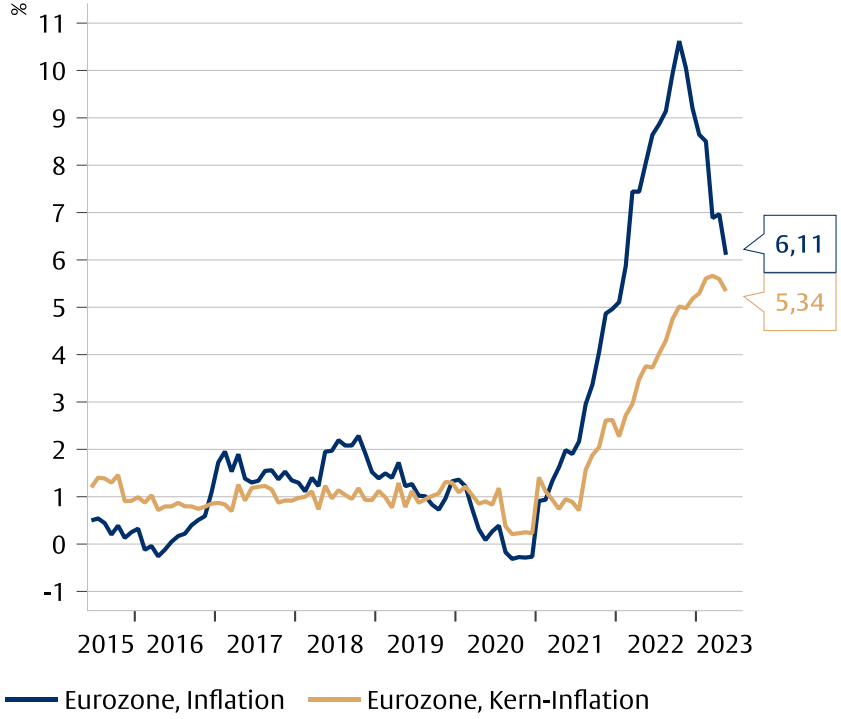


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 13.06.2023.

Die Teuerung der Dienstleistungen hat weiterhin am stärksten zur Inflation in den USA beigetragen. Der Beitrag von Energiepreisen und Waren ohne Lebensmittel ging weiter zurück.

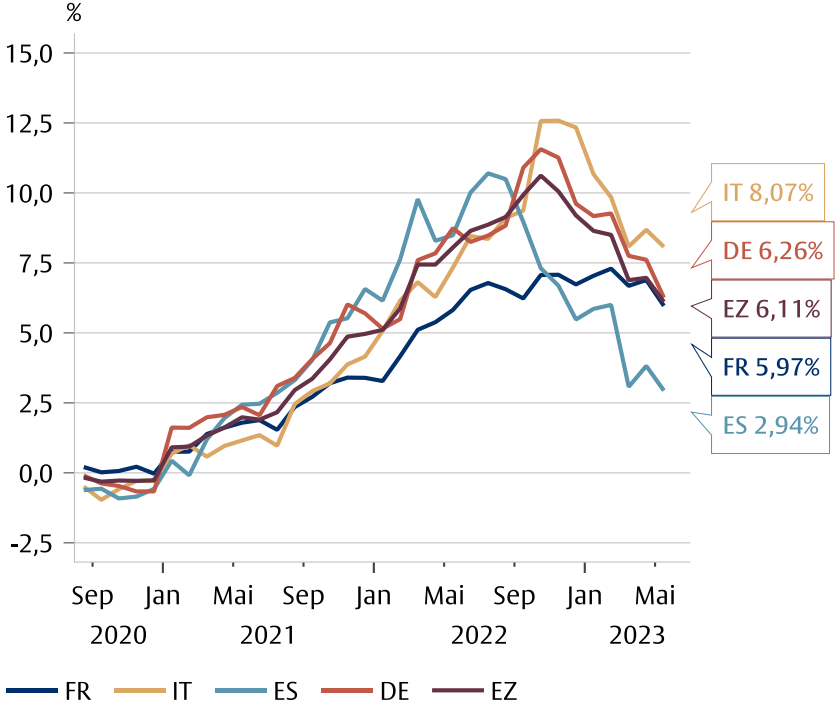
Inflation in der Eurozone

Inflation und Kerninflation in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat.
Daten vom 13.06.2023

