

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Insolvenzgeschehen weiterhin rückläufig

- Das Insolvenzgeschehen dürfte sich in Deutschland im Jahr 2016 weiter entspannen. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen wird nach Einschätzung des BVR gegenüber dem Vorjahr um etwa 5 % auf rund 22.000 Fälle zurückgehen. Grundlage für diese Prognose ist die Annahme, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 1,6 % steigen wird.
- In 2015 wurden von den deutschen Amtsgerichten 23.123 Unternehmensinsolvenzen gemeldet. Dies waren 4,0 % weniger als 2014. Gemessen am bisherigen Höchststand des Jahres 2003 gab die Anzahl der Firmenpleiten um kräftige 41,2 % nach.
- Regional betrachtet ist die Betroffenheit von Unternehmensinsolvenzen nach wie vor unterschiedlich ausgeprägt. Die Insolvenzquoten der Bundesländer zeigen eine starke Streuung, was sich teilweise durch Unterschiede im langfristigen BIP-Wachstum und in der Veränderung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen erklären lässt.
- Die Zeitreihen des BIP und der Unternehmensinsolvenzen zeigen seit dem Insolvenzen-Höchststand von 2003 eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung. Schätzungen des BVR legen zwischen den beiden Reihen eine langfristige Elastizität von rund -3 und eine kurzfristige Elastizität von etwa -1 nahe.
- Trotz der zu erwartenden weiteren Entspannung des Insolvenzgeschehens sind die staatlichen Akteure nach wie vor gefordert, auf gute Rahmenbedingungen für ein solides Wirtschaftswachstum hinzuarbeiten. Vor diesem Hintergrund ist der von der Bundesregierung vorgelegte Entwurf eines neuen Verkehrswegeplans, der eine merkliche Ausweitung des Investitionsvolumens vorsieht, als ein Schritt in die richtige Richtung zu begrüßen.

---

## Meinung

---

### Insolvenzgeschehen weiterhin rückläufig

In Deutschland dürfte sich der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Daten zu den Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2016 fortsetzen. Schätzungen des BVR legen gegenüber dem Vorjahr einen Rückgang der Insolvenzen um etwa 5 % auf rund 22.000 Fälle nahe. Grundlage für diese Schätzungen ist die Annahme, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands um 1,6 % steigen wird.

### Unternehmensinsolvenzen 2015 erneut gesunken

Im vergangenen Jahr 2015 wurden von den deutschen Amtsgerichten 23.123 Insolvenzfälle gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten hat sich somit gegenüber dem Vorjahr um 4,0 % vermindert. Sie ist etwas stärker gesunken, als vom BVR im März 2014 prognostiziert worden war (-3,2 %).

Der niedrige Stand der Insolvenzen in 2015 ist ein Zeichen für die stabile Lage der deutschen Wirtschaft. Die wirtschaftliche Situation war aber nicht immer so gut. So lag die Insolvenzzahl zu Beginn der 2000er Jahre vor dem Hintergrund der allgemeinen Restrukturierung in den Unternehmen und eines schwachen konjunkturellen Umfelds noch wesentlich höher. Sie erreichte im Jahr 2003 mit 39.230 Fällen einen Höchststand. Gemessen an diesem hohen Niveau ist die Anzahl der Firmenpleiten in 2015 um kräftige 41,2 % zurückgegangen.

### Deutliche Unterschiede in den Bundesländern...

Die Betroffenheit von Unternehmensinsolvenzen ist innerhalb Deutschlands nach wie vor unterschiedlich ausgeprägt. Dies wird in Abbildung 1 anhand eines Vergleichs der Insolvenzquoten der Bundesländer gezeigt. Zur Berechnung der Insolvenzquoten wird die Anzahl der von Insolvenzen betroffenen Unternehmen ins Verhältnis zur Anzahl aller Unternehmen gesetzt. Die Gegenüberstellung in der Abbildung stützt sich auf die Durchschnittswerte mehrerer Jahre, um möglichen Sondereffekten, die in einzelnen Jahren auftreten können, eine geringere Bedeutung zu geben. Konkret werden die Durchschnittswerte der Insolvenzfälle der Jahre 2013 bis 2015 der Anzahl der Unternehmen gegenübergestellt, die in der jüngsten Umsatzsteuerstatistik von 2014 erfasst sind.

Im Durchschnitt der letzten drei Jahre wies Nordrhein-Westfalen unter allen Bundesländern mit 11,9 Insolvenzen je 1.000 Unternehmen die höchste Quote auf. Auch in den Stadtstaaten Bremen (11,1) und Hamburg (10,4) lag die Insolvenzquote deutlich über dem bundesweiten Mittelwert von 7,5 Fällen je 1.000 Unternehmen. Demgegenüber waren am anderen Ende der Verteilung die Quoten von Baden-Württemberg (4,2), Bayern (5,1) und Thüringen (5,5) in etwa nur halb so hoch wie jene von Nordrhein-Westfalen, Bremen und Hamburg.

## Meinung

### ... wegen Wachstumsdifferenzen und...

Was sind die Gründe für die starke Streuung der Insolvenzquoten? Eine wichtige Ursache ist in den Unterschieden im gesamtwirtschaftlichen Wachstum der einzelnen Bundesländer zu sehen. So wurde bereits in früheren Ausgaben von „Volkswirtschaft special“ (zuletzt in der Ausgabe 3/2015) auf den kurzfristigen Zusammenhang zwischen den vierteljährlichen Veränderungsdaten des BIP und den Veränderungsdaten der Insolvenzzahl in Deutschland eingegangen. Gemäß der ökonomischen Fachliteratur sind Konjunkturindikatoren wie das BIP im Allgemeinen negativ mit den Insolvenzen korreliert. In Zeiten hohen Wirtschaftswachstums ist tendenziell mit weniger Insolvenzen zu rechnen. Konjunkturelle Schwächephasen sind hingegen häufig von einer Zunahme der Insolvenzzahlen begleitet. Dieser Zusammenhang wird vom BVR regelmäßig für die Erstellung von Prognosen zur Entwicklung der Firmenpleiten genutzt und ist zudem der Ausgangspunkt für die aktuelle Insolvenzprognose.

Auch langfristig scheint zu gelten, dass ein höheres BIP-Wachstum zu einer Entspannung des Insolvenzgeschehens führt. Dies legt zumindest der in der Abbildung 2 dargestellte Vergleich nahe, der den Zusammenhang zwischen der längerfristigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und dem aktuellen Insolvenzgeschehen beschreibt. Hier werden die durchschnittlichen Insolvenzquoten aus der Abbildung 1 dem Wirtschaftswachstum der Bundesländer im Zeitraum vom Insolvenzen-Höchststand im Jahr 2003 bis zum Jahr 2013 gegenübergestellt.

