

# 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)

## Unternehmensinsolvenzen tendieren weiterhin abwärts

Gemäß der aktuellen Prognose des BVR setzt sich der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Insolvenzdaten im Jahr 2018 fort. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland wird demnach im Vergleich zum Vorjahr nochmals um knapp 7 % zurückgehen. Sie dürfte mit etwa 18.700 Fällen einen neuen Tiefstand seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 erreichen. In 2017 war die Zahl der Unternehmensinsolvenzen gegenüber dem Vorjahr um 6,6 % auf 20.093 gesunken.

Derzeit befindet sich das Insolvenzgeschehen auf einem historisch niedrigen Niveau. Dies dürfte gemäß der aktuellen Insolvenzprognose auch in naher Zukunft so bleiben. Die Prognose basiert auf der Annahme, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt 2018 um 2,2 % steigen wird. Nur bei einer schweren Rezession wäre mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen zu rechnen. So lassen Szenario-Rechnungen für den Fall, dass die Wirtschaftsleistung linear zurückgeht, sodass sie im vierten Quartal 2018 um 3,5 Prozent unter den Vorjahresstand sinkt, im Jahresendquartal einen Anstieg der Insolvenzen um kräftige 7,7 Prozent erwarten.

Ausgangspunkt für die Erstellung der Insolvenzprognose ist eine Analyse der Prognoseeigenschaften verschiedener Indikatoren. Dabei zeigt sich, dass mit dem Bruttoinlandsprodukt als zentraler Konjunkturvariable gut gearbeitet werden kann. Gemäß dem hier gewählten Analyserahmen enthalten aber auch die Arbeitslosenquote und der Ölpreis Informationen, die zur Insolvenzprognose nützlich sind.



### Inhalt

<b>Unternehmensinsolvenzen tendieren weiterhin abwärts</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>
Dr. Jan Philip Weber 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>	

## Unternehmensinsolvenzen tendieren weiterhin abwärts

Das Insolvenzgeschehen in Deutschland wird sich in 2018 voraussichtlich weiter entspannen. Schätzungen des BVR legen nahe, dass die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im Vergleich zum Vorjahr nochmals um knapp 7 % zurückgehen wird. Sie dürfte mit etwa 18.700 Fällen einen neuen Tiefstand seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 erreichen.

### Entwicklung verlief 2017 erwartungsgemäß

Die Zahl der Firmenpleiten war bereits im Jahr 2017 um knapp 7 % gesunken, wie das Statistische Bundesamt Mitte März mitteilte. Demnach wurden von den Amtsgerichten für das gesamte Jahr 20.093 Unternehmensinsolvenzen gemeldet, 6,6 % weniger als im Vorjahr. Die Entwicklung verlief damit im Wesentlichen so, wie im Frühjahr 2017 vom BVR erwartet worden war. Der BVR hatte im Rahmen der März-Ausgabe des „Volkswirtschaft Kompakt“ einen Rückgang um rund 7 % auf 20.000 Fälle prognostiziert. Grundlage für diese Prognose war ein einfaches ökonomisches Modell. Das Modell stützte sich auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) und den aus der Studie „Mittelstand im Mittelpunkt“ entnommenen Bilanzqualitätsindex. Neben diesen beiden Indikatoren können aber auch andere Variablen zur Prognose des Insolvenzgeschehens nützlich sein. Dies dient als Motivation für die nachfolgende Analyse, in der die Prognoseeigenschaften verschiedener Indikatoren für Unternehmensinsolvenzen betrachtet werden.

### Vielfältige Einflüsse und Indikatoren

In der Fachliteratur werden einige makroökonomische Größen genannt, die mit dem Insolvenzgeschehen in Zusammenhang stehen. In den meisten Arbeiten wird das BIP als zentrales Maß für die konjunkturelle Entwicklung einbezogen. Nach allgemeiner Auffassung geht eine gute (bzw. schlechte) Konjunkturlage, mit einem Rückgang (bzw. Anstieg) der Insolvenzen einher. Allerdings ist das BIP nur ein Indikator unter vielen potenziell in Betracht kommenden Konjunkturvariablen. Auch die Arbeitslosenquote, Geldmarktzinsen oder Aktienindizes reflektieren die wirtschaftlichen Wechsellagen und fließen daher in manchen Analysen ein. In vielen Untersuchungen wird zudem die Preisentwicklung berücksichtigt. Hohe (bzw.

niedrige) Inflationsraten sollten den Unternehmen mehr (bzw. weniger) Möglichkeiten zur Anhebung der Verkaufspreise geben und damit von der Tendenz her zu weniger (bzw. mehr) Insolvenzen führen. Als weitere Indikatoren werden zuweilen Ölpreise und Wechselkurse verwendet. Ein kräftiger Anstieg (bzw. Rückgang) des Ölpreises oder des Wechselkurses sollte tendenziell zu einem Anstieg (bzw. Rückgang) der Insolvenzen führen, da dies für sich genommen die Ertragslage des Unternehmenssektors verschlechtern (bzw. verbessern) kann.

