

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017 (2017).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2993>

### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/termsfuse>

### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

## Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

### Weniger Unternehmensinsolvenzen dank solider Bilanzqualität und guter Konjunktur

Im Jahre 2017 ist mit einer weiteren Entspannung des Insolvenzgeschehens in Deutschland zu rechnen. Modellbasierte Schätzungen des BVR lassen erwarten, dass die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen gegenüber dem Vorjahr um etwa 7 % auf rund 20.000 Fälle zurückgehen wird.

Die Anzahl der Firmenpleiten war bereits in 2016 merklich um 6,9 % auf 21.518 gesunken, wozu vor allem die gute Bilanzqualität der Unternehmen und im geringeren Umfang die günstige konjunkturelle Entwicklung beigetragen haben dürfte.

Auch in längerfristiger Betrachtung spielt die Qualität der Unternehmensbilanzen für die Insolvenzen offenbar eine wichtigere Rolle als die Konjunktur. Gemäß den Modellschätzungen lassen sich die jährlichen Insolvenz-Veränderungsraten im Zeitraum von 2001 bis 2016 zu gut zwei Fünftel durch die Entwicklung der Bilanzqualität und zu gut einem Fünftel durch Schwankungen im Wirtschaftswachstum erklären.

Der prognostizierte weitere Rückgang der Insolvenzfälle ist grundsätzlich positiv zu bewerten, da aus einzelwirtschaftlicher Sicht mit den Firmenpleiten in der Regel auch Beschäftigungsverluste und Forderungsausfälle verbunden sind. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nehmen mit dem weiteren Rückgang der Insolvenzzahlen aber auch die Sorgen um die Produktivität und Innovationskraft der deutschen Wirtschaft zu.



#### Inhalt

<b>Weniger Unternehmensinsolvenzen dank solider Bilanzqualität und guter Konjunktur</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>6</b>
Manuel Peter E-Mail: <a href="mailto:m.peter@bvr.de">m.peter@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>11</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Weniger Unternehmensinsolvenzen dank solider Bilanzqualität und guter Konjunktur

Im Jahre 2017 dürfte sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland weiter entspannen. Modellbasierte Schätzungen des BVR lassen erwarten, dass die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen gegenüber dem Vorjahr um etwa 7 % auf rund 20.000 Fälle zurückgehen wird.

### Insolvenzen 2016 stärker gesunken als erwartet

Die Anzahl der Firmenpleiten war bereits in 2016 merklich um 6,9 % auf 21.518 gesunken. Der Rückgang fiel damit stärker aus als in der BVR-Insolvenzprognose vom März 2016 erwartet worden war. Im Rahmen dieser Prognose, die in der „Volkswirtschaft special“-Ausgabe 3/2016 dokumentiert ist, wurde mit einer Verminderung in einer Größenordnung von rund 5 % gerechnet. Grundlage für die damalige Prognose war die aus einem Fehlerkorrekturmodell abgeleitete langfristige Elastizität zwischen den vierteljährlichen Veränderungsdaten der Unternehmensinsolvenzen und des Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie die Annahme, dass das BIP im Jahresdurchschnitt 2016 preisbereinigt um 1,6 % steigen wird.

Eine Ursache für die Abweichung zwischen der prognostizierten und der tatsächlichen Entwicklung ist darin zu sehen, dass das BIP mit 1,9 % deutlicher expandierte als angenommen worden war. Zudem wurde die tatsächliche Entwicklung offenbar auch durch andere Faktoren begünstigt, die im Modell nicht berücksichtigt worden sind.

Es ist naheliegend zu vermuten, dass neben den BIP als zentralem Maß für die konjunkturelle Entwicklung auch langfristig wirkende strukturelle Faktoren eine Rolle gespielt haben. Eine Analyse auf der Ebene der Bundesländer, die ebenfalls im Rahmen der „Volkswirtschaft special“-Ausgabe 3/2016 vorgenommen wurde, erhärtet diese These. Sie legt nahe, dass das langfristige Wirtschaftswachstum und die langfristige Veränderung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen einen Beitrag zur Erklärung der Streuung der Insolvenzquoten zwischen den einzelnen Bundesländern leisten können. Nachfolgend soll daher die Bedeutung konjunktureller und struktureller Faktoren für die Unternehmensinsolvenzen etwas näher untersucht werden.

### Konjunkturelle und strukturelle Faktoren

In Abbildung 1 werden die jährlichen Veränderungsdaten der Unternehmensinsolvenzen seit der großen Insolvenzrechtsreform des Jahres 1999 den jährlichen Veränderungsdaten des preis- und kalenderbereinigten BIP gegenübergestellt. Die beiden Zeitreihen sind offensichtlich negativ korreliert. Ihr Korrelationskoeffizient beträgt -0,55. Der Befund eines negativen Zusammenhangs deckt sich mit den Erkenntnissen der ökonomischen Fachliteratur. Demnach ist in Zeiten einer guten konjunkturellen Lage mit weniger Insolvenzen zu rechnen als in konjunkturell schwierigen Phasen.

Als Messgröße für die strukturellen Veränderungen in der deutschen Wirtschaft wird der Bilanzqualitätsindex verwendet. Dieser Index wird vom BVR regelmäßig berechnet und mit der DZ BANK in der Gemeinschaftspublikation „Mittelstand im Mittelpunkt“ veröffentlicht. Ausgangspunkt für die Berechnung ist die Auswertung von Jahresabschlussdaten der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken. Der Bilanzqualitätsindex beruht auf fünf betriebswirtschaftlichen Kennziffern: der Eigenkapitalquote, der Gesamtkapitalrentabilität, dem Gesamtkapitalumschlag, der Liquidität 2. Grades und dem dynamischen Verschuldungsgrad. Die Indexwerte liegen derzeit für den Zeitraum der Jahre 2001 bis 2015 vor und werden in Abbildung 2 mit den Veränderungsdaten der Unternehmensinsolvenzen kontrastiert. Auch hier zeigt sich ein negativer Zusammenhang (Korrelationskoeffizient -0,70).

Gemäß dem Bilanzqualitätsindex hat sich die strukturelle Lage der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken seit Beginn der 2000er Jahre erheblich verbessert. Der Index ist deutlich von rund 79 Punkten im Jahr 2001 auf zuletzt etwa 118 Punkte in 2015 gestiegen. Haupttreiber für den Anstieg des Indikators sind die Bestrebungen der Unternehmen zur Verbesserung ihrer Eigenkapitalausstattung, die im kontinuierlichen Anstieg der durchschnittlichen Eigenkapitalquote ihren Niederschlag finden. Zum Anstieg trugen aber auch alle anderen Komponenten des Gesamtindikators bei, wenn auch

weniger deutlich als die Eigenkapitalquote.

