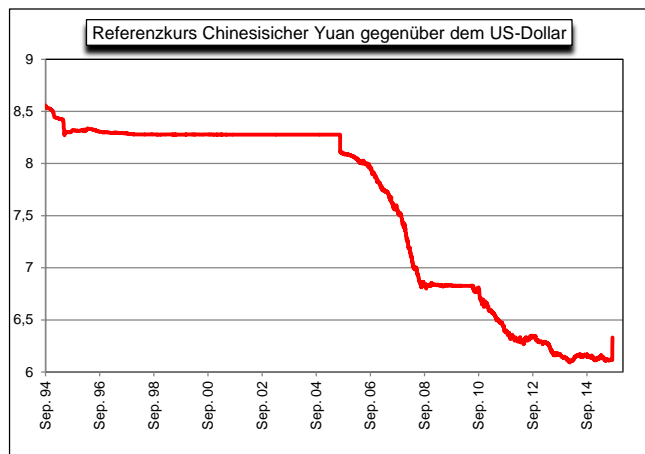


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Das große Sommerrätsel: Was ist los mit China?

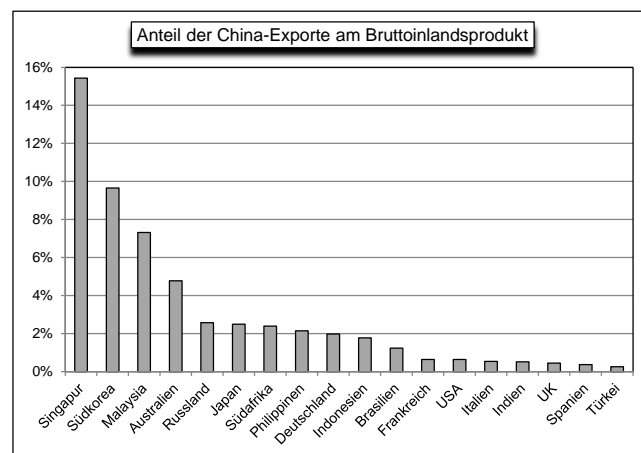
Die Nachrichten aus China halten die Anleger weiter in Atem. Nach dem Beben an den chinesischen Aktienmärkten, das Anfang Juni innerhalb kurzer Zeit zu Kursverlusten von rund 30 Prozent geführt hat, ist es nun die neue Wechselkurspolitik der chinesischen Notenbank, die die Verunsicherung weiter schürt. Was genau ist geschehen? Der Wechselkurs der chinesischen Währung Yuan ist seit 1994 an den US-Dollar gebunden; um den von der Notenbank festgelegten Referenzkurs darf der US-Dollar in einer engen Bandbreite von zuletzt 2 Prozent schwanken. Mit dieser Vorgehensweise wollte China eine zu starke Aufwertung seiner Währung vermeiden, zu der es in einem System mit freien Wechselkursen höchstwahrscheinlich gekommen wäre, um sein vorrangig von den Exporten getriebenes Wirtschaftswachstum nicht zu gefährden. Im Laufe der letzten Jahre hat die Notenbank PBOC (People's Bank of China) diesen Referenzkurs in regelmäßigen Abständen angepasst, wodurch der Yuan gegenüber dem US-Dollar aufgewertet hat.



Doch in dieser Woche hat die chinesische Notenbank überraschend einen neuen Kurs eingeschlagen: Statt den Referenzkurs des Yuan gegenüber dem US-Dollar weiter zu senken, geschah am vergangenen Dienstag das genaue Gegenteil: der Referenzkurs wurde erstmalig seit 1994 angehoben, d.h. die chinesische Währung wurde gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Mit diesem Paradigmenwechsel ging zudem die wenig beachtete Ankündigung der Notenbank einher, dass man sich bei der Festlegung des Referenzkurses zukünftig am Vortageschlussstand des Wechselkurses orientieren werde. Bislang wurde dieser nach nur der Notenbank bekannten Kriterien festgelegt und blieb oft für längere Zeit unverändert. Weicht der Wechselkurs also an einem Handelstag um die maximal möglichen 2 Prozent von seinem Referenzkurs ab, kann am nächsten Handelstag der neue Referenzkurs ebenfalls um 2 Prozent von seinem Vortageswert abweichen. Der Vorteil dieser Vorgehensweise liegt auf der Hand: Der Wechselkurs orientiert sich stärker als bisher an den Marktkräften – ohne allerdings völlig frei schwanken zu können. Genau dies ist zuletzt auch geschehen: Da der Yuan gegenüber dem US-Dollar noch etwas stärker abwertete als es der Referenzkurs vor-

sah, wurde dieser am nächsten Tag ebenfalls wieder angepasst. Um eine nochmalige „aktive“ Abwertung, wie bei dem ersten Schritt, handelte es sich dabei aber nicht.

