

**Chinas
Staatsbetriebe
werden noch
einflussreicher**

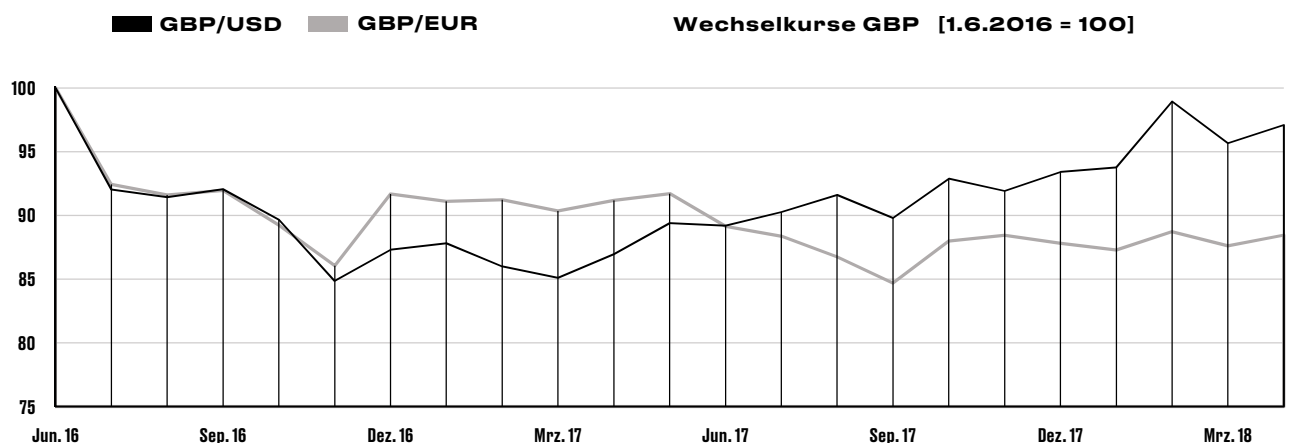
**Am Scheideweg:
Großbritannien
ein Jahr vor dem
Brexit**

Der Deal zur Übergangsphase riecht fischig für die Brexiteers, während die Londoner Banken dazu angehalten werden, sich weiter auf den no-deal Brexit vorzubereiten

Wiewohl seine Chancen, zum (Un-) Wort des Jahres gekürt zu werden, vermutlich eher gering sind, war der recht technische Ausdruck der Transitions- oder Übergangsphase für die zwei Jahre nach dem formalen Brexit im März des kommenden Jahres doch in aller Munde. Gefordert von Wirtschafts- und Arbeitgeberverbänden auf beiden Seiten des Kanals, um die durch den Brexit erzeugte Unsicherheit zu reduzieren, der jetzt nur noch ein Jahr entfernt ist, bestand die Hoffnung, dass eine Einigung zu einer möglichen Übergangsphase gerade noch rechtzeitig geschehen könnte, um die In-Kraft-Setzung der Notfallpläne vieler Unternehmen zu vermeiden, sofern sie weniger als ein Jahr vor dem formellen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU immer nicht gewusst hätten, welche Formen und Konsequenzen der Brexit haben wird. Doch leider funktioniert die Magie nicht wie erhofft (und von uns wiederholt befürchtet). Der wichtigste Grund

für die relativ lauwarmer Reaktion auf die Verständigung zwischen dem UK und der EU27 auf eine Übergangsphase liegt in deren lediglich bedingter Natur: Diese Phase wird überhaupt nur dann zum Tragen kommen, wenn der übergeordnete Gesamt-Brexitdeal im Oktober zu Stande kommt – oder aber eben nicht. Keine rechtzeitige Einigung auf den Gesamtdeal (aus welchen Gründen auch immer), keine Übergangsphase. Darüber hinaus besteht bisher noch keine Klarheit, ob die Übergangsphase auch die Lizenzen für die Londoner Finanzbranche umfassen wird (das sog. „passporting“), ihr Geschäft wie bisher auf dem europäischen Binnenmarkt betreiben zu können. Effektiv ist die Verständigung zwischen David Davis und Michel Barnier auf die grundlegenden Parameter dieser Zeitspanne zwischen dem formellen und dem faktischen Brexit nichts mehr als eben das: Eine konditionale ex ante-Verständigung, die völlig abhängig ist von einer Einigung zwischen ihren ‚Chefs‘ im Oktober. Die bisherige Unsicherheit bleibt damit im Wesentlichen bestehen, wie das auch prompt die Bankenaufsichtsbehörden der EU verdeutlicht haben, die den Kreditinstituten mitteilten, sie hätten sich nach wie vor auf einen no-deal Brexit vorzubereiten. Das ist