Vor diesem Hintergrund werden folgende Indikatorvariablen in Hinblick auf ihre Prognoseeigenschaften für die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen (INS) getestet: Das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP), die Arbeitslosenquote (ALQ) der Bundesagentur für Arbeit bezogen auf alle zivilen Erwerbspersonen, der 3-Monats-Geldmarktzins (GZ), der Deutsche Aktienindex (DAX), der Verbraucherpreisindex (VPI), der Ölpreis (OEL) der Sorte Brent in USD sowie der reale effektive Wechselkurs des Euro (REER) gegenüber 25 Staaten. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2017.

### Bildung von Prognosemodellen

Mit jeder der genannten Variablen wird anschließend ein Prognosemodell vom Typ ARX erstellt. Bei diesen Modellen wird die zu prognostizierende Variable durch eigene verzögerte Werte und eine Indikatorvariable  $X$  bestimmt. Voraussetzung für die Bildung dieser Modelle ist, dass die einbezogenen Reihen stationär sind. Statistischen Tests zufolge können fast alle genannten Zeitreihen durch die Bildung von ersten Differenzen in Reihen überführt werden, die als stationär anzusehen sind. Eine Ausnahme ist die REER-Reihe, für welche die Tests signalisieren, dass sie bereits in Niveaudaten stationär ist.

Die Prognosemodelle werden im oberen Teil der Tabelle 1 dokumentiert. Vor dem Hintergrund der geringen Anzahl von Beobachtungen und im Interesse einer guten Prognoseleistung werden sehr einfache Modelle gebildet.

Im Rahmen der Modellbildung werden zunächst anhand von Kreuzkorrelogrammen die dynamischen Zusammenhänge zwischen der zu prognostizierenden Variable und der jeweiligen Indikatorvariable betrachtet. Dabei wird ausgehend von bis zu vier Verzögerungen ermittelt, bei welcher Verzögerung der jeweilige Indikator seine maximale positive bzw. negative Korrelation mit der Prognosevariable erreicht. Wie in der zweiten Spalte der vierten Zeile der Tabelle gezeigt, erreicht bspw. die Veränderung des BIP (dBIP) bei einer Verzögerung von einem Quartal ihre maximale negative Korrelation mit der Veränderung der Insolvenzzahl (dINS). Der Korrelationskoeffizient beträgt in diesem Fall -0,38. Die Variable dBIP geht daher mit einer Verzögerung von einem Quartal in das Modell ein. Anschließend werden die Modelle (einem simple-to-general-Ansatz folgend) noch um verzögerte Werte der Prognosevariable ergänzt. Dies erfolgt nur dann, wenn die Koeffizienten der verzögerten Werte als signifikant anzusehen sind. In das Modell 1 wird bspw. dINS mit einer Verzögerung um ein Quartal eingefügt, wie in der fünften Zeile der Tabelle zu sehen ist.

Wie aus der vierten Zeile der Tabelle hervorgeht, lassen sich für die im letzten Abschnitt genannten intuitiven Zusammenhänge gewisse Anhaltspunkte finden. So ist der Zusammenhang zwischen dBIP(-1) und dINS wie bereits erwähnt negativ. Der Korrelationskoeffizient

beträgt -0,38 und liegt damit über den absoluten Vergleichswerten der anderen Indikatorvariablen. Es verwundert daher auch nicht, dass dieses Modell unter allen Modellen das höchste Bestimmtheitsmaß (0,17) besitzt. Auch dGZ(-1), dDAX(-1) und dVPI(-1) zeigen negative Korrelationskoeffizienten, wobei jener von dVPI(-1) mit -0,11 vergleichsweise niedrig ist. Die Variable dAIQ(-1) ist hingegen positiv mit der Prognosevariablen korreliert, was intuitiv ebenfalls nachvollziehbar scheint. So ist ein Anstieg der Arbeitslosenquote ein Zeichen für eine schwache Konjunkturlage und sollte von der Tendenz her mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen einhergehen. Auch dOEL und REER sind erwartungsgemäß positiv mit dINS korreliert, wobei REER unter allen einbezogenen Variablen den niedrigsten Korrelationskoeffizienten aufweist.

