

Volkswirtschaft Aktuell

BLICK AUF VOLKSWIRTSCHAFTLICHE EREIGNISSE

WWW.OPPENHEIM.DE



NOVEMBER 2016

Italiens Zukunft entscheidet sich nicht am Referendum

Der Ausgang des italienischen Referendums am 4. Dezember 2016 über die faktische Entmachtung des Senats ist nach wie vor unsicher. Doch auch im wahrscheinlicheren Fall einer Ablehnung rechnen wir nicht mit schnellen Neuwahlen, wohl aber mit einem weiteren politischen und ökonomischen Stillstand in Italien.

An den Kapitalmärkten dürften vor allem die weiteren Anleihekäufe der EZB, die über März 2017 hinausgehen werden, für eine gewisse Beruhigung sorgen. Dennoch bleibt Italien unter den großen Staaten in der EWU das wirtschaftlich schwächste Mitglied. Ohne strukturelle Reformen bestehen erhebliche Zweifel an der längerfristigen Tragfähigkeit der italienischen Staatsverschuldung. Ein deutlicher Zinsanstieg würde diese Problematik noch verschärfen.

Die EZB kann nicht alles richten. Damit liegt der Ball eindeutig im Spielfeld der Politik – wo er auch hingehört. Im Idealfall würden die Regierungen auf EWU-Ebene mit einem Mix aus Strukturreformen und fiskalischen Maßnahmen reagieren. Angesichts der links- und rechtspopulistischen Strömungen in den einzelnen EWU-Ländern scheint aber eine solche Umsetzung derzeit (noch) nicht möglich. Dauerhaft wird sich die EWU jedoch dem wirtschaftlichen Auseinanderdriften nicht entziehen können. Je länger sie die Augen verschließt, desto stärker werden die Fliehkräfte, denen sie dann begegnen muss.

Am kommenden Sonntag, dem 4. Dezember, findet in Italien ein Referendum über eine Verfassungsreform statt, das unserer Meinung nach ein Gradmesser für die Fähigkeit des italienischen Ministerpräsidenten Matteo Renzi ist, die Bevölkerung bei den notwendigen Reformen mitzunehmen. Unsicherheiten über den Ausgang sorgten in den vergangenen Wochen für erhebliche Rendite-Ausweitungen von italienischen Anleihen gegenüber Bundesanleihen. Was passiert nach einer möglichen Ablehnung? Stürzt Italien in eine Krise? Welche Rückwirkungen ergeben sich für die EWU-Staaten? Diese Fragen wollen wir im Folgenden beleuchten.

AUSGANGSLAGE: WARUM FINDET DAS REFERENDUM ÜBERHAUPT STATT?

Ein Grund für die geringe Reformfähigkeit Italiens ist sicherlich im politischen System zu suchen. Gesetzesvorhaben können theoretisch endlos zwischen dem Parlament und dem Senat hin- und hergeschoben werden, Zuständigkeiten zwischen den Häusern und auch zwischen der Zentral- und den Regionalregierungen sind teilweise nicht klar geregelt, was die Implementierung beschlossener Gesetze behindert. Daher war es ein zentrales Anliegen von Ministerpräsident Renzi, mit einer Wahlrechtsreform stabilere Mehrheiten im Parlament zu schaffen und zugleich die Zuständigkeiten des Senats neu zu definieren.

Schritt 1 war dazu das „Italikum“, eine im Frühjahr 2015 beschlossene Wahlrechtsreform, die eigentlich Mitte 2016 in Kraft getreten ist. Diese soll dem Wahlsieger eine stabile Mehrheit im Parlament sichern, indem er über Bonussitze leichter eine absolute Mehrheit erreicht. Erhält eine Partei im ersten Wahldurchgang mehr als 40 % der Stimmen, bekommt sie so viele Bonussitze, dass sie insgesamt 55 % der Sitze im Parlament hält. Damit hat sie eine solide absolute Mehrheit. Erzielt keine Partei im ersten Wahlgang einen Stimmenanteil von 40 %, wird im zweiten Wahlgang mittels Stichwahl zwischen den

beiden erfolgreichsten Parteien ermittelt, welche den höchsten Stimmenanteil erhält. Der Sieger bekommt dann wiederum über Bonussitze eine (etwas geringere) absolute Mehrheit im Parlament. Dadurch wird die bisherige Praxis abgeschafft, im Wahlkampf teils waghalsige Vorwahl-Koalitionen zu bilden, die sich dann häufig in der Regierungsarbeit als instabil herausstellten. Das bisherige Wahlrecht hat Italien seit Kriegsende insgesamt 63 Nachkriegsregierungen mit 27 verschiedenen Ministerpräsidenten beschert.

