

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Konjunkturängste? Zinssorgen? Alles halb so schlimm!

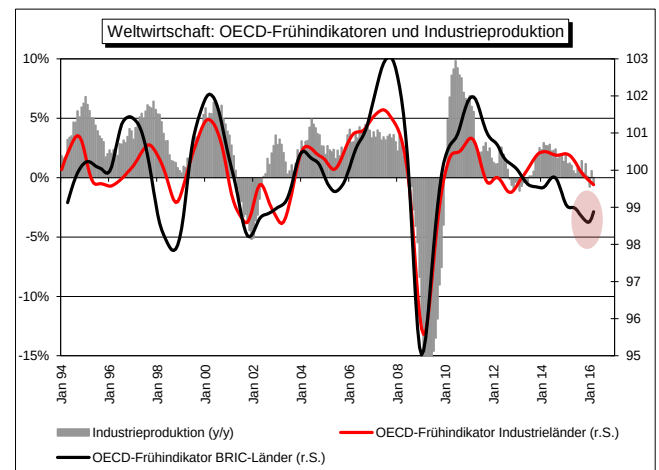
Die Anleger sind in den vergangenen 18 Monaten durch ein Wellenbad der Gefühle gegangen. 2015 stellte sich an den Aktienmärkten nach einem fulminanten Start, der den DAX in weniger als vier Monaten um 25% in die Höhe katapultierte, kurze Zeit später der große Katzenjammer ein. Erst der Crash am Rentenmarkt, dann das Ringen um den „Grexit“, danach Börsencrash und Konjunkturunsicherheiten in China, der VW-„Dieselgate“-Skandal und die Terroranschläge in Paris: Immer neue Negativschlagzeilen machten den Börsen zu schaffen. Dabei waren doch die meisten Kapitalmarktteilnehmer davon ausgegangen, dass nach dem guten Auftakt alles so bleiben würde. DAX-Prognosen von 13.000 Punkten und mehr machten schon die Runde bevor es wieder ungemütlich wurde und die Kurse zeitweise deutlich unter die 10.000-Punkte-Marke rutschten.

2016 steht dagegen unter ganz anderen Vorzeichen als 2015, denn für die meisten Aktienanleger ist der Start in das Jahr mehr als unbefriedigend ausgefallen. Das Unge- mach deutete sich bereits am ersten Handelstag im Januar an, als die chinesische Börse um 7% einbrach und andere Handelsplätze mit in die Tiefe riss. Bis Mitte Februar setzten sich die Kursverluste ungebrems fort, da schlechte Wirtschaftsdaten und der anhaltende Verfall des Ölpreises die Befürchtung aufkommen ließ, dass die Weltwirtschaft auf eine neue Rezession zusteuern könnte. Insbesondere in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, in den USA und in China, gab es eine Vielzahl von enttäuschenden Konjunkturdaten, aber auch Japan und Europa konnten sich von diesem Trend nicht abkoppeln. Viele Aktienbörsen verzeichneten den schlechtesten Jahresbeginn seit vielen Jahrzehnten, und wenig überraschend wurden die Erwartungen an das Aktienjahr 2016 deutlich nach unten revidiert. Viele Analysten trauen dem Aktienmarkt für den Rest des Jahres nur noch wenig Positives zu. Zu Recht? Oder liegen die Marktteilnehmer wieder genauso falsch wie im vergangenen Jahr, als man nach dem Verlauf der ersten vier Monate so zuversichtlich auf die weitere Entwicklung des restlichen Jahres schaute?

