

# Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare



Holger **Fahrinkrug**, Chefvolkswirt  
Meriten Investment Management

AUSGABE 06/2013 – 17. DEZEMBER 2013

## Makro-Ausblick 2014: Normalisierung mit Risiken<sup>1</sup>

**Wir erwarten 2014 vor allem in den Industrieländern eine Wachstumsbeschleunigung. In den USA dürfte sie in Kürze zu einer langsamen Rückführung der quantitativen Lockerung der Fed führen, und im Gefolge zu einem leichten Anstieg der Treasury-Renditen, der auch Bundesanleihen beeinträchtigen könnte - obwohl wir seitens der EZB keine Änderung des geldpolitischen Kurses erwarten.**

**In der Eurozone präsentiert Deutschland sich weiterhin stark, und auch einige Peripherie-Staaten haben zu Wachstum zurückgefunden. Frankreich bleibt wegen geringen Reformeifers das konjunkturelle Sorgenkind der EWU. Mittelfristig könnte auch Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit durch höhere Energie- und Lohnkosten erodieren, wenn die Vorhaben der großen Koalition umgesetzt werden.**

**Die Konjunkturaussichten für Schwellenländer dürften sich im kommenden Jahr nur langsam verbessern, da viele ihre Leistungsbilanz stärken müssen und sich die Finanzierungsbedingungen angesichts abnehmender Kapitalzuflüsse verschlechtern könnten.**

Nach einer Zitterpartie im Verlauf der letzten 12 Monate gibt es zum Jahresausklang erfreuliche Nachrichten von der Konjunkturfront. Und auch für 2014 sieht es so aus, als ob vor allem die Industrieländer weiter Boden gutmachen könnten, allen voran die USA. Für Investoren ist dies nach den vergangenen Krisenjahren grundsätzlich beruhigend, aber es stellt auch eine Herausforderung dar, denn es bedeutet, dass Zentralbanken die bedingungslose Liquiditätsunterstützung der Märkte reduzieren werden.

Konkret erwarten wir, dass die amerikanische Notenbank in Kürze damit beginnen wird, ihre quantitative Lockerung zurückzufahren („Tapering“). Die EZB wird angesichts der Fragilität der Eurozonen-Konjunktur 2014 noch keine Rückführung ihrer ultraexpansiven Geldpolitik beschließen; wir erwarten von ihr aber auch keine weitere signifikante Lockerung. Für die Kapitalmärkte steht also im Wesentlichen die Frage im Raum, wie sie mit der verringerten Liquiditätszufuhr der US-Notenbank umgehen.

Neben der Geldpolitik bleibt auch die Fiskalpolitik von Bedeutung für Konjunktur und Finanzmärkte. Während Japan ein gigantisches Konjunkturprogramm aufgelegt hat, dürfte sich in den meisten anderen Industrieländern die Konsolidierung der Haushalte fortsetzen, was leicht antizyklisch wirken dürfte.

<sup>1</sup> Dies ist ein redaktionell bearbeiteter Auszug aus unserem Kundenmagazin „Im Fokus“, 12/2013

In der Eurozone werden die Nacharbeiten bei der Krisenbewältigung die Agenda dominieren, allen voran die Weiterentwicklung der Bankenunion. Die Asset Quality Review (AQR) der EZB und der sich anschließende Stresstest für Banken werden maßgeblich über Stabilität und Funktionsfähigkeit des Bankensystems und damit die Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Unternehmen gerade in der EWU-Peripherie entscheiden. Wir erwarten, dass sich die konjunkturelle Bodenbildung in der Peripherie nicht zuletzt wegen der langsamen Gesundung des Finanzsektors verfestigt und im Laufe des kommenden Jahres zu einer moderaten Wachstumsbeschleunigung führen wird.

Schließlich sollte man 2014 auch die Schwellenländer nicht aus den Augen verlieren. Die Episode im vergangenen Sommer, als kurzfristige und vorübergehende Kapitalabflüsse zu drastischen Einbrüchen einzelner Währungen führten, war ein deutlicher Hinweis darauf, dass hier neben vielen Chancen auch höhere Risiken als in den Industrieländern bestehen. Angesichts einer sich langsam normalisierenden weltweiten Liquiditätsversorgung dürfte mancherorts ein Umsteuern der Wirtschaftspolitik erforderlich werden, das Wachstum kosten wird.