2



Quelle: comdirect

keine große Überraschung für enge Beobachter des Brexit-Prozesses wie auch unsere Kunden: Durch das Vorziehen der Verhandlungen über die Übergangsphase vor den Gesprächen über die Form und Bedingungen des zukünftigen Verhältnisses zwischen EU und Großbritannien haben Barnier und Davis den ursprünglichen Plan der EU27 auf den Kopf gestellt, indem sie über eine Übergangsphase gesprochen haben, ohne so Recht zu wissen, zu was genau diese Phase überleiten soll. Wiewohl das ein wenig durch die status quo-Form dieser Übergangsphase abgemildert wird, die die bestehenden Vereinbarungen einfach bis Ende 2020 fortschreibt, bleibt doch der unausweichliche Fakt bestehen, dass die Übergangsphase als solche inhaltsleer ist, bis zum finalen Deal im Oktober.

Als ob das noch nicht genug wäre sieht sich Theresa May der nächsten Rebellion ihrer Brexiteers gegenüber, und zwar just gegen den status quo-Charakter der Übergangsphase inkl. unveränderter Fangquoten für die Fischerei in den Gewässern des Vereinigten Königreichs. Eine Gruppe von dreizehn Rebellen, angeführt wiederum von Jacob Rees-Mogg und einem der parlamentarischen Geschäftsführer der nordirischen DUP, von deren Unterstützung die Regierung May abhängt, haben eine Brief an die Premierministerin verfasst, in dem sie die Fortschreibung eben dieser Fangquoten scharf kritisieren. In dem Brief drohen die Rebellen offen damit, die Vereinbarung zur Übergangsphase im Parlament zu torpedieren sollte die Premierministerin sie in ihrer bestehenden Form nicht wieder lösen. Dabei geht es nicht um wirtschaftliche Fakten (die Fischereiindustrie macht gerade einmal knapp 0,05% des britischen BIPs aus), sondern einmal mehr um nackte Politik, die diesen Aufstand eine weitere, echte Bedrohung für einen geordneten Brexit werden lässt; und es ist schwer zu erkennen, wie Theresa May die getroffene Vereinbarung zur Übergangsphase jetzt noch mal aufschnüren soll. Daher können wir nicht sehen, wie die Premierministerin die Euroskeptiker in ihrer Unterhausfraktion und jener ihrer nordirischen Verbündeten ausreichend besänftigen soll, um eine Abstimmungs-niederlage im Parlament noch abwenden zu können. Eine sogar noch größere Bedrohung für die Regierung May aber ist die von der EU vorgeschlagene, sogenannte „back-stop“-Lösung für die irische Grenze für den Fall, dass es zu einem no deal-Brexit kommen sollte: Für diesen Fall schreibt die jetzt

getroffene Vereinbarung vor, dass Nordirland in der europäischen Zollunion verbleibt und somit die Zollgrenze innerhalb des Vereinigten Königreichs verlegt wird – genau das also, was Theresa May im Parlament zuvor noch als „völlig inakzeptabel für jeden Premierminister des Vereinigten Königreichs“ bezeichnet hatte. Nun hat sie es dennoch getan, und die Brexiteers ebenso wie DUP schäumen. Statt also die Gemüter zu besänftigen, hat die Übergangsphase dem Bürgerkrieg im Parlament noch zusätzliche Sprengkraft verliehen – und dessen Ausgang wird es sein, der am Ende über das Schicksal des Brexits entscheiden wird, wie wir das von Beginn an herausgestrichen haben.