### Modellauswahl

Nun stellt sich die Frage, mit welchem Modell die künftige Insolvenzentwicklung prognostiziert werden soll. Zur Beantwortung dieser Frage werden sogenannte out-of-sample-Prognosen durchgeführt. Dazu wird der Gesamtzeitraum in zwei Teilzeiträume unterteilt: Der Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2011 dient der Modellschätzung. Der Zeitraum vom ersten Quartal 2012 bis zum vierten Quartal 2017 wird zur Prognosefehlerberechnung verwendet. Für

**Prognosemodelle im Vergleich**

Tab. 1

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6	Modell 7	Modell 8
Prognosevariable	dINS							
Indikatorvariable	dBIP(-1)	dALQ(-1)	dGZ(-1)	dDAX(-1)	dVPI(-1)	dOEL	REER	-
(Korrelation mit dINS)	(-0.38)	(0.24)	(-0.25)	(-0.21)	(-0.11)	(0.19)	(0.02)	-
AR-Term	dINS(-1)	dINS(-1)	dINS(-1)	-	-	-	-	dINS(-1)
Bestimmtheitsmaß	0.17	0.09	0.08	0.04	0.01	0.03	0.00	0.01
Mittlerer absoluter Prognosefehler								
1 Quartal (24 Prognosen)	167	177	191	205	191	180	198	187
2 Quartale (23 Prognosen)	171	186	202	208	193	182	201	195
3 Quartale (22 Prognosen)	175	191	206	214	196	185	203	200
4 Quartale (21 Prognosen)	177	195	209	217	197	186	205	203
Theils-U (Referenz: Modell 8)								
1 Quartal (24 Prognosen)	0.89	0.95	1.02	1.10	1.02	0.96	1.06	1.00
2 Quartale (23 Prognosen)	0.87	0.95	1.03	1.07	0.99	0.93	1.03	1.00
3 Quartale (22 Prognosen)	0.87	0.96	1.03	1.07	0.98	0.93	1.02	1.00
4 Quartale (21 Prognosen)	0.87	0.96	1.03	1.07	0.97	0.92	1.01	1.00

Quelle: Schätzungen des BVR

verschiedene Prognosehorizonte, die sich von einem Quartal bis zu vier Quartalen erstrecken, werden 21 Prognosen (Prognosehorizont: vier Quartale) bis 24 Prognosen (Prognosehorizont: ein Quartal) durchgeführt. Dabei wird der Zeitraum der Modellschätzung jeweils um ein Quartal verlängert und der Evaluationszeitraum um ein Quartal verkürzt. Mit diesem Vorgehen wird ein Prognostiker imitiert, der bereits in der Vergangenheit mit den verschiedenen Modellen prognostizierte, und nun – im Nachhinein – ermitteln kann, welches Modell die beste Prognoseleistung zeigte.

Die Ergebnisse dieser out-of-sample-Prognosen werden im unteren Teil der Tabelle 1 gezeigt. Dort sind einerseits die mittleren absoluten Prognosefehler dokumentiert und andererseits die sogenannten Theils-U-Werte, die die Prognosefehler der einzelnen Modelle in Relation zu jenen eines Referenzmodells setzen. Als Referenzmaßstab wird hier die Prognoseleistung des Modells 8 verwendet, in das als erklärende Variable lediglich die um ein Quartal verzögerte Veränderung der Insolvenzzahl  $dINS(-1)$  eingeht. Gemessen am mittleren absoluten Prognosefehler weist das Modell 1 mit  $dBIP(-1)$  als Indikatorvariable die beste Prognoseleistung auf. Mit diesem Modell lässt sich die Prognoseleistung des Referenzmodells um 11 % (Prognosehorizont ein Quartal) bis 13 % (Prognosehorizont zwei bis vier Quartale) übertreffen. Auch die Modelle 2 und 6 mit  $dALQ(-1)$  und  $dOEL$  schneiden vergleichsweise gut ab und liefern über alle Prognosehorizonte hinweg stets niedrigere Prognosefehler als das Modell 8. Bei den Modellen 3, 4, 5 und 7 liegen die Prognosefehler hingegen durchweg nahe bei den Vergleichswerten des Referenzmodells oder darüber. Dies signalisiert, dass die Einbeziehung der Indikatorvariablen  $dGZ(-1)$ ,  $dDAX(-1)$ ,  $dVPI(-1)$  und  $REER$  bei der Prognose von  $dINS$  wenig sinnvoll ist.