Ergänzend soll mit Schritt 2, der Reform des Senats/Oberhauses, die Rolle des Senats neu definiert werden. Sein Aufgabenspektrum entspräche dann in etwa dem des Deutschen Bundesrats (u.a. soll er keine Regierungen mehr ablösen können). Dies geht nur über eine Verfassungsänderung. Um sich der Unterstützung der Bevölkerung sicher zu sein, hat Ministerpräsident Renzi ein Referendum angesetzt, bei dem die Wähler darüber abstimmen werden, ob sie für oder gegen die Senatsreform sind.

Um die Tragweite des Referendums zu unterstreichen, hat Renzi zudem sein Verbleiben im Amt mit der Annahme des Referendums verknüpft. Dies hatte im Umkehrschluss die unangenehme Nebenwirkung, dass mit sinkender Popularität des Ministerpräsidenten die Abstimmung über den Senat allmählich zu einer Abstimmung über die Regierung Renzi wurde.

MÖGLICHKEIT 1: DAS REFERENDUM WIRD ABGELEHNT

Umfragen signalisieren, dass eine Mehrheit für die Ablehnung des Referendums stimmen wird. Es ist damit zu rechnen, dass Ministerpräsident Renzi in einem solchen Fall zurücktreten wird, insbesondere wenn die Ablehnung deutlich ausfällt. Die Spekulation über schnelle Neuwahlen halten wir für überzogen, gerade vor dem Hintergrund, dass das neue Wahlrecht „Italikum“ nach einem Urteil des Verfassungsgerichts (wahrscheinlich im Frühjahr 2017) noch modifiziert werden dürfte. Auch Renzi selbst hat weitere Änderungen vorgeschlagen. Wir gehen davon aus, dass Staatspräsident Mattarella entweder eine technokratische Regierung installieren oder Renzi erneut zum Ministerpräsidenten ernennen dürfte. Die normale Wahlperiode läuft bis Frühjahr 2018. Damit würde zunächst politische Kontinuität gewährleistet. Zudem würde ein Wahlsieg der linkpopulistischen Fünf-Sterne-Bewegung verhindert, die von dem Bonussystem des neuen Wahlrechts erheblich profitieren könnte. Das Risiko eines weiteren Erstarkens dieser Bewegung bleibt aber bestehen, vor allem wenn die aktuelle Regierung keine wirtschaftlichen Erfolge aufzuweisen hat. Zudem dürfte eine technokratische Regierung in der Bevölkerung auf wenig Akzeptanz stoßen und damit den Graben zwischen Regierung und Volk weiter vertiefen. Dies stärkt tendenziell populistische Parteien.

MÖGLICHKEIT 2: DAS REFERENDUM WIRD ANGENOMMEN

Bei den letzten Großereignissen (Brexit, US-Präsidentschaftswahl) haben Umfragen falsche Signale geliefert. Dies könnte dieses Mal auch der Fall sein, wenngleich es sicherlich eine Überraschung wäre. Ministerpräsident Renzi würde in dem Fall gestärkt aus dem Referendum hervorgehen. Er dürfte aber, aufgrund der internen politischen Widerstände, nur in einem moderaten Rahmen strukturelle Reformen (Arbeitsmarkt, Produktmärkte) anpeilen. Konzentrieren wird er sich darauf, den Stabilitätspakt weiter zu dehnen und Sparmaßnahmen ad acta zu legen. Eine deutliche wirtschaftliche Stärkung Italiens wäre also selbst in diesem Umfeld nicht zu erwarten.

Das eigentliche Problem in Italien: Wirtschaftlicher Stillstand!

