

# FridayMail

11.09.2015

## „QE, QT, Quo vadis Fed?“

Nach den deutlichen Abgaben zum Vorwochenausklang verzeichneten die Börsen in Europa, aber auch die Wall Street, zur Wochenmitte eine spürbare Kurserholung. Nach wie vor bewegen sich die Weltbörsen im Bann des Dreiklangs „Schwellenländer / Rohstoffe / Inflation“ (siehe auch unseren [Kapitalmarktbrief](#)). Neue Wirtschaftsdaten aus China, die Ankündigung wirtschaftspolitischer Maßnahmen und die Interventionen am heimischen Aktienmarkt in Höhe von geschätzt 1,5 Bio. Yuan (rund 210 Mrd. Euro) halten die internationalen Märkte in Atem.

- Enttäuschende chinesische Importzahlen für August wurden als Zeichen für ein Abkühlen der Binnenwirtschaft gedeutet und belasteten zu Wochenbeginn nicht nur die Shanghaier Börse.
- Ein Auslöser für die darauffolgende Aufwärtsbewegung dürfte wiederum gewesen sein, dass das **chinesische Finanzministerium** zusätzliche finanzpolitische **Stimuli** wie Infrastrukturinvestitionen und Steuererleichterungen für kleinere Unternehmen angekündigt hat. An den europäischen Börsen hat darüber hinaus offenbar das Glatstellen von Short-Positionen eine Rolle gespielt.

**„Wird das Phänomen ‚Quantitative Tightening‘ die Fähigkeit der Fed, ihren geldpolitischen Kurs zu straffen, beeinträchtigen?“**

Gefallene Rohstoffpreise sprechen für in den nächsten Monaten weiterhin niedrige Inflationsraten in den Industrieländern. Während die **Bank of England** auf ihrer Sitzung am Donnerstag folglich eine abwartende Haltung einnahm, rückt derzeit aber vor allem eine Frage in den Blickpunkt: **„Zinswende oder keine Zinswende in den USA?“**

Bis zuletzt herrscht innerhalb des Offenmarktausschusses (FOMC) noch Uneinigkeit über einen ersten Zinsschritt am **17. September (Do)** vor – bei der es sich wohlgerne lediglich um den Einstieg in eine graduelle geldpolitische Normalisierung handelt. Ihr **duales Mandat** stellt die Federal Reserve (Fed) traditionell vor einen Balanceakt zwischen Preisstabilität und Beschäftigung.

- **Inflationsseitig** steht die US-Notenbank nicht unter Zugzwang. Die Gesamtinflationsrate lag im August bei nur 0,2% (ggü. Vj.) – gesunkene Rohstoffpreise und der starke US-Dollar sind die treibenden Faktoren. Die Kernrate des als wesentlichen Preisindikators der Fed geltenden **Deflators der privaten Konsumausgaben** (PCE) gab im Juli von 1,3% auf 1,2% (ggü. Vj.) nach.

## Aktuelle Publikationen



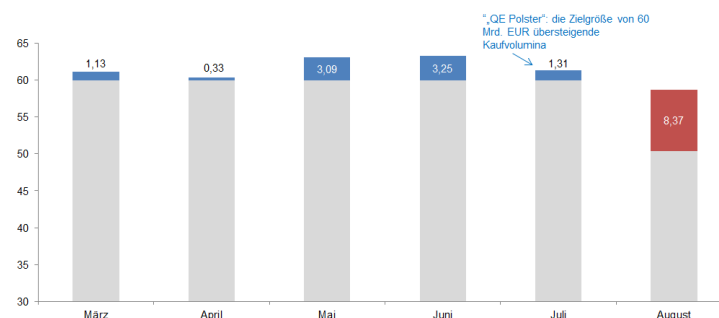
### QE Monitor

Am Staatsanleihemarkt ist in Gestalt der EZB seit März 2015 ein neuer Käufer aktiv. Gegenwärtig scheint der Nexus „Schwellenländer / Rohstoffe / Disinflation“ der EZB einen Strich durch die (Erfolgs-)Rechnung zu machen. Sind Deflations Sorgen im Euroraum erneut „ante portas“?

### Kapitalmarktbrief

Über die weltweiten Finanzmärkte fegt ein spätsommerliches Gewitter in Form von Kursverlusten und höherer Schwankungssintensität hinweg. Steht uns ein verregener Börsenherbst bevor? Erfahren Sie mehr in unserem aktuellen Kapitalmarktbrief.

**Grafik der Woche: EZB wickelt ihr „QE-Polster“ ab: Monatliche Netto-Kaufvolumina in Mrd. EUR**



Quellen: EZB, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, Stand: 7. September 2015.



Verstehen. Handeln.

