

BIBLIOTHEK

WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

201

Europäische Geldpolitik: Zinssenkung wäre stabilitätsgerecht
Zahlenbeilage

107

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

WOCHENBERICHT 7/2001

Berlin

15. Februar 2001

68. Jahrgang

Europäische Geldpolitik: Zinssenkung wäre stabilitätsgerecht

In den vergangenen Wochen haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft und insbesondere für die USA verschlechtert. Die US-amerikanische Zentralbank hat darauf prompt reagiert, indem sie die kurzfristigen Zinsen in zwei Schritten senkte und damit den restriktiven geldpolitischen Kurs lockerte. Auch die EZB sollte die Zinsen zügig senken, um so angesichts der moderaten Lohnentwicklung und günstiger Aussichten für die Preisentwicklung das Wachstum im Euroraum zu unterstützen und zu festigen. Die zu erwartende weitere Aufwertung des Euro sowie die fortgesetzte Abschwächung des Geldmengenwachstums und des Preisanstiegs dürften es der EZB erleichtern, von dem derzeit restriktiven geldpolitischen Kurs abzugehen. Um eine Zinssenkung konsistent begründen zu können, müsste die EZB allerdings von ihrer bisher vertretenen Annahme eines mit nur 2¼ % wachsenden Produktionspotentials abrücken und entsprechend auch ihre Inflationsprognose reduzieren.

Monetärer Rahmen im Euroraum enger

Die wirtschaftliche Entwicklung hat sich weltweit abgeschwächt. Zwar ist für die USA weiterhin eine sanfte Landung zu erwarten — nicht zuletzt infolge der jüngsten geldpolitischen Reaktionen der US-amerikanischen Zentralbank —, aber der Euroraum wird in diesem Jahr eine außenwirtschaftliche Dämpfung zu verkraften haben. Anders als die Federal Reserve, die schnell reagierte und die Zinsen im Januar in zwei Schritten um insgesamt einen Prozentpunkt senkte, hat die Europäische Zentralbank ihre Refinanzierungssätze bisher unverändert gelassen.

Der entscheidende Leitzins¹ im Euroraum liegt nun — nach sieben Zinserhöhungen um insgesamt 2¼ Prozentpunkte in den vergangenen 15 Monaten — mit 4¾ % auf einem Niveau, das in realer Betrachtung den langjährigen Durchschnittswert für Deutschland und stärker noch den für die USA übersteigt und damit auf einen restriktiven geldpolitischen Kurs hindeutet.² Die verschwindend

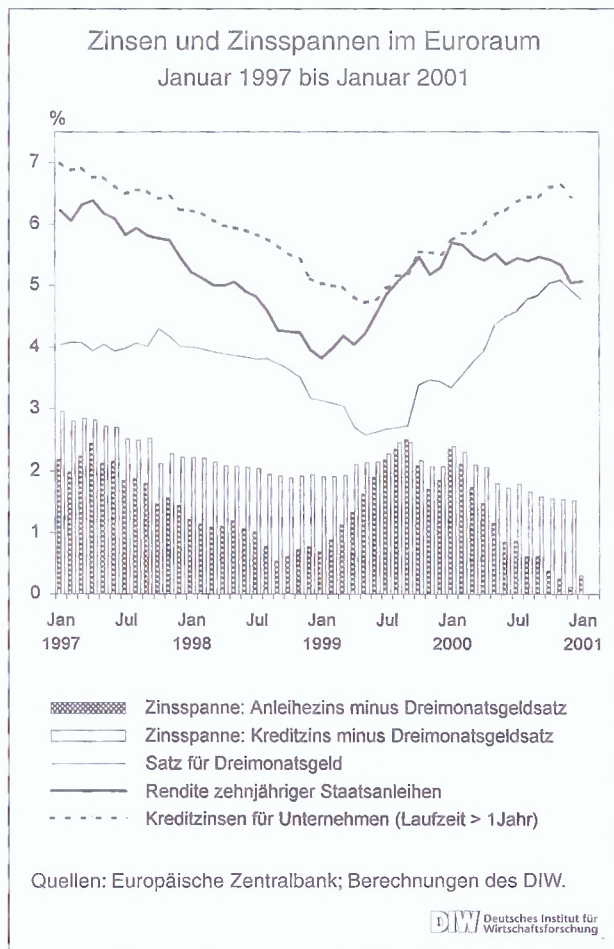
geringe Spanne zwischen den kurz- und den langfristigen Zinsen ist ebenfalls ein Indiz dafür, dass die Geldpolitik derzeit restriktiv ausgerichtet ist (Abbildung 1). Insbesondere drückt sie die Erwartung künftiger Zinssenkungen und geringerer Preissteigerungsraten aus.

Die monetären Rahmenbedingungen insgesamt sind — unter Einbeziehung der langfristigen Zinsen und des

¹ Der entscheidende Leitzins ist der Zins, der den Hauptrefinanzierungsgeschäften zugrunde liegt. Seit die EZB im Juni 2000 vom Mengentenderverfahren zum Zinstenderverfahren übergegangen ist, heißt er Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte; zuvor hieß er Hauptrefinanzierungssatz.