Trotz einiger angestoßener Reformen seit 2008 ist die italienische Wirtschaft immer noch extrem strukturschwach. Seit 2014 konnte zwar die Rezession überwunden werden. Seitdem wächst die Wirtschaft aber nur um rund 0,6 % pro Jahr. Dies ist zu wenig, um den deutlichen Einbruch nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise wieder wett zu machen. Aktuell liegt das BIP um rund 7 % niedriger als 2008. Zumindest ist ein Rückgang der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen, vor allem durch eine zunehmende befristete Erwerbstätigkeit. Dennoch mangelt es vor allem an strukturellen Reformen am Arbeitsmarkt, aber auch an Produkt deregulierungen, einem Bereich, in dem Italien im EU-Vergleich noch immer einen hohen Regulierungsgrad aufweist. Die ungelösten Probleme im Bankensektor – hervorgerufen durch den hohen Bestand an notleidenden Krediten – lasten auf der italienischen Wirtschaft und auf dem Staat. In Verbindung mit dem geringen Produktivitätswachstum, dem Investitionsstau und dem anhaltenden Nord-Süd-Gefälle führt dies dazu, dass die EU-Kommission sogar ein weiteres

Schrumpfen des Produktionspotenzials erwartet. Insofern bräuchte Italien dringend ökonomische Reformen, um den fortgesetzten wirtschaftlichen Abstieg zu verhindern und den Menschen eine bessere Perspektive zu geben.

Ländervergleich		Italien	Frankreich	Spanien	Deutschland
Kumuliertes reales Wachstum seit 1999	%	3,6	23,0	29,6	22,0
BIP pro Kopf	Euro	26.900	32.800	23.300	37.100
Arbeitslosenquote	%	11,5	10,0	19,7	4,4
Staatsverschuldung	% des BIP	132,3	96,2	99,5	68,1
Gesamte private Verschuldung*	% des BIP	232	351	281	215
Notleidende Kredite	% des Kreditbestandes	12,2	3,3	9,4	2,0
Rangliste "Global Competitiveness Report"	Rang	44	21	32	5

Quelle: Haver Analytics Inc., BIZ, EZB, Sal Oppenheim KGaA

* Unternehmen, private Haushalte und Finanzinstitute

Der ökonomische Stillstand hat beträchtliche Folgen für die weitere Entwicklung der Verschuldung in Italien. Zwar ist die private Verschuldung (Haushalte, Unternehmen, Finanzinstitute) mit 232 % nicht so hoch wie in Frankreich oder Spanien (siehe Tabelle). Doch nach Griechenland hat Italien die höchste Staatsschuldenquote in der EWU mit aktuell 132 % des BIP. Eine fallende Zinsbelastung in den letzten zwei Jahren konnte dabei sogar steigende strukturelle Defizite kompensieren, sodass insgesamt die Neuverschuldung unter der 3 %-Marke blieb. Diese Mixtur funktioniert aber nur, solange die Kapitalmarktrenditen weiter niedrig bleiben. In den bisherigen Haushaltsplanungen geht die EU-Kommission davon aus, dass die Durchschnittsverzinsung der italienischen Staatsverschuldung von 3,0 % in Richtung 2,7 % des BIP fällt.

Im Vorfeld des Referendums ist es zu einem Anstieg der langfristigen Renditen gekommen, die Renditedifferenzen zu Bundesanleihen haben beträchtlich zugenommen. Dies zeigt, dass die Marktteilnehmer trotz der Anleihekäufe der EZB nervös sind und die hohe Staatsverschuldung im Blick haben und daher auf politische Kontinuität und auf Reformen hoffen. Wie elementar die Rückkehr zu höheren Wachstumsraten ist, zeigen unsere Simulationsrechnungen zur weiteren Entwicklung der Staatsverschuldung.