- Dagegen sprechen die voranschreitende Besserung der **Arbeitsmarktlage** und anhaltende Konjunkturaufschwung für die erste Leitzinserhöhung seit Juni 2006. Mit einer Arbeitslosenquote von 5,1% im August bewegt sich die US-Wirtschaft weiter **in Richtung Vollbeschäftigung**. Darüber hinaus legte der von der Fed berechnete Arbeitsmarktkindikator (LMCI) – ein auf 19 Kennziffern beruhender Sammelindex – für August erneut zu (+2,1 Pkte.). Der **binnenwirtschaftlichen Kostendruck** dürfte demnach anziehen.

Im Vorfeld der FOMC-Sitzung werden die Anleger mit Argusaugen eine Reihe wichtiger Konjunkturindikatoren wie die Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung, den Empire State Index und die Einzelhandelsumsätze (alle am Di) beobachten. **US-Anleiherenditen** und der **US-Dollar-Wechselkurs** dürften in den kommenden Tagen besonders stark auf Spekulationen in Bezug auf die Fed-Zinspolitik reagieren.

Unterdessen wird unter dem Slogan „**Quantitative Tightening**“ (QT) – quantitative Straffung – diskutiert, ob der Abbau der von weltweiten Notenbanken gehaltenen **Währungsreserven** die Fähigkeit der Fed, ihren geldpolitischen Kurs zu straffen, beeinträchtigen wird. Währungshüter aus Schwellenländern haben zuletzt ihre Devisenreserven reduziert, um Kapitalabflüsse auszugleichen und/oder die heimische Währung zu stützen. Da die Zentralbanken zu diesem Zweck u.a. US-Staatsanleihen verkaufen, gehen – so die Argumentation – schrumpfende Reserven in der Tendenz mit höheren US-Anleiherenditen einher. Und dies **ohne ein Zutun der Fed!**

Im **Euroraum** wiederum hat sich die Marktdiskussion von einer Rückführung („Tapering“) des „**Quantitative Easing**“ (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB) in Richtung einer möglichen Ausweitung oder Verlängerung der Anleihekäufe verschoben. Gleichzeitig lag das **QE-Ankaufvolumen** im umsatzärmeren August **spürbar unter der Zielmarke** von 60 Mrd. EUR. Das im Vorfeld der illiquideren Sommermonate angehäufte „**QE-Polster**“ von 9,1 Mrd. EUR wickelte das Eurosystem damit nahezu vollständig ab (*siehe Grafik der Woche*). Im Durchschnitt über die sechs Programmmonate liegt die EZB allerdings weiterhin auf Kurs. Auf der jüngsten Ratssitzung unterstrich EZB-Präsident Mario Draghi mit der Anhebung des **Emissionslimits** einerseits die grundsätzliche Handlungsbereitschaft, das Kaufprogramm anzupassen, bewies jedoch andererseits wie erwartet eine ruhige Hand (*siehe auch unseren jüngsten QE-Monitor*).

Wie es um die Euroraum-**Konjunktur** bestellt ist, offenbaren in der kommenden Woche die Industrieproduktionsdaten (Mo) für Juli und der ZEW-Index für das EWU-Schwergewicht Deutschland (Di).

Vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsraten wird auch im Falle der **Bank of Japan** (Sitzung am Di) über eine erneute Ausweitung des seit 2013 währenden QE-Programms spekuliert. Die Inflationsrate liegt nach wie vor nur knapp über der Nulllinie, und damit weit von dem Inflationsziel von 2% entfernt. Die weiterhin nur moderat anziehende Kreditdynamik, der Rohstoffpreisverfall und zuletzt stärkere Yen sprechen weder für einen binnen- noch außenwirtschaftlichen Kostendruck.

Einen spannenden Wochenabschluss bilden die **Neuwahlen in Griechenland** (So), bei denen Alexis Tsipras nach nur acht Monaten im Amt auf ein gefestigtes Mandat hofft. **Politische Stabilität in Athen** ist unabdingbar, um das ambitionierte Reformprogramm zum Erfolg zu

führen. Jüngste Umfragen deuten jedoch auf einen nur knappen Vorsprung seiner Syriza-Partei gegenüber der Nea Dimokratia hin. Eine neue, womöglich aus mehreren Parteien zusammengesetzte Koalition wäre in diesem Fall wahrscheinlich.

Einen weiteren politischen Unsicherheitsfaktor stellen die bevorstehenden **Regionalwahlen in Katalonien am 27. September** dar – der Spread zwischen spanischen und italienischen zehnjährigen Staatsanleihen war zuletzt so weit wie seit Mitte 2013 nicht mehr.

Mit erhöhter Volatilität ist daher weiterhin zu rechnen, wenngleich sich die Bullen dies- und jenseits des Atlantiks wieder auf dem Vormarsch befinden.



**Ann-Katrin Petersen**  
Assistant Vice President,  
Global Capital Markets &  
Thematic Research

Behalten Sie den Überblick – unabhängig von der Fed-Entscheidung

*Ann - Katrin Petersen*

Ann-Katrin Petersen

P.S.: Verpassen Sie unsere aktuellen Research-Nachrichten auf Twitter nicht!