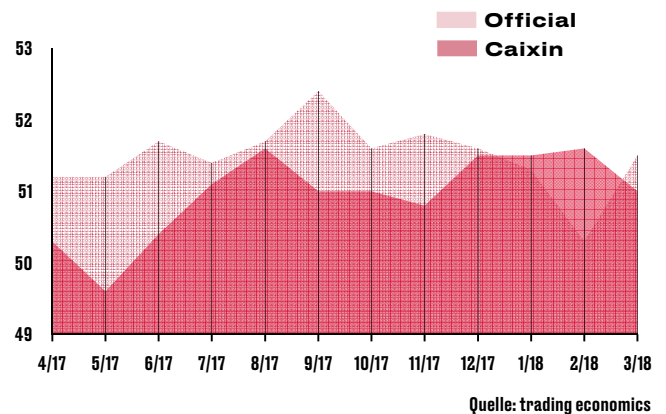
Chinas „Rostgürtel“-Provinzen nehmen vorweg, welche Rolle Staatsbetriebe auch in Zukunft spielen werden

Sie waren die Kraftzentren des chinesischen Wirtschaftswunders, Heimat der Kohleflöze und Eisenerzbergwerke, die für die schwerindustrielle Entwicklung des Reichs der Mitte nötig waren: die nordöstlichen Provinzen, aus denen Chinas eigener Rost-

gürtel besteht. Und just so sehr, wie ihre Schwerindustrie ein Element der Vergangenheit ist, so stark werden ihre Ökonomien von jener spezifisch chinesischen Einrichtung dominiert, den sogenannten *state-owned enterprises* (SOEs). Laut der britischen Zeitung „The Economist“ liegt ihr Beschäftigungsanteil in den Provinzen Liaoning und Heilongjiang bei vollen 40 bzw. 55%. Und obwohl das deutlich weniger ist als in den alten Zeiten, als die SOEs noch zentraler Bestandteil des staatlich kontrollierten Aufschwungs der chinesischen Wirtschaft waren und für rd. 80% der landesweiten Produktion standen, ist das Hauptmerkmal dieser Staatsbetriebe doch geblieben: Sie sind selten profitabel. Ihr zweites prominentes Merkmal ist natürlich, dass sie das Instrument der Wahl für eine zentralisierte Industriepolitik sind. Wiederum laut dem Economist erzeugten 2015 die 200 größten von ihnen zum Beispiel rd. 6% des globalen Umsatzes der Automobilbranche. Diese Industrieriesen werden daher auch oft „rote *zaibatsu*“ genannt, was auf ihre

Ähnlichkeit mit den gleichnamigen japanischen Konglomeraten mitsamt deren relativer Trägheit anspielt. Aus einer wirtschaftspolitischen Perspektive betrachtet sind allerdings ihre jüngeren Cousins sogar noch bedenklicher, die sogenannten *state capital investment and operation companies* (SCIOs). Mittlerweile ist klar geworden, dass diese gerade nicht so operieren sollen wie etwa Singapurs bekannte staatliche Beteiligungsgesellschaft Temasek, die ihre Tochterunternehmen mittlerweile primär zur Gewinnerzielung steuert. Die SCIOs werden dagegen unzweideutig als ein Steuerungsinstrument von Chinas „ein Gürtel, eine Straße“-Initiative eingesetzt, die ganz Ost- und Zentralasien umfasst. Sie sind mit günstigen, staatlich garantierten Mitteln ausgestattet und sind somit in der Lage, in bisherige Domänen des privaten Sektors wie etwa IT und andere High-Tech-Branchen einzubrechen und diese aufzuwirbeln. Darüber hinaus wurden zudem noch staatlich kontrollierte Private Equity-Gesellschaften ins Leben gerufen, die dieselben Ziele verfolgen. Das rapide Wachstum der SOEs sowie eine regelrechte Shoppingtour von Fusionen und Übernahmen im Ausland haben allerdings ihren Schuldenberg stark anschwellen lassen. Sie sind daher mittlerweile der Kern von Chinas Schuldenproblem und Bestandteil des jüngst begonnen Durchgreifens staatlicher Aufsichtsbehörden in ausgewählten Unternehmen, um das Schuldenwachstum einzudämmen: Die Schulden der SOEs belaufen sich mittlerweile auf rd. die Hälfte aller Unternehmenskredite, deren Gesamtumfang die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) auf gut 160% des BIP Ende 2017 geschätzt hat. Es scheint, als ob sich nicht viel verändert hätte seit jener denkwürdigen Beschreibung des früheren Premierministers Wen Jiabao, der bereits 2007 feststellte, dass Chinas Ökonomie durch vier schädliche „-uns“ gekennzeichnet sei: Sie sei nicht dauerhaft tragbar (*unsustainable*), unkoordiniert, unausgewogen und instabil. Daher ist das entschiedene Einschreiten gegen die massive Verschuldung der SOEs sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung; doch unausweichlich hat dies natürlich Spuren in den Wachstumswerten des Landes hinterlassen. Im Februar ist der offizielle Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe des Nationalen Statistikbüros am stärksten seit 2011 gefallen und hat nur kurz vor neutralen 50-Punkte-Schwelle Halt gemacht, auch wenn der Index einen Teil seiner Verluste im März

