



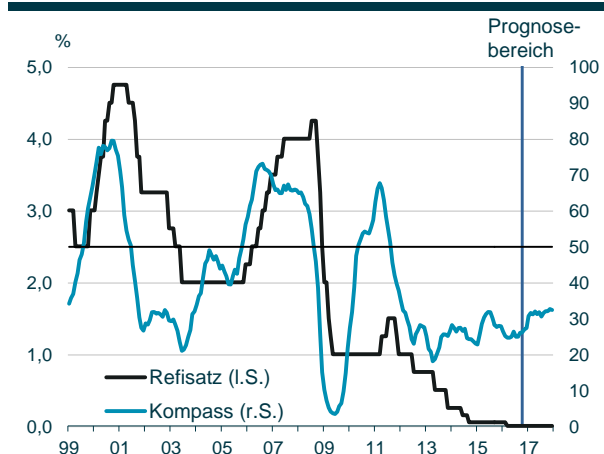
Deka-EZB-Kompass: Paradigmenwechsel?

■ Der Deka-EZB-Kompass kletterte im September auf 26,1 Punkte. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie Basiseffekte bei den Preisen auf vorgelagerten Produktionsstufen. Auch mittelfristig erwarten wir nur einen langsamen Anstieg der Kompasswerte. Das geringe Tempo, mit dem die Eurozone das Niedriginflationsumfeld verlässt, bildet den Hintergrund für die Diskussion über den Zeitpunkt des Ausstiegs aus der ultra-expansiven Geldpolitik und die schädlichen Nebenwirkungen extrem niedriger Zinsen.

■ Auf der Pressekonferenz am 8. September erläuterte Präsident Draghi, dass interne Komitees des Eurosystems beauftragt worden seien, Vorschläge für eine verbesserte Umsetzung der Wertpapierkäufe zu machen. Anschließend deuteten mehrere Ratsmitglieder an, dass sich die Arbeit dieser Komitees bis Dezember hinziehen werde. Insofern sind der EZB bei dieser Ratssitzung die Hände gebunden und wir erwarten keine Entscheidungen zu den Regeln des Wertpapierankaufprogramms oder zu seiner Fortsetzung über März 2017 hinaus. Wohl aber dürfte Draghi unterstreichen, dass trotz der wirtschaftlichen Erholung auch weiterhin ein hohes Ausmaß an monetärem Stimulus erforderlich ist, um die Inflation in Richtung ihres Zielwerts anzuheben. Möglicherweise gibt er auch eine Einschätzung darüber ab, wie schwerwiegend die unerwünschten Begleiterscheinungen der expansiven Geldpolitik sind und ob sie sich durch Änderungen an den Parametern des Wertpapierankaufprogramms abmildern ließen. Eine Ankündigung, die Wertpapierkäufe in unveränderter Höhe, aber in einer verbesserten Zusammensetzung für einige Monate über März 2017 hinaus fortzusetzen, erwarten wir dann für die folgende Ratssitzung am 8. Dezember.

