

- **Schuldenkrise der Industrieländer:**
Ursachen und mögliche Lösungen
- **Aktien:** Wird Japan uns alle überraschen?
- **EWU:** Gute Gründe für aktives Staatsanleihenmanagement

Risk & Reward

Märkte und Portfoliostrategien

Global editorial committee:

Carsten Majer, Chair (Chief Marketing Officer, Invesco Continental Europe)
Bernhard Langer, Co-Chair (CIO, Global Quantitative Equity)
Denis Tumbult, Co-Chair (Head of Campaign Strategy & Corporate Communication, Invesco Continental Europe)
Jutta Becker (CE Campaigns & DTP, Invesco Continental Europe)
Brian Foerster (Senior Market Research Analyst, Invesco)
David Gluch (Manager of Product Management, Invesco)
Jens Langewand (Managing Director - Research, Global Quantitative Equity)
Jonathan Peckham (Head of US Products & Marketing Research, Invesco)
Florian Schwab (GPR & Product Marketing Manager, Invesco Continental Europe)
Laura Wagner (Marketing Communications Manager, Invesco)

Redaktionsschluss: 15. Juli 2010

Kontakt:

Atlanta (+1 404 898 0771)	Hongkong (+852 3128 6000)	New York (+1 212 278 9000)
Boston (+1 617 345 8200)	London (+44 207 065 4000)*	Paris (+33 1 5662 4377)
Dallas (+1 972 715 7400)	Louisville (+1 502 581 7668)	Tokio (+81 3 6402 2600)
Frankfurt (+49 69 29807 400)	Melbourne (+61 3 9611 3600)*	Toronto (+1 416 324 7448)
Henley (+44 1491 417000)*	München (+49 89 2060 6000)	

www.invesco.com

Wichtige Information

Nur für professionelle Kunden und Finanzberater und nicht zur Weitergabe an Dritte.

Sämtliche Beiträge in dieser Publikation wurden von Invesco Mitarbeitern oder Dritten im Rahmen ihrer Berufsausübung erstellt. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die ständigen Änderungen unterworfen sind. Diese Publikation ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Das Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und berücksichtigt keine individuellen Erwartungen, steuerliche oder finanzielle Interessen. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde, sicherzustellen, dass die in dieser Publikation enthaltenen Informationen korrekt sind, kann ebenso wenig eine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden wie für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren. Der Wert der Anteile sowie die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Weiterhin können auch Wechselkursänderungen Schwankungen des Wertes der Anlage verursachen. Weder Invesco noch ein anderes Unternehmen der Invesco Ltd. übernimmt eine Garantie für die Entwicklung eines Fonds noch für den Werterhalt einer Anlage. Die Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Bitte lesen Sie vor jeder Investition den ausführlichen Verkaufsprospekt, insbesondere den Teil über besondere Risiken. Diese Publikation dient lediglich der Information und stellt keinen Anlageberater oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar.

Herausgeber dieser Publikation in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main, beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Herausgeber dieser Publikation in Österreich ist Invesco Asset Management Österreich GmbH, Rotenturmstraße 16-18, A-1010 Wien.

Herausgeber in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Genferstrasse 21, CH-8002 Zürich (Standort, an welchem der Prospekt, die Jahres- und Halbjahresberichte sowie die Treuhänderurkunde und die Statuten kostenlos bezogen werden können). Fortis Banque (Suisse) S.A., Genf, Zweigniederlassung Zürich, amtet als Zahlstelle für die Schweiz.

Sämtliche Rechte sind vorbehalten.

Stand Juli 2010.

Märkte

- 2 Die Schuldenkrise der Industrieländer: Ursachen und mögliche Folgen**
John Greenwood
Chefvolkswirt John Greenwood erklärt die Ursachen der Schuldenkrise.
- 6 Europäische Unternehmensanleihen: Neue Chancen nach der Spreadausweitung?**
Paul Read
Die Spreads von Investmentgrade-Anleihen sind wieder so weit wie im letzten Herbst.
- 9 Emerging-Markets-Lokalwährungsanleihen: Krisengewinner?**
Claudia Calich und Ashok Parameswaran
Nach der Kreditkrise erscheinen uns Lokalwährungsanleihen besonders interessant.
- 12 Wird Japan uns alle überraschen?**
Paul Chesson und Tony Roberts
In Japan gibt es günstig bewertete Qualitätsunternehmen mit hohem Gewinnpotential.
- 15 Chinesische A-Aktien: Chancen für langfristige Anleger**
Joseph Tang
Lesen Sie die Einschätzung unseres Teams in Hongkong.

