



# ZINSREPORT

9. Juli 2015

## Unsicherheit hilft Bunds

- Die zuletzt vollzogene Hinwendung zu den Fundamentaldaten ist durch die zugespitzte Griechenland-Krise in den Hintergrund geraten. Zwar gibt es keine Panik am Euro-Rentenmarkt, gleichwohl verlieh die mit dem Grexit verbundene Unsicherheit deutschen Anleihen Rückenwind.
- Kommt es zu einem unkontrollierten Ausscheiden Griechenlands aus dem Euroraum, so werden wir die Renditeprognosen auf dem Prüfstand stellen. Darüber hinaus stellen die jüngsten Entwicklungen in China und an den Rohstoffmärkten, sofern sie nachhaltig sind, ein Risiko für unsere Zinsprognosen dar.
- Setzt sich allerdings die Normalisierung der Inflationsraten im zweiten Halbjahr fort, so hat die Tendenz zu einer steileren Zinsstruktur weiterhin Bestand. Schließlich signalisieren die Geldmengenaggregate eine konjunkturelle Expansion. Zudem hat die EZB den Anlagenotstand als potenzielle Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems ausgemacht.

AUTOR  
Ulf Krauss  
Telefon: 0 69/91 32-47 28  
research@helaba.de

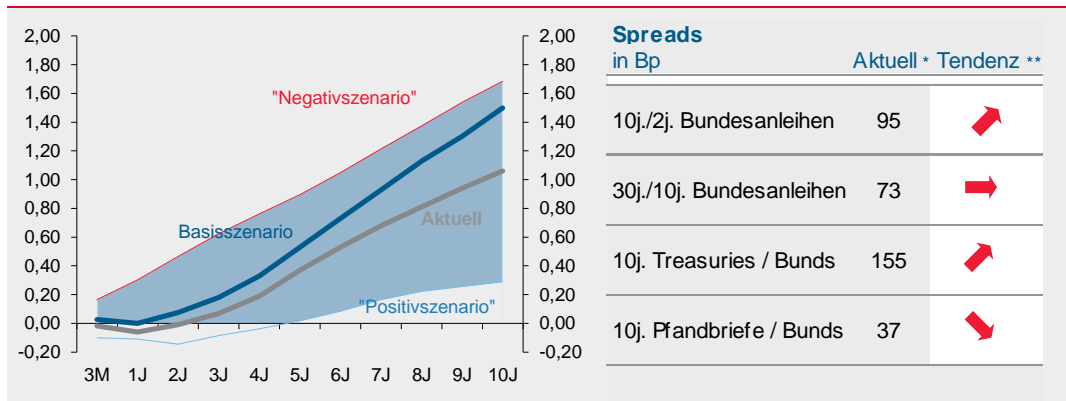
REDAKTION  
Claudia Windt

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

### Zinsszenarien auf Sicht von drei Monaten

Pfandbriefrenditen, %



\* 08.07.2015

\*\* auf Sicht von etwa drei Monaten

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

	aktueller Stand*	Basisszenario Ende...		Alternativszenarien**	
		...Q3/2015	...Q4/2015	positiv	negativ
Fed Funds Rate	0,125	0,625	0,875	0,125	0,88
10j. US-Treasuries	2,24	3,00	3,00	1,80	3,50
EZB Mindestbietungssatz	0,05	0,05	0,05	0,00	0,05
3M Euribor	-0,02	0,00	0,00	-0,10	0,20
2j. Pfandbriefe	-0,01	0,10	0,15	-0,20	0,55
5j. Pfandbriefe	0,37	0,55	0,60	-0,10	0,95
10j. Pfandbriefe	1,06	1,50	1,50	0,30	1,70
10j. Bundesanleihen	0,69	1,25	1,25	0,00	1,65
30j. Bundesanleihen	1,42	2,00	2,00	0,95	2,30

Prognoseänderungen sind rot markiert

\* 08.07.2015

\*\* auf Sicht von etwa drei Monaten

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Konjunkturerwartungen

Überschaubares  
Griechenlandrisiko

Die Entwicklung in Griechenland sollte auf das europäische Wachstum nur geringen Einfluss haben. Mit einem Anteil von lediglich 1,8 % des Euro-BIPs ist Griechenland ein ökonomisches Leichtgewicht. Aus Deutschland gehen weniger als 0,5% der Exporte dorthin. Das zweite Quartal dürfte in der Eurozone ähnlich dynamisch verlaufen sein wie das erste mit einem Quartalszuwachs von gut 0,4 %. Die Wirtschaft profitiert weiterhin vom niedrigen Ölpreis und der Abwertung der Gemeinschaftswährung. Darüber hinaus ist die Geldpolitik sehr expansiv und die Fiskalpolitik in der Summe konjunkturneutral. Insgesamt hat das zu einem regional breiten Wachstum im Währungsraum beigetragen. Neben Deutschland und Spanien expandiert seit dem ersten Quartal auch die Wirtschaft in Italien. Die Frühindikatoren zeigen, dass sich dies im 2. Quartal fortgesetzt hat. Sogar in Frankreich hat sich die konjunkturelle Lage sichtlich aufgehellt.