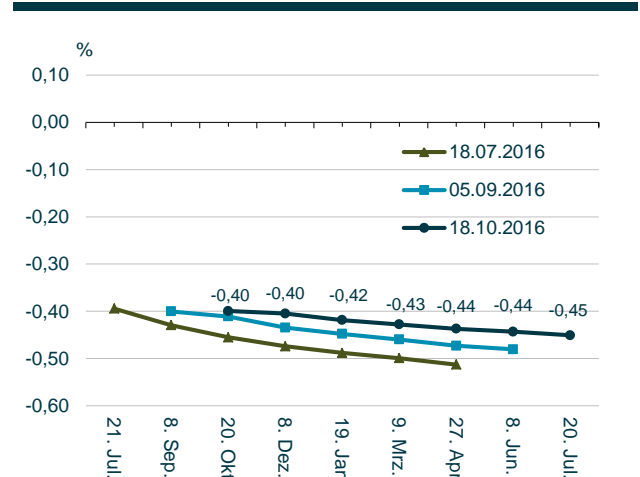
1. Der **Deka-EZB-Kompass** kletterte im **September** auf **26,1 Punkte**. Dies erscheint jedoch nur deshalb als kräftiger Anstieg im Monatsvergleich, weil der Wert für August im Nachhinein nach unten revidiert werden musste. Denn einige Konjunktur- und Inflationsdaten sind schlechter ausgefallen als wir bei der letzten Ausgabe des EZB-Kompasses erwartet hatten. Lässt man den Blick etwas weiter zurückschweifen, zeigt sich ein nur **geringfügig nach oben gerichteter Trend**. Der Kompass erreichte seinen Tiefpunkt im April 2013, also direkt im Anschluss an die Rezession in der Eurozone. Seitdem hat er per Saldo nur um knapp acht Punkte zugelegt, obwohl die EZB mit Leitzinssenkungen und umfangreichen unkonventionellen Maßnahmen alles Erdenkliche unternommen hat, um der wirtschaftlichen Entwicklung mehr Kraft zu verleihen. Auch für die mittelfristige Zukunft gehen wir nur von einer gedämpften Aufwärtsbewegung der Kompasswerte aus. Zwar dürfte sich die wirtschaftliche Erholung im Euroraum fortsetzen, dabei aber auch nicht weiter an Fahrt aufnehmen. Abgesehen von den Effekten wieder gestiegener Öl- und sonstiger Rohstoffpreise erwarten wir daher vorerst keine wesentliche Zunahme des Preisauftriebs. **Dieses geringe Tempo, mit dem sich die Eurozone aus dem Niedriginflationsumfeld herausarbeitet, gibt der EZB mehr und mehr zu denken.** Als die Notenbanker im Januar letzten Jahres das erweiterte Wertpapierankaufprogramm beschlossen haben, konnten sie sich anscheinend noch nicht vorstellen, für derart lange Zeit mit dieser Politik fortfahren zu müssen. **Implementierungsprobleme durch die Verknappung einiger Anleihen und schädliche Nebenwirkungen extrem niedriger**

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

Zinsen gewinnen in ihrer Wahrnehmung daher an Bedeutung. Wir denken jedoch nicht, dass dies die EZB veranlassen wird, ihre Wertpapierkäufe schon bald zurückzufahren. Vielmehr dürfte sie versuchen, durch eine **Anpassung der Regeln des Programms ein besseres Verhältnis von monetärem Stimulus und unerwünschten Begleiterscheinungen** zu erzielen. Allerdings erwarten wir für diese Ratssitzung weder eine Ankündigung zur Umsetzung der Wertpapierkäufe noch zu ihrer **Fortsetzung über März 2017 hinaus**. Interne Komitees des Eurosystems werden sich noch bis Dezember mit Fragen der Implementierung der quantitativen Lockerung beschäftigen und dann werden dem EZB-Rat auch wieder neue makroökonomische Projektionen zur Verfügung stehen. Insofern dürften diese beiden miteinander verwobenen **Entscheidungen auf die übernächste Ratssitzung am 8. Dezember vertagt** werden.

2. Die Konjunkturdaten hatten zuletzt einen uneinheitlichen Einfluss auf den EZB-Kompass. So gab der **Einkaufsmanagerindex** nochmals leicht nach, während das breiter gefasste **Economic Sentiment** den Rückgang des Vormonats mehr als wettmachen konnte. Insgesamt liefern die konjunkturellen Stimmungsindikatoren jedoch eine allenfalls knappe Unterstützung für die optimistischen Projektionen der EZB, die für die Jahre 2017 und 2018 ein Wirtschaftswachstum von jeweils 1,6 % vorhersehen. Die **Industrieproduktion** verzeichnete im August einen kräftigen Anstieg um 1,6 % mom. Allerdings ist diese Zeitreihe äußerst volatil, weshalb nur ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt. Dieser ist mit einer annualisierten Rate von 0,2 % nach wie vor erheblich schwächer als in wirtschaftlichen Aufschwungphasen üblich. Der für die zukünftige Geldpolitik der EZB möglicherweise wichtigste Indikator ist die **Outputlücke** als Maß für die wirtschaftliche Auslastung des Euroraums. Unseren Berechnungen zufolge hat sich die negative Outputlücke zuletzt nur noch im Schneckentempo eingengt. Die anhaltende Unterauslastung ist sicherlich auch ein wichtiger Grund dafür, dass der Preisauftrieb in der Breite nicht an Kraft gewinnt. Die **Jahresrate des Verbraucherpreisindex ohne Lebensmittel und Energie lag im September den sechsten Monat in Folge unter 1 %**. Schon auf ihrer Sitzung am 8. September waren die Mitglieder des EZB-Rats hierüber besorgt, wie das zugehörige Protokoll belegt. Sie wiesen erneut darauf hin, dass der zugrundeliegende Preisauftrieb **keinen erkennbaren Trend nach oben** aufweist.