### Erstellung der Insolvenzprognose

Mit dem Modell 1 kann nun die zukünftige Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen prognostiziert werden. Die wichtigsten Schätzergebnisse des Modells werden in Abbildung 1 beschrieben. Statistische Tests ergeben, dass das Modell die klassischen Anforderungen in Hinblick auf die Schätzfehler erfüllt und somit

**Prognosemodell**  
Schätzergebnisse

Abb. 1

$$dINS_t = \alpha_1 dBIP_{t-1} + \alpha_2 dINS_{t-1} + \varepsilon_t$$

Koeffizienten(t-Werte)

$$\alpha_1 = -179,91 (-3,71)$$

$$\alpha_2 = -0,19 (-1,72)$$

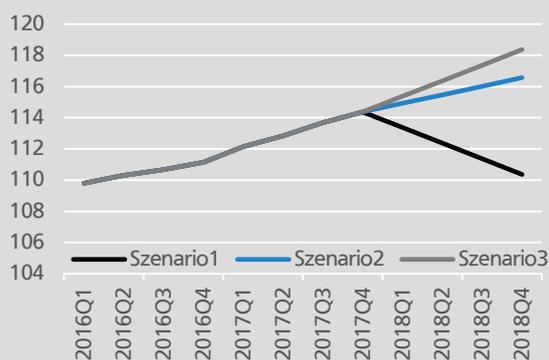
Schätzzeitraum: 1999Q3-2017Q4

$dINS$  = Veränderung der Insolvenzfälle zum Vorquartal  
 $dBIP$  = Veränderung des BIP zum Vorquartal

**Szenarien zum Verlauf des BIP**

Abb. 2

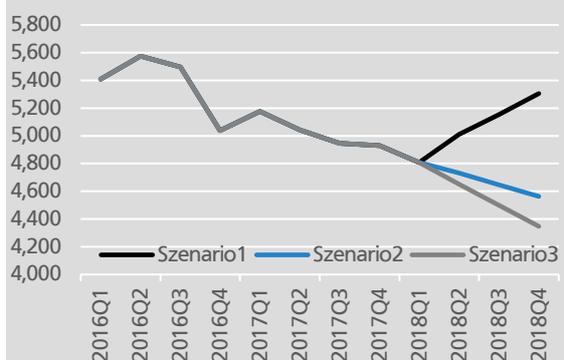
2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Prognosen zum Verlauf der Insolvenzen**

Abb. 3

Unternehmensinsolvenzen, vierteljährliche Fallzahl



Quelle: Destatis, Schätzungen und Prognosen des BVR

unverzerrte Prognosen liefert. Nun müssen noch Annahmen zum künftigen Verlauf des BIP getroffen werden.

Derzeit befindet sich das Insolvenzgeschehen auf einem historisch niedrigen Niveau. Ob die Insolvenzzahl in naher Zukunft weiter zurückgeht, oder ob es unter Umständen auch zu einem Anstieg der Fallzahl kommen könnte wird nachfolgend anhand von drei ad hoc Szenarien untersucht (siehe Abbildung 2). Im Szenario 1 wird das Eintreten einer schweren Rezession angenommen. Hier wird unterstellt, dass das BIP linear zurückgeht und im vierten Quartal 2018 um 3,5 % unter dem Vorjahresquartal liegen wird (Jahresverlaufsrate - 3,5 %). Für das Szenario 2 wird hingegen ein linearer Anstieg unterstellt, sodass das BIP mit einer Jahresverlaufsrate von 1,9 % steigt und im Jahresdurchschnitt um 2,2 % über dem Vorjahreswert liegen wird. Im Szenario 3 wird schließlich mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet, die zu einer BIP-Jahresverlaufsrate von 3,5 % führen würde.

Im Ergebnis wird für die Unternehmensinsolvenzen im Szenario 1 ein merklicher Anstieg der Unternehmensinsolvenzen prognostiziert (siehe Abbildung 3). In diesem Szenario würde die Fallzahl im vierten Quartal 2018 gegenüber dem Vorjahresquartal um kräftige 7,7 % zulegen. Damit würde der Rückgang des Jahres 2017 im Wesentlichen neutralisiert werden. Das Eintreten dieses Szenarios ist gleichwohl angesichts der aktuell nach wie vor günstigen Wirtschaftsperspektiven sehr unwahrscheinlich. Zudem würde die Insolvenzzahl auch in diesem Fall auf einem im langjährigen Vergleich niedrigen Niveau bleiben. Gemäß dem Szenario 3 wäre im Jahresendquartal 2018 mit einem Rückgang der Insolvenzfälle um 11,8 % zu rechnen. Auch dem Eintreten dieses Szenarios ist jedoch eher eine geringe Wahrscheinlichkeit beizumessen. Im mittleren Szenario 2 käme es im vierten Quartal 2018 gegenüber dem Vorjahresquartal zu einem Rückgang um 7,4 %. Bezogen auf das gesamte Jahr 2018 wäre exakt gerechnet mit einer Fallzahl von 18.749 Unternehmensinsolvenzen zu rechnen, was gegenüber 2017 einer Verminderung um 6,7 % entspräche. Dieses Szenario besitzt aus heutiger Sicht eine hohe Wahrscheinlichkeit.