Ausgehend von den Daten zum Bilanzqualitätsindex und den BIP-Veränderungsraten wird nun ein einfaches Regressionsmodell geschätzt, in dem die beiden Größen als exogene Variablen und die Insolvenz-Veränderungsraten als endogene Variable eingehen. Zur besseren Interpretation der Ergebnisse werden die exogenen Variablen standardisiert, sodass sie einen Mittelwert von 0 und eine Standardabweichung von 1 erhalten. Zur Überprüfung der Belastbarkeit der Modellschätzung werden verschiedene Tests durchgeführt. Die Tests deuten auf einem Vertrauensniveau von mindestens 90 % darauf hin, dass die genannten Reihen stationär sind sowie dass die Residuen des Modells normalverteilt sind und keine Hinweise auf Autokorrelation und Heteroskedastizität aufweisen. Den Schätzungen zufolge sind die beiden Modell-Koeffizienten auf einem Vertrauensniveau von über 95 % als bedeutsam anzusehen. Demnach können der Bilanzqualitätsindex und die BIP-Veränderungsraten rund zwei Drittel des Verlaufs der Insolvenz-Veränderungsraten beschreiben (Bestimmtheitsmaß: 0,68). Einschränkend ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Schätzungen und Tests lediglich auf 16 Jahreswerten beruhen, was ihre Belastbarkeit vermindert. Längere Zeitreihen würden die Qualität des Schätzmodells erhöhen. Der Datenumfang kann angesichts der begrenzten Verfügbarkeit von Jahresabschlüssen aber nicht erhöht werden.

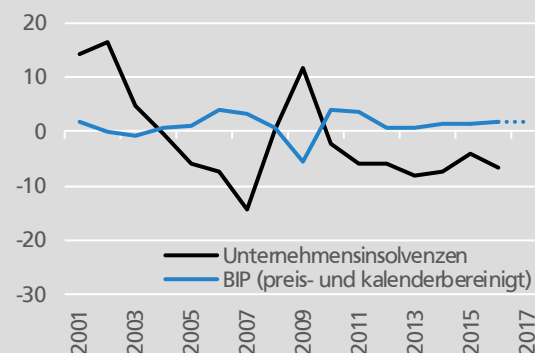
### Bilanzqualität wichtiger als Konjunktur

Gemäß den Schätzungen hat die Entwicklung der Bilanzqualität einen größeren Einfluss auf das Insolvenzgeschehen als die konjunkturelle Entwicklung. In Abbildung 3 wird eine modellbasierte Dekomposition der jährlichen Insolvenz-Veränderungsraten vorgenommen. Das Schätzmodell legt zum Beispiel für das Jahr 2001 nahe, dass rund zwei Drittel des Anstiegs der Unternehmensinsolvenzen (+14,3 %) auf die damals vergleichsweise schlechte strukturelle Lage der Unternehmen zurückzuführen ist. Der niedrige Bilanzqualitätsindex hat die Insolvenz-Veränderungsrate rechnerisch um etwa 11 Prozentpunkte erhöht.

**Determinanten des Insolvenzgeschehens I**

Abb. 1

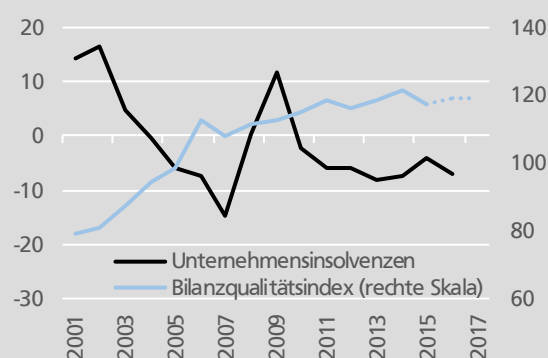
Veränderungen gg. Vorjahr in Prozent



**Determinanten des Insolvenzgeschehens II**

Abb. 2

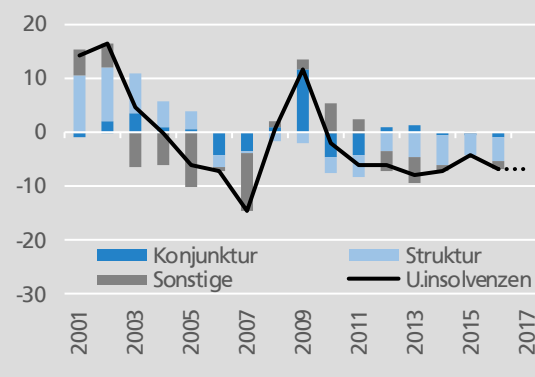
Veränderungen gg. Vorjahr in Prozent



**Determinanten des Insolvenzgeschehens III**

Abb. 3

Veränderungen gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Destatis, Schätzungen und Prognosen des BVR

Die Konjunktur spielte hingegen gemäß den Modellberechnungen in 2001 nur eine untergeordnete Rolle. Sie hat für sich genommen die Insolvenzrate um knapp 1 Prozentpunkte vermindert. Dies verwundert nicht, da das preis- und kalenderbereinigte BIP in diesem Jahr um 1,8 % gewachsen ist und damit nur moderat stärker als im langjährigen Mittel (1,3 %). Das Beispiel verdeutlicht auch die Grenzen der Berechnungen. Rund ein Drittel der Insolvenz-Veränderungsrate von 2001 ist demnach auf Einflussfaktoren zurückzuführen, die nicht durch die beiden Modell-Variablen erklärt werden. Dieser Kategorie von sonstigen Faktoren sind beispielsweise auch die Effekte zuzuordnen, die darauf beruhen, dass die Gerichte in Nordrhein-Westfalen im Jahr 2007 und Anfang 2008 ihre Insolvenzfälle nicht periodengerecht gemeldet haben.

Den Schätzungen zufolge kommt den strukturellen Einflüssen in den Jahren 2002 und 2003 sowie 2012 bis 2016 ebenfalls eine dominierende Rolle für das Insolvenzgeschehen zu, wenn auch mit unterschiedlichen Wirkungsrichtungen. In den frühen 2000er Jahren ging die vergleichsweise schlechte Bilanzqualität, die viele Unternehmen aufwiesen, mit steigenden Insolvenzzahlen einher. Spätestens seit 2012 trug dann die ebenfalls in den frühen 2000er Jahren einsetzende allgemeine Konsolidierungs- und Restrukturierungsphase merklich zum Rückgang der Insolvenzfälle bei.

