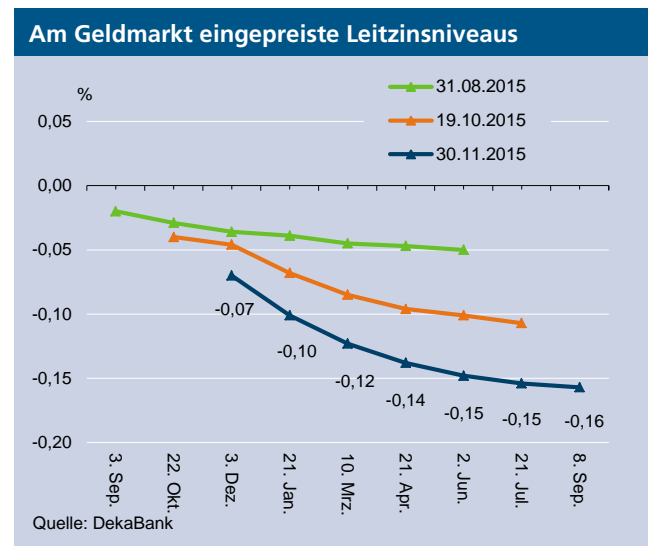
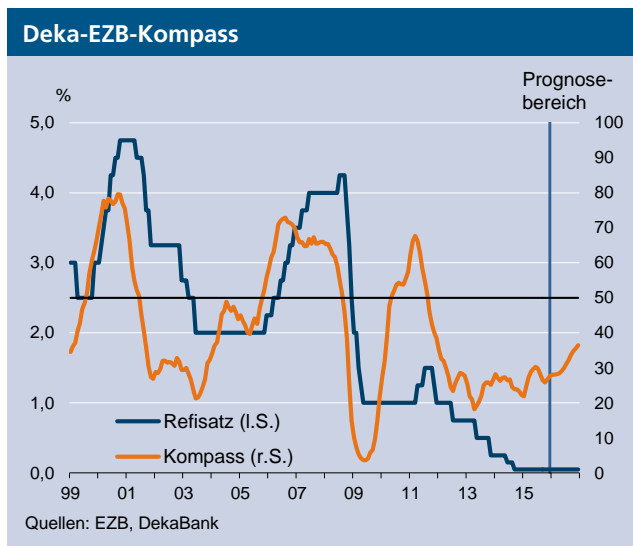


## Deka-EZB-Kompass: Mit allen verfügbaren Mitteln

■ Auf die jüngsten Rückgänge des EZB-Kompasses folgte eine leichte Erholung im November. Steigenden Stimungsindikatoren stehen nach wie vor rückläufige Inflationsdaten gegenüber. Der Mitarbeiterstab der EZB dürfte seine Projektionen für Wirtschaftswachstum und Inflation weiter nach unten korrigieren, allerdings nur in geringem Umfang.

■ Aber selbst wenn sich der makroökonomische Datenkranz seit der letzten Ratssitzung nicht wesentlich verändert hat, ist mit einer weiteren Lockerung durch die EZB zu rechnen. Bei öffentlichen Auftritten stellten Präsident Draghi und mehrere Ratskollegen die Argumente hierfür in den Mittelpunkt: Die EZB unterschreitet ihr Inflationsziel schon seit einiger Zeit, der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum ist zu schwach, um ausreichenden Preisdruck zu generieren und von der Weltwirtschaft drohen neue Abwärtsrisiken für Wachstum und Inflation im Euroraum.

■ Wir gehen eher nicht davon aus, dass die EZB das Volumen ihrer monatlichen Anleihekäufe von 60 Mrd. Euro aufstocken wird. Jedoch dürfte sie klarer als bisher zu verstehen geben, das Wertpapierankaufprogramm noch für längere Zeit fortzusetzen und auch das Spektrum der zum Kauf zugelassenen Anleihen weiter ausdehnen. Die vermutlich wichtigste Maßnahme ist jedoch eine erneute Senkung des Einlagensatzes. Wir halten es für realistisch, dass die EZB dabei zu einem gestaffelten System mit zwei unterschiedlich hohen Einlagensätzen übergehen wird. Dieses ließe sich mit neuen Anreizen zur Stimulierung der Kreditvergabe verbinden.