Methodik

- 18 Quantitative Aktienausswahl in Emerging Markets: Von der Renditeprognose zur Portfolioimplementierung**
Dr. Jens Langewand und Robert Nakouzi
Wir analysieren die zu erwartende Performance unseres neuen Prognosemodells und erörtern praktische Probleme der Portfoliokonstruktion.
- 23 Risikomodellierung in turbulenten Zeiten**
Dr. Bernhard Pfaff
Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten waren die erste Feuerprobe für unser neues Copula-GARCH-Risikomodell.

Produkte

- 24 Nachhaltigkeit: Anlegen mit Weitsicht**
Manuela von Ditzfurth
Wir stellen Konzepte vor, nach denen Invesco nachhaltige Anlagen für institutionelle Investoren managt.
- 27 EWU: Gute Gründe für aktives Staatsanleihenmanagement**
Mark Nash
Anleger sollten sich wieder mehr für aktives Staatsanleihenmanagement interessieren.

Strategie

- 30 Taktische Asset Allocation: Aktien attraktiv**
Dr. Martin Kolrep
Trotz negativer Trends halten wir an der Übergewichtung von Aktien fest und haben sie in einigen Regionen sogar ausgebaut.
- 32 Invesco Structured Core Equities: Überblick**
Manuela von Ditzfurth
Im 2. Quartal 2010 bestimmten Nervosität und fallende Kurse die Märkte. Dem konnten sich unsere vier Fokusprodukte nicht entziehen.

Chefvolkswirt John Greenwood erklärt die Ursachen der Schuldenkrise in den Industrieländern und zeigt mögliche Lösungen auf. Außerdem befasst er sich mit der Lage in der Eurozone. John Greenwood meint, dass die Europäische Währungsunion die Krise verschlimmert.

Zwei Arten von Rezessionen

Es gibt zwei Arten von Rezessionen: zum Einen die üblichen Abschwünge, die meist nicht lange dauern und nicht besonders ausgeprägt sind, zum Anderen aber auch außergewöhnliche Konjunkturerbrüche von längerer Dauer und großer Heftigkeit. Die jüngste Rezession gehörte zweifellos zu den schwereren Fällen, wurde aber durch das beispiellose Eingreifen von Regierungen und Zentralbanken schnell beendet.

Der amerikanische Volkswirt Irving Fisher fand 1933 einen guten Weg der Unterscheidung zwischen diesen beiden Arten der Rezession. In einer empirischen Studie¹ zeigte er, dass den eher schweren Rezessionen oder Depressionen stets eine Anhäufung von Schulden vorausging. Im Grunde genommen (und etwas moderner ausgedrückt) erklärte er solche Rezessionen damit, dass platzende Kreditblasen Haushalte, Unternehmen und den Finanzsektor stark belasten. Die Folgen sind Konkurse, Überschuldung und die Notwendigkeit eines langwierigen Schuldenabbaus. Hinzu kommt, dass es lange dauert, bis die Bankbilanzen nach einer geplatzten Kreditblase wieder in Ordnung gebracht sind. Die zurückhaltendere Kreditvergabe lässt die Geld- und die Kreditmenge schrumpfen - es kommt zu einer „Kreditdeflation“.

Im Gegensatz zu leichten Rezessionen, nach denen sich die Wirtschaft automatisch erholt, sobald die Zentralbank die Zinsen senkt, enden schwere Rezessionen nicht unbedingt von selbst. Da in schwereren Rezessionen Geschäftsbanken hohe Verluste erleiden, kommt es häufig zu Bankenkrisen, die das Eingreifen des Staates erfordern. Auch können der Vertrauensverlust der Investoren und ihr Rückzug aus dem Markt zu Währungsabwertungen führen. Oft werden schwere Rezessionen daher nicht nur von einer Bankenkrise, sondern auch von einer Währungskrise begleitet.

Die sich gegenseitig verstärkenden Auswirkungen einer solchen dreifachen Krise erklären, warum die Regierungen mit so umfangreichen Rettungspaketen und Hilfsprogrammen gegensteuern müssen. Banken müssen rekapitalisiert oder gar verstaatlicht werden, und um die schrumpfenden privaten Ausgaben zu kompensieren, muss die Fiskalpolitik expansiver werden. Vielleicht müssen sogar die Zentralbanken die Zinsen fast auf null senken und zu Quantitative Easing greifen, um den Folgen des Schuldenabbaus im privaten Sektor entgegenzuwirken.

