

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Konjunkturbericht

Pablo Duarte

Februar 2025



Einleitung

Im **Februar** wuchs die **US-Wirtschaft** langsamer als Ende **2024**, trotz der **Erholung des verarbeitenden Gewerbes**. Die **Eurozone** stagnierte weiter. Der **US-Arbeitsmarkt** bleibt **angespannt**, wobei die **Beschäftigung** schwächer als erwartet zunahm. In **China** sanken die **Immobilienpreise** weiter, die **Deflation** hielt an, und die **Jugendarbeitslosigkeit** blieb hoch.

Die **Inflationsrate** in den **USA** und der **Eurozone** stieg etwas weniger als erwartet. Neben dem **Dienstleistungssektor** trugen **Lebensmittelpreise** zum anhaltenden **Inflationsdruck** bei.

Seit **Anfang März** werden **Fed-Leitzinssenkungen** bis **Ende des Jahres** von **fast 75 Basispunkten** eingepreist. In der **Eurozone** werden **Zinssenkungen** um **50 Basispunkte** antizipiert, vorwiegend in der **ersten Jahreshälfte**.



USA: Stagflations-Angst



Quelle: Generiert durch ChatGPT



Inhalt

<u>Realwirtschaft</u>	<u>5</u>
<u>Wirtschaftswachstum: USA, Euroraum, China</u>	<u>6</u>
<u>USA: Arbeitsmarkt & privater Konsum</u>	<u>11</u>
<u>China</u>	<u>18</u>
<u>Preise</u>	<u>25</u>
<u>USA</u>	<u>26</u>
<u>Euroraum</u>	<u>31</u>
<u>Zinserwartungen</u>	<u>38</u>

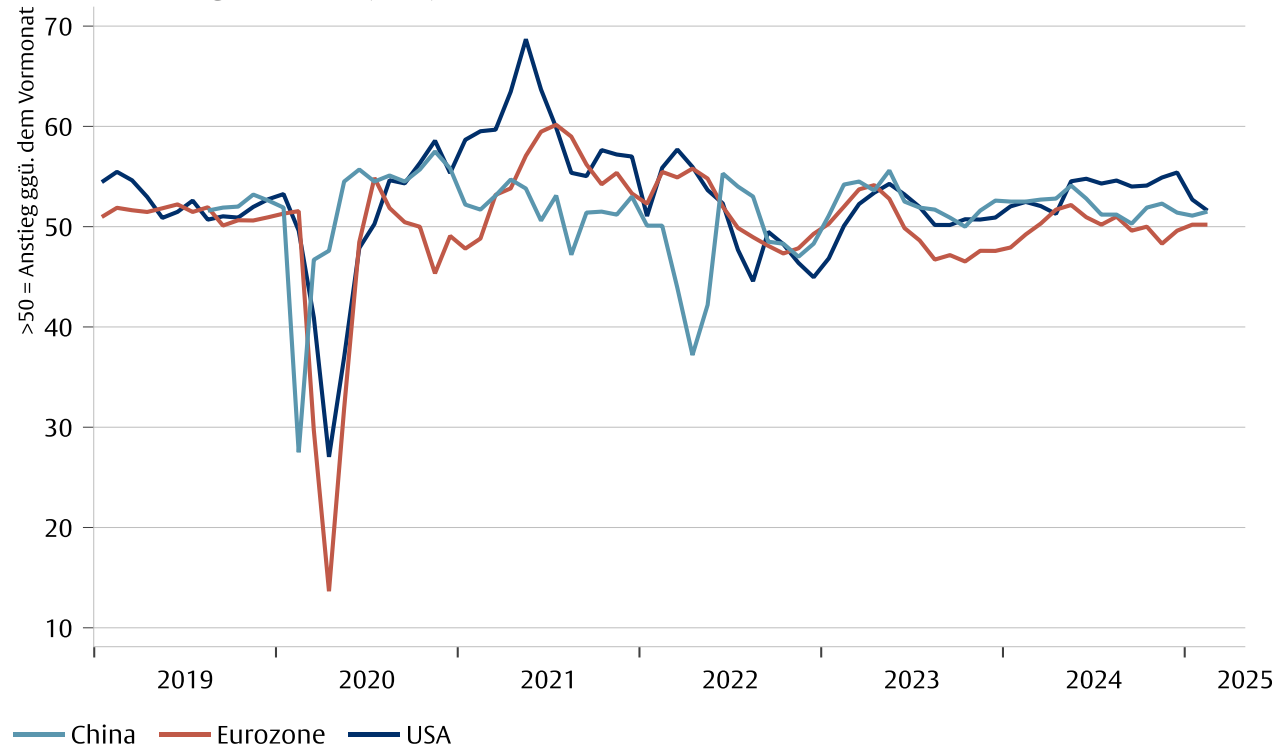


REALWIRTSCHAFT



Das US-Wachstum verlangsamt sich

Einkaufsmanagerindizes (PMI): USA vs Eurozone vs China



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Daten vom 02.2025.

Die **US-Wirtschaft** startete mit einem starken **Wachstum** ins neue Jahr. Doch im **Februar** ging der **Einkaufsmanagerindex** (PMI), ein **Frühindikator** für Wirtschaftswachstum, im zweiten Monat in Folge zurück. Er bleibt dennoch höher als in **China** und der **Eurozone**. Die Eurozone stagniert weiter.



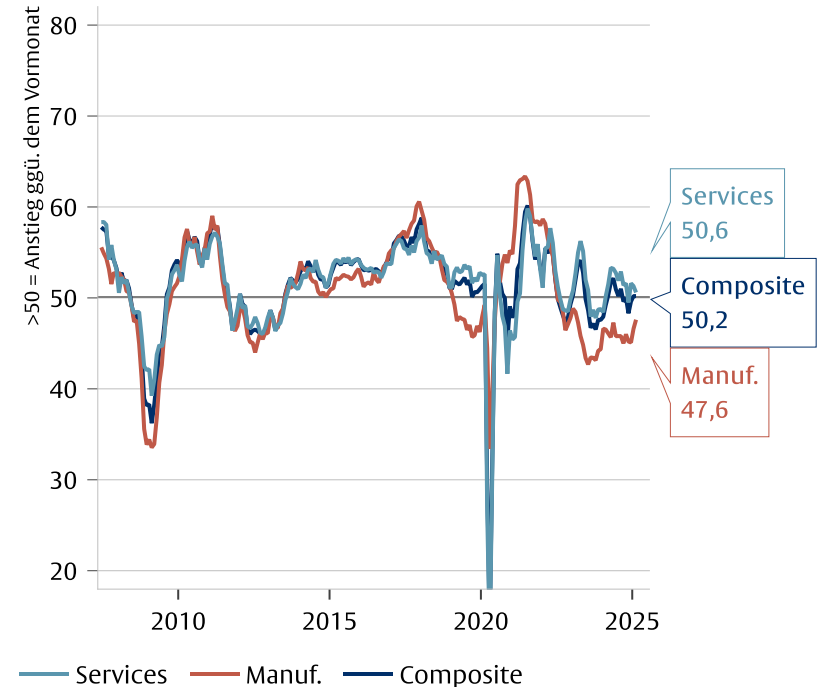
... trotz Erholung des verarbeitenden Gewerbes

USA: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 02.2025.

Eurozone: Einkaufsmanagerindizes (PMIs)



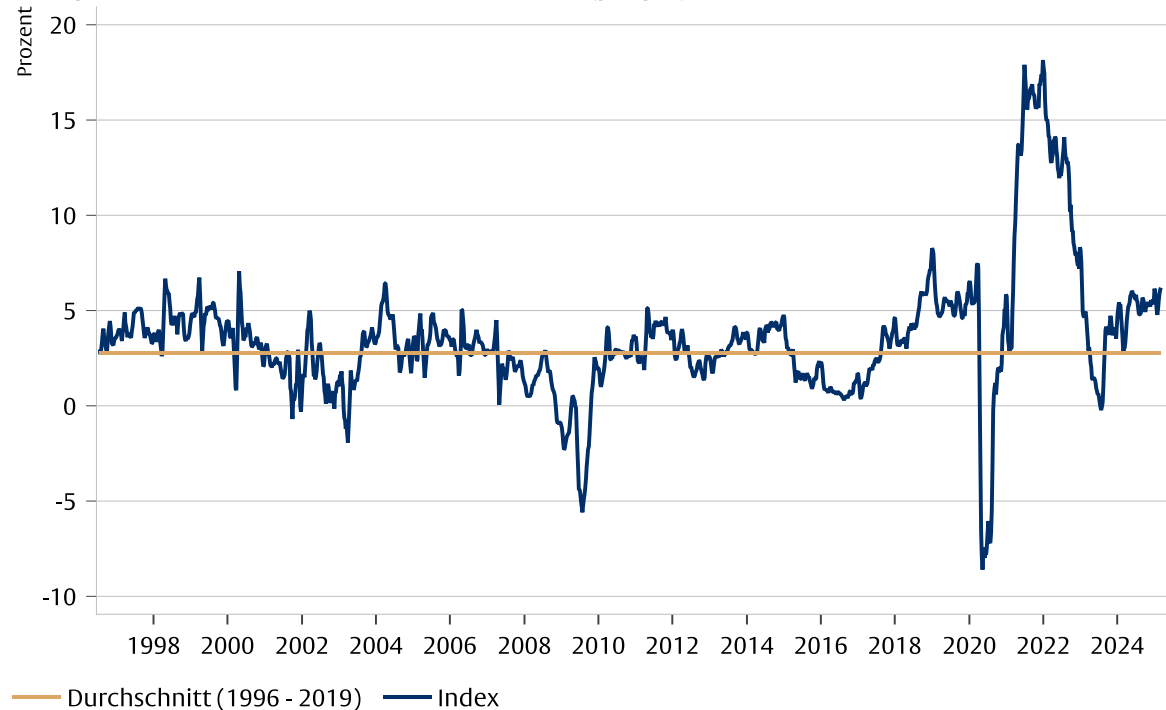
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global Daten vom 02.2025.

Das **verarbeitende Gewerbe der USA** wuchs im **Februar**. Der PMI stieg auf **52,7**, während der **Index des Dienstleistungssektors** zurückging. In der **Eurozone** schrumpfte der PMI des **verarbeitenden Gewerbes** weiter, vor allem aufgrund der **Schwäche Deutschlands und Frankreichs**. Der **Index des Dienstleistungssektors** bewegte sich seitwärts.



Die Einzelhandelsverkäufe der USA steigen an

USA: Johnson Redbook Einzelhandelsindex (J-ü-J %)



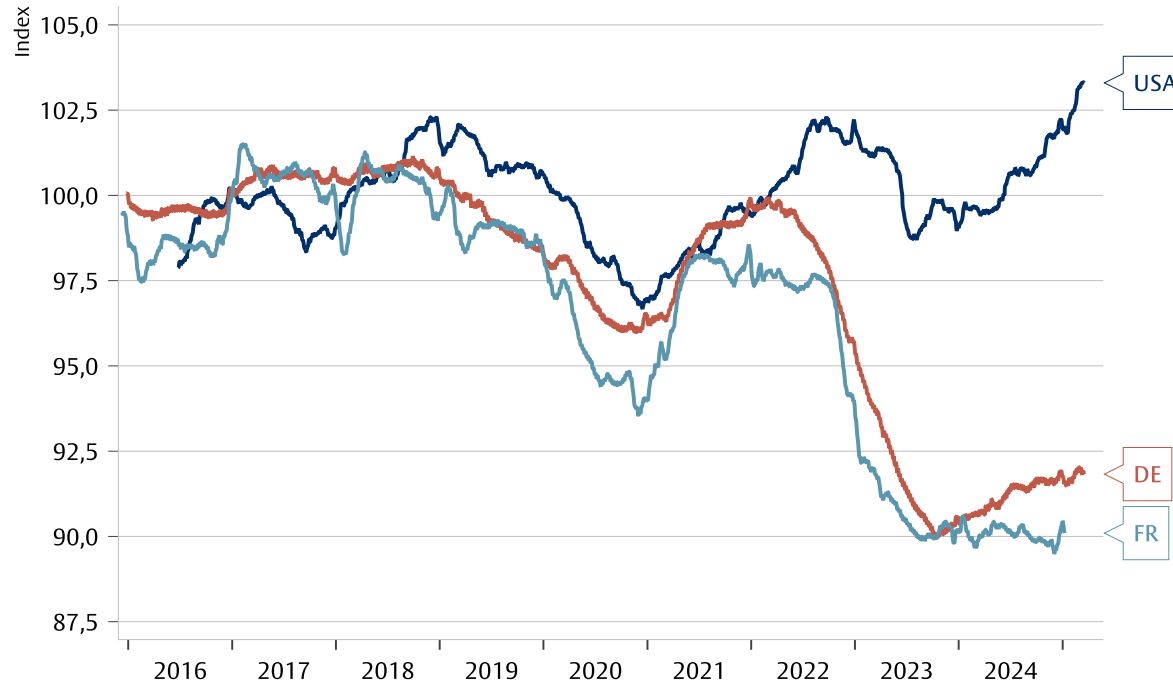
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc. Daten vom 2025 W10.

Der „Johnson Redbook Retail Sales“-Index fasst die **Verkäufe** von **Warenhäusern** und **Einzelhandelsgeschäften** in den USA zusammen. Der Index liegt weiter über dem für 1996 bis 2019 berechneten **Durchschnitt** und lässt **starke US-Einzelhandelsumsätze** für **März 2025** erwarten.