## Wachstumsprognosen

### Reales Bruttoinlandsprodukt, in % zum Vorjahr

	Anteil am Welt-BIP* (2013, %)	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>Euroraum</b>	<b>13,1%</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,0</b>
<b>Deutschland</b>	3,7%	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,7
Frankreich	2,6%	-3,1	1,7	2,0	0,0	0,2	0,6
Italien	2,1%	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,8	0,7
Spanien	1,6%	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,3	0,7
Großbritannien	2,7%	-5,2	1,7	1,1	0,2	1,4	2,0
Schweiz	0,4%	-1,9	3,0	1,8	1,0	1,7	1,8
<b>USA</b>	<b>19,3%</b>	<b>-2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>
Japan	5,5%	-5,5	4,7	-0,6	2,0	2,0	1,2
<b>Industrieländer</b>	<b>49,1%</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Schwellen- und Entw.-länder</b>	<b>50,9%</b>	<b>3,5</b>	<b>7,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>
<b>BRICs</b>	<b>26,9%</b>	<b>5,8</b>	<b>9,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>
China	15,4%	9,2	10,4	9,3	7,7	7,6	7,3
Indien	5,7%	8,5	10,5	6,3	3,2	3,8	5,1
Brasilien	2,8%	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,2	2,0
Russland	3,0%	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,5	2,5
<b>Mittel- und Osteuropa</b>	<b>3,4%</b>	<b>-3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
<b>Lateinamerika</b>	<b>8,7%</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,1</b>	<b>4,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>
<b>Asiatische Schwellenländer</b>	<b>25,0%</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>
<b>Welt *</b>	<b>100,0%</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>
<b>Welt (gewichtet mit nom. Wechselk.)</b>	<b>100,0%</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>

Quelle: Macrobond. Prognosen: Meriten Investment Management 12/2013. \* gewichtet mit IWF-Kaufkraftparitäten.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich das globale Wachstum 2014 leicht beschleunigen wird. Da zyklische und wirtschaftspolitische Kräfte in entgegengesetzte Richtungen wirken dürften, wird es auf ein feines Ausbalancieren der „Entziehungskur“ der Notenbanken ankommen, um den vielerorts noch fragilen Aufschwung nicht zu gefährden.

Zweifelsfrei wird 2014 also ein weiteres herausforderndes Jahr werden. In den folgenden Abschnitten erläutern wir unsere Einschätzungen zu den wichtigsten Themenfeldern in Bezug auf Konjunktur, Wirtschaftspolitik und Märkte für die USA, Schwellenländer, die EWU und Deutschland.

## USA

Die wichtigsten Fragen:

- Wie stark wird die Konjunktur?
- Geldpolitik: Timing, Umfang und Ausgestaltung der Normalisierung?
- Droht eine erneute Beeinträchtigung durch weitere politische Konflikte über die Fiskalpolitik?

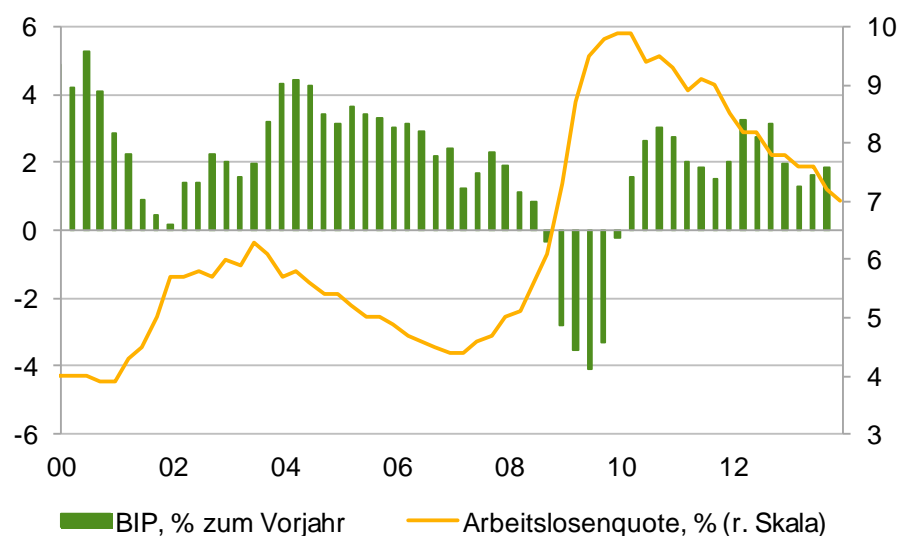
Unsere Einschätzung:

Das Wachstum des US-Bruttoinlandsprodukts hat sich im dritten Quartal auf 3,6% (annualisiert) beschleunigt. Auch wenn das Ergebnis für das vierte Quartal durch die vorübergehende Schließung der US-Administration im Oktober beeinträchtigt werden könnte, weisen die wichtigsten Frühindikatoren auf eine Fortsetzung der Erholung 2014 hin. Wir erwarten ein durchschnittliches Wachstum von 2,6% im kommenden Jahr.

Wir glauben nicht, dass es zu einer erneuten drastischen Eskalation des US-Haushaltsstreits kommt, die die Konjunktur nennenswert bremsen könnte. Unabhängig davon, wird es allerdings weiterhin Druck geben, die Staatsschulden mittelfristig unter Kontrolle zu bringen, um ein weiteres Abrutschen des Kredit-Ratings der USA zu verhindern. Insofern ist von der Fiskalpolitik kein besonderer Stimulus zu erwarten. Die Basiseffekte aus der Zwangsverwaltung und der zeitweisen Schließung der Administration 2013 könnten die Wachstumsrate 2014 allerdings positiv beeinflussen.

Das Wachstum dürfte im kommenden Jahr jedenfalls ausreichen, um den US-Arbeitsmarkt weiterhin zu unterstützen. Das (erwartete) Beschäftigungswachstum ist der wichtigste Parameter für die Fed bei der Entscheidung, ihre Anleihekäufe langsam zu reduzieren. Mit sieben Prozent ist die Arbeitslosenquote zwar noch deutlich höher als im historischen Durchschnitt; der rückläufige Trend ist aber sehr stabil.

### Grafik – Positiver Wachstums- und Arbeitsmarkttrend in den USA



Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management, 12/2013

Diese Konjunkturlage spricht unserer Meinung nach dafür, dass die Fed sehr bald die ersten konkreten Schritte zur Verringerung ihrer Anleihekäufe einleiten wird. Sie wird dabei allerdings nach den Erfahrungen aus dem Frühjahr 2013, als die Renditen von US Treasuries als Reaktion auf die Ankündigung von Tapering sehr steil anstiegen und Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern zu drastischen Wechselkursverschiebungen führten, sehr behutsam vorgehen. Insbesondere wird sie intensiv kommunizieren, dass die Rückführung der quantitativen Lockerung nicht eine baldige Zinswende impliziert, also eine allgemeine geldpolitische Verschärfung, für die angesichts sehr niedriger Inflation in den USA derzeit kein Anlass besteht.

Wir rechnen frühestens 2015 mit einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen. Dies aber auch nur, wenn sowohl die Arbeitslosigkeit weiter sinkt, als auch die Inflation steigt. Nichtsdestotrotz dürfte die Rückführung der quantitativen Lockerung zu einem weiteren moderaten Anstieg der langfristigen Renditen von US-Staatsanleihen führen, so dass die Renditekurve 2014 noch etwas steiler werden könnte, wenn sich die Konjunktur wie oben beschrieben entwickelt.