In den Jahren 2006 bis 2010 scheint der Verlauf der Unternehmensinsolvenzen hingegen weniger durch strukturelle sondern überwiegend durch konjunkturelle Einflüsse geprägt zu sein. Dies ist plausibel, da das BIP in diesem Zeitraum besonders starken Ausschlägen unterworfen war. So ist die Wirtschaftsleistung in den Jahren 2006 und 2007 um kräftige 3,9 % bzw. 3,4 % gestiegen, was von einem spürbaren Rückgang der Insolvenzzahlen begleitet war. In den beiden darauffolgenden Jahren wurde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung dagegen massiv durch die globale Rezession gedämpft. Das BIP ist 2008 lediglich um 0,8 % expandiert und 2009 sogar um 5,6 % eingebrochen, was offensichtlich zu einer Zunahme der Insolvenzen führte. Das Jahr 2010 stand dann mit einem BIP-Anstieg um 3,9 % im Zeichen der konjunkturellen Erholung und

einer neuerlichen Entspannung des Insolvenzgeschehens. In 2011 dürften strukturelle und konjunkturelle Faktoren in etwa gleichermaßen zum Rückgang der Insolvenzzahl beigetragen haben. Über den gesamten Zeitraum von 2001 bis 2016 betrachtet signalisieren die Schätzungen, dass die Insolvenz-Veränderungsrate zu gut zwei Fünfteln durch die Bilanzqualität und zu gut einem Fünftel durch das Bruttoinlandsprodukt getrieben sind.

### In 2017 weitere Entspannung wahrscheinlich

Das im vorletzten Abschnitt vorgestellten Modell kann auch zur Prognose des Insolvenzgeschehens im laufenden Jahr verwendet werden. Zuvor müssen aber noch Annahmen über das konjunkturelle und das strukturelle Umfeld getroffen werden. In Hinblick auf die strukturelle Entwicklung wird angenommen, dass die Qualität der Unternehmensbilanzen auf dem in den vergangenen Jahren erreichten hohen Niveau bleiben wird. Konkret wird unterstellt, dass der Bilanzqualitätsindex sowohl in 2016 als auch in 2017 den Durchschnittswert der Jahre 2013 bis 2015 (119,3 Punkte) erreichen wird. Bezüglich des konjunkturellen Umfelds wird angenommen, dass sich der Aufschwung im laufenden Jahr fortsetzen und zu einem Anstieg des preis- und kalenderbereinigte BIP um 1,5 % führen wird. Vor diesem Hintergrund ist mit einem weiteren Rückgang der Unternehmensinsolvenzen zu rechnen. Gemäß den Modellschätzungen wird die Insolvenzzahl in 2017 gegenüber dem Vorjahr um rund 7 % auf etwa 20.000 Fälle sinken.

### Weniger Insolvenzen nicht uneingeschränkt zu begrüßen

Der aktuellen Prognose des BVR zufolge dürfte der Abwärtstrend in den amtlichen Daten zu den Unternehmensinsolvenzen in 2017 erhalten bleiben. Dies ist grundsätzlich positiv zu bewerten, da aus einzelwirtschaftlicher Sicht mit den Firmenpleiten in der Regel auch hohe wirtschaftliche Kosten verbunden sind. Bei einem weiteren Rückgang der Fallzahl werden tendenziell weniger Gläubiger auf ihre Forderungen verzichten müssen und weniger Beschäftigten ihren Arbeitsplatz verlieren.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nehmen mit dem weiteren Rückgang der Insolvenzzahlen aber auch die Sorgen um die Produktivität und Innovationskraft der deutschen Wirtschaft zu. Denn Insolvenzen von Unternehmen sind ebenso wie Neugründungen eine unvermeidliche Begleiterscheinung der Fortentwicklung von Marktwirtschaften. Ohne Insolvenzen und Gründungen droht der Volkswirtschaft als Ganzes eine Zementierung überholter Strukturen. So kann der Abwärtstrend auch als Zeichen für eine Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Produktivität und der Innovationskraft interpretiert werden. Auch einige Indikatoren aus dem aktuellen Jahresgutachten der Expertenkommission Forschung und Innovation (EFI) deuten darauf hin, dass sich hierzulande die Produktivitäts- und Innovationskraft abschwächt. So nehmen die internationalen Patentanmeldungen in Deutschland seit Beginn der 2010er Jahre von der Tendenz her leicht ab, während sie beispielsweise in den USA und in China spürbar aufwärtsgerichtet sind. Zudem ist die Gründungsrate, welche die Zahl der Neugründungen ins Verhältnis zur Zahl der bestehenden Firmen setzt, hierzulande seit 2010 merklich gesunken. Sie befindet sich zuletzt mit rund 7 % außerdem auf einem deutlich niedrigeren Niveau als beispielsweise in Frankreich und den Niederlanden mit jeweils rund 10 %. Allerdings gibt es derzeit keine Hinweise dafür, dass das niedrige Niveau der Neugründungen maßgeblich aus einer zu großen Dominanz von bestehenden Unternehmen resultiert. Die Hauptursache für das schwache Gründungsgeschehen ist eher in der guten Arbeitsmarktentwicklung zu sehen, die allgemein die Jobchancen von Erwerbslosen erhöht und Notgründungen vermindert. ■



## Finanzmärkte

### Kreditvergabe wächst graduell

Im Januar blieb die Kreditvergabe weiter auf einem leicht expansiven Pfad. Die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Jahreswachstumsrate der Buchkredite an die Haushalte im Euroraum wuchs um 2,2 % gegenüber 2,0 % im Dezember. Insbesondere die Dynamik der Konsumentenkredite verzeichnete einen Anstieg von 3,9 % p. a. auf 4,1 %. Das Volumen dieser Kredite ist mit 11 %, gemessen an der gesamten Kreditvergabe an die Haushalte, aber eher gering. Das Wachstum der Wohnungsbaukredite, die den Großteil der Kredite an die Haushalte ausmachen, blieben hingegen konstant bei 2,7 % p. a. Bei den Firmenkrediten war die Dynamik ebenfalls unverändert. Nach einem Jahreswachstum von 2,3 % im Dezember bleibt das Wachstum zu Beginn des Jahres unverändert.

Auch im Januar war die Kreditvergabe im Wesentlichen von der Kreditvergabe an staatliche Institutionen bestimmt.