Wie soll man diese Entscheidung Chinas einordnen und interpretieren? Bei den vielen Erklärungsversuchen, die es gibt, fühlen wir uns an ein „Wimmelbuch“ erinnert, das der ein oder andere vielleicht noch aus seiner Kindheit kennt. Charakteristisch für dieses ist die Vielzahl der dargestellten Details, die dazu führt, dass der Betrachter zunächst den Wald vor lauter Bäumen nicht sieht und sich dann die für ihn relevanten Details aufwändig und mühselig zusammensuchen muss. Eine einfachere Möglichkeit, Rückschlüsse aus den chinesischen Aktivitäten zu ziehen, besteht jedoch darin, sich die Reaktion an den Aktienmärkten anzuschauen. Die Schlussfolgerung aus den Kursentwicklungen der letzten Tage ist vergleichsweise klar und eindeutig: In China passiert derzeit etwas Spektakuläres mit negativen Auswirkungen auf viele Volkswirtschaften und Unternehmen. Denn wenn China gezwungen ist, sein Währung zum ersten Mal seit 20 Jahren gegenüber dem US-Dollar abzuwerten, dann muss es um die dortige Wirtschaft schlecht bestellt sein.



In diesem Fall können die Perspektiven für die Weltwirtschaft aber ebenfalls nicht sonderlich rosig aussehen, insbesondere in den Ländern, die enge Handelsbeziehungen zu China haben. Davon betroffen sind zum einen einige der direkten asiatischen Nachbarländer, darunter Singapur, deren China-Exporte einen Anteil von 15 Prozent am Bruttoinlandsprodukt haben, Südkorea (10 Prozent), Malaysia (7 Prozent) und Japan (2,5 Prozent). In Europa ist Deutschland die Volkswirtschaft mit dem stärksten China-Exposure (die Ausfuhren nach China haben einen Anteil von 2 Prozent am BIP), während Frankreich (0,7 Prozent), Italien (0,5 Prozent) und Spanien (0,4 Prozent) kaum direkt betroffen sind. Auch für die USA spielen die Exporte nach China keine wesentliche volkswirtschaftliche Rolle (0,6 Prozent). Von den großen Schwellenländern hat Russland die intensivsten Handelsbeziehungen mit China (die China-Exporte haben einen Anteil von 2,6 Prozent am BIP), gefolgt von Südafrika (2,4 Prozent), Brasilien (1,2 Prozent), Indien (0,5 Prozent) und der Türkei (0,3 Prozent). Diese Zahlen verdeutlichen, warum der DAX mit einem Rückgang von 700

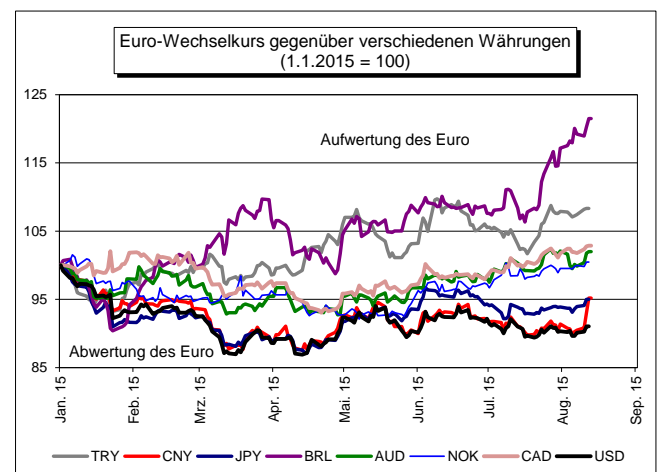
Punkten in den letzten beiden Tagen zu den Börsen gehörte, die besonders unter dem China-Thema zu leiden hatten. Und das die deutschen Autobauer, wie Daimler und BMW mit Kursverlusten von 10 bzw. 8 Prozent besonders stark unter die Räder kamen, kann auf den ersten Blick auch nicht verwundern. Denn wenn China seine Währung abwertet, verschlechtern sich doch die Exportchancen ausländischer Unternehmen. Oder?