Zwei sich überschneidende Glockenkurven

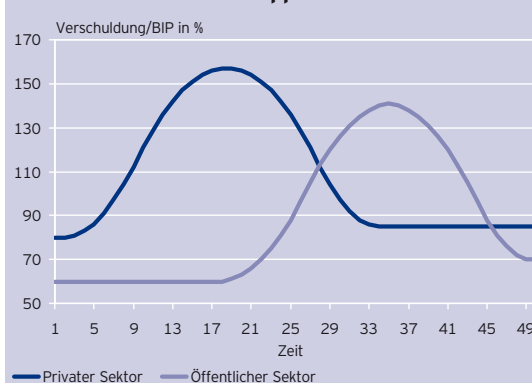
Kreditblasen und die Auswirkungen ihres Platzens lassen sich als zwei sich überschneidende Glocken-

kurven darstellen (Abb. 1), die die Entwicklung der Verschuldung wiedergeben. Die erste Glockenkurve zeigt den steigenden privaten Verschuldungsgrad. Wenn eine Blase entsteht, steigt zunächst die private Verschuldung (im Verhältnis zum BIP), gefolgt von einem Schuldenabbau nach dem Platzen der Blase. Die zweite Glockenkurve zeigt den Verschuldungsgrad des Staates. Er entwickelt sich ähnlich, aber die Kurve ist nicht unbedingt genauso ausgeprägt.

Wenn die Blase platzt, baut der private Sektor üblicherweise rasch seine Schulden ab, indem er seine Ausgaben kürzt und seine Schulden zurückzahlt. Für den Staat hat der Beginn einer Rezession sehr schnell einen starken Rückgang der Einnahmen zur Folge. Es entsteht ein Haushaltsdefizit; der Verschuldungsgrad steigt. Hinzu kommt, dass die Regierung bei einer anhaltenden Rezession zusätzliche Konjunkturprogramme auflegt, so dass das Defizit und die Verschuldung noch weiter zunehmen. Deshalb steigt die Staatsverschuldung in modernen Volkswirtschaften meist genau dann, wenn der private Sektor mit dem Schuldenabbau beginnt.

Schon in vielen Ländern haben staatliche Konjunkturprogramme die Wirtschaft nach Bankenkrisen stabilisiert. Es gibt zahlreiche Fallstudien, die zeigen, wie die Schuldenprobleme gelöst wurden. In einer bemerkenswerten Studie haben die Professoren Reinhart und Rogoff² kürzlich eine Vielzahl von Krisen ausgewertet und gezeigt, was nach dem Platzen einer Kreditblasen üblicherweise passiert (Kasten 1). Eine andere Studie (von der Unternehmensberatung McKinsey)³ hat vier mögliche Wege aus der Schuldenkrise identifiziert: hohe Inflation, Staatsbankrott, Schuldenabbau durch Wachstum und Sparprogramme. Wir fügen noch eine weitere hinzu: die Schuldenfalle.

Abb. 1: Zwei sich überlappende Glockenkurven



Quelle: Invesco; nur zur Illustration; Stand Juni 2010.

Kasten 1: Erfahrungen aus 15 größeren Banken Krisen

- Rückgang der realen Hauspreise um 35% in sechs Jahren
- Rückgang der Aktienkurse um 55% in 3,5 Jahren
- Anstieg der Arbeitslosigkeit um sieben Prozentpunkte in vier Jahren
- Rückgang des BIP um 9% in zwei Jahren
- Anstieg der Staatsverschuldung um 86% in fünf Jahren

Quelle: Reinhart and Rogoff (2009): „This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly“, Princeton University Press

besonders großen Last. In der Regel stufen die Ratingagenturen die Ratings von Ländern mit einer hohen Verschuldung und/oder schwachen Wachstums-, Leistungsbilanz- und Steueraufkommenserwartungen herab - so wie zuletzt Griechenland und Spanien. Wenn ein Land seine Zahlungsunfähigkeit erklärt, so bedeutet dies unweigerlich einen für einige Jahre eingeschränkten Zugang zum Kreditmarkt. So gesehen, zwingt ein Staatsbankrott sowohl den privaten als auch den öffentlichen Sektor eines hoch verschuldeten Landes zum disziplinierten Schuldenabbau.

Die dritte Alternative ist, der Verschuldung durch starkes Wachstum zu entkommen. Dabei sorgt das Wachstum des BIP (also des Nenners des Verschuldungsgrads) für einen allmählichen Rückgang des Verschuldungsgrads - und nicht ein geplanter Abbau der Schulden (des Zählers). Diese Lösung kommt aber nicht oft vor, weil das Wachstum nur selten zu einer so starken Rallye ansetzen kann. Meist gibt es das nur bei einem Rohstoffboom oder wenn ein Krieg ausbricht.

Eine vierte Möglichkeit ist die Schuldenfalle, für die Japan seit zwanzig Jahren das beste Beispiel ist. Nach dem Platzen der Blase der Jahre 1985 bis 1990 ging das BIP-Wachstum unerwartet mehrere Jahre lang zurück, so dass sich die Staatsfinanzen immer weiter verschlechterten. Der Verschuldungsgrad stieg entsprechend der Glockenkurve in Abbildung 1, doch gelang es der Geld- und Fiskalpolitik nicht, die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Japans Verschuldung stieg auch dann noch weiter, als sich der private Sektor wieder erholt hatte. Heute beträgt der Verschuldungsgrad 180%, und die OECD geht von einem weiteren Anstieg auf 204% bis 2011 aus. Demzufolge steigt die Verschuldung Japans schneller als das nominale BIP. Japan befindet sich in einer Schuldenfalle. Dies geht nur deshalb so lange gut, weil der Staat für seine Anleihen so niedrige Zinsen zahlt.

