

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Unternehmensinsolvenzen dürften 2015 erneut zurückgehen

- Der langjährige Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen in Deutschland dürfte sich in 2015 fortsetzen. Schätzungen des BVR legen gegenüber dem Vorjahr einen Rückgang um 3,2 % auf rund 23.300 Fälle nahe. Diese Prognose beruht auf der Annahme, dass die preisbereinigte Wirtschaftsleistung Deutschlands um 1,7 % expandieren wird.
- Im Jahr 2014 war die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen gegenüber dem Vorjahr um 7,3 % auf 24.085 gesunken. Sie lag damit auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999.
- Derzeit tragen verschiedene Faktoren zur Entspannung des Insolvenzgeschehens bei. Neben der guten Konjunktur, den niedrigen Zinsen und der günstigen Entwicklung der Rohstoff- und Energiepreise sind auch strukturelle Gründe wie die tendenziell deutlich gestiegene Eigenkapitalausstattung der Unternehmen zu nennen. So zeigten in der Vergangenheit jene Bundesländer den stärksten Rückgang der Unternehmensinsolvenzen, deren Unternehmen besonders deutliche Fortschritte bei der Erhöhung der Eigenmittel erzielten.
- Das niedrige Insolvenzniveau ist ein Ausdruck des soliden Fundamentes der deutschen Wirtschaft. Die Bundesregierung ist gefordert dieses solide Fundament zu erhalten und wo nötig auszubauen. Nach dem Attentismus der Vergangenheit sollte daher deutlich mehr in den Verkehrs- und Bildungsbereich investiert werden.

---

## Meinung

---

### **Unternehmensinsolvenzen dürften 2015 erneut zurückgehen**

Das Insolvenzgeschehen hat sich in Deutschland im vergangenen Jahr weiter entspannt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden 2014 von den deutschen Amtsgerichten 24.085 Unternehmensinsolvenzen gemeldet. Dies waren 7,3 % weniger als im Vorjahr. Die Firmenpleiten sind damit bereits das fünfte Jahr in Folge gesunken. Sie befinden sich zudem auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der Insolvenzordnung (InsO) im Jahr 1999. Damals wurden 26.476 Fälle registriert.

In 2015 dürfte sich der Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen fortsetzen. Schätzungen des BVR legen einen Rückgang um 3,2 % auf rund 23.300 Fälle nahe. Diese Prognose beruht auf der Annahme, dass die preisbereinigte Wirtschaftsleistung Deutschlands um 1,7 % über das Vorjahresniveau steigen wird. Der BVR ist damit optimistischer als die Fachleute von Euler Hermes und Creditreform, die für 2015 einen leichten Anstieg der Unternehmensinsolvenzen erwarten.

Grundlage für die Insolvenzprognose des BVR ist ein einfaches Zeitreihenmodell, das den Zusammenhang zwischen der Veränderung der Insolvenzen und der Veränderung der Wirtschaftsleistung beschreibt. So zeigen die vierteljährlichen Veränderungsrate der Unternehmensinsolvenzen und die vierteljährlichen Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den vergangenen Jahren eine signifikant negative Korrelation (Abbildung 1). Für den Zeitraum von 2003 bis 2014

beträgt der Korrelationskoeffizient der beiden Reihen  $-0,62$ . Der Zusammenhang wird sogar noch enger, wenn die BIP-Reihe gegenüber der Insolvenzreihe um ein Quartal in die Zukunft verschoben wird (Korrelationskoeffizient:  $-0,67$ ). Gemessen an den BIP-Veränderungsraten hat die Konjunktur somit gegenüber den Unternehmensinsolvenzen einen leichten Vorlauf.

### **Entwicklung in 2014 günstiger als erwartet**

Das Zeitreihenmodell kann die Schwankungen der Unternehmensinsolvenzen aber nur bis zu einem gewissen Umfang beschreiben. Ein beachtlicher Anteil der Schwankungen wird nicht erklärt. Prognosefehler sind daher unvermeidlich, selbst wenn die künftige BIP-Entwicklung exakt antizipiert werden könnte. Dies zeigt sich auch in Hinblick auf die Entwicklung in 2014. Mit einer Jahresveränderungsrate von  $-7,3$  % fiel der Rückgang der Unternehmensinsolvenzen stärker aus als zu Jahresbeginn im Rahmen des „Volkswirtschaft special 2/2014“ vom BVR prognostiziert ( $-4,3$  %). Dabei ist das preisbereinigte BIP im Vorjahresvergleich mit  $1,6$  % etwas schwächer gestiegen als in der Prognose unterstellt ( $1,8$  %).

Maßgeblich für den im Vergleich zur Prognose geringeren BIP-Anstieg war das schwierige internationale Umfeld. Neben den Folgen der europäischen Staatsschuldenkrise, welche die Konjunktur bereits in den beiden Vorjahren merklich gedämpft hatten, belasteten 2014 auch die Auswirkungen geopolitischer Konflikte das Wirtschaftswachstum. Zum Jahresauftakt fiel der BIP-Zuwachs, durch das

## Meinung

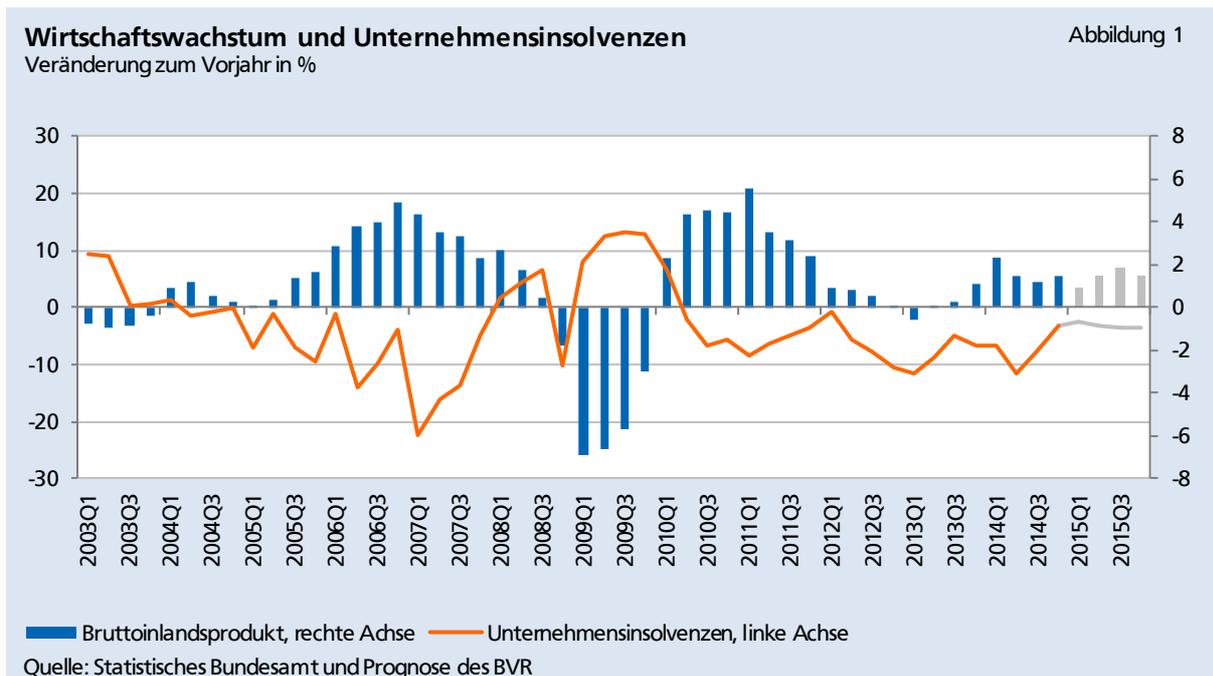
ungewöhnlich milde Winterwetter begünstigt, noch sehr hoch aus. Im Sommerhalbjahr ließ die Konjunkturendynamik aber spürbar nach. Die erhöhten Unsicherheiten angesichts der gewalttätigen Auseinandersetzungen in der Ostukraine, in Syrien und im Irak sowie die unerwartet schwach verlaufende wirtschaftliche Erholung im Euroraum ließen auf Jahressicht die Hoffnung auf eine kräftige Belebung der inländischen Investitionstätigkeit unerfüllt bleiben. Auch vom Außenhandel kamen insgesamt nur verhaltene Impulse. Die Konsumausgaben blieben aber eine verlässliche Stütze des gesamtwirtschaftlichen Wachstums.

