

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Die US-Wahl wirft ihre Schatten voraus

In den letzten Tagen wiesen die Aktienmärkte in den USA und auch in Europa eine negative Tendenz auf, obwohl viele Fundamentaldaten aktuell einen positiven Eindruck hinterlassen. Der Grund für die temporäre Schwäche hat aber vermutlich auch wenig mit fundamentalen Gründen zu tun, sondern vor allem mit der Entwicklung der Wahlumfragen in den USA. Durch neue Ermittlungen in der sog. „email-Affäre“ hat sich in den nationalen Umfragen die Zustimmung zu Hillary Clinton etwas verschlechtert und liegt im Durchschnitt der Umfragen „nur“ noch bei 45,5%, während Donald Trump trotz diverser Anschuldigungen seit etwa zwei Wochen aufholt und nun bei über 42% liegt. Allerdings kommen nicht alle Umfragen zum gleichen Ergebnis. Es gab in den letzten Wochen durchaus einige Umfragen, die Clinton und Trump bezüglich der Stimmenanteile in etwa auf Augenhöhe sehen. Dazu gehört auch die aktuellste Umfrage, die bis zum 1. November durchgeführt wurde. Allerdings existiert keine Umfrage, die Trump signifikant vor Clinton sieht, so dass nach wie vor die meisten Beobachter von einem Sieg Clintons ausgehen. Kritiker dieser Einschätzung verweisen darauf, dass die Umfragen auch im Fall des Brexit-Referendums mehrheitlich falsch lagen, da sich damals viele Personen in den Umfragen einfach nicht „trauten“, ihre wahre Intention zu benennen, da sie nicht politisch „korrekt“ sein könnte. Das führte in Großbritannien zu dem interessanten Effekt, dass anonyme Online-Umfragen in der Tendenz eine höhere Treffergenauigkeit aufwiesen als persönliche Telefonumfragen. In den USA zeigen unsere Auswertungen aber, dass dort die persönlich durchgeführten Umfragen auf Basis von Telefonaten für Trump ein günstigeres Bild zeigen als die Online-Umfragen, so dass dieser Mechanismus in den USA nicht unbedingt zu greifen scheint.

Letztlich ist es aber auch vergleichsweise unwichtig, ob Trump in den Umfragen ein oder zwei Prozentpunkte gegenüber Clinton gut macht oder nicht, da der US-Präsident gar nicht direkt vom Volk gewählt wird, sondern von Wahlmännern. Und hier liegt nun die Besonderheit des US-Wahlsystems: In den USA gehen bis auf wenige Ausnahmen (Nebraska und Maine) alle Wahlmänner an den Kandidaten, der die relative Mehrheit in dem jeweiligen Staat gewinnt. Damit ist es beispielsweise vollkommen unerheblich, ob Clinton in Kalifornien mit 49% oder mit 99% die Wahl gewinnt – alle Wahlmänner Kaliforniens werden ihre Stimme für Clinton abgeben müssen.

So lassen sich schon jetzt relativ verlässlich Projektionen darüber abgeben, wie die Wahlmänner in den jeweiligen Staaten abstimmen, denn die politischen Verhältnisse sind in vielen US-Staaten einfach zu klar, als dass es Überraschungen geben könnte. Aufgrund dieses Sachverhaltes lassen sich jetzt schon etwa 183 Wahlmännerstimmen mit sehr hoher Sicherheit (um nicht zu sagen mit äußerster Sicherheit) auf Clinton verbuchen. Benötigt werden allerdings 270 Stimmen, um zum Präsident der Vereinigten Staaten gewählt zu werden. Wie realistisch ist es nun für Clinton, auch die noch benötigten 87 Stimmen zu erhalten?