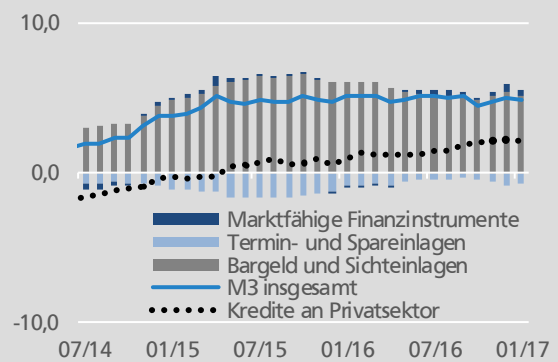
### Geldmengenwachstum leicht rückläufig

Nach einem Anstieg des jährlichen Geldmengenwachstums M3 von 5,0 % im Dezember wuchs die weit gefasste Geldmenge im Januar um 4,9 % p. a. Dominiertes Wachstumstreiber bleibt weiterhin die enger gefasste Geldmenge M1 mit einem Wachstum von 8,4 % zum Vorjahr. Ihr Wachstumsbeitrag belief sich damit auf 5,1 %. Rückläufig blieben weiterhin die sonstigen kurzfristigen Einlagen mit -2,2 % zum Vorjahr. Das Volumen der marktfähigen Finanzinstrumente stieg im Januar um 7,5 % nach 8,8 % im Dezember. Aufgrund des eher geringen Bestandes belief sich der Wachstumsbeitrag auf lediglich 0,4 %.

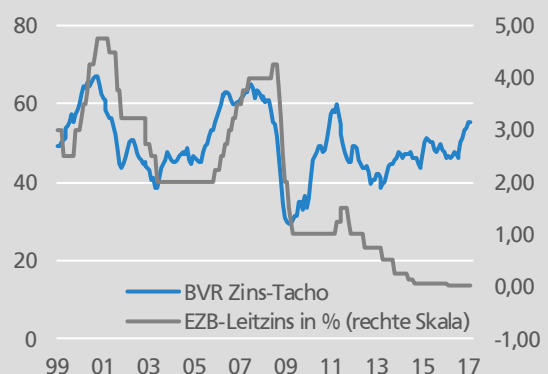
### Zinstacho unverändert

Der BVR Zins-Tacho blieb im Februar mit 56 Punkten unverändert zum Vormonat. Dabei zeigt sich weiter die konjunkturelle Komponente als die treibende Kraft. Zwar blieb der Teilindex konstant, jedoch weisen vor allem die in die Zukunft gerichteten Kennzahlen, die in die Berechnung eingehen, wie bspw. der Auftrags-eingang, auf eine weiter robuste wirtschaftliche Entwicklung hin.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Jan. 16	Feb. 17	Mrz. 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	63	65	65
Preise/Kosten (40 %)	44	45	44
Liquidität (10 %)	53	53	52

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Fed lässt Zinsen weiter steigen

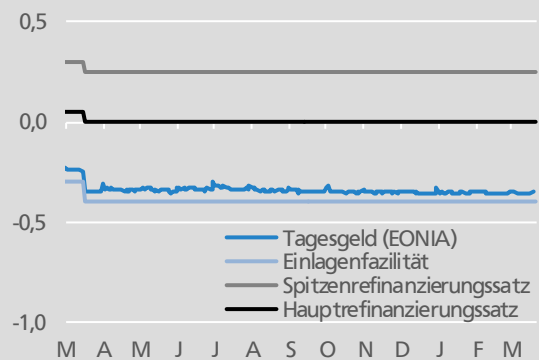
Wie von den Märkten antizipiert, vollzog die US-Notenbank einen weiteren Zinsanstieg im März und setzte den Korridor für den US-Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,75-1,0 % nach oben. Die Entscheidung war im Vorfeld von den Investoren erwartet worden und löste daher nur wenig Kursbewegung auf den Finanzmärkten aus. Die Fed-Präsidentin Janet Yellen bestätigte durch ihre Ankündigungen zudem, dass im laufenden Jahr mit noch zwei weiteren Anhebungen zu rechnen sein wird.

Im Gegensatz zur Fed beließ die EZB im März ihre Geldpolitik unverändert. Für eine Straffung der geldpolitischen Zügel seien die mittelfristigen Inflationserwartungen noch nicht nachhaltig angestiegen, so die Begründung der EZB. Der gestiegene Rohölpreis sowie Teuerungen bei Lebensmitteln führen demnach nur temporär zu überdurchschnittlichen Preisanstiegen und sollten im Laufe des Jahres wieder zum Absinken der Inflationsraten führen. Zudem lies EZB-Präsident Mario Draghi durchblicken, dass sich die Notenbank bei ihren Überlegungen um den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik durch die Einkommensentwicklung im Euroraum leiten lassen wird. Damit nimmt sie indirekt die Arbeitsmarktentwicklungen in den Blick, da mit einem Lohndruck erst zu rechnen ist, wenn auf den einzelnen Arbeitsmärkten die Arbeitslosigkeit deutlich abgebaut sein wird.

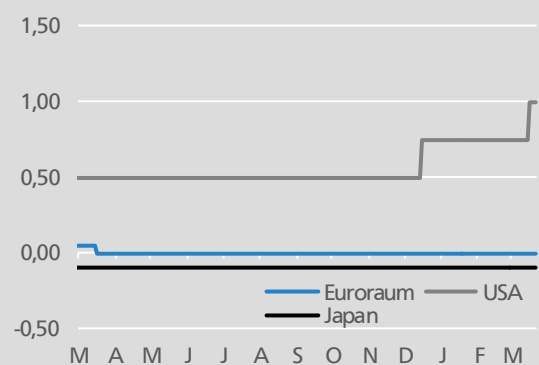
### Europäischer Geldmarkt spiegelt Beharren der EZB wider

Auch in den vergangenen vier Wochen haben sich die Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve nicht verändert. Lediglich der EONIA Tagesgeldsatz stieg um 1 Basispunkt auf -0,35 % an. Der 3-Monats-Euribor wie auch der 12-Monats-Euribor blieben im Zeitraum vom 23. Februar bis zum 22. März unverändert bei -0,33 % bzw. -0,11 %. Ein Ende der ultralockeren Geldpolitik der EZB ist damit noch nicht absehbar.

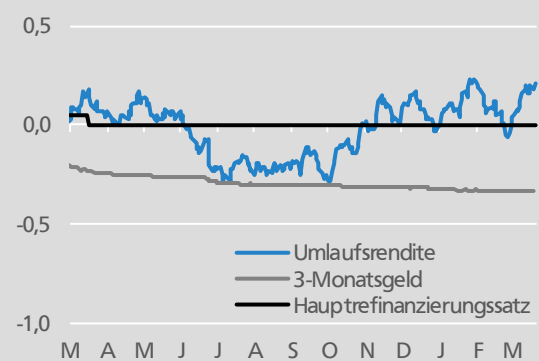
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