Starker Stromverbrauch in den USA

Stromverbrauch in MWh, 01.2017 = 100



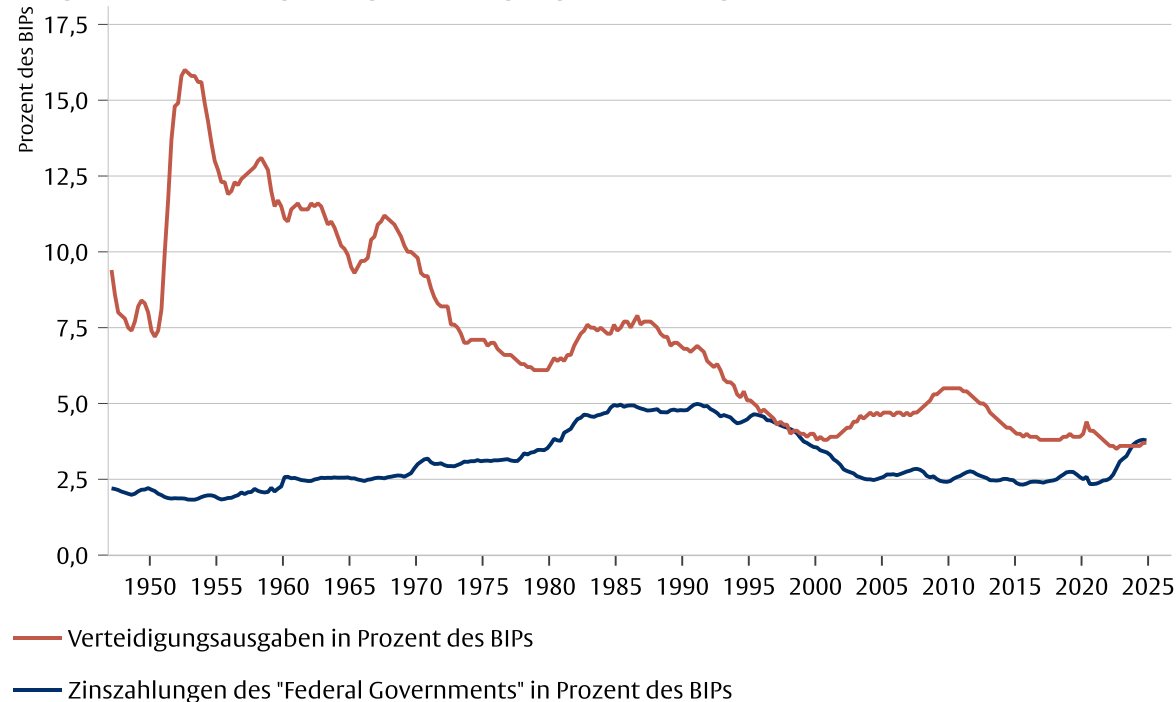
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ENTSO-E (Electricity Data), EIA. Daten vom 16.03.2025. Notiz: Rollierende Jahresdurchschnitte täglicher Daten.

Der **Stromverbrauch**, ein Frühindikator für die **Industrieproduktion**, blieb in **Deutschland** und **Frankreich** deutlich unter dem Niveau der letzten Jahre. Der Verbrauch ist sogar niedriger als während der **Corona-Lockdowns** 2020, obwohl er sich in Deutschland in den letzten Wochen leicht erholte. In den **USA** ist der Verbrauch dagegen höher als Anfang 2019.



USA: Zinsausgaben höher als Verteidigungskosten

Ausgaben der US-Regierung: Verteidigung vs. Zinsausgaben



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA. Daten vom 2024 Q4.

In **Friedenszeiten** ist es oft politisch oft attraktiver, **Militär- statt Sozialausgaben** zu kürzen. Reduziert ein Land seine **Verteidigungsressourcen**, wird es verwundbarer und signalisiert **militärische Schwäche**. Der **Wirtschaftshistoriker Niall Ferguson zeigt**, dass **höhere Zinsausgaben im Vergleich zu Verteidigungsausgaben** historisch ein guter **Indikator für den Niedergang** einer Großmacht waren. Die **USA** haben diesen Punkt **Ende 2024** erreicht.

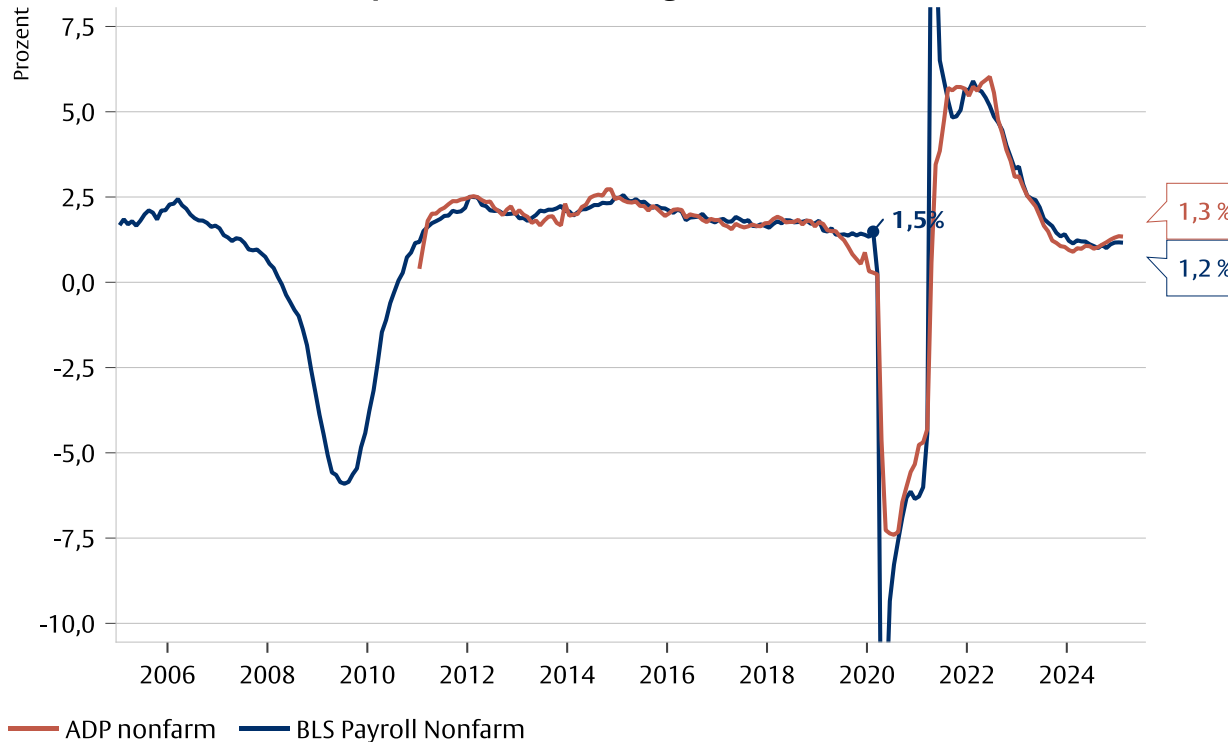


USA: Arbeitsmarkt & Privater Konsum



USA: Stellenwachstum normalisiert sich

USA: Stellenwachstum im privaten Sektor ex. Agrar, YoY%



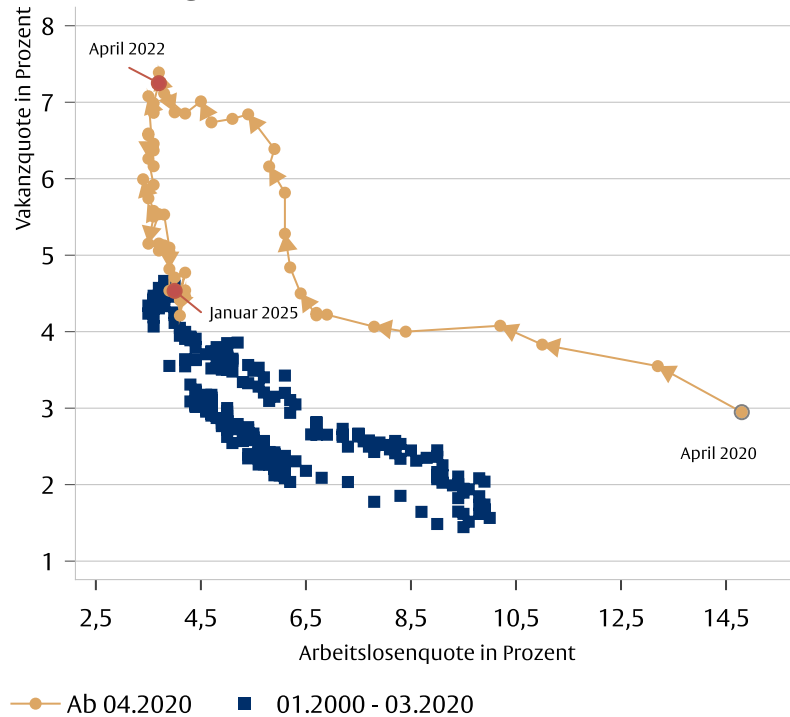
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ADP Daten vom 02.2025.

Im **Februar** stieg die Anzahl der **Stellen im privaten Sektor** (ohne Landwirtschaft) im Vergleich zum Vorjahr weniger als erwartet um **1,3 %**. Laut **ADP-Arbeitsmarktbericht** lag der Anstieg bei **1,2 %**. Insgesamt steigt die Anzahl der Stellen weiter, jedoch etwas langsamer als vor der Pandemie.

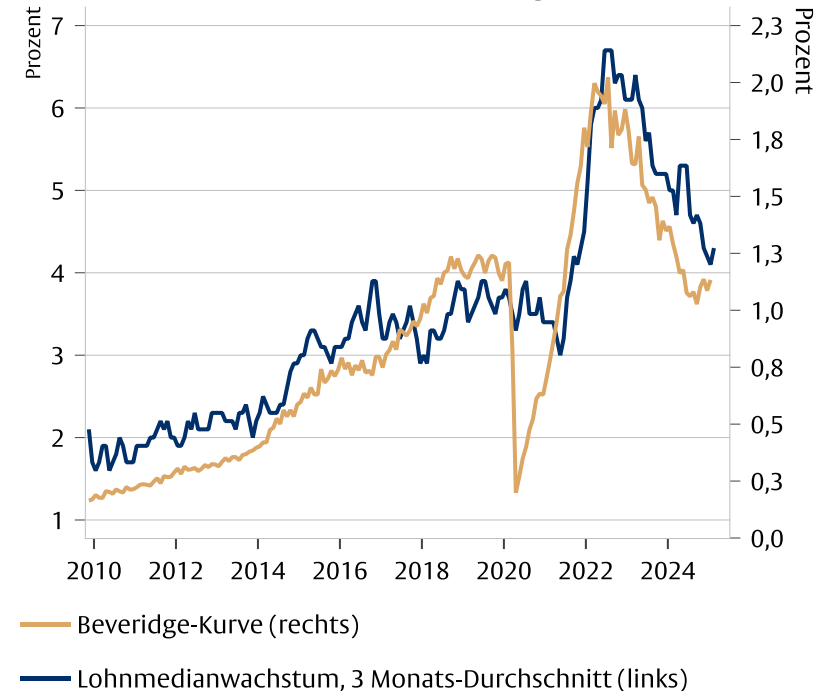


Der US-Arbeitsmarkt ist weniger eng

USA: Beveridge-Kurve



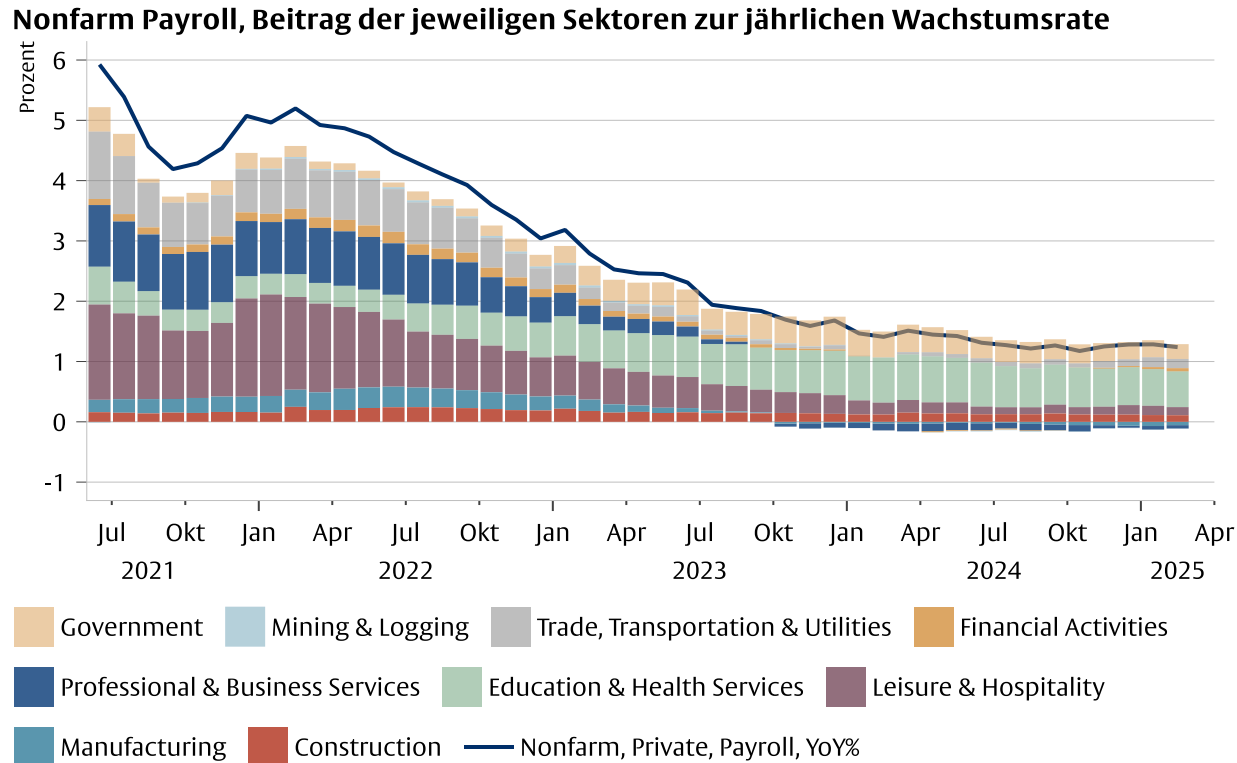
USA: Lohnwachstum und der Beveridge-Kurve



Die **Beveridge-Kurve**, die die Beziehung zwischen der **Vakanzquote** – definiert als der Anteil offener Stellen an der Gesamtzahl von besetzten und offenen Stellen – und der **Arbeitslosenquote** abbildet, hat sich normalisiert: Seit fast 3 Jahren **fällt** die Vakanzquote, ohne dass die Arbeitslosenquote spürbar **steigt**. Das nominale **Lohnwachstum** verlangsamt sich ebenfalls seit zwei Jahren, ist aber immer noch **höher als vor der Pandemie**.