Im März und April konnten die Aktienmärkte ihre zuvor erlittenen Verluste zumindest teilweise wieder wettmachen. Die Kurserholung ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass sich viele Konjunkturdaten zuletzt stabilisiert haben. Die zu Jahresbeginn zu beobachtende „Rezessionspanik“ hat sich als unbegründet erwiesen und ist zunächst einmal verfliegen. Und das zu Recht, wenn man sich die realen Wachstumsraten im 1. Quartal 2016 anschaut. Von 18 Volkswirtschaften, die ihre reale BIP-Wachstumsrate bereits veröffentlicht haben, weist nur Griechenland eine negative Veränderungsrate (-0,4%) gegenüber dem Vorquartal auf. Sowohl der Mittelwert als auch der Median der Veränderungsrate liegen mit +0,5% auf demselben Niveau, wie es seit 2011 im Durchschnitt der einzelnen Quartale der Fall gewesen ist. Die einzige größere Enttäuschung war das Wirtschaftswachstum in den USA, das mit +0,1% gegen-

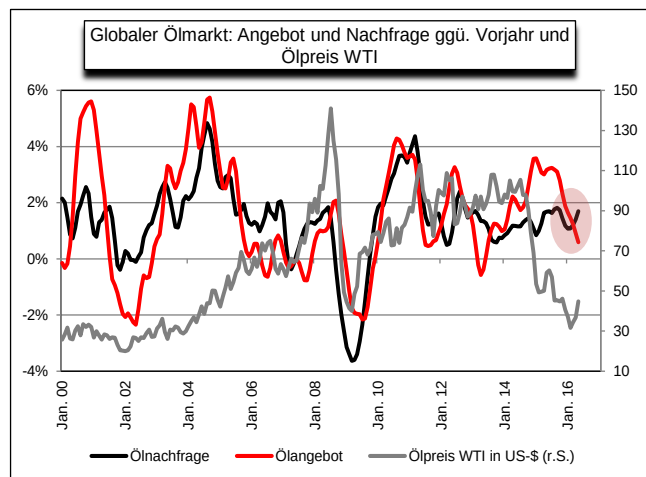
über dem Vorquartal sehr schwach ausfiel. Demgegenüber entwickelte sich das Wirtschaftswachstum in der gesamten Eurozone mit +0,5%, speziell in Spanien (+0,8%), Deutschland (+0,7%) und in Frankreich (+0,5), aber auch in Japan (+0,4%), Malaysia (+1,0%), den Philippinen (+1,1%) oder in Thailand (+0,9%) erfreulich robust. Alles in allem war die konjunkturelle Entwicklung von daher genauso moderat, wie wir es in unserem Ende vergangenen Jahres veröffentlichten Ausblick für 2016 erwartet haben.

Unseres Erachtens nach wird dies auf absehbare Zeit auch so bleiben. Dies signalisieren die wichtigsten globalen Frühindikatoren, wie die der OECD oder die diversen Einkaufsmanagerindizes. Zwar ist der OECD-Frühindikator für die gesamten OECD-Länder zuletzt weiter gesunken, jedoch hat die Abwärtsdynamik nachgelassen. Vor allem in den BRIC-Ländern (die zwar nicht Mitglied der OECD sind, für die es aber dennoch Frühindikatoren gibt) hat sich die Datenlage verbessert. Ähnlich ist die Situation bei den Einkaufsmanagerindizes. Konjunkturelle Höhenflüge für die Weltwirtschaft als Ganzes sind von daher genauso unwahrscheinlich wie ein Abgleiten in die Rezession.



Fraglich ist derzeit, wie nachhaltig die verbesserte Situation in den Schwellenländern ist. Vieles hängt dort von der weiteren Entwicklung der Rohstoffpreise ab. Geholfen hat beispielsweise der Ölpreis, der von seinem Mitte Februar erreichten Tiefpunkt bei rund 25 US-Dollar um fast 80% angestiegen ist. Diese Entwicklung ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das globale Ölangebot erstmals seit dem Sommer 2013 langsamer wächst als die globale Ölnachfrage. Während Länder wie Saudi-Arabien, Russland, der Irak und der Iran weiterhin mehr Öl als je zuvor fördern, hat der Ölpreisrückgang bei den amerikanischen Schieferölproduzenten deutliche Spuren hinterlassen: Hatten die USA bis zum Sommer letzten Jahres zu den größten Ölförderländern aufgeschlossen, ist ihre Produktion seitdem deutlich gesunken. Und dieser Trend hat sich bis zuletzt fortgesetzt – trotz der Erholung des Ölpreises. So ist die Anzahl der aktiven Bohrtürme, der sogenannte „Rig Count“, auf zuletzt 406 Einheiten gesunken; dies ist ein Minus von fast 60% gegenüber dem Vorjahr. Da wir davon ausgehen, dass sich an dieser Tendenz so schnell nichts ändert, wird der Ölpreis unserer Meinung nach nicht wieder

