



Deka-EZB-Kompass: Alte und neue Risiken

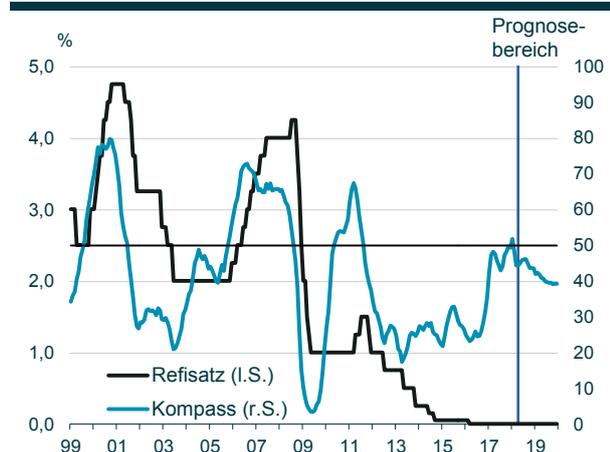
■ Der Deka-EZB-Kompass hat zwei Mal in Folge relativ deutlich nachgegeben und lag im März noch bei 44,4 Punkten. Sein Rückgang beruhte vor allem auf schwächeren Konjunkturdaten, die wir aber vor allem auf temporäre Einflüsse zurückführen. Auch wenn wir für die kommenden Jahre keinen nachhaltig nach oben gerichteten Verlauf des Kompasses erwarten, halten wir seine Niveaus für ausreichend, um der EZB eine Einstellung ihrer Wertpapierkäufe zu erlauben.

■ Konkrete Hinweise auf die zukünftige Geldpolitik erwarten wir von dieser Ratssitzung und Pressekonferenz eher nicht. Denn neben der anhaltenden Unsicherheit darüber, wann das kräftige Wachstum auch zu einem stärkeren Preisauftrieb führt, haben die Risiken für den wirtschaftlichen Ausblick zuletzt wieder zugenommen. Sofern sich die Konjunkturdaten in naher Zukunft stabilisieren und die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China nicht eskalieren, dürfte die EZB bei ihrer nächsten Ratssitzung am 14. Juni eine größere Zufriedenheit mit den mittelfristigen Inflationsaussichten signalisieren. Dies wäre die Grundlage dafür, frühestens bei ihrem anschließenden Treffen Ende Juli ein Auslaufen des Wertpapierkaufprogramms anzukündigen.

1. Die Korrektur des **Deka-EZB-Kompasses** vollzog sich schneller als wir erwartet hatten. Im **März** fiel er um nahezu vier Punkte auf **44,4**. Er liegt damit wieder deutlich in dem Bereich, der die Notwendigkeit einer expansiven Geldpolitik andeutet. Erst im Januar war der Kompass erstmals seit der Eurokrise über die neutrale Marke von 50 Punkten geklettert. Sein kräftiger Rückgang in nur zwei Monaten gibt der EZB dahingehend recht, dass sie bei der Anpassung ihrer Geldpolitik „vorsichtig, geduldig und ausdauernd“ vorgehen sollte. **Auch mittelfristig erwarten wir keinen nachhaltig nach oben gerichteten Verlauf des EZB-Kompasses.** Denn einer nur mäßigen Zunahme des Preisauftriebs dürfte eine sich abflachende Wachstumsdynamik gegenüberstehen. Insofern **wird die EZB vermutlich vergeblich auf einen idealen Moment für den geldpolitischen Ausstieg warten.** Dennoch sollte sie die Entscheidungen hierüber nicht unnötig auf die lange Bank schieben. Wenn sich bewahrheitet, dass die zuletzt schwachen Konjunkturdaten vor allem auf temporäre Einflüsse zurückzuführen sind, und gleichzeitig der Handelskonflikt zwischen den USA und China nicht eskaliert, ist der **Spielraum des EZB-Kompasses nach unten begrenzt.** Sein Niveau sollte dann in jedem Fall ausreichen, um eine **Einstellung der Wertpapierkäufe** zu begründen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB das Ankaufprogramm zum Jahresende auslaufen lässt. **Konkrete Hinweise hierauf erwarten wir von der jetzt anstehenden Ratssitzung und Pressekonferenz jedoch nicht.**