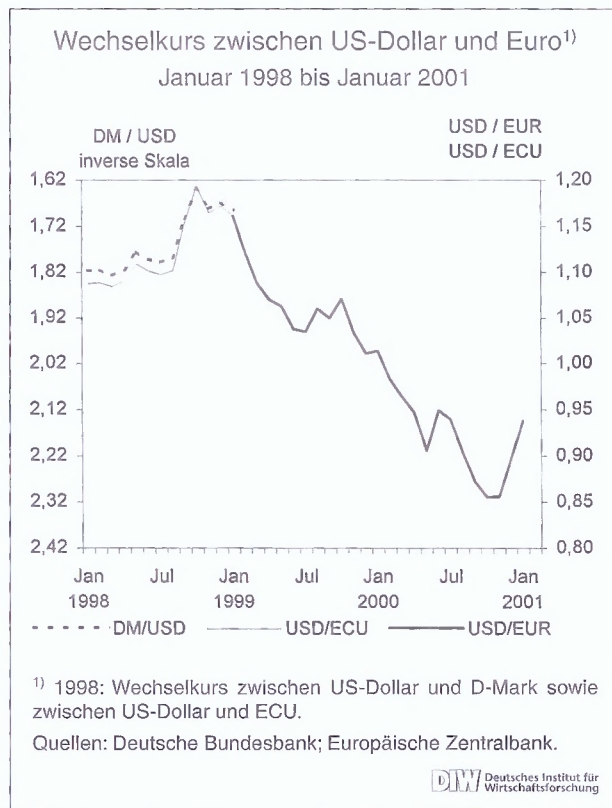
² Für den Vergleich der Realzinsen mit langjährigen Durchschnittswerten werden hier nicht die aggregierten Durchschnitte der Länder des heutigen Euroraums verwendet, da diese Verzerrungen durch Risikoprämien und Wechselkurserwartungen enthalten. Deflationiert mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol, Tabak) liegt der sehr eng am Refinanzierungssatz hängende Tagesgeldsatz derzeit im Euroraum bei 3,25 %. Von 1977 bis 1999 lag der reale Tagesgeldsatz in Deutschland bei 2,7 % und in den USA bei 2,4 %, von 1985 bis 1999 bei 3,3 % (Deutschland) bzw. 2,8 % (USA).

Abbildung 1



Wechselkurses — zwar straffer geworden, aber noch als annähernd neutral einzuschätzen (Abbildungen 1 und 2). Dies gilt jedoch primär deshalb, weil die Märkte bereits eine Zinssenkung der EZB berücksichtigt haben. So ist die Rendite zehnjähriger Staatspapiere im Euroraum seit November um rund 0,3 Prozentpunkte gefallen und liegt damit in realer Betrachtung auf einem relativ niedrigen Niveau.³ Demgegenüber hat der Euro seit Herbst vergangenen Jahres um 10% aufgewertet, und es dürften gegenwärtig vom Wechselkurs nur noch leicht anregende Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen. Von Januar 1999 bis Januar 2001 hat der Euro gegenüber den Währungen der Handelspartner zwar um real 12% abgewertet, den größten Teil davon aber im Jahre 1999; im letzten Jahr betrug die reale effektive Abwertung nur noch 2%.⁴ Für eine weitere Aufwertung des Euro sprechen insbesondere das sich verringernde Konjunkturgefälle zwischen den USA und dem Euroraum sowie das hohe Leistungsbilanzdefizit und die höhere Inflationsrate in den USA. Mehrere auf ökonomischen Fundamentalfaktoren beruhende Studien kamen in jüngerer Zeit zu dem Schluss, dass der Euro deutlich unterbewertet sei — bei dem gegenwärtigen Wechselkurs von 0,94 USD/EUR er-

Abbildung 2



gibt sich danach eine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar von 15% bis 30%.⁵ Es ist daher eine weitere Aufwertung des Euro und damit eine Straffung der monetären Rahmenbedingungen zu erwarten.

³ Vgl. Geldpolitik in besonderer Verantwortung für den Aufschwung. Bearb.: Silke Tober. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 47/2000, Tabelle 1 auf S. 802.

⁴ Nach Angaben der EZB berechnet als realer gewichteter Außenwert gegenüber einem weiten Kreis von Handelspartnern, deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex.

⁵ Clostermann/Schnatz beziffern den mittelfristig gleichgewichtigen Wechselkurs mit 1,126 USD/EUR, allerdings mit einer erheblichen Spanne in Höhe von 13 Cents in beide Richtungen. Bei 0,94 USD/EUR belief sich die Unterbewertung des Euro gegenwärtig somit auf 16,5%. Auf der Grundlage der Analyse von Alberola u.a. ergibt sich sogar eine Unterbewertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in der Größenordnung von 25%. Eine Unterbewertung des Euro um rund 30% gegenüber dem US-Dollar konstatierte jüngst der Internationale Währungsfonds, und auch die Europäische Zentralbank sowie der Sachverständigenrat bezogen sich jüngst auf mehrere Studien, die ebenfalls eine deutliche Unterbewertung des Euro anzeigen. Vgl. International Monetary Fund: Staff Report on the Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area; Supplement Updating Information on Recent Economic Developments and Policies in the Euro Area; Supplement on EU Trade Policies; Public Information Notice Following Consultation; Two Statements by Representatives on the IMF Executive Board for France, on Behalf of Euro-Area and EU Members. IMF Staff Country Report No. 00/146, November 2000, S. 16; Clostermann, J./Schnatz, B.: The determinants of the euro-dollar exchange rate. Synthetic fundamentals and a (Fortsetzung siehe S. 109)