Der fünfte Weg aus der Verschuldung sind Sparprogramme, also staatliche Maßnahmen, die dazu führen, dass die privaten und öffentlichen Schulden über viele Jahre langsamer wachsen als das nominale BIP. (Absolut betrachtet sinkt die Nominalverschuldung sogar häufig, aber das ist nicht unbedingt nötig.) In der Praxis war diese „Lösung“ in den letzten Jahrzehnten die häufigste, insbesondere in Industrieländern. Und auch nach der jüngsten Krise ist sie der von Großbritannien, den USA und anderen europäischen Ländern angestrebte Weg.

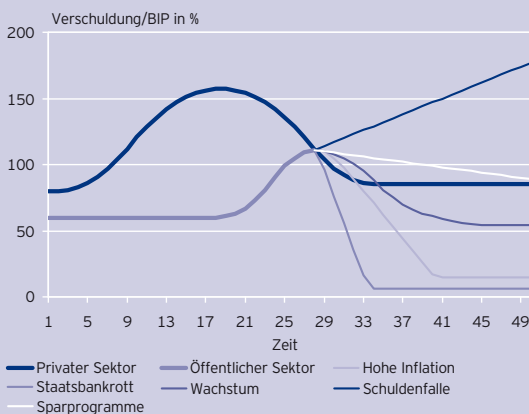
Nach der McKinsey-Studie haben sich seit 1933 23 Länder nach Krisen für Sparprogramme entschieden, 16 davon nach Finanz- und Banken Krisen. Üblicherweise geht die Verschuldung des privaten Sektors recht schnell zurück, während der Schuldenabbau im öffentlichen Sektor ein längerer Prozess ist. Die nordischen Länder nach den Jahren 1990

Fünf mögliche Lösungen

Die erste „Lösung“ des Haushalts- bzw. Schuldenproblems ist, für eine hohe Inflation zu sorgen (Abb. 2). Dadurch sinken die realen Schulden, während der Nominalwert der Aktiva steigt. Der private Sektor kann seine Schulden dann leichter abbauen. Die Inflation in die Höhe zu treiben ist vermutlich nicht schwer, hat aber fatale Folgen - für das Wachstum und die Einkommensverteilung. Schuldner sowie Menschen mit viel Immobilien- und Aktienbesitz profitieren, während Gläubiger und Menschen mit kleinen Sparkonten Verluste erleiden. Wenn die Inflation hoch ist oder steigt, geht die reale Kreditaufnahme (des privaten ebenso wie des öffentlichen Sektors) meist stark zurück, weil unter diesen Umständen nur wenige bereit sind, Kredite zu gewähren. Bei hoher Inflation verringert sich deshalb üblicherweise die reale Kreditmenge.

Eine zweite Möglichkeit des Schuldenabbaus ist ein Staatsbankrott bzw. eine Schuldenrestrukturierung, insbesondere wenn das Platzen der Blase mit einer Banken- oder einer Währungs Krise einherging. Bei einer starken Währungsabwertung wird die Rückzahlung der Fremdwährungsschulden nämlich zu einer

Abb. 2: Fünf Wege aus der Schuldenkrise



Quelle: Invesco; nur zur Illustration; Stand Juni 2010.

bis 1992 und die kleineren asiatischen Länder (ohne Japan) nach der Asienkrise 1997/98 sind gute Beispiele für diese Strategie. Durch die Sparmaßnahmen wächst das BIP in der Regel weniger stark als vor der Krise. Außerdem ist die Inflation geringer (selbst bei einer Währungsabwertung), und die Anleiherenditen sind niedriger, obgleich anfangs mehr Staatsanleihen ausgegeben werden. Der Grund dafür ist, dass der private Sektor mehr spart (um seine Schulden zurückzahlen zu können) und während des Schuldenabbaus sowie einige Jahre danach wenig Interesse an der Aufnahme neuer Kredite hat.

Die Schuldenkrise in der Eurozone

Auch die Schuldenkrise in der Eurozone lässt sich mit diesem Instrumentarium analysieren, doch ist die Lage hier komplizierter, weil es in einer Währungsunion besondere geld- und fiskalpolitische Probleme gibt. Die meisten Länder der Eurozone haben gerade erst die schlimmste Rezession nach dem 2. Weltkrieg hinter sich gebracht. Die Staatsverschuldung steigt enorm, und die Währung wertet ab. Sowohl geld- als auch fiskalpolitische Probleme haben die Krise noch verschärft.