An dieser Stelle macht es Sinn, die Marktentwicklung einmal auszublenden und zu versuchen, den ökonomischen Zusammenhängen tiefer auf den Grund zu gehen. Natürlich ist die Abwertung der chinesischen Währung als Signal zu werten, dass die dortige Wirtschaft derzeit nicht rund läuft. Diese Information ist aber keineswegs neu (siehe hierzu unseren Flash Report vom 16. Juli 2015: „China: Ernst, aber nicht ausweglos“). Auch die jüngsten Konjunkturdaten haben das Bild nicht wirklich verändert. So wächst die Industrieproduktion „nur“ noch mit 6 Prozent gegenüber dem Vorjahr, unter anderem weil die Stahlerzeugung sinkt. Vor einem Jahr betrug der Produktionszuwachs dagegen noch 8 bis 9 Prozent. Die Einzelhandelsumsätze wachsen weiterhin ordentlich, mit gut 10 Prozent hat sich der Anstieg jedoch im Vergleich zum Vorjahr auch verlangsamt. Die Entscheidung der Notenbank wird vor allem als Reaktion auf die Exportentwicklung gesehen, die im Juli um 8 Prozent unter dem Vorjahreswert lagen. Dies war der stärkste Rückgang seit langem, wobei allerdings berücksichtigt werden muss, dass hier ein Basiseffekt eine große Rolle gespielt hat. So sind die Ausfuhren im Juli 2014 stark angestiegen. Das absolute Niveau der chinesischen Ausfuhren war dagegen im Juli so hoch wie zuletzt zu Beginn des Jahres. Die Abwertung des Yuan durch die PBOC als Panikreaktion zu bezeichnen scheint uns von daher etwas weit hergeholt zu sein.

Aus unserer Sicht viel bedenklicher wäre es, wenn die chinesische Administration angesichts der offensichtlichen Probleme im Land nichts unternehmen würde. Dass eine Währung tendenziell abwertet, wenn es konjunkturelle Probleme gibt, ist aus volkswirtschaftlicher Sicht ein „no-brainer“. Aufgrund der Anbindung an den US-Dollar gehört(e) der chinesische Yuan in den vergangenen 18 Monaten zu den stärksten Währungen der Welt – ohne dass dies ökonomisch gerechtfertigt war. Von daher ist der jetzt unternommene Anpassungsprozess aus wirtschaftlicher Sicht angemessen und längst überfällig. Auch die von einigen Ökonomen und Marktteilnehmern geäußerte Befürchtung eines möglichen „Währungskrieges“ halten wir in diesem Zusammenhang für unangebracht. Denn dass Währungen schwanken, ist zumindest in einem System freier Wechselkurse völlig normal. Die wesentlich stärkere Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die anhaltende Schwäche des japanischen Yen oder die massiven Kursverluste des brasilianischen Real haben jedenfalls weit weniger Marktreaktionen und -kommentare ausgelöst als es nun bei China der Fall ist.

Und was ist mit dem Argument, dass die Exportchancen deutscher und anderer ausländischer Unternehmen nach China nun massiv beeinträchtigt werden? Auch hier gilt es, die Kirche im Dorf zu lassen. Gegenüber dem Euro ist der Yuan immer noch stärker als zu Jahresbeginn. Natürlich hat