## Wachstumsprognosen 2015/16

% gg. Vj

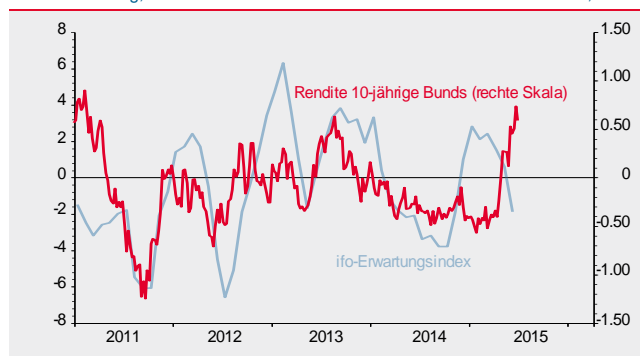
	Bruttoinlandsprodukt					
	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
USA	1,6	2,3	2,2	2,4	2,4	2,7
Deutschland	3,7	0,6	0,2	1,6	1,6	1,6
Frankreich	2,1	0,2	0,7	0,2	1,0	1,2
Italien	0,7	-2,8	-1,7	-0,4	0,6	1,0
Spanien	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,1	2,5
Euroland	1,7	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,5

Deutschland: arbeitstäglich bereinigt  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Renten-Konjunktur-Pärchen aus dem Takt

3M-Veränderung, Saldo

3M-Veränd., %-Pkt.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

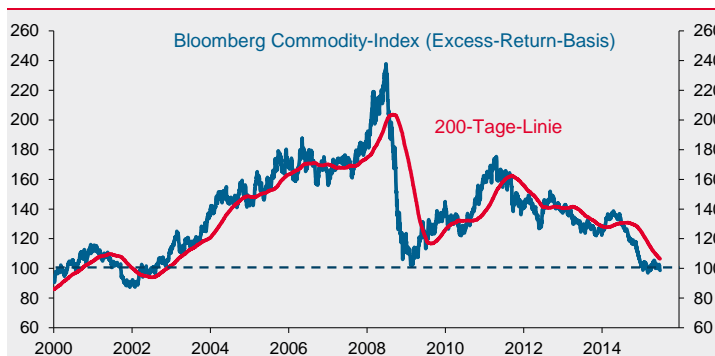
## Rohstoffmärkte

Längere  
Verschnaufpause

Die ab Frühjahrsbeginn eingetretene leichte Zuversicht bei Rohstoffen ist zuletzt einer gewissen Ernüchterung gewichen. Unerwartet hohe und lang anhaltende Angebotsüberschüsse sowie weiter anwachsende Lager dominieren das Bild. Die mitunter enttäuschenden fundamentalen Marktverhältnisse erhalten weiterhin eher gedämpfte Begleitmusik durch das makroökonomische Umfeld. Das Wirtschaftswachstum fällt überwiegend wenig dynamisch bzw. nicht rohstoffintensiv genug aus, um den notwendigen Rückenwind für deutlich anziehende Notierungen zu erzeugen. Die Kapazitätsanpassungen auf der Angebotsseite lassen auch angesichts der Währungsverhältnisse sowie vermehrter Produktivitätsbemühungen und einer überraschenden Ausdauer bei der Verfolgung marktanteilsmaximierender Strategien wohl länger auf sich warten als von uns noch in den vergangenen Monaten gedacht. Dennoch dürfte für viele Produzenten des Rohstoffsektors mit den Preisen von Ende Januar bzw. Mitte März die „Schmerzgrenze“ bereits erreicht worden sein (Brentöl-Prognose auf dem Prüfstand).