### **Schwellenländer**

Die wichtigsten Fragen:

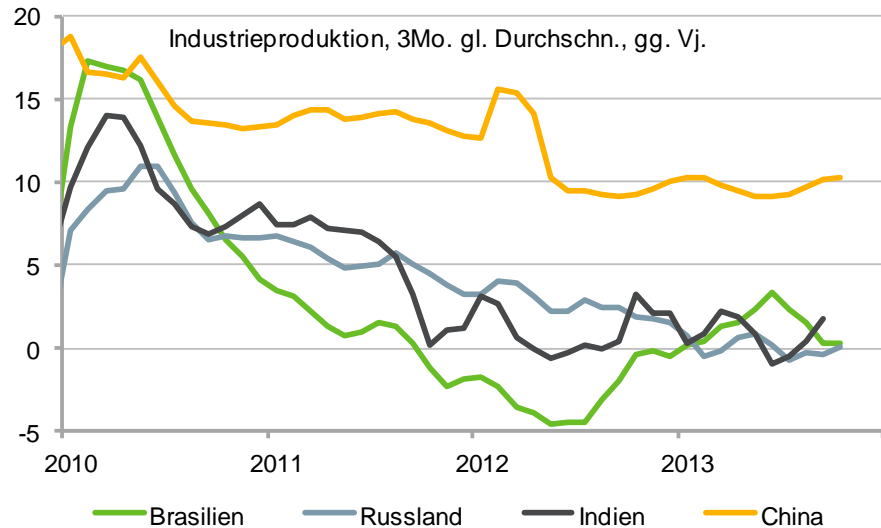
- Berappelt sich die in einzelnen Ländern angeschlagene Konjunktur?
- Wie hoch ist das Risiko von Kapitalabflüssen, wenn die Fed tapert?
- Könnte es zu weiteren Leistungsbilanzkrisen kommen?

Unsere Einschätzungen:

Was die Bedeutung für die globale Konjunktur angeht, sticht China mit einem Anteil am Welt-BIP von ca. 15% (nach Kaufkraftparitäten gerechnet) aus der Gruppe der Schwellenländer heraus. Ebenfalls ungewöhnlich ist sein stetiges und trotz leichter Verlangsamung weiterhin dynamisches Wachstum sowie die Tatsache, dass China einen Leistungsbilanzüberschuss ausweist. Insofern müsste eigentlich die Zusammenfassung der Schwellenländer zu einer Ländergruppe unter Ausschluss Chinas stattfinden, wenn man ein repräsentativeres Bild von den ökonomischen Verhältnissen zeichnen will. Gerade aus Investorensicht trifft dies zu, denn Chinas Anteil an liquiden Assets ist weit kleiner als sein Anteil an der globalen Produktion.

China selbst dürfte weiterhin auf dem erreichten etwas langsameren Wachstumspfad bleiben, der sich auch 2014 etwas weiter absenken dürfte. Schon bei Betrachtung der anderen BRIC-Staaten wird Chinas Sonderrolle deutlich. Indien, das zweitgrößte Land der gerne verwendeten Ländergruppe, hatte Mitte 2013 angesichts eines wachsenden Leistungsbilanzdefizits und hoher Inflation mit zeitweise massiven Kapitalabflüssen und Währungsturbulenzen zu kämpfen, die durch die Tapering-Diskussion in den USA ausgelöst worden waren. Brasiliens Defizit ist zwar geringer, weist aber eine steigende Tendenz auf. Zudem ist das Wachstum im einstigen Starperformer Lateinamerikas fast zum Erliegen gekommen, so dass auch seine Währung 2013 unter Druck geraten ist.

### Grafik – Produktion: Schwächere Entwicklung in einigen Schwellenländern



Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management, 12/2013

Auch kleinere Schwellenländer hatten durch die Tapering-Diskussion in den USA mit temporären Kapitalabflüssen zu kämpfen, die sich negativ auf ihre Währungen auswirkten, z. B. die Türkei, Südafrika, und Indonesien. Viele von ihnen haben seither begonnen, ihre Leistungsbilanzen zu sanieren, teilweise durch ein Zurückdrängen der Binnennachfrage.