## Fazit

In diesem Beitrag wurden die Eigenschaften verschiedener makroökonomischer Größen bezüglich der Prognose der Unternehmensinsolvenzen untersucht. Dabei zeigt sich, dass mit dem BIP als zentraler Konjunkturvariable gut gearbeitet werden kann. Aber auch die Arbeitslosenquote und der Ölpreis scheinen Informationen zu enthalten, die zur Insolvenzprognose nützlich sind. An dieser Stelle ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die zuletzt getroffenen Aussagen stark von dem hier gewählten Analyserahmen abhängig sein dürften und sich somit kaum verallgemeinern lassen.

Gemäß der aktuellen Insolvenzprognose des BVR wird die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im laufenden Jahr 2018 abermals zurückgehen. Selbst bei einer schweren Rezession würde die Insolvenzzahl weiterhin auf einem im langjährigen Vergleich niedrigen Niveau bleiben.

## Finanzmärkte

### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt moderat

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 56 von 100 möglichen Punkten weiterhin ein moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum. Der Zins-Tacho bestätigte lag damit unverändert auf seinem Vormonatswert. Während die gute Konjunktur die Preise treibt, kommen von Seiten des etwas stärkerem Euro eher preisdämpfende Effekte.

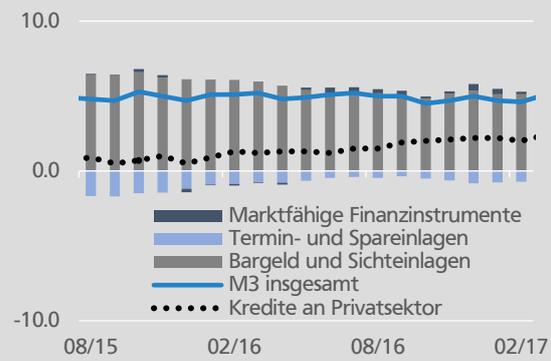
### EZB passt geldpolitisches Statement an

Die Europäische Zentralbank hat einen weiteren kleinen Schritt in Richtung einer allmählichen Normalisierung ihrer Geldpolitik gemacht. So beschloss der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am vergangenen Donnerstag, den Hinweis auf nötigenfalls noch mehr Anleihekäufe aus dem geldpolitischen Statement der EZB zu streichen. EZB-Präsident Mario Draghi betonte im Anschluss zur Ratssitzung, dass der Entschluss einstimmig gefallen sei. Draghi begründete die Anpassung des geldpolitischen Ausblicks mit dem kräftigen und breit angelegten Aufschwung in der Eurozone. Gleichwohl räumte der EZB-Präsident ein, dass die Inflation im Währungsraum weiterhin zu gering ausfalle.

Den Leitzins belieben die führenden Notenbanker des Währungsraumes unverändert bei 0,0 %. Auch den Einlagensatz veränderten die Notenbanker nicht. Er blieb damit auf seinem Allzeittief von -0,4 %. Das Anleiheaufkaufprogramm soll nach wie vor bis Ende September 2018 mit einem monatlichen Aufkaufvolumen von 30 Mrd. Euro mit der Option auf eine abermalige Verlängerung weiterlaufen. Besorgt äußerte sich der EZB-Präsident über den Handelskonflikt zwischen den USA und der EU. Nachdem US-Präsident Donald Trump hohe Zölle auf Stahl und Aluminium angekündigt hatte, signalisierte die EU ihre Bereitschaft ebenfalls Zölle auf ausgewählte US-amerikanische Waren zu erheben. Nach Auffassung Draghis dürfte ein zunehmender Protektionismus im Welthandel das Wirtschaftswachstum in Europa und der Welt spürbar dämpfen.

### Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



### BVR Zins-Tacho

in Punkten



	Jan 18	Feb. 18	Mrz. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	75	75	75
Preise/Kosten (40 %)	38	37	37
Kreditdynamik (10 %)	42	42	43

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. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Fed hebt Leitzins an

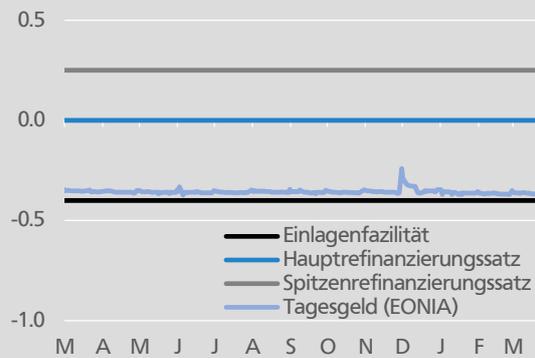
Die US-Notenbank Fed hat auf ihrer jüngsten geldpolitischen Sitzung eine weitere leichte Zinsanhebung beschlossen. Auf der ersten Sitzung unter Leitung des neuen Notenbankchef Jerome Powell beschloss der Fed-Offenmarktausschuss eine Anhebung des US-Leitzinses um 25 Basispunkte. Der Zielsatz des US-Leitzinses liegt damit seit dem 22. März in einer Spanne von 1,50 bis 1,75 %. Der neue US-Notenbankchef machte im Nachgang der geldpolitischen Sitzung deutlich, dass die US-Notenbank das Tempo der Zinserhöhungen in diesem Jahr trotz der guten wirtschaftlichen Lage in den USA nicht verschärfen werde. Das würde bedeuten, dass für 2018 nur noch zwei Leitzinserhöhungen zu erwarten sind. Zum Ende dieses Jahres dürfte die Zielrate des US-Leitzinses in einer Spanne zwischen 2,00 und 2,25 % liegen.