Zurückzuführen sind diese Probleme auf den Leitgedanken einer Währungsgemeinschaft als solches. Im Grunde genommen hat die Vielfalt der Mitgliedsstaaten die Konjunktorentwicklung in den Peripherieländern (Griechenland, Irland, Spanien und Portugal) verstärkt und den privaten Sektor in Schwierigkeiten gebracht, die nun auf den öffentlichen Sektor übergreifen. Der eigentliche Auslöser der Krise ist aber, dass die Grundvoraussetzungen für eine Währungsunion nicht erfüllt sind, ganz zu schweigen von den strengen Beitrittsvoraussetzungen im Maastricht-Vertrag. Diese grundsätzlichen Probleme führen zu einem Teufelskreis, so dass weder mit einem schnellen noch mit einem einfachen Ende der Krise in der Eurozone zu rechnen ist.

Geld- und fiskalpolitische Probleme

Wenn die Volkseinkommen der Mitglieder einer Währungsunion sehr stark voneinander abweichen, fließen Investitionen in die Länder mit den niedrigsten Kosten. Dadurch steigen in diesen Ländern nach und nach die Einkommen, so dass sie sich an die der anderen Mitglieder angleichen. Soweit die Theorie. Vor allem bei einem langen und intensiven Konjunkturaufschwung ist aber die Wahrscheinlichkeit hoch, dass Assetpreise und Einkommen in den ärmeren Regionen sehr viel stärker steigen als in den wohlhabenderen Ländern. Genau das ist von 2003 bis 2008 in der Eurozone passiert.

Da die Europäische Zentralbank (EZB) für die gesamte Eurozone die Zinsen festlegt, aber die Rahmenbedingungen (wie Löhne und Grundstückspreise) in

den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich sind, erweist sich ein Zins, der für Kerneuropa genau richtig ist, für die Peripherieländer möglicherweise als zu niedrig. Daher sind Kreditvergabe und Geldmenge in den Peripherieländern während des jüngsten Booms erheblich stärker gestiegen als in Kerneuropa. Das Ergebnis waren Preisblasen bei Wohn- und Geschäftsimmobilien sowie ein starkes Beschäftigungs- und BIP-Wachstum. Als der Boom zu Ende war, wurden Gelder, die in den Peripherieländern investiert waren, abgezogen und Kredite zurückgefordert. Die Wohn- und Geschäftsimmobiliemärkte brachen zusammen, was einen schmerzhaften Rückgang von Beschäftigung, Einkommen und Wachstum zur Folge hatte. Im Gegensatz zur Eurozone als Ganzes, wo Geld- und Kreditmenge noch immer steigen, ist das Geld- und Kreditmengenwachstum in der Peripherie eingebrochen, insbesondere in Irland, aber auch in Spanien und Portugal.

Da die Eurozone kein Bundesstaat mit einer Zentralregierung ist, sind staatliche Gelder nicht automatisch in die Regionen geflossen, die sich jetzt in Schwierigkeiten befinden. Tatsächlich hat sich die wirtschaftliche Lage der ärmeren Peripherieländer stärker verschlechtert als die des reicheren Kerneuropas. Die Peripherieländer haben daher noch heute größere Haushaltsdefizite, was zu Ratingherabstufungen geführt hat. Diese Berg- und Talfahrt von Geldmengen- und Kreditwachstum, Assetpreisen, Einkommen, Wachstum und Inflation sowie die schwachen Staatsfinanzen der Peripherieländer sind unmittelbar darauf zurückzuführen, dass man die Grenzen der Währungsunion zu weit gesteckt hat und ihr Länder angehören, deren Einkommen und Produktivität weit auseinanderliegen. Verstärkt wird dieses Problem durch Artikel 102 des Maastricht-Vertrags, der die „Rettung“ von Mitgliedsländern regelt. Er besagt, dass weder die Währungsunion insgesamt noch irgendeines seiner Mitgliedsländer für irgendein anderes Land eintreten muss und selbst ebenfalls kein Anrecht auf Unterstützung durch die Gemeinschaft oder eines ihrer Mitglieder hat. Indem die Väter der Währungsunion auf eine starke Zentralregierung verzichtet haben, die bei einem Abschwung einen Finanztransfer initiieren könnte, haben sie die Augen vor der inneren Logik von Währungsgemeinschaften verschlossen.