## Bodenbildung noch nicht ganz vollzogen

Index



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Inflationserwartungen

Aufwärtstrend  
intakt

Trotz des jüngsten Teuerungsrückgangs bleibt der Aufwärtstrend intakt. Im Juni war die Vorjahresrate für den Euroraum nach erster Schätzung von 0,3 % auf 0,2% gesunken. Die Kernrate ging infolge stagnierender Dienstleistungspreise von 0,9 % auf 0,8 % zurück. Erstmals seit Januar ist die Rate der Energiepreise wieder gesunken. Allerdings ist dies nur ein Intermezzo. Basiseffekte sprechen dafür, dass bis Jahresende die Vorjahresrate spürbar ansteigen wird. Wohl auch deshalb ist trotz des jüngsten rohstoffpreisbedingten Rückgangs der Aufwärtstrend bei den Inflationserwartungen sowohl im Euroraum als auch in den USA intakt. Da die Beurteilung und Fortsetzung des QE-Programms mit der Inflationsentwicklung verknüpft ist, dürfte die Korrelation zwischen Teuerung und Renditen in der zweiten Jahreshälfte eher größer werden und damit Anleihen belasten.

### Inflationsprognosen 2015/16

% gg. Vj.

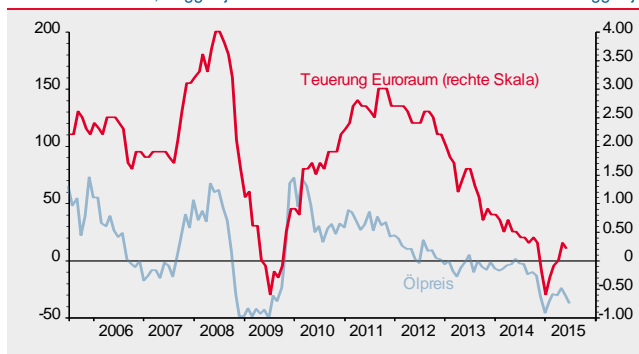
	Verbraucherpreise					
	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
USA	3,1	2,1	1,5	1,6	0,7	2,7
Deutschland	2,1	2,0	1,5	0,9	0,5	1,6
Frankreich	2,3	2,2	1,0	0,6	0,2	1,4
Italien	2,9	3,3	1,3	0,2	0,2	1,2
Spanien	3,1	2,4	1,5	-0,2	-0,4	1,4
Euroland	2,7	2,5	1,4	0,4	0,2	1,4

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Entlastung zur Jahresmitte

Sorte Brent in Euro, % gg. Vj.

% gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Internationale Kapitalströme

Keine Gefahr für  
die Währungsunion

Das zugespitzte Drama um Griechenland hat die Renditen von Bundesanleihen weiter gedrückt und die Risikoaufschläge bei Euro-Renten nochmals angehoben. Der Abstand 10-jähriger portugiesischer Staatsanleihen gegenüber Bunds hat sich auf 2,5 Prozentpunkte gegenüber dem Tief im März fast verdoppelt. Im Vergleich zu den Krisenhöchstständen vor rund drei Jahren von etwa 12 Prozentpunkten und dem aktuell insgesamt sehr niedrigen Zinsniveau wirkt dies allerdings überschaubar. Der Euro-Dollar-Kurs fiel zeitweise unter 1,10. Per Saldo waren jedoch keine signifikanten Verluste der Gemeinschaftswährung zu verzeichnen. Der EZB ist es mit ihrem Ankaufprogramm gelungen, einen Schutzwall um den Euroraum ex Griechenland zu errichten. Die dadurch sichergestellte Refinanzierung der Staatsschulden verhindert eine Situation wie sie 2012 fast zum Auseinanderbrechen der Währungsunion geführt hat. Würde die Angst davor wieder virulent werden, so hat die EZB noch Spielraum. Im Extremfall sind z.B. Vorgaben von Renditeobergrenzen für Euro-Staatsanleihen denkbar.

### Verunsicherung – aber keine Panik

Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen gg. Bunds, %-Pkt.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

