

# Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare

---

AUSGABE 8/2015

13. AUGUST 2015



Holger Fahrinkrug, Chefvolkswirt  
Meriten Investment Management

## Gehen Sie mit der Konjunktur

Für viele ist die Urlaubszeit vorbei, und wie immer, wenn man richtig abgeschaltet hat, ist der Neustart eine Chance zur Neuorientierung. Dies wollen wir unterstützen, indem wir wichtige Makro-Faktoren für Investitionsentscheidungen bis zum Jahresende herausarbeiten.

Unser Mantra ist, dass die Konjunktur wichtiger für die Finanzmärkte wird, nachdem die erste Jahreshälfte stark von politischen Sonderfaktoren beeinflusst wurde. Und gerade unter konjunkturellen Aspekten steht die Eurozone gut da. Das gilt im Vergleich zu den im Zyklus weit fortgeschrittenen angelsächsischen Volkswirtschaften, die wahrscheinlich kurz vor dem Beginn eines, wenn auch moderaten, Zinsanstiegs stehen. Das gilt aber auch im Vergleich zu vielen Schwellenländern, die mit strukturellen Problemen zu kämpfen haben.

Trotz der Risiken, die auch für Euroland aus den Problemen Chinas und anderer Emerging Markets entstehen können, erwarten wir per saldo eine positive Performance der Euroland-Assetmärkte bis zum Ende des Jahres. Aufgrund der vorteilhaften zyklischen Position der EWU, der akkommodierenden EZB-Politik, der Entlastung durch niedrige Energiepreise erwarten wir zudem Zuflüsse aus anderen Märkten.

Die erste Hälfte des Jahres war von überwiegend (geo-)politischen Sonderthemen dominiert, von Unsicherheiten und Ängsten vor sogenannten Event-Risiken. Das Grexit-Risiko überschattete andere Themen in der Eurozone. Sein Einfluss auf Marktstimmungen und -bewertungen überstieg bei weitem die ökonomische Bedeutung des drittkleinsten Mitgliedslandes der EWU. Aber auch global hielten politische Ereignisse die Welt in Atem, vom Ukraine-Konflikt bis hin zum Kampf gegen ISIS.

Zudem waren die vergangenen Quartale von großer Unsicherheit über die Ausrichtung der globalen Geldpolitik geprägt. Wechselnde Erwartungen bezüglich Timing und Ausmaß der Zinswende in den USA schickten die Rentenmärkte auf eine Achterbahnfahrt, und der Einstieg der EZB in die quantitative Lockerung (QE) war eine weitere Herausforderung.

Auch wenn Fragen bleiben, dürften diese Faktoren an Bedeutung verlieren. Die Märkte haben sich an den Gedanken gewöhnt, dass die Fed in Kürze die Zinsen anheben wird, als Versuch einer graduellen Normalisierung der Geldpolitik. Angesichts der Fragilität der US-Konjunktur, der Rohstoffmärkte und vieler Schwellenländer und eingedenk des global extrem niedrigen Inflationsdrucks herrscht allerdings breiter Konsens, dass uns einer der flachsten und langsamsten US-Zinszyklen der Geschichte bevorsteht. Das dürfte verdaubar sein.

## Konjunkturüberraschungen USA/EWU



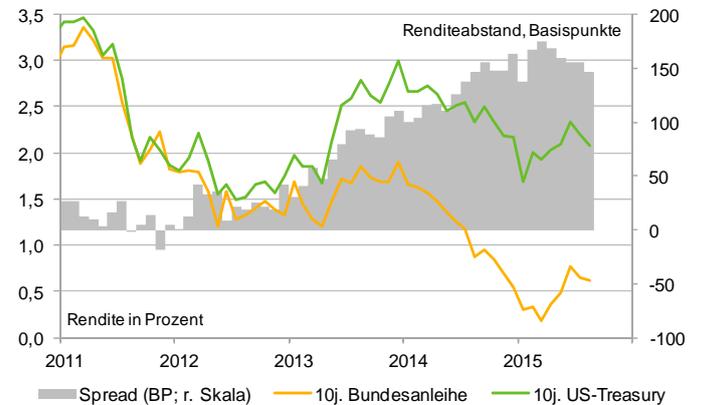
Quelle: Bloomberg/UBS, Meriten Investment Management; Stand: 12.08.2015

Was die Geldpolitik der EZB angeht, sind die Rahmenbedingungen ebenfalls abgesteckt. Zweifel bezüglich der Ausgestaltung und Wirksamkeit ihrer Anleihekäufe sind weitgehend ausgeräumt, und wesentliche Veränderungen am Programm sind nicht zu erwarten. Entsprechend hat sich der Renditeabstand zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries auf hohem Niveau eingependelt; der Euro/US-Dollar-Wechselkurs hat sich ebenfalls angepasst. Auf mittlere Sicht erscheinen große Bewegungen des Spreads und des Wechselkurses nur im Falle bedeutender gegensätzlicher Konjunktur-Überraschungen in den beiden Währungsblöcken wahrscheinlich. Wie gesagt, Konjunktur wird wieder wichtiger – solange die Geldpolitik dem vorgezeichneten Pfad folgt.