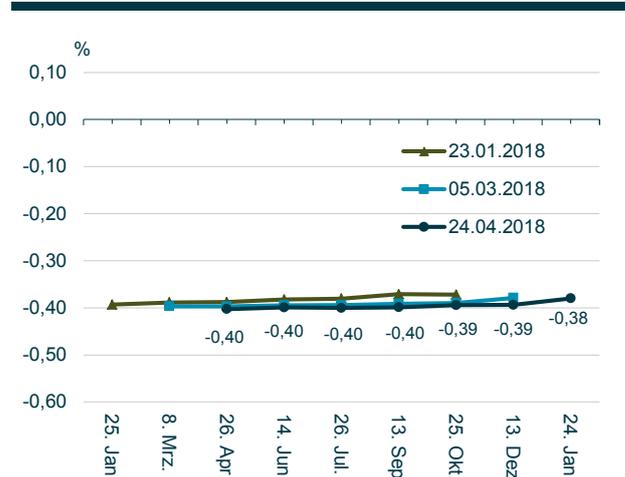
2. Der scharfe Rückgang des EZB-Kompasses ging zum größten Teil von den Konjunkturdaten aus. Stimmungsindikatoren wie der **Einkaufsmanagerindex** und das breiter gefasste **Economic Sentiment** erreichten rund um den Jahreswechsel langjährige Höchststände, haben seitdem aber wieder ein ganzes Stück nachgegeben. Auch sogenannte harte Konjunkturdaten haben sich verschlechtert. So verzeichnete die **Industrieproduktion** zwischen Dezember und Februar drei Rückgänge in Folge, während ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, nach wie vor ein

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

stattliches Wachstum ausweist. Da wir unsere Prognose für das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal leicht nach unten revidiert haben, rechnen wir auch mit einer etwas langsameren Einengung der **Outputlücke**.

3. Im Hinblick auf die Geldpolitik ist **entscheidend, dass sich die Konjunkturdaten in naher Zukunft stabilisieren** und nicht nach unten durchrauschen. Um die Abschwächung sowohl der Stimmungsindikatoren als auch der harten Daten zu erklären, bietet sich eine Reihe **temporärer Einflussfaktoren** an: In diesem Winter sind überdurchschnittlich viele Arbeitsstunden durch die **Grippewelle** ausgefallen, **im März war es außergewöhnlich kalt** und ein **globaler Lagerzyklus** könnte die Nachfrage auch nach Industriegütern aus der Eurozone gedämpft haben. Bei den Stimmungsindikatoren kommt hinzu, dass sie vor kurzem noch auf extrem hohen Niveaus lagen, deren Wachstumsversprechungen ohnehin nicht auf Dauer aufrecht zu erhalten waren. Insofern könnten sie auch kleinere und temporäre Störeinflüsse zum Anlass genommen haben, sich auf realistischere Werte anzupassen. Aber auch jetzt deuten sie immer noch auf ein robustes Wirtschaftswachstum hin. Unseres Erachtens hat der **Handelskonflikt zwischen den USA und China** bislang allenfalls in geringem Umfang zum Rückgang der Stimmungsindikatoren beigetragen. Jedoch hätte eine Verschärfung dieses Konflikts durchaus das **Potenzial, die Zuversicht im Unternehmenssektor zu untergraben** und dadurch die konjunkturellen Auswirkungen zu verstärken. Dies ist ein Szenario, vor dem auch Präsident Draghi und einige seiner Ratskollegen in jüngster Zeit gewarnt haben. Vor diesem Hintergrund ist es **beruhigend, dass der vorläufige Einkaufsmanagerindex für April keinen weiteren Rückgang zeigte**.