Wenige Sektoren treiben das Stellenwachstum

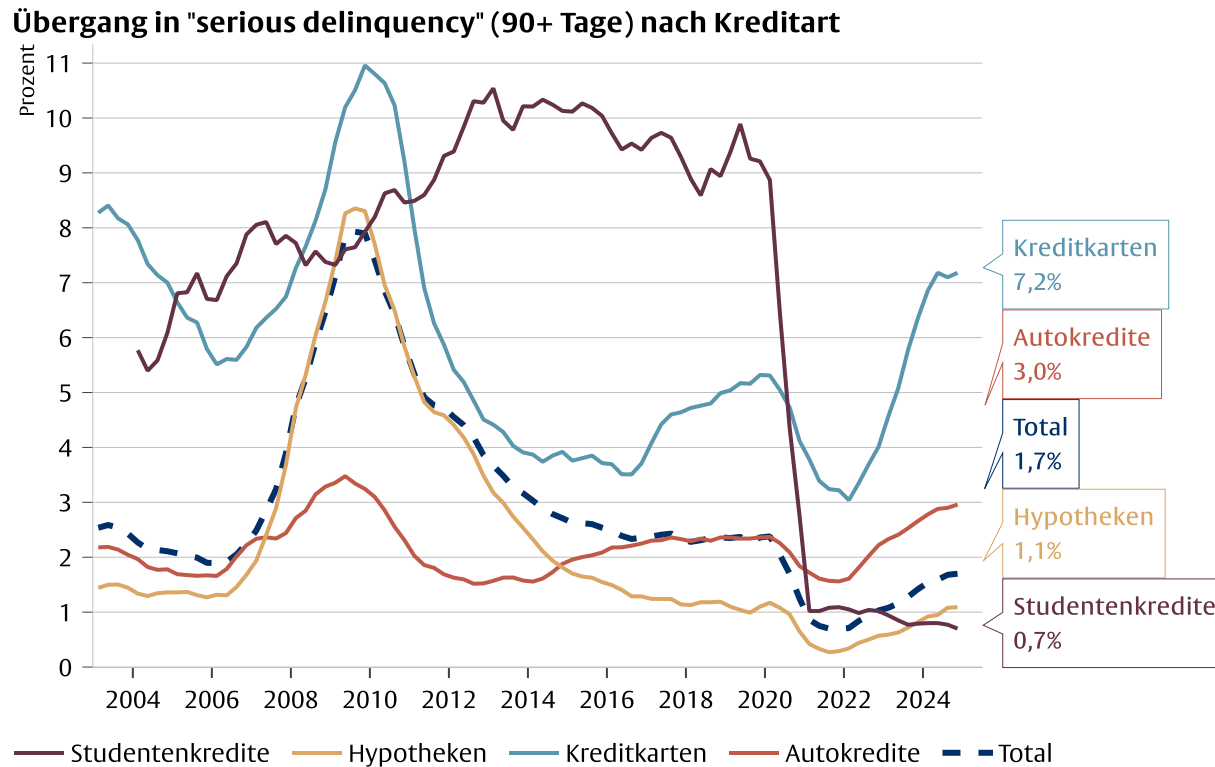


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 02.2025.

Im **Februar** entfiel der größte Beitrag zum **jährlichen Stellenzuwachs** auf die Kategorie „**Education & Health Services**“. Das **verarbeitende Gewerbe** leistete hingegen einen **leicht negativen Beitrag**. Die **Regierung** trug damit weiterhin wesentlich zum **Beschäftigungswachstum** bei.



Die Zahlungsrückstände bei Kreditkarten steigen

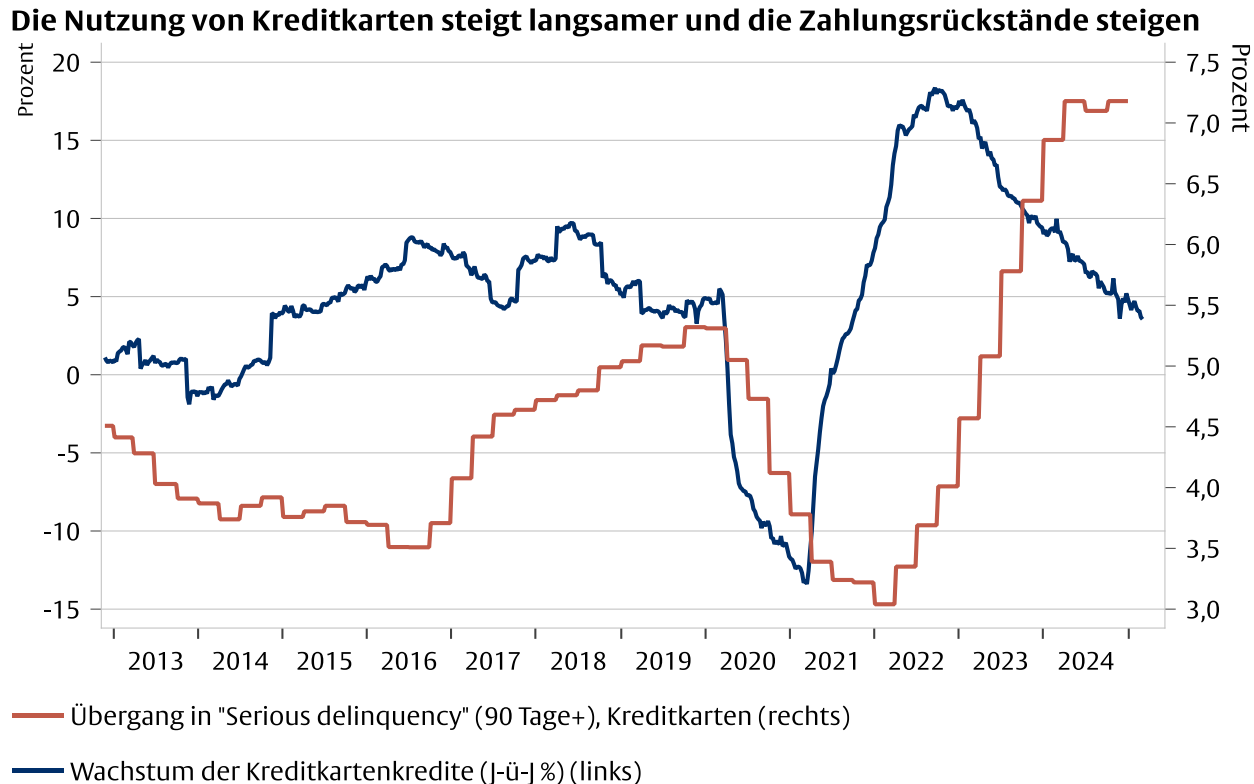


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, New York Fed. Daten vom 2024 Q4.

Der Anteil der **Kreditkarten- und Autokreditsalden**, die im letzten Quartal in einen **Zahlungsrückstand von über 90 Tagen** geraten sind, war höher als in den letzten 10 Jahren. Die **Zahlungsausfälle** in anderen Kreditbereichen, besonders bei **Hypotheken**, bleiben jedoch auf historisch niedrigem Niveau.



... aber könnten sich normalisieren



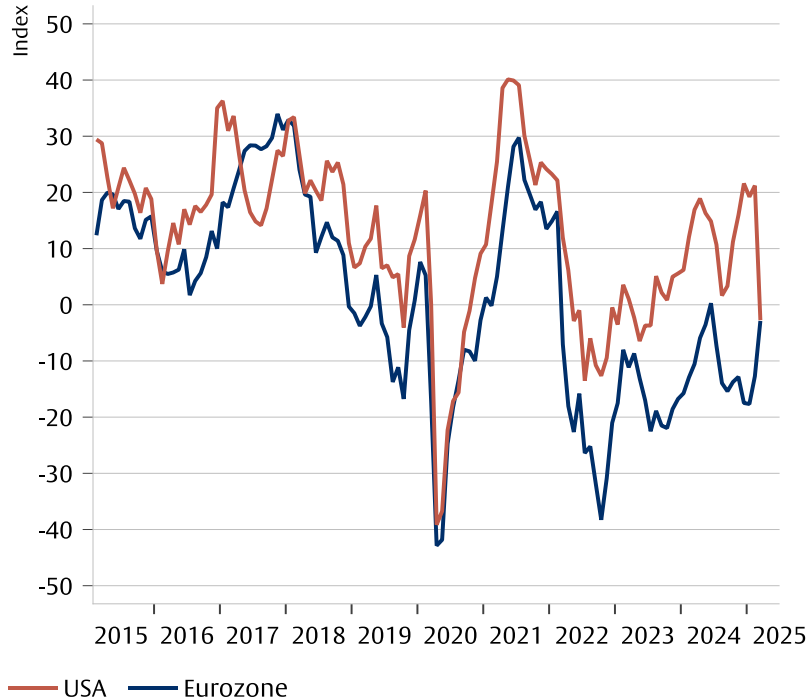
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, New York Fed. Daten vom 2025 W10.

Der Anteil der **Kreditkartenschulden**, die jedes Quartal in **Zahlungsrückstand** geraten, folgt dem **Wachstum der Kreditkartenschulden** mit einer Verzögerung von **einigen Monaten**. Da die **Kreditkartenschulden** seit **zwei Jahren** langsamer wachsen, dürfte die **Übergangsrate in Zahlungsrückstand** in den kommenden Monaten **zurückgehen**.



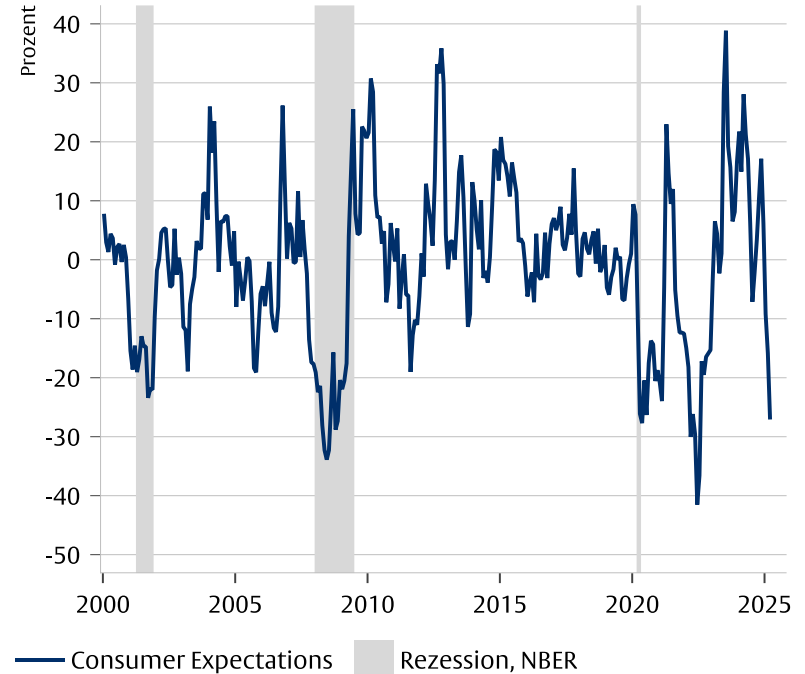
Eurozone: leicht bessere Stimmung

Sentix Konjunkturindex USA und Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix. Daten vom 03.2025.

USA, Konsumklimaindex Universität Michigan, J-ü-J%



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, BEA, NBER. Daten vom 03.2025.

Der **Sentix-Konjunkturindex** spiegelt die **Konjunkturerwartungen von Anlegern** wider. In der **Eurozone** stieg er nach der Ankündigung schuldenfinanzierter **Rüstungs- und Infrastrukturprogramme** stark an, während er in den **USA** seit Jahresbeginn deutlich zurückging. Der **Konsumklimaindex der Universität Michigan**, der die **Verbraucherstimmung in den USA** misst, fiel erneut.