An der Politik-Front scheint das Risiko eines ungeordneten Staatsbankrotts oder gar Euro-Austritts Griechenlands zwar nicht gebändigt, aber doch deutlich verringert zu sein, denn bei Redaktionsschluss sieht es so aus, als ob ein drittes Hilfspaket so gut wie beschlussreif ist. Selbst im Fall eines Scheiterns der Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen Gläubigern wären wir davon ausgegangen, dass Institutionen und Märkte heute wesentlich besser für den Fall eines Grexit gewappnet wären als noch vor sechs Monaten.

Natürlich gibt es weiterhin politische und andere Risiken, und das geopolitische Klima hat schon bessere Tage gesehen. Aber 18 Monate nach der russischen Annexion der Krim und zwei Jahre nach

## Renditeabstand



Quelle: Bloomberg/UBS, Meriten Investment Management; Stand: 12.08.2015

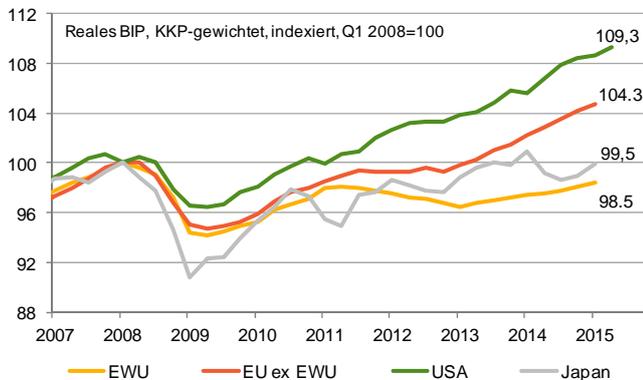
dem Beginn des Bedeutungsaufschwungs von ISIS im Nahen Osten sind die entsprechenden Risiken an den Kapitalmärkten vermessen und eingepreist. Was nicht heißen soll, dass eine Eskalation keine negativen Folgen hätte. Wenn sie aber ausbleibt, dürfte ein Weiterschwelen der Konflikte keine zusätzliche Belastung für Konjunktur und Märkte bringen. Wir glauben also, dass die Risiken von geld- und geopolitischer Seite weniger bedrohlich und weniger bedeutsam für die Märkte sein werden. Und damit wird die Konjunktur als Treiber für die Finanzmärkte automatisch wichtiger.

## Konjunktur versus Struktur

In einer negativen durch Risikoerwägungen geprägten Gesamtverfassung von Finanzmärkten finden sich neben der (Über-) Betonung geopolitischer oft auch ökonomische Probleme als Argument für ein (über-)vorsichtiges Agieren der Marktteilnehmer. Und oft wird dabei der argumentative Fokus auf sogenannte Strukturprobleme gelegt.

Zweifelloos hat gerade die Eurozone mit großen strukturellen Problemen zu kämpfen. Daher auch die derzeitige Reformdebatte, die nirgendwo auf der Welt mit ähnlicher Intensität geführt wird. Keines der häufig beklagten Strukturprobleme ist allerdings neu. Und trotz der auch in der Vergangenheit bestehenden Strukturprobleme gab es Konjunkturzyklen mit Aufschwüngen, die es Unternehmen ermöglichten, überzeugende Ergebnisse zu produzieren, die die Finanzmärkte entsprechend positiv bewerteten. Das gilt auch heute.