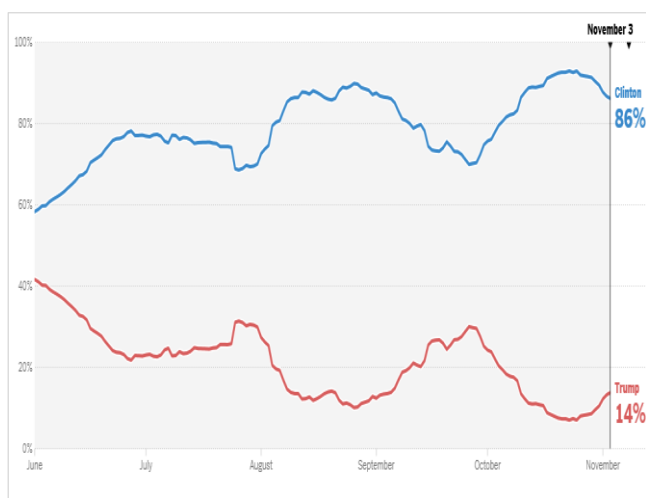
Die aktuellen Umfragen legen nahe, dass Clinton auch mit einer vergleichsweise hohen Wahrscheinlichkeit auf weitere 89 Stimmen zählen kann, wobei die Wahrscheinlichkeit für diese 89 Stimmen bei etwa 80% liegen dürfte, wenn man die vielen verschiedenen Umfragewerte für die jeweiligen Staaten als Grundlage verwendet. Multipliziert man nun die 89 Stimmen mit 0,8 (die Wahrscheinlichkeit für diese Summe an Stimmen liegt bei 80%), ergibt sich ein zu erwartendes Ergebnis von weiteren 71 Stimmen. Damit können für Clinton mit hoher Konfidenz mindestens 254 Stimmen verbucht werden, es fehlen also noch weitere 16 Stimmen für einen knappen Sieg. Hier kommen die Swing-States ins Spiel. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass keine verlässliche Prognose möglich ist. Insgesamt kann man derzeit etwa zehn Staaten zu der Gruppe der Swing-States rechnen. Dazu gehören große Staaten wie North Carolina oder Florida, aber auch unbedeutende Staaten wie Nevada. In der Summe werden hier 109 Mandate vergeben; gewinnt Clinton die Hälfte der Mandate, hätte Clinton die Wahl eindeutig gewonnen. In Wirklichkeit müsste Clinton aber nur 14% der Wahlmännerstimmen dieser Staaten auf sich vereinen, um die Wahl knapp zu gewinnen. Wir halten es für extrem unwahrscheinlich, dass das nicht gelingt.

Untersucht man die Situation genauer und gewichtet die Zahl der Wahlmännerstimmen mit der Wahrscheinlichkeit, mit der Wahlforschungsinstitute einen Sieg für Clinton in diesen Staaten voraussagen (diese Wahrscheinlichkeiten liegen in der Nähe von 50%, aber nicht exakt bei 50%), dann kommen wir in unseren Berechnungen auf 45 weitere Stimmen. In der Summe könnte Clinton dann 299 Stimmen auf sich vereinen. Auf der anderen Seite gibt es nur 157 Wahlmännerstimmen, die mit extrem hoher Wahrscheinlichkeit Trump zugezählt werden können, und weitere 64 Stimmen aus den Swing-States. Damit wäre Trump in dieser Projektion meilenweit von der notwendigen Stimmenzahl von 270 entfernt. Das ist auch der Grund, warum die Prognosen Clinton nach wie vor eine Wahrscheinlichkeit von 86% einräumen, zu gewinnen. Wir halten diese Betrachtung für komplett valide und nachvollziehbar. Trump kann theoretisch überhaupt nur gewinnen, wenn er tatsächlich alle Staaten gewinnt, die im jetzt als „sicher“ zugeschrieben werden, zudem alle Swing-States gewinnt und sogar noch einen weiteren Staat gewinnt, der eher Clinton zugerechnet wird. Wir halten dies für extrem unwahrscheinlich. Natürlich ließe sich argumentieren, dass alle diese Betrachtungen auf Umfragen beruhen, die komplett falsch sind und nicht die Realität widerspiegeln. Das ist aber unrealistisch – natürlich gibt es in jeder Umfrage eine Fehlermarge, aber die Ergebnisse sind in der Summe so eindeutig, dass auch nach Abzug einer gewaltigen Fehlermarge ein Sieg Trumps eher unwahrscheinlich ist.