China

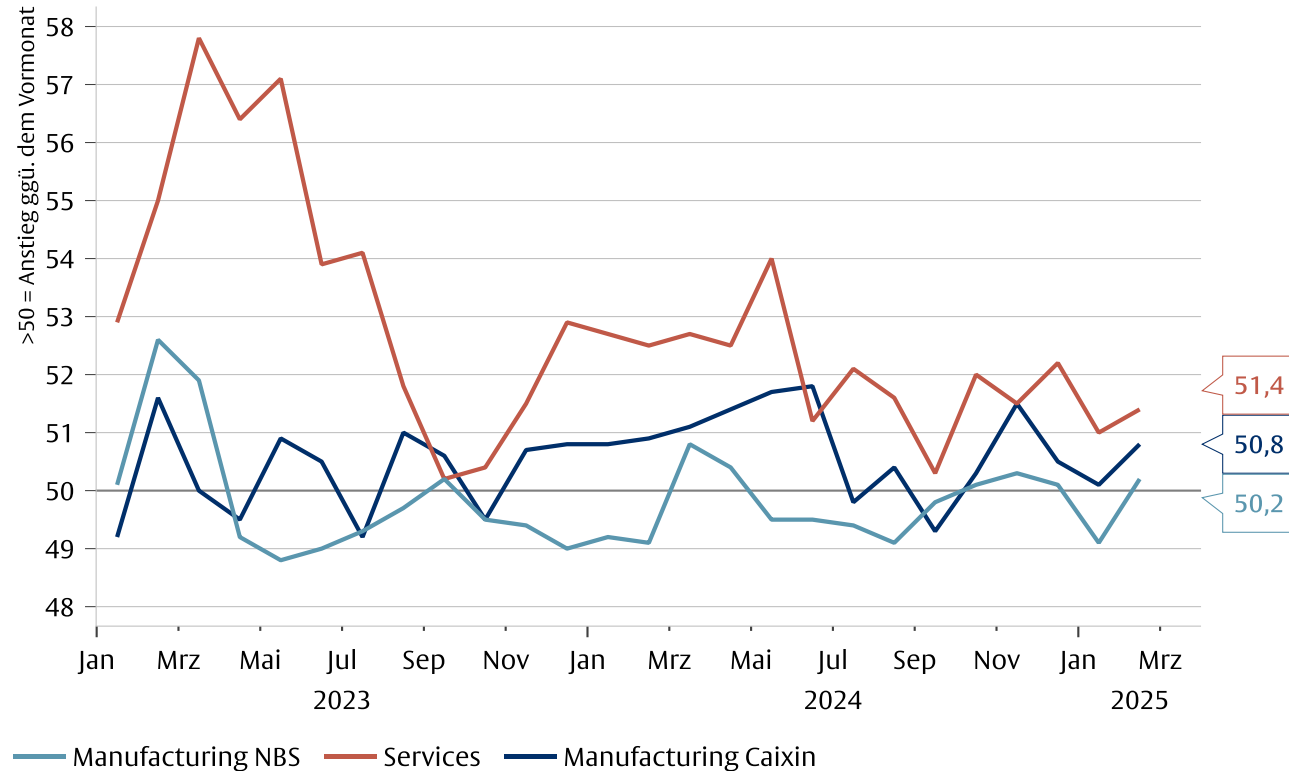


Quelle: Generiert durch ChatGPT



China: Das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach

China: Einkaufsmanagerindizes (PMI)



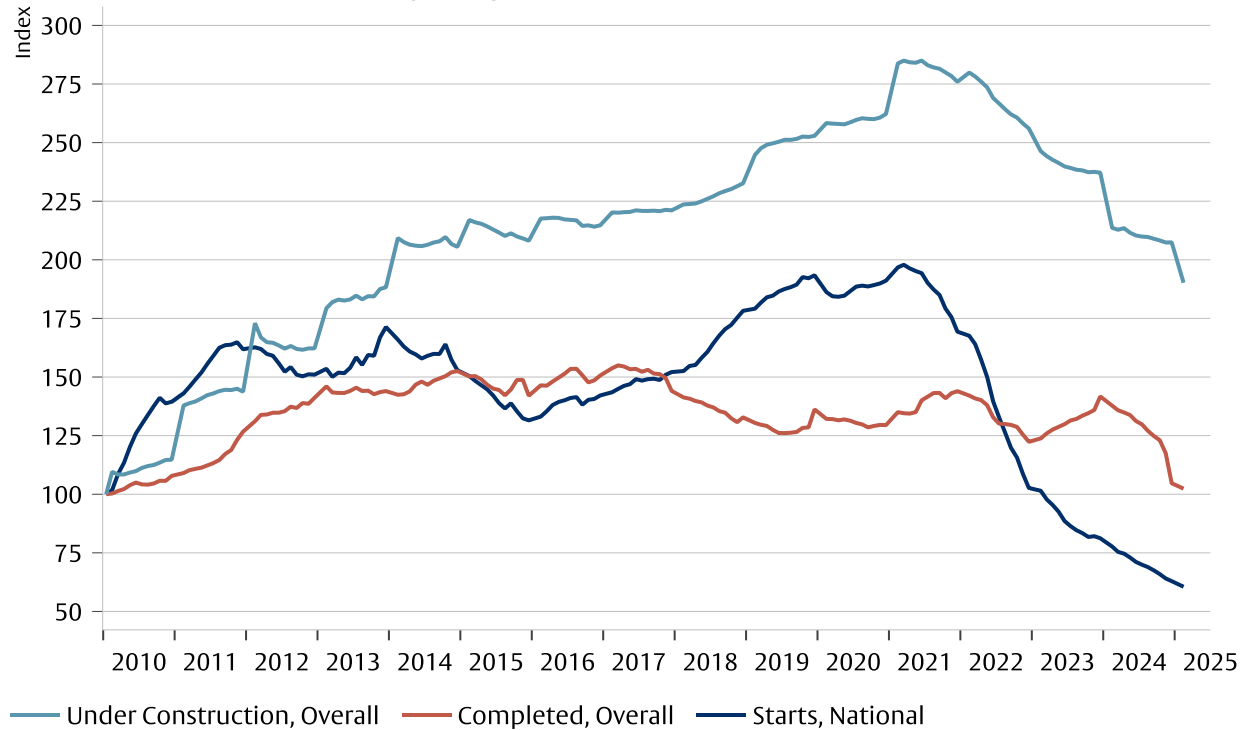
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, CFLP Daten vom 02.2025.

Der **Einkaufsmanagerindex (PMI)** für den chinesischen **Dienstleistungssektor** bleibt im expansiven Bereich, während der **PMI des verarbeitenden Gewerbes** seit zwei Jahren stagniert.



Weniger Bauaktivität ...

China, Immobilien, Baustand jedes Jahr, 01.2010 = 100



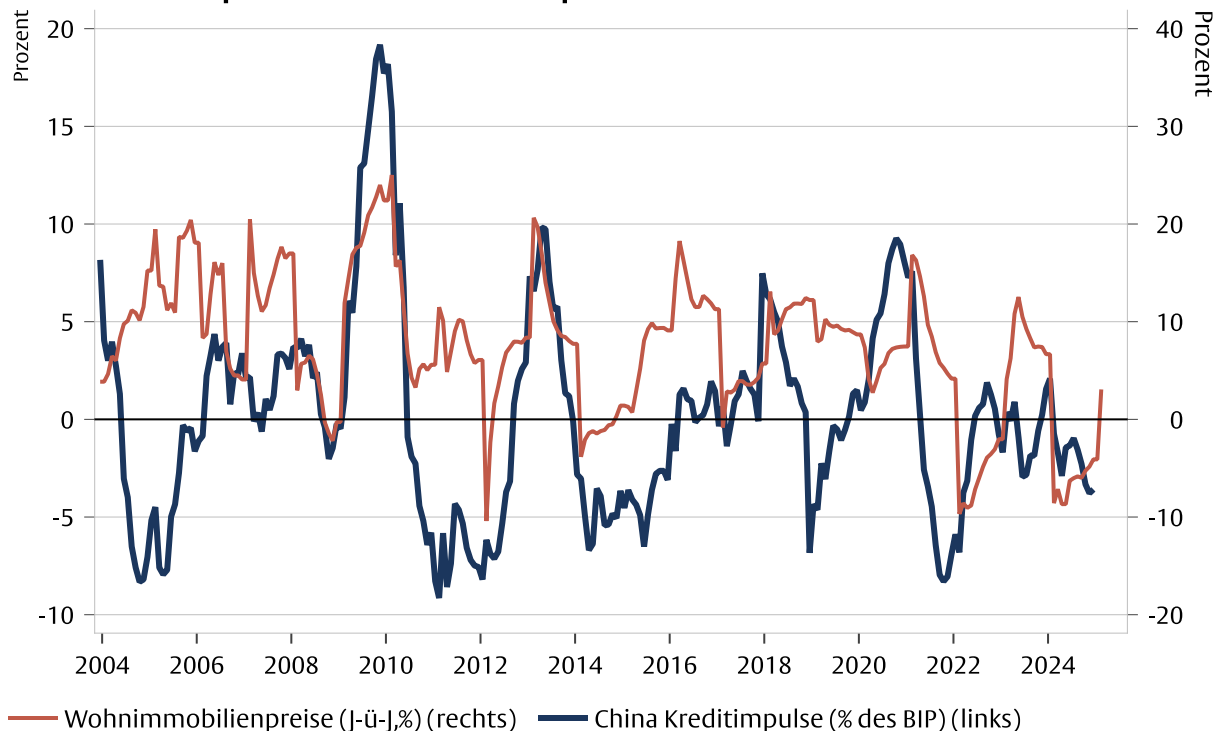
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 02.2025.

Die Zahl der **angefangenen Neubauten** fiel im Februar weiter und liegt seit 2022 unter dem Niveau von 2010. Dies spiegelt sich auch in der **Zahl der unfertigen und fertiggestellten Immobilien wider**, die ebenfalls stark zurückgingen.



... und sinkende Immobilienpreise

China: Kreditimpuls & Wohnimmobilienpreise



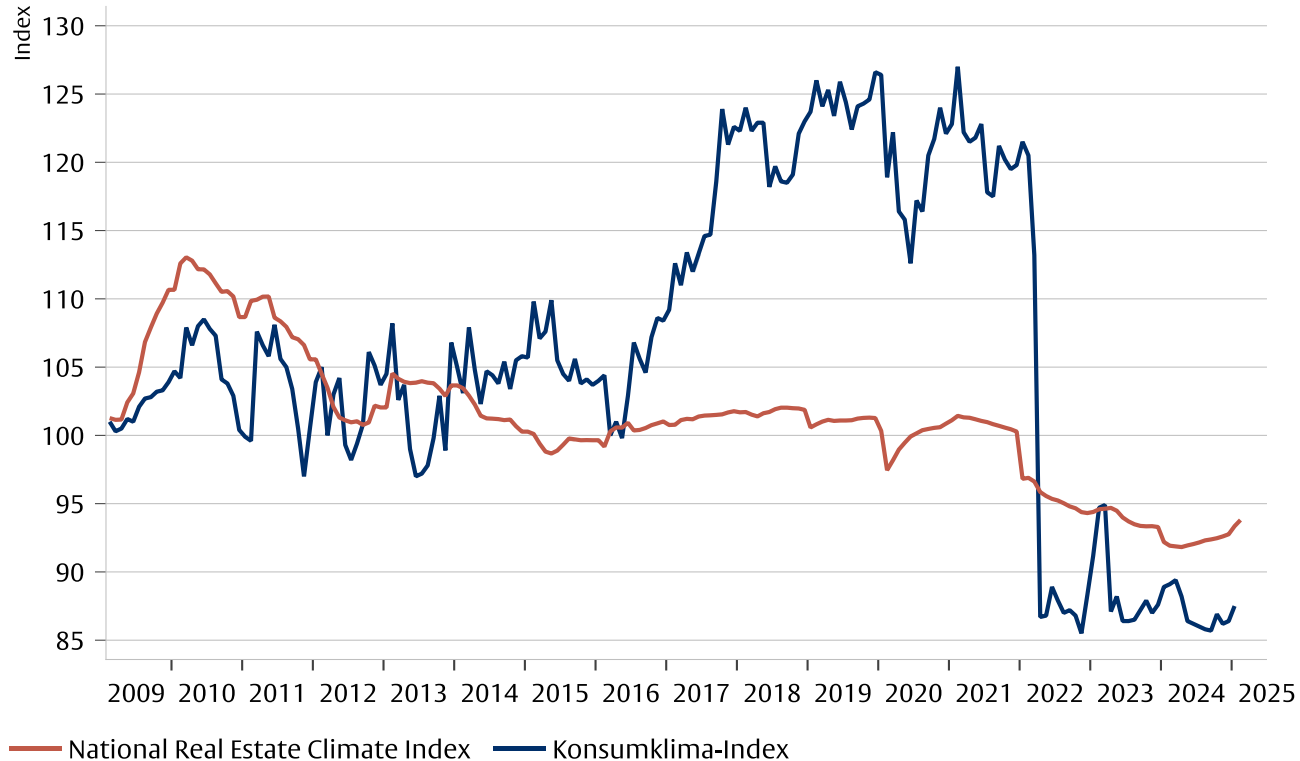
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, PBoC, NBS. Daten vom 12.2024.

Der **Kreditimpuls**, die absolute Veränderung der Kreditvergabe vom Finanzsektor zum privaten Nichtbankensektor in Prozent des BIPs, bleibt in China **negativ**. Die **Immobilienpreise**, die in der Regel den Kreditimpuls mit einer Verzögerung folgen, sind im Januar im Vergleich zum Vorjahr **weiter gesunken** und haben sich im Februar leicht erholt.



Die Stimmung erholt sich nicht

China, Konsumklima

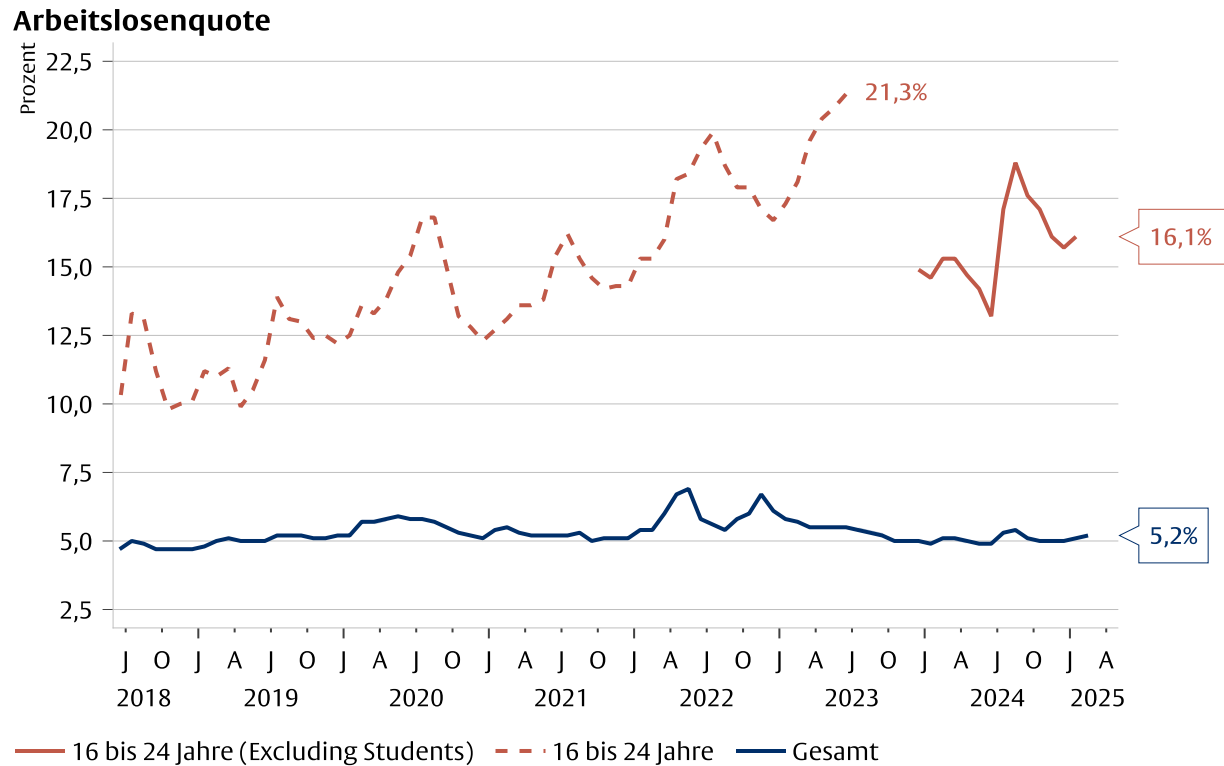


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CEMAC, NBS, OECD Daten vom 01.2025.