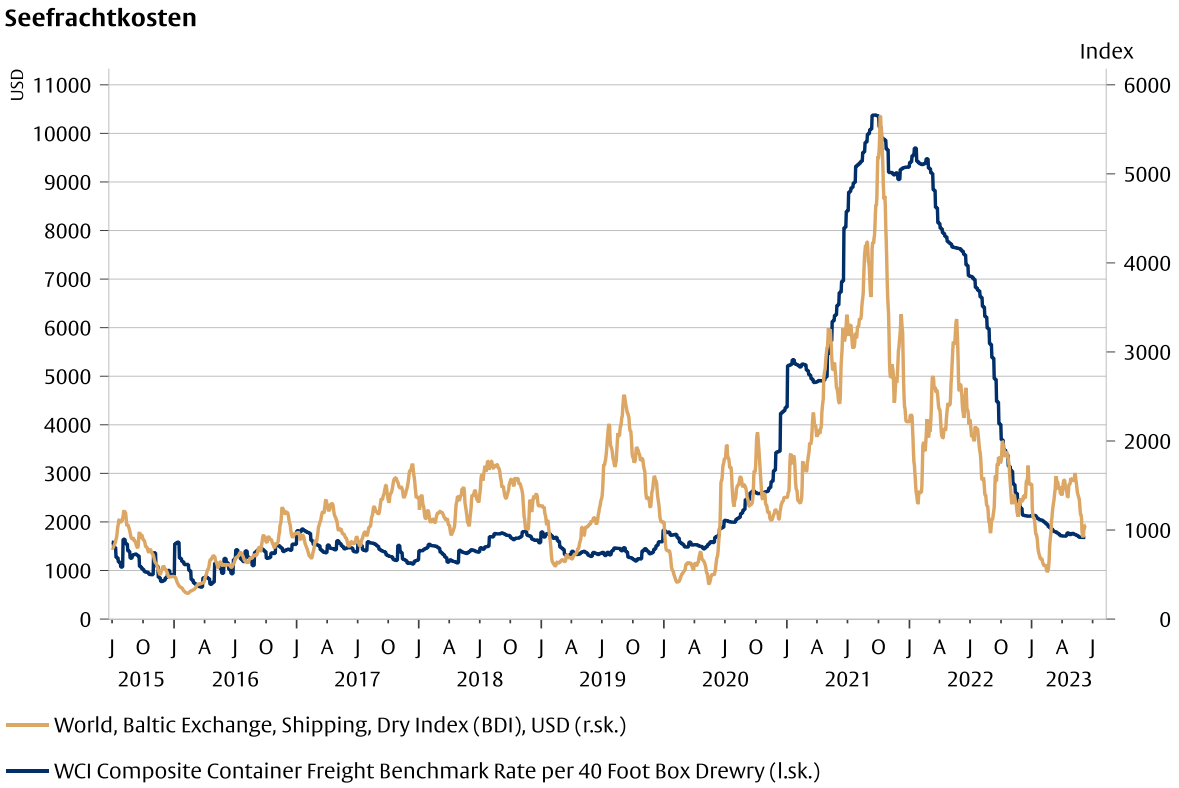
Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, nationale statistische Ämter.
Daten vom 13.06.2023

Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) der **Eurozone** stieg im Mai um 6,11 % gegenüber dem Vorjahresniveau. Die Kern-HVPI stieg um 5,3 %. Der Basiseffekt spielte hier eine bedeutende Rolle. Die Inflationsraten sind innerhalb der Eurozone sehr unterschiedlich. Die niedrigste Inflation erlebte Spanien mit 2,9% und Italien die höchste mit 8,1%.