Abb. 1

**Insolvenzquoten nach Bundesland**  
Unternehmensinsolvenzen im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2015 je 1.000 Unternehmen

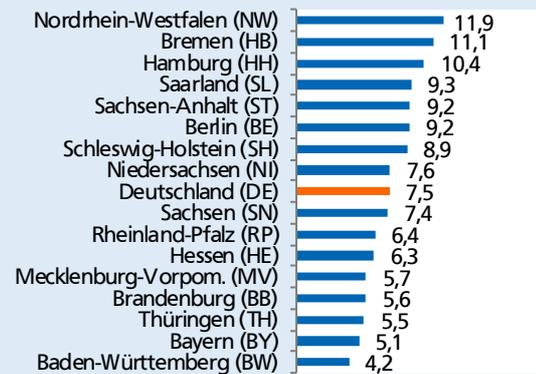
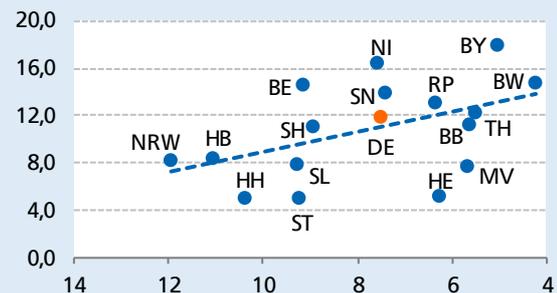


Abb. 2

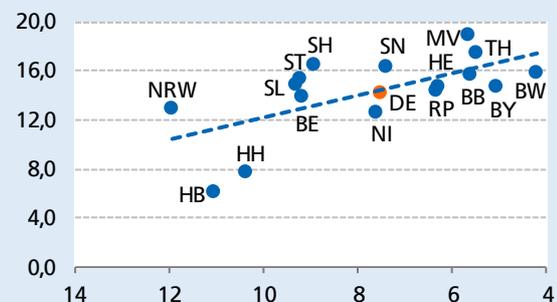
**Wirtschaftswachstum und Unternehmensinsolvenzen**



X-Achse: Durchschnittliche Insolvenzquoten (2013-2015);  
Y-Achse: Veränderung des preisbereinigten BIP (2003-2013, in %)

Abb. 3

**Eigenkapitalausstattung und Unternehmensinsolvenzen**



X-Achse: Durchschnittliche Insolvenzquoten (2013-2015);  
Y-Achse: Veränderung der Eigenkapitalquote (2003-2013, in Prozentpunkten)  
Quelle: Statistisches Bundesamt und Jahresabschlussdaten-Auswertung des BVR

---

## Meinung

---

Demnach haben die beiden Länder mit den niedrigsten Insolvenzquoten (Baden-Württemberg und Bayern) in der Vergangenheit einen – gemessen an der bundesweiten Entwicklung – deutlich überproportionalen Anstieg des preisbereinigten BIP erfahren (14,7 % bzw. 17,9 % gegenüber 11,9 % im Bundesdurchschnitt). Andererseits fiel das Wirtschaftswachstum in den beiden Bundesländern mit den höchsten Insolvenzquoten (Nordrhein-Westfalen und Bremen) im genannten Zeitraum unterdurchschnittlich aus (8,2 % bzw. 8,3 %).

### ... wegen abweichender Entwicklungen in der Eigenkapitalausstattung

Ein weiterer Grund für die Streuung der Insolvenzquoten besteht offenbar in der unterschiedlichen Entwicklung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen. Generell sollten Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalquote besser in der Lage sein, konjunkturelle Durststrecken durchzustehen, als Unternehmen, die nur über wenige Eigenmittel verfügen. Der aktuellen Gemeinschaftsstudie „Mittelstand im Mittelpunkt“ des BVR, der DZ BANK und der WGZ BANK vom Herbst 2015 zufolge ist die durchschnittliche Eigenkapitalquote der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken in den vergangenen Jahren stetig gestiegen. Die Eigenkapitalquote legte bundesweit seit dem Insolvenzen-Höchststand von 2003 um kräftige 14,3 Prozentpunkte auf 23,9 % in 2013 zu. Im Vergleich der Bundesländer fiel der Anstieg jedoch verschieden stark aus. Wie aus der Abbildung 3 hervorgeht, zeigten die ostdeutschen Bundesländer Mecklenburg-Vorpommern und Thüringen die

deutlichsten Fortschritte bei der Erhöhung der Eigenmittel (18,9 bzw. 17,5 Prozentpunkte). Es verwundert daher nicht, dass diese beiden Länder zuletzt unterdurchschnittlich hohe Insolvenzquoten aufwiesen. In den beiden hanseatischen Stadtstaaten Bremen und Hamburg legte die Eigenkapitalquote hingegen weniger deutlich zu (6,2 bzw. 7,8 Prozentpunkte).

Dass die langfristigen Veränderungsraten des BIP und der Eigenkapitalquoten einen Beitrag zur Erklärung der regionalen Unterschiede im aktuellen Insolvenzgeschehen leisten können, legen auch die Ergebnisse einer einfachen Regressionsschätzung nahe. Ausgangspunkt für diese Schätzung ist eine Gleichung, in der die in Abbildung 1 dokumentierten Insolvenzquoten als zu erklärende Variable und die in den Abbildungen 2 und 3 dargestellten Größen zusammen mit einer Konstanten als erklärende Variablen eingehen. Die Schätzergebnisse signalisieren, dass die Koeffizienten der Veränderungsraten des BIP und der Eigenkapitalquoten negativ und auf einem Vertrauensniveau von 90 % signifikant sind. Mit der Regressionsgleichung kann in etwa die Hälfte der Streuung der Insolvenzquoten beschrieben werden.

### Beziehung zwischen Insolvenzen und BIP

Nachfolgend soll der Zusammenhang zwischen den Unternehmensinsolvenzen und dem preisbereinigtem BIP noch etwas genauer analysiert und dabei die kurz- und langfristigen Dynamiken zwischen den beiden Größen herausgearbeitet werden. Hierzu können nur die Daten für Deutschland

## Meinung

insgesamt herangezogen werden, da die BIP-Angaben auf der Ebene der Bundesländer im Allgemeinen lediglich in jährlicher Frequenz vorliegen und somit keine Analyse kurzfristiger Zusammenhänge erlauben. In Abbildung 4 werden die vierteljährlichen Angaben zu den Unternehmensinsolvenzen dem in umgekehrter Reihenfolge skalierten BIP im Zeitraum vom ersten Quartal 2003 bis zum vierten Quartal 2015 gegenübergestellt. Die BIP-Reihe ist nicht nur preis-, sondern auch kalender- und saisonbereinigt, da sie in originärer Form ein starkes saisonales Muster aufweist. Bei den Unternehmensinsolvenzen werden originäre Angaben verwendet, da sie nur ein gering ausgeprägtes Saisonmuster zeigen.

Die beiden Zeitreihen folgen im dargestellten Zeitraum ganz offensichtlich einem gemeinsamen Trend. Dies lässt vermuten, dass zwischen den Unternehmensinsolvenzen und dem BIP eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung (Konintegration) im Sinne der Ökonomen Engle und Granger besteht. Bedingung für das Vorliegen einer solchen Beziehung ist, dass die einbezogenen Zeitreihen den gleichen Integrationsgrad aufweisen und dass die Residuen des Konintegrationmodells stationär sind. Dies wird anhand verschiedener Tests überprüft. Zuvor werden die beiden Reihen logarithmiert, da dies die Interpretation der Schätzergebnisse vereinfacht. Die Tests legen auf einem Vertrauensniveau von über 90 % nahe, dass die beiden Reihen den gleichen Integrationsgrad I (1) aufweisen und kointegriert sind. Auf Basis des Konintegrationsmodells kann nun in einem zweiten Schritt ein Fehlerkorrekturmodell geschätzt werden, dass die kurzfris-

Abb. 4  
Kointegrationsbeziehung zwischen Insolvenzen und BIP

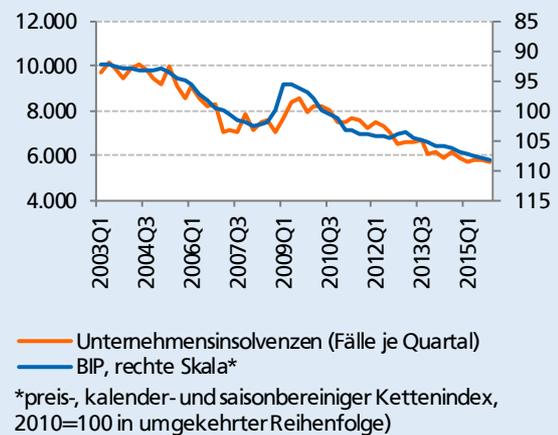


Abb. 5  
Fehlerkorrekturmodell  
Angaben in %

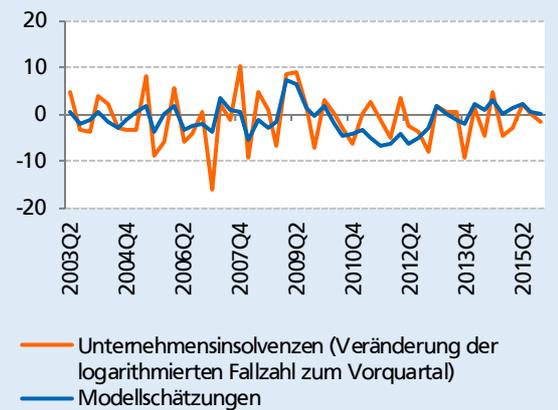


Abb. 6  
Fehlerkorrekturmodell  
Schätzergebnisse

$$\Delta \text{INS}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{BIP}_t + \alpha_2 (\text{INS}_{t-1} - \beta_1 - \beta_2 \text{BIP}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Koeffizienten (t-Werte)