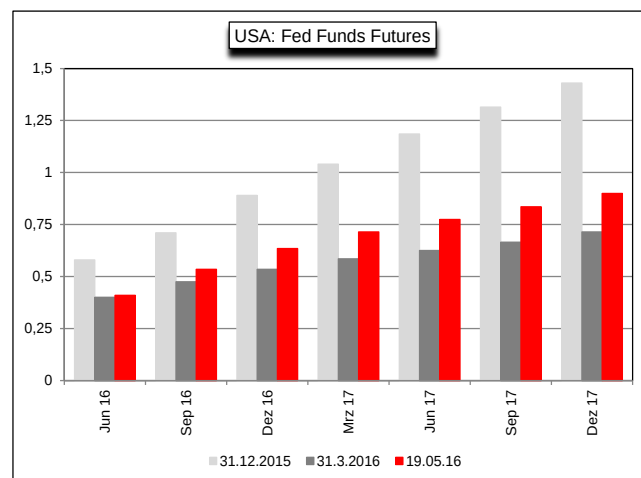
auf unter 30 US-Dollar sinken. Im Gegenteil: Die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Anstiegs im Jahresverlauf ist groß, insbesondere dann, wenn die derzeit noch rekordhohen Lagerbestände abgebaut werden.



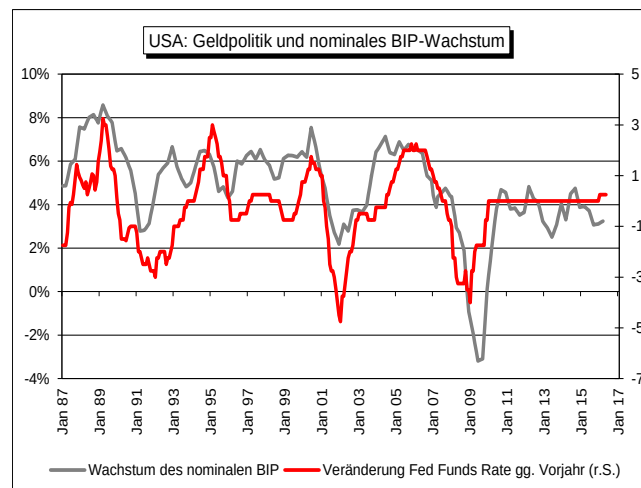
Trotz der besseren Aussichten für die Schwellenländer ist und bleibt das Konjunkturszenario für 2016 unspektakulär. Märkte (und Medien) benötigen aber immer „große“ Themen, mit denen sie sich beschäftigen können. Nachdem die jüngsten US-Konjunkturdaten wieder erfreulicher ausgefallen sind, beschäftigt man sich nun wieder ausgiebig mit der Frage, ob und wann die Federal Reserve die Zinsen anheben wird. Wie sich an den Terminkontrakten auf den US-Leitzins, der sogenannten Fed Funds Target Rate, ablesen lässt, gingen die Marktteilnehmer noch bis vor kurzem davon aus, dass es, wenn überhaupt, maximal eine einzige Zinserhöhung in diesem Jahr geben würde. Nachdem die US-Notenbank in ihrem Protokoll der letzten FOMC-Sitzung davon sprach, dass man schon im Juni die Zinsen erhöhen könne, falls sich die Wirtschaft im 2. Quartal erholt, sich der Arbeitsmarkt weiter verbessere und die Inflationsrate in die Nähe der Zielmarke von 2% tendiere, geht der Markt nun mit einer Wahrscheinlichkeit von 34% davon aus, dass es schon auf der FOMC-Sitzung am 14. und 15. Juni zu einer Zinserhöhung kommen wird (vor einem Monat lag die Wahrscheinlichkeit dagegen nur bei 1%). Für die Sitzung am 26. und 27. Juli geht nun eine Mehrheit von 56% der Marktteilnehmer von einem Zinsschritt aus (gegenüber 20% vor einem Monat). Bis zur Dezember-Sitzung erhöht sich die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung dann auf 80% (gegenüber 41% vor einem Monat).