Das war im Fall des Brexit-Referendums anders. Damals legte eine knappe Mehrheit der Umfragen nahe, dass eine knappe Mehrheit der Briten für einen Verbleib Großbritanniens in der EU stimmen könnte. Allerdings lag ein Brexit zu jedem Zeitpunkt im Bereich des Möglichen, wenn man die Fehlermarge berücksichtigte – darauf hatten die Umfrageinstitute auch immer hingewiesen.

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt man im Übrigen, wenn man die Quoten der Wettanbieter analysiert. Hier lassen die Quoten indirekt darauf schließen, dass einem Sieg Clintons eine extrem hohe Wahrscheinlichkeit eingeräumt wird. Kritiker dieser Betrachtung verweisen allerdings gerne darauf, dass die Wettanbieter im Fall des Brexit komplett falsch lagen, allerdings sind die Wettquoten in den USA derzeit noch eindeutiger als die Wettquoten in Großbritannien kurz vor dem Brexit. Wie man es auch dreht und wendet – bei einer umfassenden Würdigung der derzeitigen Datenlage muss die Arbeitshypothese lauten, dass Clinton gewinnt. Alles andere wäre eine kaum zu fassende Überraschung.

Abb.: Entwicklung der Wahrscheinlichkeit eines Sieges für Clinton und Trump auf Basis der Umfragen und der Besonderheiten des Wahlsystems



Quelle: New York Times

Das Risiko besteht selbstverständlich darin, dass man sich zu sehr in Sicherheit wiegt und dementsprechend keine Gedanken darüber macht, was passieren könnte, wenn das Unvorstellbare eintritt. Schließlich spricht die Wahrscheinlichkeitsrechnung zwar eine eindeutige Sprache, aber eine 14-prozentige Wahrscheinlichkeit eines Trump-Sieges liegt eben doch über als null Prozent. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass Thomas Müller, Mesut Özil und Bastian Schweinsteiger beim Elfmeterschießen gegen Italien versagen, hätte man bei nur knapp über null Prozent verortet, und trotzdem ist genau das bei der EM passiert.

Wie also sähe eine Welt aus, in der Trump der nächste US-Präsident wäre? Zunächst kann festgestellt werden, dass Märkte vor allem Unsicherheiten nicht mögen – Trump würde aber genau diese Unsicherheit verkörpern. Das Verhalten und Agieren eines Präsidenten Trump wäre vermutlich in sehr vielen Politikfeldern so gut wie unberechenbar, und wahrscheinlich wüsste Trump in vielen Fällen selbst nicht, wie er zu agieren hätte. Dementsprechend chaotisch könnte sich eine solche Präsidentschaft entwickeln, inklusive möglicher diplomatischer Verwerfungen und eines beachtlichen Ansehensverlustes der USA im Rest der Welt. Die politische Kultur würde in den USA vermutlich noch mehr leiden als dies schon ohnehin der Fall ist, und die Welt würde vermutlich noch ein wenig komplexer und unsicherer als schon bisher. Leider ist es schwer, sehr kon-