### Insolvenzen durch verschiedene Faktoren beeinflusst

Die Abweichung zwischen der prognostizierten und der tatsächlich eingetretenen Jahresveränderungsrate der Insolvenzen in 2014 lässt einmal mehr erkennen, dass das Insolvenzgeschehen nicht

nur von der konjunkturellen Entwicklung getrieben ist. Zum unerwartet kräftigen Rückgang der Unternehmensinsolvenzen trugen offensichtlich auch andere Faktoren bei. So sind die Konditionen für die externe Unternehmensfinanzierung wegen der anhaltend niedrigen Zinsen weiterhin ausgesprochen günstig. Auch die Entwicklung der Rohstoff- und Energiepreise dürfte viele Unternehmen im vergangenen Jahr kostenseitig entlastet und damit ihre Krisenanfälligkeit vermindert haben.

Auf einige langfristig auf das Insolvenzgeschehen einwirkende Faktoren wurde bereits in der „Volkswirtschaft special Ausgabe 2/2014“ eingegangen. So hat sich im Zuge der Hartz-Reformen seit Mitte der 2000er Jahre die Arbeitsmarktlage in Deutschland strukturell deutlich verbessert, was tendenziell die Konsumfähigkeit der Privathaushalte erhöhte. Zudem ist der langjährige Abwärtstrend im Baugewerbe zur Mitte des vergangenen Jahrzehnts ausgelaufen. Vor diesem Hintergrund haben sich die



---

## Meinung

---

Insolvenzzahlen im konsumnahen Handel sowie im Baugewerbe merklich vermindert.

Ein weiterer struktureller Einflussfaktor für das Insolvenzgeschehen ist in der zunehmenden Eigenkapitalausstattung der Unternehmen zu sehen. Die deutschen Unternehmen haben ihre Eigenmittel seit Anfang der 2000er Jahre von der Tendenz her deutlich erhöht und sind daher im Allgemeinen krisenfester geworden. Dies signalisieren zumindest die einschlägigen Auswertungen von Jahresabschlussdaten. Gemäß der aktuellen Gemeinschaftsstudie „Mittelstand im Mittelpunkt“ des BVR, der DZ BANK und der WGZ BANK vom Herbst 2014 ist die durchschnittliche Eigenkapitalquote der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken von 7,5 % in 2001 auf jüngst 27,8 % in 2013 gestiegen. Vergleichbare Studien der Deutschen Bundesbank und des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands liefern ähnliche Resultate.

Dass die Eigenkapitalausstattung langfristig einen gewissen Einfluss auf das Insolvenzgeschehen hat, lässt sich anhand eines Vergleichs auf der Ebene der Bundesländer verdeutlichen (Abbildung 2). Dabei zeigt sich approximativ ein linearer Zusammenhang zwischen den Veränderungen der durchschnittlichen Eigenkapitalquoten der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken und den Veränderungen der amtlichen Insolvenzzahlen. Deutschlandweit ist die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen seit ihrem Höchststand im Jahr 2003 (39.320 Fälle) bis zuletzt, im Jahr 2014, um 38,7 % zurückgegangen. Die durch-

schnittliche Eigenkapitalquote der genossenschaftlichen Firmenkunden ist in bundesweiter Betrachtung seit 2003 um 13,4 Prozentpunkte gestiegen. Als Vergleichswert für den letzten Stand der Eigenkapitalquote wird hier die Quote des Jahres 2012 verwendet, da für das Jahr 2014 noch keine Jahresabschlüsse vorliegen und momentan die Anzahl der für das Jahr 2013 verfügbaren Daten noch keine belastbaren Aussagen für alle Bundesländer erlaubt.

Im Vergleich der Bundesländer erzielten die Unternehmen in Thüringen den deutlichsten Fortschritt bei der Erhöhung der Eigenkapitalausstattung. Die mittlere Eigenkapitalquote der thüringischen Firmenkunden ist seit 2003 um 19,9 Prozentpunkte auf 28,7 % gestiegen. Sehr kräftig fiel der Eigenkapitalzuwachs mit 17,8 bzw. 16,6 Prozentpunkten zudem bei den Unternehmen in Mecklenburg-Vorpommern und in Sachsen-Anhalt aus. Die Anzahl der Insolvenzfälle zeigt in Mecklenburg-Vorpommern den stärksten Rückgang (-72,2 %), gefolgt von Sachsen-Anhalt (-68,2 %) und Thüringen (-57,6 %). Am anderen Ende der Verteilung liegen die beiden Stadtstaaten Hamburg und Bremen. In Bremen ist die Zahl der Firmenpleiten lediglich um 8,1 % gesunken; in Hamburg legte sie sogar – entgegen dem allgemeinen Trend – leicht um 2,5 % zu. Die Unternehmen in Hamburg weisen unter allen Bundesländern den geringsten Anstieg der durchschnittlichen Eigenkapitalquote auf (+5,6 Prozentpunkte). Hierbei ist allerdings anzumerken, dass die Hamburgischen Firmenkunden im Bezugsjahr 2003 bereits eine vergleichsweise hohe Quote von 17,3 % hatten.

## Meinung

### Insolvenzzahl dürfte 2015 weiter nachgeben

In diesem Jahr ist mit einer Fortsetzung des Abwärtstrends bei den Unternehmensinsolvenzen zu rechnen. Die Entwicklung dürfte dabei auch durch das konjunkturelle Umfeld gestützt werden, das sich seit Ende 2014 merklich aufgehellt hat. So tendieren wichtige Frühindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands und der Industrie-Auftragseingang bereits seit einigen Monaten aufwärts.

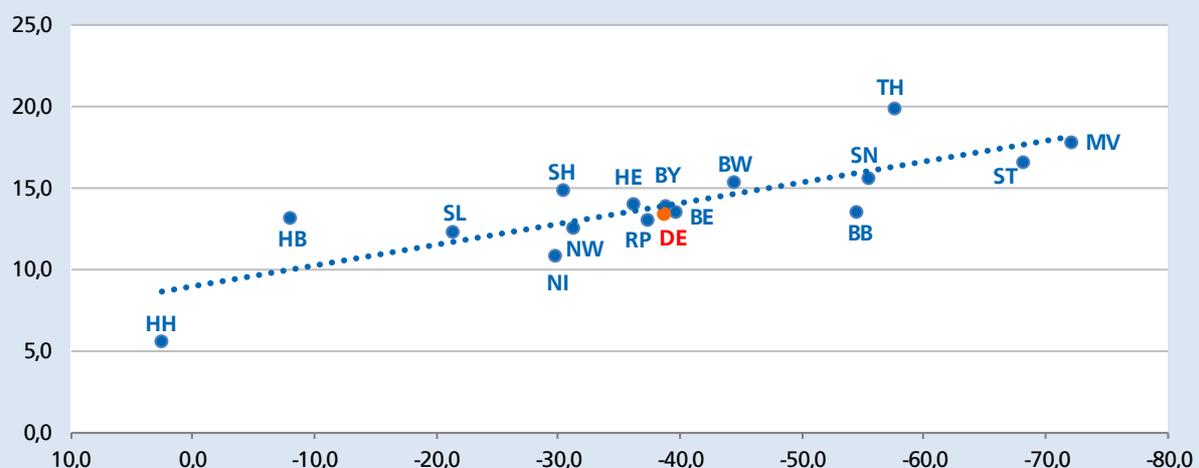
Die Wirtschaftsleistung ist nach dem schwachen Sommerhalbjahr bereits im vierten Quartal 2014 wieder merklich gestiegen. Das BIP expandierte in preis-, saison- und kalenderbereinigter Rechnung gegenüber dem Vorquartal um kräftige 0,7 %. Zudem lassen jüngste Schätzungen des BVR für das laufende erste Quartal 2015 ebenfalls einen merklichen BIP-Anstieg mit einer Verlaufsrate von 0,3 % erwarten. Für das gesamte Jahr 2015 wird ein