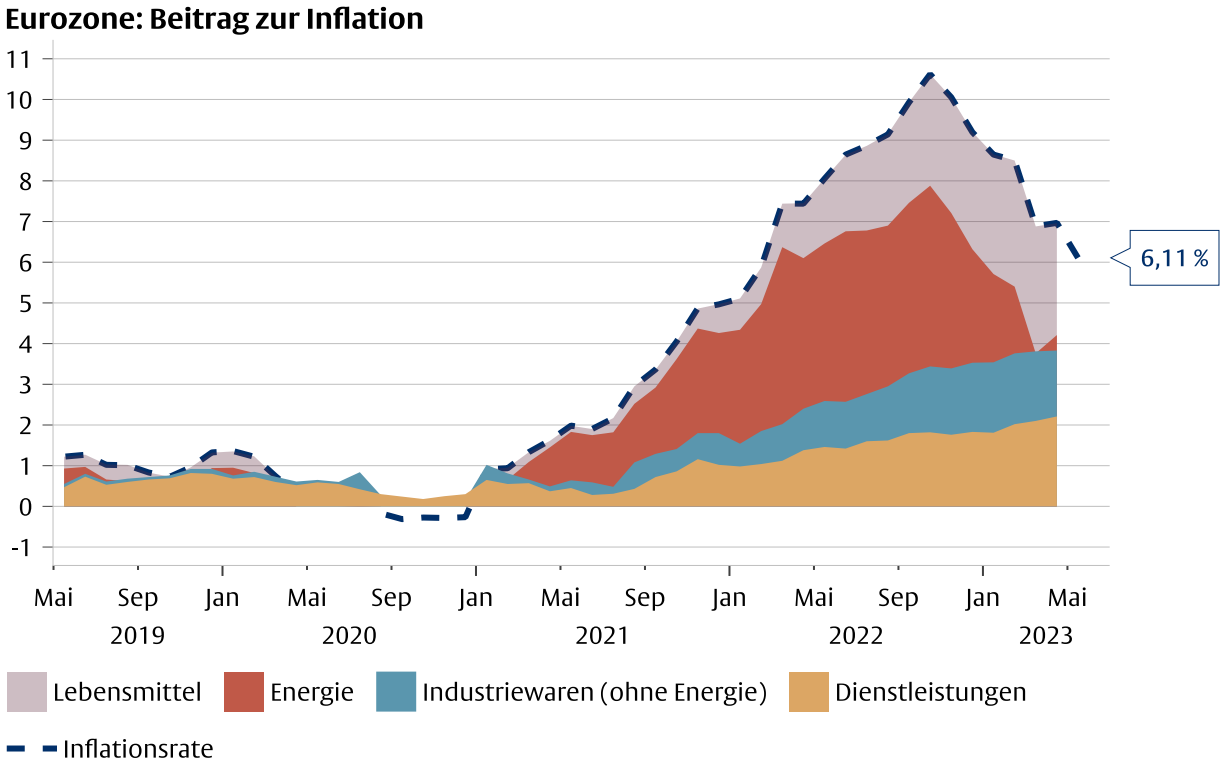
Die Frachtraten normalisieren sich



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Baltic Exchange. Daten vom 13.06.2023.

Die **Verschiffungskosten** sind ein bedeutender **Kostenfaktor** und **Inflationstreiber**. Seit Mai hat sich der **Baltic Dry Index**, der die globalen Verschiffungskosten für trockene Schüttgüter wie Kohle oder Kupfer zusammenfasst, abgeschwächt und bewegt sich auf dem Niveau von 2019-20. Auch der World Container Index, der die Frachtraten für 40-Fuß-Container zusammenfasst, ist zurück auf dem Niveau von 2020.

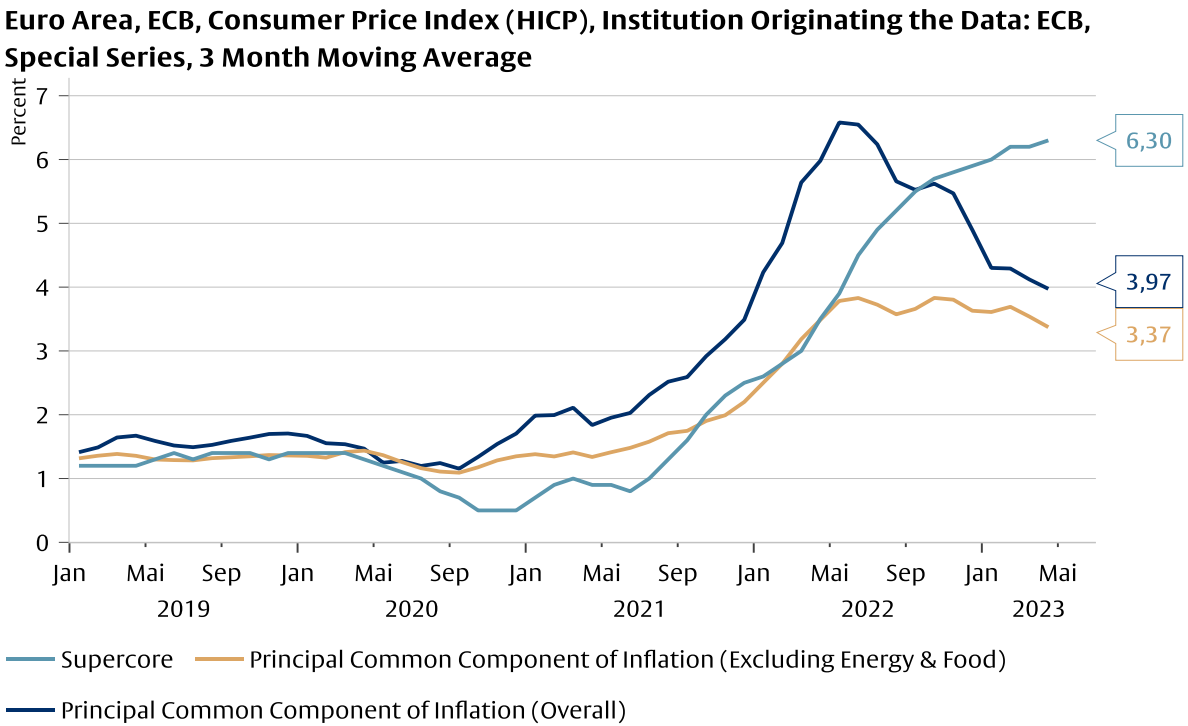
Kern-Inflation in der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 13.06.2023.