1. Auf der jüngsten EZB-Presskonferenz am 22. Oktober auf Malta teilte Präsident Draghi etwas überraschend mit, dass bei der jetzt anstehenden Ratssitzung überprüft werden müsse, ob der Kurs der Geldpolitik noch ausreichend expansiv sei. Der **Deka-EZB-Kompass** gibt auf diese Frage keine eindeutige Antwort, denn sein seit der Jahresmitte nach unten gerichteter Trend scheint vorerst gestoppt. Im November kletterte er auf **26,7 Punkte** und liegt damit in etwa auf dem gleichen Niveau wie zwei Monate zuvor. Insofern hat sich der **makroökonomische Datenkranz seit der letzten EZB-Ratssitzung nicht wesentlich verändert**. Die Notenbanker werden ihre Entscheidung über eine weitere Lockerung deshalb davon abhängig machen müssen, wie sie die Perspektiven für die mittelfristige Zukunft beurtei-

len. Der von uns prognostizierte Verlauf des EZB-Kompasses weist zwar nach oben. Dennoch erwarten wir bis Ende nächsten Jahres einen nur geringfügigen Anstieg, der auf eine nur mäßige Zunahme des Preisauftriebs hindeutet. Wenn die Ratsmitglieder eine ähnliche Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds vor Augen haben, dürfte ihnen dies zu wenig sein. Präsident Draghi und mehrere seiner Kollegen haben bei öffentlichen Auftritten darauf hingewiesen, dass die Inflationsrate schon seit geraumer Zeit unterhalb ihres Zielwerts liegt und deshalb so schnell wie möglich angehoben werden müsse. Vor allem diese **nachlassende Toleranz gegenüber einem anhaltenden Niedriginflationsumfeld** deutet darauf hin, dass die EZB am Donnerstag **weitere expansive Maßnahmen** ergreifen wird.

2. Zwar betonte Präsident Draghi auf den letzten EZB-Presskonferenzen, dass die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum im Euroraum zugenommen hätten. Die in den EZB-Kompass eingehenden Konjunkturdaten haben sich jedoch in der Summe nicht verschlechtert. Dies liegt vor allem daran, dass Stimmungsindikatoren wie die **Einkaufsmanagerindizes** und das **Economic Sentiment** noch weiter zulegen konnten. Sie deuten somit nicht darauf hin, dass die wirtschaftliche Abschwächung in den Emerging Markets im größeren Umfang auf die Eurozone ausstrahlen wird. Demgegenüber ließen einige harte Konjunkturdaten durchaus zu wünschen übrig. Die **Industrieproduktion** verzeichnete im August und im September jeweils Rückgänge im Monatsvergleich. Neuere Daten liegen noch nicht vor. Auf Basis schwacher Auftragseingänge gehen wir jedoch davon aus, dass ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in den EZB-Kompass einfließt, im November auf null nachgelassen hat. Der bescheidene Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal um nur 0,3 % qoq hat zur Folge, dass das Tempo, mit dem sich die negative **Outputlücke** einengt, nicht weiter zugenommen hat. Der entsprechende Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise bleibt damit hoch.

	Aktuell	Vormonat	6M-Prognose	18M-Prognose
	Nov 15	Okt 15	Mai 16	Mai 17
Einkaufsmanagerindex (Composite)	54,4	53,9	54,7	54,9
Economic Sentiment	106,1	106,1	106,4	108,0
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,4	0,4	0,3	0,3
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	0,0	0,4	1,0	1,8
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	1,1	1,0	1,9	3,6
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	-1,4	-1,6	-0,5	1,6
Importpreise (Dt.) in % yoy	-3,6	-4,1	-2,6	2,6
Lohnkosten in % yoy	1,6	1,5	1,9	2,1
Inflationserwartungen Consensus	1,1	1,1	1,1	1,1
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	3,7	0,5	3,7	3,7
Score EZB-Kompass	26,7	25,8	29,1	37,2
Kompassnadel auf X Grad	180	180	180	180

