

Deka-EZB-Kompass: Lieber zu viel als zu wenig

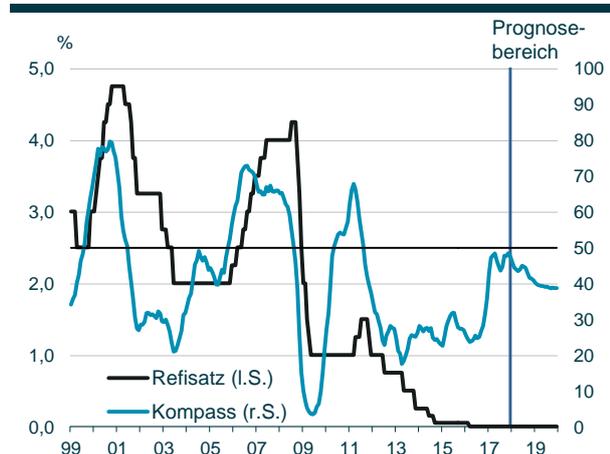
■ Seit Mitte des Jahres legte der Deka-EZB-Kompass deutlich zu und erreichte im November 48,5 Punkte. Sein Anstieg war breit basiert und ging von den Konjunkturdaten, der Kreditvergabe sowie den Inflations- und Kostenindikatoren aus. Mittelfristig rechnen wir zwar mit einem wieder leicht nach unten gerichteten Kompass, der weiterhin einen Bedarf an expansiver Geldpolitik anzeigt. Jedoch erscheinen uns die Kompasswerte mittlerweile zu hoch, um umfangreiche Wertpapierkäufe der EZB zu rechtfertigen.

■ Trotz verbesserter makroökonomischer Projektionen dürfte die EZB an der Absicht einer sehr expansiven Geldpolitik festhalten. Dies beinhaltet neben niedrigen Leitzinsen auch die Bereitschaft, die Wertpapierkäufe bei Bedarf über September 2018 hinaus fortzusetzen. Von einem geldpolitischen Ausstieg dürfte auf der Pressekonferenz erneut nicht die Rede sein.

■ Die Wiederanlage von Rückflüssen aus fällig werdenden Wertpapieren wird zu einer quantitativ immer bedeutenderen Komponente der Geldpolitik. Aufgrund des günstigen Finanzmarktumfelds besteht für die EZB derzeit keine Notwendigkeit, die Pläne für ihre Reinvestitionspolitik offenzulegen. Sollte sich das finanzielle Umfeld verschlechtern oder neue Schocks auftreten, wäre eine aggressivere Forward Guidance zur Wiederanlage von Rückflüssen allerdings eine wichtige Politikoption für die EZB.