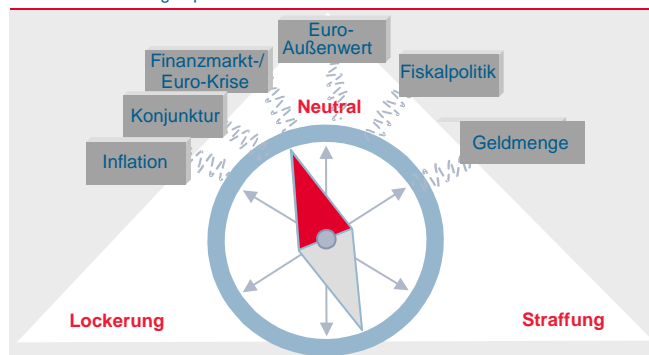
## Geldpolitik

EZB spielt mit hohem Einsatz

Durch die Notfallkredite an griechische Banken in Höhe von 89 Mrd. Euro sowie ihren Anleihebeständen in Höhe von rund 27 Mrd. Euro wäre die EZB von einem Staatsbankrott Griechenlands betroffen. Allerdings dürften sich die direkten Auswirkungen angesichts des „geldpolitischen Geschäftsmodells“ in Grenzen halten. Zentralbanken können nicht illiquide werden bzw. ihre Handlungsfähigkeit ist selbst im Fall kurzzeitig negativen Eigenkapitals nicht gefährdet. Allerdings muss die EZB aufpassen, dass ihre Reputation – ihr wichtigstes Kapital – keinen Schaden nimmt. Durch die Bereitstellung der Notfallkredite wurden die Entscheidungsprozesse im Fall Griechenlands erheblich verzögert. Die Spannungen innerhalb des EZB-Rats sind dabei wohl weiter angewachsen. Auch der jüngste überraschende Coup beim QE-Programm, die selektive Ausweitung auf Anleihen staatsnaher Unternehmen aus dem Infrastrukturbereich, birgt Gefahren, u.a. weil höhere Bonitätsrisiken eingegangen werden. Hinzu kommt eine erhebliche Marktverzerrung in diesem Anleihe-segment.

### Helaba EZB-Kompass

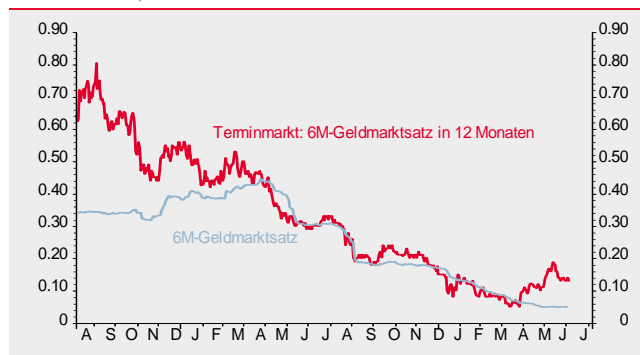
Determinanten des geldpolitischen Kurses im Euroraum



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Terminmärkte bleiben in Habachtstellung

Terminmarktsatz, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

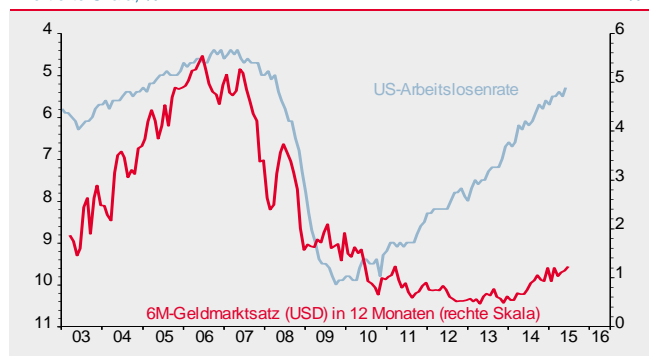
## US-Rentenmarkt

Fed: Balance gesucht

Die US-Notenbank zielt derzeit wieder stärker auf den Arbeitsmarkt. Fed-Chefin Yellen hat zuletzt deutlich gemacht, dass der Startschuss für die Zinswende weder von anziehender Teuerung noch von stärkerem Lohnauftrieb abhängt. Stattdessen stehen die Realwirtschaft und insbesondere der Arbeitsmarkt im Mittelpunkt. Hier ist die Arbeitslosenrate im Juni auf 5,3 % gefallen. Dieses Niveau ist mit Nullzinsen u. E. nicht mehr vereinbar. Je länger die Fed zögert, desto schwieriger wird es für die US-Notenbank einen angemessenen Zinsanhebungspfad zu finden. Ab dem dritten Quartal ist daher mit einem ersten Zinsschritt zu rechnen. Im Zuge dessen dürfte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf etwa 3 % steigen.

### Arbeitsmarkt spricht für Zinswende

Invertierte Skala, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Helaba Determinantenmodell für US-Treasuries

Basisszenario (80% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Determinanten	Q3/2015	Q4/2015
Konjunkturerwartungen	-	-
Inflationserwartungen	-	-
Haushaltspolitik	0	0
Geldpolitik	-	-
Politisches Umfeld	0	0
Internationale Kapitalströme	0	0
<b>Rendite 10j. US-Treasuries*</b>	<b>3,00%</b>	<b>3,00%</b>

Erläuterung: + kurssteigend, - kurssenkend, 0 neutral  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

\* Quartalsendprognosen

## Basisszenario für Zinsprognosen

Die verbesserte Konjunkturstimmung im Euroraum hat in den kommenden Monaten Bestand – trotz des drohenden Grexits. In Verbindung mit einer höheren Teuerung bleiben Renten bei erhöhten Schwankungen tendenziell unter Druck. Die EZB konzentriert sich auf ihr Ankaufprogramm. Von dem rückt sie zwar nicht ab, gibt ansonsten dem Markt aber wenig Unterstützung. Die Zinswende in den USA wird angesichts einer guten Arbeitsmarktentwicklung spätestens im Herbst eingeleitet, was das US-Renditeniveau nach oben ziehen wird. Trotz QE werden die Auswirkungen auch hierzulande spürbar sein. Positiv könnte sich hingegen das Abebben der QE-Trades auswirken.