## Wachstumspfade: Euroland hat Aufholbedarf



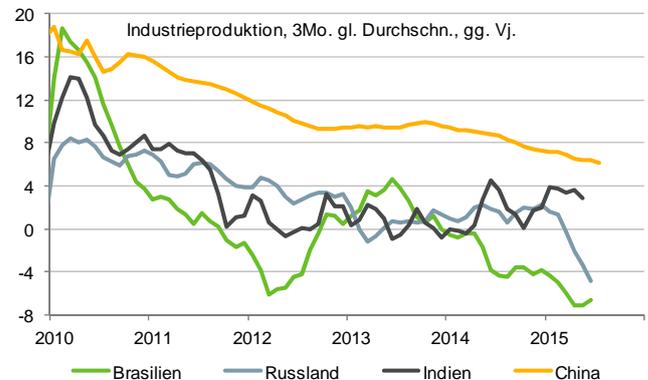
Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management; Stand: 08/2015

Wir Deutschen sind oft enttäuscht vom vermeintlich mangelnden Reformwillen in anderen EWU-Mitgliedsstaaten. Allerdings lässt sich wohl kaum bestreiten, dass die allgemeine Richtung der EU-Politik seit Ausbruch der Krise durchaus reformorientiert war und insofern besser als neutral. Nicht von jedem Mitgliedsland kann eine Agenda 2010 in einem Wurf erwartet werden, wenn die öffentliche Meinung dies nicht mitzutragen bereit ist.

Dort, wo Reformen durchgeführt wurden, z. B. in Irland, Spanien, Portugal und, ja, auch in Griechenland, führten sie in unterschiedlichem Ausmaß zu politischer Frustration. Dass Marktliberalisierung, also z. B. ein Abbau staatlicher Protektion unproduktiver Branchen und Geschäftsmodelle sowie eine Deregulierung des Arbeitsmarktes zunächst Wachstumsverzicht bedeuten, folgt einer zwingenden ökonomischen Logik (Deutschland nach der Agenda 2010 ist dafür das beste Beispiel). Zu oft wird aber vergessen, dass dies kein Scheitern der Reformpolitik an sich signalisiert, sondern als Investition in zukünftiges Wachstum und zukünftigen Wohlstand gesehen werden muss. Man darf nur keine Wunder „über Nacht“ erwarten, denn die entsprechenden Anpassungsprozesse brauchen Zeit. Auch hierfür kann Deutschland als Beispiel dienen.

Strukturelle Probleme werden keinen Konjunkturaufschwung verhindern. Erstmals seit Beginn der Krise besteht sogar die Chance, dass Unternehmen verbesserte Rahmenbedingungen für Investitionen nutzen, denn dort, wo Reformen wirken,

## Schwellenländer schwächeln



Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management; Stand: 08/2015

haben sich die Finanzierungsbedingungen dank Bankenrestrukturierung und EZB-Unterstützung deutlich verbessert. Und es gibt großen Nachholbedarf nach Jahren der Nachfrageschwäche.

Ohne nun allzu euphorisch werden zu wollen, und ohne die weiter bestehenden Risiken ignorieren zu wollen sehen wir kurz gefasst weniger (geo- und geld-)politische oder strukturelle Risiken, die einer positiven Konjunktur- und Marktentwicklung in Euroland im Wege stehen könnten als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt seit Beginn der Finanzkrise. Und damit tritt für uns tatsächlich die Konjunktur in den Vordergrund bei der Beurteilung von Chancen und Risiken im Kapitalmarktcontext.

## Globales Konjunkturmilieu

Selbst wenn wir damit Recht hätten, hieße dies nicht automatisch, dass die EWU-Konjunktur vor einem Boom steht und uns eine Hausse bei Risikoassets beschert. Wie steht es also um die Konjunktur, global und im europäischen Kontext?

Seit Beginn der Finanzkrise hat eine breite globale Spreizung der Konjunkturzyklen stattgefunden. Unter den bedeutenden Industrieländern sind die USA am weitesten im Zyklus fortgeschritten. Ihr reales Bruttoinlandsprodukt hat seit 2008 9,3% zugelegt (s. Grafik), dank schneller und umfassender Lockerung der Geldpolitik der Fed und einer relativ dynamischen Anpassung am US-Arbeitsmarkt.

Angesichts steigender Auslastung der Produktionskapazitäten geht der Konsens der Volkswirte davon aus, dass die USA innerhalb der kommenden 6-12 Monate als erstes und einziges bedeutendes Industrieland einen gewissen Inflationsdruck bei Löhnen und Preisen erleben könnten. Dies führt zur Erwartung der ersten Zinserhöhung der Fed noch vor dem Jahresende. Entsprechend sind Renditen von US-Treasuries und der Kurs des US-Dollar seit einiger Zeit im Aufwärtstrend, und Aktienmarktbewertungen ambitionierter als anderswo. Konjunkturrisiken erscheinen in den USA begrenzt.

Größere Sorgen machen sich die Märkte aktuell über China, die zweitgrößte Volkswirtschaft auf diesem Planeten. China wächst nach wie vor dynamischer als alle Industrieländer. Allerdings verlangsamt sich sein Wachstumstempo kontinuierlich. Derzeit hat es sich gemäß offizieller Statistiken bei 7% eingependelt – weit entfernt von den zweistelligen Ergebnissen vor der Krise.