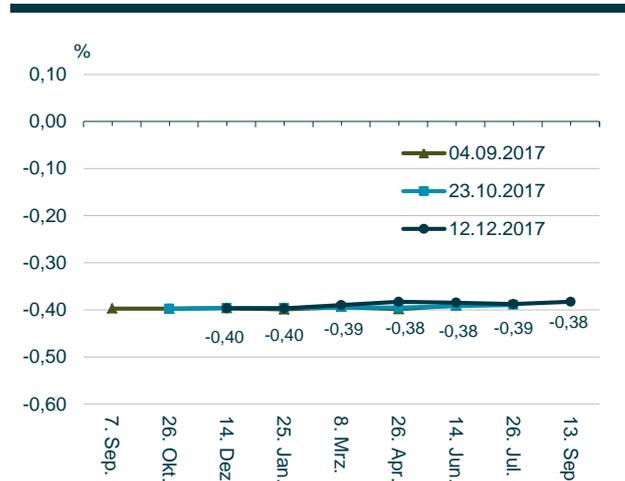
1. Seit der letzten EZB-Sitzung hat sich der **Deka-EZB-Kompass** noch ein Stück weiter nach oben bewegt. Mit **48,5 Punkten im November** liegt er wieder auf dem gleichen Niveau wie bereits im April. Allerdings sieht die Konstellation seiner Teilindikatoren derzeit wesentlich günstiger aus als noch im Frühjahr. Denn seinerzeit wurde der EZB-Kompass vor allem von den stark steigenden Erzeuger- und Importpreisen nach oben getrieben. Diese reflektierten nichts weiter als die rasche Erholung der Rohstoffpreise im Jahr 2016, die sich dann aber nicht mehr weiter fortsetzte. Es war deshalb leicht zu prognostizieren, dass die starken Preisanstiege auf vorgelagerten Produktionsstufen und damit die hohen Kompasswerte nicht nachhaltig sein würden. Demgegenüber ist der jüngste Anstieg des EZB-Kompasses wesentlich breiter basiert: Die Konjunkturdaten sind besser, die Kreditvergabe steigt schneller und die Inflationserwartungen haben sich zumindest stabilisiert. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass der **Kompass mittelfristig wieder etwas nachgeben** wird. Denn erstens wird die **Aufwertung des Euros** von den Inflations- und Kostenindikatoren noch ihren Tribut fordern. Und zweitens können wir uns nicht vorstellen, dass die **konjunkturellen Stimmungsindikatoren** dauerhaft ihre derzeitigen, geradezu euphorischen Niveaus halten werden. Somit deutet der von uns prognostizierte Verlauf des EZB-Kompasses auch für die kommenden zwei Jahre einen **Bedarf an expansiver Geldpolitik** an. Jedoch sollten die Kompasswerte weit über denen der Jahre 2013 bis 2016 bleiben. Das bedeutet, dass die seinerzeit beschlossenen unkonventionellen Maßnahmen – allen voran groß angelegte **Staatsanleihekäufe** – **dem derzeitigen makroökonomischen Umfeld nicht mehr angemessen sind**.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. **Einkaufsmanagerindex** und **Economic Sentiment** legten im November erneut zu und kletterten auf langjährige Höchststände. Isoliert betrachtet deuten beide Stimmungsindikatoren damit auf ein Wirtschaftswachstum jenseits der 3 % hin. Dies entspricht weder unseren Prognosen noch der vorherrschenden Marktmeinung. Aber selbst wenn man die hohen Werte des Einkaufsmanagerindex und des Economic Sentiment nicht wortwörtlich nimmt, vermitteln sie zumindest das gute Gefühl, dass der Aufschwung vorerst nicht an Kraft verlieren wird. So scheint es auch der EZB-Rat zu sehen. Jahrelang hat er die Risiken für das Wirtschaftswachstum pauschal als nach unten gerichtet eingestuft. Demgegenüber diskutierten die Notenbanker in jüngster Zeit sogar Aufwärtsrisiken für die nähere Zukunft. So könnte sich das konjunkturelle Momentum als stärker erweisen als bislang angenommen. Zu dieser Einschätzung hat sicherlich auch die exzellente Stimmung bei Unternehmen und privaten Haushalten beigetragen. Der **Mitarbeiterstab der EZB** könnte noch einen Schritt weiter gehen und zu dieser Sitzung seine **Projektionen für das Wirtschaftswachstum** anheben. Insbesondere die für das kommende Jahr vorhergesagte Rate von 1,8 % wirkt zu niedrig im Vergleich zur konjunkturellen Dynamik der letzten Quartale. Diese schlug sich auch in unseren Schätzungen der **Outputlücke** nieder. Wir gehen davon aus, dass die wirtschaftliche Unterauslastung etwas schneller abgebaut wird und daher weniger stark auf der Preisentwicklung lastet. Hierfür sprechen mittlerweile auch die Daten zur **Industrieproduktion**. Trotz eines Rückgangs um 0,6 % mom im September lag ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, bei einer annualisierten Rate von 3,7 %.