## Helaba Determinantenmodell

Basisszenario (75% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Determinanten	Q3/2015	Q4/2015
Konjunkturerwartungen	0	0
Inflationserwartungen	-	-
Haushaltspolitik	0	0
Geldpolitik	0	0
Politisches Umfeld	0	0
US-Kapitalmarkt	-	-
Internationale Kapitalströme	0	0
Rendite 10j. Bunds*	1,25%	1,25%
Rendite 10j. Pfandbriefe*	1,50%	1,50%

Erläuterung: + kurssteigend, - kurssenkend, 0 neutral

\* Quartalsendprognosen

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Alternativszenarien für Rentenmärkte

**Rezessionsszenario:** Die Weltwirtschaft einschließlich der USA geraten in einen spürbaren Abschwung. Unternehmen und Haushalte verlieren das Vertrauen in die Wachstumskräfte. Der Investitionszyklus bricht ebenso ab wie die private Nachfrage. Deutschland rutscht in eine Rezession. Die EZB verstärkt bei aufkommender Deflation die unkonventionellen Maßnahmen und kauft im großen Stil Staatsanleihen an.

**Aufschwungsszenario:** Der globale Konjunkturzug nimmt deutlich Fahrt auf. Der Investitionszyklus gewinnt spürbar an Breite. Die Notenbanken schießen über das Ziel hinaus und zögern, ihre Geldpolitik zurückzufahren. Die üppige Liquiditätsausstattung führt zu einem Anstieg der Inflationserwartungen.

## Alternativszenarien

Modell auf Sicht von ca. drei bis sechs Monaten, %

	aktueller Stand*	positives Rentenszenario	negatives Rentenszenario
Euro-Leitzins	0,05	0,00	0,05
Federal Funds Rate	0,0 - 0,25	0,125	0,88
Inflationserwartungen**	2,00	1,00	2,50
Konjunkturerwartungen (ISM-Index***)	53,5	46,0	60,0
10j. US-Treasuries	2,24	1,80	3,50
10j. Bundesanleihen	0,69	0,00	1,65
3M Euribor	-0,02	-0,10	0,20
2j. Pfandbriefe	-0,01	-0,15	0,55
5j. Pfandbriefe	0,37	0,05	0,95
10j. Pfandbriefe	1,06	0,35	1,70
30j. Bundesanleihen	1,42	1,00	2,30

\*08.07.2015 \*\* abgeleitet anhand inflationsindexierter US-Anleihen \*\*\* US-Industrie

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

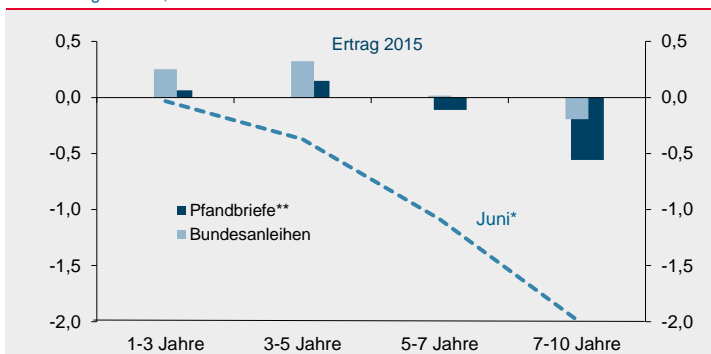
### Performancerückblick

Erholung zur Jahresmitte

Der Absturz der Performance-Indizes setzte sich im Juni fort. Sieben- bis zehnjährige Pfandbriefe gaben 2 % nach. Der Ertrag bei gleichlaufenden Bundesanleihen lag bei 1,75%. Ohne Verluste zogen sich lediglich kurze Laufzeiten aus der Affäre. Anfang Juli drehte sich jedoch der Wind. Deutliche Kursgewinne im Zuge der Griechenland-Krise verzeichneten insbesondere Bundesanleihen. Sieben- bis zehnjährige Bundesanleihen legten um über ein Prozent zu. In der Jahresbilanz konnte die negative Performance deutlich gedrückt werden. Lange Laufzeiten liegen nur noch mit 0,2 % im Minus. Der Verlust bei Pfandbriefen ist etwa 0,5 %. Drei- bis fünfjährige Laufzeiten – der von uns seit Jahresanfang präferierte Laufzeitenbereich – liegt in Front und notieren ebenso wie kurze Laufzeiten in positivem Terrain.