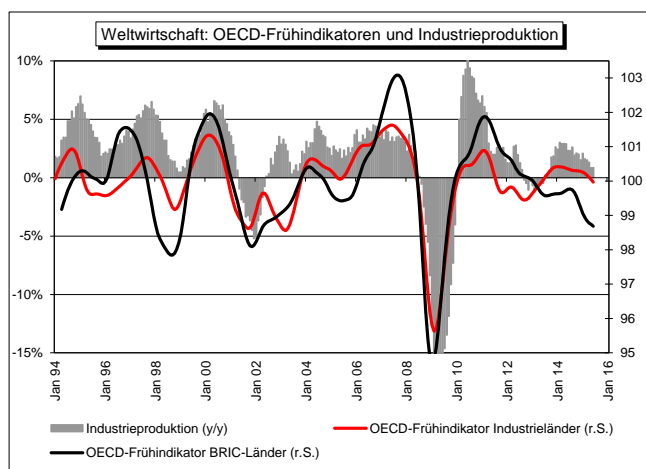
sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit für deutsche Exporteure nach China durch die Wechselkursentwicklung der vergangenen Tage verschlechtert. Dies kann dazu führen, dass die Margen der Unternehmen sinken, sofern sie nicht in der Lage sind, höhere Preise für ihre Produkte in China durchzusetzen. Deutsche Unternehmen produzieren und exportieren vor allem hochwertige Qualitätsgüter, bei denen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit häufig nicht der alles entscheidende Faktor für eine Kaufentscheidung ist. Ökonomen sprechen in diesem Fall von einer geringen Preiselastizität der Nachfrage. Insofern könnte sich die Abwertung des Yuan sogar positiv auswirken, wenn nämlich das chinesische Wirtschaftswachstum angekurbelt wird und dadurch die Beschäftigung und die Einkommen im Land zunehmen. Dann kann es nämlich zu einem positiven Mengeneffekt kommen, der dem möglichen negativen Preiseffekt mehr als ausgleicht, so dass sich die Erlössituation der Unternehmen sogar verbessert. All diese Überlegungen zeigen, dass die intuitiv richtige und erste Reaktion an den Aktienmärkten auf die Nachrichten aus China einer tieferen Analyse der Situation nicht uneingeschränkt standhält.



Allerdings – und das ist die eigentliche Schwierigkeit, die die meisten Ökonomen haben, wenn sie die Geschehnisse in China analysieren wollen – ist das Reich der Mitte leider eine ziemliche Blackbox. In keinem anderen Land werden Konjunkturdaten so schnell veröffentlicht und zeigen so geringe Abweichungen von den öffentlichen Prognosen wie es in China der Fall ist. Insofern bleibt ein Beigeschmack, wenn die Regierung für das 2. Quartal 2015 ein gegenüber dem Vorquartal unverändert hohes Wirtschaftswachstum von 7 Prozent bekanntgibt, sich aber gleichzeitig fast alle wirtschaftlichen Zeitreihen in diesem Zeitraum verschlechtert haben. Deswegen halten wir es für unabdingbar, sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen im Rest der Welt anzuschauen und nach Hinweisen zu suchen, ob die chinesische Wirtschaft möglicherweise doch auf eine „harte Landung“ zusteuert. Denn dies scheint die Interpretation der Aktienmärkte zu sein, wenn man sich die Kursentwicklung der vergangenen Tage anschaut.

Ein Blick auf die OECD-Frühindikatoren, für die jüngste die Juni-Daten veröffentlicht wurden, zeigt ein sehr verhaltenes Konjunkturmodell. In den vier BRIC-Ländern liegt der Indikator unter der 100-Punkte-Marke, der den langjährigen

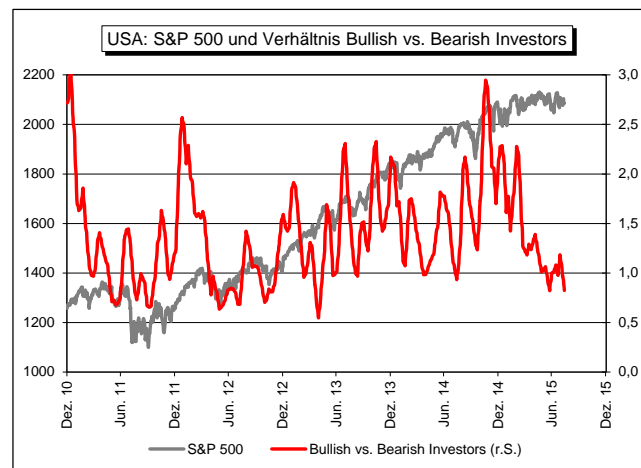
Durchschnittswert repräsentiert, Tendenz weiter sinkend mit Ausnahme Indiens. Für die OECD-Länder hat sich der Indikator in den vergangenen Monaten ebenfalls abgeschwächt. Dies liegt vor allem an der Entwicklung in den USA und Großbritannien, während sich die Werte für Japan und die Eurozone verbessert haben. Die schwächeren OECD-Daten für die USA und Großbritannien passen unseres Erachtens allerdings nicht zu den derzeit veröffentlichten Konjunkturdaten. Insbesondere in den USA hat die Wirtschaft nach einem – zum Teil witterungs- und streikbedingten – schwachen ersten Quartal zuletzt wieder an Dynamik gewonnen. Von daher bleiben wir auch bei unserer Einschätzung, dass das globale Konjunkturmilieu alles in allem als stabil zu bezeichnen ist. Eine Rezession, bei der man an den Aktienmärkten in Deckung gehen müsste, ist weiterhin ein unwahrscheinliches Szenario.