Sonstige Probleme

Grundsätzlich unterscheiden sich die Mitglieder einer Währungsunion nicht von Ländern, die ihre individuellen Währungen behalten, aber einen festen Wechselkurs festlegen. Einfach gesagt: Da die Wechselkurse zwischen den Mitgliedern einer Währungsunion immer gleich sind, müssen sie nicht nur dieselbe Geldpolitik verfolgen. Darüber hinaus wäre es wünschenswert, wenn es (1) so viel Flexibilität gäbe, dass wirtschaftliche Ungleichgewichte oder Verwer-

fungen durch die Kräfte des Markts ausgeglichen würden und man (2) einen Puffer einbaute, der Schocks abfedern kann. In der Praxis müssen dafür einige Voraussetzungen erfüllt sein:

- ein hohes Maß an Lohn- und Preisflexibilität und eine hohe Mobilität der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit (damit die Arbeits-, Faktor- und Gütermärkte ein Gleichgewicht herstellen können),
- eine stabile und einheitliche Finanzmarktaufsicht (damit Schocks die Finanzinstitute nicht aus der Bahn werfen und zu wiederholten Wachstumseinbrüchen führen),
- staatliche Haushaltsdisziplin (damit es noch Finanzreserven gibt, wenn die Konjunktur kippt) und
- einen Finanzausgleich (als Sicherheitsnetz, falls die anderen Mechanismen nicht greifen).

In der Eurozone wurde auf all dies nie viel Wert gelegt. Aus praktischen Gründen einigte man sich darauf, dass die Beitrittskandidaten die Maastrichter Konvergenzkriterien erfüllen und Mitglieder den Stabilitäts- und Wachstumspakt aus dem Jahr 1997 einhalten müssen. Nach den Konvergenzkriterien mussten bestimmte Inflationsziele sowie Defizit- und Schuldenstandskriterien erfüllt werden. Außerdem mussten die Währungen der Beitrittskandidaten im WKM II stabil sein und bestimmte Vorgaben zur Höhe der Langfristzinsen eingehalten werden. Vor ihrer Aufnahme in die Währungsunion unternahmen die meisten Länder große Anstrengungen, um diese Kriterien zu erfüllen. Der Stabilitätspakt sollte die Mitglieder später dazu verpflichten, ihre gesamtstaatlichen Haushaltsdefizite unterhalb der 3%-Grenze zu halten. Die Staatsverschuldung sollte auch nach Einführung des Euro nicht mehr als 60% des BIP betragen. Dies sollte durch die Europäische Kommission und den Europäischen Rat überwacht werden, wobei gegen Länder, die die Grenzen verletzen, Verwarnungen ausgesprochen und Sanktionen verhängt werden sollten. Tatsächlich ließ aber der Druck zur Einhaltung selbst dieser wenig strengen Bedingungen nach, sobald ein Land Mitglied der Eurozone geworden war.

In der Praxis stellte sich heraus, dass die Anforderungen nicht flexibel genug waren, um während des gesamten Konjunkturzyklus eingehalten zu werden. Mit anderen Worten: Wenn die Konjunktur anzog, war es den Ländern ein Leichtes, die Kriterien zu erfüllen. Wenn aber das Wachstum schwächer wurde und die Steuereinnahmen zurückgingen, war an eine Einhaltung nicht mehr zu denken. Auch fehlte es

einigen Länder permanent an der notwendigen Ausgabendisziplin; manche trieben die Steuern nicht konsequent ein, andere lieferten nicht die geforderten Daten. All dies schadete dem Anlegervertrauen. Hinzu kommt, dass der EU-Stabilitätspakt nicht konsequent umgesetzt wurde. Der Rat verhängte keinerlei Sanktionen gegen Frankreich und Deutschland, belegte aber Portugal (2002) und Griechenland (2005) mit schweren Strafen – auch wenn diese niemals eingefordert wurden. 2002 bezeichnete der damalige EU-Kommissionspräsident Prodi den EU-Stabilitätspakt als „dumm“ – musste dessen Vorgaben aber trotzdem weiter umsetzen.

Fazit

Viele Länder, die in den letzten Jahrzehnten Bilanzrezessionen und Finanzkrisen erlebt haben, haben bewiesen, dass sich die Schuldenprobleme von Industrieländern nicht durch eine hohe Inflation oder einen wundersamen Wachstumsschub lösen lassen. Die Regierungen werden hart kämpfen müssen, um einen Staatsbankrott (bzw. eine Schuldenrestrukturierung) zu verhindern und einer Schuldenfalle nach japanischem Vorbild zu entgehen. Sparmaßnahmen sind der einzig wirksame und zugleich der wahrscheinlichste Weg. Realistisch betrachtet dauert es allerdings Jahre, bis die Länder ihre Schulden abgebaut haben, selbst wenn die Konjunktur sofort wieder anzieht. Die Eurozone leidet unter einem strukturellen Problem, das durch das Platzen der Kredit- und der Immobilienblase, die Rezession und den Anstieg der Staatsverschuldung zu Tage getreten ist. Dieses Problem muss ein für alle Mal gelöst werden, damit es der Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik und dem Vertrauen in Staatsanleihen aus der Eurozone nicht weiter schadet. Das ist eine große Herausforderung, und vielleicht lässt sich die Aufgabe auch gar nicht bewältigen. Dies wiederum würde bedeuten, dass die Krise in der Eurozone noch sehr lange nicht vorbei ist.