preisbereinigtes Wirtschaftswachstum von 1,7 % prognostiziert.

Die privaten Konsumausgaben dürften in diesem Jahr stärker noch als im Vorjahr zulegen und weiterhin die wichtigste Triebfeder der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sein. Sie werden durch die nach wie vor günstige Arbeitsmarktentwicklung und die tendenziell deutlich steigenden Verdienste befördert. Zudem wird der Privatkonsum vom kräftig gesunkenen Ölpreis angeregt, der wie ein kleines Konjunkturprogramm wirkt. Ferner ist unter der Annahme, dass die Unsicherheit über die Entwicklung des Euroraums und der Welt allmählich zurückgeht, mit einem moderaten Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen. Auch von den Bauinvestitionen dürften Wachstumsimpulse ausgehen. Das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft wird 2015 im Zuge der allgemein erwarteten weltwirtschaftlichen Belebung und des niedrigen Euro-Wechselkurses stärker expandieren als im

**Eigenkapitalausstattung und Unternehmensinsolvenzen**

Abbildung 2



X-Achse: Veränderung der Insolvenzzahl (2003-2014, in %)

Y-Achse: Veränderung der Eigenkapitalquote (2003-2012, in Prozentpunkten)

Quelle: Statistisches Bundesamt und Jahresabschlussdaten-Auswertung des BVR

---

## Meinung

---

vergangenen Jahr. Angesichts der robusten Binnennachfrage ist jedoch auch mit einem dynamischeren Anstieg der Importe zu rechnen. Der Außenhandel dürfte daher weiterhin insgesamt nur wenig zum Anstieg des BIP beitragen.

Auf Basis dieser Wachstumsprognose dürfte die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in 2015 auf etwa 23.300 Fälle zurückgehen. Einschränkend ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Wirkung der möglicherweise weiter zunehmenden Eigenkapitalausstattung aus Datengründen hier nur unzureichend berücksichtigt werden kann. So liegen die Jahresabschlussdaten der Unternehmen lediglich in jährlicher Frequenz vor und können daher nicht ohne weiteres in das auf Quartalsdaten beruhende Prognosemodell integriert werden. Darüber hinaus liegen die Eigenkapitalquoten nur mit einer beträchtlichen Zeitverzögerung vor.

### **Solide Rahmenbedingungen weiterhin nötig**

Die deutsche Wirtschaft befindet sich derzeit in einer vergleichsweise guten Situation. Seit dem Jahresende 2014 hat die Konjunktur wieder an Fahrt aufgenommen und am Arbeitsmarkt setzt sich der Beschäftigungsaufbau fort. Zudem befinden sich die Unternehmen vielfach in einer soliden Finanzlage. Diese Entwicklung lässt sich aber nicht beliebig lang in die Zukunft fortschreiben. So ist absehbar, dass auf dem aktuellen Aufschwung früher oder später wieder ein Abschwung folgen wird, der – je nachdem wie stark er ausfällt – mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen einhergehen könnte.

Dem Rückgang der Insolvenzen sind ohnehin natürliche Grenzen gesetzt. Selbst unter den aktuell günstigen Rahmenbedingungen scheiden Unternehmen aus dem Markt aus. Der Austritt bestehender Unternehmen und Eintritt neuer Unternehmen ist in Marktwirtschaften ein notwendiger Prozess des wirtschaftlichen Wandels. Das Insolvenzgeschehen wird daher wohl nie zum Stillstand kommen.

Das niedrige Insolvenzniveau ist ein Ausdruck des soliden Fundamentes der deutschen Wirtschaft. Die Bundesregierung ist gefordert dieses solide Fundament zu erhalten und wo nötig auszubauen. Eine entscheidende Voraussetzung für künftiges Wachstum ist eine moderne und leistungsfähige öffentliche Infrastruktur. Seit dem Jahr 2003 waren die staatlichen Nettoinvestitionen fast durchgängig negativ, sodass der öffentliche Kapitalstock im Trend gesunken ist. Nach dem Attentismus der Vergangenheit sollte daher deutlich mehr in den Verkehrs- und Bildungsbereich investiert werden. Die jüngst in der mittelfristigen Finanzplanung der Bundesregierung angekündigte Aufstockung der öffentlichen Investitionen um 10 Mrd. Euro bis zum Jahr 2018 und der im März dieses Jahres beschlossene Sonder-Investitionsfonds für die Kommunen in Höhe von 3,5 Mrd. Euro sind als Schritte in die richtige Richtung zu begrüßen, aber von ihrem Volumen her noch nicht ausreichend.

### Autor:

Dr. Gerit Vogt

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

## Geldmenge

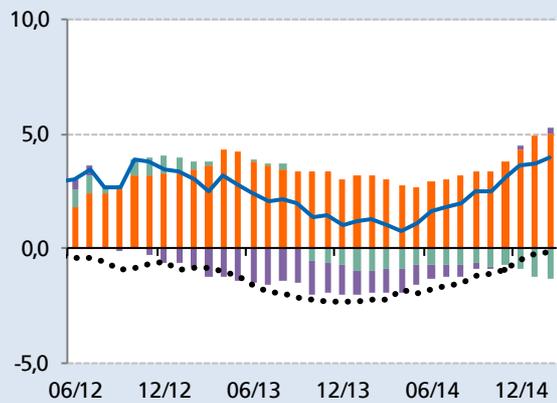
### Kreditbestand knapp unter Vorjahresniveau

Die Kreditvergabe im Euroraum erholt sich. Nach einer langen Phase der Kontraktion schwächt sich der Sinkflug der Kreditbestände am aktuellen Rand zunehmend ab. Zwar lag die Summe der Darlehen der Banken an den Privaten Sektor des Euroraums im Februar immer noch unter ihrem Vorjahreswert. Mit -0,1 % fiel die Jahreswachstumsrate der Kreditsumme allerdings ausgesprochen gering aus. Im Januar und Dezember hatte die Jahreswachstumsrate noch bei -0,2 bzw. -0,5 % gelegen. Besonders erfreulich entwickelte sich im Februar die Unternehmenskreditvergabe. Im Monatsvergleich stieg die Kreditvergabe an Unternehmen um 8 Mrd. Euro. Die Kreditvergabe an private Haushalte legte im Februar um 1 Mrd. Euro zu.