In **China** hat sich das **Konsumklima** seit Anfang **2022** kaum verbessert und bleibt historisch niedrig. Auch die Stimmung im **Immobilien**sektor ist gedrückt. Der „National Real Estate Climate Index“ sinkt seit drei Jahren.



Sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit

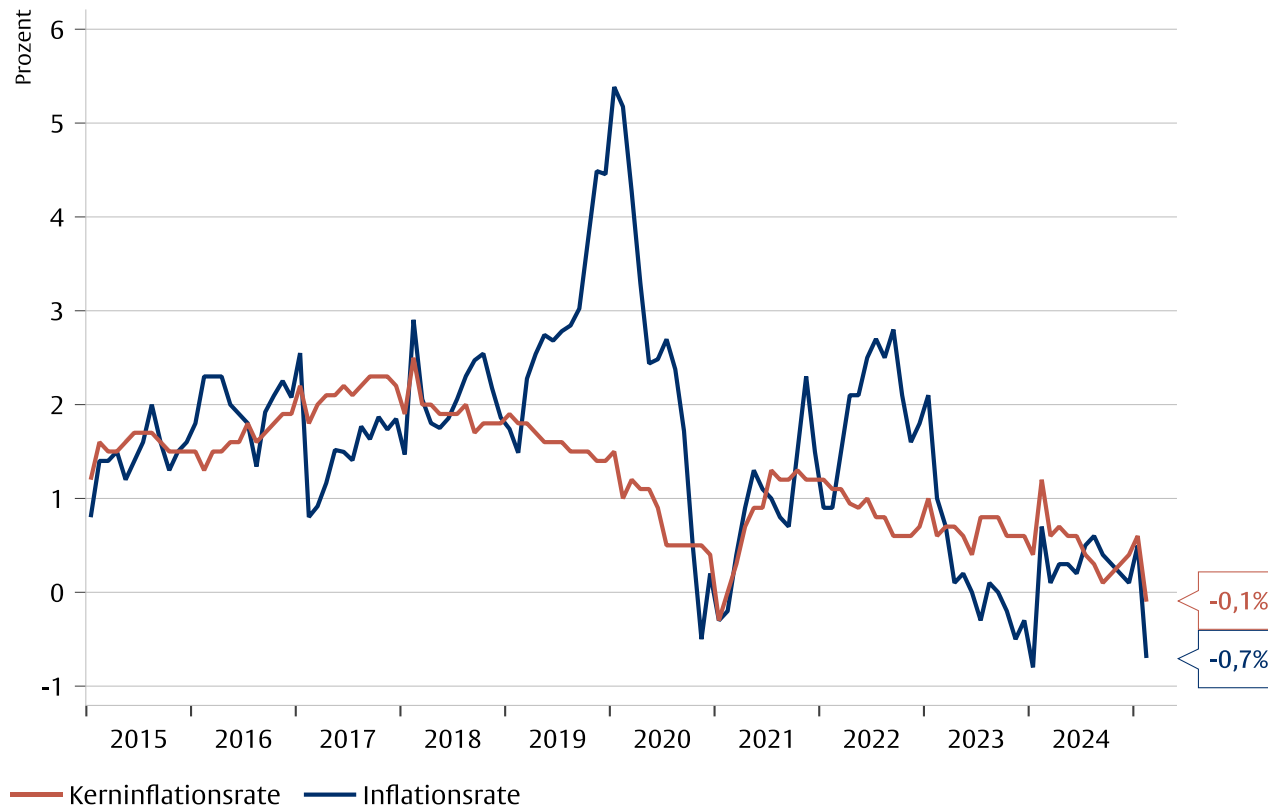


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Daten vom 02.2025.

Die **Arbeitslosenquote** Chinas **bewegte** sich in den letzten Monaten bei 5% **seitwärts**. Die **Jugendarbeitslosigkeit**, definiert als die Arbeitslosenquote unter den **16- bis 24-jährigen**, erreichte vor einem Jahr **21,3 %**. Nach einer **Veröffentlichungspause** von sechs Monaten gibt es eine neue **Statistik „ohne Studenten“**. Im Januar lag diese bei **16,1 %**.



Die Deflationssorgen bleiben



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS Daten vom 02.2025.

Seit Mitte 2023 liegt die **chinesische Inflationsrate** unter 1 %. Im Februar ist der Verbraucherpreisindex mit und ohne **Lebensmittel und Energie** (Kernindex) im Vergleich zum Vorjahresmonat gesunken. Dies bestätigt die anhaltende schwache Wachstumsdynamik des Landes.

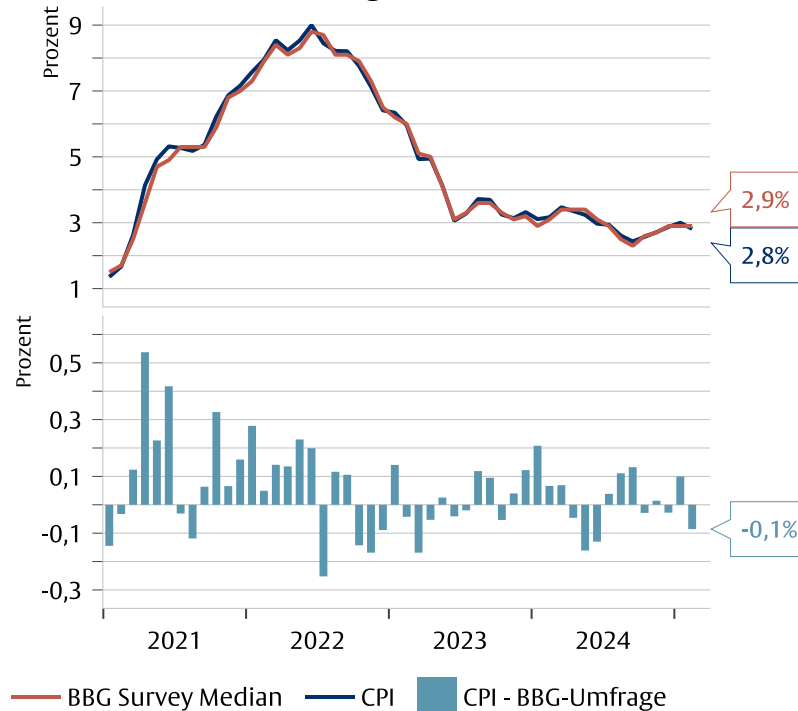


PREISE



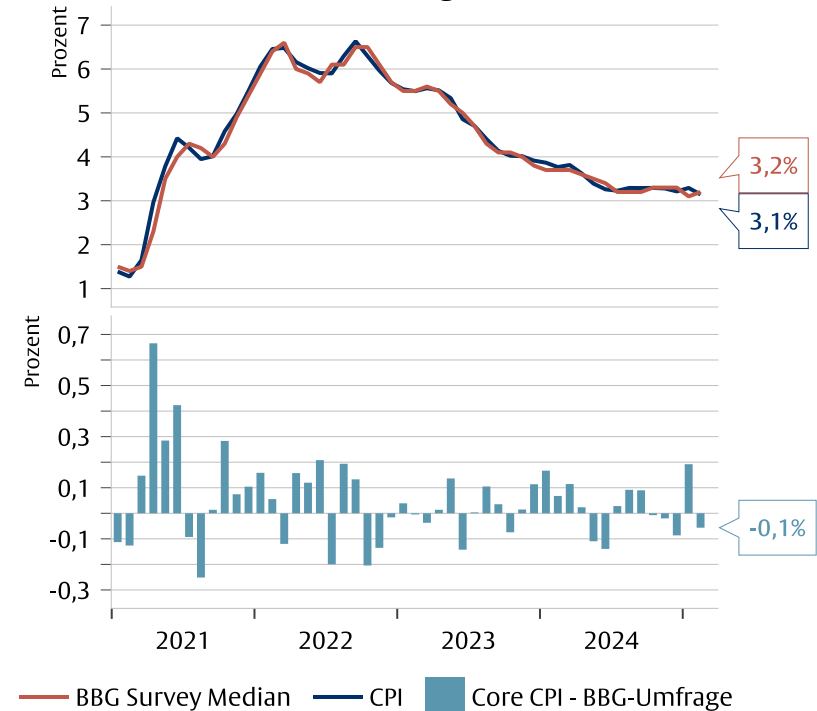
USA: Die Inflationsrate steigt weniger als erwartet

USA Inflation vs. Erwartung



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 02.02.2025.

USA Kerninflation vs. Erwartung

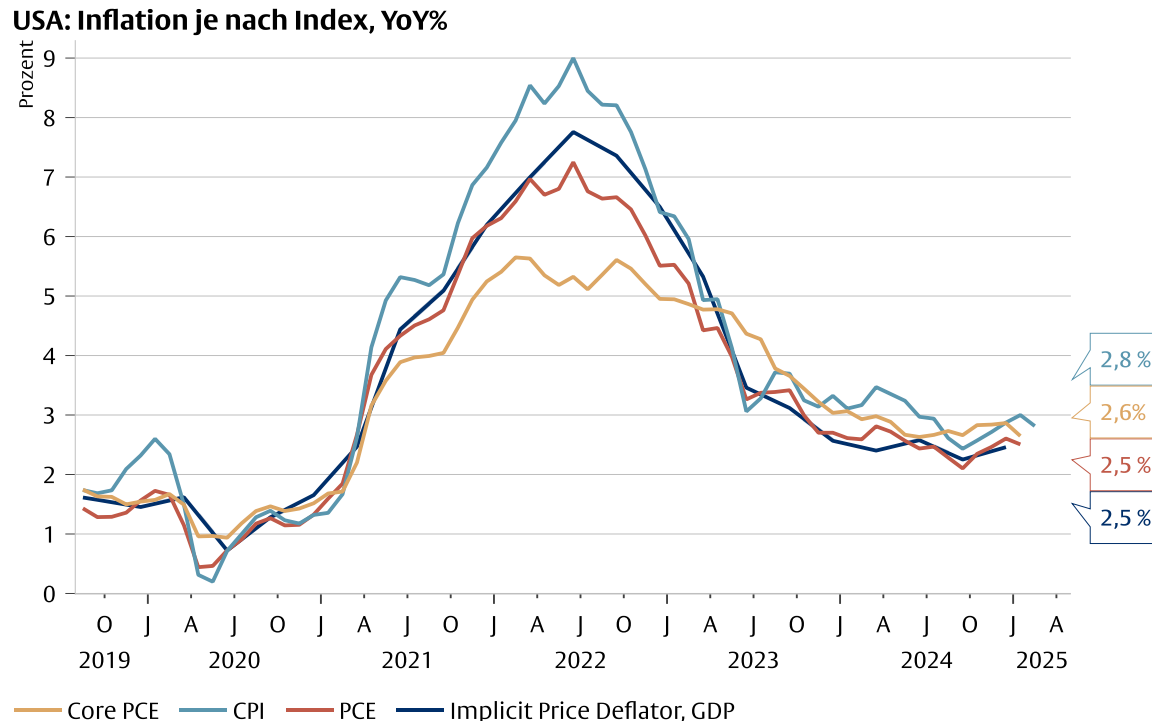


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 17.03.2025.

Im **Februar** stiegen die **Preise** etwas weniger stark als erwartet. Der **Verbraucherpreisindex (CPI)** erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um **2,8 %**. Die **Kerninflation** lag bei **3,1 %** und damit leicht unter den **Medianerwartungen** der Teilnehmer einer monatlichen **Bloomberg-Umfrage**. Im Vormonat wurden die Erwartungen deutlich übertroffen.



Inflation in den USA: CPI, PCE & BIP-Deflator



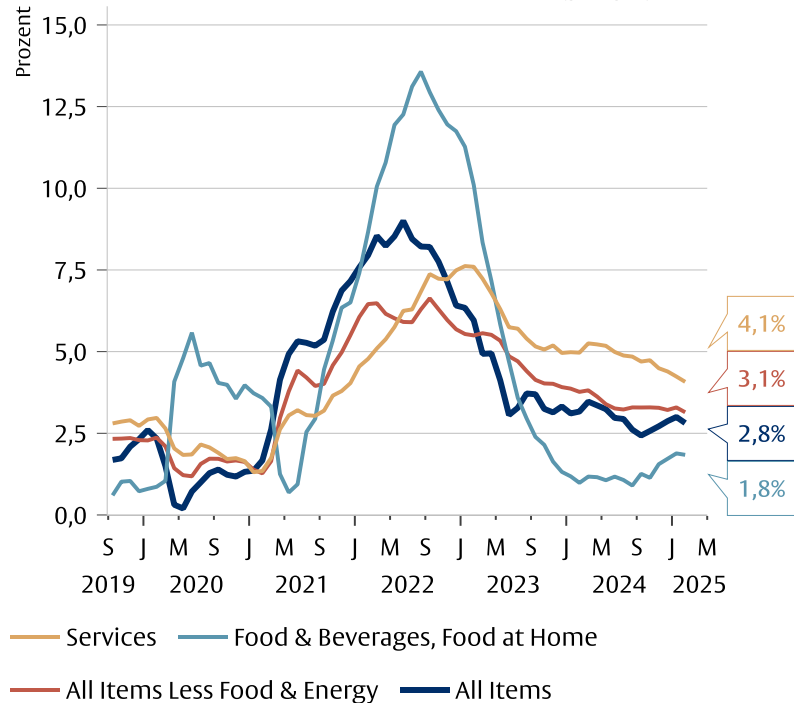
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, BLS. Daten vom 02.2025.