Quellen: Macrobond, Bloomberg, DekaBank

3. Alles in allem zeichnen die Konjunkturdaten aus dem Euroraum ein sehr heterogenes Bild. Dies dürfte auch den **Mitarbeiterstab der EZB** veranlassen, seine **Projektionen für das Wirtschaftswachstum** in den kommenden zwei Jahren ein wenig **nach unten zu revidieren**. Gleichwohl wird er vermutlich weiter davon ausgehen, dass die wirtschaftliche Erholung mit der Zeit an Kraft gewinnt. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die schon jetzt sehr expansive Geldpolitik der EZB. Vor kurzem argumentierte **Präsident Draghi**, dass sich ihre **Transmission auf die Realwirtschaft in letzter Zeit verbessert** habe. Ursächlich hierfür seien die erfolgreiche Bewältigung des Asset Quality Review und Stress-tests im Herbst letzten Jahres sowie das im Vergleich zu den vergangenen Jahren stabilere konjunkturel-

le Umfeld, das vor einer Verschlechterung der Kreditqualität schützt. Beide Faktoren würden dazu beitragen, dass **Banken Kredite zu günstigeren Konditionen** anbieten können, so Draghi.

4. Diese optimistische Einschätzung zur expansiven Wirkung der Geldpolitik wird von den Kreditagregaten nur teilweise unterstützt. Nach einem regelrechten Einbruch im September legten die **Buchkredite der Banken** im Oktober wieder kräftig zu. Ihre in den EZB-Kompass einfließende Jahresrate kehrte dadurch aber lediglich auf den bereits im August erreichten Wert von 1,0 % zurück. Die Kreditvergabe entwickelt sich damit weiterhin sehr gedämpft. Etwas Hoffnung macht die zunehmende Dynamik im konjunkturell wichtigen Bereich der Unternehmenskredite, aber auch hier würde sich die EZB sicher mehr wünschen. Einer stärkeren Ausweitung der Kreditvergabe dürfte jedoch die **nach wie vor zurückhaltende Kreditnachfrage** insbesondere nichtfinanzieller Unternehmen im Wege stehen. Angesichts bereits sehr niedriger Zinsen und günstiger Kreditkonditionen stellt sich deshalb die **Frage, was die EZB überhaupt noch unternehmen könnte, um dieses Hindernis zu überwinden**.

5. Dreh- und Angelpunkt für die Entscheidung der EZB ist jedoch der mittelfristige Inflationsausblick. Die Jahresrate des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) unter Ausschluss von Energie, Lebensmitteln, Alkohol und Tabak** erreichte im **Oktober** mit **1,1 %** den höchsten Wert seit über zwei Jahren. Insofern verwundert es, dass sich die EZB-Ratsmitglieder gerade jetzt so viele Gedanken darüber machen, ob die Kerninflation eine nachhaltige Trendwende nach oben vollziehen wird. Ihre Besorgnis erklärt sich jedoch durch einen Blick auf die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen. Sowohl die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** als auch die **deutschen Importpreise** waren in den letzten Monaten stark rückläufig. Ursächlich hierfür sind die Erholung des Euros seit seinem Tief im Frühjahr und vor allem die gesunkenen Rohstoffpreise. Insofern dämpfen weltweite Entwicklungen die Inflation im Euroraum, selbst wenn sie das Wirtschaftswachstum hierzulande gar nicht so stark in Mitleidenschaft ziehen sollten. Für diese globalen Einflüsse ist die Eurozone derzeit besonders anfällig, weil der im Inland generierte Preisauftrieb nach wie vor gering ist. Beispielsweise dürfte sich der **Anstieg der Lohnkosten** erst dann spürbar beschleunigen, wenn der Arbeitsmarkt näher an den Zustand der Vollbeschäftigung herangerückt ist. Davon sieht ihn aber gerade die EZB noch weit entfernt, woraus sich ihr derzeitiger Hang zu einer möglichst expansiven Geldpolitik ableitet.

6. In der gegenwärtigen Situation mit bereits sehr niedrigen Inflationsraten und erhöhten Abwärtsrisiken ist es für die EZB besonders wichtig, die **langfristigen Inflationserwartungen stabil zu halten**. Andernfalls könnte ein makroökonomischer Schock eine Abwärtsspirale aus sinkender Wirtschaftsleistung, fallenden Löhnen und Preisen sowie weiter abnehmenden Inflationserwartungen auslösen. Diese Verankerung scheint der EZB zumindest einigermaßen zu gelingen. Seit der letzten Ratssitzung am 22. Oktober haben die an den Finanzmärkten eingepreisten Inflationserwartungen wieder geringfügig zugenommen, auch wenn sie im historischen Vergleich nach wie vor ungewöhnlich niedrig sind. Ähnliches gilt für die **Preiserwartungen der Konsumenten**, die im November auf niedrigem Niveau zulegen und sich damit ein wenig von der Entwicklung des Ölpreises abkoppelten. Von **Consensus Economics** befragte Volkswirte haben ihre **Inflationsprognosen** im Oktober heruntergenommen und im November nicht mehr verändert. Genau wie die EZB in ihren Stabsprojektionen aus dem September erwarten sie für das kommende Jahr einen Preisauftrieb von 1,1 %. Dennoch gehen wir davon aus, dass der **Mitarbeiterstab der EZB seine Vorhersagen für die Inflation noch etwas weiter nach unten revi-**