Insbesondere an den Aktienmärkten hat die veränderte Zinseinschätzung Spuren hinterlassen. So reagierten die meisten Aktienindizes rund um den Globus in den vergangenen Tagen mit Kursabschlägen auf das veränderte Zinsszenario. Aus volkswirtschaftlicher Sicht sollte man diese Entwicklung aber nicht dramatisieren. Dass eine Notenbank die Zinsen bei besseren Wachstums- und höheren Inflationsraten anheben könnte, ist ein absoluter „no brainer“. Zudem sollte man nicht vergessen, dass die US-Notenbank erst im März ihre Einschätzung von vier möglichen Zinserhöhungen in diesem Jahr auf zwei reduziert hat. Von daher dürfte es ihr auch in erster Linie darum gehen, die Markterwartungen, die selbst jetzt immer noch nur eine

Zinserhöhung einpreisen, stärker in Einklang mit ihrer eigenen Sichtweise zu bringen.

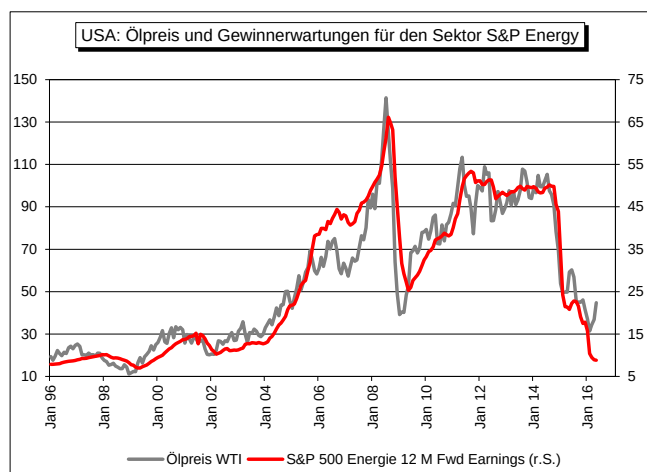


Mehr als zwei Zinserhöhungen dürfte es in diesem Jahr jedoch nicht geben, und auch der Juni-Termin ist noch alles andere als gesetzt. Denn zum einen kommt es eine Woche nach der FOMC-Sitzung zu der „Brexit“-Abstimmung in Großbritannien und das bisherige Agieren von Fed-Präsidentin Yellen spricht dafür, dass die Fed sich im Vorfeld eher vorsichtig verhalten und die Zinsen nicht anheben wird. Zum anderen ist nicht klar, ob bis Mitte Juni schon genügend Daten verfügbar sind, die eine Zinserhöhung vertretbar erscheinen lassen. Denn selbst wenn sich die Wirtschaft im 2. Quartal erholt – das GDPNow-Modell der regionalen Fed von Atlanta prognostiziert derzeit für Q2 ein Wachstum von annualisiert 2,5% – wird das reale US-BIP in diesem Jahr nur um knapp 2% wachsen. Das sind keine Rahmenbedingungen, die zwangsläufig für eine restriktivere Geldpolitik sprechen.