WAS PASSIERT MIT ITALIENS SCHULDEN? EINE MODELLANALYSE

Grundsätzlich haben wir die Prognosen der EU-Kommission bis 2018 übernommen, für die Jahre bis 2026 aber eigene Annahmen verwendet. Im ersten Szenario gehen wir für die nächsten zehn Jahre von einer ausgeprägten Wachstumsschwäche in Italien aus, unterstellen aber ein anhaltend niedriges Zinsniveau. Dies würde zu einem Anstieg der Staatsverschuldung auf rund 147 % des BIP führen. In der zweiten Simulation bleibt die Wachstumsschwäche bestehen, allerdings unterstellen wir eine Verdoppelung der heutigen Renditen. Ein solcher Zinsanstieg würde zu einer Erhöhung der Zinsquote von 3,0 % auf 3,5 % des BIP führen und die Staatsverschuldungsquote würde auf rund 160 % des BIP ansteigen. In unserem dritten Szenario gehen wir der Frage nach, wie hoch das Wachstum ausfallen müsste, um die Schuldenquote auf dem jetzigen Niveau zu stabilisieren. Dazu wären Wachstumsraten von rund 1,8 % pro Jahr notwendig. Angesichts der Tatsache, dass das Wachstum in Italien in den letzten fünf Jahren nominal nur bei durchschnittlich 0,5 % lag, erscheint dies enorm.

Fazit: Die Simulationen zeigen die Anfälligkeit der italienischen Wirtschaft. Solange keine spürbare Wachstumsbelebung gelingt, steigt die Staatsverschuldung selbst im aktuellen Zinumfeld. Dies heißt im Umkehrschluss: Eine wirkliche Normalisierung des Zinsniveaus könnte Italien in seiner jetzigen wirtschaftlichen Verfassung nicht verkraften. Nur strukturelle Reformen, die Italien auf ein höheres Wachstumspotenzial heben, können zusammen mit einem glaubhaften mittelfristigen Konsolidierungskurs Zweifel an der längerfristigen Tragfähigkeit der italienischen Staatsverschuldung beseitigen.

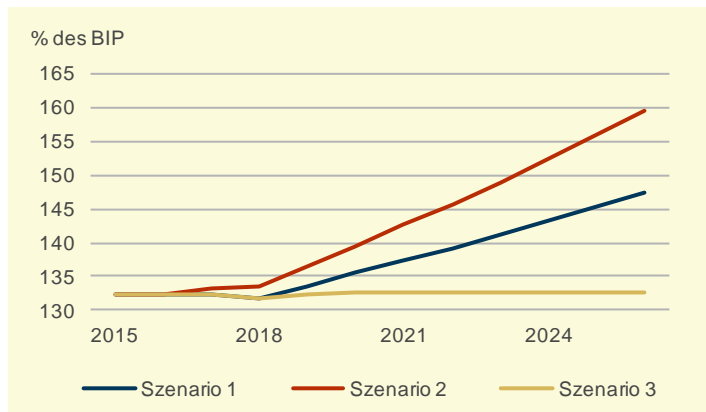
ANNAHMEN SZENARIO-ANALYSE

	Szenario 1 Niedrigzinsen bleiben, Wachstum bleibt niedrig	Szenario 2 Zinsen steigen, Wachstum bleibt niedrig	Szenario 3 Niedrigzinsen bleiben, stärkeres Wachstum
nominales BIP-Wachstum pro Jahr	0,9%	0,9%	1,8%
Durchschnittszins	2,7%	3,5%	2,7%
Primärsaldo, % des BIP	1,2%	1,2%	1,2%
Budgetsaldo, % des BIP	-2,5%	-3,7%	-2,4%
Staatsverschuldung 2026, % des BIP	147%	160%	133%

Zahlen in der Tabelle sind jeweils der Durchschnitt der Jahre 2016-2026

Quelle: Haver Analytics Inc., Sal. Oppenheim KGaA

ENTWICKLUNG DER STAATSVerschULDUNG



Quelle: Sal. Oppenheim KGaA

HILFESTELLUNG, AUCH FÜR ITALIEN: EZB BLEIBT EXPANSIV!