### Ertragsentwicklung deutscher Anleihen

iBoxx-Ertragsindizes, %



\*\* iBoxx Index für Jumbo Pfandbriefe

Stand: 7.7.2015

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Ertragssensitivitäten

Renditeshift

Mit steigendem Renditeniveau nimmt auch die Ertragssensitivität ab. Für den Betrachtungszeitraum von drei Monaten ergeben sich bei zehnjährigen Laufzeiten deutscher Pfandbriefe keine Verluste, wenn der Renditeanstieg auf maximal sechs Basispunkte begrenzt bleibt. Bei einem Zinsanstieg von 20 Basispunkten zeigt die Simulation bei einer Anlage mit einer Laufzeit von fünf Jahren einen Verlust von 0,7 % an. Im umgekehrten Fall ergibt sich ein Gewinn von etwa 1,3 %.

Im Negativszenario würden alle Laufzeiten einen Verlust aufweisen. Langlaufende Pfandbriefe hätten ein Minus von rund 5 % zu verzeichnen. Der maximale Ertrag im positiven Szenario bei einer Investition in längeren Laufzeiten läge bei etwa 7,5 %.

### Erträge bei Verschiebung der Zinskurve

Pfandbrief-Laufzeiten auf Sicht von drei Monaten, %

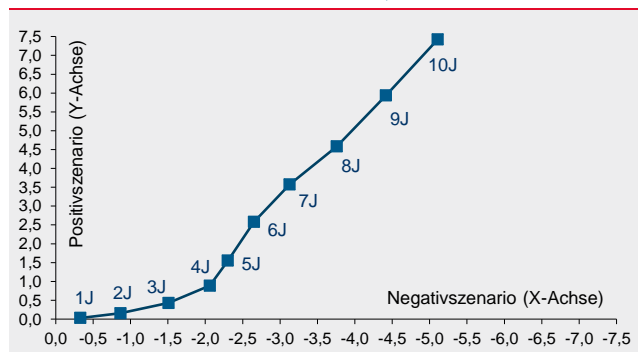
Shift	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J
+75 Bp	-0,7	-1,5	-2,1	-2,8	-3,3	-3,9	-4,5	-5,2	-5,7	-6,3
+50 Bp	-0,5	-1,0	-1,4	-1,8	-2,1	-2,5	-2,9	-3,3	-3,7	-4,1
+20 Bp	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3
+10 Bp	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
+0 Bp	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
-10 Bp	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5
-20 Bp	0,2	0,4	0,7	1,0	1,3	1,6	1,8	2,0	2,3	2,5
-50 Bp	0,5	1,0	1,6	2,2	2,8	3,4	3,9	4,4	4,9	5,4
-75 Bp	0,8	1,5	2,4	3,2	4,1	4,9	5,7	6,4	7,2	7,9

Berechnungen basieren auf Pfandbriefkursen von 100 %

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Ertragserwartungen positives / negatives Szenario

Pfandbrief-Laufzeiten auf Sicht von drei Monaten, %



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinskurve wieder  
zu flach

## Laufzeitenempfehlung

Der 10/2-Spread von Bundesanleihen, der im Juni bei fast 120 Bp lag, hat auf zuletzt 90 Bp korrigiert. Dies ist Ausdruck der aktuellen Unsicherheit und stellt noch keine Trendwende dar. Angesichts der ultralockeren Geldpolitik ist dieser Wert im historischen Vergleich zu niedrig. Die EZB hat die Probleme, die sich aus einer verzerrten Zinskurve ergeben, offenbar zuletzt stärker gewichtet und unterstützt nun eine Normalisierung. Diese spiegelt die konjunkturelle Lage im Euroraum und insbesondere in Deutschland besser wider. Zudem wird der Anlagenotstand reduziert. Dieser birgt ein erhebliches Risiko für Kapitalsammelstellen, insbesondere Lebensversicherer. Dies hat zuletzt auch die OECD thematisiert. Während das Los der Sparer die EZB kaum berührt, betreffen die möglichen Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems durchaus die Zielfunktion der Geldpolitik. Zudem warnt die oberste Bankenaufseherin der EZB, Danièle Nouy, bereits vor den Belastungen durch das niedrige Zinsumfeld für die Banken, vor allem wenn dies zu lange anhält. Unter Chance-Risiko-Aspekten stellen kurze bis mittlere Pfandbrieflaufzeiten die beste Wahl dar.