$$\alpha_0 = -0.005 (-0.827)$$

$$\alpha_1 = -0.796 (-2.728)$$

$$\alpha_2 = -0.501 (-3.816)$$

$$\beta_1 = 23.988 (23.188)$$

$$\beta_2 = -3.268 (-14.547)$$

Quelle: Statistisches Bundesamt, Schätzungen des BVR

---

## Meinung

---

tige Dynamik der Anpassung an das langfristige Gleichgewicht beschreibt.

In Abbildung 5 werden die Werte des Fehlerkorrekturmodells der tatsächlichen Entwicklung gegenübergestellt. Gezeigt werden die Differenzen der logarithmierten Insolvenzzahl zum Vorquartal ( $\Delta\text{INS}$ ), die als kurzfristige Veränderungsrate interpretiert werden können. Die Regressionsgleichung und zentrale Schätzergebnisse des Fehlerkorrekturmodells werden in Abbildung 6 vorgestellt. Die Schätzungen legen für das preisbereinigte BIP bezüglich der Unternehmensinsolvenzen eine langfristige Elastizität von rund -3 und eine kurzfristige Elastizität von etwa -1 nahe (Koeffizienten  $\beta_2$  und  $\alpha_1$ ). Dies bedeutet, dass in langfristiger Betrachtung eine Erhöhung des preisbereinigten BIP um 1 % zu einer Verminderung der Insolvenzzahl um rund 3 % führt. In kurzfristiger Betrachtung, von Quartal zu Quartal, lassen die Schätzungen bei einem Anstieg des BIP um 1 % einen Rückgang der Unternehmensinsolvenzen um etwa 1 % erwarten. Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht bauen sich den Schätzungen zufolge vergleichsweise schnell ab. Gemäß dem Fehlerkorrekturmodell werden die Abweichungen im Durchschnitt innerhalb eines Quartals um rund 50 % vermindert (Koeffizienten  $\alpha_2$ ).

Die im Rahmen der Kointegrationsanalyse ermittelte langfristige Elastizität von -3 lässt sich auch als „Faustformel“ zur Erstellung von Prognosen verwenden. Allerdings müssen zuvor Annahmen über die Entwicklung des preisbereinigten BIP getroffen werden. Der BVR geht derzeit davon aus, dass das

BIP Deutschlands 2016 um 1,6 % steigen wird. Demnach ist in diesem Jahr mit einem Rückgang der Unternehmensinsolvenzen um rund 5 % zu rechnen.

Bei allen Qualitäten, die das Fehlerkorrekturmodell aufweist, darf seine Aussagekraft nicht überinterpretiert werden. Die ermittelten statistischen Zusammenhänge beschreiben die Vergangenheit. Sie lassen sich nicht unendlich in die Zukunft fortschreiben, da das preisbereinigte BIP in der langen Frist weiter aufwärts tendieren dürfte, während die Insolvenzzahl früher oder später eine Grenze erreichen wird, die nicht unterschritten werden kann. Bislang gibt es allerdings noch keine Hinweise dafür, dass diese Untergrenze in naher Zukunft erreicht sein wird.

### **Staat sollte weiter auf gute Rahmenbedingungen hinarbeiten**

Das Insolvenzgeschehen dürfte sich 2016 weiter entspannen. Dennoch sind die staatlichen Akteure weiterhin gefordert, auf gute Rahmenbedingungen für ein solides Wirtschaftswachstum hinzuarbeiten. Denn auf den aktuellen Aufschwung wird früher oder später wieder ein Abschwung folgen, der mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen einhergehen könnte. Gute Rahmenbedingungen begünstigen, dass sich die Wirtschaft nach einem konjunkturellen Tiefpunkt schnell erholen kann. Die mit Abschwüngen allgemein einhergehenden Forderungs- und Beschäftigungsverluste ließen sich dadurch vermindern. Vor diesem Hintergrund ist der von der Bundesregierung am

---

## Meinung

---

16. März vorgelegte Entwurf eines neuen Verkehrswegeplans als ein Schritt in die richtige Richtung zu begrüßen. Demnach sollen bis zum Jahr 2030 rund 265 Mrd. Euro vor allem in den Erhalt aber auch in den Neubau von Straßen, Schienen und Wasserstraßen investiert werden. Das Investitionsvolumen wäre damit um 91 Mrd. Euro höher als im vorherigen Verkehrswegeplan.

Dennoch wird das Insolvenzgeschehen selbst unter optimalen Rahmenbedingungen niemals zum Stillstand kommen. Dies wäre auch nicht wünschenswert, da einer Wirtschaft ohne den Eintritt neuer Unternehmen und den Austritt bestehender Unternehmen ein Mangel an Innovationen droht.

Autor:

Dr. Gerit Vogt

Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Geldpolitik und Geldmarkt

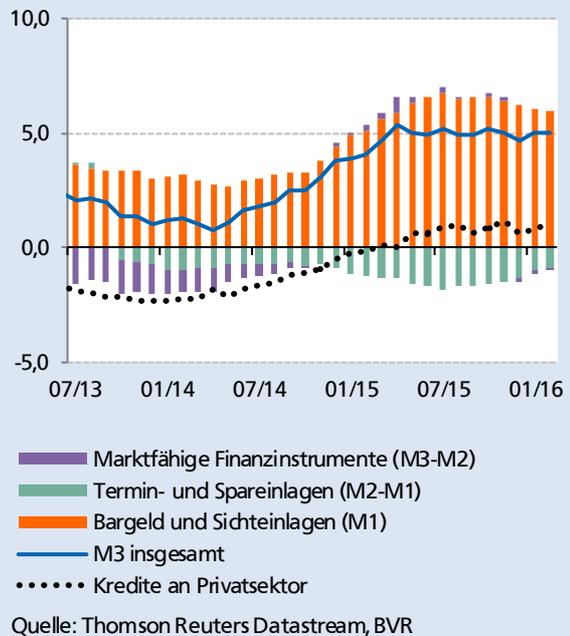
### Kreditwachstum legt zu

Die Kreditvergabe im Euroraum hat im Februar erneut zugelegt. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an den Privaten Sektor fiel dabei höher aus als im Januar. Insgesamt stieg der Bestand an Krediten an Unternehmen und private Haushalte im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,1 %. Im Januar war diese noch um 0,8 % gewachsen. Die Kreditvergabe an Firmen im Euroraum bereinigt um Verkäufe und Verbriefungen stieg binnen Monatsfrist um 18 Mrd. Euro. Das entsprach einer Jahreswachstumsrate in Höhe von 0,9 %. Die bereinigte Kreditvergabe an private Haushalte stieg im Monatsvergleich um 9 Mrd. Euro. Damit lag der Bestand der Kredite an die privaten Haushalte um 1,6 % höher als im Februar 2015.

### Geldmengenwachstum bei 5,0 %

Mit einer saisonbereinigten Jahreswachstumsrate von 5,0 % blieb der Expansionsgrad des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 im Februar hoch. Wie auch schon in den Monaten zuvor wurde das Wachstum maßgeblich von der besonders liquiden Geldmenge M1 getragen. Ihr Wachstumsbeitrag lag bei 6,0 Prozentpunkten und befand sich damit 0,1 Prozentpunkte unter dem Vormonatswert. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -0,9 Prozentpunkten hingegen 0,1 Prozentpunkte höher aus als im Januar. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente trug im Februar mit -0,1 Prozentpunkten leicht negativ zum Gesamtwachstum bei.