	Aktuell Sep 16	Vormonat Aug 16	6M-Prognose Mrz 17	18M-Prognose Mrz 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	52,6	52,9	52,2	52,4
Economic Sentiment	104,9	103,5	104,0	103,8
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,2	0,3	-0,1	0,0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	0,5	0,2	0,9	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	1,6	1,3	1,8	3,7
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	-1,4	-1,9	1,3	2,3
Importpreise (Dt.) in % yoy	-1,7	-2,6	3,2	2,6
Lohnkosten in % yoy	0,9	1,0	1,0	2,0
Inflationserwartungen Consensus	1,3	1,3	1,3	1,3
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	4,7	3,3	4,7	4,7
Score EZB-Kompass	26,1	25	31,2	34,8
Kompassnadel auf X Grad	180	180	180	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die Meldungen rund um die **Kreditvergabe** lassen den Notenbankern erheblichen Spielraum zur Interpretation. Sie weisen regelmäßig darauf, dass ihre expansive Geldpolitik die Kreditzinsen verringert und den Zugang zu Krediten erleichtert hätte. Dies belegt im Prinzip auch der am Dienstag erschienene **Bank Lending Survey**, eine vierteljährliche Umfrage der EZB unter weit über 100 Banken zur Entwicklung ihres Kreditgeschäfts. Allerdings sind seine Ergebnisse nicht ohne Schönheitsfehler und Widersprüche. So haben sich die **Kreditbedingungen für Unternehmen nicht weiter verbessert und ihre Kreditnachfrage expandierte laut Umfrage langsamer** als noch im zweiten Quartal. Die teilnehmenden Banken geben zwar an, dass ihnen durch die Wertpapierkäufe der EZB auch mehr Kundengelder zufließen würden und dass sie diese Mittel zu einem großen Teil für die Vergabe zusätzlicher Kredite einsetzen wollen. Gleichzeitig erwarten die meisten von ihnen aber keine nennenswerte Ausdehnung ihrer Bilanzsumme. Mit der Zeit dürfte es für die EZB immer wichtiger werden, den Erfolg ihrer unkonventionellen Maßnahmen nicht allein mit Umfragen zu belegen, sondern auch mit harten Daten zur tatsächlichen Kreditverga-

be. Die in den EZB-Kompass eingehende **Jahresrate der Buchkredite stagnierte im August bei 1,3 %**. Aber auch dieses nur mäßige Wachstum der ausstehenden Kredite werteten die Mitglieder des EZB-Rats zuletzt als Unterstützung für die wirtschaftliche Erholung. Gleichzeitig warnten sie aber auch, dass die Entwicklungen im Bankensystem eine erhöhte Aufmerksamkeit erforderten, da **Banken eine zentrale Rolle im monetären Transmissionsprozess** spielen und derzeit **mit verschiedenen Herausforderungen konfrontiert** sind. Neben dem **niedrigen Zinsniveau** gehörten dazu Rückstellungsbedarf für **ausfallgefährdete Kredite**, erhöhte regulatorische Anforderungen und ein verstärkter Wettbewerb.

4. Die Inflations- und Kostenindikatoren entwickelten sich in den letzten Monaten ebenfalls uneinheitlich. Die negativen Jahresraten sowohl der **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** als auch der **deutschen Importpreise** haben sich im August zwar etwas weiter in Richtung Nulllinie bewegt. Erstmals seit langem verzeichneten die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen jedoch wieder Rückgänge im Monatsvergleich. Dies ist ein Indiz dafür, dass der Einfluss der wieder gestiegenen Rohstoffpreise auf die Inflation im Euroraum nun ausläuft. Der von der inländischen Wirtschaft generierte Preisdruck ist ohnehin äußerst schwach. Am deutlichsten zeigt sich dies an den **Lohnkosten**, deren Anstieg sich zur Jahresmitte auf 1,0 % yoy verlangsamte. Auch die Mitglieder des EZB-Rats betrachten die Lohnentwicklung als Dreh- und Angelpunkt für den mittelfristigen Inflationsausblick. Ihre Erwartung eines baldigen Anziehens der Lohnanstiege setzt jedoch voraus, dass die Arbeitslosenquote auch in den nächsten Jahren massiv zurückgeht.