	Aktuell Nov 17	Vormonat Okt 17	6M-Prognose Mai 18	18M-Prognose Mai 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	57,5	56,0	55,7	54,2
Economic Sentiment	114,6	114,1	112,3	107,6
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,7	0,7	0,4	-0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	3,4	3,5	2,4	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,6	2,7	3,5	3,3
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	3,3	3,5	1,7	2,0
Importpreise (Dt.) in % yoy	2,3	2,6	2,0	1,8
Lohnkosten in % yoy	1,9	1,9	2,5	2,4
Inflationserwartungen Consensus	1,3	1,3	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	16,0	14,7	16,0	16,0
Score EZB-Kompass	48,5	47,7	44,0	39,3
Kompassnadel auf X Grad	90	90	135	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Auf den EZB-Pressekonferenzen spricht Präsident Draghi regelmäßig von einer Erholung der **Kreditvergabe**, die im Jahr 2014 begonnen hätte. Dies ist eine eher schmeichelhafte Umschreibung für einen ungewöhnlich trägen Anstieg der Kreditagregate im Anschluss an einen historisch beispiellosen Einbruch. Zuletzt kamen aber wieder verstärkt Lebenszeichen von der Kreditvergabe. Die **Jahresrate der Buchkredite** kletterte im Oktober auf 2,7 %. Auch die Zusammensetzung der monatlichen Nettotransaktionen hat sich verbessert, denn es sind nicht mehr nur Käufer von Wohnimmobilien, sondern auch nichtfinanzielle Unternehmen, die Kredite aufnehmen. Dies steht in ermutigender Weise in Einklang mit anderen Hinweisen darauf, dass die **Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors zunimmt**. Sollte sich ein gemeinsamer Aufwärtstrend von Krediten und Investitionen bestätigen, wäre dies aber auch ein Beleg dafür, dass das **finanzielle Umfeld ausreichend stimulierend** wirkt und möglicherweise gar **nicht mehr so viel Unterstützung von Seiten der Geldpolitik bedarf**.

4. In den letzten Monaten wiesen einige Mitglieder des EZB-Rats darauf hin, dass **Maße der zugrundeliegenden Inflation leicht zugenommen** hätten, ihren Aufwärtstrend aber noch bestätigen müssten. Letzteres ist bislang jedoch ausgeblieben, denn die **Kerninflation fiel im Oktober wieder auf 0,9 %** und blieb vorläufigen Schätzungen zufolge im November auf diesem Niveau. Zumindest kurzfristig sind die Voraussetzungen für eine breit basierte Zunahme der Teuerung nicht günstig. Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen zeigen zwar noch keine erkennbaren Spuren der Euro-Aufwertung. Die Jahresrate der **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** ist zuletzt sogar gestiegen. Gleiches gilt für die **deutschen Importpreise**, wenn man aus diesen die volatilen Preise von Energiegütern ausklammert. Wir gehen jedoch nach wie vor davon aus, dass der höhere ef-



fektive Wechselkurs des Euros und der Rückgang der Preise nicht-energetischer Rohstoffe seit Mitte letzten Jahres in absehbarer Zeit einen dämpfenden Einfluss auf die Erzeuger- und Importpreise ausüben werden. **Trotz eines kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstums wirkt das globale Umfeld derzeit nicht förderlich auf die Inflation im Euroraum.**

5. Die wichtigste Determinante des Preisaufrichts ist jedoch die **Lohnentwicklung**. Mit einem Anstieg von 1,7 % yoy im zweiten Quartal ist sie **weiterhin zu schwach, um die Kerninflation nachhaltig über 1,0 % zu heben**. Im EZB-Rat wird intensiv darüber diskutiert, warum die Löhne bislang so wenig auf die wirtschaftliche Erholung reagiert haben. Einige Notenbanker verweisen auf die Möglichkeit **dauerhafter Veränderungen im Inflationsprozess**, beispielsweise aufgrund von Strukturbrüchen am Arbeitsmarkt oder eines verschärften Wettbewerbs infolge der Digitalisierung. Eine Mehrheit scheint jedoch davon auszugehen, dass die Beziehung zwischen wirtschaftlicher Auslastung und Inflation derzeit lediglich **längeren Wirkungsverzögerungen** unterworfen ist als üblich. Potenzielle Gründe hierfür sind ein höheres Ausmaß an tatsächlicher Unterbeschäftigung als die gesunkenen Arbeitslosenquoten suggerieren oder Rückwirkungen der zeitweise sehr niedrigen Inflationserwartungen auf die Lohnentwicklung. Diese dämpfenden Einflüsse sollten mit der Zeit jedoch an Bedeutung verlieren. Denn das Wirtschaftswachstum ist derzeit stark genug, um messbare sowie nicht messbare Unterauslastung zu beseitigen, und die Inflationserwartungen haben sich bereits ein Stückweit stabilisiert. So stiegen die **Preiserwartungen der Konsumenten** im November zum dritten Mal in Folge, und von **Consensus Economics** befragte Volkswirte haben im Dezember ihre Inflationsprognosen für das Jahr 2018 auf 1,4 % angehoben. Alles in allem bestehen für die EZB somit ausreichend Gründe, an ihrer optimistischen Einschätzung festzuhalten, dass der **Preisaufricht zumindest mittelfristig zunehmen** wird. Dies dürfte auch in den neuen **Projektionen ihres Mitarbeiterstabs** zum Ausdruck kommen. Insbesondere die Inflationsvorhersage für das kommende Jahr erscheint mit 1,2 % ungerechtfertigt niedrig. Die erstmals veröffentlichte Prognose für das Jahr 2020 dürfte in etwa dem Inflationsziel von „unter, aber nahe 2 %“ entsprechen.