Die Inflation wird über verschiedene Indizes ermittelt. Der **CPI** erfasst Verbraucherpreise, der **PCE-Index** die Ausgaben der Haushalte und der **BIP-Deflator** die Preise aller im Inland produzierten Wirtschaftsgüter. Die Veränderungsrate aller drei Indizes erreichten Mitte 2022 einen **Höhepunkt**. Im Januar 2025 lag die Inflationsrate, des von der Fed favorisierten Kern-PCE-Index (ohne Energie und Lebensmittel) bei **2,6 %**. Die Februarwerte sind noch nicht veröffentlicht.



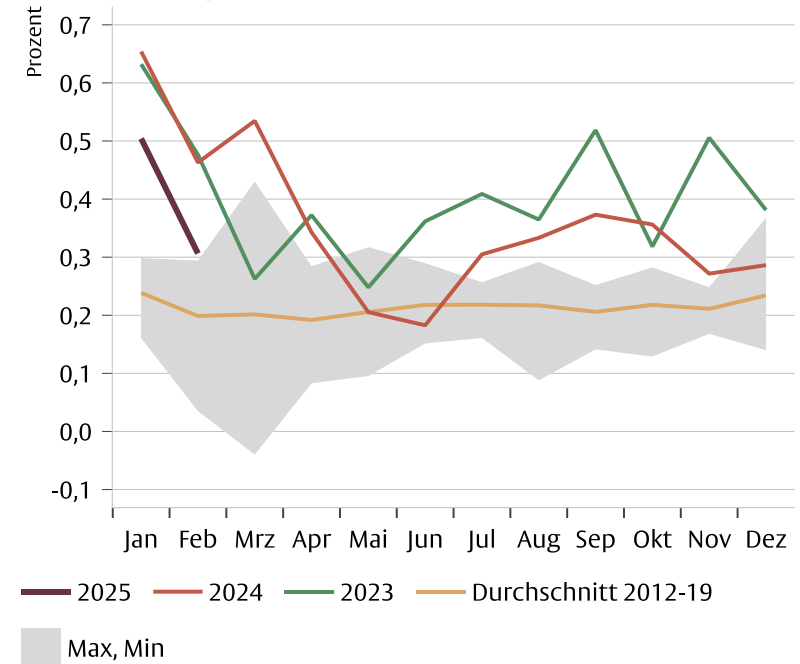
USA: Dienstleistungspreise steigen weiter ...

United States, Subkomponenten des CPI (J-ü-J%)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 02.2025.

Monatliche Veränderungen des Dienstleistungspreisindex



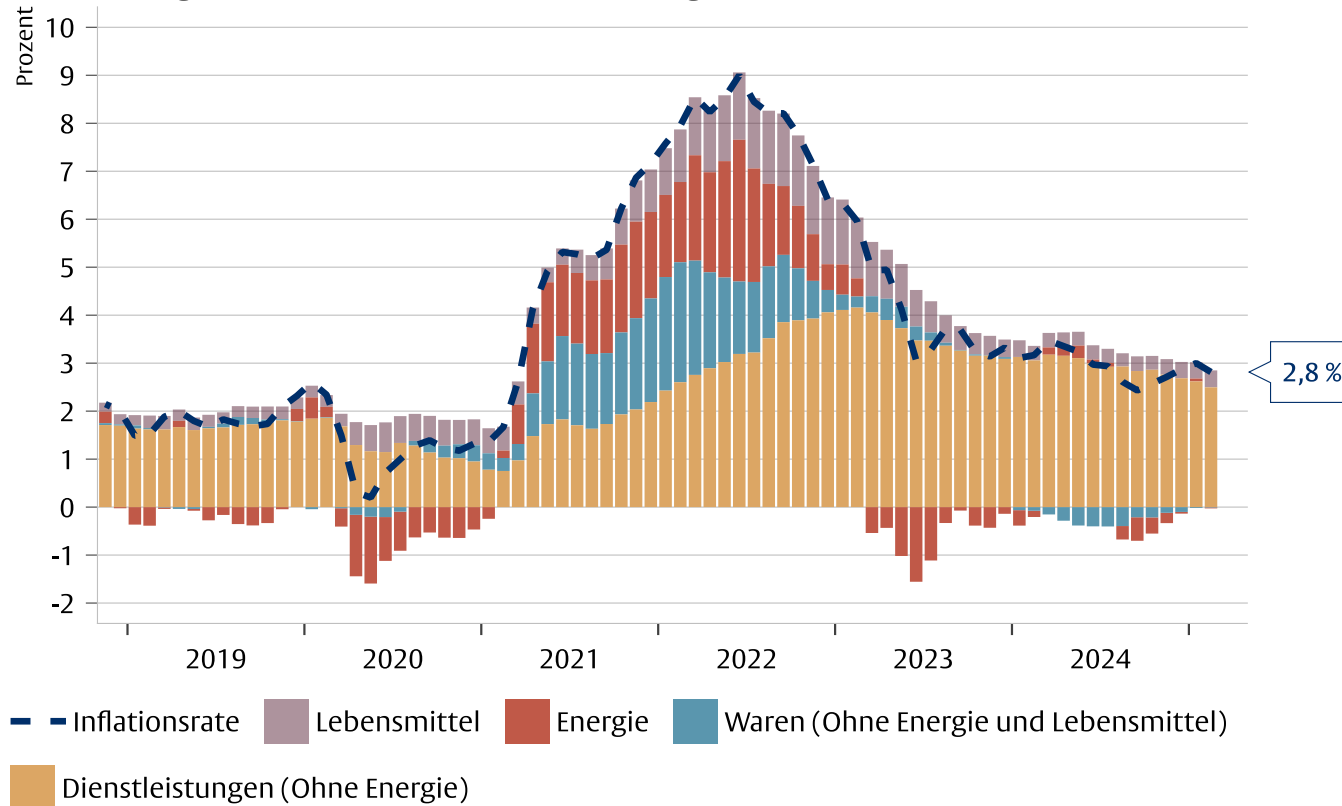
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 01.02.2025.

Im **Dienstleistungssektor** hielt der **Inflationsdruck** mit einem jährlichen Anstieg von **4,1 %** im Februar 2025 an. Die Zuwachsrate gegenüber dem Vormonat lag unter dem **Februarwert** der letzten zwei Jahre, aber über dem **Durchschnitt von 2012 bis 2019**.



... und tragen am stärksten zur Inflation bei

USA, Beitrag zur Inflationsrate: Dienstleistungen vs Waren

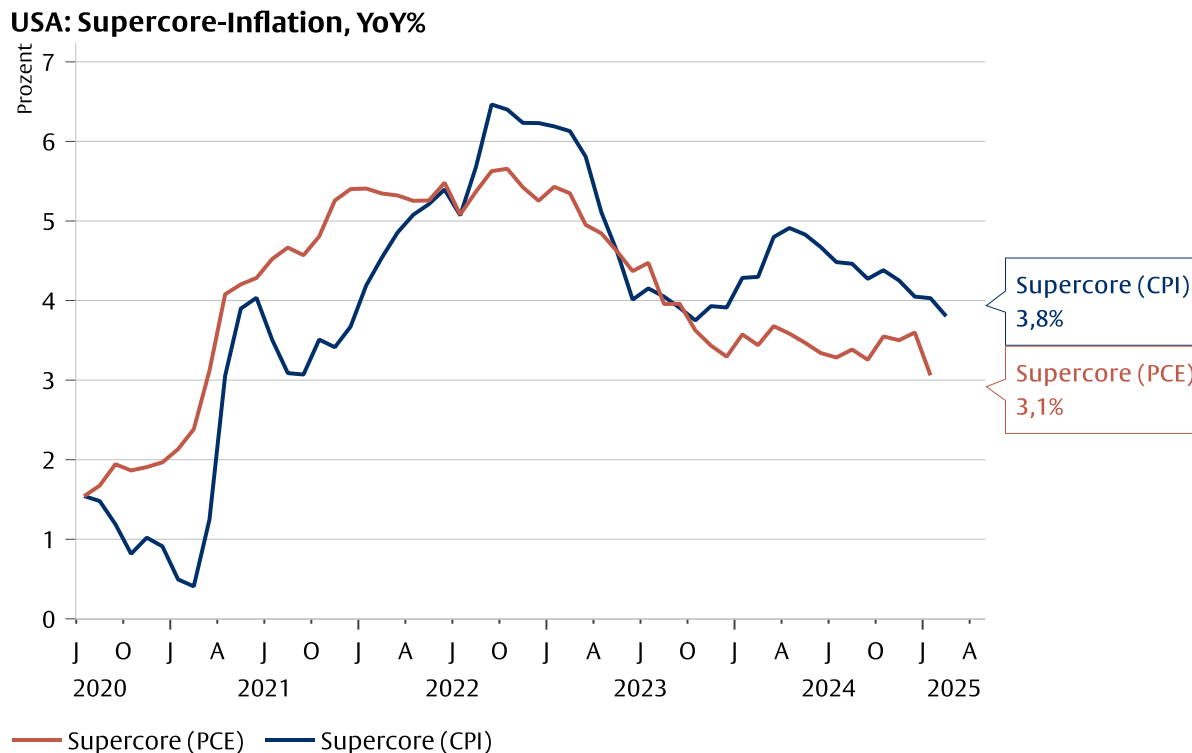


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 02.2025.

Die **Teuerung der Dienstleistungen** trug weiterhin am stärksten zur **Inflation** in den **USA** bei. Der Beitrag der **Lebensmittelpreise** ist seit Anfang des Jahres leicht gestiegen.



USA: Supercore-Inflation lässt langsam nach



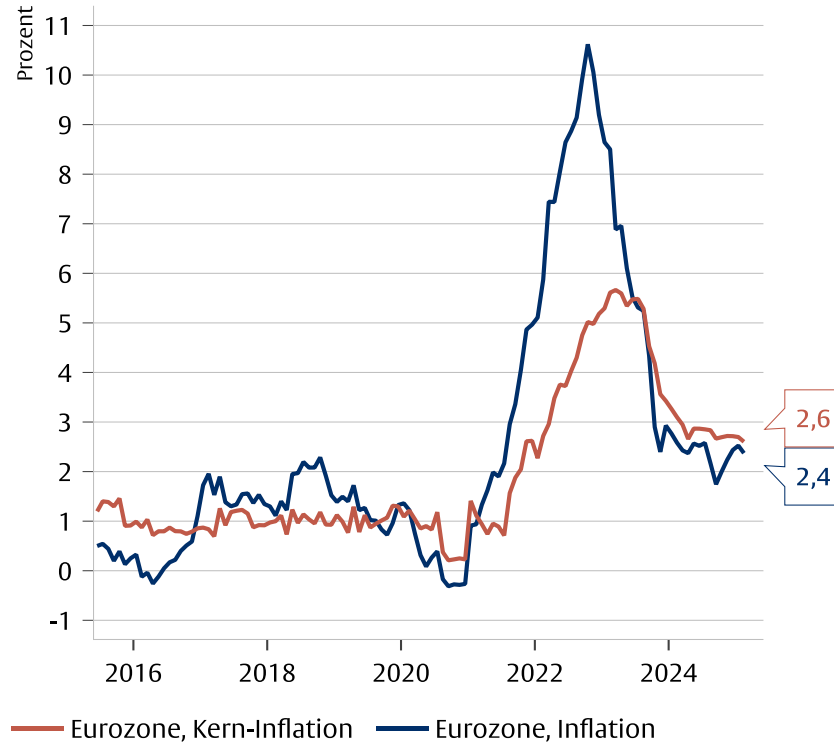
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS Daten vom 02.2025.

Supercore wird als der **Dienstleistungspreisindex** ohne Energie- und Wohnkosten definiert. Auf der Grundlage des CPI-Index fiel die **Jahresrate** der Supercore-Inflation im Februar weiter auf 3,8 % zurück. Gemessen am PCE-Index lag die Supercore-Inflation im Januar bei 3,1 %. Dies zeigt, dass der **Inflationsdruck im Dienstleistungssektor** auch ohne Wohnkosten zwar nachlässt, aber weiterhin hoch bleibt.