5. Die Maßzahlen für die Inflationserwartungen haben in letzter Zeit keinen nennenswerten Einfluss auf den EZB-Kompass ausgeübt. Von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ließen im Oktober ihre **Inflationsprognose für das Jahr 2017** den sechsten Monat in Folge **unverändert bei 1,3 %**. Sie sind damit sogar einen Hauch optimistischer als die EZB selbst. Die **Preiserwartungen der Konsumenten** nahmen zuletzt geringfügig zu, liegen im historischen Vergleich aber immer noch auf einem weit unterdurchschnittlichen Niveau. Alles in allem deuten die Indikatoren für die Inflationserwartungen zwar nicht auf die akute Gefahr einer deflationären Abwärtsspirale von Löhnen und Preisen hin. Sie unterstreichen jedoch das Risiko, dass sich die Antizipation eines dauerhaft geringen Preisauftriebs auf die Lohnverhandlungen, das Kaufverhalten von privaten Haushalten und die Preissetzung durch Unternehmen auswirkt. Die Folge wäre, dass sich das **Niedriginflationsumfeld noch weiter verfestigt**. Am Rande der Jahrestagung von IWF und Weltbank in Washington betonte Präsident Draghi, dass die EZB diese Entwicklungen genau beobachte, auch wenn sie im Augenblick keine Anzeichen für derartige Zweitrundeneffekte feststellen könne. Die hohe Aufmerksamkeit, die er den nach wie vor niedrigen Inflationserwartungen schenkt, deutet darauf hin, dass er es noch für zu früh hält, um den geldpolitischen Stimulus zurückzufahren.

6. Im Vorfeld dieser Ratssitzung sorgten **Medienberichte** für Aufsehen, im EZB-Rat habe sich bereits ein Konsens gebildet, die **Wertpapierkäufe wie angekündigt bis März 2017 fortzusetzen, danach aber die monatlichen Beträge relativ schnell zurückzufahren**. Denn erstens sei das Wirtschaftswachstum im Euroraum zwar nicht besonders stark, aber widerstandsfähig. So hätten sich anfängliche Befürchtungen über die Folgen des Brexit bislang nicht bewahrheitet. Zweitens zeigten sich immer deutlicher die Schattenseiten der niedrigen Zinsen. Diese würden insbesondere die Geschäftsmodelle von Banken untergraben und dadurch nicht nur die Finanzmarktstabilität gefährden, sondern auch die Kreditvergabe behindern und letztlich der expansiven Geldpolitik ihre Wirkung entziehen. Tatsächlich sprachen die Mitglieder des EZB-Rats in letzter Zeit verstärkt darüber, dass **extrem niedrige Zinsen ungewollte Nebenwirkungen** hervorrufen können, insbesondere wenn sie über längere Zeit anhalten. Sie betonen aber auch, dass es noch eine ganze Weile dauern wird, ehe die Inflation wieder den Zielwert von knapp 2 % erreicht. Die makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs reichen nur bis in das Jahr 2018, für das er eine durchschnittliche Teuerung von 1,6 % erwartet. Draghi konkretisierte diesen Ausblick dahingehend, dass er **Ende 2018 oder Anfang 2019 mit Inflationsraten nahe dem Zielwert** rechne. Voraussetzung hierfür sei aber, dass die „technischen Annahmen“ der makroökonomischen Projektionen einträfen, zu denen auch ein **sehr günstiges Finanzmarktumfeld** gehöre. Sein Stellvertreter Constancio fügte hinzu, dass die Stabilität der Finanzmärkte auch die **Erwartung einer weiterhin sehr expansiven Geldpolitik** widerspiegele. Und Chefvolkswirt Praet brachte es auf den Punkt, dass die wirtschaftliche Erholung wahrscheinlich zum Erliegen kommen würde, falls die EZB den monetären Stimulus zu früh entziehen sollte. Insofern scheinen diese drei wichtigen Mitglieder des EZB-Rats keine Alternative zur Fortsetzung des derzeitigen geldpolitischen Kurses zu sehen.