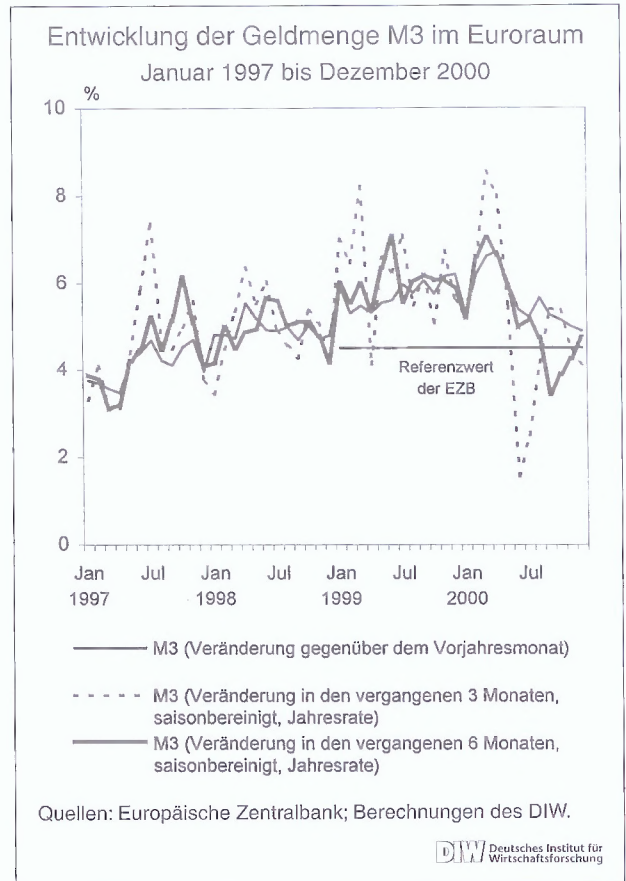
Liquiditätsausstattung keineswegs reichlich

Ein Indikator für die künftige Produktions- und Inflationsentwicklung kann auch die Geldmenge sein. Die EZB zieht diese sogar als eine der beiden Säulen ihrer geldpolitischen Strategie heran. Angesichts der sich abschwächenden Entwicklung der Geldmenge M3 konstatiert die EZB seit Dezember, dass die davon ausgehenden Risiken für die Preisstabilität nunmehr „ausgeglichener“ sind.⁶ Seit einigen Monaten stellt die EZB auch keine reichliche Liquiditätsausstattung mehr fest, sondern bemerkte lediglich, dass angesichts des immer noch oberhalb des Referenzwerts liegenden Wachstums der Geldmenge M3 „weiterhin Vorsicht geboten“ sei.⁷ Das DIW hat bereits mehrfach darauf hingewiesen, dass schon im vergangenen Jahr die Liquiditätsausstattung nicht als reichlich einzustufen war, sondern eher als adäquat.⁸

Zwar war der Zuwachs der Geldmenge M3 seit Beginn der Europäischen Währungsunion stets größer als der Referenzwert der EZB, so dass das Niveau der Geldmenge nunmehr um knapp 2½ % über dem „Referenzniveau“ liegt. Schon im letzten November wurde aber an dieser Stelle ausführlich dargestellt, warum davon bereits im vergangenen Jahr keine Risiken für die Preisstabilität ausgegangen sind (Abbildung 3).⁹ So gibt die EZB selbst zu bedenken, dass „das jüngste M3-Wachstum über den Referenzwert hinaus teilweise auf die durch den Ölpreisschock im Jahr 2000 ausgelöste Preisniveauerhöhung zurückzuführen ist.“¹⁰ Aus diesem Grund und angesichts von Sonderfaktoren zu Beginn der Europäischen Währungsunion folgert die EZB: „Daher sollte der Informationsgehalt des ‚money gap‘ für die zukünftige Inflationsentwicklung nicht überbewertet werden.“¹¹ Auch wuchs in den Jahren 1999 und 2000 die Wirtschaft im Euroraum mit 2,5 % bzw. 3,3 % um insgesamt 1¼ Prozentpunkte stärker, als es die Einhaltung des Referenzwertes erlaubt hätte. Da hiermit jedoch eine in der Europäischen Währungsunion anfangs bestehende Produktionslücke verringert wurde, geht von der damit einhergehenden Überschreitung des Referenzwerts kein Inflationsrisiko aus. Im Gegenteil: Eine Überschreitung war sogar erforderlich, da sinnvollerweise keine entsprechende Unterschreitung des impliziten Inflationsziels in Höhe von 1½ % angestrebt wurde.