*John Greenwood, Chief Economist
Invesco Ltd.*

Anmerkungen:

- 1 The Debt Deflation Theory of Great Depressions (1933). <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>
- 2 Reinhart und Rogoff, "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly" (Princeton University Press, Oktober 2009).
- 3 McKinsey & Co, "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences" (McKinsey Global Institute, Januar 2010)

Invesco zählt weltweit zu den führenden Investmentgesellschaften. Unser Ziel ist es, Menschen beim Aufbau ihres Vermögens zu unterstützen - durch ein umfassendes Angebot an klar definierten Investmentprodukten und herausragende Investmentqualität. Die Basis dafür sind unsere übergreifenden Investmentgrundsätze, die für alle unsere Produkte Anwendung finden.

Die Philosophie

- Eine fundamentale Erläuterung, wo wir Investmentchancen sehen
- Wird anhand transparenter und klarer Prozesse effizient umgesetzt
- Ist eindeutig und klar vermittelbar

Der Prozess

- Hat ein theoretisches Fundament und ist empirisch abgesichert
- Basiert auf klaren und realistischen Risiko- und Ertragszielen
- Definiert klar, wie das Risikobudget aufgeteilt wird und wo die Ertragsquellen liegen

Die Wertentwicklung

- Soll innerhalb der Produktvorgaben attraktiv sein
- Soll aus den zuvor festgelegten Ertragsquellen stammen

Die Mitarbeiter

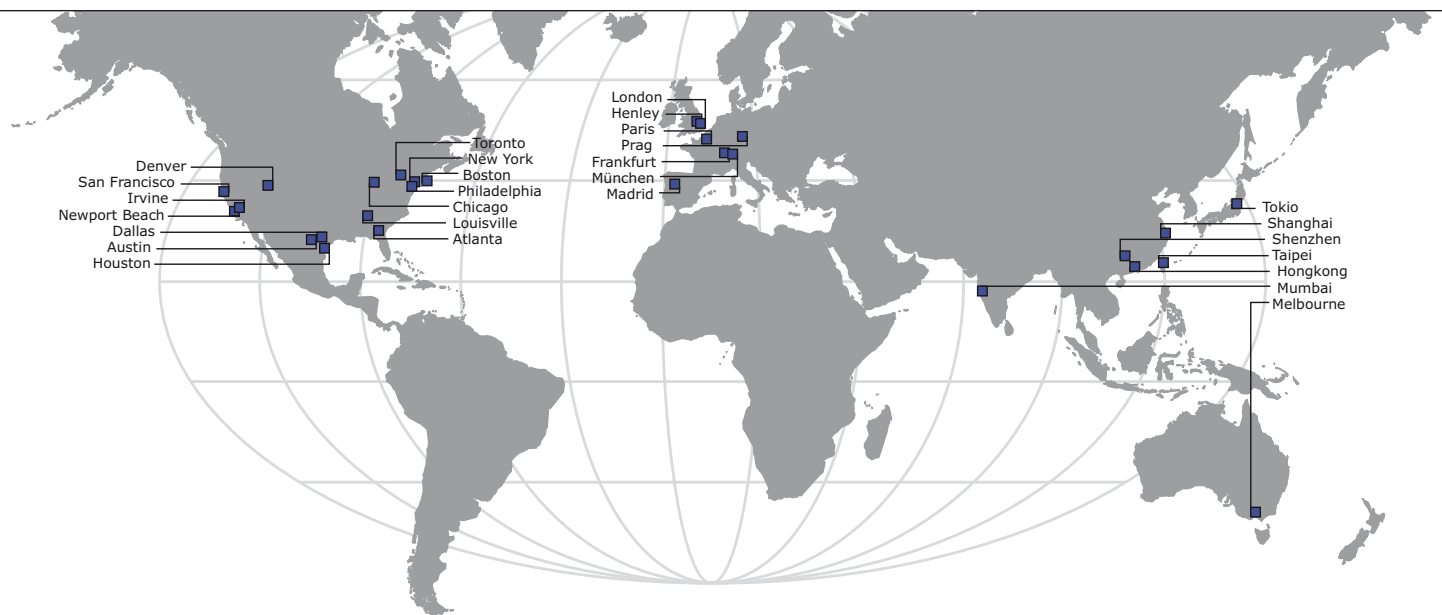
- Teamansatz mit einer „Partner“-Philosophie
- Hochqualifizierte Experten, die sich auf ihr Gebiet spezialisieren
- Erfolgsbasiertes Incentive-System

Die Produkte

- Klare Gestaltung einschließlich messbarer Benchmark, Ertragswartungen und Risikoparameter
- Streben eine attraktive risikoadjustierte Wertentwicklung an
- Angemessene Gebührenstruktur, die die Performance nicht beeinträchtigt

Wir helfen Investoren weltweit, ihre finanziellen Ziele zu erreichen.