In der Woche nach dem Referendum tagt die EZB. Unabhängig vom Ausgang des Referendums rechnen wir damit, dass die EZB weiterhin einen sehr expansiven geldpolitischen Kurs fahren wird. Dabei erwarten wir eine Verlängerung des Ankaufprogramms um mindestens sechs Monate. Zunächst dürfte sie dabei am bisherigen Ankaufvolumen von 80 Mrd. Euro pro Monat festhalten. Wenn sich die Inflationsraten aber signifikant über der 1 %-Marke stabilisieren sollten – was wir erwarten –, wäre im Verlauf des Jahres 2017 eine Absenkung der Ankaufvolumina auf 50 bis 60 Mrd. Euro pro Monat möglich. Damit bleibt die EZB ein wesentlicher Akteur im Rentenmarkt, was vor allem auch italienische Anleihen stützen sollte. Durch die Aussicht auf weitere Ankäufe durch die EZB werden die heimischen Probleme Italiens faktisch immer noch überlagert.

WAS BEDEUTET DER AUSGANG DES ITALIENISCHEN REFERENDUMS FÜR EUROPA?

Neben dem Referendum wird die weitere politische Entwicklung in Europa sehr stark bestimmt werden durch den Ausgang der Wahlen in Frankreich, den Niederlanden und Deutschland. Dies bedeutet im ersten Schritt politischen Stillstand. Bis zur Stichwahl am 7. Mai 2017 ist mit keinen nennenswerten ökonomischen Reformen in Frankreich, einem „weiteren kranken Mann in Europa“, zu rechnen. Zu groß ist die Angst der Regierenden, Wählergruppen zu verprellen.

Doch auch auf Fragen zur weiteren Ausgestaltung der EU (Wie will man mit dem Brexit umgehen?) wird es kaum Antworten geben. Wertvolle Zeit im Hinblick auf die positiven Seiten der EU geht damit unserer Meinung nach verloren. Dies bedeutet im zweiten Schritt, dass populistische Parteien weiter an Zulauf gewinnen werden. Damit bleibt das Thema „Zusammenhalt der EWU“ weiter auf der Agenda.

WAHLEN IN FRANKREICH

Frankreich ist bereits im Wahlkampf angekommen. Die Vorwahlen für die Republikaner konnte François Fillon für sich entscheiden. Er tritt mit einem ambitionierten liberalen Programm an. Auf dem Papier stehen umfangreiche Reformen, aber auch das Abschneiden von „heiligen Zöpfen“ (Aufweichung der 35-Stunden-Woche, Reduktion des öffentlichen Sektors). Für den Kandidaten der Sozialisten finden die Vorwahlen im Januar 2017 statt.

Es muss auf jeden Fall damit gerechnet werden, dass der Front National in die Stichwahl am 7. Mai 2017 kommen wird. Gerade durch die Polarisierung des Wahlkampfes – Fillon plant Wirtschaftsreformen, die den Franzosen auch Einschnitte abverlangen, während der Front National mit „Früher war alles besser“ wirbt – kommt es auf jeden Fall zu einer echten Richtungswahl.

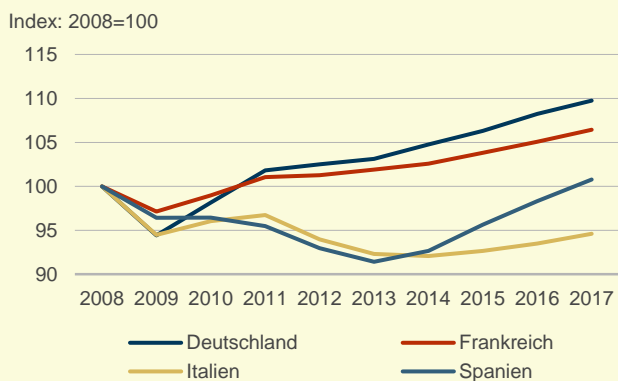
Falls Fillon die Stichwahl gewinnt, gäbe es eine Chance, dass ein als kaum reformierbar geltendes Land doch zu Reformen imstande sein könnte. Fillon müsste dies aber letztlich auch gegen den Druck der Straße durchsetzen. Dies wäre in Frankreich ein Novum!

MITTELFRISTIG: NEUE STAATSSCHULDENKRISE DURCH ITALIEN?