### Geldmengenwachstum bei 4,0 %

Das Geldmengenwachstum im Euroraum beschleunigt sich. Nach den aktuellen Zahlen der EZB lag das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 im Februar saisonbereinigt bei 4,0 %. Im Januar hatte die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 noch bei 3,7 % gelegen. Getragen wird das Wachstum vor allem von der besonders liquiden Geldmenge M1. Im Februar lag deren Wachstumsbeitrag bei 5,0 Prozentpunkten nach 4,9 Prozentpunkten im Januar. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,3 Prozentpunkten etwas schwächer aus als im Januar (-1,2 Prozentpunkte). Der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente legte hingegen von 0,0 auf 0,3 Prozentpunkte zu.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



■ Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)  
■ Termin- und Spareinlagen (M2-M1)  
■ Bargeld und Sichteinlagen (M1)  
— M3 insgesamt  
●●●● Kredite an Privatsektor

Quelle: Datastream, Berechnungen des BVR

### EZB beginnt mit Anleihekauf

Es ist Tradition bei der Europäischen Zentralbank (EZB), dass sie ihre geldpolitische Ratssitzung alle sechs Monate nicht in Frankfurt sondern in einem Mitgliedsland des Euroraums abhält. Am 5. März dieses Jahres war es wieder soweit. Den EZB-Rat verschlug es dabei in die Hauptstadt Zyperns nach Nikosia. Viel Neues beschlossen die europäischen Notenbanker auf der Ratssitzung nicht. So blieben die Leitzinsen für den europäischen Währungsraum unverändert auf ihren sehr niedrigen Niveaus. Der Präsident der EZB, Mario Draghi, nutzte allerdings die Pressekonferenz im Anschluss zur EZB-Ratssitzung, um weitere Details zu dem im Januar angekündigten Wertpapier-Ankaufprogramm bekannt zu geben. So kündigte der EZB-Präsident

## Geldpolitik und Geldmarkt

den 9. März als Starttermin des neuen Ankaufprogrammes an. Der EZB-Präsident erklärte zudem, dass auch Anleihen mit einer negativen Rendite in das Aufkaufportfolio der Notenbanken fallen.

Die europäischen Notenbanker erhoffen sich von dem umfangreichen Aufkaufprogramm, die momentan niedrigen Inflationsraten wieder in die Nähe des mittelfristigen Inflationsziels von knapp 2 % zu heben. Nach Einschätzung des EZB-Präsidenten Draghi hätten sich die geldpolitischen Maßnahmen bereits stabilisierend auf die Wirtschaftsentwicklung und die Inflationserwartungen ausgewirkt. Die Reaktionen an den Finanzmärkten auf die umfangreichen Anleihekäufe fielen indes größer aus, als im Vorfeld von den europäischen Notenbankern erwartet worden war.

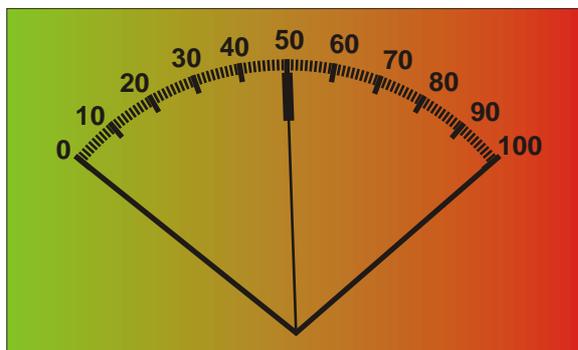
Der EZB-Rat präsentierte in Nikosia zudem die neuen vierteljährlichen makroökonomischen Pro-

jektionen der EZB-Volkswirte. Diese gehen aktuell für den Euroraum von einem Anstieg der Inflationsrate von 0,0 % im laufenden Jahr auf 1,5 % in 2016 und 1,8 % in 2017 aus. Gegenüber Dezember 2014 hat die EZB damit ihren Prognosewert für 2015 etwas vermindert und den Wert für das kommende Jahr leicht erhöht. Die Einschätzungen zum Wirtschaftswachstum wurden hingegen für beide Jahre nach oben revidiert. Angesichts des gefallen Ölpreises sowie des niedrigen Euro-Wechselkurses und der geldpolitischen Lockerung wird von der EZB eine Wachstumsbeschleunigung von 1,5 % in 2015 auf 1,9 % in 2016 und 2,1 % in 2017 prognostiziert.

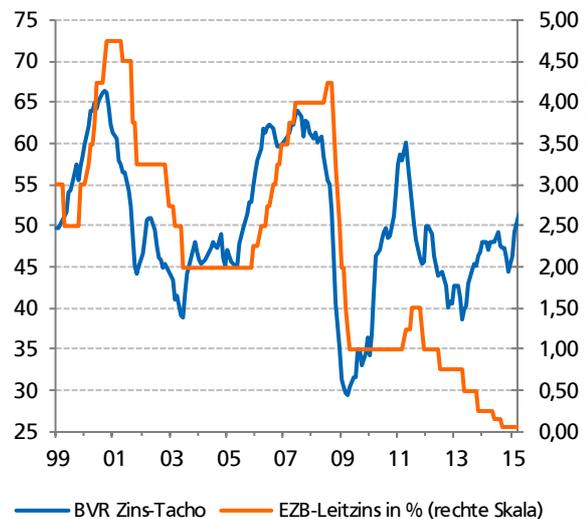
### Moderates Preisklima im Euroraum

Der **BVR Zins-Tacho** signalisiert aktuell ein ausgewogenes Verbraucherpreisklima für den Euroraum. Nachdem das Barometer zur Messung des mittel-

**BVR Zins-Tacho**



	Jan 15	Feb 15	Mrz 15
BVR Zins-Tacho	46	49	50
Konjunktur (50 %)	51	52	54
Preise/Kosten (40 %)	42	47	47
Liquidität (10 %)	43	44	43



Der BVR Zinstacho 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

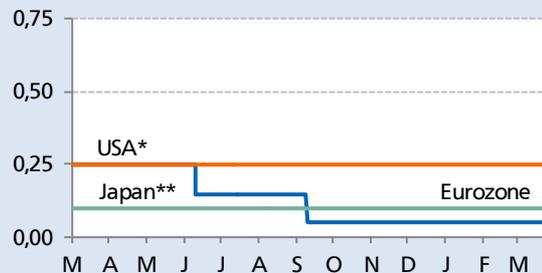
## Geldpolitik und Geldmarkt

fristigen Inflationsrisikos im Währungsraum in der zweiten Jahreshälfte 2014 im Zuge einer nachlassenden Konjunktur und sinkender Ölpreise leicht zurückgegangen war, folgt der Tacho seit Jahresbeginn einem aufwärts gerichteten Trend. Mit 50,2 Punkten befindet sich das Barometer aber weiterhin auf einem ausgesprochen moderaten Niveau. Der jüngste Anstieg ist in erster Linie auf bessere Konjunkturdaten, höhere Lohnstückkosten und dem nachlassenden Außenwert des Euro zurückzuführen.

### Geldmarktzinsen rückläufig

Die Zinsen für Termingeschäfte haben sich im März auf bereits rekordniedrigem Niveau noch einmal leicht abwärts bewegt. Ausschlaggebend für diese Entwicklung dürfte das neue Anleiheaufkaufprogramm der EZB gewesen sein, das in der zweiten Märzwoche startete. Über den Ankauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren pumpen die EZB und die nationalen Notenbanken zusätzliche Liquidität in Milliardenhöhe in die Wirtschaft des Euroraums. Vor diesem Hintergrund fiel der 3-Monats-Euribor im März um 2 Basispunkte. Am Mittwoch, dem 25. März, lag dieser bei 0,02 %. Der Zins für Dreimonatsgelder könnte im Zuge der extrem lockeren Geldpolitik in den kommenden Monaten durchaus unter die Nullzinsgrenze rutschen. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder fiel im gleichen Zeitraum um 4 Basispunkte auf 0,20 %.