7. Wir gehen nicht davon aus, dass die EZB einen Kompromiss zwischen Inflationsziel und Finanzmarktstabilität eingehen wird, indem sie ihre Wertpapierkäufe schon bald auslaufen lässt. Stattdessen dürfte sie nach **verbesserten Regeln des Pro-**

gramms suchen, um **ungewollte Begleiterscheinungen zu minimieren** und dadurch eine **längere Fortsetzung ihrer expansiven Politik** zu ermöglichen. Ihre Optionen sind dabei aber vermutlich begrenzt, da ein Ausweichen auf andere Assetklassen, wie ungedeckte Bankschuldverschreibungen oder gar Aktien, nicht in Frage zu kommen scheint. Insofern dürften Staatsanleihen weiterhin den Schwerpunkt des Wertpapierankaufprogramms bilden. Die Anhebung von ISIN-Beschränkungen und die Erlaubnis, auch Anleihen mit Renditen unterhalb des Einlagensatzes zu kaufen, helfen zwar, die Knappheit von Papieren in bestimmten Marktsegmenten zu überwinden. Sie werden aber vermutlich nicht verhindern können, dass punktuell ein unerwünscht starker Abwärtsdruck auf die Renditen entsteht. Die Komitees des Eurosystems werden sich darüber hinaus also etwas einfallen lassen müssen, um die Flexibilität des Wertpapierankaufprogramms zu erhöhen. Die **unterschiedliche Steilheit der Zinsstrukturkurven in den einzelnen Mitgliedsländern** bietet hierfür durchaus Ansatzpunkte. So könnten die nationalen Zentralbanken ihre **Staatsanleihekäufe in verschiedenen Laufzeitbereichen** durchführen. In den Peripherieländern steigert eine hohe Duration die makroökonomische Wirkung, während schädliche Einflüsse zu niedriger Renditen dort eher nicht zu befürchten sind. Diese könnten in den Kernländern durch eine Verkürzung der Duration zumindest minimiert werden. Alternativ oder ergänzend könnte man die **Käufe in einzelnen Ländern ganz aussetzen, solange der Abwärtsdruck auf das Zinsniveau als zu stark angesehen wird**. Zwar werden Abweichungen vom Eigenkapitalschlüssel in großen Teilen des EZB-Rats kritisch gesehen. Die Notenbankvertreter der Kernländer könnten sich mit dieser Lösung jedoch einverstanden erklären, solange die ausgefallenen Käufe nicht auf andere Länder umverteilt werden.

8. Da die internen Komitees des Eurosystems vermutlich noch bis Dezember damit beschäftigt sein werden, die Regeln des Wertpapierankaufprogramms zu überarbeiten, ist **bei dieser Ratsitzung mit Entscheidungen weder zur Zusammensetzung noch zur Dauer der Anleihekäufe zu rechnen**. Dennoch könnte die Pressekonferenz Signale über die Absichten und Einschätzungen des EZB-Rats liefern. Dazu gehört erstens die Botschaft, dass trotz der sich fortsetzenden wirtschaftlichen Erholung **noch für einige Zeit ein hohes Ausmaß an monetärem Stimulus benötigt** wird. Zweitens könnte Draghi zu verstehen geben, dass die **Kosten der expansiven Geldpolitik nicht prohibitiv hoch** sind und sich gegebenenfalls weiter reduzieren lassen. Derartige Aussagen würden uns in der Erwartung bestärken, dass die EZB bei ihrer **nächsten Sitzung am 8. Dezember** ankündigt wird, ihre **Wertpapierkäufe zu veränderten Bedingungen für einige Monate über März 2017 hinaus fortzusetzen**.

Autor:

Kristian Tödtmann
Tel.: 069/7147-3760, E-Mail: kristian.toedtmann@deka.de

Disclaimer: Diese Informationen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Auch eine Übersendung dieser Information stellt kein Angebot, Einladung oder Empfehlung dar. Diese Information ersetzt nicht eine (Rechts-, Steuer- und / oder Finanz-) Beratung. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.

Es handelt sich bei dieser Information um unsere im Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuellen Einschätzungen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen oder beruhen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich etwaiger rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen.