	Aktuell Mrz 18	Vormonat Feb 18	6M-Prognose Sep 18	18M-Prognose Sep 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	55,2	57,1	54,2	53,5
Economic Sentiment	112,6	114,2	109,7	106,4
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,6	0,7	0,3	-0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	3,2	4,9	2,6	1,5
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,6	2,7	3,4	3,3
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,1	2,4	2,7	2,0
Importpreise (Dt.) in % yoy	0,0	-0,6	3,0	1,9
Lohnkosten in % yoy	2,2	2,0	2,4	2,5
Inflationserwartungen Consensus	1,5	1,5	1,5	1,5
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	16,1	18,0	16,1	16,1
Score EZB-Kompass	44,4	48,2	45,0	39,6
Kompassnadel auf X Grad	135	90	90	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

4. Der EZB-Rat betrachtet die **Kreditvergabe der Banken** als Indikator dafür, in welchem Umfang die expansive Geldpolitik tatsächlich in der Realwirtschaft ankommt. So notierten die Notenbanker auf ihrer Sitzung im März, dass das Wachstum der ausstehenden Kredite weiter zugenommen habe, angetrieben von günstigen Kreditbedingungen im gesamten Euroraum. Die anschließend veröffentlichten Daten für den Monat Februar brachten jedoch eine leichte Enttäuschung mit sich. Die in den EZB-Kompass einfließende **Jahresrate der Buchkredite verringerte sich auf 2,7 %**, weil insbesondere nichtfinanzielle Unternehmen per Saldo mehr Kredite zurückgezahlt als neu aufgenommen haben. Derartige Schwankungen kommen immer wieder vor, weshalb man die Werte eines einzelnen Monats nicht überinterpretieren sollte. Die jüngste **Schwäche der Kreditvergabe passt jedoch auffallend gut zum Rückgang der Stimmungsindikatoren** und könnte damit ein Anzeichen für ein insgesamt vorsichtigeres Verhalten im Unternehmenssektor sein. Derartige Bedenken werden jedoch gelindert durch die Ergebnisse des aktuellen **Bank Lending Survey**, einer vierteljährlichen Umfrage der EZB unter Banken zu ihrem Kreditgeschäft. Demnach haben sich die Kreditbedingungen für Unternehmen in den ersten Monaten des Jahres weiter verbessert, und ihre **Kreditnachfrage ist nach wie vor außergewöhnlich stark**. Auch für das laufende zweite Quartal erwarten die befragten Banken hieran keine wesentliche Änderung.

5. Es verdichten sich die Anzeichen dafür, dass die **Aufwertung des Euros** dämpfend auf die Inflation wirkt. Man sieht dies am deutlichsten an den **deutschen Importpreisen**, die im Februar 0,6 % unter dem Vorjahresniveau lagen, unter Ausschluss der volatilen Preise von Energiegütern sogar noch mehr. Auch bei den **Erzeugerpreisen von Vorleistungsgütern** haben sich

die Anstiege in den letzten Monaten verlangsamt. Zwar reagieren diese Preise sehr sensibel auf die gestiegene Kapazitätsauslastung der globalen Industrie. Aufgrund des Wechselkurses bekommen Produzenten aus der Eurozone dies jedoch nur bedingt zu spüren. Während die starke Währung die Eurozone also gegenüber globalen Inflationstrends abschirmt, sind Hinweise auf inländisch generierten Preisauftrieb nach wie vor rar. Im Mittelpunkt steht dabei die **Lohnentwicklung**, die sich Ende letzten Jahres minimal beschleunigt hat, verglichen mit früheren Aufschwungphasen aber immer noch auffallend schwach ist. **Alles in allem deuten die Inflations- und Kostenindikatoren somit nicht darauf hin, dass die Unternehmen im Euro-Raum unter großem Druck stehen würden, ihre Absatzpreise anzuheben.**

6. Die **geringen Lohnanstiege** und der deshalb insgesamt schwache Preisauftrieb dürften zu einem gewissen Grad auch **Folge der äußerst niedrigen Inflationserwartungen** gewesen sein. Für den Zeitraum 2014 bis 2017 bezifferte Präsident Draghi die negativen Rückkopplungseffekte niedriger Inflationserwartungen auf die Lohnentwicklung mit 0,2 Prozentpunkten pro Jahr. Anschließend haben sich die Inflationserwartungen ein Stückweit erholt, sodass dieser inflationsdämpfende Einfluss nun abebben sollte. Es wäre jedoch verfrüht, auf positive Rückkopplungseffekte zu hoffen, denn die in den EZB-Kompass einfließenden Maße der Inflationserwartungen bewegten sich in den letzten Monaten nicht mehr weiter nach oben. So ließen von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ihre Inflationsprognosen im März wie auch im April unverändert. Sie erwarten für dieses und das nächste Jahr eine Teuerungsrate von jeweils 1,5 %. Die **Preiserwartungen der Konsumenten** gaben zuletzt sogar wieder zwei Mal in Folge nach.