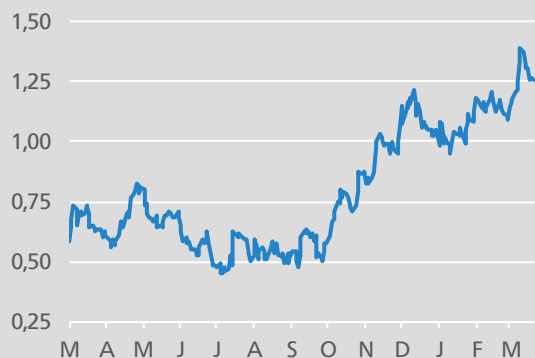
### Renditeanstieg auf den Bondmärkten

Trotz Zinsen von fast 0 % und dem Aufkauf europäischer Staatsschuldentitel sind die Renditen von europäischen Staatsanleihen zuletzt wieder gestiegen. Der Anstieg verlief über alle Länder hinweg weitgehend einheitlich. So stieg die Rendite für zehnjährige deutsche Staatsanleihen seit dem 23. Februar um 22 Basispunkte auf 0,43 % an. Nachdem die Umlaufrendite deutscher Anleihen Ende Februar mit 0,01 % nahe an der Nullgrenze lagen, erreichten sie am 21. März wieder deutlich positive Werte bei nun 0,21 %. Zudem stiegen französische zehnjährige Anleihen um 12 Basispunkte, italienische Papiere um 28 Basispunkte sowie spanische Anleihen um 3 Basispunkte. Somit kam es zu keinen nennenswerten Spreadausweitungen.

Der Leitzinsanstieg der Fed führte zuletzt nicht zu einem Anstieg der Renditen am US-amerikanischen Bondmarkt. Mit einem Anstieg von lediglich 5 Basispunkten auf 2,43 % zum 21. März verlief der Rendite-sprung seit dem 23. Februar geringer als die Anhebung des Zinskorridors um 25 Basispunkte. Dies kann insbesondere mit der Antizipation einer noch forcierteren Straffung der Geldpolitik von Investorenseite begründet werden. Nach den deutlichen Worten über eine bereits im März stattfindende Zinserhöhung von bisher als sog. „Tauben“ geltenden Mitgliedern im Fed-Offenmarktausschuss hatten die Rendite zehnjähriger Anleihen zur Mitte des Monats noch deutlich stärker angezogen und lagen zeitweise bei über 2,60 %. Die jedoch von der Fed angekündigte nur graduelle Erhöhung des Zinsniveaus lies nach der Verkündung der Zinsanhebung im März die Renditen wieder spürbar sinken.

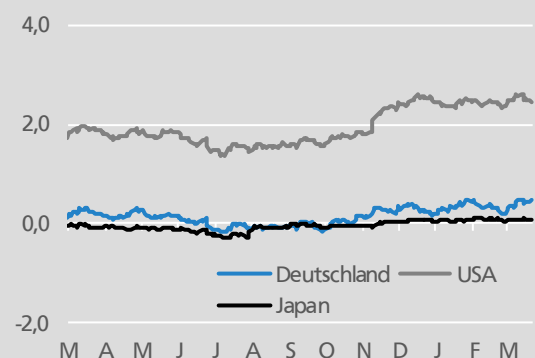
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent



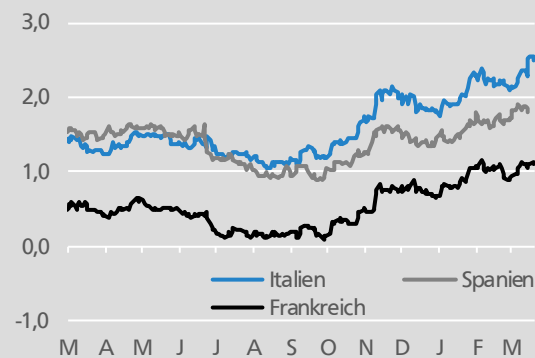
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, zehnjährige Staatsanleihen



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Aufwertungstendenz des Euro

Am 21. März notierte der Euro im Vergleich zur US-amerikanischen Währung bei 1,08 Dollar je Euro. Damit kletterte die Gemeinschaftswährung nach einer Schwächephase im Februar und Anfang März zum ersten Mal wieder über diesen Schwellenwert. Trotzdem bleibt der Euro weiterhin schwach und notiert deutlich unter der von Ökonomen berechneten Kaufkraftparität, die in einer Spanne zwischen 1,20 bis 1,30 Dollar je Euro angegeben wird.

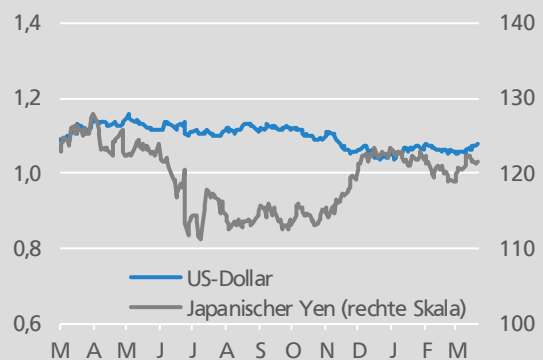
Der Euro regierte in den letzten Wochen nur wenig auf politische und ökonomische Entwicklungen. Weder die Wahlen in den Niederlanden noch die Zinsentscheidung der Fed haben zu einer nennenswerten Bewegung des Kurses geführt. Vielmehr kann von einem konstanten graduellen Aufwerten gesprochen werden seit Mitte März.

Es scheint sich daher (noch) kein zinsbedingtes Abfließen europäischer Gelder in den US-Währungsraum abzuzeichnen. Die ultralockere Geldpolitik der EZB könnte hier ihren Beitrag dazu geleistet haben. Aufgrund des deutlichen Absinkens des Wechselkurses auf ein Niveau unterhalb der Kaufkraftparität entsteht an den Märkten so die Erwartung, dass eine deutliche Umkehrung der Abwertung des Euro seit 2014 mittelfristig stattfinden müsse. Diese macht die Anlage außerhalb des Euroraums daher besonders anfällig für daraus resultierende Wertverluste bei einem Anziehen des Wechselkurses.

Jedoch zeichnen sich auch für viele Schwellenländer, welche von US-amerikanischem Kapital abhängig sind, noch keine Abwertungstendenzen als Folge einer Umkehrung von Kapitalströmen ab. Weder die Wechselkurse der Schwellenländer noch die Fremdwährungsreserven zeigen bisher Anzeichen einer Re-Orientierung von Investoren. Erst zeitlich nach einem zunehmenden Druck auf die Schwellenländer dürfte mit einem Einfluss des Zinsdifferentials auf den Euro zu rechnen sein.