**Beiträge zum M3-Wachstum**  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



### EZB feuert aus allen Rohren

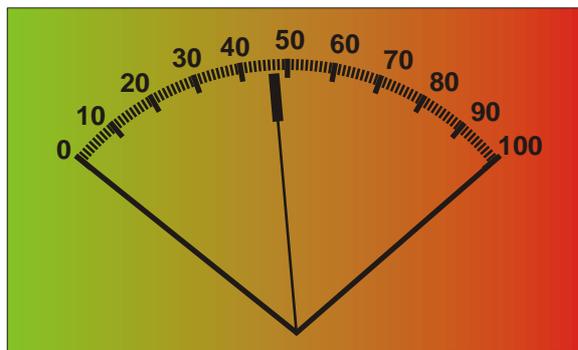
Die Europäische Zentralbank hat ihre Geldpolitik im März noch einmal umfassend gelockert. Dazu griff der Rat der EZB auf seiner Märzsession noch einmal tief in den geldpolitischen Instrumentenkasten und beschloss ein ganzes Bündel an neuen Maßnahmen. Darunter fiel die erneute Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes, zu dem sich die Banken des Währungsraums im Austausch gegen Sicherheiten bei der EZB Geld leihen können, um 5 Basispunkte auf 0,0 %. Der Leitzins des Währungsraumes fiel damit erstmals in seiner Geschichte auf 0 %. Gleichzeitig beschloss der Rat eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,40 %. Den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität senkte der Rat wiederum um 5 Basispunkte auf 0,25 %.

## Geldpolitik und Geldmarkt

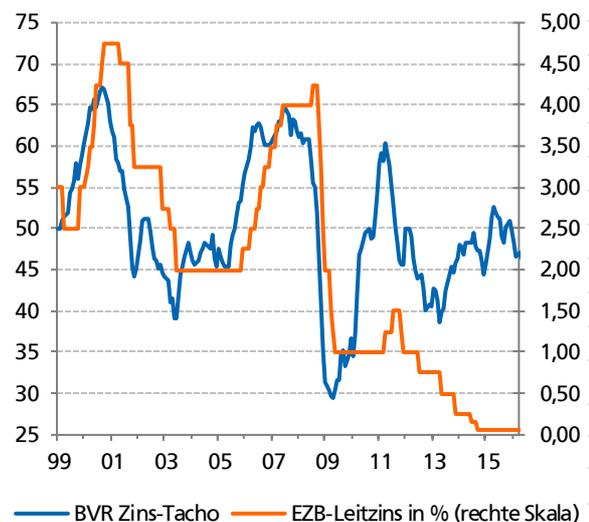
Neben den Zinsentscheidungen beschloss der geldpolitische Rat der EZB eine Ausweitung seines Wertpapieraufkaufprogrammes. Ab April wird die EZB Wertpapiere im Wert von monatlich 80 Mrd. Euro kaufen anstatt wie bisher von 60 Mrd. Euro. Die Laufzeit des Programms wurde nicht verändert. Die EZB wird damit von April 2016 bis März 2017 noch Wertpapiere im Wert von rund 1 Bio. Euro kaufen. Die Liste der Vermögenswerte, die für reguläre Ankäufe zugelassen sind, erweiterte der Rat dabei noch um Investment-Grade-Anleihen von Unternehmen aus dem Euro-Währungsgebiet. Schließlich beschloss der Rat ein neues Programm für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. So soll es ab Juni 2016 vier Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von vier Jahren geben. Die EZB definiert dabei bankspezifische Benchmarks für die Kreditvergabe. Im günstigsten Fall erfolgt die Verzinsung zum Einlagenzins also erstmals zu einem negativen Zinssatz.

Die Notenbanker rechtfertigten die umfassenden geldpolitischen Maßnahmen mit der immer noch niedrigen Inflationsrate. Aktuell liegt die Jahreswachstumsrate der Verbraucherpreise für den Euroraum mit -0,2 % wieder unter der Nullprozentmarke. Darüber hinaus erhoffen sich die Notenbanker von ihren neuen geldpolitischen Maßnahmen einen zusätzlichen Wachstumsimpuls für die Kreditvergabe im Euroraum. EZB-Präsident signalisierte jedoch auf der Pressekonferenz im Nachgang zur Ratssitzung, dass dies wohl die letzte Zinssenkung der EZB gewesen sei. Dies hatte Draghi aber schon bei der letzten Senkung des Einlagensatzes im September 2014 gesagt. Der EZB-Vizepräsident Vitor Constancio legte im Nachgang zur Pressekonferenz noch einmal nach, indem er deutlich machte, dass bei der Einlagefazilität bzw. dem Strafzins für Banken ein Ende erreicht sei. Stattdessen seien zukünftig vielmehr unkonventionelle Maßnahmen gefragt.

BVR Zins-Tacho



	Jan 16	Feb 16	Mrz 16
BVR Zins-Tacho	48	47	47
Konjunktur (50 %)	58	55	56
Preise/Kosten (40 %)	36	35	35
Liquidität (10 %)	51	51	50



Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

## Geldpolitik und Geldmarkt

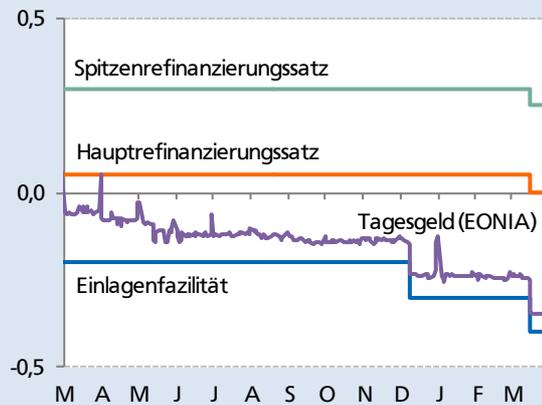
### Inflationsdruck im Währungsraum moderat

Der BVR Zins-Tacho ist ein Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos im europäischen Währungsraum. Aktuell weist der Tacho mit 47 von 100 möglichen Punkten einen moderaten Inflationsdruck für den Währungsraum aus. Weder ein erhöhtes Inflations- noch ein erhöhtes Deflationsrisiko sind zu erkennen. In diesem Jahr ist der Tacho allerdings schon um 3 Zähler zurückgegangen. Ausschlaggebend hierfür waren niedrigere Energiepreise und eine schwächere Konjunktur im Euroraum.

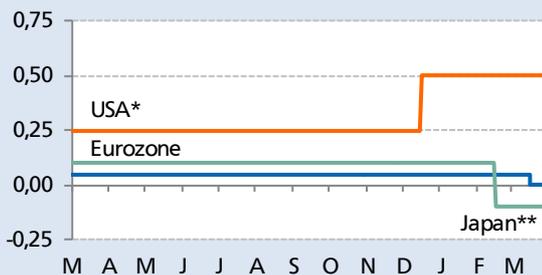
### Tagesgeldsatz fällt auf -0,35 %

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt sind im März zurückgegangen. Während sie am langen Ende der Zinsstrukturkurve leicht stiegen, fielen sie bei kürzeren Laufzeiten sichtbar. Die Steilheit der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt nahm dadurch im Monatsverlauf zu. Besonders deutlich fiel der Zinsrückgang beim Tagesgeldsatz aus. Im Zuge der Absenkung des Notenbankzinses auf Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB sank der Tagesgeldsatz um 12 Basispunkte und notierte Ende März bei -0,35 %. Der 3-Monats-Euribor fiel derweil um 4 Basispunkte auf -0,24 %. Der Zins für Jahresgelder verzeichnete hingegen einen Anstieg um 2 Basispunkte und lag zum Monatsende bei 0,0 %. Grund für den Anstieg waren höhere Zinserwartungen. Viele interpretierten die Aussagen des EZB-Präsidenten Mario Draghi dahingehend, dass die EZB ihr unteres Ende ihrer Zinspolitik gefunden habe.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**  
Zinssätze in %