Zudem ist der Referenzwert für das Geldmengenwachstum mit jährlich 4½ % niedrig bemessen. Zum einen ist der auf 2¼ % veranschlagte Zuwachs des Produktionspotentials als zu gering einzuschätzen.¹² So gehen beispielsweise der Internationale Währungsfonds und der Sachverständigenrat von einem Anstieg des Produktionspotentials im Euroraum in Höhe von jährlich 2½ % aus, die EU-Kommission beziffert ihn mittlerweile auf 2,7 %.¹³ Zum anderen dürfte die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von M3 mit ¾ % zu gering sein. So gibt die EZB selbst für die Zeit seit 1980 einen Wert von knapp 1 %

Abbildung 3



(Fortsetzung von S. 108) non-existing currency. Discussion paper 2/00. Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, May 2000; Alberola, E. / Cervero, S. / Lopez, H. / Ubide, A.: Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, „Ins,“ „Outs,“ and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework. IMF Working Paper WP/99/175, International Monetary Fund, December 1999; Europäische Zentralbank, Monatsbericht, November 2000, S. 35 ff.; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Chancen auf einen höheren Wachstumspfad. Jahresgutachten 2000/01, Ziffern 350 ff.

⁶ Vgl. beispielsweise EZB, Monatsbericht Januar 2001, S. 5.

⁷ Ebenda.

⁸ Siehe beispielsweise Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 2001/2002. Bearb.: Arbeitskreis Konjunktur. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 1-2/2001, S. 14.

⁹ Vgl. Geldpolitik in besonderer Verantwortung für den Aufschwung, a.a.O., S. 803 f.

¹⁰ EZB, Monatsbericht Dezember 2000, S. 16.

¹¹ Ebenda, S. 17.

¹² Zwar gibt die Europäische Zentralbank für den trendmäßigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts eine Spanne von 2 bis 2½ % an; unter Berücksichtigung der anderen Größen (Preisanstieg gegenüber dem Vorjahr unter 2 % sowie ½ % bis 1 % beim Zuschlag für die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit) ergibt sich jedoch ein Wert von 2¼ %; vgl. Europäische Zentralbank, Monatsbericht Dezember 1999, S. 10 f.

¹³ Vgl. EU-Kommission: European Economy, Supplement A, Economic Trends, No 10/11, October/November 2000, S. 65; International Monetary Fund (2000), a.a.O., S. 8; Sachverständigenrat zur Begutachtung der wirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1999, S. 243.

an, und in den neunziger Jahren lag die trendmäßige Abnahme in den meisten Zeiträumen über 1%.¹⁴ Das von der EZB jüngst vorgebrachte Argument, dass verringerte Inflationsraten und niedrigere Nominalzinsen infolge einer nunmehr ausgeprägteren Stabilitätspolitik eine geringere trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit zur Folge haben werden,¹⁵ ist bisher aus den Daten nicht abzuleiten (Abbildung 4), obwohl die niedrigeren Inflationsraten seit geraumer Zeit zu beobachten sind. Dennoch hat die EZB im vergangenen Dezember den Referenzwert zum angekündigten Überprüfungstermin nicht angepasst.

Gegen Ende des vergangenen Jahres hat sich das seit Frühjahr 2000 schwächere Geldmengenwachstum weiter verlangsamt. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate des M3-Wachstums lag im Dezember bei 4,7%, die entsprechende Dreimonatsrate bei 4,1% und die Zuwachsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat bei 4,9%. Angesichts der nur noch geringen Zinsspanne im Euroraum und der erhöhten Volatilität der Aktienmärkte dürften Anleger zudem kürzerfristige Anlageformen bevorzugen, so dass der

Abbildung 4

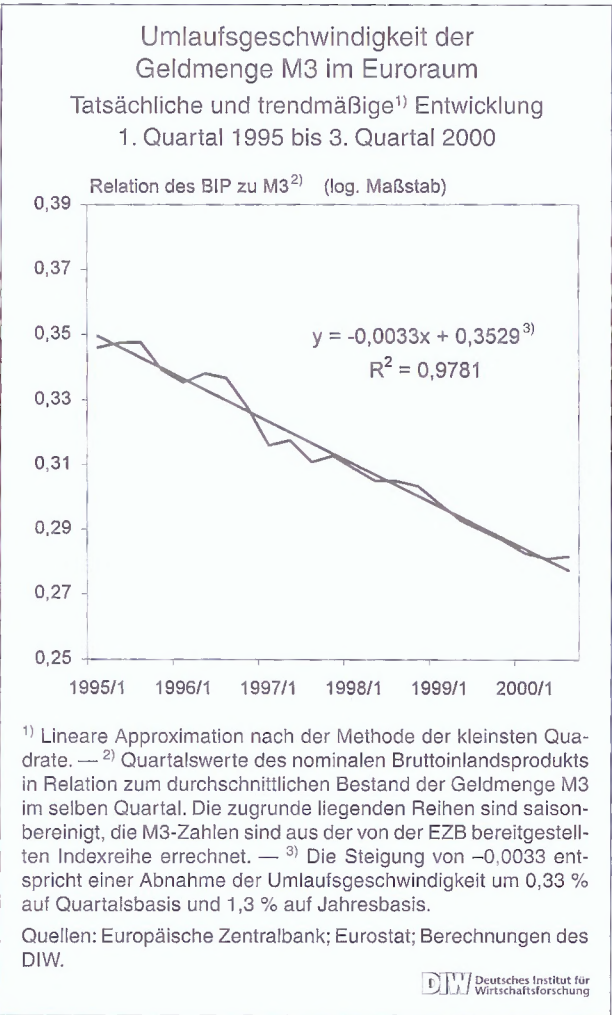
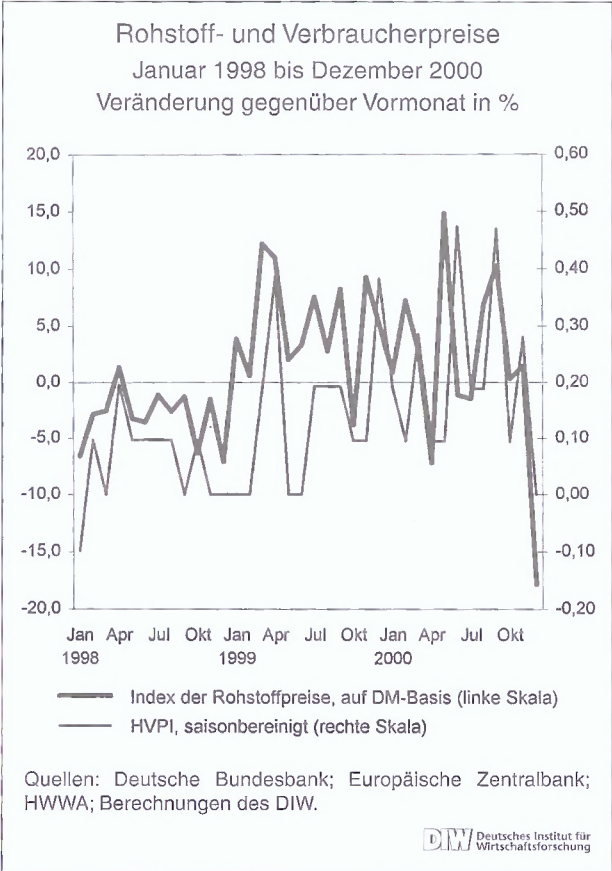