Von daher halten wir die jüngsten Sorgen vor einer ausgeprägteren geldpolitischen Wende in den USA, die den Aktienmärkten derzeit zu schaffen machen, für überzogen. Ob sich die im Mai unterbrochene Erholung an den Börsen fortsetzt, wird vor allem von den Unternehmensgewinnen abhängen. Denn deren Entwicklung ist zumindest mittel- bis langfristig der wohl wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Kurse börsennotierter Unternehmen. Dass sich die

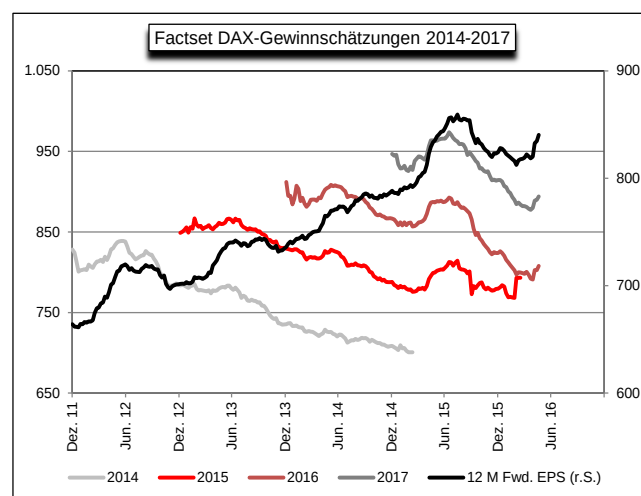
Weltleitbörse, der US-amerikanische S&P 500, seit gut einem Jahr seitwärts bewegt und die Marke von 2.000 Punkten bislang nicht nachhaltig überwinden konnte, hat sehr viel damit zu tun, dass die Unternehmensgewinne seitdem auf der Stelle treten. Der Blick auf die Gewinnerwartungen des Jahres 2016 verheißt zunächst wenig Gutes. Nach der Stagnation im vergangenen Jahr wird für 2016 ein Plus von knapp 2% erwartet. Dabei sind die Gewinne im ersten Quartal um gut 6% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Für Q2 wird ein weiterer Rückgang von knapp 6% erwartet, ehe dann im 2. Halbjahr die Gewinne wieder ansteigen sollen (Q3: +3%, Q4: +5%, Quelle: Factset). Eine Schlüsselrolle kommt dabei dem Energiesektor zu. Der kollabierende Ölpreis hat die Gewinne der Ölunternehmen bis zum 1. Quartal 2016 komplett aufgezehrt. Klammert man den Sektor jedoch aus der Betrachtung aus, kommt man zu dem Ergebnis, dass die Unternehmensgewinne in den übrigen neun Branchen im letzten Jahr um knapp 7% zugelegt haben und 2016 um knapp 5% ansteigen sollen.



Allerdings hat sich die Erholung des Ölpreises bislang noch nicht positiv auf die Gewinnprognosen der Unternehmensanalysten ausgewirkt. Sowohl für Q2 als auch für Q3 wurden die Ertragserwartungen bis zuletzt Woche für Woche weiter nach unten revidiert, und auch für die kommenden 12 Monate wird bislang keine Verbesserung der Gewinnaussichten unterstellt. Dabei hat die Berichtssaison für das 1. Quartal 2016 unsere Vermutung bestätigt, dass die Prognosen der Analysten für die Ölunternehmen zu skeptisch sind, denn die tatsächlichen Verluste waren deutlich geringer als noch Ende April vermutet wurde. Unterstellt man, dass die Gewinnerwartungen auch für die nächsten Quartale zu pessimistisch sind, reduziert sich auch die hohe Bewertung des S&P 500 etwas. Denn mit einem KGV von 16,5 (auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Gewinne) ist der US-Aktienmarkt sehr teuer, wobei der Sektor Energie mit einem KGV von fast 72 (!) der mit Abstand am höchsten bewertete Sektor ist. Ohne die Energiewerte würde sich das KGV auf 16,0 und somit zumindest etwas ermäßigen. Aber nicht nur die höheren Ölpreise und die stabileren Frühindikatoren erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass die Gewinnerwartungen mittlerweile zu pessimistisch geworden sind. Auch der US-Dollar gehört zu den Faktoren, der