krete wirtschaftspolitische Aussagen zu treffen, denn die intellektuelle Präzision des Wahlprogramms von Trump hält sich in Grenzen. Fest steht aber, dass Trump nicht unbedingt ein Freund des freien Handels ist. So wäre zu erwarten, dass im Falle eines Wahlsieges die nordamerikanische Freihandelszone (NAFTA) dem Ende entgegen gehen würde, und auch die asiatische Freihandelszone stünde zur Disposition. Selbst der Handel mit China würde vermutlich mit neuen Strafzöllen behindert und deutlich eingeschränkt werden. Protektionistische Gedanken ziehen sich wie ein roter Faden durch die Reden Trumps, und der Strukturwandel würde eher gebremst als beschleunigt. Zudem präferiert Trump eine massive Zurückführung der Staatsquote, die allerdings schon ohnehin vergleichsweise gering ist. In der Summe tut man sich schwer, daraus eine positive Wirtschaftsprognose abzuleiten.

Bei Moodys hat man vor einigen Wochen versucht, einige Eckdaten des Wirtschaftsprogramms Trumps in deren US-Wirtschaftsmodell „einzubauen“ und dann eine Projektion für das zu erwartende BIP-Wachstum zu erstellen. Das Ergebnis ist ernüchternd. So geht man davon aus, dass nach einem anfänglichen Strohfeuer (bedingt durch Infrastrukturinvestitionen) der mittelfristige Pfad des Bruttoinlandsproduktes unterhalb des Pfades verlaufen würde, der sich bei Fortsetzung der aktuellen Politik ergäbe.

Dementsprechend ist es kein Wunder, dass Aktienmärkte empfindlich auf Änderungen der Umfrageergebnisse reagieren und sofort schlechtere Wirtschaftsaussichten in dem Moment einpreisen, in dem die Ergebnisse für Trump (wenn auch auf niedrigem Niveau) einen leichten Aufwärtstrend aufweisen. Allerdings sollte man nicht erwarten, dass eine Präsidentschaft Trumps für viele Jahre in Folge zu einem Desaster für Aktienmärkte werden könnte.

Vielmehr hat sich in den letzten Jahren immer wieder der Spruch bewahrheitet, wonach politische Börsen kurze Beine haben. Das war vor einigen Jahren im Falle des sog. Fiscal Cliffs in den USA der Fall, aber auch im Kontext der Grexit-Diskussionen und des Brexit-Referendums. In jedem Fall gab es heftigste Reaktionen der Märkte, die aber nicht von Dauer waren. Oftmals war man gut beraten, fallende Kurse eher zum Kaufen als zum Verkaufen zu nutzen. Das dürfte auch für den Fall gelten, dass Trump tatsächlich und unerwartet Präsident wird.