7. Auf seiner Sitzung am 8. März hat der EZB-Rat den Passus aus der Forward Guidance gestrichen, der eine Aufstockung der Wertpapierkäufe für den Fall vorsah, dass sich der wirtschaftliche Ausblick oder das finanzielle Umfeld verschlechtern. Die Notenbanker wollten auf diese Weise ihre **Konfidenz** zum Ausdruck bringen, **das Inflationsziel mittelfristig zu erreichen**. Zudem waren zumindest einige von ihnen der Ansicht, einer nachhaltigen Anpassung des Inflationspfads – der die Voraussetzung für eine Einstellung der Wertpapierkäufe bildet – bereits ein ganzes Stück näher gekommen zu sein. Dies war im Protokoll der März-Sitzung zu lesen. Die Diskussion unter den Ratsmitgliedern spiegelt jedoch auch wider, dass ihr Optimismus vor allem auf dem Eindruck eines sehr kräftigen Wirtschaftswachstums beruhte. Vor diesem Hintergrund sprechen zwei Argumente für eine weiterhin langsame und vorsichtige Anpassung der Geldpolitik. Erstens besteht nach wie vor **Unsicherheit darüber, wann und in welchem Ausmaß der kraftvolle Aufschwung sich auch in einem stärkeren Preisauftrieb niederschlägt**. Zweitens haben die **Risiken für den wirtschaftlichen Ausblick in letzter Zeit eher wieder zugenommen**.

8. Die **Diskrepanz zwischen dem kräftigen Wirtschaftswachstum und dem immer noch trägen Preisauftrieb** ist ein Dauerthema im EZB-Rat. In letzter Zeit beschäftigten sich die Notenbanker wieder verstärkt mit der **damit einhergehenden Fragestellung, wie hoch der Auslastungsgrad der Wirtschaft tatsächlich ist**. Diesen zu messen, ist alles andere als trivial, denn man benötigt hierfür einen Referenzpunkt, wie das **Produktionspotenzial** oder die **natürliche Arbeitslosenquote**. Beide Größen lassen sich nicht direkt beobachten, sondern müssen mit Hilfe statistischer Verfahren geschätzt werden. Die potenziellen Gründe, dabei falsch zu liegen, hat Ratsmitglied **Benoit Coeuré** in zwei Kategorien zusammengefasst: Erstens sind das Wachstum des Produktionspotenzials und die natürliche Arbeitslosenquote nicht im Zeitablauf konstant und können durch die konjunkturelle Entwicklung selbst beeinflusst werden. Insbesondere starke wirtschaftliche Einbrüche wie nach der globalen Finanzkrise und der Eurokrise können zur Folge haben, dass sich das Potenzialwachstum für längere Zeit abschwächt, weil Unternehmen wichtige Investitionen unterlassen. Gleichzeitig steigt die strukturelle Arbeitslosigkeit, weil Menschen durch Langzeitarbeitslosigkeit die Anbindung zum Arbeitsmarkt verlieren oder ihre Qualifikationen nicht mehr gebraucht werden. Es besteht allerdings die Möglichkeit, dass diese negativen **Hysteresis-Effekte** anschließend durch eine starke gesamtwirtschaftliche Nachfrage wieder rückgängig gemacht werden. Trotz eines erhöhten Wirtschaftswachstums und sinkender Arbeitslosenquoten nimmt der Auslastungsgrad dann kaum zu, weil die Angebotskapazitäten der Volkswirtschaft mitwachsen. In diesem Fall würde die angemessene Reaktion der Zentralbank darin bestehen, **mit einer stark expansiven Geldpolitik fortzufahren, bis die Inflation tatsächlich steigt**. Coeuré selbst geht zwar nicht davon aus, dass Hysteresis-Effekte einen wichtigen Erklärungsbeitrag für die derzeitige Konstellation von kräftigem Wachstum und niedriger Inflation liefern. Präsident Draghi und Chefvolkswirt Praet scheinen dieser Idee jedoch aufgeschlossener zu sein, was eine geringe Eile bei der Normalisierung der Geldpolitik impliziert.