6. Nachdem die EZB bereits Ende Oktober eine Fortsetzung ihrer **Wertpapierkäufe bis mindestens September nächsten Jahres** beschlossen hat, sind auf der jetzt anstehenden Sitzung keine neuen geldpolitischen Entscheidungen zu erwarten. Sie dürfte ihre **Forward Guidance** zu den Leitzinsen, den Wertpapierkäufen und der Wiederaanlage von Rückflüssen aus fällig werdenden Anleihen **unverändert** wiederholen. Diese beinhaltet, dass die Leitzinsen deutlich über das Ende der Nettokäufe hinaus auf ihren derzeitigen Niveaus belassen werden sollen und weitere Wertpapierkäufe auch nach September 2018 zumindest nicht ausgeschlossen sind. Derart weit in die Zukunft gerichtete Aussagen zur Geldpolitik sind im EZB-Rat nicht unumstritten. In der vergangenen Woche argumentierte Ratsmitglied **Yves Mersch**, die EZB solle sich nur so weit im Voraus festlegen, wie sie die wirtschaftliche Entwicklung mit großer Sicherheit vorhersehen kann. Andernfalls würde sie sich **unnötig die Hände binden** und Gefahr laufen, von einem **unvorhergesehenen Anstieg der Inflation** auf dem falschen Fuß erwischt zu werden. Daher sei es notwendig, im kommenden Jahr – wenn die nächsten geldpolitischen Entscheidungen anstehen – auch die Formulierungen der **Forward Guidance auf den Prüfstand zu stellen**.

7. Vor allem **die Kommunikation zu zukünftigen Wertpapierkäufen wird im EZB-Rat zunehmend zum Zankapfel**. Zwar betonte Präsident Draghi auf der Pressekonferenz am 26. Oktober, eine große Mehrheit habe sich dafür ausgesprochen, die Politik der quantitativen Lockerung bis mindestens September 2018 fortzusetzen und dabei zunächst offen zu lassen, wann dieses Programm definitiv endet. Wie die anschließend veröffentlichte Zusammenfassung dieser Sitzung zeigte, hat sich diese Mehrheit jedoch erst im Verlauf der Diskussion herausgebildet. Und auch danach **favorisierten einige Notenbanker immer noch ein festes Enddatum für die Wertpapierkäufe**. Ihrer Ansicht nach würde eine solche Ankündigung weder die Finanzmärkte schockieren noch die Fähigkeit der EZB beeinträchtigen, auf zukünftige makroökonomische Schocks zu reagieren. Der Saldo aus Nutzen und Kosten der Wertpapierkäufe werde mit der Zeit aber immer schlechter, sodass diese Politik in nicht allzu ferner Zukunft ohnehin eingestellt werden müsse. Wenn die EZB aber dennoch von einem **offenen Ende des Kaufprogramms** spreche, würde sie an den Finanzmärkten die **Erwartung einer weiteren Verlängerung hervorrufen**, was unter den derzeitigen Umständen jedoch nicht angemessen sei.