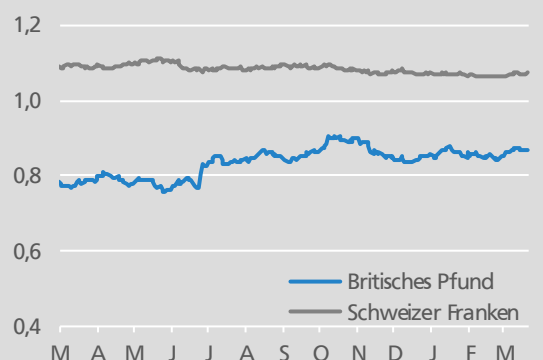
#### Euro-Wechselkurs (I)

Auslandswährung je Euro



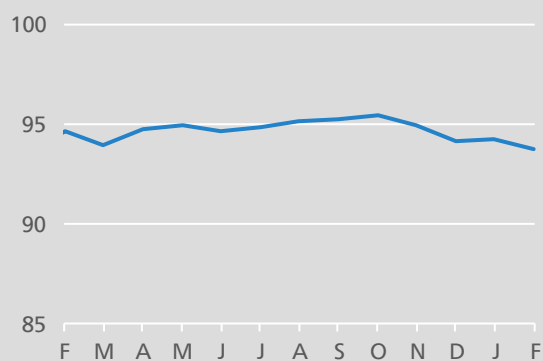
#### Euro-Wechselkurs (II)

Auslandswährung je Euro



#### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Aktienmärkte halten ihr hohes Niveau

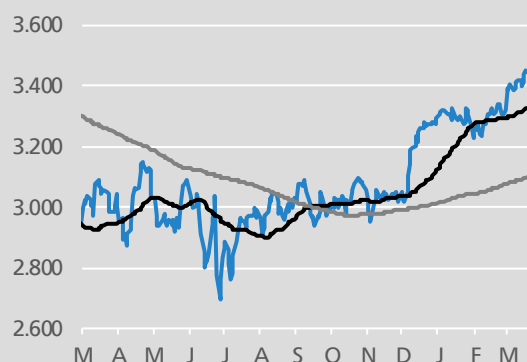
Angetrieben durch die Euphorie der US-Märkte stiegen im Januar und Februar die Aktienkurse in Höhen, die zuvor kaum erreicht wurden. Der Dow Jones kletterte dabei zum ersten Mal über die 20.000 Punkte Marke. Auch der DAX erreicht mit über 12.000 Punkte eine Grenze, welche er seit April 2015 nicht mehr übersprang. Seit dem Erreichen der Höchststände in der ersten Märzwoche bewegen sich die Kurse nahezu seitwärts. Die Rallye scheint daher zumindest vorerst zu einem Ende gekommen zu sein. Mit dafür verantwortlich sind u. a. die bislang wenig konkreten Politikpläne der neuen US-amerikanischen Regierung. Angekündigte Maßnahmen zur Entlastung der Steuerzahler sowie staatliche Investitionsprogramme sind, wenn, dann bisher nur in Ansätzen bekannt geworden. Lediglich beim umstrittenen Projekt des Baus einer Grenzmauer zwischen den USA und Mexiko und bei den Militärausgaben konnten im Budgetentwurf der Regierung Trump, der im März vorgelegt wurde, erste Finanzierungsansätze gefunden werden. Der ambitionierte Plan der Regierung bis zur Sommerpause erste große Reformpakete auf den Weg gebracht zu haben, könnte daher zu optimistisch sein. Es wird abzuwarten bleiben, ob die Aktienmärkte beim Ausbleiben der Pläne einen Teil der Gewinne vom Jahresanfang wieder abgeben werden. Erste Abwärtstendenzen waren zuletzt erstmals zu erkennen. Von einem Trend kann jedoch noch nicht gesprochen werden.

Der deutsche Aktienmarkt folgt einem ähnlichen Muster wie sein US-amerikanisches Pendant. Seit dem 23. Februar haben nahezu alle Werte noch einmal an Wert hinzugewonnen. Die wenigen Titel, welche auf Monatssicht Verluste verzeichnen mussten, stehen in engem Zusammenhang mit firmenspezifischen Ereignissen, wie der geplatzten Fusion der Deutschen Börse mit der London Stock Exchange oder die andauernden Restrukturierungsmaßnahmen der Deutschen Bank. Potentielle negative Folgen einer zunehmend protektionistisch werdenden Welthandelspolitik scheinen sich derzeit noch nicht auf die deutsche Börse auszuwirken. ■

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



**Aktienmarkt Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### BIP-Daten bestätigt

Eurostat hat inzwischen das zentrale Ergebnis seiner jüngsten Schnellschätzung zum Anstieg des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) bestätigt. Demnach ist das BIP des Euroraums im Jahresendquartal 2016 gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % gestiegen. Zum Wachstum trugen neben den weiter aufwärtsgerichteten Konsumausgaben (+0,4 %) auch die Bruttoanlageinvestitionen bei, die nach einem Rückgang im dritten Quartal (-0,7 %) wieder zunahmen (+0,6 %). Der Außenhandel hat den BIP-Anstieg hingegen leicht gedämpft, da die Importe (+2,0 %) stärker expandierten als die Exporte (+1,5 %).

### Industrie erhöht den Ausstoß

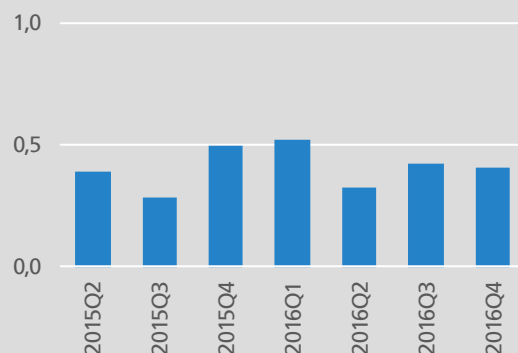
Im laufenden ersten Quartal dürfte die Wirtschaft des Euroraums auf ihrem Wachstumspfad bleiben. Darauf deuten zumindest die jüngsten Daten zur Industriekonjunktur hin. So ist die industrielle Produktion im Januar mit einer Verlaufsrate von 0,9 % gestiegen und konnte damit einen großen Teil des Produktionsrückgangs vom Dezember (-1,2 %) wieder ausgleichen. Gemäß dem Order-Indikator ist zudem in naher Zukunft mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. Der Indikator legt im März um 2,8 Punkte auf -4,5 Punkte zu.

### Inflationsrate auf 2,0 % gestiegen

Die Inflationsrate des Euroraums ist im Februar erneut gestiegen. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) legte sie von 1,8 % im Januar auf 2,0 % zu. Maßgeblich für den Anstieg waren die Energie- und Nahrungsmittelpreise, die sich stärker verteuerten als zuvor (+9,1 % und +2,5 % gegenüber +8,1 % bzw. +1,8 % im Januar). Die Kernrate ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln blieb im Februar unverändert bei 0,9 %.