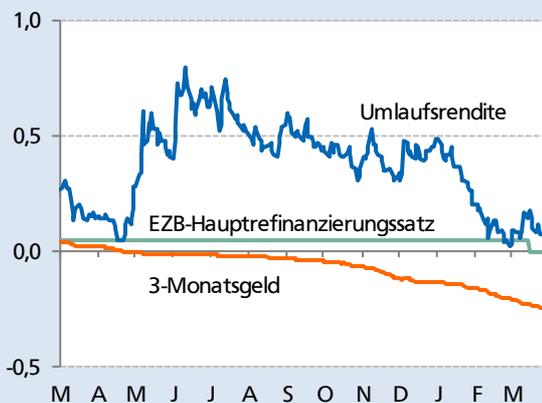


**Notenbankzinsen international**  
in %



\*Die Federal Reserve hat seit 16. 12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19. 12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Geld- und Kapitalmarkt**  
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rentenmarkt

### Renditeanstieg bei Bundesanleihen

Unterm Strich waren Bundesanleihen im März etwas weniger stark gefragt. Insbesondere in der ersten Monatshälfte fiel die Nachfrage nach besonders sicheren Staatspapieren schwach aus, wodurch es zu einem Anstieg der Renditen bei zehnjährigen Bundesanleihen um rund 21 Basispunkte kam. Höhere Konjunktur- und Zinserwartungen in den USA hatten das Interesse an US-Treasuries gedämpft. Bundesanleihen folgten diesem Trend. Erst zur Monatsmitte hin nahm die Nachfrage nach Bundesanleihen zu, wodurch es zu einer Gegenbewegung kam. Ausschlaggebend hierfür waren zunächst niedrigere Zinserwartungen aus den USA. Zwar beließ die US-Notenbank den Zinskorridor für den Fed Funds Satz wie erwartet bei 0,25 bis 0,5 %. Allerdings korrigierten die Mitglieder des geldpolitisch relevanten Offenmarktausschusses ihre Zinserwartungen für den Leitzins von durchschnittlich 1,375 % im Dezember auf 0,875 % nach unten. US-Treasuries waren im Zuge dessen deutlich stärker gefragt. Bundesanleihen konnten sich den Impulsen aus den USA erneut nicht entziehen. In der Vorosterwoche erhielten Bundesanleihen zusätzlich Auftrieb durch die gestiegene Unsicherheit im Zuge der Terroranschläge in Brüssel. Die Umlaufrendite lag am 29. März bei 0,05 % und damit 2 Basispunkte höher als zum Vormonatsultimo. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg im Monatsvergleich um 3 Basispunkte auf 0,14 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen lag im Vergleich zum Vormonatsultimo um 7 Basispunkte höher bei 1,81 %.

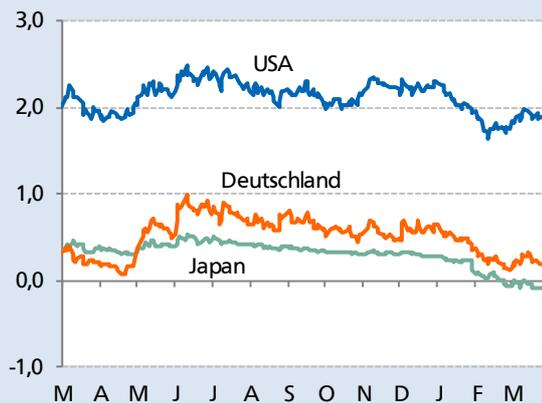
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



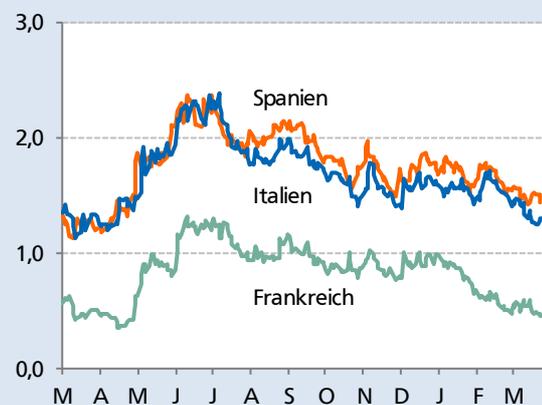
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



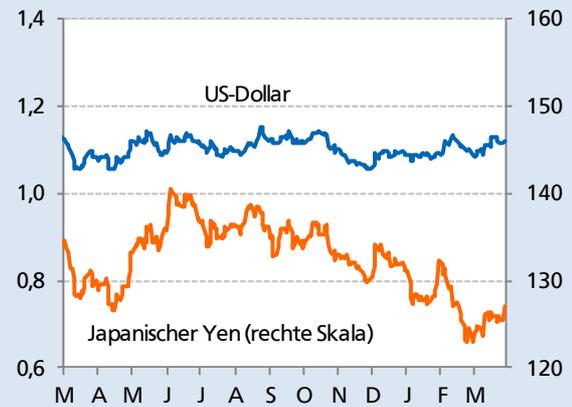
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Devisenmarkt

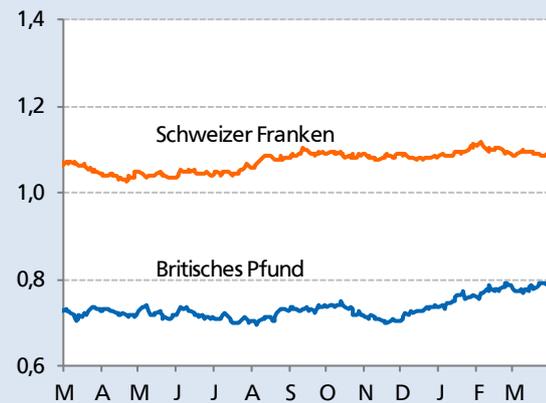
### Euro-Dollar Kurs legt zu

Der Euro-Dollar Kurs hat im März sichtbar gegenüber dem Greenback zulegen können. Zum Ende des Monats lag der Wechselkurs zum Greenback bei 1,12 US-Dollar und damit 3 US-Cent höher als Ende Februar. Zu Monatsbeginn hatten Spekulationen auf stärker divergierende Geldpolitiken in den USA und dem Euroraum den Wechselkurs zunächst gedrückt. Im weiteren Monatsverlauf kehrte sich die Stimmungslage allerdings um. Zunächst verhalf Mario Draghi mit seiner Aussage, vorerst sei mit keiner weiteren Zinssenkung zu rechnen, dem Euro zu einem kleinen Comeback. Im Vorfeld der EZB-Ratssitzung hatte der Euro noch Verluste hinnehmen müssen. Ein zweiter Impuls kam von Seiten der Fed zur Monatsmitte. Mit ihrer geldpolitischen Entscheidung und ihrem Zinsausblick schwächte sie den Greenback, wodurch der Euro gegenüber dem Dollar an Wert gewinnen konnte. Wie erwartet worden war, bestätigte die US-Notenbank ihren Ende 2015 begonnenen Zinsanhebungszyklus. Allerdings signalisierten die US-Notenbanker, dass sie ein langsames Straffungstempo in diesem Jahr verfolgen werden, als im Vorfeld erwartet worden war. Statt vier Zinsanhebungen dürfte es in 2016 wohl nur noch zwei Zinsschritte geben. Viele Händler passten ihre Erwartungen den geänderten Zinssichten an. Nach den Aussagen der führenden Notenbanker aus Europa und den USA im März dürfte das Auseinanderlaufen der Geldpolitiken dies- wie jenseits des Atlantiks etwas weniger stark ausfallen als erwartet worden war.