Schlimmer noch, die Schwäche ist nicht transitorisch oder konjunkturell, sondern Ergebnis strukturellen Wandels des chinesischen Wirtschaftsmodells und damit nachhaltig. Die Bank of China ist bemüht, den konjunkturellen Teil der Verlangsamung durch geldpolitische Lockerung abzufedern und einen Kollaps des aufgeblasenen Kreditmarktes zu verhindern. Auch die jüngste Abwertung des Yuan zeigt die Furcht der Administration vor einem weitergehenden Abschwung.

Bislang reichten diese Interventionen aus, um einen Kollaps im Finanzsektor oder an den Anlagemärkten zu verhindern. Die erhöhte Volatilität an den chinesischen Märkten zeigt aber, dass die Risiken in China signifikant bleiben.

Wenn man bedenkt, dass China nicht nur bedeutsam für die deutsche Exportwirtschaft ist, sondern auch der mächtigste und bislang dynamischste Repräsentant der Gruppe der Schwellenländer, erklärt sich die Sorge der Finanzmärkte vor weiteren konjunkturellen Enttäuschungen dort. Sie wird nicht gemindert, wenn man andere große Schwellenländer betrachtet, die in der Vergangenheit die Weltwirtschaft antrieben. Brasilien und Russland stecken in einer Rezession und bremsen auch die mit ihnen eng verflochtenen benachbarten Volkswirtschaften. Unabhängig davon leiden viele Roh-

stoffproduzenten unter dem Verfall der Commodity-Preise. Größter Lichtblick unter den Schwellenländern ist Indien, das derzeit mit deutlich über 7,5% wächst. Aber Indien ist eine relativ geschlossene Volkswirtschaft und trägt deutlich weniger zum Welthandel bei als andere.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass sich in den kommenden Quartalen die relative Stärke der US-Wirtschaft und die relative Schwäche der Schwellenländer in ihrer Wirkung auf die Euroland-Konjunktur weitestgehend ausgleichen, wobei die derzeitige Euro-Schwäche hilft, negative Nachfrageeffekte im Außenhandel auszugleichen.

Die deutsche und die Euroland-Konjunktur ist aber stärker als in den vergangenen Jahren auf sich selbst gestellt. Gut, dass die schlimmsten Krisenfolgen in den meisten Mitgliedsländern mittlerweile abgearbeitet sind, dass Reformen zumindest bescheidene Erfolge nach sich ziehen, dass der Konsolidierungsdruck auf die öffentlichen Haushalte etwas nachlässt, dass niedrige Energiepreise entlasten und dass der Bankensektor etwas robuster als in den vergangenen Jahren erscheint. Vor allem aber: Gut, dass die EZB mittlerweile eine wirksame quantitative Lockerungspolitik verfolgt, dem Beispiel der amerikanischen Notenbank folgend, wenn auch spät.

Unter den großen Wirtschafts- und Währungsblöcken ist die Eurozone neben Japan der einzige, der das Vorkrisenniveau des kaufkraftbereinigten BIP-Niveaus noch nicht wieder erreicht hat. Und noch vor einem Jahr, bevor die EZB mit ihren Anleihekäufen (QE) begonnen hatte, hätte eine Abschwächung des globalen Wachstums die Eurozone empfindlich getroffen. Entsprechend schwach war lange die Performance z. B. des hiesigen Aktienmarktes im internationalen Vergleich.

Inzwischen kann man damit entspannter umgehen. Mehr noch: Gemessen an der eigenen Historie und im internationalen Vergleich haben Euro-Konjunktur und Euro-Aktienmärkte das größte Aufholpotenzial, da sie im Zyklus hinterherhinken, und da die unbestritten weiter bestehenden strukturellen Hemmschuhe sich verhältnismäßig klein ausnehmen im Vergleich zu denen mancher Schwellenländer, China eingeschlossen.

Insofern sehen wir Euroland unter konjunkturellen Aspekten weiterhin als die vielversprechendste Anlageregion für Risikoassets, ohne aus dem Blick zu verlieren, dass es weiterhin unkalkulierbare (geo-)politische und andere Eventrisiken gibt.

### Die Risiken: China und die Fed

Neben dem China-Risiko bleibt die Frage, wie die Welt mit der Beendigung der Nullzinspolitik der US-Notenbank umgehen wird. Die Märkte sind zwar bestens darauf vorbereitet; sollte sie aber in eine Phase fallen, in der Zweifel an der globalen Konjunktur zunehmen, wie es momentan der Fall ist, würde dies negativ aufgenommen werden.