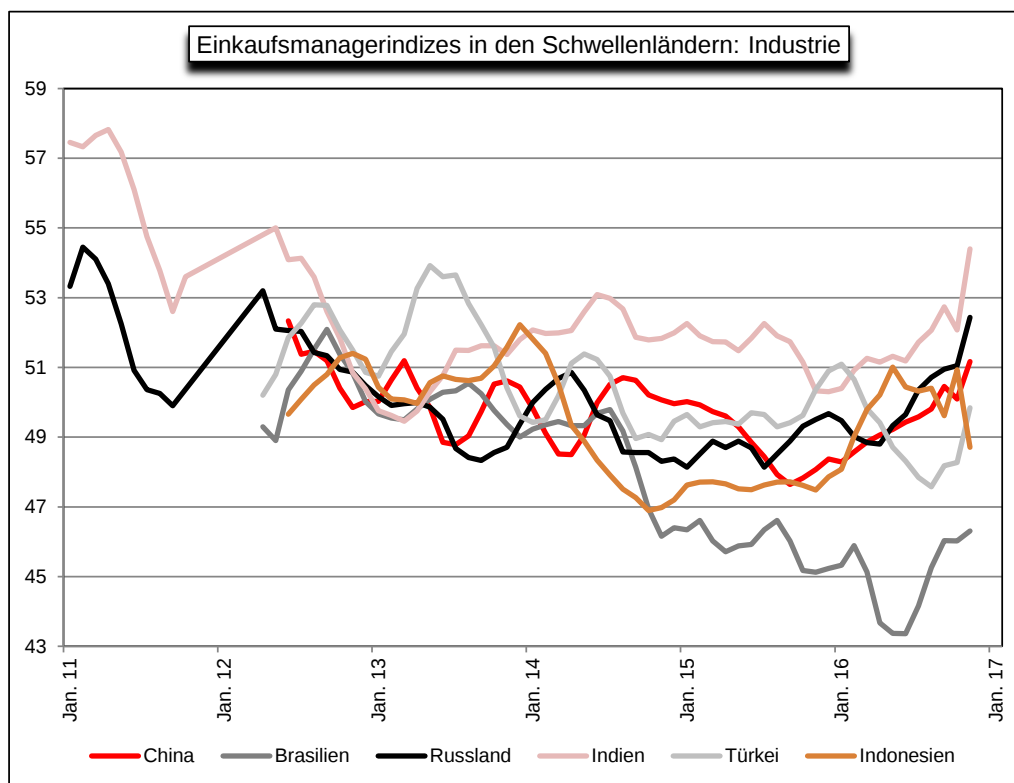
Doch ließe sich aus einem Sieg Clintons im umgekehrten Sinn auch eine (kurzfristige) Rallye am Aktienmarkt ableiten? Wir sind uns nicht sicher. Vermutlich käme es zu einer Erleichterung, und diese Erleichterung dürfte auch für einige Tage die Märkte positiv stimmen. Für einen nachhaltigen positiven Trend allein aufgrund eines Wahlsieges von Clinton gibt es aber keine guten Gründe. Zwar könnte es sein, dass im Kontext der jetzt stattfindenden Wahl die Demokraten den Senat zurück erobern und somit die Schlagkraft einer demokratischen Präsidentschaft erhöhen. Trotzdem bleibt der fade Beigeschmack, dass es die Amerikaner fertiggebracht haben, ausgerechnet in einem basisdemokratisch geprägten Prozess zwei Kandidaten zu küren, die beide – jeder auf seine Art – sehr problematisch erscheinen. Für die größte Volkswirtschaft der Welt ist das kein Ruhmesblatt.

### Wochenausblick für die Zeit vom 7. November bis 11. November 2016

|                                   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Okt  | Nov | Veröffentlichung |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-----|------------------|
| D: Auftragseingänge, m/m          | -0,3% | 0,3%  | 1,0%  | 0,2%  |      |     | 7. November      |
| D: Auftragseingänge, y/y          | -2,8% | -0,5% | 2,4%  | 3,6%  |      |     | 7. November      |
| D: Industrieproduktion, m/m       | 1,2%  | -1,5% | 2,5%  | 0,2%  |      |     | 8. November      |
| D: Industrieproduktion, y/y       | 0,8%  | -1,2% | 2,0%  | 2,7%  |      |     | 8. November      |
| D: Exporte, m/m                   | -0,1% | -1,4% | 3,4%  | 0,2%  |      |     | 8. November      |
| D: Exporte, y/y                   | -0,9% | -4,7% | 4,4%  | 1,8%  |      |     | 8. November      |
| D: Importe, m/m                   | 0,6%  | 0,0%  | 1,9%  | 0,1%  |      |     | 8. November      |
| D: Importe, y/y                   | -1,0% | -2,8% | 1,7%  | -0,9% |      |     | 8. November      |
| D: Konsumentenpreise, m/m - final | 0,1%  | 0,3%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,2% |     | 11. November     |
| D: Konsumentenpreise, y/y - final | 0,3%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,7%  | 0,8% |     | 11. November     |
| E-19: Sentix                      | 9,9   | 1,7   | 4,3   | 5,6   | 8,5  | 9,0 | 7. November      |
| E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m   | 0,0%  | 0,3%  | -0,1% | 0,1%  |      |     | 7. November      |

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Einkaufsmanager werden optimistischer – Wachstum beschleunigt sich