Abbildung 5



Zuwachs von M3 den Zuwachs der nachfragewirksamen Liquidität seit einigen Monaten überzeichnet. Alles in allem ist der Zuwachs von M3 daher mittlerweile eher als gering einzuschätzen.

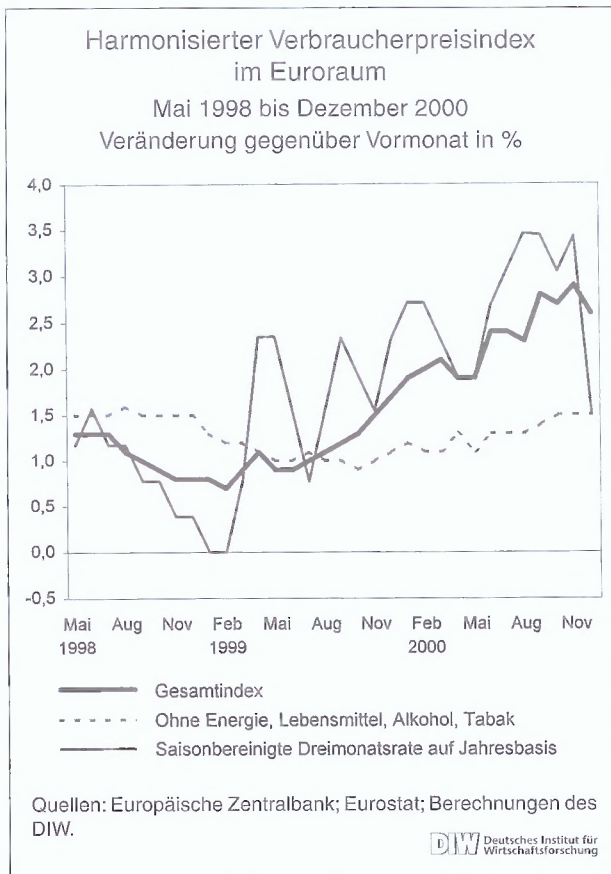
Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamt sich spürbar

Der deutliche Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im vergangenen Jahr war maßgeblich ein Resultat der sprunghaften Erhöhung der Importpreise infolge der Rohölverteuerung und der Abwertung des Euro (Abbildung 5). Moderat blieb die Entwicklung der Lohnstückkosten, die die entscheidende Rolle für die Inflationsdynamik spielt. Die Lohnstückkosten im Euroraum stiegen im Jahre 2000 nur um 0,9% und werden auch in diesem wie im nächsten Jahr mit 1,3% bzw. 1,1% maßvoll zunehmen. Der Einfluss des importpreisinduzierten Preisniveauschubs wird im Verlauf dieses Jahres immer mehr

¹⁴ Vgl. Geldpolitik in besonderer Verantwortung für den Aufschwung, a.a.O., S. 803 f. Siehe auch: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2000. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 43/2000, S. 729.

¹⁵ EZB, Monatsbericht Dezember 2000, S. 10 f.

Abbildung 6



an Bedeutung verlieren, so dass sich die Steigerungsrate des HVPI nach und nach der sogenannten Kernrate, die die Inflationsdynamik widerspiegelt, nähern wird. Diese Kernrate wird in Abbildung 6 durch die Veränderungsrate des ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak berechneten HVPI approximiert. Dank der Beruhigung der Ölpreise in den letzten Monaten ist die laufende Preissteigerungsrate zuletzt deutlich gesunken, und die saisonbereinigte Dreimonatsrate lag, auf Jahresrate hochgerechnet, im Dezember 2000 bei 1,5 %. Insgesamt ist ein Anstieg des HVPI um 1,8 % für dieses Jahr und um 1,6 % für das Jahr 2002 zu erwarten.