US-Notenbankchef Jerome Powell äußerte sich auch zum aktuellen Handelskonflikt. Er warnte, dass sich eine Ausweitung des Handelskonfliktes negativ auf den wirtschaftlichen Ausblick für die US-Wirtschaft auswirken werde. In diesem Zusammenhang betonte Powell, dass die bisher beschlossenen Maßnahmen der US-Regierung, d.h. die Strafzölle auf Stahl und Aluminium, keine bedeutsamen Auswirkungen auf das Wachstum in den USA haben werden.

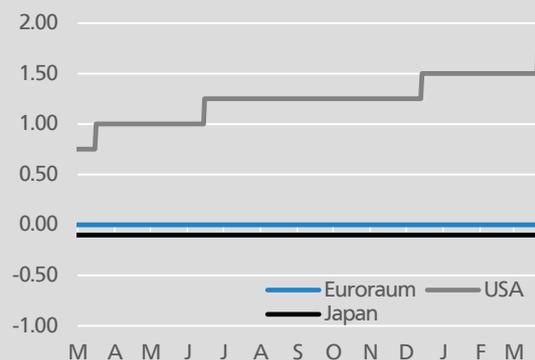
### Geldmarktzinsen bleiben unverändert

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im vergangenen Monat nicht von der Stelle bewegt. So lag der 3-Monats-Euribor am 21. März mit -0,33 % unverändert auf seinem Vormonatsultimo. Der 12-Monats-Euribor blieb ebenfalls unverändert bei -0,19 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt bei -0,36 % und lag damit im Schnitt genauso hoch wie im Februar 2018.

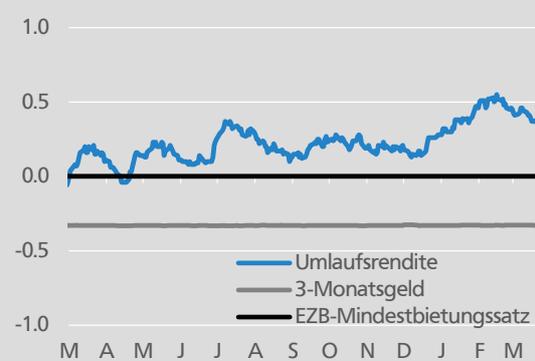
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Bundesanleihen gefragt

Bundesanleihen waren im März unterm Strich wieder gefragt. Besonders ab der zweiten Märzwoche bevorzugten Investoren verstärkt die als besonders sicher geltenden Staatspapiere aus Deutschland. Auf Monatsfrist kam es im Zuge dessen zu einem Renditerückgang bei Bundesanleihen und anderen europäischen Staatsanleihen. So fiel die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere im März um 6 Basispunkte auf 0,39 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit fiel im gleichen Zeitraum um 7 Basispunkte auf 0,59 %.

Getrieben wurde die Nachfrage nach Sicherheit in erster Linie von der Furcht vor einem Handelskrieg zwischen den USA und weiten Teilen der Welt. So hatte US-Präsident Donald Trump zu Monatsbeginn angekündigt, Strafzölle für Stahl- und Aluminiumimporte zu verhängen. Die Europäische Union kündigte im Zuge dessen ihrerseits an, auf US-Strafzölle mit eigenen Strafzöllen auf US-Produkte reagieren zu wollen. Der US-Präsident drohte daraufhin, dass die USA im Falle einer europäischen Antwort Strafzölle auf weitere europäische Waren, wie z.B. Automobile, verhängen werden. In der zweiten Monatshälfte stiegen jedoch die Hoffnungen auf eine Schlichtung des Streits über die US-Importzölle zwischen der EU und den USA. Viele Investoren hofften, dass die betroffenen Exportländer mit den USA in Verhandlungen treten werden, um einen Handelskrieg doch noch abzuwenden.