Positive Nachrichten für die globale Konjunktorentwicklung: Die Einkaufsmanagerindizes, die sehr zeitnah konjunkturelle Trends widerspiegeln und die von daher einen guten Ruf als konjunkturelle Frühindikatoren haben, konnten sich im Oktober weiter verbessern. Der globale Index erreichte mit 52,0 Punkten das höchste Niveau der letzten zwei Jahre. Werte über 50 Punkten signalisieren ein Wachstum der Industrie, während bei Werten unter 50 Punkten von einem Rückgang ausgegangen werden muss. Vor allem in den vier großen Schwellenländern, den so genannten BRICs, verbessern sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Hiervon profitieren derzeit schon die deutschen Exporteure, deren Ausfuhren in

diese Länder wieder anziehen. Von daher überrascht es nicht, dass es auch in den meisten Industrieländern wieder aufwärts geht. In der Eurozone war die Stimmung zuletzt Anfang 2014 ähnlich gut wie derzeit. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, könnte die Weltwirtschaft im nächsten Jahr das erste Mal seit langem wieder positiv beim Wachstum überraschen. Doch noch gibt es einige Hürden zu überwinden, die vor allem politischer Natur sind. Hierzu gehören die US-Präsidentschaftswahl am 8. November, aber auch das italienische Verfassungsreferendum Anfang Dezember, die Präsidentschaftswahl in Frankreich (Stichwahl Anfang Mai 2017) und nicht zuletzt die Bundestagswahl im September 2017.