Geldpolitische Lockerung stabilitätsgerecht

Die US-amerikanische Geldpolitik war vor den beiden jüngsten Zinsschritten deutlich restriktiv, und auch von den monetären Rahmenbedingungen ging wegen der merklichen Aufwertung des US-Dollar eine spürbar dämpfende Wirkung auf die konjunkturelle Entwicklung in den USA aus. Dagegen war die Geldpolitik im Euroraum bisher nur leicht restriktiv ausgerichtet; die dämpfende Wirkung kam dabei weniger vom Zinsniveau selbst als vielmehr von dessen Veränderung. Auch wird für den Euroraum eine we-

sentlich geringere konjunkturelle Abschwächung erwartet als für die USA. Daher stellt sich die Frage, ob die EZB die geldpolitischen Zügel ebenfalls lockern oder ob sie das derzeitige Zinsniveau beibehalten sollte.

Entscheidend für die Beantwortung dieser Frage ist eine Einschätzung darüber, wie stark die Wirtschaft im Euroraum wachsen kann, ohne dass das Ziel der Preisstabilität gefährdet wird. Angesichts der moderaten Lohnentwicklung und der noch hohen Arbeitslosigkeit im Euroraum sowie der kräftigen Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren bedarf es nicht erst einer Wachstumsabschwächung, damit Preisstabilität gewahrt bleibt. Vielmehr sollte die Chance genutzt werden, über die Integration möglichst vieler Arbeitskräfte einen sich selbst verstärkenden Wachstumsprozess zu sichern. Die US-amerikanische Entwicklung in den neunziger Jahren ist ein Beispiel dafür, wie günstige makroökonomische Rahmenbedingungen eine Selbstverstärkung des Wachstumsprozesses unterstützen können. Im Euroraum bietet sich eine solche Chance gegenwärtig angesichts der moderaten Lohnentwicklung, die auch für dieses und das nächste Jahr zu erwarten ist. Eine Inflationsbeschleunigung zeichnet sich nicht ab. Bei kaum veränderter Inflationsdynamik wird sich die Preissteigerungsrate — bei der üblichen Vorjahresmonats-Betrachtung — sogar deutlich abschwächen, da die Basiseffekte der starken Importpreiserhöhungen vom vergangenen Jahr auslaufen und zudem der Rückgang der Ölpreise sowie die Aufwertung des Euro dämpfend auf den laufenden Preisanstieg wirken. Der Anstieg des HVPI dürfte daher in diesem wie im nächsten Jahr unter dem von der EZB als Obergrenze festgelegten Wert für den mittelfristigen Preisanstieg in Höhe von 2 % liegen.

Demgegenüber hält die EZB weiterhin an der Annahme einer nur geringen Zunahme des Produktionspotentials in Höhe von jährlich 2¼ % fest und ist auch hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung im Euroraum pessimistischer.¹⁶ Im Dezember veröffentlichte die EZB eine Projektion für das Wirtschaftswachstum im Euroraum — unter der Annahme unveränderter Leitzinsen — in Höhe von 2,6 % bis 3,6 % für 2001 und von 2,5 % bis 3,5 % für 2002. Das von der EZB selbst erwartete Wirtschaftswachstum liegt somit über jenem Wert, den sie für den Anstieg des Produktionspotentials annimmt. Die Erwartung einer Zunahme des Bruttoinlandsproduktes „... close to a level of 3 % both in 2001 and in 2002“ wurde auf der Pressekonferenz der EZB Anfang Februar von Duisenberg bestätigt.¹⁷

¹⁶ Bekräftigt hat die EZB diese Annahme durch die Bestätigung des Referenzwertes für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4½ % auch für das Jahr 2001. Diesem Referenzwert liegt die Annahme eines Anstiegs des Produktionspotentials in Höhe von 2¼ % zugrunde. Siehe auch Fußnote 11.

¹⁷ ECB Press Conference, Transcript of the questions asked and answers given by Dr. Willem F. Duisenberg, President of the ECB, and Christian Noyer, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 1. Februar 2000.

Offensichtlich befürchtet die EZB bei dieser Produktionsentwicklung eine inflationstreibende Überbeanspruchung des Potentials; aus ihrer Sicht wäre somit eine nennenswerte wirtschaftliche Abschwächung im Euroraum geboten. Diese Einschätzung wird auch dadurch gestützt, dass die EZB einen nur langsamen Rückgang der Preissteigerungsrate prognostiziert: Mit 1,8 % bis 2,8 % für 2001 und 1,3 % bis 2,5 % für 2002 fällt die Vorhersage für die Inflationsentwicklung eher kräftig aus.¹⁸

Die EZB unterschätzt jedoch das Potentialwachstum und überschätzt die Inflationsgefahr.¹⁹ Selbst die EZB hat jüngst betont, dass „... die Unsicherheiten, die mit den Schätzungen der mittelfristigen Entwicklung des Produktionspotentials im Euroraum einhergehen, nunmehr deutlicher nach oben gerichtet sind.“²⁰ Damit relativiert sie aber auch *uno actu* ihren eigenen Preis pessimismus. Somit spricht einiges für eine Korrektur des geldpolitischen Kurses: Will die EZB ein höheres Wirtschaftswachstum im Euroraum, das ohne eine Beeinträchtigung des Preisklimas durchaus möglich wäre, nicht verhindern, so muss sie ihre restriktive Grundhaltung, die in der Zinspolitik des vergangenen Jahres und der Bestätigung des niedrigen Referenzwertes für das Geldmengenwachstum zum Ausdruck kam, aufgeben. Eine solche Grundhaltung mag vor dem Hintergrund des noch kurzen Bestehens der EZB verständlich sein, erforderlich ist sie jedoch nicht, und die EZB kann damit — wie die Wechselkursentwicklung des Euro gezeigt hat — die Reputation ihrer Währung kaum stärken.