PMIs Verarbeitendes Gewerbe,



wettmachen konnte; wichtig ist: Der Index ist zum größten Teil aus SOEs zusammengesetzt. Im Gegensatz dazu wies der Einkaufsmanagerindex des privaten Anbieters Caixing, der auf private klein- und mittelgroße Betriebe fokussiert, einen geringfügigen Anstieg auf, um im März – wiederum entgegengesetzt – den Sturz des offiziellen Index' einen Monat zuvor zu spiegeln (s. Chart). China ist wieder auf einen entschieden autokratischen, zentralisierten Weg eingeschwenkt, inkl. einer Verfassungsänderung, die es Staatspräsident Xi Jinping nun erlaubt, auf Lebenszeit im Amt zu bleiben. Die SOEs sind ein natürliches Element dieses wiederwachten Vertrauens in die Autorität staatlichen Handelns im Bereich der Wirtschaft, das zielgerichtet eingesetzt wird, um der relativen Verlangsamung des BIP-Wachstums in der jüngeren Vergangenheit entgegenzuwirken. Rechnen Sie mit einer deutlichen Ausweitung der Präsenz von Staatsbetrieben in Chinas Volkswirtschaft in den kommenden Jahren.

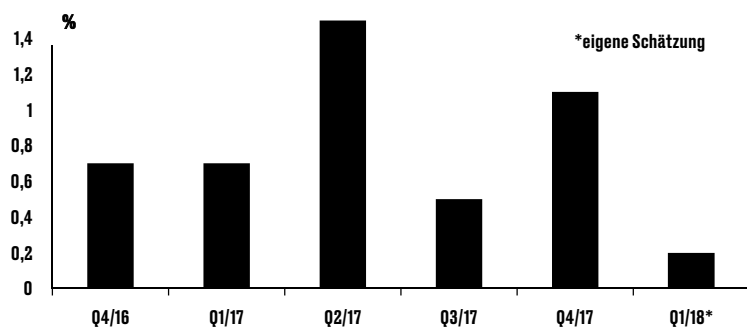
Am Scheideweg: Die britische Volkswirtschaft ein Jahr vor dem formalen Brexit

Mit nur noch einem Jahr bis zum jedenfalls juristischen Brexit (der effektive ist Dank der jüngst getroffenen Vereinbarung zu einer Übergangsphase dann noch knapp zwei weitere Jahre entfernt) ist es an der

Zeit, eine Bestandsaufnahme der britischen Volkswirtschaft zu machen und ein Schlaglicht darauf zu werfen, welche Auswirkungen die Brexit-induzierte Unsicherheit bislang hatte und welche Perspektiven sich abzeichnen.

Zunächst zum allgemeinen Bild. Unsere Kunden und die Nutzer unserer Informationsangebote kennen unseren UKES, einen Makro-Indikator zum Zustand der britischen Ökonomie, der Erwartungen und die aktuelle Geschäftslage abbildet und sie in einem Leitindikator zusammenfügt (s. Chart 2 umseitig) – und das Bild, das der UKES zeichnet, ist nicht eben rosig. Nach seiner raschen Erholung in der Folge des Schocks nach dem Brexit-Referendum hatte der UKES zunächst die folgende relative Erholung vorweggenommen; in deren Rahmen waren etwa die britischen Verbraucher weit ausgabenfreudiger, als von den meisten Analysten antizipiert, während die Industrie Dank des schwachen Pfunds und einer allgemeine guten globalen Konjunktur in einen regelrechten Boom einschwenkte. Doch um den Spätsommer des vergangenen Jahres ist die Stimmung gekippt. Aktuell ‚zappelt‘ die Erwartungen-Komponente des Indikators zwischen dem Subindikator zur aktuellen Lage und dem Hauptindikator und spiegelt damit die abwartende Haltung vieler Unternehmen