9. Zweitens kann eine falsche Einschätzung von Produktionspotenzial und natürlicher Arbeitslosigkeit aus dem genauen Ge-

genteil von Hysterese resultieren. Dies wäre dann der Fall, **wenn selbst schwere Konjunkturerinbrüche zu keiner nennenswerten Beeinträchtigung der Produktionsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft führen**. Während der globalen Finanzkrise und Eurokrise hätte das Potenzialwachstum also weniger abgenommen und die strukturelle Arbeitslosigkeit weniger zugenommen als die meisten Schätzungen dieser beiden Größen behaupten. In der Konsequenz wäre zum Ende der Krisen das **Ausmaß an wirtschaftlicher Unterauslastung erheblich größer** gewesen als die EZB und andere Institutionen angenommen haben. Dies wäre eine plausible Erklärung dafür, dass die **wirtschaftliche Erholung lange Zeit keine erkennbare Beschleunigung des Preisauftriebs** hervorgerufen hat. Auch in diesem Kontext sollte die Zentralbank umso länger an einer grundsätzlich expansiven Ausrichtung festhalten. Coeuré warnt jedoch, dass es eine zweite Implikation zu beachten gilt: Mit einem höheren Potenzialwachstum muss auch der neutrale Leitzins, also die Wasserscheide zwischen expansiver und restriktiver Politik, höher angesetzt werden. Es besteht dann trotz wirtschaftlicher Unterauslastung **Spielraum für eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik**, indem die Zentralbank beispielsweise unkonventionelle Maßnahmen zurückfährt und gleichzeitig mit niedrigen Leitzinsen weiterhin den für eine zunehmende Inflation notwendigen Stimulus verabreicht. Coeuré verwendet in diesem Zusammenhang das von Präsident Draghi gezeichnete Bild, „die wirtschaftliche Erholung zu begleiten“.

10. In seinen makroökonomischen Projektionen von Anfang März hat der Mitarbeiterstab der EZB seine **Vorhersage für das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr nochmals leicht auf 2,4 % angehoben**. Gleichzeitig sprach Draghi während der Pressekonferenz von **Aufwärtsrisiken insbesondere für die nähere Zukunft**. Diese Einschätzungen könnten sich nun jedoch als voreilig erweisen. Nach einer Serie schwächerer Konjunkturdaten warnte Frankreichs Notenbankpräsident Villeroy de Galhau, dass das **Wachstum im ersten Quartal schwächer** ausgefallen sein könnte als bislang angenommen. Zudem gefährdet der schwelende **Handelskonflikt zwischen den USA und China** den mittelfristigen Ausblick. Aufgrund dieser neuen bzw. gestiegenen Risiken dürfte die EZB bei dieser Ratssitzung keine Änderung ihres geldpolitischen Kurses vornehmen und insbesondere an der zentralen Aussage festhalten, dass die **Wertpapierkäufe solange fortgesetzt werden, bis eine nachhaltige Zunahme des Preisauftriebs zu erkennen** ist. In den anschließenden Wochen dürfte die EZB zum einen in den Konjunkturdaten nach einer Bestätigung dafür suchen, dass die Wachstumsabschwächung der letzten Monate tatsächlich auf temporären Einflüssen beruhte. Zum anderen wird sie beobachten, wie sich die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China entwickeln und ob sie auf die Stimmung in den Unternehmen und an den Finanzmärkten ausstrahlen. Dies macht das **Treffen am 14. Juni zum frühestmöglichen Termin für wichtige geldpolitische Weichenstellungen**. Soweit die dann vorliegenden, neuen makroökonomischen Projektionen es erlauben, könnte die EZB ihre weiter gestiegene Zufriedenheit mit dem mittelfristigen Inflationsausblick hervorheben. Dies wäre die Grundlage dafür, **im Juli oder September konkretere Signale über das Ende der Wertpapierkäufe und den zukünftigen Pfad der Leitzinsen** zu geben.