bei den US-Unternehmen zu einem geringeren Gegenwind bei den zukünftigen Ergebnissen führen wird. Denn im Unterschied zum Vorjahr, als der Greenback im Frühjahr und in den Sommermonaten um 20% teurer gegenüber dem Vorjahr war und damit die Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrieunternehmen nachhaltig verschlechterte, befindet sich der handelsgewichtete US-Dollar im Moment auf demselben Niveau wie vor 12 Monaten. Da wir nicht davon ausgehen, dass der Dollar in der nächsten Zeit wesentlich stärker werden wird (unsere Jahresendprognose gegenüber dem Euro beläuft sich unverändert auf 1,10 EUR/USD), könnte die Währung den Gewinnen der Unternehmen vielleicht sogar leichten Rückenwind verschaffen. Sollte sich diese Einschätzung bestätigen, wäre dies ein positives Signal für die weitere Kursentwicklung und könnte dazu beitragen, dass der S&P 500 endlich aus seiner Seitwärtsbewegung nach oben ausbricht – und andere Indizes, wie beispielsweise den DAX, mit nach oben zieht.

Auch bei den DAX-Unternehmen gibt es derzeit einige positive Signale hinsichtlich der Gewinnentwicklung. Nachdem die Berichtssaison für das erste Quartal ordentlich ausgefallen ist, scheinen die Gewinnerwartungen einen Boden gefunden zu haben. Sowohl bei den Konsensprognosen von Factset als auch bei denen von I/B/E/S hat es zuletzt Verbesserungen gegeben. Sollte sich diese Tendenz bestätigen, dürfte sich die derzeit verbreitete Skepsis gegenüber Aktien als genauso falsch erweisen wie die Euphorie im Frühjahr und Sommer 2015. So errechnet sich mit den derzeitigen Gewinnerwartungen unter der Annahme eines Bewertungsmultiplikators von 12,5 (aktuell: 11,9) ein DAX-Ziel zum Jahresende von knapp 11.200 Punkten. Geht man davon aus, dass die Ertragsprognosen – wie schon häufig in der Vergangenheit – zu optimistisch sind und noch etwas nach unten korrigiert werden müssen, lässt sich ein Kursziel von 10.850 Punkten ableiten. Kommt es also in den nächsten Monaten zu keiner Rezession – und davon gehen wir aus – ist die derzeitige Unsicherheit an den Aktienmärkten eine klare Einstiegsgelegenheit.