Der Beitrag von Dienstleistungspreisen und von Industriegütern zur Inflation stieg in der Eurozone weiter. Auch der Beitrag von Lebensmittelpreisen ist gestiegen.

Kern-Inflation in der Eurozone

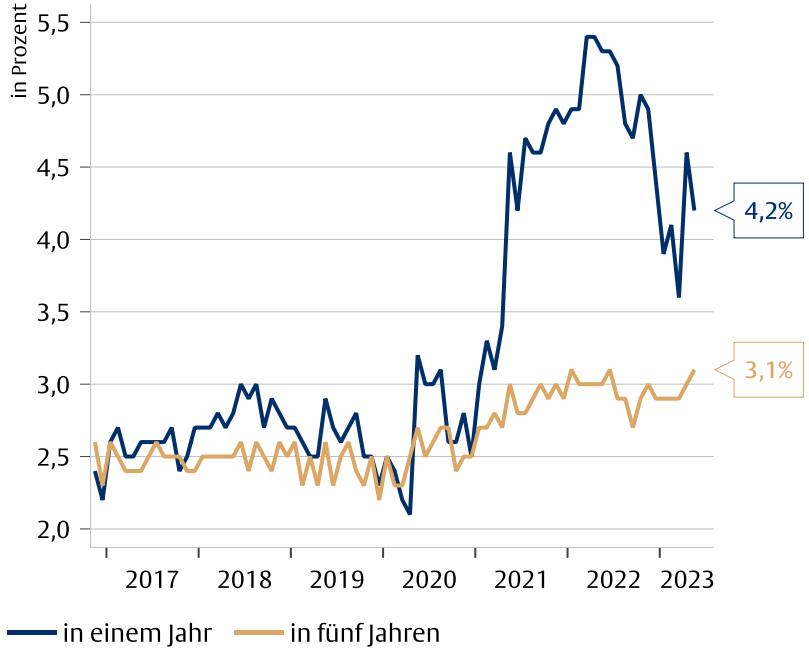


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank). Daten vom 13.06.2023.

Die Kerninflation bleibt hoch. Die "**Supercore"-Inflation**, die nur Waren betrachtet, die sich **nicht mit dem Konjunkturzyklus** bewegen, erreichte im April 6,3%. Die "**Persistent and Common Component of Inflation (PCCI)",** die nur die dauerhafte und gemeinsame Komponente der Inflationsraten aller Länder der Eurozone beinhaltet, ist hauptsächlich aufgrund von Energie- und Lebensmittelpreisen nur leicht gesunken.