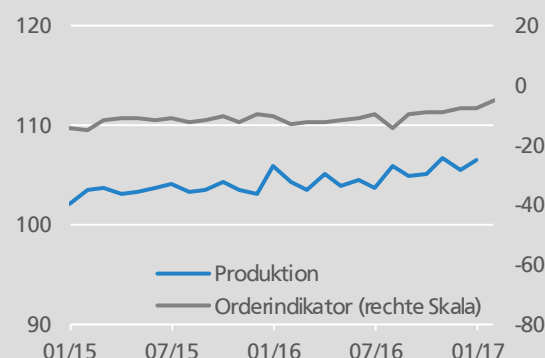
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



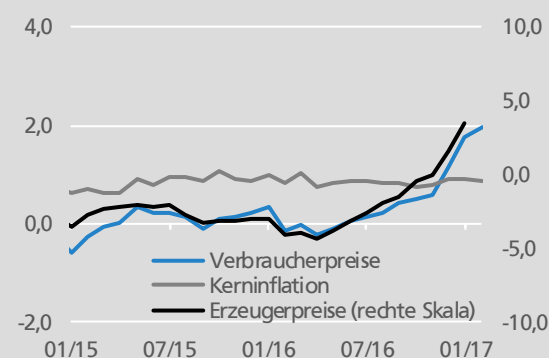
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### BVR hebt Wachstumsprognose leicht an

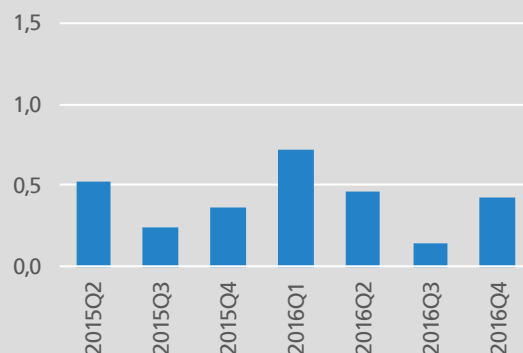
Der BVR hat seine Wachstumsschätzung für 2017 etwas nach oben korrigiert. Gemäß der aktuellen Prognose wird das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands um 1,5 % über das Vorjahresniveau steigen. Zuvor, in der Konjunkturprognose vom Dezember, hatte der BVR mit einem Anstieg um 1,3 % gerechnet. Grund für die Aufwärtskorrektur sind zum einen die jüngsten Daten zum industriellen Auftragseingang sowie zum ifo Geschäftsklima, die insgesamt überraschend positiv ausgefallen sind und auf eine merkliche Wachstumsbeschleunigung im ersten Quartal 2017 deuten. Zum anderen ist das BIP mit einem höheren statistischen Überhang in das Jahr 2017 gestartet, wegen des im Vergleich zur Dezember-Prognose geringfügig stärkeren Wachstums im vierten Quartal 2016 (+0,4 % statt der prognostizierten +0,3 %). Der höhere Überhang (+0,5 % statt +0,4 %) hebt für sich genommen den Prognosewert für das Gesamtjahr 2017 rechnerisch um 0,1 Prozentpunkte an.

Trotz der leichten Aufwärtskorrektur auf 1,5 % ist weiterhin davon auszugehen, dass der Anstieg des preisbereinigten BIP merklich hinter dem Wachstum von 2016 (+1,9 %) zurückbleiben wird. Der erwartete Rückgang der Wachstumsrate resultiert aber nicht aus der Erwartung einer schwächeren konjunkturellen Entwicklung, sondern allein aus einer geringeren Anzahl von Arbeitstagen. In kalenderbereinigter Rechnung dürfte das preisbereinigte Wirtschaftswachstum mit 1,8 % genauso hoch wie im Vorjahr werden.

Der BVR befindet sich mit seiner neuen Wachstumseinschätzung im Mittelfeld des aktuellen Prognosepektrums. So gehen beispielsweise die Konjunktexperten des HWWI von einem geringeren Wachstum aus (+1,1 %), während die Fachleute des IfW einen höheren BIP-Zuwachs erwarten (+1,7 %). Neben dem BVR haben jüngst auch das RWI, das DIW und der SVR ihre BIP-Prognosewerte für 2017 angehoben.

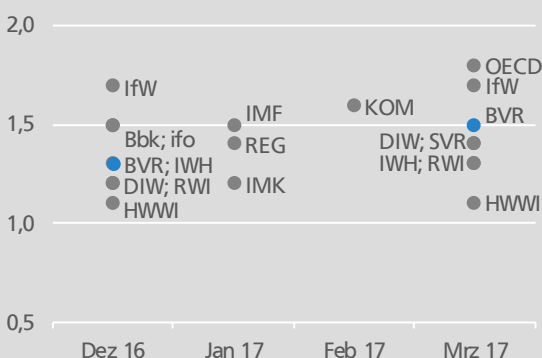
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



### Konjunktur 2017 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

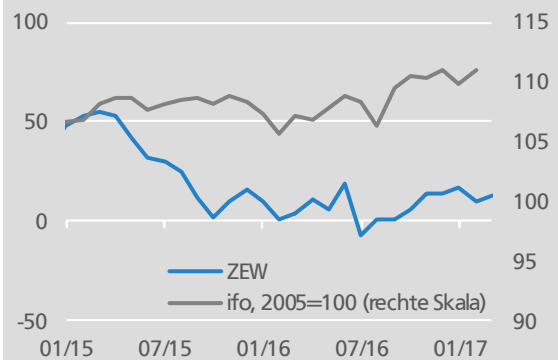
### Stimmungsindikatoren steigen

Im März wurden die wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands von Finanzmarktexperten günstiger beurteilt. Die anhand einer monatlichen Umfrage ermittelten ZEW-Konjunkturerwartungen sind gegenüber Februar leicht um 2,4 Punkte auf 12,8 Punkte gestiegen. Zum Anstieg des Indikators dürften unter anderem die jüngsten Daten zur Industriekonjunktur und zum Außenhandel Deutschlands beigetragen haben, die überwiegend günstig ausgefallen sind. Neben den Perspektiven haben die befragten Experten auch die aktuelle Lage positiver beurteilt als zuvor. Der entsprechende Lage-Indikator ist geringfügig um 0,9 Punkte auf 77,3 Punkte gestiegen. Zur Entwicklung des ifo Geschäftsklimaindexes liegen derzeit noch keine Angaben für März vor. Zuletzt, im Februar, war der auf einer regelmäßigen Unternehmensbefragung basierende Indikator um 1,1 Punkte auf 111,0 Punkte gestiegen. Er befindet sich damit weiterhin auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau.