Es ist angebracht, diese Problematik zu bedenken, aber es gibt Gründe sie nicht überzubewerten:

1. Die Fed ist Daten-getrieben und wird bei einer Abflachung der US-Konjunktur, wahrscheinlich schon im Falle einer signifikanten Verschlechterung des globalen Umfeldes die Zinserhöhung verschieben bzw. aussetzen.
2. Sollte China seine Währung deutlicher abwerten als bisher absehbar ist, würde hieraus deflationärer Druck auf die Industrieländer entstehen. Auch in diesem Fall wäre mit einer Verschiebung der US-Zinserhöhung zu rechnen.
3. Aktuell denken nur die Fed und die Bank of England über eine Zinserhöhung nach. Alle anderen großen Notenbanken sind, entsprechend der Wirtschaftskraft ihrer Währungsräume im Lockerungsmodus. Angesichts niedrigen Inflationsdrucks dürfte dies auf absehbare Zeit so bleiben.

Global betrachtet ist also selbst im Falle einer Zinserhöhung der Fed nicht mit einer Liquiditätsverknappung zu rechnen. Daher dürfte sie für Konjunktur und Finanzmärkte verdaubar sein, zumal wir ohnehin einen historisch langsamen und flachen Zinszyklus erwarten, der ungewöhnlich sensibel auf Konjunktur- und Finanzmarktverfassung Rücksicht nehmen wird.

Eine US-Zinswende wäre am gefährlichsten für jene Schwellenländer, deren Unternehmenssektoren hoch in US-Dollar verschuldet sind. Daraus entstehende Sekundäreffekte wären auch für Eurozonen-Anlagen negativ. Das ändert aber nicht unsere positive Einschätzung der Euroland-Märkte in relativer Rechnung.

Unter den EWU-Mitgliedsländern wird jeder negative außenwirtschaftliche Impuls Deutschland am stärksten treffen. Da aber nach Jahren der Krise die derzeitige Erholung in vielen EWU-Ländern eher binnenwirtschaftlich getrieben ist, dürfte dies nicht den Konjunkturtrend der Eurozone als Ganzem in Frage stellen.

Größtes „Binnenrisiko“ bleibt für die EWU ein unkontrollierter Staatsbankrott Griechenlands mit Ansteckungseffekten auf andere Peripherieländer, also ein politisches Risiko, das inzwischen nicht nur unwahrscheinlicher geworden ist, sondern das vor allem wegen der unterstützenden EZB-Positionierung und der „Reifung“ der europäischen Rettungsschirme als verkräftbar für die Eurozone angesehen werden kann.

### Zusammenfassung: Euroland ist attraktiv – relativ und absolut

Unter konjunkturellen Aspekten, vor allem wegen des großen Nachholbedarfs, aber auch unter Berücksichtigung des fortgeschrittenen politischen Krisenmanagements und des graduellen Abklingens mancher politischer Risiken spricht für uns vieles dafür, Euroland als Anlageregion überzugewichten. Die hier diskutierten qualitativen Argumente lassen dies vor allem für traditionell positiv mit der Konjunktur korrelierte Risikoassetklassen wie den Aktienmarkt angemessen erscheinen. Verglichen mit USA und UK, wo sich bereits eine geldpolitische Wende abzeichnet und die Zinsen deutlich früher angehoben werden dürften als in der Eurozone, hat die Aussage aber auch im Fixed Income Bereich Gültigkeit.

Die hiermit implizierte relative Attraktivität des Euroraums könnte dabei eine starke Abwertung des Euro verhindern, die anderenfalls wegen des sich ausweitenden Zinsdifferenzials gegenüber US-Dollar und britischem Pfund zu erwarten wäre. Nach Jahren relativ schwacher Performance dürfte die Eurozone in den kommenden Quartalen daher an Attraktivität für in- und ausländische Investoren gewinnen.

## Globale Wachstumsprognosen

	2013	2014	2015E	2016E
<b>Eurozone</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
Deutschland	0,2	1,6	1,8	2,0
Frankreich	0,3	0,2	1,3	1,6
Verein. Königreich	1,7	3,0	2,6	2,5
<b>USA</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Japan	1,6	-0,1	1,0	1,2
<b>Industrieländer</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
China	7,8	7,4	7,0	6,7
<b>Schwellen- und Entwicklungsländer</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
<b>Welt</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>

Quelle: Macrobond. Prognosen: Meriten Investment Management, MF 08/2015

### Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt. Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen. Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück. Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter [www.meriten.de](http://www.meriten.de) bezogen werden. Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden. Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht. Copyright © 2014 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren.

087Q32015