 @AllianzGI\_DE folgen

## Politische Ereignisse 2015

### September:

11./12. Sep	Treffen von Eurogruppe und ECOFIN
14. Sep	EU-Sondergipfel zur Flüchtlingskrise
16.-17. Sep	FOMC-Sitzung
20. Sep	Neuwahlen in Griechenland

[→ Übersicht politischer Ereignisse 2015](#)

## Weitere Publikationen und Interviews:

[Stefan Scheurer im Interview bei Börsen Radio Network: „China-Angst und Folgen für Emerging Markets“](#)

[Hans Jörg Naumer: „Lasst die Maschinen für uns arbeiten“](#)

## Global Capital Markets & Thematic Research für iPod, MP3 & Blackberry:

[→ zu unseren Publikationen](#)

[→ zu unserem Newsletter](#)

[→ zu unseren Podcasts](#)

[→ zu unserem Twitter-Feed](#)

## Überblick der 38. Kalenderwoche:

### Montag

- Eurozone:
  - Industrieproduktion (Jul) (zuvor: -0,4% m/m)
  - EZB, wöchentliche Veränderung der Bestände der Eurosystem-Zentralbanken an Staatsanleihen, Covered Bonds und ABS
- Italien:
  - Verbraucherpreise harmon. (Aug final) (+0,5% j/j)
- China:
  - Industrieproduktion (Aug) erw: +6,3% j/j (+6,0% j/j)
  - Geldmenge M2 (Aug) +13,3% j/j (+13,3% j/j)
  - Einzelhandelsumsätze (Aug) +10,6% j/j (+10,5% j/j)

Anleihefälligkeiten: Italien (9,08Mrd. EUR)

### Dienstag

- Deutschland:
  - ZEW-Index Konjunkturerwartungen (Sep) (25,0)
- Eurozone:
  - Handelsbilanz (Jul) (21,9Mrd. EUR)
  - Beschäftigung (2Q) (+0,8% j/j)
  - Rede der Chefin der EZB Bankenaufsicht Nouy bei der Financial Market Authority Conference in Wien
- Frankreich:
  - Verbraucherpreise harmon. (Aug) (+0,2% j/j)
- UK:
  - (Kern) Verbraucherpreise (Aug) (+1,2% j/j)
- USA:
  - Empire Manufacturing (Sep) 0,0 (-14,92)
  - Industrieproduktion (Aug) -0,2% m/m (+0,6% m/m)
  - Kapazitätsauslastung (Aug) 77,7% (78,0%)
  - Lagerbestände (Jul) +0,2% m/m (+0,8% m/m)
- Japan:
  - BoJ, Ergebnis der Sitzung des geldpolitischen Rats

### Mittwoch

- Eurozone:
  - EZB-Ratssitzung, keine geldpolitischen Beschlüsse
  - Verbraucherpreise Gesamtindex (Aug final) (+0,2% j/j)
  - Verbraucherpreise ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak (Aug final) (+1,0% j/j)
- USA:

- MBA Hypothekenanträge (KW 37)
- Verbraucherpreise (Aug) (+0,2% j/j)
- Realeinkommen (Aug) (+2,0% j/j)

- UK:
    - ILO Arbeitslosenquote (Jul) (5,6%)
- Anleihefälligkeiten: Spanien (7,2Mrd. EUR)

### Donnerstag

- Eurozone:
  - EZB, Sitzung des erweiterten Rats (General Council)
  - EZB-Wirtschaftsbericht
- USA:
  - Leistungsbilanz (2Q) -109,7Mrd. USD (-113,3Mrd. USD)
  - Baubeginne (Aug) -4,6% m/m (+0,2% m/m)
  - Baugenehmigungen (Aug) +0,0% (-15,5% m/m)
  - Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (KW 37)
  - Andauernde Anträge auf Arbeitslosenhilfe(KW36)
  - Philadelphia Fed Index (Sep) 5,0 (8,3)
  - Fed, Ergebnisse der FOMC-Sitzung inkl. Projektionen zu Zinsen, Wachstum, Inflation und Arbeitslosenquote
  - Pressekonferenz mit Fed-Chefin Janet Yellen in Washington
- Italien:
  - Handelsbilanz (Jul) (2809mio. EUR)
- Schweiz:
  - SNB, Ergebnis der Sitzung des geldpolitischen Rats
- Japan:
  - Handelsbilanz (Aug) (-268,4Mrd. JPY)

### Freitag

- Eurozone:
    - Leistungsbilanz (Jul) (25,4 Mrd. EUR)
    - Moody's, Ergebnisse der Ratingüberprüfung für Frankreich und Großbritannien
  - Deutschland:
    - Eurex großer Verfallstag (Hexensabbat)
  - Italien:
    - Leistungsbilanz (Jul) (3528mio. EUR)
  - Japan:
    - BoJ, Protokoll der Sitzung des geldpolitischen Rats vom 6./7. August
- Anleihefälligkeiten: Portugal (1,4Mrd. EUR), Spanien (7,4Mrd. EUR), Griechenland (1,6Mrd. EUR)

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich - ohne Mitteilung hierüber - ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung; herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland, mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstrasse 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.