Wir glauben, dass sich dieser Prozess auch 2014 fortsetzen wird und zu verbesserter Finanzierungsstabilität führen wird, und es daher nicht zu Zahlungsbilanzkrisen kommen wird. Die Kehrseite dürfte sein, dass die Schwellenländer mit dem größten Anpassungsbedarf 2014 keine allzu beeindruckende Wachstumsperformance zeigen werden. Zudem ist nicht auszuschließen, dass das Tapering der Fed zu erneuten Kapitalabflüssen führen könnte, wenn auch geringeren als im Sommer 2013. Auf der positiven Seite werden die Schwellenländer allerdings von etwas robusterer Nachfrage aus den Industrieländern profitieren.

Alles in allem gehen wir von einer nur mäßigen Konjunkturbeschleunigung in den Schwellenländern aus. Nicht nur die Währungsturbulenzen im vergangenen Sommer, sondern auch die derzeitigen politischen Unruhen z. B. in Thailand dürfen als Erinnerung daran gesehen werden, dass die herausragende Performance von Schwellenländer-Anlagen aus den Jahren vor 2012 nicht kurzfristig wiederholen lassen wird.

### Eurozone

Die wichtigsten Fragen:

- Gelingt es der Peripherie, der Rezession dauerhaft zu entkommen?
- Wie stark ist der Kern der Eurozone?
- Wird die EZB nochmal nachlegen?
- Wie geht es weiter mit Griechenland und Zypern?

### Unsere Einschätzungen:

Für die EWU waren das zweite und dritte Quartal 2013 die ersten beiden mit einem leichten BIP-Zuwachs nach sechs Quartalen der Schrumpfung. Die mageren Zuwächse von 0,3% bzw. 0,1% verdeutlichen allerdings, dass die Nachhaltigkeit des positiven Trends noch nicht bewiesen ist.

Neben den wohlbekannten strukturellen Themen ist die Kreditvergabe ein entscheidender Parameter bei der Beurteilung der Konjunkturaussichten gerade Spaniens und Italiens, aber natürlich auch für Portugal. Damit das Wachstum auf solidere Füße gestellt werden kann, ist es zwingend erforderlich, dass sich der Zugang zu Kredit für Unternehmen und Privathaushalte verbessert.

In diesem Kontext ist die bevorstehende Bilanzprüfung durch die EZB sowie der sich anschließende Stresstest enorm bedeutsam, da sie über die Notwendigkeit weiterer Bilanzkürzungen, bzw. weiteren Kapitalbedarf entscheiden. Auf kurze Sicht könnte sie nochmals die Kreditvergabe beeinträchtigen. Sobald aber klar ist, welche Banken eine ausreichende Kapitaldecke aufweisen, dürfte auch der Kreditprozess in den krisengeplagten Ländern wieder in Gang kommt – wenn auch möglicherweise langsam und mit weiterhin gewährter Liquiditätsunterstützung durch die Zentralbank.

Auf politischer Ebene wäre eine Einigung zu den verbleibenden Themenblöcken der Bankenunion – dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus und der Einlagensicherung – ebenfalls äußerst hilfreich, um die Transparenz im Finanzsektor zu erhöhen. Aber auch EU-typische schleichende Fortschritte würden helfen, den Kreditstau aufzulösen.

Wir gehen davon aus, dass solche langsamen Verbesserungen möglich sind. Ebenso gehen wir davon aus, dass die EZB liquiditätsseitig weiter unterstützend wirken wird, wenn die Banken das ihre dazutun, indem sie ihre Bilanzen weiter verbessern.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich die Nachfragestaus in etlichen EWU-Ländern langsam auflösen werden. Insbesondere für Spanien und Italien erwarten wir, dass sich das Wachstum gegen Ende 2014 der 1%-Marke annähert. Dies könnte, angesichts sehr vorsichtiger Erwartungen eine der wichtigsten positiven Überraschungen 2014 werden.

Auf der anderen Seite halten wir positive Überraschungen im Kern der Eurozone für unwahrscheinlich, und die guten Nachrichten aus Griechenland und Zypern dürften sich in engen Grenzen halten.