Warum haben die Aktienmärkte in den vergangenen Tagen dennoch so negativ reagiert? Vor allem technisch orientierte Analysten warnen bereits seit geraumer Zeit aus verschiedenen Gründen vor einer anstehenden Korrektur an den Börsen. Die von der American Association of Individual Investors (AAII) auf Wochenbasis befragten Anleger sind derzeit so pessimistisch wie schon lange nicht mehr. Erstmals seit dem Frühjahr 2013 gibt es wieder mehr „Bären“ als „Bullen“, also mehr Anleger, die zukünftig fallende Kurse erwarten.

Diese eher negative Anlegereinschätzung ist uns auch schon während der gerade zu Ende gehenden Berichtssaison aufgefallen. 75 Prozent der Unternehmen aus dem S&P 500 haben die Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten übertreffen können. Mit durchschnittlich 10 Cent war das Ausmaß der positiven Überraschung zudem größer als im langjährigen Durchschnitt (8 Cents), das Ausmaß der Verfehlung mit ebenfalls 10 Cents war hingegen geringer als im langjährigen Durchschnitt (14 Cents). Aus diesem Grund sind die Gewinnerwartungen für das 2. Quartal in den vergangenen Wochen kräftig nach oben revidiert worden. Das hat zur Folge, dass die Befürchtung eines im Jahresvergleich rückläufigen Gewinns wohl nicht eintreten wird. Vor dem Beginn der Berichtssaison wurde für das 2. Quartal noch ein Gewinnrückgang von knapp 4 Prozent gegenüber Q2 2014 erwartet, die aktuellen Daten zeigen dagegen ein Plus von knapp 1 Prozent. Zudem scheinen die Ausblicke der Unternehmen nicht so schlecht gewesen zu sein, denn die Analysten haben ihre Gewinnprognosen für

Q3 und Q4 2015 ebenfalls nach oben revidiert. Auf Sektorebene verzeichnen die Branchen Energy (-57 Prozent gegenüber Q2 2014) und Industrials (-3 Prozent) einen Gewinnrückgang gegenüber dem Vorjahr, die übrigen acht Sektoren haben ihre Gewinne dagegen gesteigert (u.a. Consumer Discretionaries: +12 Prozent, Healthcare +12 Prozent, Financials: +9 Prozent). Klammert man den Energiesektor aus der Betrachtung aus, ergibt sich für alle übrigen Sektoren im S&P 500 in Q2 ein Gewinnplus von 6,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Auf Gesamtjahressicht 2015 gegenüber 2014 wird aus dem erwarteten Gewinnplus von 1 Prozent im S&P unter Ausklammerung des Energiesektors ein Plus von fast 8 Prozent.



Dennoch hat sich die positive Berichtssaison nicht in den Aktienkursen niedergeschlagen, im Gegenteil. So ist die Anzahl der Aktien im S&P 500, die von den Anlegern mit einem Kursverlust von mindestens 10 Prozent abgestraft wurde, während der jüngsten Berichtssaison mit 17 so hoch gewesen wie seit drei Jahren nicht mehr (Schlusslichter: Keurig Green Mountain mit einem Minus von fast 30 Prozent und Biogen mit einem Kursverlust von mehr als 20 Prozent). Besonders eklatant ist das Missverhältnis von positiven Gewinnüberraschungen und der anschließenden Kursreaktion beim Dow Jones 30 ausgefallen: 86 Prozent der Unternehmen habe die Gewinnerwartungen übertroffen, doch nur bei 32 Prozent kam es anschließend auch zu einer positiven Kursreaktion.