**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Auslandswährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro\***  
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt

### DAX legt zu

Der Deutsche Aktienindex (DAX) hat im März zulegen können. Grund waren in der ersten Monatshälfte zum einen anziehende Ölpreise und zum anderen neue Konjunkturstützen in China. So kündigte die chinesische Zentralbank an, den Banken mehr Spielraum bei der Kreditvergabe einzuräumen. Die Zentralbanker aus China erhoffen sich davon eine konjunkturelle Belebung. Darüber hinaus stützten die geldpolitische Entscheidung der EZB die Kurse. Im Gegensatz zum US-amerikanischen Aktienmarkt konnte der DAX aber nicht von der Sitzung des Offenmarktausschusses, auf der eine langsame Gangart im Zinserhöhungszyklus signalisiert worden war, profitieren. Der DAX gab im Nachgang zur geldpolitischen Entscheidung der US-Notenbank sogar einen Teil seiner Kursgewinne wieder ab. Viele Anleger sahen in dem Erstarren des Euro im Zuge deutlich weniger stark auseinanderlaufender Geldpolitiken dies- wie jenseits des Atlantiks eine Gefahr für die Euro-Wirtschaft. So könnte ein stärkerer Euro die Exportwirtschaft im Euroraum belasten und den Aufschwung im Währungsraum nachhaltig dämpfen. Am 29. März lag der DAX bei 9.887 Punkten. Das waren 4,1 % weniger als zum Vormonatsultimo. Der US-Leitindex legte im gleichen Zeitraum um 6,2 % zu und notierte zum Ende des Monats bei 17.535 Punkten.

**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktien im Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### BIP-Wachstum bestätigt

Die Statistiker von Eurostat haben inzwischen das zentrale Ergebnis ihrer ersten Schätzung zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums für das Jahresendquartal 2015 bestätigt. Den Angaben zufolge nahm das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu. Die Verlaufsrate blieb damit gegenüber dem dritten Quartal unverändert. Die Wachstumsimpulse gingen zum Jahresende vor allem von den Bruttoanlageinvestitionen aus, die um 1,3 % expandierten. Zudem trugen auch die privaten und staatlichen Konsumausgaben (+0,2 % bzw. +0,6 %) erneut zum BIP-Anstieg bei. Der Außenhandel hat jedoch das Wachstum vermindert, da die Importe (+0,9 %) deutlich stärker stiegen als die Exporte (+0,2 %). Für das erste Quartal lassen Konjunkturindikatoren wie der Wirtschaftsklimaindex eine Fortsetzung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums im Euroraum erwarten.

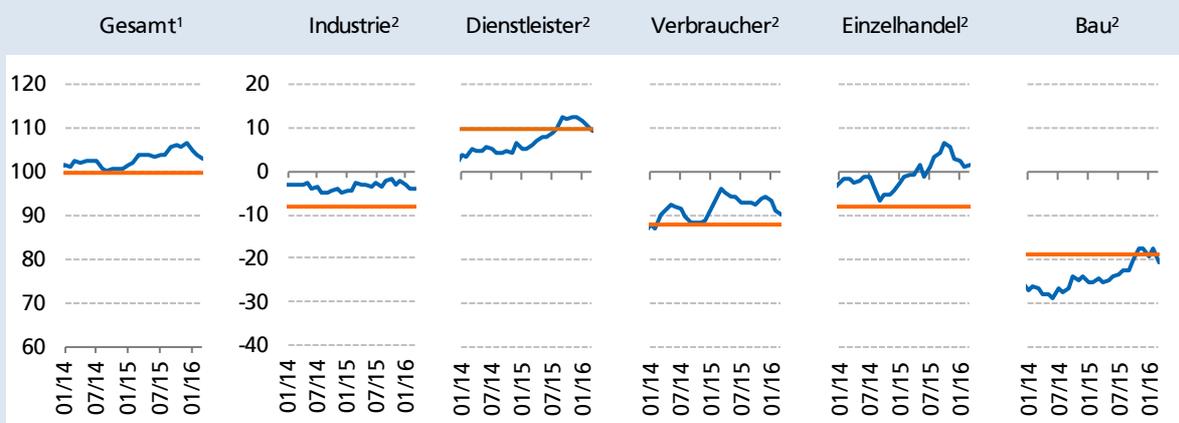
### Weitere Stimmungseintrübung

Angesichts der nach wie vor hohen Unsicherheit über die Entwicklung des Euroraums (Stichworte: Brexit-Debatte, Migrationsprobleme, Terroranschläge von Brüssel) hat sich die wirtschaftliche Stimmung weiter eingetrübt. Der von der EU-Kommission anhand einer monatlichen Umfrage unter Unternehmen und Verbrauchern ermittelte Wirtschaftsklimaindex ist im März gesunken. Er gab gegenüber dem Vormonat um 0,9 Punkte auf 103,0 Punkte nach. Der Indikator befindet sich damit aber weiterhin deutlich über seinem langfristigen Mittelwert von 100 Punkten. Besonders deutlich hat sich das Wirtschaftsklima im März bei den Bauunternehmen verschlechtert.

### Merklicher Produktionszuwachs

Zu Jahresbeginn haben die Industriebetriebe des Euroraums ihrer Produktion spürbar ausgeweitet.

**Wirtschaftsklima im Euroraum**



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

Nach vorläufigen Angaben von Eurostat legte die Erzeugung im Januar gegenüber dem Vormonat preis- und saisonbereinigt um 2,1 % zu, nachdem sie im Dezember noch um 0,5 % gesunken war. In naher Zukunft ist mit einer weiteren Erholung der Industriekonjunktur zu rechnen. Dies lässt zumindest der Order-Indikator erwarten, der im Februar zwar um 1,6 Punkte zurückging, sich mit -12,9 Punkten aber weiterhin über seinem langfristigen Mittelwert (-17,2 Punkte) befindet.

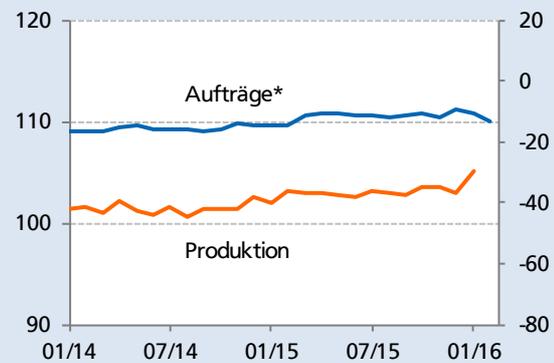
### Inflationsrate unter der Nulllinie

Die Inflationsrate des Euroraums ist im Februar erneut unter die Nullprozentmarke gesunken. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) fiel um 0,2 % unter seinem Vorjahresstand. Im Januar waren die Verbraucherpreise noch um 0,3 % gestiegen. Maßgeblich für den Rückgang der Gesamtrate waren in erster Linie die Energiepreise, die im Februar stärker nachgaben als zuvor (-8,1 % gegenüber -5,4 % im Vormonat). Die Erzeugerpreise sind jüngst, im Januar, um 2,9 % zurückgegangen.

### Arbeitsmarktlage entspannt sich weiter

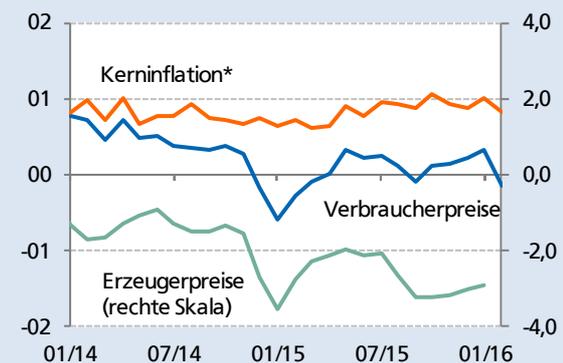
Im Januar ist die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums abermals gesunken. Sie fiel gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 10,3 %. Innerhalb des Währungsraums gibt es aber nach wie vor erhebliche Unterschiede. So ist die Arbeitslosenquote in Griechenland (24,6 %) in etwa sechs Mal so hoch wie in Deutschland (4,3 %).