## Renditestruktur und Attraktivitäten auf Sicht von 3 Monaten

Pfandbrief-Laufzeiten, %

	aktueller Stand*	Prognose auf ca. 3M	Ertragserwartungen	Schwankungsrisiken**	Attraktivität***
1J	-0,06	0,00	-0,1	0,5	0
2J	-0,01	0,10	-0,1	0,9	0
3J	0,07	0,20	-0,2	1,3	0
4J	0,19	0,35	-0,4	1,9	0
5J	0,37	0,55	-0,4	2,6	0
6J	0,53	0,75	-0,7	3,4	0
7J	0,68	0,95	-1,2	4,4	-
8J	0,81	1,15	-1,9	5,3	-
9J	0,94	1,30	-2,5	6,2	-
10J	1,06	1,50	-3,3	7,0	-

\*08.07.2015 \*\* 200-Tage Standardabweichung der Tageserträge \*\*\* abgeleitet aus Ertrag, Volatilität u. sonst. Risikoelementen

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

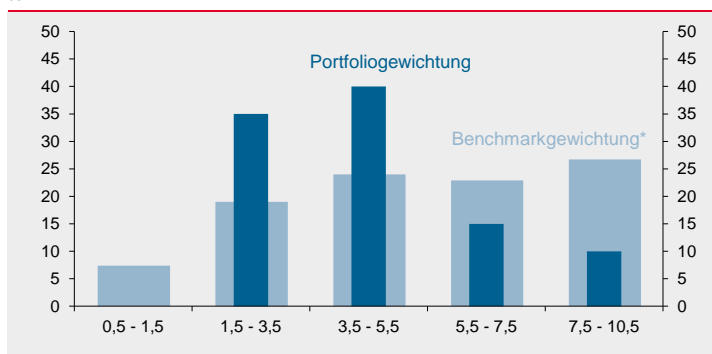
## Portfoliostruktur

Duration unter Benchmark

Die Duration im Musterportfolio liegt mit 4,5 unterhalb der Benchmark von 5,3. Kurze Laufzeiten bis zu 1½ Jahren werden mit 0 % dotiert. Der Anteil zwei- und dreijähriger Anleihen liegt bei 35 %. Vier- und fünfjährige Anleihen besitzen mit 40 % ein deutliches Übergewicht gegenüber der Benchmark. Der Anteil sechs- und siebenjähriger liegt bei 15 %. Der Anteil langer Laufzeiten notiert bei 10 %.