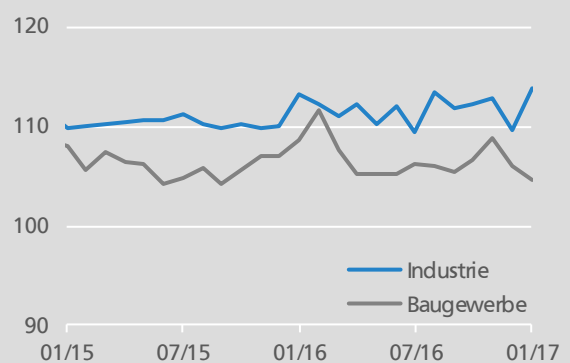
### Produktion legt deutlich zu

Die deutsche Industrie hat im Januar ihre Erzeugung merklich ausgeweitet. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat saison- und kalenderbereinigt um 3,7 % gestiegen. Damit konnte der Rückgang vom Dezember (-2,7 %) mehr als ausgeglichen werden. Im Baugewerbe ist die Produktion hingegen vor dem Hintergrund der vergleichsweise strengen Winterwitterung erneut zurückgegangen (-1,3 % nach -2,7 % im Dezember). Der industrielle Auftragseingang ist im Januar um kräftige 7,4 % gesunken, was allerdings nicht überinterpretiert werden sollte. Maßgeblich für den Rückgang waren die Bestellungen bei den Großaufträgen, die im Gegensatz zum Vormonat unterdurchschnittlich ausfielen. Zudem war der Auftragseingang zuvor, im vierten Quartal, um beachtliche 4,0 % gestiegen, wobei die Nachfrageimpulse stärker vom Inland (+5,8 %) als vom Ausland (+2,8 %) ausgingen. Alles in allem lässt die Entwicklung des Auftragseingangs zusammen mit der Verbesserung von Stimmungsindikatoren für die nahe Zukunft eine weitere Belebung der Industriekonjunktur erwarten.

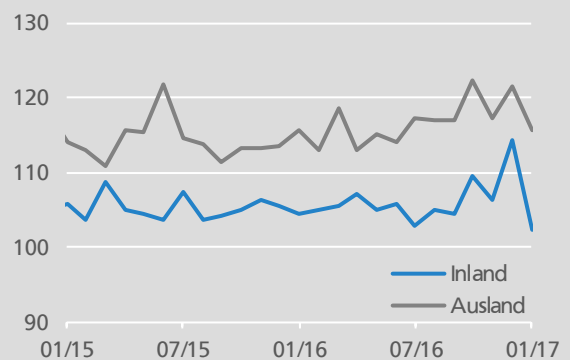
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream



### Merklicher Verbraucherpreisanstieg

Auch in Deutschland ist die Inflationsrate im Februar weiter gestiegen. Der Verbraucherpreisindex (VPI) lag um 2,2 % über seinem Vorjahresniveau. Im Dezember hatten die Verbraucherpreise noch mit einer Jahresrate von 1,9 % zugelegt. Ebenso wie im Euroraum als Ganzes waren auch in Deutschland für den Anstieg der Inflationsrate vor allem die Energie- und Nahrungsmittelpreise verantwortlich, die sich stärker verteuerten als zuvor. In den kommenden Monaten ist tendenziell mit einem Rückgang der Inflationsrate zu rechnen, da der Basiseffekt des Ölpreisverfalls vom Jahresbeginn 2016 auslaufen wird und bessere Ernten zu einer moderaten Entwicklung der Nahrungsmittelpreise führen dürften.

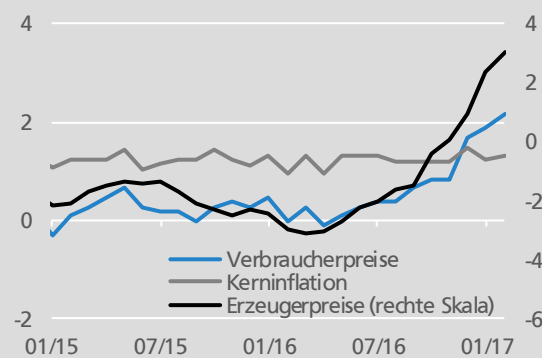
### Erneut weniger Insolvenzen

Wie bereits auf der ersten Seite dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft Kompakt“ erwähnt, ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im vergangenen Jahr deutlich gesunken (-6,9 %). Zuletzt, im Dezember, gab sie gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,5 % nach. Die Anzahl der Verbraucherinsolvenzen ist zum Jahresende in ähnlicher Größenordnung zurückgegangen (-5,7 %).

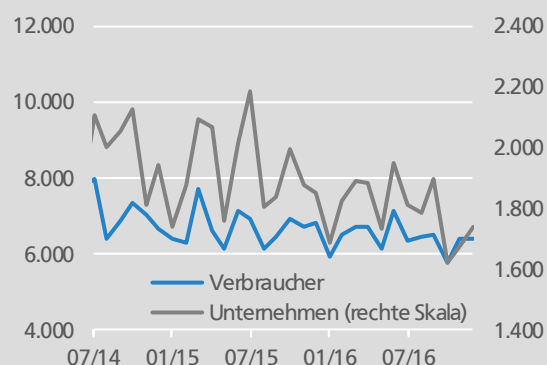
### Arbeitsmarktentwicklung weiterhin günstig

Die Arbeitsmarktzahlen fielen zuletzt abermals überwiegend günstig aus. Gemäß den Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) ging die Arbeitslosenzahl im Februar gegenüber dem Vormonat um 15.000 auf 2,762 Mio. Menschen zurück. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte auf ihrem Vormonatsniveau von 5,9 %. Auch die jüngsten Daten zur Beschäftigtenzahl verdeutlichen, dass die Grundverfassung am Arbeitsmarkt weiterhin solide ist. Die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist im Dezember saisonbereinigt um 82.000 Personen gestiegen. Zudem hat die BA die Beschäftigtenzahlen für das zweite Halbjahr 2016 rückwirkend nach oben korrigiert, da diese von einem Datenverarbeitungsfehler betroffen waren. Die neuen Zahlen lassen erkennen, dass sich der Beschäftigungsaufbau seit vergangenem Sommer nicht verlangsamt, sondern tendenziell beschleunigt hat. Vor diesem Hintergrund wurden auch die amtlichen Erwerbstätigenzahlen nach oben revidiert. ■

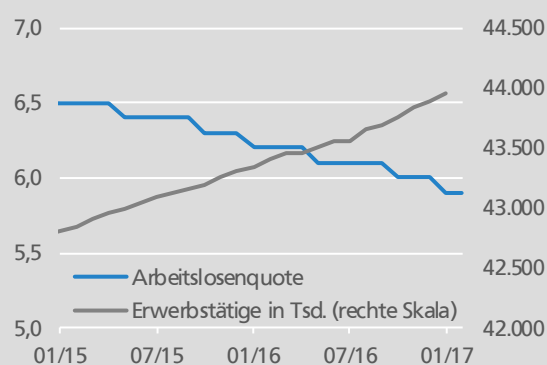
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



**Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland**  
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream