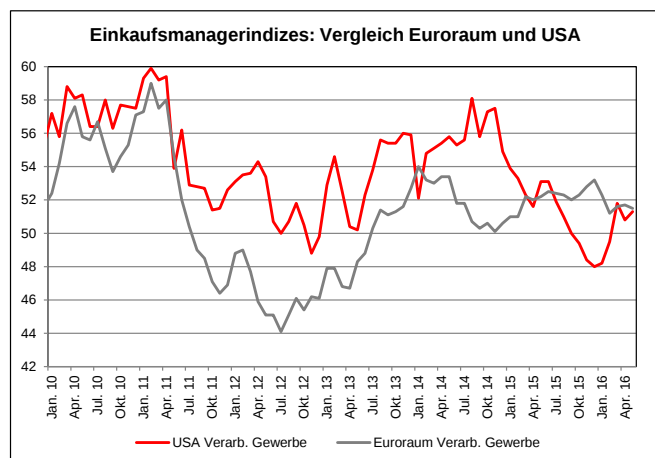


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Dollar: Leichte Aufwertung erst mit dem zweiten Zinsschritt der US-Notenbank

Vor rund einem Jahr prognostizierte die US-Investmentbank Goldman Sachs für das Jahresende 2016 einen Wechselkurs von 0,85 EUR/USD; damals näherte sich der US-Dollar mit einem Kurs von 1,04 EUR/USD in großen Schritten der Parität zum Euro. Doch entgegen fast allen Prognosen und trotz zusätzlicher expansiver Maßnahmen der Europäischen Zentralbank erholte sich der Euro in der Folge und erreichte aktuell wieder einen Wert 1,13 EUR/USD.

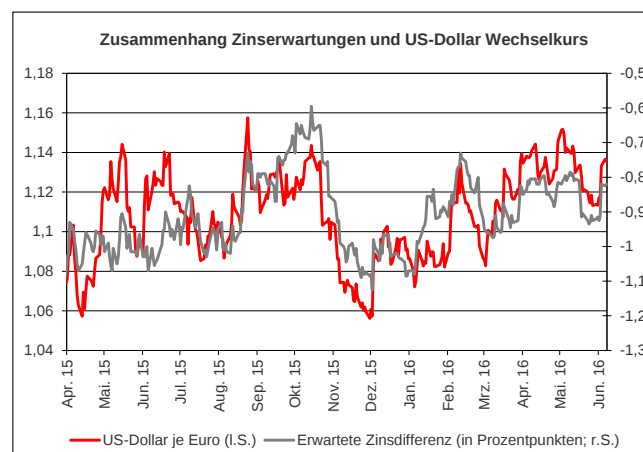
Diese für viele überraschende Entwicklung liegt fast einzig und allein in der US-Wirtschaft begründet. Denn entgegen den damaligen sehr positiv beurteilten Aussichten fing der US-Konjunkturmotor im Sommer 2015 merklich an zu stottern. Die Stimmung unter den US-Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe trübte sich beispielsweise deutlich ein. Das Umfrageergebnis unter den Einkaufsmanagern unterschritt die Marke von 50 Punkten und signalisierte damit, dass mehr Manager einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität ihres Unternehmens erwarteten als eine Zunahme. Gleichzeitig hielt sich die Laune unter den europäischen Firmen relativ konstant auf einem Niveau über der 50-Punkte-Marke.



Mit dafür verantwortlich war der überraschend starke Rückgang der Rohölpreise, was nicht nur die zuvor boomende Fracking-Industrie, sondern auch die vielen direkten und indirekten Zulieferer traf. Auch die Inflationserwartungen wurden durch die insgesamt niedrigen Rohstoffpreise gedämpft, sodass sich die Erwartungen an mögliche Leitzinsanhebungen wieder verringerten. Damit einhergehend gingen die Erwartungen, wie schnell die US-Notenbank die Zinsen anheben würde, merklich zurück, sodass der US-Dollar als Anlageziel für Investoren weniger attraktiv wurde. So spielt die Differenz in den Zinserwartungen des Marktes zwischen dem Euroraum und den USA eine wesentliche Rolle für die Entwicklung des Wechselkurses.

Die Beantwortung der Frage, wohin sich der US-Dollar in den kommenden Monaten bewegen wird, ist insofern enger mit dem konjunkturellen Pfad der US-Wirtschaft als mit dem des Euroraums verbunden. Denn auf Sicht der nächs-

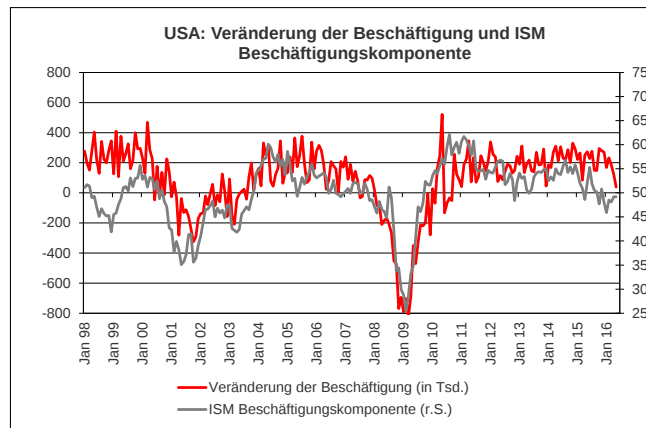
ten zwei, vermutlich sogar eher drei Jahre sind fast unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum kaum Leitzinsänderungen zu erwarten. Noch tiefere negative Einlagenzinsen sind unseres Erachtens unwahrscheinlich, weil sie den Bankensektor noch weiter schwächen würden, was die EZB nicht riskieren sollte und entsprechend der jüngsten Aussagen ihrer Ratsmitglieder auch nicht will. Zudem sind die von der EZB ins Spiel gebrachten Deflationsgefahren mit der deutlichen Erholung des Ölpreises verschwunden. Bleibt der Ölpreis auf seinem gegenwärtigen Niveau, wird die Inflationsrate in der Eurozone Anfang des nächsten Jahres deutlich ansteigen. Höhere Leitzinsen sind dennoch nicht zu erwarten, weil die Inflation selbst nach den zumeist zu optimistischen Prognosen der EZB vor dem Jahr 2019 nicht (dauerhaft) das Zielniveau von knapp unter 2% erreichen wird.



Die aktuelle konjunkturelle Situation in den Vereinigten Staaten birgt dabei reichlich Unsicherheiten. Denn das Stimmungstief in der US-Industrie scheint noch nicht endgültig überwunden zu sein. So signalisieren die regionalen Frühindikatoren das Risiko eines erneuten Rückschlags in der Industrieproduktion im Sommer. Vor allem der nachlassende Stellenaufbau der Unternehmen bereitet derzeit Sorgen. Wenn es wie im Mai nur eine Zahl von 38.000 Neubeschäftigten gibt und gleichzeitig die Lohnsteigerungsraten zurückgehen, fehlt der US-Wirtschaft der wichtige Nachfrageimpuls von den Konsumenten aus dem Inland. Darüber hinaus leidet die investitionsintensive Ölförderbranche nach wie vor unter dem niedrigen Ölpreis, was ebenfalls das Wachstum dämpft.

Auf der anderen Seite sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit einer nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik und einer unterstützenden Fiskalpolitik noch so günstig, dass eine größere konjunkturelle Delle unwahrscheinlich ist. Stützend sollte die Entlastung der Verbraucher über die niedrigeren Energiepreisen wirken, da die eingesparten Gelder für zusätzlichen Konsum zur Verfügung stehen. Hoffnung bereitet zudem, dass sich das Geldmengenwachstum ($M1$ = Bargeld und Sichtguthaben auf Konten), das ein wichtiger Frühindikator der wirtschaftlichen Entwicklung ist, seit dem Tief von Anfang Februar mit einer Jahreswachstumsrate von 2,5% wieder auf zuletzt 8,9% mit

weiter steigender Tendenz erholt hat. In der Vergangenheit folgte darauf in vielen Fällen ein Anstieg der Investitionstätigkeit. Vor allem im Immobiliensektor gibt es noch Spielraum für weiteres Wachstum. Die Bautätigkeit ist gemessen an der Entwicklung der Beschäftigung bisher zu schwach ausgeprägt.



Insofern ist unser Hauptszenario, dass es in der zweiten Jahreshälfte zu einer Wiederbelebung der US-Wirtschaft kommt, in deren Folge Zinsanhebungen durch die Federal Reserve wieder wahrscheinlicher werden und der US-Dollar gegenüber dem Euro aufwertet. Für den Anleger kann es jedoch sinnvoll sein, mit zusätzlichen US-Dollar Engagements noch etwas abzuwarten, bis es deutlichere Hinweise auf die Richtung der US-Konjunktur gibt. Denn das Sentiment ist derzeit eher pro Euro ausgerichtet. So empfehlen aktuell fünf von sechs Modellen des MMW-Overlay-Modells, auf den Euro statt auf den US-Dollar zu setzen. Da es sich hierbei jedoch um kurzfristige Modelle handelt, kann das Signal bei besseren US-Daten schnell wieder umspringen. Das einzige Modell, das für den US-Dollar votiert, basiert auf langfristigen Konjunkturentwicklungen.

Ein weiteres Risiko für den Wechselkurs stellt die Abstimmung über einen Austritt Großbritanniens aus der EU dar. Sollte die Mehrheit der britischen Bevölkerung gegen die Mitgliedschaft in der EU votieren, würde vermutlich Kapital nicht nur aus Großbritannien, sondern auch aus dem Euroraum abfließen. Vor allem dürften Anleger zunächst beobachten, ob es zu weiteren Fliehkräften in der EU käme und wie sich die wirtschaftspolitische Ausrichtung innerhalb der EU verschiebt. Unklar ist jedoch, ob bei einer stark zunehmenden Risikoaversion nicht sogar der Euro davon profitieren würde, dass Carry Trades (in Niedrigzinswährungen kreditfinanzierte Spekulationen auf höher verzinsten Devisen) aufgelöst werden müssten. Dann könnte der Euro sogar gegenüber dem US-Dollar an Wert gewinnen, weil die noch niedrigeren Zinsen in Euro attraktiv für Carry Trader wären und das Kapital dann in den Euroraum zurückflösse.

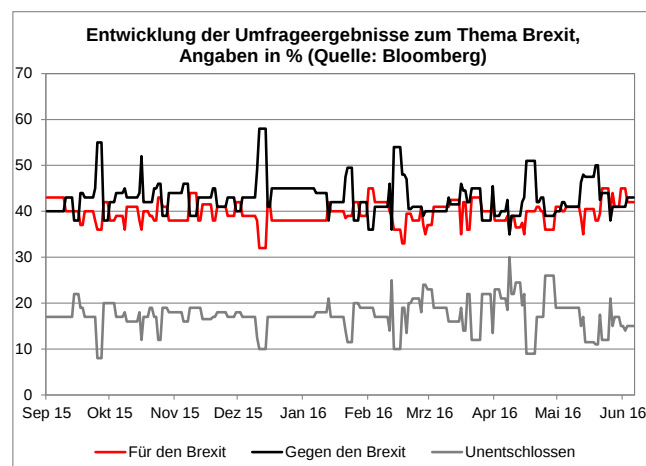
Wir erwarten daher für die kommenden Wochen zunächst noch einen Wechselkurs des US-Dollar im Bereich zwischen 1,11 und 1,18 EUR/USD. Erst wenn sich der zweite Zinsschritt der Federal Reserve konkreter abzeichnet, dürfte der US-Dollar wegen der wachsenden Zinsdifferenz zum Euroraum die Marke von 1,10 EUR/USD unterschreiten.

Dass wir trotz möglicher Zinserhöhungen in den USA nicht mit einer stärkeren Aufwertung des US-Dollar in Richtung Parität oder darüber hinaus rechnen liegt insbesondere an dem wieder wachsenden Ungleichgewicht in den Leistungsbilanzen. Denn während sich das Leistungsbilanzdefizit der USA weiter vergrößert, nimmt der Überschuss des Euroraums immer weiter zu. Dies zeigt, dass die USA weiterhin über ihre Verhältnisse leben. In der langen Frist ist zu erwarten, dass dieses Leistungsbilanzdefizit wieder ausgeglichen werden muss, was in der Regel über eine Abwertung der Währung geschieht.

Zum Jahresende 2016 sehen wir daher den Wechselkurs bei 1,10 EUR/USD, für Ende 2017 bei 1,07 EUR/USD.

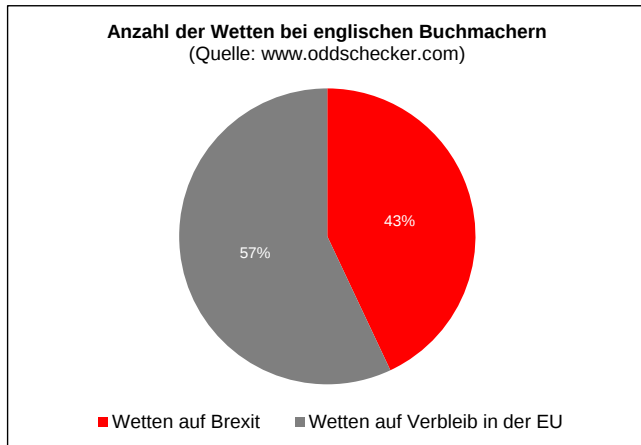
Das Britische Pfund: Im Bann der Meinungsumfragen zur Brexit-Abstimmung

Die Abstimmung des Vereinigten Königreichs bezüglich des Verbleibs in der Europäischen Union dominiert derzeit die Wertentwicklung des Britischen Pfund. Die Märkte reagieren dabei nervös auf jedes neue Umfrageergebnis. Entsprechend ist das Britische Pfund zuletzt wieder unter Druck gekommen, nachdem sich die Umfragewerte zugunsten eines Brexits verschoben haben.



Der Ausgang der Abstimmung ist kaum zu prognostizieren, zu knapp liegen die beiden Lager beisammen. Dagegen lässt sich einiges über die Entwicklung nach dem Votum sagen. Stimmen die Briten für den Verbleib in der EU, könnte dies zu einem Platzen eines Knotens führen. Viele Anleger, die sich aus Sorgen mit ihren Investments in Großbritannien zurückgehalten haben, werden wieder einsteigen und zu einem Kapitalzufluss in das Vereinigte Königreich beitragen. Das Britische Pfund dürfte spürbar aufwerten.

Anders sieht es aus, wenn die Briten für einen Austritt aus der EU stimmen. In dem Fall wäre zunächst die Unsicherheit groß. Viele Investoren könnten von dem Ausgang der Abstimmung überrascht werden, denn anhand der Buchmacherquoten lässt sich ablesen, dass derzeit noch die Mehrheit an einen EU-Verbleib glaubt. Dies lässt den Schluss zu, dass im tatsächlichen Brexit-Fall noch ein erheblicher Kurssturz auf das Britische Pfund zukommen könnte. Ein Rückgang um fünf Cent gegenüber dem Euro und gegenüber dem US-Dollar scheint möglich.



Aber dies wäre nur der erste Schock. Wie sich das Britische Pfund in den folgenden Monaten entwickelt, hängt entscheidend davon ab, welche Lösung Großbritannien für die Zeit nach der EU anstrebt. Dazu gibt es vier Optionen, die über einen Zeitraum von mindestens zwei Jahren auszuhandeln wären:

1. Das Modell „Norwegen“: Norwegen ist Mitglied im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), zu dem neben der EU und Norwegen noch Island und Liechtenstein gehören. Damit ist ein freier Waren-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten geregelt. Das bedeutete für das Vereinigte Königreich keine großen wirtschaftlichen Einschränkungen gegenüber dem Status quo. Allerdings müsste das Land weiterhin in den bei einigen Bevölkerungsschichten mehr als ungeliebten EU-Haushalt einzahlen, vermutlich sogar ohne den bisherigen Briten-Rabatt gewährt zu bekommen. Auch die Personenfreizügigkeit ist einer der größten Kritikpunkte der Brexit-Befürworter.

2. Das Modell „Schweiz“: Die Personenfreizügigkeit könnte wie bei der Schweiz je nach Verhandlungsergebnis zumindest teilweise eingeschränkt werden und gleichzeitig der Freihandel aufrechterhalten bleiben. Allerdings blieben die anderen Nachteile, wie beispielsweise die Einzahlung in den EU-Haushalt, bestehen. Zudem würden die grenzübergreifenden Finanzdienstleistungen eingeschränkt werden. Banken in London würden ihre EU-Lizenz verlieren und gezwungen sein, ein Tochterunternehmen in der EU zu gründen. Dies könnte zu einer Verlagerung von Tausenden hochbezahlten Arbeitsplätzen auf den Kontinent führen.

3. Das Modell „Türkei“: Hierbei handelt es sich um eine Zollunion, die sich in erster Linie auf den Warenverkehr beschränkt, während Finanzdienstleistungen ausgeklammert sind. In diesem Fall müsste Großbritannien nicht in den EU-Haushalt einzahlen, hätte also insgesamt weniger Verpflichtungen. Ungünstig für das Vereinigte Königreich wäre jedoch, dass sie ihren Markt, z.B. für deutsche Autos, öffnen müsste, während der Finanzplatz trotzdem geschwächt werden würde.

4. Kein Zollabkommen: Einige Briten spekulieren auf einen transatlantischen Freihandelspakt zwischen den USA und Großbritannien. Aber dies hätte mit großer Wahrscheinlichkeit Nachteile für das Vereinigte Königreich, da in der Regel der größere Absatzmarkt die bessere Verhandlungs-

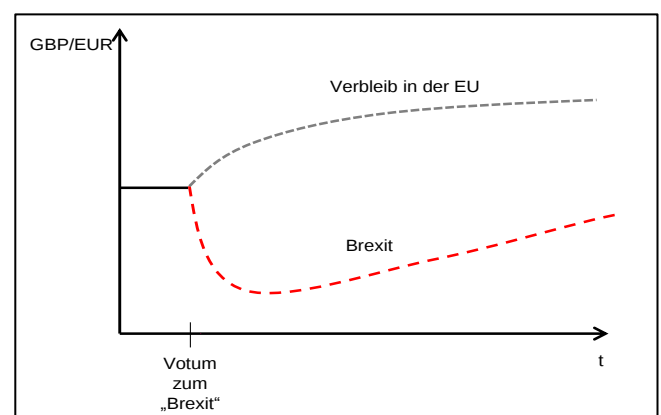
position besitzt. Die Einführung von Zöllen zwischen der EU und Großbritannien hätte die größten wirtschaftlichen Auswirkungen für beide Wirtschaftsräume.

Zwar werden die politischen Freiheiten mit jedem Modelltyp größer, dafür aber die wirtschaftlichen Nachteile ebenso. Bisher gibt es überhaupt noch keine Blaupause, in welche Richtung es gehen könnte. Die Interessen sind auch sehr unterschiedlich. Nur die Hoffnung einiger Brexit-Befürworter, dass ein Nein zur EU Großbritannien Spielraum für Nachverhandlungen innerhalb der EU für einen besseren Deal ermöglichen könnten, erscheinen unrealistisch, da die EU sonst Tür und Tor für andere Staaten eröffnen würde, ebenfalls über Austrittsdrohungen bessere Verhandlungsergebnisse zu erzielen.

Für die Entwicklung des Britischen Pfund gibt es je nach gewähltem Modell sehr unterschiedliche Pfade. In der Tendenz dürfte eine stärkere Desintegration der britischen Wirtschaft mehr schaden und dementsprechend das Britische Pfund schwächen. Eine Rezession könnte sogar zu einer Ratingherabstufung für britische Staatsanleihen führen. Ein großes Risiko bildet der Londoner Immobilienmarkt, der vom Zustrom talentierter ausländischer Arbeitskräfte abhängt. Sollten massiv Arbeitsplätze im Finanzsektor nach Kontinentaleuropa verlagert werden, könnten fallende Immobilienpreise den Abschwung verstärken, da sich viele Briten für den Immobilienkauf hoch verschuldet haben.

Eine Schätzung der quantitativen Effekte ist jedoch kaum möglich, da es sich um ein bisher nicht dagewesenes Ereignis handelt. Mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit lässt sich zumindest ein Verlauf der Wechselkursentwicklung skizzieren. Vermutlich würde sich das Britische Pfund im Fall eines Brexit erholen, sobald mehr Klarheiten bezüglich des gewählten Modells geschaffen werden.

GBP-Szenarioanalyse für die Brexit-Abstimmung



Wir gehen von einem Wechselkurs von 0,72 EUR/GBP im Fall eines Verbleibs in der EU und von einem Kurs von 0,84 EUR/GBP im Fall eines Brexits aus. Das aus unserer Sicht wahrscheinlichste Verhandlungsergebnis nach einem Brexit wäre eine Mischung aus einem Modell Schweiz und Türkei nach einer Verhandlungszeit von deutlich mehr als zwei Jahren. Großbritannien von einem Austritt wirtschaftlich viel stärker negativ betroffen als die EU.

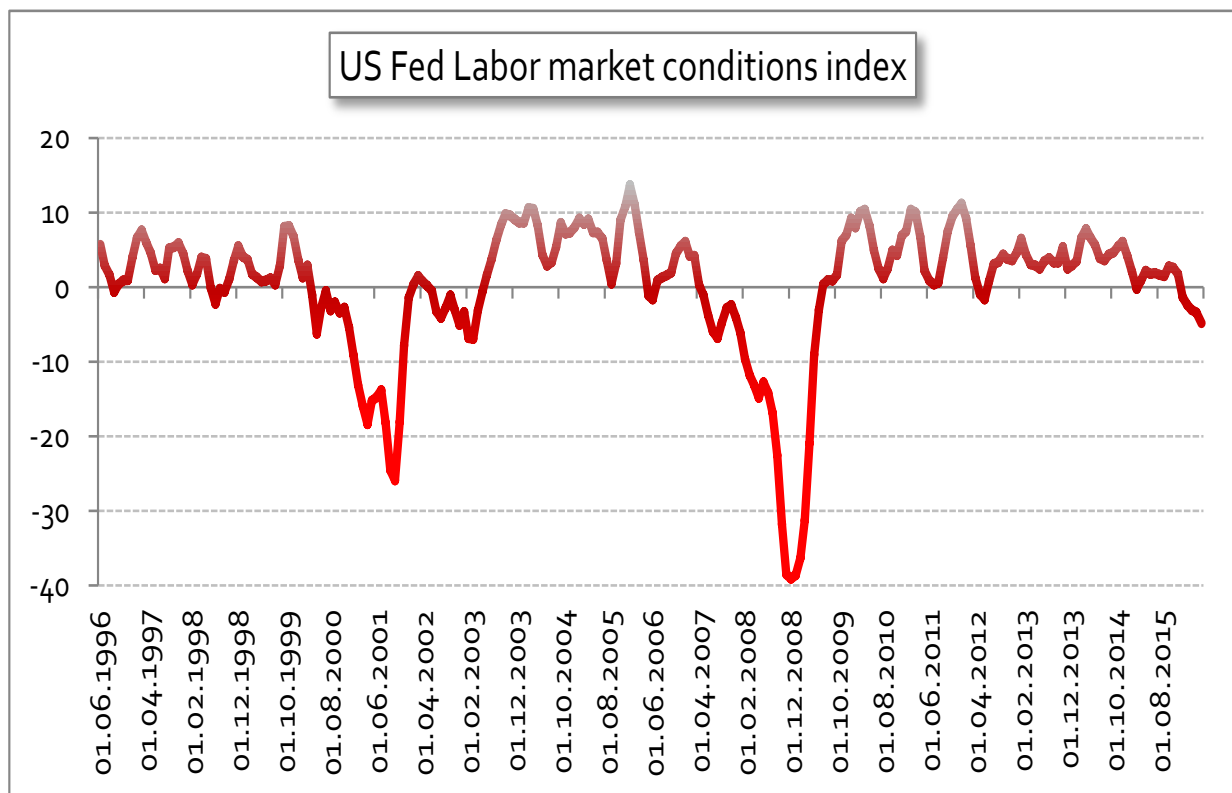
Dr. Jörg Rahn, Marcard, Stein & CO

Wochenausblick für die Zeit vom 13. bis 17. Juni 2016

	Dez	Jan	Feb	März	April	Mai	Veröffentlichung
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,5%	2,4%	-1,2%	-0,8%	0,5%		14. Juni
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,4%	3,6%	1,1%	0,1%	1,1%		14. Juni
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	-1,4%	0,2%	1,2%	0,0%	0,4%	16. Juni
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,2%	0,3%	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,1%	16. Juni
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,0%	0,8%	1,0%	0,7%	0,8%	16. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Arbeitsmarkt mit schwacher Entwicklung



Der US-Arbeitsmarkt ist für viele Analysten ein Buch mit sieben Siegeln. Da es aufgrund einer fehlenden staatlichen Sozialversicherung im Gegensatz zu Deutschland und vielen anderen Industrieländern keine Vollerhebung der Beschäftigung in „Echtzeit“ gibt, ist man in den USA auf Stichproben angewiesen, um sich zeitnah ein Bild von der Entwicklung des Arbeitsmarktes zu machen. Im Zentrum steht hier eine monatliche Beschäftigungsstatistik, die auf einer Stichprobe von Unternehmen beruht. Als „Gegencheck“ existiert eine Stichprobe, bei der nur Haushalte befragt werden. Nicht selten fallen die Ergebnisse beider Stichproben Monat für Monat eklatant auseinander, was das Vertrauen in die Daten nicht gerade erhöht. Da zudem langzeitarbeitslose Personen nach einer gewissen Zeit automatisch aus der Arbeitslosenstatistik „verschwinden“, kann die Arbeitslosenquote sogar fallen, obwohl sich die Lage am Arbeitsmarkt nicht substantiell verbessert hat. Da sich die Fed dieser Probleme bewusst ist, aber trotzdem ihre Entscheidungen auch auf Basis der Arbeitsmarktentwicklung treffen muss, hat sie vor einen eigenen

Jahren einen Indikator entwickelt, der 19 arbeitsmarktrelevante Indikatoren zu einem Gesamtindex verdichtet. Zu den Einzelindikatoren gehören neben der Arbeitslosenquote beispielsweise das Lohnniveau, die Anzahl der Entlassungen, die Entwicklung der durchschnittlichen wöchentlichen Arbeitsstunden oder aber auch arbeitsmarktrelevante Subindizes in Geschäftsklimaindikatoren. Einige Volkswirte haben die Fed dafür kritisiert, dass sie einen neuen Index entwickelt hat, dessen Herleitung mathematisch extrem komplex ist, ohne dass klar wäre, welche Bedeutung er für die Fed bei konkreten Entscheidungen tatsächlich hat. Auch wir können dies nicht abschließend einschätzen, jedoch fällt auf, dass dieser Index – gewollt oder nicht – eine sehr hohe Relevanz bezüglich der konjunkturellen Entwicklung aufweist. Stärkere Rückgänge waren immer ein klares konjunkturelles Warnsignal. Aus dieser Perspektive ist der jüngste Rückgang dieses Indikators durchaus von hoher Relevanz.

	Stand	Veränderung zum			
	09.06.2016 17:39	02.06.2016 -1 Woche	06.05.2016 -1 Monat	08.03.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17936	0,5%	1,1%	5,7%	2,9%
S&P 500	2110	0,2%	2,6%	6,6%	3,2%
Nasdaq	4975	0,1%	5,0%	7,0%	-0,7%
DAX	10089	-1,2%	2,2%	4,1%	-6,1%
MDAX	20672	-0,2%	3,1%	6,5%	-0,5%
TecDAX	1679	-1,1%	4,9%	4,7%	-8,3%
EuroStoxx 50	2993	-1,3%	1,9%	-0,3%	-8,4%
Stoxx 50	2853	-0,8%	3,2%	0,7%	-8,0%
SMI (Swiss Market Index)	8069	-1,7%	4,3%	1,2%	-8,5%
Nikkei 225	16668	0,6%	3,5%	-0,7%	-12,4%
Brasilien BOVESPA	51077	2,4%	-1,2%	4,0%	17,8%
Russland RTS	953	7,6%	4,5%	13,6%	25,9%
Indien BSE 30	26763	-0,3%	6,1%	8,5%	2,5%
China Shanghai Composite	2927	0,1%	0,5%	0,9%	-17,3%
MSCI Welt (in €)	1699	0,3%	4,3%	3,8%	-1,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	842	2,8%	5,5%	4,1%	2,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,61	12	79	-132	669
Bobl-Future	132,65	119	125	-69	198
Schatz-Future	111,85	0	0	-8	33
3 Monats Euribor	-0,26	0	-1	-4	-13
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,28	0	2	8	0
3 Monats \$ Libor	0,66	-2	3	2	5
Fed Funds Future, Dez 2016	0,53	-10	2	-8	0
10-jährige US Treasuries	1,67	-14	-10	-16	-59
10-jährige Bunds	0,04	-8	-11	-14	-60
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,13	-2	-1	-2	-38
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,43	-5	-14	5	-43
US Treas 10Y Performance	598,82	1,0%	0,6%	1,6%	6,1%
Bund 10Y Performance	615,41	0,5%	0,9%	1,2%	6,3%
REX Performance Index	486,07	0,4%	0,3%	0,5%	2,5%
Hypothekenzinsen USA	3,66	0	5	2	-35
IBOXX AA, €	0,69	-7	-5	-26	-60
IBOXX BBB, €	1,63	-9	-6	-48	-64
ML US High Yield	7,42	-25	-61	-138	-147
JPM EMBI+, Index	774	1,7%	2,3%	5,9%	9,8%
Wandelanleihen Exane 25	6761	0,0%	1,5%	2,9%	-2,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	434,80	4,5%	7,3%	14,5%	14,6%
MG Base Metal Index	240,70	1,7%	-0,9%	-2,5%	3,6%
Rohöl Brent	50,65	1,6%	10,3%	26,1%	38,7%
Gold	1270,06	4,9%	-1,6%	0,1%	19,5%
Silber	17,08	6,4%	-2,9%	10,4%	23,3%
Aluminium	1594,75	4,4%	0,8%	1,6%	6,3%
Kupfer	4567,25	-1,1%	-5,4%	-6,4%	-2,9%
Eisenerz	53,00	5,0%	-10,2%	-17,6%	21,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	610	0,7%	-3,3%	66,7%	27,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1326	1,2%	-0,9%	2,7%	4,0%
EUR/ GBP	0,7822	1,3%	-1,2%	0,5%	6,1%
EUR/ JPY	120,62	-1,1%	-1,3%	-3,2%	-8,0%
EUR/ CHF	1,0913	-1,3%	-1,4%	-0,4%	0,7%
USD/ CNY	6,5590	-0,3%	1,0%	0,8%	1,0%
USD/ JPY	106,99	-1,7%	-0,1%	-5,0%	-11,1%

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.