Diese Information inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Datenhistorie EZB-Kompass							
Jan 01	71,1	Jan 05	44,8	Jan 09	10,3	Jan 13	25,1
Feb 01	66,5	Feb 05	43,1	Feb 09	7,3	Feb 13	21,6
Mrz 01	58,8	Mrz 05	41,8	Mrz 09	5,3	Mrz 13	20,8
Apr 01	54,5	Apr 05	39,6	Apr 09	4,2	Apr 13	18,2
Mai 01	52,0	Mai 05	39,5	Mai 09	3,7	Mai 13	18,8
Jun 01	50,4	Jun 05	41,9	Jun 09	3,5	Jun 13	20,3
Jul 01	44,9	Jul 05	43,6	Jul 09	4,1	Jul 13	22,0
Aug 01	40,5	Aug 05	42,5	Aug 09	5,7	Aug 13	24,9
Sep 01	35,8	Sep 05	46,8	Sep 09	6,5	Sep 13	25,7
Okt 01	30,4	Okt 05	49,4	Okt 09	9,8	Okt 13	25,6
Nov 01	27,5	Nov 05	52,1	Nov 09	14,9	Nov 13	25,2
Dez 01	26,7	Dez 05	56,2	Dez 09	21,7	Dez 13	26,4
Jan 02	28,7	Jan 06	58,3	Jan 10	27,4	Jan 14	28,2
Feb 02	28,4	Feb 06	61,4	Feb 10	31,8	Feb 14	27,4
Mrz 02	29,6	Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,7	Mrz 14	26,4
Apr 02	31,8	Apr 06	67,0	Apr 10	47,5	Apr 14	27,4
Mai 02	31,9	Mai 06	71,0	Mai 10	50,4	Mai 14	27,5
Jun 02	31,4	Jun 06	72,2	Jun 10	52,0	Jun 14	26,6
Jul 02	31,6	Jul 06	72,8	Jul 10	53,7	Jul 14	27,2
Aug 02	31,2	Aug 06	73,1	Aug 10	54,2	Aug 14	24,6
Sep 02	30,5	Sep 06	71,6	Sep 10	53,9	Sep 14	24,3
Okt 02	32,4	Okt 06	71,3	Okt 10	53,7	Okt 14	24,3
Nov 02	31,7	Nov 06	70,9	Nov 10	55,5	Nov 14	23,7
Dez 02	29,5	Dez 06	69,8	Dez 10	57,4	Dez 14	23,1
Jan 03	29,3	Jan 07	67,3	Jan 11	62,5	Jan 15	22,8
Feb 03	29,8	Feb 07	65,7	Feb 11	66,1	Feb 15	25,6
Mrz 03	28,4	Mrz 07	65,9	Mrz 11	67,7	Mrz 15	28,6
Apr 03	26,6	Apr 07	64,9	Apr 11	66,3	Apr 15	30,3
Mai 03	23,6	Mai 07	64,9	Mai 11	63,0	Mai 15	31,3
Jun 03	21,1	Jun 07	67,0	Jun 11	58,3	Jun 15	31,9
Jul 03	21,4	Jul 07	65,8	Jul 11	54,6	Jul 15	31,8
Aug 03	22,6	Aug 07	67,3	Aug 11	51,1	Aug 15	30,1
Sep 03	24,9	Sep 07	65,8	Sep 11	45,6	Sep 15	28,3
Okt 03	26,9	Okt 07	65,6	Okt 11	42,1	Okt 15	27,7
Nov 03	31,3	Nov 07	65,9	Nov 11	39,6	Nov 15	28,0
Dez 03	32,0	Dez 07	65,7	Dez 11	37,8	Dez 15	27,9
Jan 04	33,9	Jan 08	64,9	Jan 12	34,9	Jan 16	26,5
Feb 04	36,3	Feb 08	65,1	Feb 12	32,3	Feb 16	25,2
Mrz 04	37,1	Mrz 08	63,8	Mrz 12	31,7	Mrz 16	24,7
Apr 04	41,4	Apr 08	61,9	Apr 12	29,7	Apr 16	24,7
Mai 04	45,3	Mai 08	61,3	Mai 12	27,8	Mai 16	25,0
Jun 04	46,4	Jun 08	59,1	Jun 12	24,3	Jun 16	26,4
Jul 04	49,0	Jul 08	55,0	Jul 12	23,0	Jul 16	25,0
Aug 04	47,7	Aug 08	50,4	Aug 12	25,7	Aug 16	25,0
Sep 04	46,4	Sep 08	45,9	Sep 12	26,8	Sep 16	26,1
Okt 04	47,4	Okt 08	38,6	Okt 12	28,2		
Nov 04	45,9	Nov 08	25,6	Nov 12	27,9		
Dez 04	43,9	Dez 08	15,1	Dez 12	27,6		

Quelle: DekaBank