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, 2010=100, saisonbereinigt



\*rechte Skala, Order-Indikator der EU-Kommission, Saldenwerte

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
Euroraum, in % gg. Vorjahr



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, in %, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

### Konjunkturforscher vermindern BIP-Prognosewerte

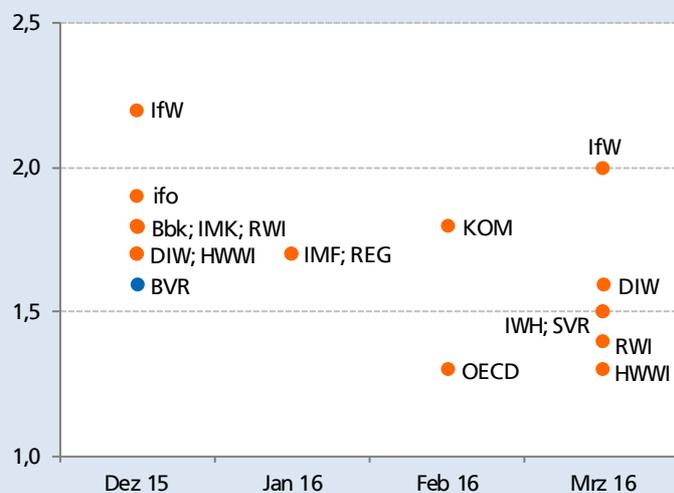
In den vergangenen Wochen haben viele Konjunkturexperten ihre Wachstumseinschätzungen für Deutschland und das Jahr 2016 vermindert. So rechnen beispielsweise die Fachleute des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) in ihrer neuen Frühjahrs-Konjunkturprognose damit, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands in diesem Jahr um 1,4 % steigen wird. Im Dezember hatten die RWI-Ökonomen noch einen Zuwachs um 1,8 % erwartet. Auch die Forscher des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) haben ihren Wachstumsausblick nach unten korrigiert. Sie verminderten ihren BIP-Prognosewert um 0,1 Prozentpunkte und rechnen aktuell – wie auch der BVR – mit einem Anstieg um 1,6 %. Begründet werden die Abwärtsrevisionen vor allem mit der verminderten Dynamik des Welthandels und den

allgemein gestiegenen Unsicherheiten, welche die Investitionstätigkeit dämpfen. Den Prognosen zufolge dürften die privaten Konsumausgaben aber eine stabile Säule der Konjunkturdynamik bleiben. Zudem werden von den staatlichen Mehrausgaben im Zuge der Flüchtlingsmigration merkliche Wachstumsimpulse erwartet.

### Industriedaten überwiegend günstig

Die monatlichen Daten zur Industriekonjunktur fielen zu Jahresbeginn überwiegend positiv aus. Zwar sank der preis-, kalender- und saisonbereinigte Auftragseingang im Januar gegenüber dem Vormonat leicht. Der Rückgang fiel mit 0,1 % jedoch nur geringfügig aus. Für den leichten Auftragsrückgang waren vor allem die Bestellungen aus dem Inland verantwortlich, die um 1,6 % nachgaben. Die Auslandorders (+1,0 %) nahmen hingegen zu, gestützt insbesondere durch einen merklichen Nachfragezuwachs aus dem Euroraum

**Konjunktur 2016 - Prognosen für Deutschland**  
Jahreswachstumsrate des BIP in %, preisbereinigt



Quelle: BVR

- Bbk - Deutsche Bundesbank
- DIW - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
- GD - Gemeinschaftsdiagnose (Frühjahrs- bzw. Herbstprognose)
- HWWI - Hamburger WeltWirtschaftsinstitut
- ifo - Institut für Wirtschaftsforschung, München
- IfW - Institut für Weltwirtschaft, Kiel
- IMF - Internationaler Währungsfonds
- IMK - Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Düsseldorf
- IW - Institut der deutschen Wirtschaft, Köln
- IWH - Institut für Wirtschaftsforschung, Halle
- KOM - Europäische Kommission
- OECD - Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
- REG - Bundesregierung
- RWI - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen
- SVR - Sachverständigenrat

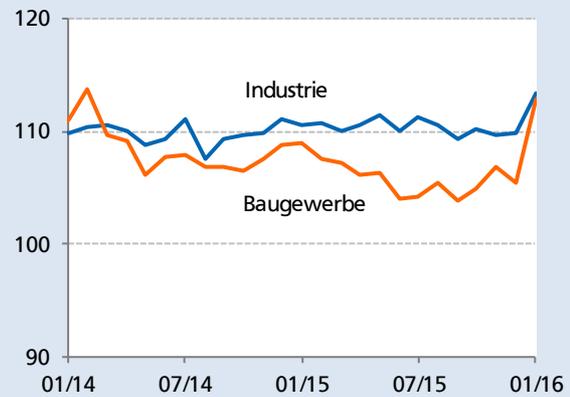
## Deutsche Konjunktur

(+7,5 %). Zudem war auch in dem für konjunkturelle Analyse Zwecke besser geeigneten Zweimonatsvergleich Oktober/November gegenüber Dezember/Januar ein Auftragsplus (+0,5 %) zu verzeichnen. Die Industrieproduktion ist im Januar um deutliche 3,2 % gestiegen, nachdem sie im Dezember lediglich geringfügig um 0,2 % zugelegt hatte. Positiv stimmt ferner, dass die Produktion zu Jahresbeginn auch im Baugewerbe (+7,0 %) spürbar ausgeweitet wurde. Vor dem Hintergrund der jüngsten Daten zur Industrieproduktion und zum industriellen Auftragseingang ist im laufenden ersten Quartal mit einer moderaten Erholung der Industriekonjunktur zu rechnen.

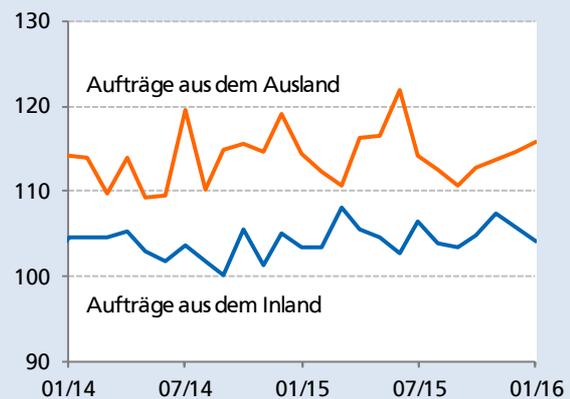
### Rückläufige Ausfuhren

Im Gegensatz zu den Industriedaten sind die jüngsten Angaben zum Außenhandel Deutschlands eher verhalten ausgefallen. Die Ausfuhren sind im Januar gegenüber dem Vorjahresmonat um 1,4 % gesunken. Maßgeblich hierfür war der Rückgang im Geschäft mit den Staaten außerhalb der EU (-5,0 %). Im Handel mit den EU-Staaten war hingegen ein leichter Zuwachs zu verzeichnen (+1,0 %). Die Einfuhren sind zuletzt etwas gestiegen. Sie legten im Vorjahresvergleich um 1,5 % zu, was als Indiz für die nach wie vor robuste Binnen nachfrage interpretiert werden kann. Das Muster rückläufiger Ausfuhren bei steigenden Einfuhren zeigt sich auch, wenn die Veränderungsraten zum Vormonat betrachtet werden. So gaben die Exporte kalender- und saisonbereinigt gegenüber Dezember um 0,5 % nach, während die Importe um 1,2 % stiegen.