dieren wird. Besonders heikel ist dies für das Jahr 2017, wo die Projektionen zuletzt eine Inflationsrate von 1,7 % beinhalteten. Einerseits dienen **Abwärtskorrekturen** dem EZB-Rat als **Rechtfertigung für eine weitere Lockerung der Geldpolitik**. Andererseits könnten sie von den Finanzmärkten aber auch als Kapitulation aufgefasst werden und damit **zur Destabilisierung der langfristigen Inflationserwartungen beitragen**. In diesem Zwiespalt werden die Volkswirte der EZB vermutlich einen Kompromiss suchen und an ihrem längerfristigen Inflationsbild nur kosmetische Revisionen vornehmen, sodass die **vorhergesagten Inflationsraten weiterhin ein im Zeitablauf ansteigendes Profil** aufweisen.

7. Wenn die EZB ihre Geldpolitik nun ein weiteres Mal lockert, tut sie dies nicht aus einem einzelnen Grund. Vielmehr reagiert sie auf eine verfahrenere Gesamtsituation: Sie wird in diesem Jahr ihr **Inflationsziel zum dritten Mal in Folge unterschreiten**, und dies mit einem immer größer werdenden Abstand. Insofern besteht durchaus die Gefahr, dass die Verbindlichkeit dieses Inflationsziels und die Fähigkeit der EZB, es in absehbarer Zeit zu erreichen, an den Finanzmärkten und in der breiten Öffentlichkeit in Frage gestellt werden. Dies würde die Aufgaben der EZB in Zukunft aber noch schwerer machen. Schnelle Abhilfe ist nicht in Sicht, denn die **wirtschaftliche Erholung im Euroraum bleibt schwach** und dürfte **noch auf Jahre hinaus keinen ausreichenden Preisdruck generieren**. Wenn in diesem Umfeld **globale Einflüsse drohen, die ohnehin geringe Inflation im Euroraum noch weiter nach unten zu drücken**, muss die EZB hellhörig werden, selbst wenn sie an der Tatsache als solcher kurzfristig nicht viel ändern kann.

8. Die EZB nutzt bereits ein **breites Spektrum an konventionellen und unkonventionellen Instrumenten**. Zudem verfolgt sie mit der jetzt erwarteten nächsten Stufe der Lockerung gleich **mehrere Zielsetzungen**: Sie will die langfristigen Inflationserwartungen weiter nach oben hieven, die wirtschaftliche Erholung im Euroraum vorantreiben und nicht zuletzt auch den Außenwert des Euro schwächen. Deshalb ist davon auszugehen, dass die EZB erneut ein ganzes **Bündel von Maßnahmen** ankündigen wird. In den Medien und der breiten Öffentlichkeit wird den Anleihekäufen die höchste Aufmerksamkeit geschenkt. Im Prinzip könnte die EZB die drei genannten Ziele allein dadurch erreichen, dass sie den Umfang der quantitativen Lockerung hinreichend stark aufstockt. Allerdings werden ihre Handlungsmöglichkeiten beschränkt durch die Marktliquidität und die selbst auferlegte Restriktion, höchstens 33 % der ausstehenden Volumina jeder einzelnen Anleihe zu kaufen. Daher **rechnen wir eher nicht mit einer Erhöhung der monatlichen Käufe von bislang 60 Mrd. Euro**. Hierfür spricht auch, dass die EZB sich darauf einstellen muss, das erweiterte Wertpapierankaufprogramm wesentlich länger fortsetzen zu müssen als zunächst geplant. Bei der Vorstellung der neuen makroökonomischen Projektionen im September erläuterte Präsident Draghi, dass es länger dauern werde als ursprünglich angenommen, bis die Inflationsrate wieder auf ein gewünschtes Niveau ansteigt. Folgerichtig sollte er nun seine Forward Guidance anpassen und nicht mehr suggerieren, dass die Anleihekäufe der EZB im September nächsten Jahres enden könnten. Stattdessen dürfte er ankündigen, **mit der quantitativen Lockerung fortzufahren, bis sich der Inflationsausblick hinreichend verbessert hat**. Um dieser Aussage mehr Glaubwürdigkeit zu verleihen, könnte die EZB das **Spektrum der zum Kauf zugelassenen Anleihen um Papiere von regionalen Gebietskörperschaften erweitern**. Der Rückgriff auf Anleihen von Bundesländern würde insbesondere der Bundesbank mehr Flexibilität bei der Umsetzung des Wertpapierankaufprogramms verleihen.