Was Griechenland angeht, wird 2014 entschieden werden müssen, ob regelmäßig neue Hilfspakete geschnürt werden müssen, weil das Land bei der Sanierung hinter allen Plänen zurückbleibt. Auch an dieser Stelle ist der wahrscheinlichste Weg der einer EU-typischen Salami-Taktik, denn es scheint weder in Brüssel noch in Berlin oder Paris die Bereitschaft zu bestehen, das Scheitern der bisherigen Hilfspolitik einzugestehen, auch wenn alle Experten, selbst der an den Hilfsaktionen beteiligte IWF, eine Wiederherstellung der Solvenz des Landes für unwahrscheinlich halten.



Wir bleiben bei unserer Meinung, dass es letztendlich einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland geben muss, der dann erstmals auch die Staatsfinanzen der anderen EWU-Mitglieder und damit ihre Steuerzahler treffen würde. Genau dieses Szenario werden die beteiligten Regierungen allerdings, bezogen auf Griechenland und auch Zypern, so lange wie möglich verhindern wollen. Eine bedeutende Richtungsänderung bei der EU-Rettungspolitik steht uns also 2014 wohl (noch) nicht ins Haus.

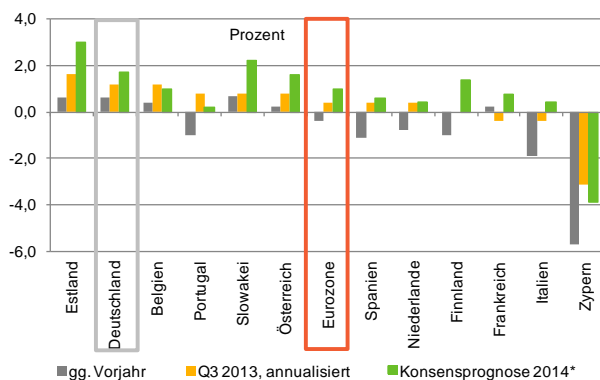
Im Kern der Eurozone hat Frankreich, was das Wachstum angeht, bereits 2013 deutlich schlechter als erwartet abgeschnitten. Auch wenn 2014 eine leichte Beschleunigung bringt, dürfte es angesichts fehlender wirtschaftspolitischer Impulse doch wenig beeindruckend bleiben. Gemäß unserer Prognose könnte Frankreich gemessen am BIP-Wachstum sogar hinter Italien und Spanien zurückfallen.

Deutschland trauen wir dagegen mehr zu. Das BIP-Wachstum dürfte sich 2014 deutlich beschleunigen, und zwar zunehmend durch Binnennachfrage getragen. Hohe Erwartungen bergen allerdings auch hohes Enttäuschungspotenzial. Obwohl die Stimmung gerade in der deutschen Wirtschaft heute exzellent ist, ziehen doch die erste dunklen Wolken am Horizont auf, die teilweise durch den Koalitionsvertrag zwischen CDU/CSU und SPD entstanden sind, teils aber auch durch drohendes Ungemach aus Brüssel.

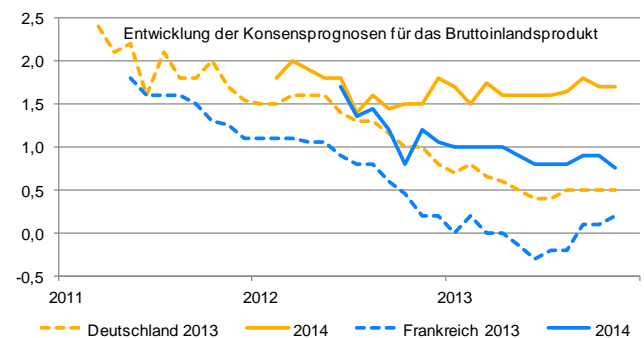
Denn während die neue Bundesregierung über bestimmte Gruppen des privaten Haushaltssektors das Füllhorn ausschütten will (Stichwort: Mütterrente, Frühverrentung, Mindestlohn) könnten auf die Unternehmen erhebliche zusätzliche Belastungen zukommen, die auch Beschäftigungsverluste nach sich ziehen würden.