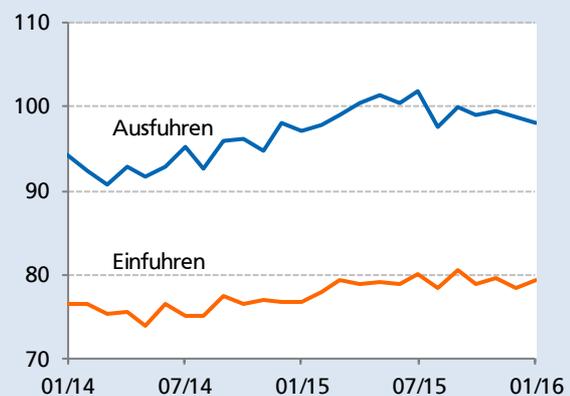
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Aufträge**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

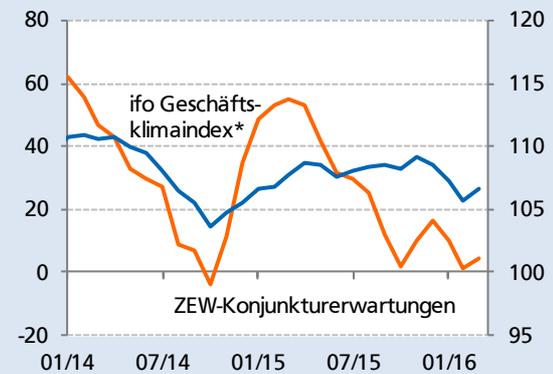
### Stimmung hellt sich etwas auf

Unternehmen und Finanzmarktexperten blicken den wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands wieder mit etwas mehr Optimismus entgegen. Der auf einer monatlichen Unternehmensumfrage basierende ifo Geschäftsklimaindex ist von 105,7 Punkten im Februar auf 106,7 Punkte im März gestiegen. Zuvor war der konjunkturelle Frühindikator noch drei Monate in Folge zurückgegangen. Neben den Geschäftserwartungen, die sich im Februar erheblich verschlechtert hatten, wurde auch die aktuelle Lage insgesamt besser beurteilt. Die auf einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen sind im März ebenfalls gestiegen. Sie legten gegenüber dem Vormonat um 3,3 Punkte auf 4,3 Punkte zu. Zur allgemeinen Stimmungsaufhellung dürften unter anderem die abermaligen geldpolitischen Lockerungen der EZB sowie positive Konjunkturdaten, wie der kräftige Anstieg der deutschen Industrieproduktion vom Januar, beigetragen haben. Die Folgen der jüngsten Terroranschläge von Brüssel fanden in den Indikatoren noch keinen Niederschlag, da die Umfragen vor den dramatischen Ereignissen durchgeführt wurden. Alles in allem legen die aktuellen Umfrageergebnisse nahe, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands nach einem günstigen Jahresauftakt im Sommerhalbjahr etwas an Schwung verlieren wird.

### Verbraucherpreise gestiegen

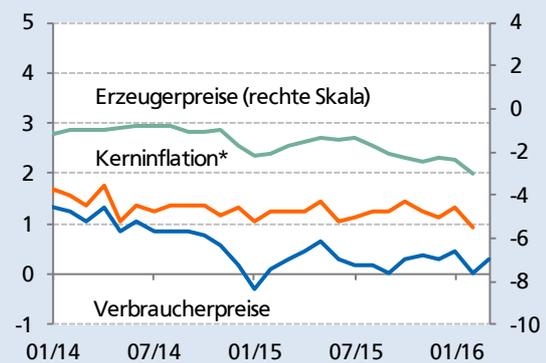
In Deutschland hat sich der Preisauftrieb auf der

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



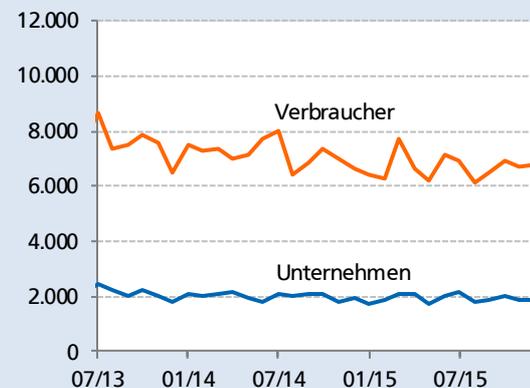
\*rechte Skala, 2010=100

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
gg. Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

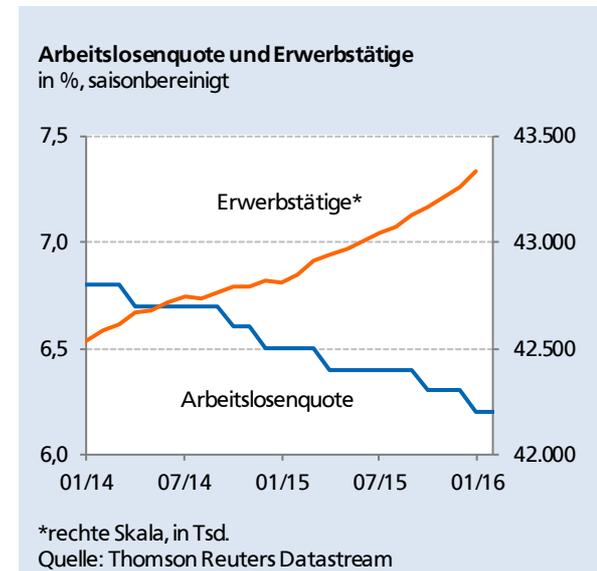
Verbraucherstufe leicht erhöht. Gemäß den heute veröffentlichten vorläufigen Angaben zum Verbraucherpreisindex (VPI) sind die Verbraucherpreise im März gegenüber dem Vorjahr um 0,3 % gestiegen. Im Februar hatte die Preisentwicklung noch stagniert (0,0 %). Ausschlaggebend für den Anstieg der Inflationsrate waren die Dienstleistungspreise, die stärker zulegten als zuvor. Auf der Erzeugerstufe lag die Preise jüngst, im Februar, um 3,0 % unter ihrem Vorjahresstand.

### 4,0 % weniger Firmenpleiten in 2015

Wie bereits zu Beginn dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft special“ erwähnt, hat sich der langjährige Abwärtstrend in den deutschen Insolvenzdaten im Jahr 2015 fortgesetzt. Von den Amtsgerichten wurden 23.123 Unternehmens- und 80.347 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber dem Vorjahr um 4,0 % gesunken; die Verbraucherinsolvenzen gaben um 6,9 % nach.

### Arbeitsmarktentwicklung weiter günstig

Am deutschen Arbeitsmarkt haben sich zuletzt die günstigen Grundtendenzen fortgesetzt. Gemäß der aktuellen Hochrechnung der Bundesagentur für Arbeit (BA) ist die Arbeitslosenzahl im Februar gegenüber dem Vormonat um 9.000 auf 2,911 Mio. Menschen gesunken. Zum Rückgang trug neben der robusten Konjunktur auch die vergleichsweise milde Witterung bei. Die Arbeitslosigkeit hat sich vor diesem Hintergrund



besser entwickelt als im Durchschnitt der vergangenen Jahre. In saisonbereinigter Rechnung ist die Arbeitslosenzahl um deutliche 10.000 Personen gesunken. Im Gegensatz zur Erwerbslosigkeit hat sich die Erwerbstätigkeit weiter erhöht. Die Erwerbstätigenzahl ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes jüngst, im Januar, gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 74.000 gestiegen. Im Vergleich zum Vorjahresmonat nahm sie um 517.000 auf 42,96 Mio. Menschen zu. Noch stärker fiel der Zuwachs in den aktuellen Angaben zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung aus. Die Beschäftigtenzahl ist im Dezember im Jahresvergleich um 780.000 auf 31,18 Mio. gestiegen. Zum Beschäftigungswachstum trug dabei insbesondere der Stellenaufbau in den Bereichen Pflege und Soziales, Handel und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen sowie Verkehr und Lagerei bei. Für die nächsten Monate lässt die weiterhin sehr hohe Arbeitskräftenachfrage eine Fortsetzung des Arbeitsmarktaufschwungs erwarten.