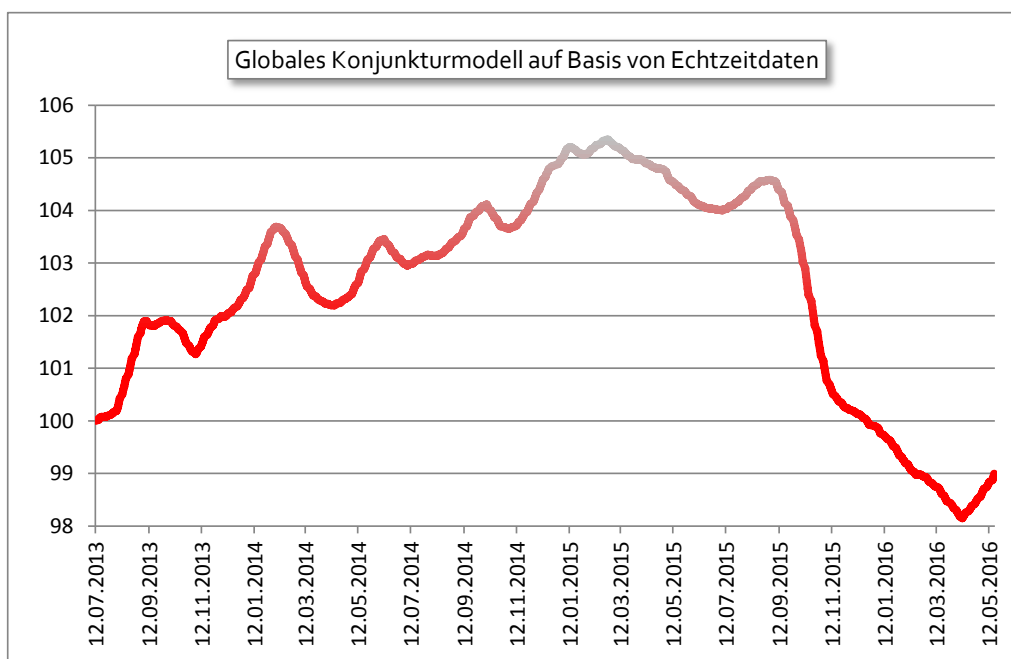


Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. Mai 2016

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	50,5	50,7	51,8	51,5		23. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,0	55,3	55,1	54,5	54,7		23. Mai
D: ZEW Konjunkturerwartungen	10,2	1	4,3	11,2	12,0		24. Mai
D: GfK Konsumklima	9,4	9,4	9,5	9,4	9,7	9,8	25. Mai
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	107,3	105,7	106,7	106,6	106,8		25. Mai
D: Importpreise, m/m	-1,5%	-0,6%	0,7%	0,3%			26. Mai
D: Importpreise, y/y	-3,8%	-5,7%	-5,9%	-6,2%			26. Mai
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,1%	0,2%	-1,4%	0,5%			26. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	51,2	51,6	51,7	51,3		23. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,6	53,3	53,1	53,1	53,5		23. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,3	-8,8	-9,7	-9,3	-8,5		23. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wendepunkt bei globalen Konjunkturdaten?



Es gibt viele Möglichkeiten, sich ein aktuelles Bild über die konjunkturelle Entwicklung zu machen. Die Standardlösung besteht nicht selten darin, den OECD-Frühindikator für diesen Zweck zu verwenden; eine Alternative bestünde beispielsweise darin, den globalen Geschäftsklimaindex vom Ifo-Institut zu verwenden. Der Nachteil dieser Vorgehensweise liegt jedoch darin, dass diese Indikatoren im Nachhinein oftmals deutlich revidiert werden, und vor allem nur monatlich oder auch nur einmal pro Quartal verfügbar sind. Zudem ist für einen Außenstehenden nicht immer vollkommen transparent, wie solche Indikatoren berechnet werden, so dass auch die Interpretation der Daten zuweilen schwerfällt. Aus diesem Grund haben wir vor einigen Jahren eigene Indikatoren entwickelt, die auf einer Vielzahl global konjunkturrelevanter In-

formationen beruhen. Dieser Indikator kann täglich neu berechnet werden, da jeden Tag ein Teil der verwendeten Zeitreihen neue Datenveröffentlichungen aufweist. Durch die hohe Anzahl der verwendeten Datensätze neigt ein solcher Indikator zudem nicht so sehr zu erratischen Schwankungen wie Einzelindikatoren, so dass Trendwenden etwas frühzeitiger und mit einer höheren Verlässlichkeit erkannt werden können. Unser globales Modell weist nun seit einigen Wochen deutliche Verbesserungstendenzen auf, nachdem es zuvor seit Herbst 2015 kontinuierlich gefallen ist. Wir werten dies als sehr belastbaren Hinweis darauf, dass die globale konjunkturelle Schwächephase der letzten Quartale nicht in einer Rezession mündet, auch wenn das Niveau unseres Indikators noch vergleichsweise niedrig ist.