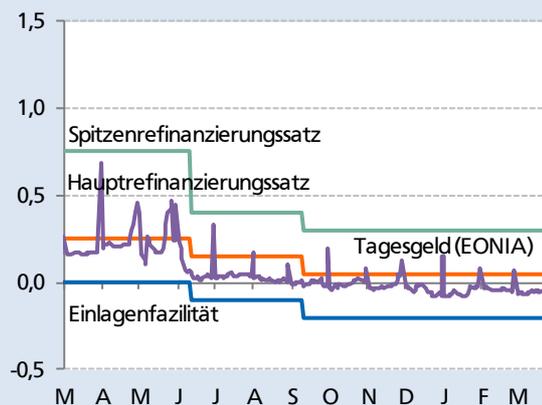
**Notenbankzinsen international**  
in %



\*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.

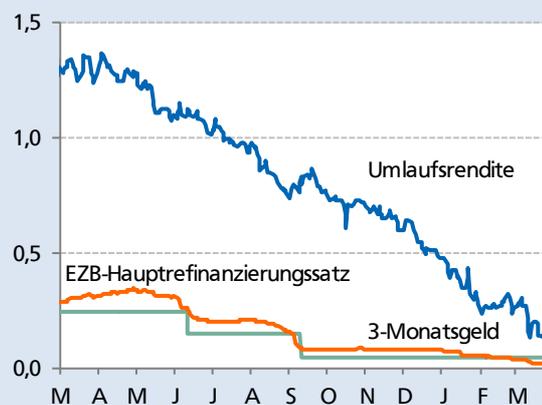
**Wichtige Zinsen im Euroraum**

Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**

Zinssätze in %



Quelle: Datastream

## Rentenmarkt

### Bundesanleiherenditen rückläufig

Das Anleiheaufkaufprogramm hat auf dem europäischen Rentenmarkt deutliche Spuren hinterlassen. Unmittelbar nach dem Start der Anleihekäufe sanken bei fast allen Staatsanleihen aus der Eurozone die Renditen sichtbar. In den ersten Tagen des EZB-Programms reagierten insbesondere deutsche, französische aber auch italienische Staatspapiere sensibel auf die Aktivitäten der EZB und nationalen Notenbanken. Griechische und zyprische Staatspapiere konnten sich dem Trend fallender Renditen nicht anschließen. Aufgrund ihrer unzureichenden Bonität als Schuldner und nicht final genehmigter Reformprogramme gehören Staatspapiere dieser beiden Staaten aktuell nicht zum Aufkaufportfolio der europäischen Notenbank. Im weiteren Monatsverlauf schwächte sich der Trend fallender Renditen aber ab. Dabei kam es bei Staatspapieren einiger Euro-Staaten sogar zu deutlichen Gegenbewegungen. Bundesanleihen hielten aber ihren Kurs. Ausschlaggebend hierfür war die gestiegene Unsicherheit über den weiteren Verbleib Griechenlands in der Währungsunion und der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines griechischen Staatsbankrotts. Der Ton zwischen der Euro-Gruppe und der neuen griechischen Regierung hatte sich im Laufe des Monats spürbar verschärft. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im März um 10 Basispunkte auf ein neues Allzeittief von 0,16 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 25. März mit 0,22 % rund 10 Basispunkte unter ihrem Vormonatswert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank um 7 Basispunkt auf 1,93 %.

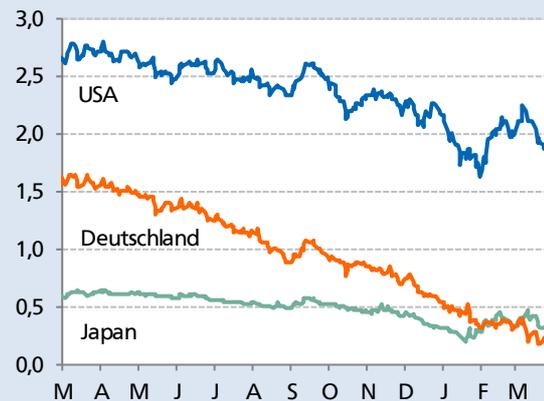
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



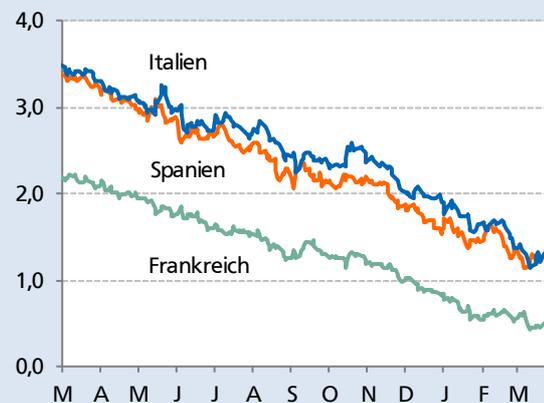
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Datastream

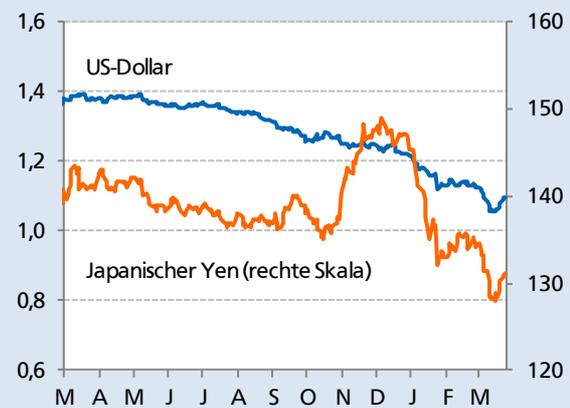
## Devisenmarkt

### Bodenbildung beim Euro

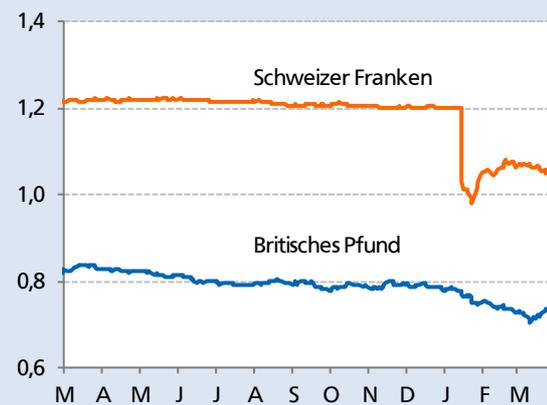
Der Euro-Dollar Kurs hat im März weiter gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Gleichwohl stabilisierte sich der Euro-Dollar Kurs zum Ende des Monats. In der ersten Monathälfte fiel der Wertverlust noch deutlich aus. Ausschlaggebend waren der Beginn des Anleiheaufkaufprogramms der EZB sowie die zunehmende Furcht an den Finanzmärkten vor dem sogenannten „Graccident“, d.h. einem unkontrollierten Austritt Griechenlands aus dem Euroraum. Vor diesem Hintergrund nahm der Euro in der ersten Monathälfte weiter Kurs auf die Parität zum US-Dollar. Mitte März lag der Euro-Dollar Kurs bei rund 1,06 US-Dollar.