8. Eng verknüpft mit der noch zu erwartenden Dauer der Wertpapierkäufe ist die Frage, wie stark sich die Kommunikation der EZB auf dieses eine Instrument fokussieren sollte. Bereits kurz nach der jüngsten Ratssitzung behaupteten Medienberichte, wichtige Mitglieder wie Coeuré, Weidmann und Villeroy de Galhau hätten sich gegen die Formulierung ausgesprochen, die **Wertpapierkäufe so lange fortzusetzen, bis eine „nachhaltige Anpassung am Pfad der Inflation“ zu beobachten sei**.

Tatsächlich fand sich in der Zusammenfassung dieser Sitzung eine Passage, in der argumentiert wurde, dass die EZB für den Fall einer auch in Zukunft zu niedrigen Inflation nicht zwingend weitere Wertpapierkäufe, sondern ganz allgemein eine entsprechend expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik versprechen sollte. Diese Forderungen haben sich zwar nicht durchgesetzt. Der Teil der Forward Guidance, der ausschließlich den Umfang zukünftiger Wertpapierkäufe an den Inflationsausblick knüpft, blieb in Kraft und wird es voraussichtlich auch nach der jetzt anstehenden Ratssitzung bleiben. Allein die Diskussion hierüber zeigt jedoch, dass sich **im EZB-Rat Widerstand gegen immer weitere Wertpapierkäufe** regt, auch wenn dieser im Augenblick noch eher klein ist.

9. Auf der Pressekonferenz am 26. Oktober hob Präsident Draghi hervor, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken Rückflüsse aus fällig werdenden Anleihen wiederanlegen. Es kommt wohl nicht von ungefähr, dass er ausgerechnet jetzt die Aufmerksamkeit auf die expansive Wirkung dieser Reinvestitionen lenkt. Denn die **Regeln des Ankaufprogramms sind weitgehend ausgeschöpft**, was den Spielraum für weitere Nettokäufe erheblich einschränkt. Auch eine **erneute Senkung der Leitzinsen scheint ausgeschlossen**, und die Finanzmärkte gehen schon jetzt davon aus, dass der Einlagensatz bis in das Jahr 2019 hinein nicht angehoben wird. Die **einzige Dimension der Geldpolitik, mit der die EZB weiteren Stimulus hervorrufen könnte, sind somit die Reinvestitionen**. Vordergründig dienen sie dazu, die Wirkung der quantitativen Lockerung über eine gewisse Zeit zu erhalten, indem sie die Wertpapierbestände auf hohem Niveau fixieren. Eine Zentralbank kann die Reinvestitionen aber auch nutzen, um die Effekte eines Wertpapierkaufprogramms gegebener Größe zu verstärken. Dazu muss sie im Rahmen ihrer Forward Guidance versprechen, die Wiederanlage von Rückflüssen aus fällig werdenden Anleihen noch für sehr lange Zeit fortzusetzen. Dies löst entsprechende Erwartungen aus, die sich bereits in der Gegenwart in den Renditen langlaufender Wertpapiere niederschlagen und so eine expansive Wirkung entfalten. Zurzeit braucht die EZB von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch zu machen, denn trotz der angekündigten Verringerung der Nettokäufe auf 30 Mrd. Euro pro Monat ab Januar ist das finanzielle Umfeld wachstumsfreundlich. Sollte sich dieses mit Blick auf das vermeintliche Ende der Nettokäufe im nächsten Jahr verschlechtern oder erneute makroökonomische Schocks auftreten, wäre jedoch eine **aggressivere Forward Guidance über die zukünftigen Reinvestitionen eine wichtige Politikoption für die EZB**.

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 02	28,6	Jan 06	59,0	Jan 10	27,4	Jan 14	28,2
Feb 02	28,6	Feb 06	61,6	Feb 10	31,8	Feb 14	27,6
Mrz 02	29,4	Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,8	Mrz 14	26,7
Apr 02	31,8	Apr 06	67,0	Apr 10	47,7	Apr 14	27,5
Mai 02	31,9	Mai 06	70,9	Mai 10	50,4	Mai 14	27,7
Jun 02	31,3	Jun 06	72,0	Jun 10	52,1	Jun 14	26,8
Jul 02	31,5	Jul 06	72,7	Jul 10	53,7	Jul 14	27,6
Aug 02	31,0	Aug 06	72,9	Aug 10	54,2	Aug 14	24,9
Sep 02	30,4	Sep 06	71,7	Sep 10	53,9	Sep 14	24,3
Okt 02	32,3	Okt 06	71,4	Okt 10	53,7	Okt 14	24,6
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	57,3	Dez 14	23,1
Jan 03	29,3	Jan 07	67,3	Jan 11	62,5	Jan 15	22,7
Feb 03	30,0	Feb 07	65,6	Feb 11	66,1	Feb 15	25,3
Mrz 03	28,5	Mrz 07	65,8	Mrz 11	67,8	Mrz 15	28,2
Apr 03	26,6	Apr 07	64,8	Apr 11	66,3	Apr 15	29,8
Mai 03	23,6	Mai 07	64,8	Mai 11	63,0	Mai 15	31,0
Jun 03	21,1	Jun 07	66,9	Jun 11	58,3	Jun 15	31,8
Jul 03	21,3	Jul 07	65,7	Jul 11	54,5	Jul 15	31,9
Aug 03	22,8	Aug 07	67,3	Aug 11	50,8	Aug 15	29,6
Sep 03	24,8	Sep 07	65,7	Sep 11	45,3	Sep 15	27,9
Okt 03	26,8	Okt 07	65,6	Okt 11	42,0	Okt 15	27,4
Nov 03	31,3	Nov 07	66,0	Nov 11	39,6	Nov 15	27,4
Dez 03	31,9	Dez 07	65,9	Dez 11	37,5	Dez 15	27,0
Jan 04	33,8	Jan 08	65,1	Jan 12	34,8	Jan 16	25,7
Feb 04	36,0	Feb 08	65,3	Feb 12	32,1	Feb 16	24,6
Mrz 04	37,2	Mrz 08	63,8	Mrz 12	31,5	Mrz 16	23,8
Apr 04	41,1	Apr 08	62,1	Apr 12	29,6	Apr 16	24,0
Mai 04	45,3	Mai 08	61,4	Mai 12	27,7	Mai 16	24,5
Jun 04	46,5	Jun 08	59,0	Jun 12	24,2	Jun 16	25,5
Jul 04	49,1	Jul 08	54,8	Jul 12	22,9	Jul 16	24,8
Aug 04	47,4	Aug 08	50,7	Aug 12	25,6	Aug 16	25,1
Sep 04	46,4	Sep 08	45,9	Sep 12	26,7	Sep 16	26,8
Okt 04	47,4	Okt 08	38,4	Okt 12	28,2	Okt 16	28,3
Nov 04	45,9	Nov 08	25,6	Nov 12	27,7	Nov 16	31,6
Dez 04	43,8	Dez 08	15,1	Dez 12	27,4	Dez 16	35,9
Jan 05	44,4	Jan 09	10,2	Jan 13	24,8	Jan 17	42,8
Feb 05	43,3	Feb 09	7,3	Feb 13	21,3	Feb 17	47,2
Mrz 05	41,9	Mrz 09	5,4	Mrz 13	20,5	Mrz 17	47,9
Apr 05	39,8	Apr 09	4,3	Apr 13	17,6	Apr 17	48,4
Mai 05	39,7	Mai 09	3,7	Mai 13	18,5	Mai 17	46,4
Jun 05	41,8	Jun 09	3,6	Jun 13	20,0	Jun 17	45,0
Jul 05	43,9	Jul 09	4,0	Jul 13	21,8	Jul 17	43,6
Aug 05	43,0	Aug 09	5,7	Aug 13	24,7	Aug 17	44,7
Sep 05	47,2	Sep 09	6,5	Sep 13	25,7	Sep 17	47,8
Okt 05	50,0	Okt 09	9,7	Okt 13	25,4	Okt 17	47,7
Nov 05	52,5	Nov 09	15,0	Nov 13	25,2	Nov 17	48,5
Dez 05	56,3	Dez 09	21,7	Dez 13	26,3		

Quelle: DekaBank