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 03	29,2	Jan 07	67,0	Jan 11	62,3	Jan 15	21,9
Feb 03	29,8	Feb 07	65,3	Feb 11	65,7	Feb 15	24,6
Mrz 03	28,5	Mrz 07	65,7	Mrz 11	67,4	Mrz 15	27,6
Apr 03	26,6	Apr 07	64,8	Apr 11	66,0	Apr 15	29,8
Mai 03	23,4	Mai 07	64,8	Mai 11	62,7	Mai 15	31,6
Jun 03	21,0	Jun 07	67,2	Jun 11	58,0	Jun 15	32,8
Jul 03	21,4	Jul 07	65,8	Jul 11	54,3	Jul 15	32,9
Aug 03	22,7	Aug 07	67,3	Aug 11	50,6	Aug 15	31,0
Sep 03	24,7	Sep 07	65,3	Sep 11	45,2	Sep 15	29,0
Okt 03	26,7	Okt 07	65,6	Okt 11	41,8	Okt 15	27,8
Nov 03	30,9	Nov 07	65,8	Nov 11	39,4	Nov 15	27,4
Dez 03	32,0	Dez 07	65,8	Dez 11	37,4	Dez 15	26,6
Jan 04	34,0	Jan 08	65,1	Jan 12	34,2	Jan 16	25,0
Feb 04	36,4	Feb 08	65,5	Feb 12	31,6	Feb 16	24,1
Mrz 04	37,4	Mrz 08	63,8	Mrz 12	31,1	Mrz 16	23,3
Apr 04	41,0	Apr 08	62,0	Apr 12	29,3	Apr 16	23,7
Mai 04	45,1	Mai 08	61,2	Mai 12	27,3	Mai 16	24,7
Jun 04	46,5	Jun 08	58,5	Jun 12	24,1	Jun 16	26,0
Jul 04	48,8	Jul 08	54,3	Jul 12	22,7	Jul 16	24,6
Aug 04	47,1	Aug 08	50,2	Aug 12	25,1	Aug 16	24,7
Sep 04	46,1	Sep 08	45,6	Sep 12	26,1	Sep 16	26,1
Okt 04	47,1	Okt 08	38,5	Okt 12	27,6	Okt 16	28,5
Nov 04	45,7	Nov 08	25,7	Nov 12	27,3	Nov 16	31,4
Dez 04	43,5	Dez 08	15,2	Dez 12	26,7	Dez 16	35,6
Jan 05	44,1	Jan 09	10,4	Jan 13	24,7	Jan 17	42,4
Feb 05	43,1	Feb 09	7,3	Feb 13	21,1	Feb 17	47,3
Mrz 05	41,7	Mrz 09	5,4	Mrz 13	20,4	Mrz 17	48,2
Apr 05	40,0	Apr 09	4,3	Apr 13	17,5	Apr 17	47,7
Mai 05	39,6	Mai 09	3,6	Mai 13	18,6	Mai 17	45,7
Jun 05	42,2	Jun 09	3,5	Jun 13	19,9	Jun 17	44,6
Jul 05	44,6	Jul 09	4,0	Jul 13	21,9	Jul 17	43,0
Aug 05	42,9	Aug 09	5,6	Aug 13	24,8	Aug 17	44,1
Sep 05	47,1	Sep 09	6,4	Sep 13	25,7	Sep 17	47,3
Okt 05	49,8	Okt 09	9,6	Okt 13	25,4	Okt 17	48,3
Nov 05	52,6	Nov 09	14,8	Nov 13	24,7	Nov 17	49,7
Dez 05	55,9	Dez 09	21,6	Dez 13	25,7	Dez 17	49,4
Jan 06	58,5	Jan 10	27,3	Jan 14	27,5	Jan 18	51,8
Feb 06	61,4	Feb 10	31,8	Feb 14	27,1	Feb 18	48,2
Mrz 06	63,1	Mrz 10	39,0	Mrz 14	26,4	Mrz 18	44,4
Apr 06	66,6	Apr 10	47,6	Apr 14	27,6		
Mai 06	70,7	Mai 10	50,2	Mai 14	28,4		
Jun 06	71,9	Jun 10	52,0	Jun 14	27,5		
Jul 06	72,5	Jul 10	53,6	Jul 14	28,4		
Aug 06	72,8	Aug 10	54,0	Aug 14	25,9		
Sep 06	71,5	Sep 10	53,8	Sep 14	25,2		
Okt 06	71,0	Okt 10	53,6	Okt 14	24,9		
Nov 06	70,5	Nov 10	55,4	Nov 14	23,5		
Dez 06	69,2	Dez 10	57,2	Dez 14	22,5		

Quelle: DekaBank