Chart 1: Bruttoinvestitionen, ggü. Vorquartal



Quelle: trading economics

wie auch der Mehrheit der Verbraucher bis zum entscheidenden Moment der Brexit-Verhandlungen in diesem Herbst. Doch die Risiken sind klar schief zur negativen Seite hin verteilt: Alles andere als eine wechselseitig wohlwollende, einträchtige Übereinkunft im Oktober wird unweigerlich zu einer verstärkten Unruhe bei allzu vielen Unternehmen führen. Die Übergangsphase ab März des kommenden Jahres wird dies jedoch nicht besänftigen können, weil sie einfach nur die Unsicherheit um weitere 23 Monate verlängern wird, wie genau die Handelsvereinbarung zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich schließlich aussehen wird. Für diesen Fall prognostizieren wir einen Sturz der Erwartungen-Komponente des

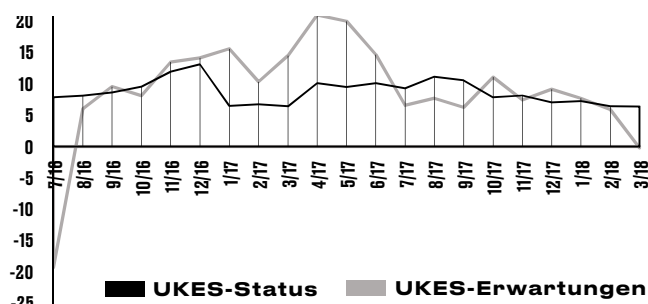
UKES durch die aktuelle Geschäftslage und den Hauptindikator, was ein klares Signal für ökonomische Turbulenzen in den Folge-monaten darstellte. Um diese allgemeine Analyse zu untermauern, wollen wir uns dem Detail zuwenden.

Just wie wir es damals in der zweiten Jahreshälfte 2016 gesagt haben, als nach dem Referendumstag die britischen Verbraucher zu einer regelrechten Einkaufstour aufbrachen, hat sich diese Ausgabenfreude als nichts anderes als eine kluge Vorwegnahme des schwachen Pfunds und daher steigender Inflationsraten herausgestellt. In erster Linie kauften die britischen Haushalte nämlich Einzel-Gebrauchsgüter, von Autos über Weißware bis hin zu Küchen und Ähnlichem, schlicht um dem absehbaren Schwund ihrer realen Kaufkraft zuvorzukommen. Unsere Analyse wurde dann endgültig zum Beginn dieses Jahres bestätigt: 2017 sind nach dieser Post-Brexit-Einkaufstour die Verbraucherausgaben auf ihren niedrigsten Stand seit sechs Jahren gefallen, mit von der Inflation aufgezehrten Einkommen und dem noch mehr Verunsicherung stiftenden Ergebnis der Neuwahlen vom Juni 2017. Zugleich scheinen die Häuserpreise nun in eine Seitwärtsbewegung einzuschwenken, nachdem sie seit Mitte 2017 kontinuierlich gefallen sind und damit die primäre Wohlstandsquelle des durchschnittlichen Haushalts geschmälert haben, wodurch die Verbraucherausgaben noch weiter gedämpft worden sind. Immerhin kam im März eine gewisse Erleichterung, als entgegen aller Wahrscheinlichkeit das Verbrauchervertrauen infolge nunmehr auch steigender Nominallöhne anstieg. Letzteres allerdings hat nun endgültig die Bank von England auf den Plan gerufen, die nun mit mindestens einer, möglicherweise sogar zwei Zinserhöhungen in diesem Jahr kalkuliert. Das würde die Hypothekarbelastung des stark verschuldeten Durchschnittshaushalts absehbar erhöhen und damit die Konsumausgaben noch stärker unter Druck setzen. Kurz und knapp, die Aussichten für die britischen Verbraucher sind alles andere als angenehm, und B2C-Unternehmen sehen sich schwierigen Zeiten gegenüber. Das Bild für die britischen Unternehmen ist etwas besser, wiewohl ebenso wenig exaltierend. Von besonderer Wichtigkeit ist zunächst, dass die Unternehmensinvestitionen relativ robust geblieben sind, ganz entgegen der ursprünglichen Erwartungen unmittelbar nach dem Referendum (s. Chart 1). Obwohl es