In der zweiten Monathälfte konnte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar besser behaupten. Eine besondere Rolle spielte hierbei die Fed, die nach der Sitzung des Offenmarktausschusses zwar ihre Entschlossenheit zur Durchführung der Zinswende in diesem Jahr unterstrich. Allerdings dürfte sie die geldpolitische Straffung doch etwas behutsamer angehen, als im Vorfeld an den Finanzmärkten erwartet worden war. Einen Hinweis lieferte die Zinsprojektion der US-Notenbanker. So schraubten die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve ihre Erwartungen für den zukünftigen US-Schlüsselzins leicht zurück. Darüber hinaus profitierte der Euro von einem sich bessernden Konjunkturausblick im Euroraum. Nach den Zahlen der EZB lag der Euro-Dollar Kurs am 25. März bei 1,09 US-Dollar. Das waren 2,5 US-Cent weniger als Ende Februar.

**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: Datastream

## Aktienmarkt

### DAX markiert neue Allzeithochs

Die Aktienmärkte in Europa freuen sich über die großzügigen Liquiditätsspritzen der EZB und den im Zuge der losen Geldpolitik immer schwächer werdenden Außenwert des Euro. Viele Anleger gehen mittlerweile davon aus, dass der Euro in den kommenden Monaten sogar unterhalb der Parität zum Dollar notieren wird. Dies dürfte die Gewinne der Exportindustrie in Europa stützen und das Wirtschaftswachstum weiter ankurbeln. Die makroökonomischen Zahlen für den Euroraum und Deutschland zeigen einen immer freundlicher werdenden Konjunkturausblick für den Währungsraum. Vor diesem Hintergrund setzte der DAX seinen Anstieg fort und erklimmte dabei neue Allzeithochs.

In der zweiten Monatshälfte gelang es dem DAX sogar, sich vorübergehend oberhalb der 12.000er Marke zu etablieren. Zum Ende des Monats musste sich der DAX allerdings im Kampf um die 12.000er Marke vorerst geschlagen geben. Gewinnmitnahmen aber auch der Konflikt Griechenlands mit seinen europäischen Partnern bremsten den DAX ein ums andere Mal auf hohem Niveau aus. Gleichwohl war die Monatsbilanz überaus positiv. Der Deutsche Aktienindex lag am 25. März bei 11.865 Punkten. Das waren 4,1 % mehr als am Vormonatsultimo. Der Dow Jones präsentierte sich nicht so stark. Hier bremsten moderate Konjunkturzahlen und die Aussicht auf eine weniger expansive Geldpolitik die Kauflaune. Im Vergleich zum Vormonatsultimo sank der US-Index um 2,3 % auf 17.719 Punkte.



## Eurokonjunktur

### Wachstum dürfte sich fortsetzen

Im zu Ende gehenden ersten Quartal dürfte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums erneut expandieren. Das Wirtschaftswachstum wird dabei unter anderem durch den gesunkenen Ölpreis befördert, der die Unternehmen und Verbraucher von der Kostenseite her entlastet. Zudem wird die Exportwirtschaft durch den gesunkenen Euro-Wechselkurs stimuliert.

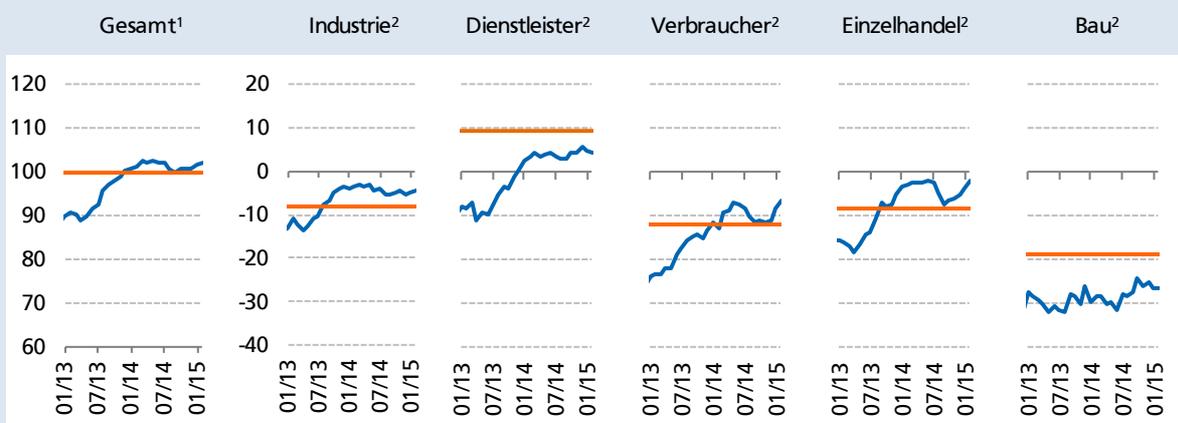
Zuletzt, im vierten Quartal 2014, war das BIP nach inzwischen bestätigten amtlichen Angaben gegenüber dem Vorquartal preis- und saisonbereinigt um 0,3 % gestiegen. Der Zuwachs fiel damit etwas stärker aus als im dritten Quartal (+0,2 %). Zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum im Jahresendquartal trug sowohl die Binnennachfrage als auch der Außenhandel bei. So wurden die privaten und staatlichen Konsumausgaben merklich ausgeweitet

(+0,4 % und +0,2 %). Auch die Anlageinvestitionen wurden erhöht (+0,4 %). Die Vorratsveränderungen haben jedoch den BIP-Anstieg um 0,2 Prozentpunkte vermindert. In Hinblick auf den Außenhandel legten die Exporte (+0,8 %) deutlich stärker zu als die Importe (+0,4 %).

### Weitere Stimmungsverbesserung

Im Februar ist der von der EU-Kommission ermittelte Wirtschaftsklimaindex gegenüber dem Vormonat um 0,7 Punkte auf 102,1 Punkte gestiegen. Ausschlaggebend für den nunmehr zweiten Anstieg des Stimmungsindikators in Folge war eine abermalige Klimaverbesserung bei den Verbrauchern und bei den Einzelhandelsunternehmen. In der Industrie, im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Handel) hat sich das Wirtschaftsklima hingegen kaum verändert.

#### 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: Datastream

## Eurokonjunktur

### Verhaltene Industriedaten

Die Industriebetriebe des Euroraums mussten zuletzt beim Auftragseingang und der Produktion einen leichten Dämpfer hinnehmen. Wie Eurostat mitteilte, ist die preis- und saisonbereinigte **Industrieproduktion** im Januar gegenüber dem Vormonat um geringfügige 0,1 % zurückgegangen. Zuvor war der Ausstoß allerdings vier Monate in Folge gestiegen. Der **Order-Indikator** der EU-Kommission, der die Entwicklung des industriellen Auftragseingangs beschreibt, ist jüngst von -14,8 % im Januar auf -15,1 % im Februar gesunken.

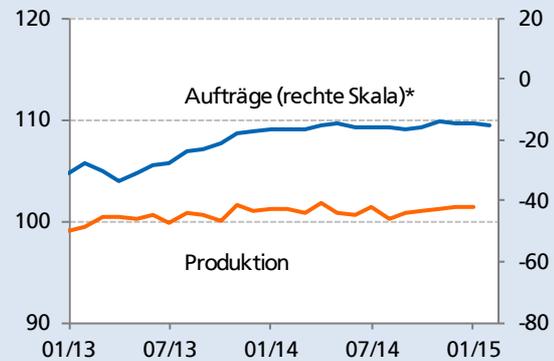
### Preisverfall lässt nach

Bei der Inflationsrate des Euroraums gibt es erste Hinweise, die auf ein Ende des langwierigen Abwärtstrends deuten. So lag der Harmonisierte **Verbraucherpreisindex (HVPI)** im Februar um 0,3 % unter seinem Vorjahresstand, nachdem er im Januar noch um 0,6 % gesunken war. Zum leichten Anstieg der Inflationsrate trugen in erster Linie die Energiepreise bei, die im Februar weniger stark nachgaben (-7,9 %) als zuvor (-9,3 %). Die **Erzeugerpreise** gewerblicher Produkte sind jüngst, im Januar, um -3,4 % zurückgegangen.