Globale Kompetenz im Investmentmanagement



Eine unserer größten Stärken sind unsere eigenständigen Investmentzentren.

Mit Niederlassungen weltweit, Kompetenz in fast allen Assetklassen und Investmentstilen, einem disziplinierten Investmentansatz und einer ausgeprägten Performance- und Servicekultur fällt es Invesco leicht, auf Veränderungen zu reagieren und auch in Zukunft erfolgreich zu sein.

Investmentteams von Invesco

Invesco Asia-Pacific

Investmentfokus:

- Asiatische, chinesische, japanische und australische Aktien

Niederlassungen: Hongkong, Melbourne, Shenzhen, Taipei, Tokio

Invesco Fixed Income

Investmentfokus:

- Geldmarkt
- wertstabile Anlagen
- globale Anleihen
- Alternative und strukturierte Produkte

Niederlassungen: Chicago, Frankfurt, Houston, London, Louisville, Melbourne, New York

Invesco Fundamental Equities

Investmentfokus:

- US- und globale Growth-Aktien
- US-Core-Aktien
- US-Value-Aktien
- Sektorportfolios
- Balanced Portfolios

Niederlassungen: Austin, Houston, Irvine, New York, San Francisco

Invesco Global Strategies

Investmentfokus:

- Global Equity (Globale und Schwellenländer-Aktien);
- Global Quantitative Equity (quantitative, aktive, US-, globale und europäische Aktien, Long/Short-Strategien);
- Global Asset Allocation (Global Macro, Risk Parity, Rohstoffe und Active Balanced)

Niederlassungen: Atlanta, Boston, Frankfurt, London, Melbourne, New York, Philadelphia, Tokio, Toronto

Invesco Perpetual

Investmentfokus:

- Britische, europäische, globale, asiatische, japanische und Schwellenländer Aktien,
- Anleihen

Niederlassung: Henley

Invesco PowerShares

Investmentfokus:

- Börsennotierte Fonds (Exchange Traded Funds)

Niederlassung: Chicago

Invesco Private Capital

Investmentfokus:

- Private Equity-Dachfonds
- Kundenspezifische Mandate

Niederlassungen: London, New York, San Francisco

Invesco Real Estate

Investmentfokus:

- Globale direkte Immobilieninvestitionen und Immobilienaktien

Niederlassungen: Atlanta, Dallas, Hongkong, London, Madrid, München, New York, Newport Beach, Paris, Prag, San Francisco, Schanghai, Tokio

Invesco Trimark

Investmentfokus:

- Kanadische und globale Value-Aktien
- Kanadische und globale Anleihen
- Sektorportfolios
- Balanced Portfolios

Niederlassung: Toronto

Atlantic Trust

Investmentfokus:

- Multi-Management für vermögende Kunden
- US-Aktien
- Master Limited Partnerships (MLPs)

Niederlassungen: Atlanta, Boston, Chicago, Denver, New York

WL Ross & Co.

Investmentfokus:

- Distressed-Private-Equity-Investitionen und Private Equity im Restrukturierungsprozess

Niederlassungen: Mumbai, New York, Tokio

Quelle: Invesco, Stand 30. Juni 2010. Nicht alle hier gezeigten Investmentteams bieten Produkte oder Dienstleistungen in Europa an. Nicht alle in diesem Dokument genannten Strategien oder Fonds sind in allen Ländern registriert. Für weitere Informationen wenden Sie sich an Ihre lokale Invesco Niederlassung.



Investieren mit Weitsicht



Investieren mit Weitsicht

Als eine der führenden unabhängigen Investmentgesellschaften haben wir ein Ziel: Menschen beim Aufbau ihres Vermögens zu unterstützen. Mit der Kompetenz und Erfahrung spezialisierter Investmentteams, die verschiedene Anlageklassen nach unterschiedlichen Investmentansätzen managen, bieten wir ein breit gefächertes Angebot an Investmentprodukten für Privatanleger und institutionelle Investoren.

Unser Angebot reicht von Aktien- und Rentenstrategien bis zu alternativen Anlageklassen wie Immobilien, Private Equity und ETFs. Gemanagt werden diese von den einzelnen Investmentteams, die an 28 Standorten in 12 Ländern vertreten sind und die Vermögen nach ihrer klar definierten Investmentphilosophie und disziplinierten Anlageprozessen managen.

www.invesco.com