Wie oben dargelegt ist Italien unter den großen Ländern in der EWU aktuell das Land mit den größten wirtschaftlichen Schwächen. Die Simulationsrechnungen zeigen die Anfälligkeit Italiens gegenüber veränderten Rahmenbedingungen. Die Kapitalmärkte werden dies über kurz oder lang realisieren, spätestens wenn die Betäubungseffekte durch das Ankaufprogramm der EZB nachlassen und die hohe Staatsschuld sowie der mangelnde Sparwille wieder in den Fokus der Kapitalmärkte rücken. Doch auch die Unzufriedenheit in der Bevölkerung wird weiter wachsen. Im Vergleich zu anderen EU-Staaten wird Italien wirtschaftlich abgehängt.

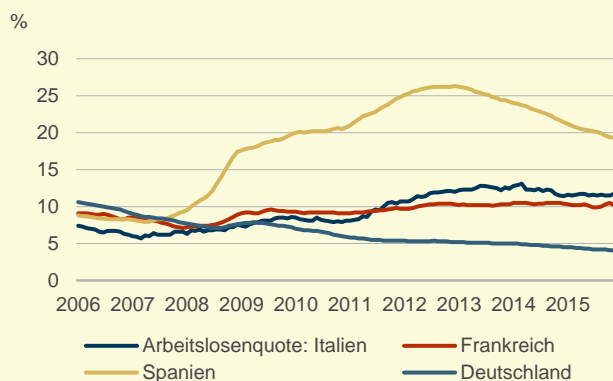
Wenn die Kapitalmärkte aber die Solvenz Italiens anzweifeln, werden im Gegensatz zu den Hilfspaketen für Griechenland, Portugal oder Irland die Mittel des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) nicht ausreichen. Auch ein verbales Eingreifen der EZB wie 2012 dürfte die Situation diesmal nicht beruhigen. Die EZB stößt an ihre Grenzen. Weitere geldpolitische Maßnahmen würden sie nicht nur überfordern, sondern auch ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel setzen. Daher wird der Ruf der Notenbank nach mehr fiskalischer Unterstützung immer deutlicher und vehementer. Damit liegt der Ball eindeutig im Spielfeld der Politik – wo er auch hingehört.

BIP-WACHSTUM: DIVERGENZEN NEHMEN ZU



Quelle: Haver Analytics Inc., Sal Oppenheim KGaA

ARBEITSLOSIGKEIT: DIVERGENZEN BLEIBEN BESTEHEN



Quelle: Haver Analytics Inc., Sal Oppenheim KGaA

Generell steigt die Spanne zwischen reichen und armen Ländern in der EWU weiter an. Statt sich anzugleichen, wie zu Beginn der Währungsunion erwartet, wird die wirtschaftliche Entwicklung heterogener. Dies ist kein stabiles Gleichgewicht. Vielmehr steigt das Risiko, dass populistische Parteien nicht nur Auftrieb erhalten, sondern auch an die Macht kommen und selbst etablierte Parteien beginnen sich zu fragen, ob das Korsett der Währungsunion wirtschaftlich nicht zu stark geschnürt ist. Während in den nördlichen reicheren Ländern eher die Tendenz vorherrscht, die Währungsunion nicht in eine Transferunion umzubauen, werden die südlichen ärmeren Länder dies letztlich versuchen wollen.

Populistische Tendenzen in beiden Regionen könnten den Fliehkräften innerhalb der EWU nochmals Auftrieb verleihen. Im Idealfall würden die Regierungen mit einem Mix aus Strukturreformen und fiskalischen Maßnahmen reagieren, um dies sozial verträglich zu gestalten. Nur so kann mittelfristig das Wachstumspotenzial angehoben werden, um vor allem die hohe Arbeitslosigkeit zu reduzieren. Angesichts der links- und rechtspopulistischen Strömungen in den einzelnen EWU-Ländern scheint aber eine schnelle Umsetzung derzeit (noch) nicht möglich. Dauerhaft wird sich die EWU diesem wirtschaftlichen Auseinanderdriften nicht entziehen können. Je länger sie davor die Augen verschließt, desto stärker werden die Fliehkräfte, denen sie letztlich begegnen muss.

Autoren

Ulrike Kastens

ulrike.kastens@oppenheim.de

Telefon: (0221) 145-2348

Katrin Löhken

katrin.loehken@oppenheim.de

Telefon: (0221) 145-2146

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmten Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die **Informationen** wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen; ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands, sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.