## Empfohlene Portfoliogewichtung

%



\*REX/PEX-Ertragsindex

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Finanzmarktkalender

	Montag	Dienstag	Mittwoch	Donnerstag	Freitag	
13.07. – 17.07.		<b>D ZEW-Konjunkturerwartungen</b> (11:00) Jul (Jun 31,5) <b>EU Industrieproduktion</b> (11:00) Mai (Apr 0,1/0,8% Vm/Vj) <b>US Einzelhandelsumsätze</b> (14:30) Jun (Mai 1,2%Vm)	<b>F Verbraucherpreise</b> (08:45) Jun (Mai 0,2/0,3% Vm/Vj) <b>US Empire State Index</b> (14:30) Jul (Jun -1,98) <b>US Industrieproduktion</b> (15:15) Jun (Mai -0,2% Vm) <b>US Kapazitätsauslastung</b> (15:15) Jun (Mai 78,1%)	<b>EU EZB-Zinsentscheid</b> (13:45) <b>US Philadelphia Fed Index</b> (16:00) Jul (Jun 15,2)	<b>US Baubeginne</b> (14:30) Jun (Mai 1.036 Tsd.) <b>US Verbraucherpreise</b> Gesamt-/Kernrate (14:30) Jun (Mai 0,1/1,7% Vm/Vj) <b>US Verbrauchervertr. Uni Michigan</b> (16:00) Jul (Jun 87,8)	
20.07. – 24.07.	<b>D Erzeugerpreise</b> (08:00) Jun (Mai 0,0/-1,3% Vm/Vj)		<b>F INSEE Geschäftsklima</b> (08:45) Jul (Jun 100)	<b>US Chicago-Index</b> (14:30) Jun (Mai -0,17) <b>US Frühindikatoren</b> (16:00) Jun (Mai 0,7% Vm) <b>EU Verbrauchervertr.</b> (16:00) Jul (Jun -5,6)	<b>D Importpreise*</b> Jun (Mai -0,2/-0,8% Vm/Vj) <b>D Index der Einkaufsmanager (Dienstl.)</b> (09:30) Jul (Jun 53,8) <b>D Index der Einkaufsmanager (Industrie)</b> (09:30) Jul (Jun 51,9) <b>EU Index der Einkaufsmanager Dienstl.)</b> (10:00) Jul (Jun 54,4) <b>EU Index der Einkaufsmanager (Ind.)</b> (10:00) Jul (Jun 52,5) <b>US Neubauverkäufe</b> (16:00) Jun (Mai 546 Mio. Jahresrate)	
27.07. – 31.07.	<b>D ifo-Geschäftsklima</b> (10:00) Jul (Jun 107,4) <b>EU Geldmenge M3</b> (10:00) Jun (Mai 5,0% Vj) <b>US Gebrauchsgüteraufträge</b> (14:30) Jun (Mai -2,2%)	<b>US S&amp;P CaseShiller Hauspreisindex</b> (15:00) Mai (Apr 177,01) <b>US Verbrauchervertrauen</b> (16:00) Jul (Jun 101,4)	<b>US Fomc-Zinsentscheid</b>	<b>J Industrieproduktion</b> (01:50) Jun (Mai -2,2/-4,0% Vm/Vj) <b>D Verbraucherpreise</b> (08:00) Jul (Jun -0,1/0,3% Vm/Vj) <b>D Arbeitslosenquote</b> (09:55) Jul (Jun 6,4%) <b>EU Konjunkturindex</b> (11:00) Jul (Jun 0,14) <b>US BIP</b> (14:30) 2.Q (1.Q 0,0% Vq)	<b>J Arbeitslosenquote</b> (01:30) Jun (Mai 3,3%) <b>J Verbraucherpreise</b> Gesamt-/Kernrate (01:30) Jun (Mai 0,4/0,5% Vj) <b>IT Verbraucherpreise</b> (11:00) Jul (Jun 0,1/0,1% Vm/Vj) <b>EU Arbeitslosenquote</b> (11:00) Jun (Mai 11,1%) <b>EU Verbraucherpreise</b> (11:00) Jul (Jun 0,2% Vj) <b>US Beschäftigungskostenindex</b> (14:30) 2.Q (1.Q 0,7)	
03.08. – 07.08.	<b>US ISM-Index (Industrie)</b> (16:00) <b>US Persönliche Einkommen/Konsumausgaben</b> (14:30) Jun (Mai 0,4/0,13% Vm)	<b>EU Erzeugerpreise</b> (11:00) Jun (Mai 0,0/-2,0% Vm/Vj)	<b>IT Industrieproduktion</b> (10:00) Jun (Mai -0,3/0,1% Vm/Vj) <b>US Handelsbilanz</b> (14:30) Jun (Mai -40,7 Mrd.) <b>US ISM-Index (Dienstleistungen)</b> (16:00)	<b>D Auftragseingänge</b> (08:00) Jun (Mai -0,2/4,7% Vm/Vj)	<b>D Industrieproduktion</b> (08:00) Jun (Mai 0,0/2,1% Vm/Vj) <b>F Industrieproduktion</b> (08:45) Jun (Mai -0,9/-0,1% Vm/Vj) <b>US Stundenlöhne</b> (14:30) Jun (Mai 2,0/0,0% Vm/Vj) <b>US Arbeitslosenquote</b> (14:30) Jul (Jun 5,3%) <b>US Arbeitsmarktdaten</b> (14:30) Jul (Jun 223 Tsd. Vm)	
10.08. – 14.08.		<b>D ZEW-Konjunkturerwartungen</b> (11:00) Aug (Jul 31,5) <b>US Produktivität</b> (14:30) 2.Q (1.Q -3,1%) <b>US Lohnstückkosten</b> (14:30) 2.Q (1.Q 6,7%)	<b>EU Industrieproduktion</b> (11:00) Jun	<b>F Verbraucherpreise</b> (08:45) Jul <b>US Einzelhandelsumsätze</b> (14:30) Jul	<b>D BIP</b> (08:00) 2.Q (1.Q 0,3/1,0% Vq/Vj) <b>EU BIP</b> (11:00) 2.Q (1.Q 0,4/1,0% Vq/Vj) <b>US Industrieprod.</b> (15:15) Jul <b>US Kapazitätsauslastung</b> (15:15) Jul <b>(US Verbrauchervertr. Uni Michigan</b> (16:00) Aug	
	D US EU F, BE, IT J	Deutschland USA Euro-Raum Frankreich, Belgien, Italien Japan	Vj/Vm/Vq * sb, a	gg. Vorjahr-/monat-/quartal frühester bzw. voraussichtlicher Termin saisonbereinigt, annualisiert	<b>Vorausschau wichtiger Termine</b>  EZB-Sitzung FOMC-Sitzungen:	03.09. / 22.10 17.09. / 28.10

Der nächste Zinsreport wird spätestens in der 33. Kalenderwoche 2015 erscheinen. ■