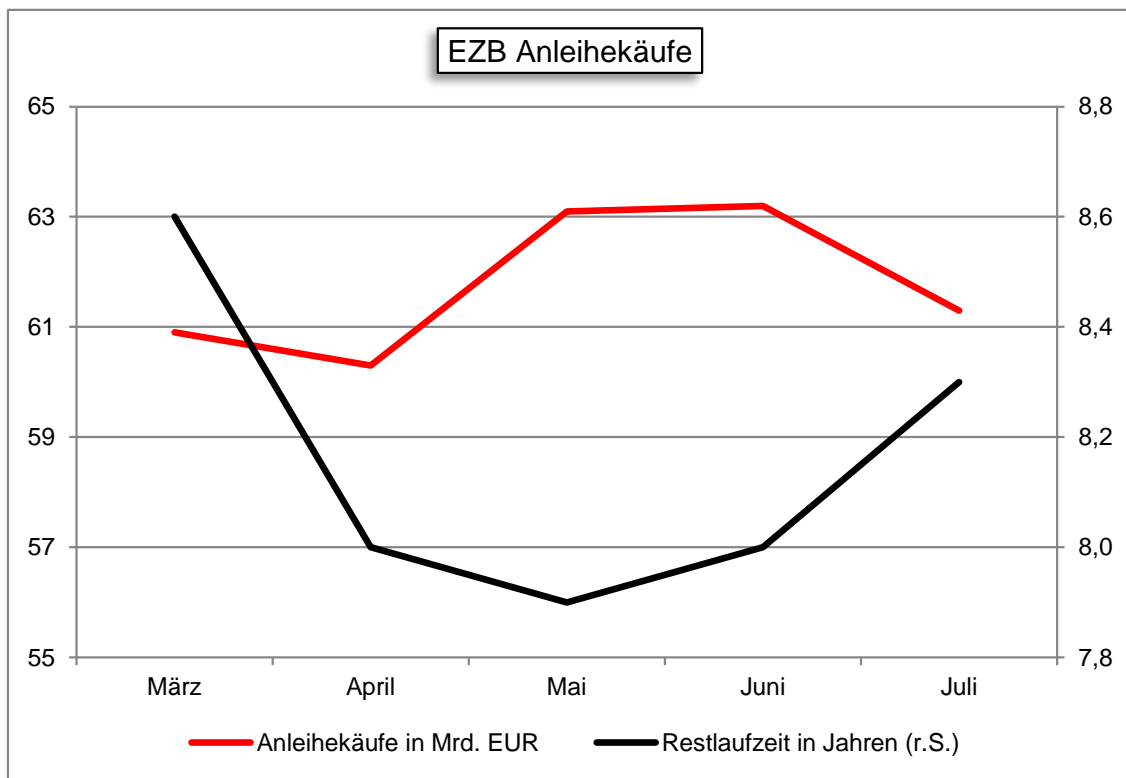
Trotz aller Unsicherheiten, die es momentan im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Entwicklung in China gibt, halten wir es für falsch, am Aktienmarkt in Panik zu verfallen. Unseres Erachtens ist die Stimmung derzeit schlechter als die tatsächliche Lage. Zwar ist nicht auszuschließen, dass es in der nächsten Zeit – auch wegen der geringeren Liquidität in den Ferienmonaten – zu weiteren Kursturbulenzen kommt, doch wären dies aus heutiger Sicht für bislang nicht investierte Anleger interessante Einstiegsmöglichkeiten. Diejenigen, die bereits investiert sind, sollten versuchen, einen kühlen Kopf zu behalten und die Marktschwankungen auszuhalten. Wir gehen davon aus, dass die Aktienmärkte über ein deutliches Erholungspotenzial verfügen, so dass der DAX bis zum Jahresende die Chance hat, seinen bisherigen Höchststand von rund 12.400 Punkten zu übertreffen.

Wochenausblick für die Zeit vom 17. bis 21. August 2015

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	0,6%	-0,2%	-0,1%	0,2%			20. Juli
D: Importpreise, y/y	-0,6%	-0,8%	-1,4%	-1,1%			20. Juli
D: GfK Konsumklima	10,0	10,1	10,2	10,1	10,1	10,2	21. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen	-4,6	-5,6	-5,6	-7,1	-6,5		21. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB behält hohes Kauftempo bei



Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auch im Juli trotz des nachlassenden Angebots das Volumen der Anleihekäufe hoch gehalten. Das Volumen aller drei laufenden Kaufprogramme (PSPP, CBPP3, ABSPP) zusammen betrug 61,3 Mrd. EUR und liegt damit nur wenig unter den Volumina der beiden Vormonate aber über dem Niveau zu Beginn der Käufe im Frühjahr. Die regionale Aufteilung der Staatsanleihen-Käufe entspricht weiterhin dem EZB-Kapitalschlüssel. Erstmals wurden im Juli auch Staatsanleihen aus Zypern gekauft, nachdem dort die Überprüfung des aktuellen Hilfsprogramms positiv ausgefallen war. Nachdem die EZB in den letzten drei Monaten etwas zurückhaltender in Bezug auf die Restlaufzeit der erworbenen Anleihen gewesen war, hat sie diese im Juli um 0,3 Jahre auf 8,3 Jahre erhöht. Im abgelaufenen Monat wurde insbesondere auch die Restlaufzeit der erworbenen

Anleihen aus den Kernländer der Eurozone erhöht wie u.a. in Deutschland (plus 0,9 Jahre), Frankreich (Plus 0,5 Jahre) und Österreich (Plus 1,1 Jahre).