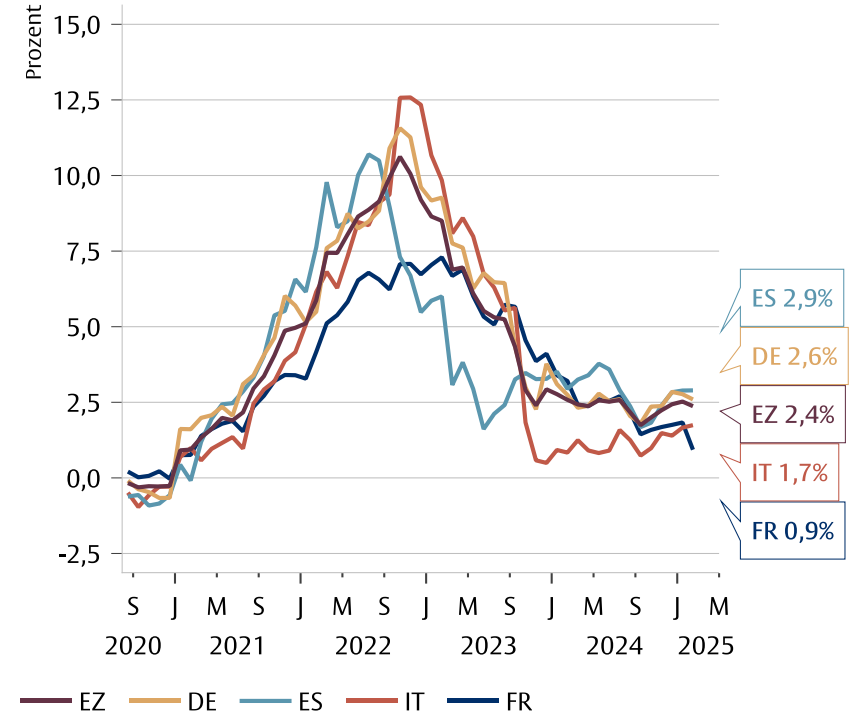


Die Inflation in der Eurozone lässt kaum nach

Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Inflation in der Eurozone (HVPI, YoY%)

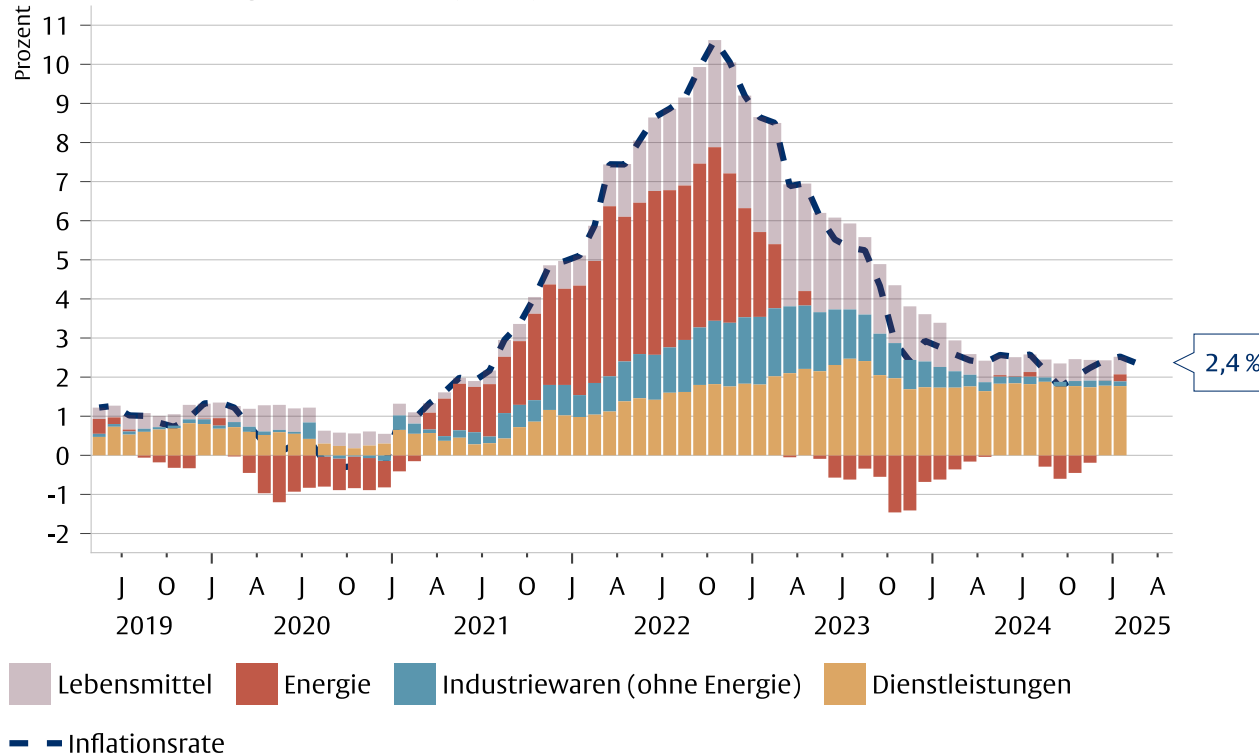


Im Februar stieg der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** der **Eurozone** im Jahresvergleich um **2,4 %**, der **Kern-HVPI** um **2,6 %**. In **Frankreich und Italien** blieb die Inflationsrate (HVPI) unter **2 %**, während sie in **Deutschland** trotz schwachen Wachstums auf **2,6 %** weiter zunahm.



Verteuerung von Dienstleistungen und Lebensmitteln

Eurozone: Beitrag zur Inflation (HVPI)



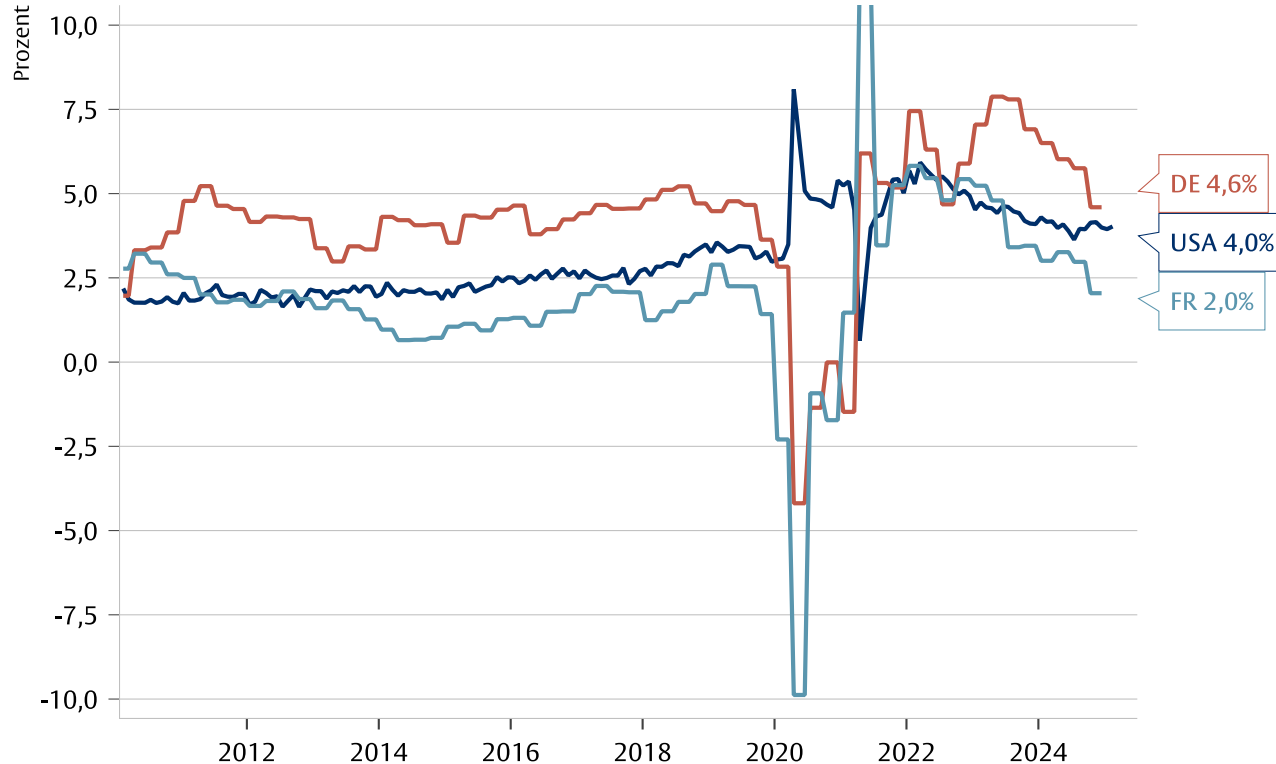
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Daten vom 02.2025.

Bis Ende 2022 leisteten die Preise für **Energie** und **Lebensmittel** den größten Beitrag zur **Inflation**. Heute treiben hauptsächlich die Preise für **Dienstleistungen** und weniger stark die Preise für **Lebensmittel** die Inflation an.



Weiter starker Anstieg der Nominallöhne

USA: Wachstum (J-ü-J) der durchschnittlichen Stundenlöhne

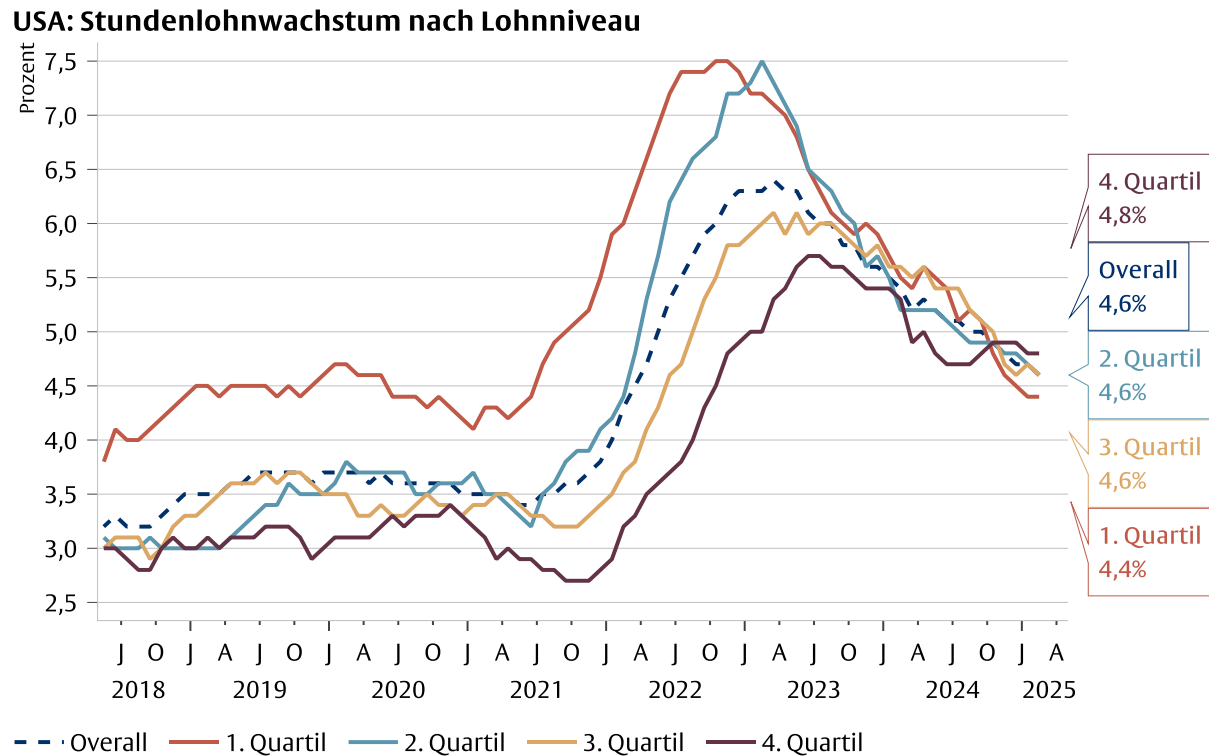


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, DESTATIS, INSEE Daten vom 02.2025.

Im **Februar** stiegen die durchschnittlichen **Stundenlöhne** in den **USA** um 4 % im Jahresvergleich, erneut etwas schneller als im Vormonat. Im vierten Quartal 2024 betrug das **Lohnwachstum** 4,6 % in Deutschland und 2 % in Frankreich. In allen drei Ländern bleibt das Lohnwachstum über dem Durchschnitt von 2011-2019.



USA: Normalisierung des Lohnwachstums?



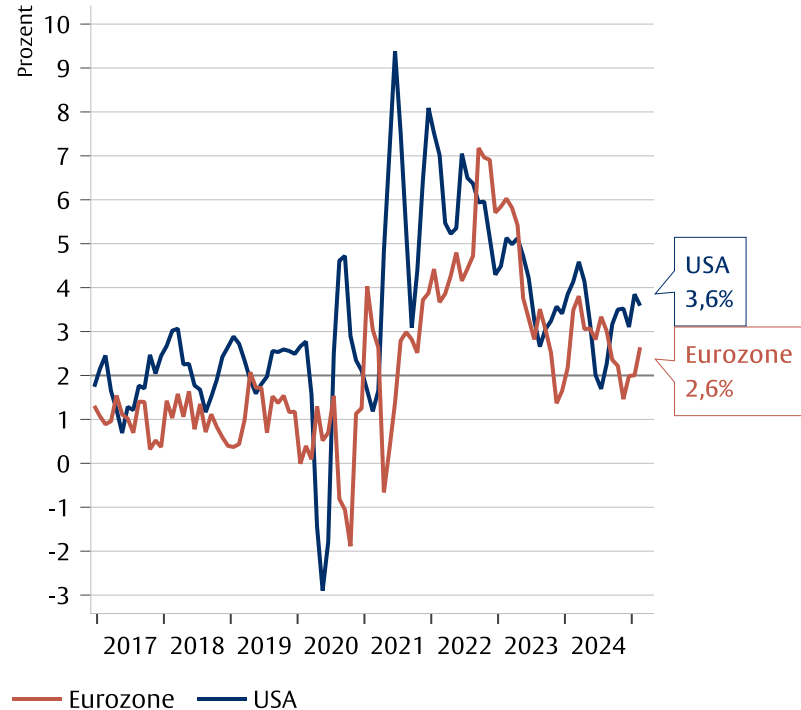
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed. Daten vom 02.2025.

Im **Februar** stiegen in den USA die **Stundenlöhne** im Durchschnitt um **4,6 %**. Die **Verteilung** des Lohnanstiegs über die verschiedenen Lohngruppen zeigt nur eine geringe **Streuung**: Im **niedrigsten Lohnquartil** legten die Löhne um **4,4 %** zu, im **höchsten Quartil** um **4,8 %**. Bis **2022** verzeichnete das niedrigste Quartil die höchsten **Lohnzuwächse**. Erstmals seit **2014** sind die Lohnsteigerungen im **höchsten Quartil** wieder stärker als im niedrigsten.