Renditetreibend wirkten sich hingegen die aufwärts gerichteten Zinserwartungen in den USA aus. Diese sorgten vor allem in den USA dafür, dass die Renditen auf Monatsfrist nicht zurückgegangen waren. In den USA pendelten sich die Renditen von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren am 21. März mit 2,91 % gut 4 Basispunkte über ihrem Vormonatsultimo ein.

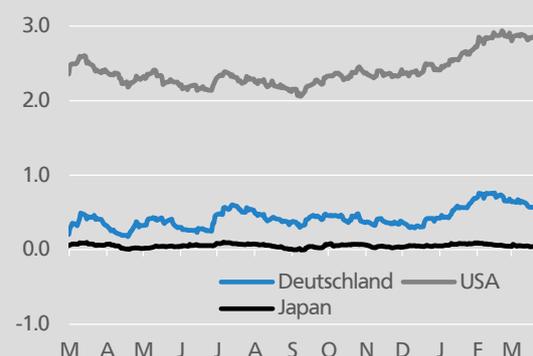
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



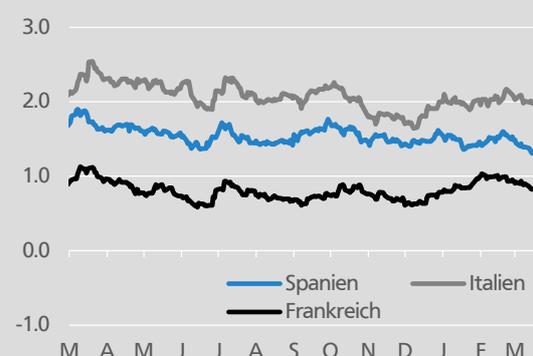
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

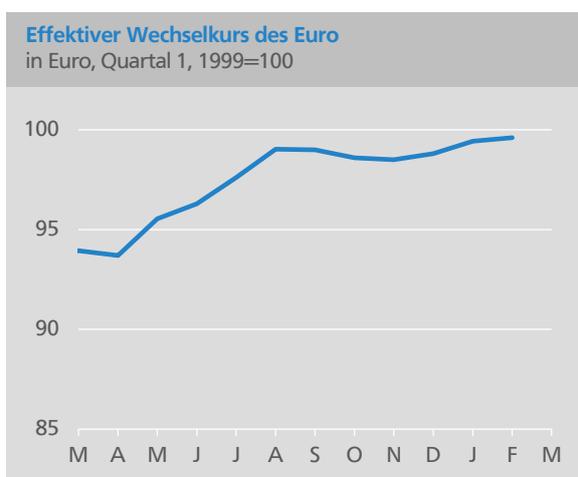
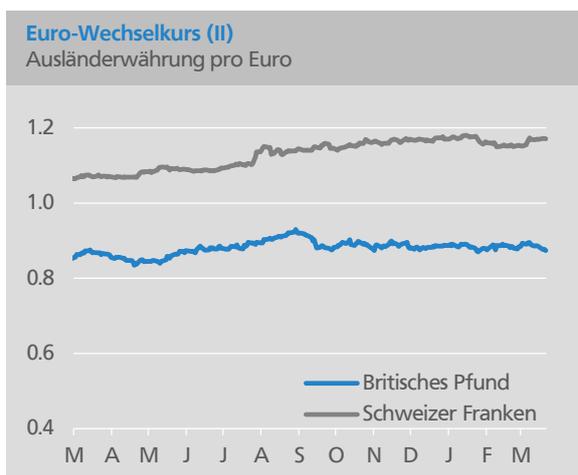
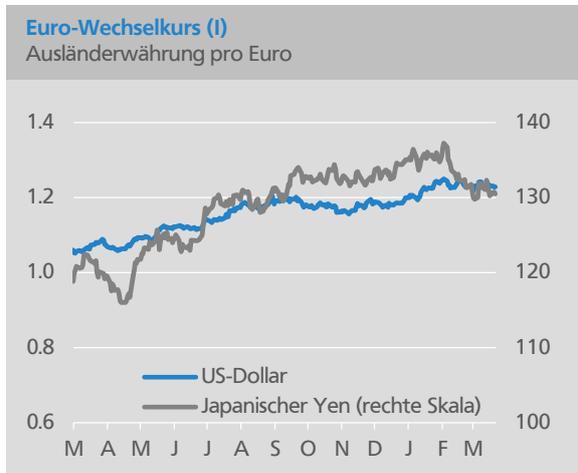
### Euro bei 1,23 US-Dollar

Treibende wie dämpfende Faktoren beim Wechselkurs des Euro zum US-Dollar hielten sich im März die Waage. Am 21. März pendelte sich der Euro-Dollar Kurs bei 1,23 US-Dollar ein und notierte damit 1 US-Cent höher als Ende Februar.