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	13.08.2015	06.08.2015	10.07.2015	12.05.2015	31.12.2014
<b>Aktienmärkte</b>	17:46	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17407	-0,1%	-2,0%	-3,7%	-2,3%
S&P 500	2084	0,0%	0,3%	-0,7%	1,2%
Nasdaq	5044	-0,2%	0,9%	1,4%	6,5%
DAX	11015	-4,9%	-2,7%	-4,0%	12,3%
MDAX	20629	-3,6%	1,9%	1,5%	21,8%
TecDAX	1758	-2,0%	3,3%	6,3%	28,2%
EuroStoxx 50	3513	-4,2%	-0,4%	-1,7%	11,6%
Stoxx 50	3330	-4,1%	-1,0%	-2,9%	10,9%
SMI (Swiss Market Index)	9325	-1,4%	2,1%	3,1%	3,8%
Nikkei 225	20596	-0,3%	4,1%	4,9%	18,0%
Brasilien BOVESPA	48010	-4,0%	-8,7%	-15,5%	-4,0%
Russland RTS	826	0,6%	-8,8%	-22,9%	4,4%
Indien BSE 30	27550	-2,6%	-0,4%	2,5%	0,2%
China Shanghai Composite	3955	8,0%	2,0%	-10,1%	22,3%
MSCI Welt (in €)	1742	-2,9%	0,3%	-1,6%	11,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	862	-4,9%	-7,3%	-15,6%	-1,8%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	154,96	125	426	192	-91
Bobl-Future	130,61	38	138	230	33
Schatz-Future	111,39	8	16	23	30
3 Monats Euribor	-0,02	0	-1	-2	-10
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,04	-1	-4	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,31	0	2	3	5
Fed Funds Future, Dez 2015	0,31	-2	1	-2	0
10-jährige US Treasuries	2,16	-7	-25	-10	-1
10-jährige Bunds	0,63	-8	-27	-5	9
10-jährige JGB	0,38	-4	-6	-7	5
US Treas 10Y Performance	566,62	0,9%	2,7%	1,7%	1,6%
Bund 10Y Performance	578,96	0,9%	3,1%	1,2%	0,2%
REX Performance Index	473,73	1,0%	1,1%	1,0%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,91	0	-13	11	8
IBOXX AA, €	1,16	-8	-32	7	27
IBOXX BBB, €	1,92	-4	-30	16	13
ML US High Yield	7,58	26	60	107	63
JPM EMBI+, Index	700	0,2%	-0,3%	-1,4%	1,2%
Wandelanleihen Exane 25	6788	0,0%	-0,5%	-1,9%	5,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	400,64	0,7%	-5,6%	-7,6%	-10,5%
MG Base Metal Index	251,60	-0,9%	-6,7%	-18,7%	-17,2%
Rohöl Brent	47,98	-3,8%	-17,2%	-25,4%	-16,3%
Gold	1115,51	2,3%	-3,9%	-6,4%	-6,0%
Silber	15,56	6,1%	0,2%	-6,1%	-1,2%
Aluminium	1556,75	-0,2%	-6,1%	-16,3%	-14,7%
Kupfer	5175,25	0,0%	-7,2%	-19,7%	-18,7%
Eisenerz	58,00	-3,3%	17,2%	-6,5%	-19,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1093	-9,0%	25,1%	85,6%	39,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1145	2,4%	-0,4%	-0,8%	-8,2%
EUR/ GBP	0,7147	1,5%	-0,8%	-0,5%	-7,9%
EUR/ JPY	138,48	1,9%	1,2%	2,7%	-4,6%
EUR/ CHF	1,0874	1,5%	3,9%	4,6%	-9,6%
USD/ JPY	124,21	-0,4%	1,2%	3,6%	3,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

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