	Stand	Veränderung zum			
	19.05.2016	12.05.2016	18.04.2016	18.02.2016	31.12.2015
Aktienmärkte	17:32	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17352	-2,1%	-3,6%	5,7%	-0,4%
S&P 500	2030	-1,7%	-3,1%	5,8%	-0,7%
Nasdaq	4739	0,0%	-4,5%	5,6%	-5,4%
DAX	9804	-0,6%	-3,1%	3,6%	-8,7%
MDAX	20011	-0,2%	-1,9%	4,6%	-3,7%
TecDAX	1648	1,1%	-0,3%	1,8%	-10,0%
EuroStoxx 50	2925	-0,4%	-4,5%	1,0%	-10,5%
Stoxx 50	2794	0,3%	-3,1%	1,2%	-9,9%
SMI (Swiss Market Index)	7915	0,4%	-1,6%	0,0%	-10,2%
Nikkei 225	16647	0,0%	2,3%	2,8%	-12,5%
Brasilien BOVESPA	49803	-6,5%	-5,8%	20,1%	14,9%
Russland RTS	890	-2,9%	-1,1%	18,2%	17,5%
Indien BSE 30	25400	-1,5%	-1,6%	7,4%	-2,7%
China Shanghai Composite	2807	-1,0%	-7,5%	-1,9%	-20,7%
MSCI Welt (in €)	1641	1,1%	-1,1%	5,2%	-4,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	794	0,1%	-5,0%	5,3%	-2,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,53	-29	5	-149	561
Bobl-Future	131,26	-14	-3	-160	59
Schatz-Future	111,82	-3	-2	-5	30
3 Monats Euribor	-0,26	0	-1	-6	-13
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,28	2	1	5	0
3 Monats \$ Libor	0,64	1	0	2	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,64	12	13	17	0
10-jährige US Treasuries	1,85	8	8	9	-42
10-jährige Bunds	0,17	2	1	-4	-46
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,07	4	4	-9	-32
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	0	11	9	-30
US Treas 10Y Performance	588,66	-1,2%	-1,1%	-0,5%	4,3%
Bund 10Y Performance	609,20	-0,1%	0,0%	0,5%	5,2%
REX Performance Index	483,71	-0,2%	-0,2%	0,2%	2,0%
Hypothekenzinsen USA	3,57	0	-1	-8	-44
IBOXX AA, €	0,79	2	2	-25	-49
IBOXX BBB, €	1,77	3	0	-55	-50
ML US High Yield	7,86	-7	-32	-174	-104
JPM EMBI+, Index	759	-0,5%	0,3%	6,2%	7,7%
Wandelanleihen Exane 25	6726	0,0%	0,3%	3,7%	-3,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	411,13	0,1%	5,1%	11,3%	8,4%
MG Base Metal Index	234,56	-2,3%	-2,4%	2,3%	1,0%
Rohöl Brent	47,13	-0,1%	9,7%	36,0%	29,0%
Gold	1250,66	-1,3%	1,3%	2,7%	17,7%
Silber	17,15	0,2%	5,3%	11,1%	23,8%
Aluminium	1539,25	0,7%	-2,7%	0,7%	2,6%
Kupfer	4623,25	-0,1%	-4,7%	1,0%	-1,8%
Eisenerz	57,50	2,7%	-5,4%	22,9%	31,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	643	11,1%	-2,4%	105,4%	34,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1203	-1,6%	-0,9%	1,1%	2,9%
EUR/ GBP	0,7679	-2,4%	-3,2%	-0,6%	4,2%
EUR/ JPY	123,14	-1,1%	0,7%	-2,4%	-6,1%
EUR/ CHF	1,1084	0,2%	1,5%	0,5%	2,3%
USD/ CNY	6,5440	0,5%	1,0%	0,4%	0,8%
USD/ JPY	110,20	1,1%	1,3%	-2,7%	-8,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.