vereinzelt Hinweise auf Investitionszurückhaltung gibt, zeigt die allgemeine Statistik doch ein klar anderes Bild, mit einem gesunden Wachstum von 1,1% auf Quartalsbasis im letzten Quartal des vergangenen Jahres und damit an ihrem langfristigen Durchschnittswert. Zweitens hat sogar das größte Sorgenkind der jüngeren Vergangenheit, die Produktivität anscheinend eine gewisse Verbesserung erzielen können: Im 3. und 4. Quartal 2017 hat sie nach langer Stagnation um 0,9 bzw. 0,8% zulegen können; allerdings ist noch nicht ganz sicher, ob das tatsächlich ein Bruch des vormaligen Trends oder aber statistische Einmaleffekte gewesen sind. Drittens jedoch ist unzweifelhaft, dass das Verarbeitende Gewerbe bereits seit gut zwölf Monaten in bester Stimmung ist, angefeuert von einer kraftvollen globalen Konjunktur und einem schwachen Pfund. Erst im März hat der PMI der Branche mit 55,1 Punkten einen weiteren Beweis starker Zuversicht abgeliefert, deutlich jenseits der neutralen 50-Punkte-Marke und am oberen Ende seiner langfristigen Spanne. Dazu passend bestätigen auch andere ‚weiche‘ Indikatoren wie das Business Barometre der britischen Großbank Lloyds den gelassenen Gleichmut der Unternehmen. Doch beginnt sich der Himmel auf für die Industrie zu verdüstern: Der heimische Absatz von PKW ebenso wie die Produktion haben 2017 einen scharfen, zweistelligen Einbruch erlitten und damit einen Vorgeschmack darauf gegeben, welche Verwerfungen der Brexit noch hervorbringen wird. Mehr als die meisten anderen Branchen sind Automobilhersteller und ihre Zulieferer äußerst empfindlich für Störungen ihrer komplexen Lieferketten; doch sogar das umfassendste, freizügigste Handelsabkommen wird in jedem Fall hinter den gewohnten Verhältnissen des Binnenmarkts zurückfallen und also Reibungsverluste beim grenzüberschreitenden Warenverkehr verursachen. Im Dienstleistungssektor ist derweil die Finanzbranche noch längst nicht in sicheren Gewässern. Obwohl nun sogar ihre dominante Forderung der vergangenen Monate, die Übergangsphase vereinbart wurde, hängt diese doch nach wie von dem Abschluss des allgemeinen Deals im Oktober ab. Überdies lassen europäische Regulierungsbehörden wie die EZB die Londoner City bewusst zappeln, ob sie nach dem 29. März 2019 weiterhin über einen freien Zugang zum Binnenmarkt (das sog. passporting) verfügen werden, ohne dort hundertprozentige Tochtergesellschaften gründen oder

wesentliche Teile ihres Geschäfts dorthin verlagern zu müssen. Sollte dieser Zugang verwehrt werden, wird der Finanzsektor in Britannien herbe Einbußen erleiden; in jedem Fall müssen sich die Banken Dank der bleibenden Unsicherheit auf einen no deal-Brexit im März 2019 vorbereiten

Chart 2: UKES



und haben damit bereits genau jene Verwerfungen an der Themse ausgelöst, die die Übergangsphase eigentlich hatte verhindern sollen.

Zusammengenommen ist die britische Volkswirtschaft aktuell sicherlich nicht in schlechtem Zustand, doch das überraschend positive Bild der letzten 12 Monate beginnt zu bröckeln: Aktuelle Zahlen zu Einzelhandelsumsätzen und vor allem der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe haben das jüngst bestätigt. Zudem sind die Risiken einseitig verteilt: Die Industrie dürfte ihren Zenit bereits überschritten haben, während die Verbraucher den Gürtel bereits enger schnallen. Jedwede zusätzliche Verunsicherung, z.B. infolge einer Hängepartie im extrem engen Zeitplan der Brexit-Verhandlungen oder einer politischen Krise in Westminster infolge eines potentiellen Aufstands der Brexiteers (beides weit wahrscheinlicher als die meisten Analysten zu erkennen scheinen), wird diese prekäre Balance zum Kippen bringen. Daher prognostizieren wir für dieses Jahr nicht mehr als 1,5% BIP-Wachstum im günstigsten Fall, mit einer drastischen Korrektur auf -0,1 bis 0,2% für den schlechtesten Fall eines Scheiterns der Brexit-Verhandlungen.