9. Da die EZB den gewünschten monetären Stimulus durch Wertpapierkäufe allein kaum erreichen kann, rücken die Leitzinsen wieder stärker in den Blickpunkt des Interesses. Zwar hatten sich Draghi und seine Ratskollegen nach der letzten Senkung im September vergangenen Jahres eindeutig festgelegt, dass damit die Untergrenze erreicht sei. In den letzten Wochen änderten sie jedoch ihren Tonfall und gaben zu verstehen, dass auch eine **erneute Senkung des Einlagensatzes** zu den in Frage kommenden Maßnahmen gehört. Wir rechnen mit einer Reduktion **um 10 Basispunkte auf -0,30 %**. Theoretisch könnte man sich auch noch etwas mehr vorstellen. Besser gefällt uns jedoch die **Idee eines gestaffelten Einlagensatzes**, von der die Nachrichtenagentur Reuters in der vergangenen Woche unter Berufung auf nicht namentlich genannte Notenbankreise berichtete. Demnach plane die EZB in Zukunft **mit zwei unterschiedlich hohen, negativen Einlagensätzen** zu arbeiten. Dabei könnten die Banken einen Großteil ihrer Überschussreserven zum höheren Einlagensatz bei der EZB parken und den Rest zum niedrigeren unteren Einlagensatz. Ein solcher erweiterter Korridor-Ansatz würde die Flexibilität der EZB enorm erhöhen. Sie könnte den unteren Einlagensatz weit ins Negative senken, z.B. auf -0,60 %, um Banken mit zu hohen Überschussreserven Druck zu machen, mehr Kredite zu vergeben oder in- und ausländische Wertpapiere zu kaufen. Gleichzeitig würde die EZB den oberen Einlagensatz auf einem etwas höheren Niveau von beispielsweise -0,30 % belassen. Auf diese Weise könnte sie die nachteiligen Effekte eines negativen Einlagensatzes, wie die Belastung des Bankensystems und die Flucht in Bargeld, zumindest abmildern. Insofern hätte ein gestaffelter Einlagensatz ein **günstigeres Verhältnis von Wirkungen zu Nebenwirkungen**.

10. Um den Gesamteffekt der Maßnahme noch zu erhöhen, könnte die EZB **das Recht, Geld zum höheren Einlagensatz zu parken, an die Kreditvergabe der jeweiligen Bank koppeln**. Die Anreizwirkungen wären ganz ähnlich wie bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTROs). Das hieße, für jeden Euro, den eine Bank zusätzlich an Krediten vergibt, dürfte sie z.B. einen Euro zum höheren Einlagensatz anlegen. Sie spart dadurch die Differenz der beiden Einlagensätze, also in unserem Beispiel 30 Basispunkte, was eine starke Subventionierung ihrer Kreditvergabe darstellen würde. Dadurch könnte es der EZB gelingen, die **Kreditzinsen noch etwas weiter zu reduzieren**, ohne die Zinsen auf den Geld- und Kapitalmärkten auf noch tiefere Niveaus drücken zu müssen.

#### Autor:

Kristian Tödtmann

Tel.: (0 69) 71 47 – 37 60 / 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. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für ihre Richtigkeit kann aber nicht übernommen werden.

### Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 00	70,3	Jan 04	34,1	Jan 08	65,4	Jan 12	35,1
Feb 00	73,8	Feb 04	36,3	Feb 08	65,4	Feb 12	32,6
Mrz 00	77,7	Mrz 04	37,3	Mrz 08	64,1	Mrz 12	32,0
Apr 00	75,8	Apr 04	41,0	Apr 08	62,4	Apr 12	30,0
Mai 00	78,3	Mai 04	45,3	Mai 08	61,6	Mai 12	27,8
Jun 00	77,8	Jun 04	46,3	Jun 08	59,2	Jun 12	24,6
Jul 00	76,8	Jul 04	48,9	Jul 08	55,3	Jul 12	23,4
Aug 00	77,4	Aug 04	47,3	Aug 08	50,9	Aug 12	25,7
Sep 00	79,6	Sep 04	46,3	Sep 08	46,0	Sep 12	27,1
Okt 00	79,5	Okt 04	47,5	Okt 08	38,6	Okt 12	28,6
Nov 00	77,1	Nov 04	45,9	Nov 08	25,6	Nov 12	28,3
Dez 00	75,6	Dez 04	43,9	Dez 08	14,9	Dez 12	27,8
Jan 01	71,2	Jan 05	45,0	Jan 09	10,3	Jan 13	25,4
Feb 01	66,6	Feb 05	43,4	Feb 09	7,4	Feb 13	21,9
Mrz 01	58,9	Mrz 05	42,1	Mrz 09	5,3	Mrz 13	21,0
Apr 01	54,8	Apr 05	40,1	Apr 09	4,2	Apr 13	18,2
Mai 01	52,2	Mai 05	39,7	Mai 09	3,7	Mai 13	19,2
Jun 01	50,5	Jun 05	42,1	Jun 09	3,6	Jun 13	20,4
Jul 01	45,0	Jul 05	44,1	Jul 09	4,1	Jul 13	22,1
Aug 01	40,6	Aug 05	42,6	Aug 09	5,8	Aug 13	25,1
Sep 01	35,9	Sep 05	46,7	Sep 09	6,6	Sep 13	25,8
Okt 01	30,5	Okt 05	49,6	Okt 09	9,8	Okt 13	25,8
Nov 01	27,4	Nov 05	52,2	Nov 09	15,0	Nov 13	25,2
Dez 01	26,9	Dez 05	55,9	Dez 09	21,9	Dez 13	26,6
Jan 02	28,8	Jan 06	58,5	Jan 10	27,6	Jan 14	28,2
Feb 02	28,5	Feb 06	61,6	Feb 10	31,9	Feb 14	27,1
Mrz 02	29,6	Mrz 06	63,1	Mrz 10	39,1	Mrz 14	26,3
Apr 02	32,0	Apr 06	66,9	Apr 10	47,8	Apr 14	27,2
Mai 02	32,1	Mai 06	71,0	Mai 10	50,5	Mai 14	27,3
Jun 02	31,5	Jun 06	72,0	Jun 10	52,0	Jun 14	26,4
Jul 02	31,7	Jul 06	72,6	Jul 10	53,8	Jul 14	26,7
Aug 02	31,3	Aug 06	72,9	Aug 10	54,3	Aug 14	24,5
Sep 02	30,6	Sep 06	71,6	Sep 10	53,9	Sep 14	23,9
Okt 02	32,8	Okt 06	71,4	Okt 10	53,8	Okt 14	23,9
Nov 02	31,8	Nov 06	70,9	Nov 10	55,5	Nov 14	23,3
Dez 02	29,4	Dez 06	69,9	Dez 10	57,4	Dez 14	22,3
Jan 03	29,4	Jan 07	67,4	Jan 11	62,5	Jan 15	21,9
Feb 03	30,0	Feb 07	65,8	Feb 11	66,3	Feb 15	24,7
Mrz 03	28,3	Mrz 07	65,9	Mrz 11	67,7	Mrz 15	27,3
Apr 03	26,5	Apr 07	64,8	Apr 11	66,3	Apr 15	28,9
Mai 03	23,7	Mai 07	64,8	Mai 11	63,0	Mai 15	29,7
Jun 03	21,3	Jun 07	66,8	Jun 11	58,5	Jun 15	30,3
Jul 03	21,5	Jul 07	65,5	Jul 11	54,8	Jul 15	29,8
Aug 03	22,8	Aug 07	67,3	Aug 11	51,1	Aug 15	28,1
Sep 03	24,6	Sep 07	65,5	Sep 11	45,8	Sep 15	26,5
Okt 03	26,8	Okt 07	65,6	Okt 11	42,5	Okt 15	25,8
Nov 03	31,3	Nov 07	66,0	Nov 11	40,1	Nov 15	26,7
Dez 03	32,3	Dez 07	66,0	Dez 11	38,4		

Quelle: DekaBank