|                                | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|
|                                | 03.11.2016<br>17:13 | 27.10.2016<br>-1 Woche | 30.09.2016<br>-1 Monat | 02.08.2016<br>-3 Monate | 31.12.2015<br>YTD |
| <b>Aktienmärkte</b>            |                     |                        |                        |                         |                   |
| Dow Jones                      | 17975               | -1,1%                  | -1,8%                  | -1,9%                   | 3,2%              |
| S&P 500                        | 2099                | -1,6%                  | -3,2%                  | -2,7%                   | 2,7%              |
| Nasdaq                         | 5106                | -2,1%                  | -3,9%                  | -0,6%                   | 2,0%              |
| DAX                            | 10344               | -3,5%                  | -1,6%                  | 2,0%                    | -3,7%             |
| MDAX                           | 20699               | -2,5%                  | -4,1%                  | -0,9%                   | -0,4%             |
| TecDAX                         | 1705                | -2,1%                  | -5,4%                  | 0,6%                    | -6,9%             |
| EuroStoxx 50                   | 2982                | -3,4%                  | -0,7%                  | 2,6%                    | -8,8%             |
| Stoxx 50                       | 2756                | -3,3%                  | -3,1%                  | -2,1%                   | -11,1%            |
| SMI (Swiss Market Index)       | 7656                | -3,4%                  | -5,9%                  | -4,4%                   | -13,2%            |
| FTSE 100                       | 6813                | -2,5%                  | -1,3%                  | 2,5%                    | 9,1%              |
| Nikkei 225                     | 17135               | -1,2%                  | 4,2%                   | 4,5%                    | -10,0%            |
| Brasilien BOVESPA              | 62779               | -2,3%                  | 7,6%                   | 11,8%                   | 44,8%             |
| Russland RTS                   | 971                 | -2,2%                  | -2,0%                  | 7,5%                    | 28,3%             |
| Indien BSE 30                  | 27430               | -1,7%                  | -1,6%                  | -2,0%                   | 5,0%              |
| China Shanghai Composite       | 3129                | 0,5%                   | 4,1%                   | 5,3%                    | -11,6%            |
| MSCI Welt (in €)               | 1673                | -2,8%                  | -2,5%                  | -1,1%                   | -1,3%             |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 890                 | -3,1%                  | -0,9%                  | 2,4%                    | 10,0%             |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                   |
| Bund-Future                    | 162,08              | 11                     | -362                   | -451                    | 416               |
| Bobl-Future                    | 131,12              | 1                      | -97                    | -223                    | 45                |
| Schatz-Future                  | 112,00              | 1                      | -14                    | 4                       | 48                |
| 3 Monats Euribor               | -0,31               | 0                      | -1                     | -2                      | -18               |
| 3M Euribor Future, Dez 2016    | -0,30               | 1                      | 0                      | 2                       | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 0,88                | -1                     | 2                      | 11                      | 26                |
| Fed Funds Future, Dez 2016     | 0,50                | -1                     | 1                      | 5                       | 0                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 1,82                | -3                     | 21                     | 28                      | -45               |
| 10-jährige Bunds               | 0,17                | 7                      | 36                     | 25                      | -47               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | -0,01               | 5                      | 7                      | 5                       | -26               |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,34               | 5                      | 23                     | 18                      | -26               |
| US Treas 10Y Performance       | 597,16              | 0,4%                   | -1,4%                  | -1,9%                   | 5,8%              |
| Bund 10Y Performance           | 615,95              | 0,4%                   | -2,2%                  | -1,3%                   | 6,4%              |
| REX Performance Index          | 485,36              | -0,1%                  | -1,3%                  | -1,0%                   | 2,3%              |
| IBOXX AA, €                    | 0,55                | -3                     | 17                     | 12                      | -74               |
| IBOXX BBB, €                   | 1,40                | 0                      | 15                     | 11                      | -87               |
| ML US High Yield               | 6,78                | 33                     | 19                     | -42                     | -212              |
| JPM EMBI+, Index               | 796                 | -0,8%                  | -2,4%                  | -0,2%                   | 12,9%             |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6699                | 0,0%                   | -1,1%                  | -0,2%                   | -3,7%             |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                   |
| CRB Index                      | 422,81              | -0,4%                  | 1,0%                   | 1,5%                    | 11,5%             |
| MG Base Metal Index            | 264,84              | 1,7%                   | 1,8%                   | 3,1%                    | 14,0%             |
| Rohöl Brent                    | 46,66               | -7,9%                  | -4,7%                  | 10,9%                   | 30,7%             |
| Gold                           | 1298,57             | 2,4%                   | -1,7%                  | -5,0%                   | 22,2%             |
| Silber                         | 18,67               | 5,8%                   | -3,5%                  | -9,8%                   | 34,8%             |
| Aluminium                      | 1723,50             | 1,6%                   | 3,5%                   | 6,7%                    | 14,9%             |
| Kupfer                         | 4906,25             | 2,6%                   | 1,2%                   | 0,5%                    | 4,3%              |
| Eisenerz                       | 66,50               | 5,6%                   | 16,7%                  | 9,0%                    | 51,8%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 834                 | 4,5%                   | -4,7%                  | 29,3%                   | 74,5%             |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                   |
| EUR/ USD                       | 1,1094              | 1,5%                   | -0,6%                  | -0,9%                   | 1,9%              |
| EUR/ GBP                       | 0,8908              | -0,7%                  | 3,0%                   | 5,7%                    | 20,9%             |
| EUR/ JPY                       | 114,33              | -0,1%                  | 1,1%                   | 0,5%                    | -12,8%            |
| EUR/ CHF                       | 1,0810              | -0,3%                  | -0,6%                  | 0,0%                    | -0,2%             |
| USD/ CNY                       | 6,7612              | -0,3%                  | 1,3%                   | 2,0%                    | 4,1%              |
| USD/ JPY                       | 103,31              | -1,9%                  | 1,9%                   | 2,4%                    | -14,1%            |
| USD/ GBP                       | 0,8033              | -2,2%                  | 4,4%                   | 7,0%                    | 18,4%             |

|                           |                  |                            |
|---------------------------|------------------|----------------------------|
| 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.