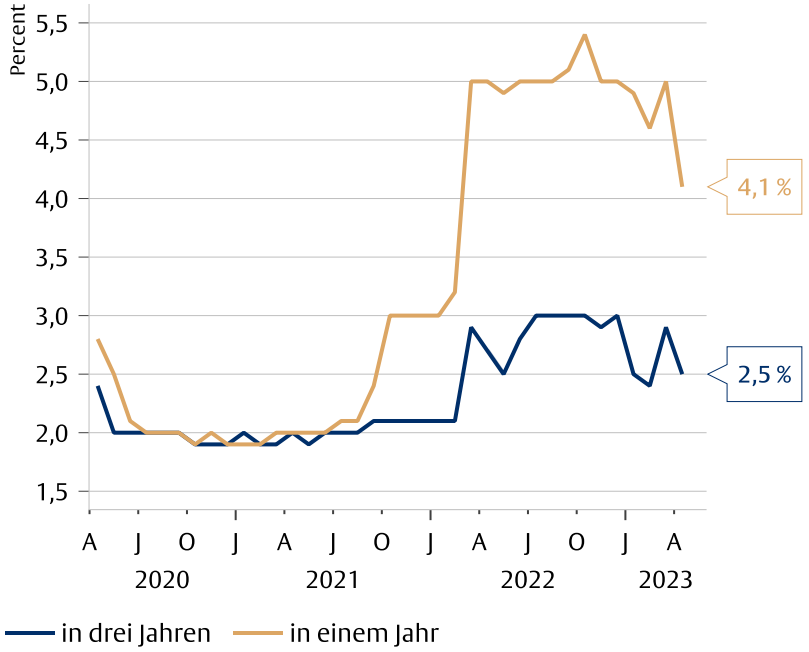
Inflationserwartungen geben nicht nach

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan.
Daten vom 13.06.2023

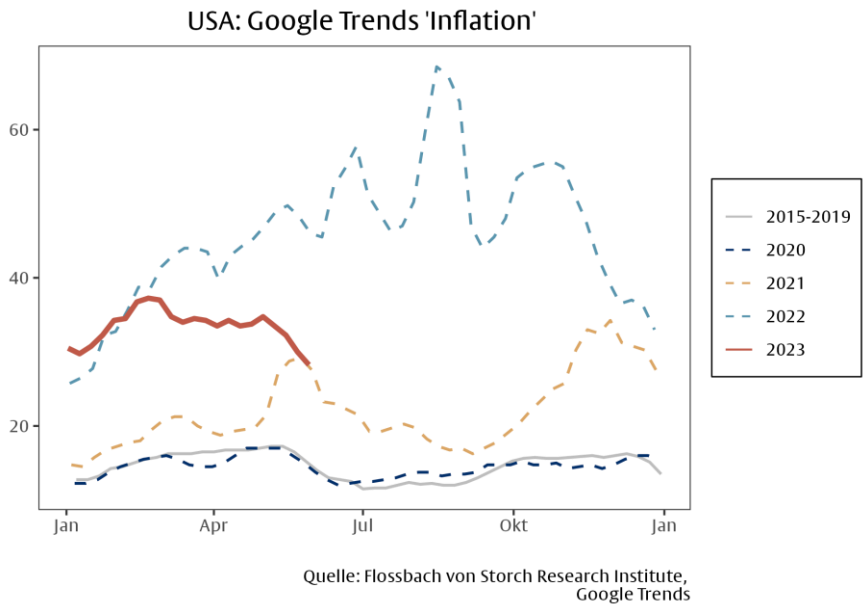
Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

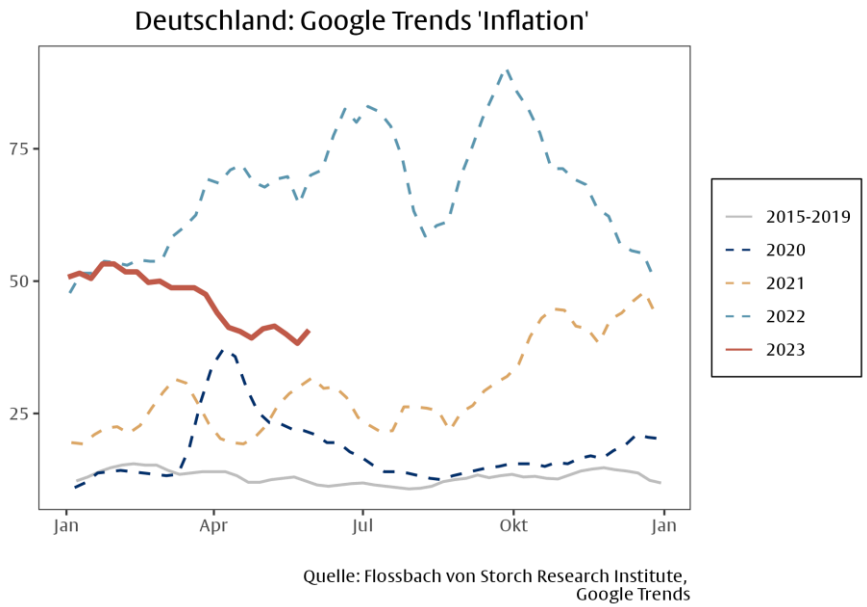


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB (European Central Bank).
Daten vom 13.06.2023