Richtig wäre eine pragmatische Geldpolitik, die das Ausschöpfen inflationsfreier Wachstumsspielräume und so eine hohe Profitabilität von Investitionen ermöglicht. Die zu erwartende weitere Aufwertung des Euro sowie die fortgesetzte Abschwächung des Geldmengenwachstums und der Preissteigerungsraten dürften es der EZB leichter machen, ihre restriktive Haltung aufzugeben und zu einer Stabilitätspolitik überzugehen, die zwar Inflationsgefahren frühzeitig entgegenwirkt, aber in Phasen, in denen es keine Anzeichen für eine Inflation gibt, auch pragmatisch die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung unterstützt. Für die aktuelle Politik der EZB heißt das konkret: Die Refinanzierungssätze sollten zügig um 0,5 Prozentpunkte gesenkt werden. Damit würde etwa ein neutrales Niveau der kurzfristigen Zinsen erreicht werden — ein Niveau wie vor den beiden letzten Zinsschritten vom August und Oktober 2000, die im Zeichen der Ölpreiserhöhung und der Euro-Abwertung standen und aus Sicht des DIW unnötig waren. Sollten sich zudem die Weltwirtschaft und insbesondere die Konjunktur im Euroraum stärker abschwächen, als derzeit abzusehen ist, so sollte die EZB mit weiteren Zinsschritten nicht zögern.

¹⁸ Vgl. Europäische Zentralbank, Monatsbericht Dezember 2000, S. 56.

¹⁹ Siehe auch Grundlinien, a.a.O., S. 28 f.

²⁰ Vgl. Überprüfung des quantitativen Referenzwertes für das Geldmengenwachstum. EZB Pressemitteilung, 14.12.2000.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5, D-14195 Berlin
 Telefon (0 30) 89 789-0 — Telefax (0 30) 89 789-200
 DIW-Internet-Homepage: <http://www.diw.de>
 Präsident: Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Gustav A. Horn, Dr. Kurt Hornschild, Wolfram Schrettl, Ph. D.,
 Dr. Bernhard Seidel, Prof. Dr. Gert G. Wagner, Dr. Hans-Joachim Ziesing
 Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich
 Schriftleitung: Kurt Geppert, Jochen Schmidt, Dieter Teichmann
Europäische Geldpolitik: Zinssenkung wäre stabilitätsgerecht
 Bearbeitet von Silke Tober

Verlag Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9, D-12165 Berlin, Telefon (0 30) 7 90 00 60
 Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig
 Druck: Druckerei Conrad GmbH, Oranienburger Str. 172, D-13437 Berlin
 Bezugspreis für den Jahrgang DM 210,—, vierteljährlich DM 65,—, Einzelnummer DM 15,—
 Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304

	Arbeitslose		Offene Stellen		Auftragseingang (Volumen) ²⁾													
					Verarbeitendes Gewerbe						Vorleistungsgüter- produzenten		Investitionsgüter- produzenten		Gebrauchsgüter- produzenten		Verbrauchsgüter- produzenten	
	in 1000				1995 = 100													
	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.
1999 J	4 114		443		109,0		101,5		122,5		109,8		109,2		113,5		96,1	
F	4 110	4 112	447	444	107,7	108,2	99,2	100,4	123,1	122,2	107,6	109,1	110,1	108,7	110,1	111,8	94,0	94,7
M	4 091		452		107,9		100,6		121,0		109,9		106,8		111,7		94,1	
A	4 095		450		110,3		101,4		126,4		111,2		111,1		112,8		97,1	
M	4 111	4 102	446	448	108,1	109,8	99,3	101,0	123,7	125,5	108,8	110,5	108,8	110,8	111,6	113,7	94,1	94,3
J	4 111		447		110,9		102,3		126,5		111,5		112,5		116,6		91,7	
J	4 104		453		112,5		102,5		130,4		114,7		112,6		113,8		95,3	
A	4 100	4 103	457	455	116,2	114,8	104,8	103,8	136,7	134,7	115,7	115,6	120,3	117,3	119,2	116,7	95,1	94,8
S	4 099		465		115,8		104,0		136,9		116,4		119,0		117,2		94,0	
O	4 088		473		117,1		106,6		136,0		118,4		119,8		117,5		95,0	
N	4 056	4 065	480	477	119,4	117,9	107,0	106,4	141,9	138,5	120,8	119,6	122,3	120,3	117,9	117,9	98,0	95,4
D	4 000		488		117,2		105,8		137,8		119,4		118,8		118,2		93,2	
2000 J	3 974		488		117,4		104,5		140,5		118,3		122,0		114,5		92,7	
F	3 948	3 966	493	491	121,6	120,6	109,1	107,1	144,1	145,0	123,2	121,3	124,6	125,5	122,7	119,4	94,6	93,7
M	3 955		493		122,8		107,6		150,4		122,4		130,0		120,9		93,9	
A	3 940		502		122,9		109,5		146,9		123,3		129,1		121,5		92,0	
M	3 903	3 922	513	507	127,0	125,5	112,3	111,0	153,5	151,7	128,1	126,0	132,5	132,1	125,0	122,5	95,9	94,9
J	3 891		518		126,6		111,0		154,8		126,5		134,7		121,0		96,9	
J	3 872		524		125,5		109,8		153,7		124,5		133,1		125,1		94,7	
A	3 848	3 860	525	525	124,5	125,2	109,2	109,6	152,0	153,3	125,8	125,6	129,5	130,9	122,5	124,3	94,7	95,4
S	3 827		531		125,5		109,6		154,1		126,5		130,2		125,4		96,8	
O	3 804		532		128,5		110,2		161,5		126,8		137,6		126,7		97,3	
N	3 793	3 799	534	533	128,8	130,8	111,1	112,2	160,7	164,3	125,4	127,5	140,9	142,9	129,3	129,0	94,3	97,2
D	3 772		537		135,1		115,4		170,6		130,2		150,2		131,0		99,9	
2001 J	3 774		536															
F																		
M																		
A																		
M																		
J																		
J																		
A																		
S																		
O																		
N																		
D																		