Statistisches Bulletin

Exportwachstum (Feb.)

Norwegen: +4,4% → Norwegens Exporte weisen weiterhin ein solides, wenn auch unspektakuläres Wachstum auf, die im Februar vor allem von Rohöl und Ölprodukten getrieben wurden.

Kanada: +1,4% ↑ Obwohl mit auf Jahresbasis vergleichsweise geringerem Wachstum, haben Kanadas Exporte dafür ihren Aufwärtstrend fortgesetzt, dies vor allem Dank der Automobil- und Luftfahrtbranchen.

Kredite an den privaten Sektor (Feb.)

Schweden: +6,7% ↓ Die Kredite an den privaten Sektor sind in Schweden mit einer nach wie vor gesunden Rate gewachsen; allerdings scheint sich das Tempo bereits jetzt wieder zu verlangsamen, was der Riksbank sicherlich kaum gefallen dürfte.

Singapur: +3,2% → In Singapur blieb das Kreditwachstum etwas träge und behielt damit seinen Seitwärtstrend bei.

Komposit-Einkaufsmanagerindex (PMI, März)

China: 51,8 → Der Komposit-PMI in China hat sich zuletzt auf einem etwas schwächlichen Niveau eingependelt. Allerdings belegen die Zahlen zum BIP-Wachstum im 1. Quartal dieses Jahres, dass der Dampfverlust in der chinesischen Volkswirtschaft spürbar wohl erst in den laufenden Monaten einsetzen wird.

Ghana: 55,2 ↑ Nicht so dagegen in Ghana: Stets seit dem friedlichen Machtwechsel im vergangenen Jahr weist das westafrikanische Land eine äußerst robuste Ökonomie auf, mit nunmehr auch sinkenden Inflationsraten und einem kräftigem BIP-Wachstum auf neuen lokalen Hochs.

Industrieproduktion (Feb.)

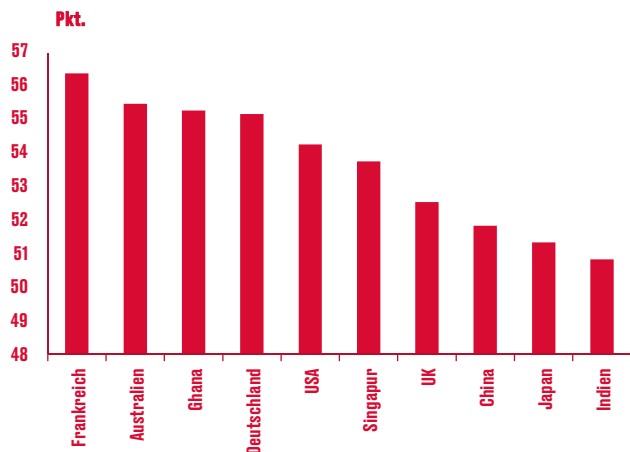
Niederlande: +6,3% ↑ Die Industrieproduktion in den Niederlanden ist im Februar besonders kräftig auf Jahresbasis gewachsen, getrieben vor allem von pharmazeutischen Produkten.

Südkorea: -6,4% ↓ Das genau gegenteilige Bild bietet dagegen Südkorea: Auch wenn Einiges von der Kontraktion auf das Chinesische Neujahr zurückzuführen ist, hat sich das Verarbeitende Gewerbe jüngst doch deutlich schwächer entwickelt, so dass ein neuer Abwärtstrend in der Mache scheint.

Komposit-Einkaufsmanagerindex (PMI)

Im Gesamtvergleich zeigt sich, dass Chinas aktueller PMI-Wert sogar nurmehr im unteren Viertel, Ghana dagegen im oberen Viertel aller Länder rangiert. Die Bundesrepublik liegt immerhin im oberen Drittel, das Vereinigte Königreich ist dagegen mittlerweile in das untere Drittel abgerutscht; Indien markiert das Schlusslicht.

Quellen: trading economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen



Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.

Gestaltungskonzept: Firm | www.f-i-r-m.de

Herausgegeben von:
J.S. Research KG, vertreten durch
den Geschäftsführer Jakob Steffen
Dohlenweg 10, 42115 Wuppertal
Tel. 0202 - 27 25 86 53
office@j-s-research.org