In den **USA** steigen im Mai die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die nächsten 5 Jahre erneut an. In zwölf Monaten wird weiterhin eine Inflationsrate von über vier Prozent erwartet. In der **Eurozone** sind die Erwartungen für die Inflation in einem Jahr auf 4,1 % und in drei Jahren auf 2,5 % gesunken.

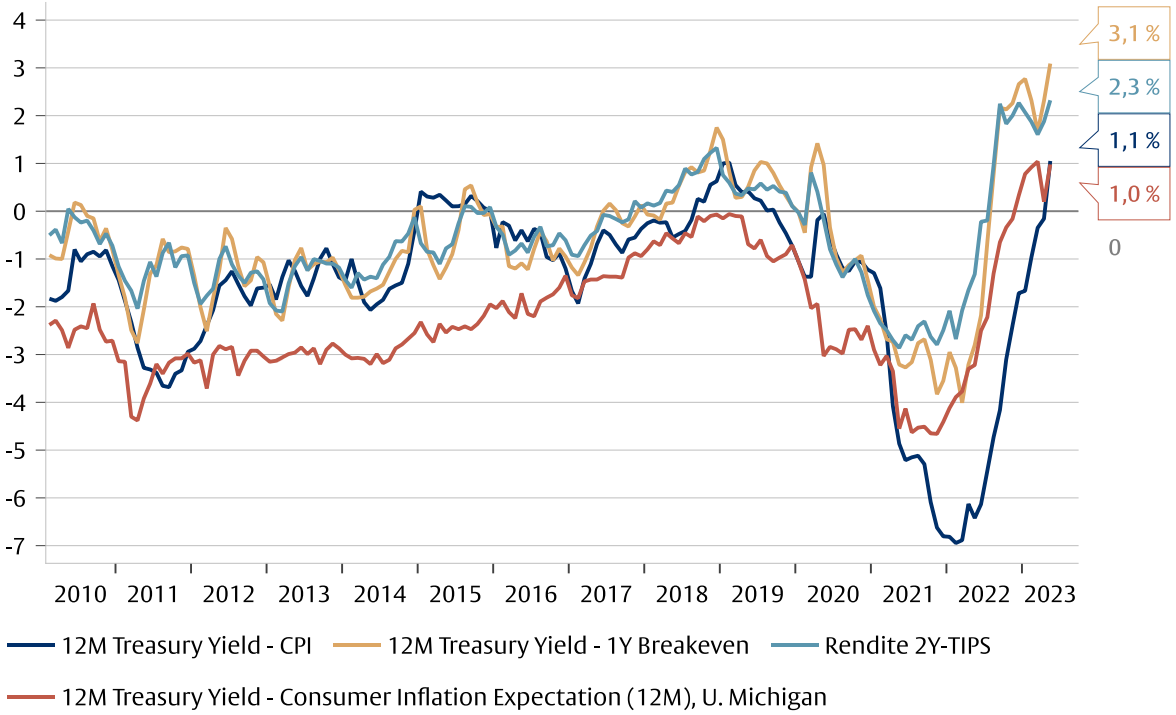
Inflation bleibt ein Sorgethema





In **Deutschland** und den **USA** wird nach „**Inflation**“ weniger häufig als im letzten Jahr „gegoogelt“. Die **Suchintensität** bleibt trotzdem deutlich höher als vor der Pandemie.

Wo ist der Realzins?



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Treasury, University of Michigan. Daten vom 13.06.2023.

Der **Realzins** ist die Differenz von **Nominalzins** und (erwarteter) **Inflation**. Während man den Nominalzins am Markt ablesen kann, muss man sich für die erwartete Inflation einer Schätzung bedienen. Je nach gewähltem Ansatz liegt der **Realzins** für die **US-Wirtschaft** derzeit zwischen **1,0 % und +3,1 %**). Alternativ, kann man aus dem Markt die Rendite inflationsindizierter Staatsanleihen (TIPS in den USA) ablesen. Für eine Laufzeit von zwei Jahren ist der Realzins seit April 2022 positiv und liegt derzeit bei **2,3 %**.

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.