### Arbeitslosenquote bei 11,2 %

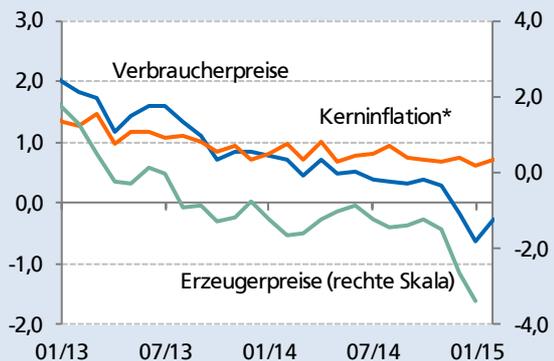
Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage weiter entspannt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums ist zuletzt von 11,3 % im Dezember auf 11,2 % im Januar gesunken. Sie befindet sich damit auf dem niedrigsten Stand seit April 2012.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



\*Order-Indikator der EU-Kommission

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



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

## Deutsche Konjunktur

### BVR hebt Wachstumsprognose an

Vor dem Hintergrund des andauernd niedrigen Niveaus des Ölpreises und Euro-Wechselkurses sowie des unerwartet dynamischen Jahresendquartals 2014 hat der BVR seine Prognose zum preisbereinigten Wirtschaftswachstum Deutschlands von 1,3 % im Dezember auf aktuell 1,7 % angehoben. Der kräftige Anstieg des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsproduktes (BIP) um 0,7 % im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal hat dazu geführt, dass die Wirtschaftsleistung mit einem höheren Überhang in das Jahr 2015 gestartet ist (0,5 %) als zuvor erwartet worden war (0,1 %). Zudem legt der weitere Anstieg von Stimmungsindikatoren und der aufwärtsgeigte Industrie-Auftragseingang für das Jahresauftaktquartal 2015 eine Fortsetzung des merklichen Wirtschaftswachstums nahe.

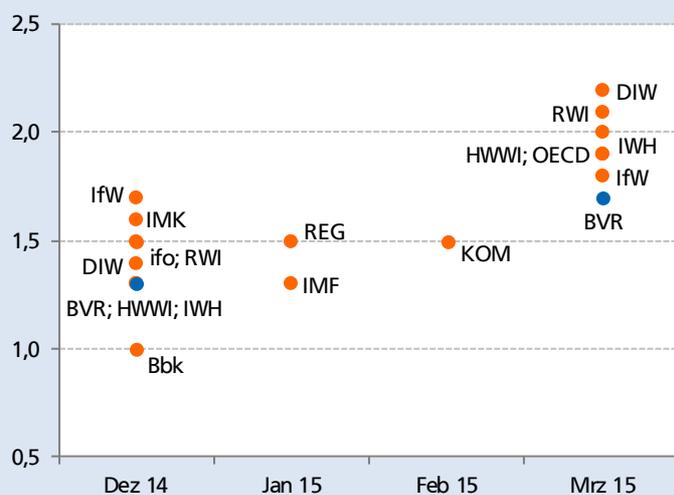
Auch andere Fachleute haben inzwischen ihre

Wachstumsprognosen für Deutschland nach oben korrigiert. So gehen beispielsweise die Experten des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI) in ihrer aktuellen Frühjahrsprognose davon aus, dass das preisbereinigte BIP in diesem Jahr um 1,9 % über das Vorjahresniveau steigen wird. Zum Jahresende 2014 hatten sie ebenfalls mit einem Anstieg um 1,3 % gerechnet. Noch optimistischer sind die Fachleute des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) in Berlin, die ihren Prognosewert von 1,4 % im Dezember auf zuletzt 2,2 % angehoben haben.

### Industrieproduktion weiterhin aufwärtsgerichtet

Zu Jahresbeginn fielen die aktuellen Monatsdaten des Statistischen Bundesamtes zur Industriekonjunktur und zum Außenhandel gemischt aus. Zwar hat die preis-, kalender- und saisonbereinigte **Industrieproduktion** im Januar gegenüber

**Konjunktur 2015 - Prognosen für Deutschland**  
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



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
- 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

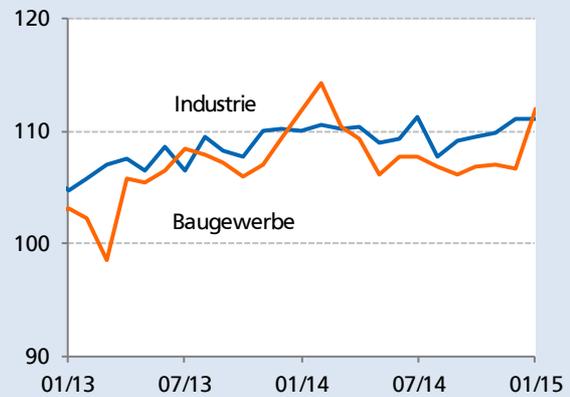
## Deutsche Konjunktur

dem Vormonat lediglich stagniert (0,0 %). Im Dezember war sie jedoch merklich gestiegen (+1,2 %). Auch in dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark beeinflussten Zweimonatsvergleich Oktober/November gegenüber Dezember/Januar legte die Erzeugung spürbar zu (+1,4 %). Darüber hinaus war im Baugewerbe, begünstigt durch die milde Witterung, im Januar eine deutliche Produktionsausweitung zu verzeichnen (+5,0 %). Positiv stimmt zudem der Verlauf des industriellen Auftragseingangs. Die **Aufträge** gaben im Januar gegenüber dem Vormonat zwar um 3,9 % nach. Im Zweimonatsvergleich war jedoch ein deutliches Plus zu verzeichnen (+1,3). Zum Anstieg trugen die Auslandsaufträge (+1,2 %) und die Inlandsorders (+1,4 %) in etwa gleichermaßen bei. Die **Ausfuhren** der deutschen Wirtschaft sind im Januar mit einer Verlaufsrate von -2,1 % gesunken, nachdem Sie im Dezember um deutliche 2,8 % gestiegen waren. Die Einfuhren haben sich jedoch nur geringfügig vermindert (-0,3 %), was auf eine weiterhin rege Binnennachfrage schließen lässt.

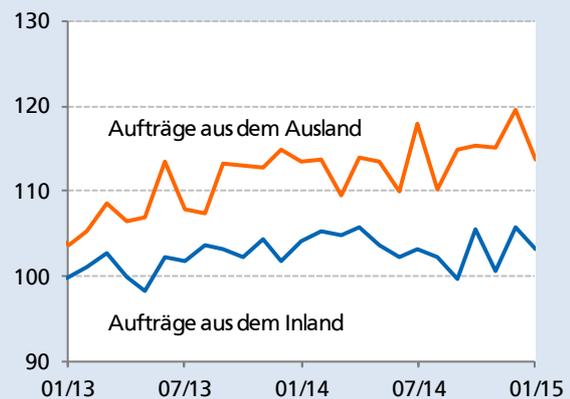
### Stimmungsindikatoren erneut gestiegen

In den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands hat sich die Stimmung weiter verbessert. Der **ifo Geschäftsklimaindex** ist von Februar auf März um 1,1 Punkte auf einen Stand von 107,9 Punkten gestiegen. Ausschlaggebend für den nunmehr fünften Anstieg des Stimmungsindicators in Folge waren die Geschäftserwartungen, die von den befragten Unternehmen deutlich günstiger beurteilt wurden als zuvor. Auch von

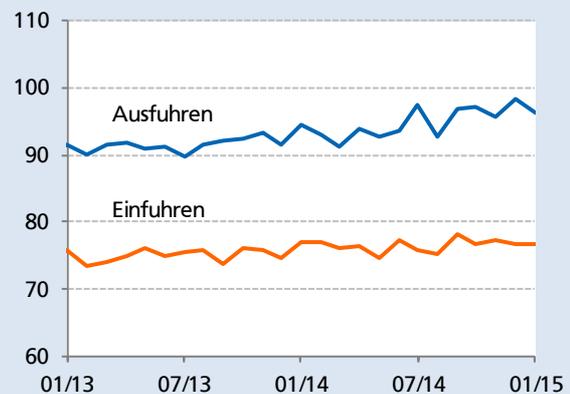
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



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



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

## Deutsche Konjunktur

Finanzmarktexperten wurden die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands im März abermals optimistischer bewertet. Die **ZEW-Konjunkturerwartungen** legten trotz der nur geringen Fortschritte bei der Lösung des Ukraine-Konflikts und der griechischen Staatsschuldenkrise gegenüber dem Vormonat leicht um 1,8 Punkte auf einen Stand von 54,8 Punkten zu.