¹⁾ Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davor liegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet. — ²⁾ Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

DEUTSCHLAND

noch: Ausgewählte saisonbereinigte Konjunkturindikatoren¹⁾

	Beschäftigte im Bergbau und im verarbeitenden Gewerbe		Produktion ²⁾										Umsätze des Einzelhandels		Außenhandel (Spezialhandel) ²⁾			
			Verarbeitendes Gewerbe		Investitionsgüterproduzenten		Gebrauchsgüterproduzenten		Verbrauchsgüterproduzenten		Bauhauptgewerbe				Ausfuhr		Einfuhr	
	in 1000		1995 = 100										1995 = 100		Mrd. DM			
	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.
1999 J	6 405		110,0		111,7		110,6		101,5		88,5		100,2		78,9		66,8	
F	6 401	6 401	108,5	109,2	110,8	110,9	109,2	110,1	101,0	101,5	81,7	86,1	99,1	100,8	79,3	237,0	69,5	204,9
M	6 393		109,3		110,2		110,4		102,2		88,2		103,1		78,7		68,7	
A	6 372		111,2		113,4		113,3		101,5		90,4		99,3		80,8		69,8	
M	6 367	6 372	107,9	110,0	109,4	112,2	108,4	112,2	99,8	100,8	85,5	88,3	97,8	99,7	79,2	241,3	71,1	211,2
J	6 363		110,9		113,6		114,8		101,0		89,0		102,1		81,4		70,2	
J	6 356		110,7		112,7		109,6		101,7		87,8		101,6		83,4		72,0	
A	6 354	6 356	112,6	112,1	115,0	114,1	115,2	112,9	102,1	102,0	88,3	88,2	100,7	100,8	83,9	252,5	74,1	220,6
S	6 354		113,0		114,7		113,9		102,1		88,6		100,0		85,3		74,6	
O	6 352		113,4		115,9		114,3		102,8		87,6		101,6		84,0		74,2	
N	6 353	6 353	114,4	113,7	116,3	115,5	116,4	115,2	103,0	102,5	86,9	87,3	102,2	102,1	88,6	260,2	77,6	227,1
D	6 354		113,3		114,3		114,9		101,6		87,3		102,6		87,5		75,3	
2000 J	6 354		113,9		118,6		115,6		100,5		84,0		101,3		89,0		80,1	
F	6 353	6 353	117,0	115,7	121,1	120,6	119,5	117,8	102,6	101,4	91,9	85,8	105,4	102,4	90,4	273,0	79,1	242,8
M	6 353		116,3		122,0		118,3		101,2		81,5		100,6		93,6		83,6	
A	6 371		116,3		121,2		117,0		103,0		79,0		103,8		91,9		82,5	
M	6 376	6 371	121,4	118,7	127,6	124,1	126,4	120,2	104,8	104,0	85,0	80,7	108,3	104,7	96,8	285,6	86,8	256,5
J	6 377		118,4		123,5		117,1		104,3		78,0		102,1		96,9		87,2	
J	6 382		119,6		124,9		123,9		103,8		79,1		100,7		96,1		88,2	
A	6 384	6 382	119,7	120,2	126,7	127,5	121,2	122,3	103,7	103,8	81,3	79,7	106,0	104,0	97,8	293,4	89,2	269,4
S	6 381		121,2		130,8		121,7		103,9		78,6		105,2		99,4		92,0	
O	6 391		121,5		129,2		122,1		104,2		82,2		102,6		106,8		96,7	
N	6 396		122,2	123,3	131,3	132,0	124,5	124,5	103,4	104,3	84,9	84,5	104,5		102,9		97,7	
D			126,1		135,5		127,0		105,5		86,4							
2001 J																		
F																		
M																		
A																		
M																		
J																		
J																		
A																		
S																		
O																		
N																		
D																		

¹⁾ Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davor liegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet. — ²⁾ Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

Quellen: Bundesanstalt für Arbeit; Statistisches Bundesamt.