Neben Zusatzkosten durch den Mindestlohn, die wir in der Summe für verkraftbar halten, und dem Wegfall einer Rentenbeitragssenkung, um die neuen Rentenansprüche zu finanzieren, birgt vor allem die Energiepolitik ein großes Risiko, denn die Ambitionen der großen Koalition, was eine Begrenzung des Strompreises angeht, sind nicht sehr eindrucksvoll. Insofern fürchten wir, dass die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen durch eine Kombination aus steigenden Lohn- und Energiekosten erodiert.

### Niedrige Erwartungen für das EWU-Wachstum



### Im EWU-Kern driften Deutschland und Frankreich auseinander



Quelle: Macrobond, Bloomberg, Meriten Investment Management, 12/2013; \*Prognose Estland, Zypern: EU Kommission

Wahrscheinlich wird dies 2014 noch nicht voll wirksam werden, aber mittel- und langfristig ist nicht auszuschließen, dass sich die zuletzt sehr erfreuliche Beschäftigungsentwicklung in Deutschland umkehren könnte. Angesichts der gerade erhöhten Ansprüche an den Sozialstaat könnte dies sehr schnell zu defizitären Sozialhaushalten und erneut steigenden Beiträgen und Steuern führen.

Trotz dieser mittel- bis langfristigen Risiken trauen wir Deutschland 2014 nochmal eine deutliche Wachstumsbeschleunigung zu getrieben durch die sich erholende Konjunktur in wichtigen Abnehmerländern, durch die Aussicht auf Einkommenszuwächse der Privathaushalte und durch extrem günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, auch auf Grund der für Deutschland erheblich zu lockeren EZB-Politik.

Solange aber Liquiditätsengpässe in der Peripherie bestehen, dürfte die EZB an ihrer lockeren Politik festhalten. Eine weitere Lockerung durch eine erneute Zinssenkung erwarten wir allerdings nicht.

### **Zusammenfassung**

Die globalen Aussichten für Wachstum und Märkte ergeben ein recht gemischtes Bild, in dem aber die positiven Einschätzungen überwiegen. In den Industrieländern dürfte sich die Konjunktur stabilisieren und den Zentralbanken, allen voran der Federal Reserve in den USA, Gelegenheit geben, ihre Geldpolitik zumindest mit Blick auf die Liquiditätsversorgung langsam zu normalisieren. Die Erfahrungen aus der Tapering-Diskussion 2013 sprechen dafür, dass der nächste Versuch noch behutsamer sein wird und daher auch weniger unerfreuliche Nebenwirkungen haben wird – in den USA selbst, aber auch in den Schwellenländern. Ein leichter Anstieg der US-Renditen ist trotzdem wahrscheinlich.

Für die Schwellenländer erwarten wir eine eher bescheidene Wachstumsbeschleunigung, und die Risiken, die für sie mit dem Einstieg der Fed ins Tapering verbunden sind, dürften zu eher volatilen Marktreaktionen in den Emerging Market Assets führen.

Die EZB wird alles versuchen, die Eurozone gegen einen allgemeinen Zinsanstieg abzusichern, der das Risiko in sich bergen würde, den gerade erreichten Rückgang der Renditen in der Peripherie zunichte zu machen. Dies schließt nicht aus, dass die Renditen von Bundesanleihen ein gewisses Stück mit den Treasury-Renditen steigen könnten; immerhin wäre dies der sich verbessernden Konjunktur Deutschlands durchaus angemessen. Entscheidender ist die Abkoppelung der Peripherie von einem eventuellen Renditeanstieg, denn die meisten Länder im Süden Europas benötigen bei allen erwarteten guten Konjunkturnachrichten noch mehr Zeit, um ihre Struktur- und Haushaltsreformen weiter voranzutreiben.

Hieraus ergibt sich, dass es insbesondere mit Blick auf die Geldpolitik 2014 zu einer gewissen Divergenz zwischen den USA auf der einen und der EWU und Japan auf der anderen Seite kommen dürfte, wo die Zentralbanken wahrscheinlich den eingeschlagenen Kurs beibehalten werden.



## 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, Elisabethstraße 65, 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. Sie erhöht sich nicht durch die an die Meriten Investment Management GmbH gezahlten Entgelte. Eine direkte Belastung des Investors erfolgt nicht. 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.

233Q42013