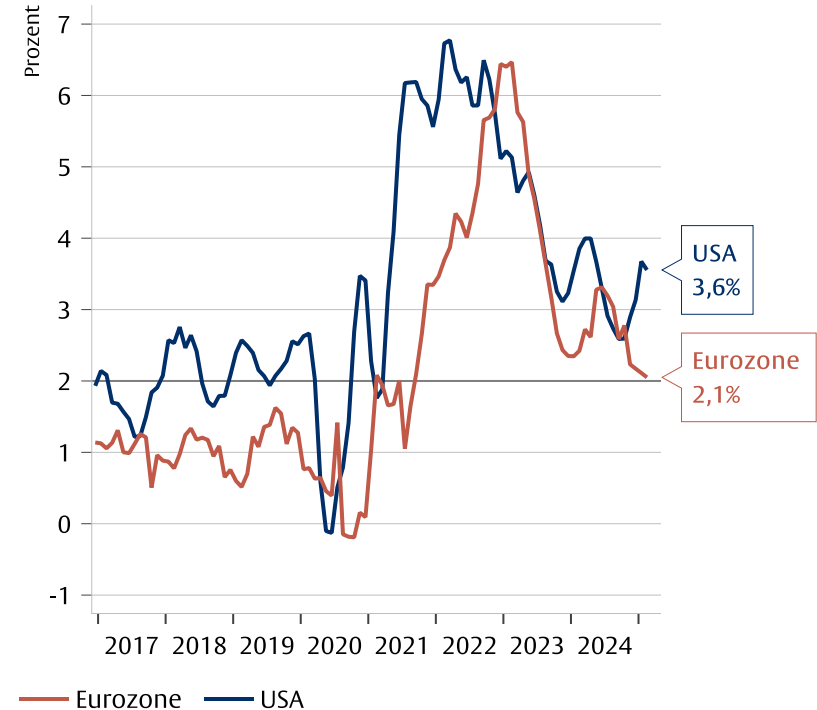
Der Inflationsdruck bleibt

Kerninflation: 3 Monate, annualisiert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 02.2025.

Kerninflation: 6 Monate, annualisiert



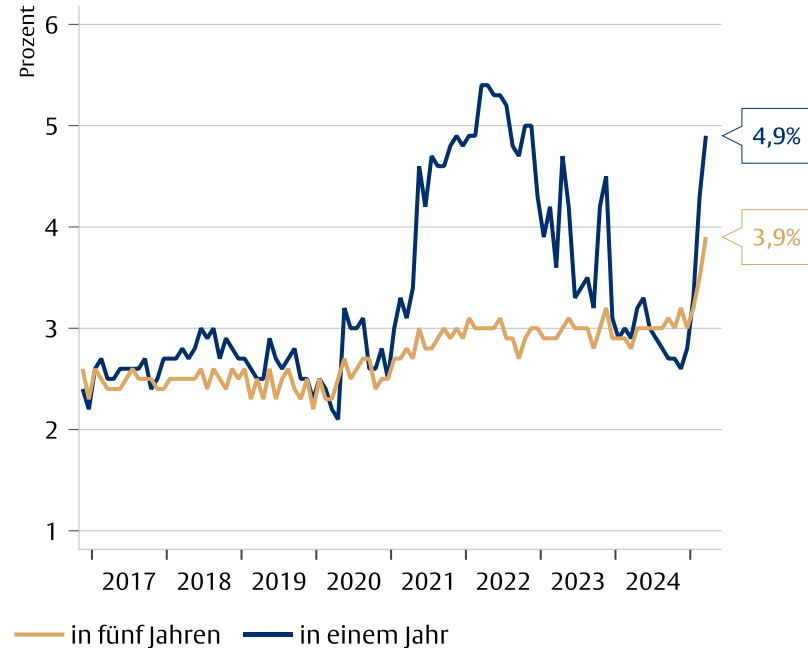
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS Daten vom 02.2025.

Die **3-Monats-** und **6-Monats-annualisierten Kern-Inflationsraten** geben einen Einblick in den **kurzfristigen Inflationsdruck**. In den USA sind beide Raten seit einigen Monaten gestiegen und liegen derzeit bei 3,6 %. In der **Eurozone** stieg die **3-Monats-Rate** auf 2,6 % und die **6-Monats-Rate** sank auf 2,1 %.



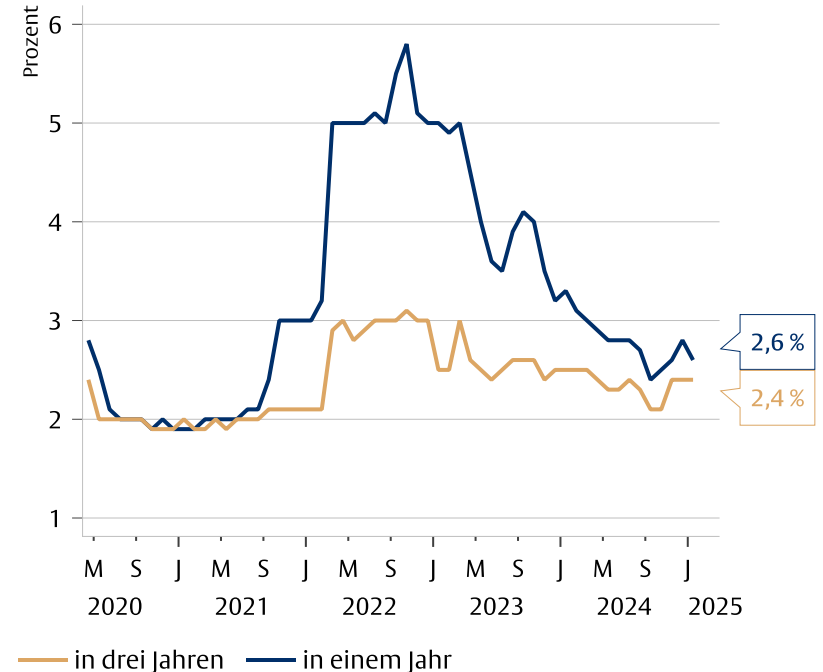
Steigende Inflationserwartungen der Konsumenten

USA: Inflationserwartungen der Konsumenten: 1 vs 5 Jahre



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Daten vom 03.2025.

Eurozone: Inflationserwartung der Konsumenten (Median)

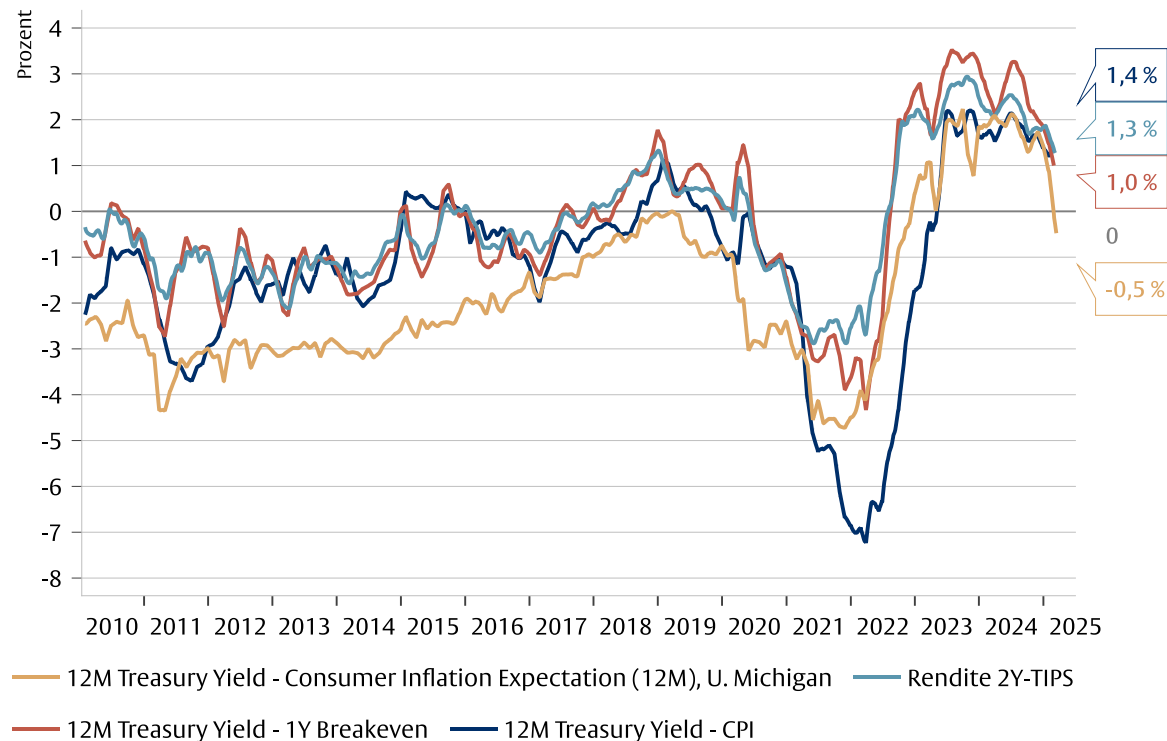


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Daten vom 01.2025.

Im März 2025 lagen in den **USA** die **Inflationserwartungen** der Konsumenten für die kommenden **fünf Jahre** bei 3,5 % und für die nächsten **zwölf Monate** bei **4,9 %**. In der **Eurozone** lagen die Erwartungen für das **kommende Jahr** bei **2,6 %** und für die nächsten **drei Jahre** bei **2,4 %**.



USA: Wo liegt der Realzins?



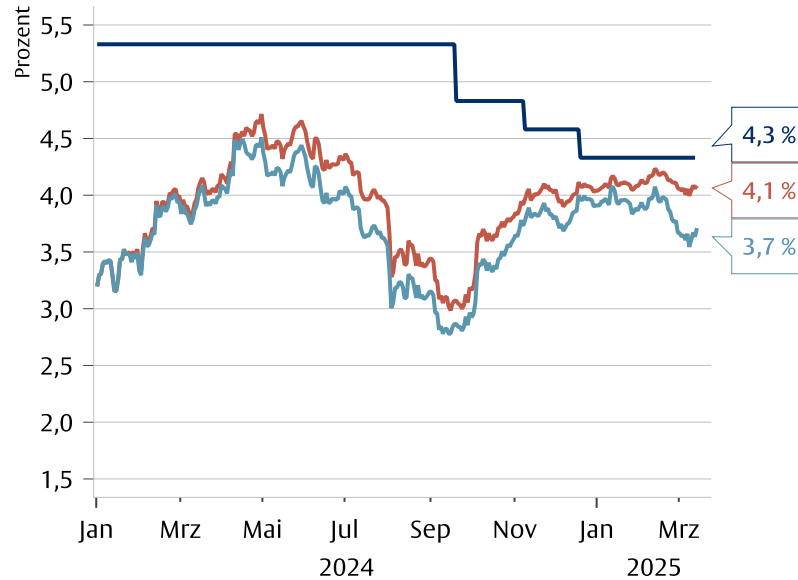
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, University of Michigan Daten vom 28.02.2025.

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 **-0,1 % und 1,4 %**. Alternativ, kann man die Rendite inflationsindizierter Staatsanleihen (TIPS in den USA) am Markt ablesen. Für eine Laufzeit von zwei Jahren ist der Realzins seit April 2022 positiv und liegt derzeit **bei 1,3 %**.



Volatile Zinserwartungen

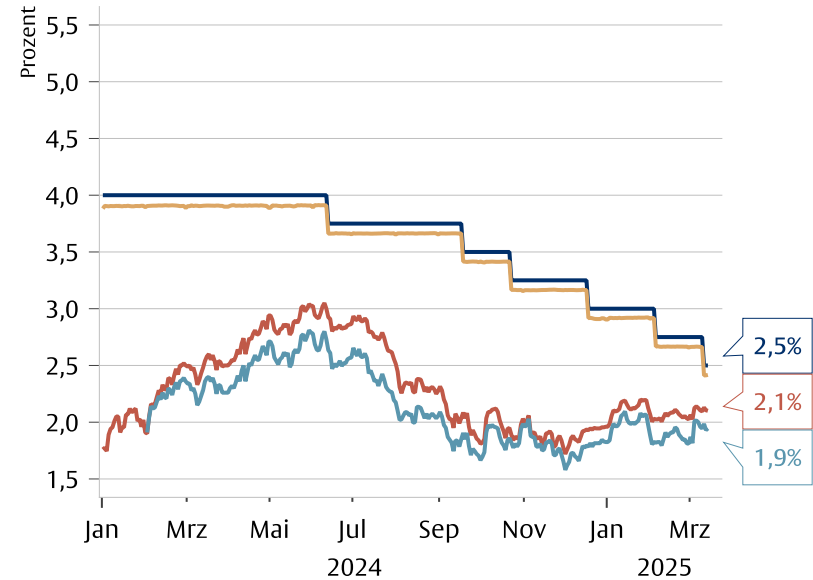
Implizite vs aktuelle Fed Funds Rate



— Impliziter FFR, Dezember 2025 — Impliziter FFR, Juli 2025
— Fed Funds Effective rate

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Daten vom 14.03.2025.

Implizite €STR vs Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB



— €STR — Impliziter €STR im Dezember 2025
— Impliziter €STR im Juli 2025 — ECB Einlagefazilität

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Daten vom 14.03.2025.

Auf den **Futures-Märkten** werden seit **Anfang März** wieder stärkere **Fed-Leitzinssenkungen** eingepreist. Für **Dezember 2025** wird ein **Leitzins von 3,7 %** antizipiert, fast **75 Basispunkte** unter dem aktuellen Niveau. Im **Euroraum** werden im Verlauf des Jahres **Leitzinssenkungen um 50 Basispunkte** erwartet, die vorwiegend in der **ersten Jahreshälfte** stattfinden sollen. Das erwartete Zinsniveau für Ende des Jahres liegt im Euroraum deutlich unter den USA.



Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen 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 SE 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 SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE 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 SE.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