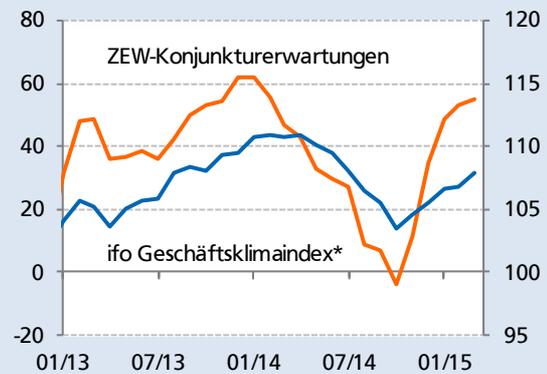
### Inflationsrate bei 0,1 %

Im Februar ist die Inflationsrate Deutschlands, gemessen am **Verbraucherpreisindex (VPI)**, wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt. Sie ist gegenüber dem Vormonat um 0,5 Prozentpunkte auf +0,1 % gestiegen. Nach wie vor wird die Gesamtentwicklung vor allem durch die Energiepreise gedämpft. Der Rückgang der Energiepreise fiel im Februar mit einer Jahresrate von -7,3 % allerdings schwächer aus als im Vormonat (-9,0 %). Darüber hinaus waren auch die Preise für Nahrungsmittel rückläufig (-0,3 %), wenn auch weniger stark als im Januar (-1,3 %). Bei den Erzeugerpreisen gewerbliche Produkte hat sich die langwierige Abwärtsbewegung zuletzt etwas abgeschwächt. Der **Erzeugerpreisindex** lag im Februar um 2,1 % unter seinem Vorjahreswert, nachdem er im Januar noch um 2,2 % gesunken war.

### Weniger Insolvenzen in 2014

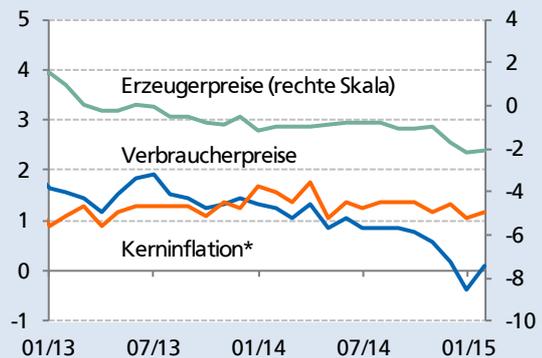
Wie bereits zu Beginn dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft special“ dargelegt, hat sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland im vergangenen Jahr weiter entspannt. Von den Amtsgerichten

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
saisonbereinigt



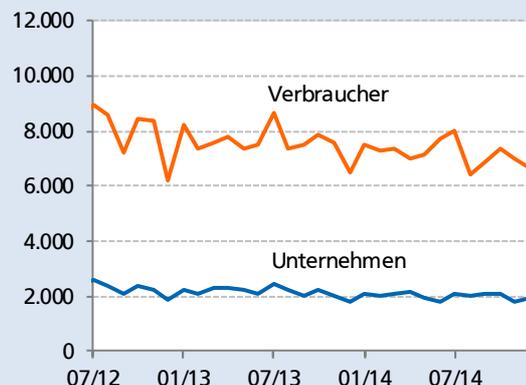
\*rechte Skala, 2010=100

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



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Datastream

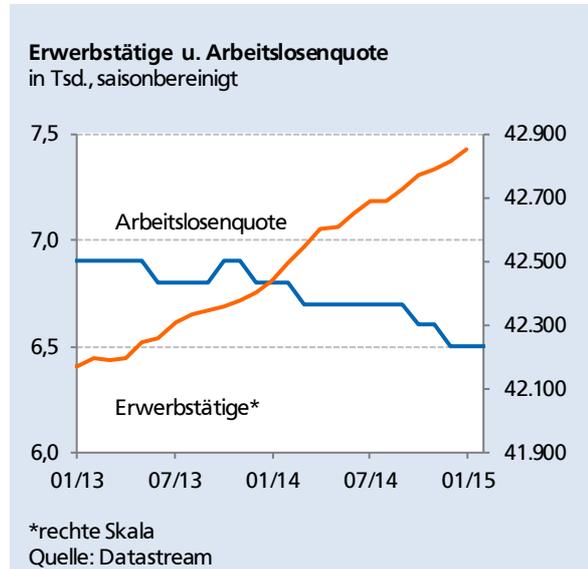
## Deutsche Konjunktur

wurden 24.085 Unternehmensinsolvenzen gemeldet. Damit ist die Anzahl der Firmenpleiten gegenüber dem Vorjahr um 7,3 % zurückgegangen. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen war ebenfalls rückläufig. Sie ist im Vorjahresvergleich um 5,4 % auf 86.298 Fälle gesunken. Zum Jahresende haben sich die Insolvenzzahlen aber entgegen dem langfristigen Trend erhöht. Im Dezember wurden 2,4 % mehr Verbraucher- und 5,9 % mehr Unternehmensinsolvenzen registriert.

### Arbeitsmarktauschwung hält an

Am deutschen Arbeitsmarkt haben sich vor dem Hintergrund des günstigen Konjunkturmilieus die positiven Trends fortgesetzt. Nach vorläufigen Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) ist die Anzahl der Arbeitslosen im Februar gegenüber dem Vormonat um 15.000 auf 3,017 Mio. Menschen gesunken. Die Entwicklung verlief damit wesentlich besser als jahreszeitlich im Zuge der Winterpause in vielen Außenberufen üblich. Im Durchschnitt der letzten drei Jahre war die **Arbeitslosenzahl** im Februar noch um 15.000 gestiegen. Die Arbeitslosenquote ist jedoch unter Berücksichtigung der üblichen Saisoneffekte unverändert bei 6,5 % geblieben.

In den monatlichen Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung hielt die Aufwärtsbewegung an. Den jüngsten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes zufolge ist die saisonbereinigte **Erwerbstätigenzahl** von Dezember auf Januar um kräftige 42.000 gestiegen. Die **Beschäftigtenzahl** legte



gemäß der aktuellen BA-Hochrechnung zuletzt, im Dezember, sogar um 57.000 zu.

Die Beschäftigung dürfte in naher Zukunft weiter steigen. Darauf deutet unter anderem das ifo **Beschäftigungsbarometer** hin. Der Arbeitsmarktindikator ist zwar von 108,1 Punkten im Januar auf 106,8 Punkte im Februar zurückgegangen. Er befindet sich aber nach wie vor auf einem hohen Niveau.