Dämpfend auf den Außenwert des US-Dollar wirkte der sich zuspitzende Handelskonflikt zwischen den USA und der EU bzw. China. Auch die wiederkehrenden Personalrochaden in der US-Regierung schwächten das Vertrauen der Anleger in den Greenback. Auftrieb erhielt der Dollar hingegen immer wieder von Seiten der US-Konjunktur. So überzeugten unter anderem die US-Industrie aber auch die US-Verbraucher. Laut dem Stimmungsbarometer der Universität Michigan war die Konsumlaune in den USA zuletzt auf den höchsten Stand seit 14 Jahren gestiegen.

Gestärkt wurde der Greenback zudem von den Zinserwartungen in den USA. Im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung des Offenmarktausschusses ging die Mehrheit der Händler davon aus, dass die US-Notenbank Fed im März erneut an der Zinsschraube drehen werde. Die Erwartungen wurden von der US-Notenbank nicht enttäuscht. Die Fed erhöhte den Zielwert ihres Leitzinses leicht um 25 Basispunkte. Der Zinskorridor verschob sich damit auf 1,50 bis 1,75 %.

Der Euro litt im März unter dem weiterhin sehr expansiven geldpolitischen Ausblick für den Euroraum. Für viele Investoren dürfte die Zinswende im Währungsraum noch lange auf sich warten lassen. EZB-Präsident Mario Draghi verwies im Nachgang zur Sitzung des EZB-Rats noch einmal darauf, dass die Teuerung erst nachhaltig in Richtung des Zielwerts von nahe aber unter 2 % steigen müsse, bevor die EZB den endgültigen Ausstieg aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik einleiten werde. Aktuell liegt die Inflationsrate im Währungsraum bei lediglich 1,1 %.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## DAX leicht im Minus

An den Aktienmärkten dies- wie jenseits des Atlantiks blieb die Stimmung im März verhalten. Nach den Verlusten im Februar stabilisierte sich die Lage an den Aktienmärkten zwar. Trotzdem standen die Aktienmärkte auf Monatssicht leicht im Minus. So notierte der DAX am 21. März bei 12.309 Punkten und damit 1,0 % niedriger als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones sank im gleichen Zeitraum um 1,4 % auf 24.682 Zähler.

Gedämpft wurde die Stimmung an den Aktienmärkten von der Aussicht auf weiter steigende Leitzinsen in den USA. Im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung der Fed erwartete die Mehrheit der Anleger eine leichte Anhebung des Korridors für den geldpolitischen Zielkurs. Diesen Erwartungen entsprach die US-Notenbank dann auch. Zudem kündigte der neue Notenbankchef Jerome Powell für 2108 einen moderaten Zinserhöhungskurs an. Die Fed dürfte dabei die Zinsen wohl noch zwei Mal in diesem Jahr erhöhen. Den DAX belasteten zudem zu Monatsbeginn politische Unsicherheiten im Vorfeld der Wahl in Italien.

Besonders heftig fiel jedoch die Reaktion auf den drohenden Zollkonflikt Europas mit den USA aus. Der drohende Handelsstreit wurde an den Finanzmärkten als ein großes Risiko für das Wachstum dies- wie jenseits des Atlantiks gesehen. Nachdem US-Präsident Donald Trump Strafzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte angekündigt hatte, gaben die Kurse dies- wie jenseits des Atlantiks deutlich nach. Die USA planen, Strafzölle von 25 % auf Stahl und 10 % auf Aluminium zum Schutz der US-Industrie zu erheben. Zudem kündigte der US-Präsident in der zweiten Märzwoche weitere US-Strafzölle auf Produkte aus China und Europa, wenn diese ihrerseits mit Strafzöllen auf die Importzölle auf Stahl und Aluminium reagieren sollten. Betroffen sein könnten dann auch die deutschen Autobauer. An den Finanzmärkten wurde der US-Präsident noch mehr als bislang als ein großes politisches Risiko für die Stabilität der Finanzmärkte wahrgenommen. ■

### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Investitionen nehmen an Fahrt auf

Das Wirtschaftswachstum hat im Euroraum zuletzt zwar geringfügig an Dynamik verloren, aber dafür an Breite gewonnen. Gemäß den inzwischen vorliegenden detaillierten Angaben von Eurostat ist das BIP im Jahresendquartal mit einer kräftigen Verlaufsrate von 0,6 % gestiegen. Im dritten Quartal hatte es um 0,7 % zugelegt. Anders als noch im Vorquartal trugen im vierten Quartal neben den Nettoexporten und den Konsumausgaben auch die Anlageinvestitionen zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei. Die Bruttoanlageinvestitionen sind im vierten Quartal um 0,9 % expandiert, nachdem sie zuvor um 0,2 % gesunken waren. Für das erste Quartal lassen Frühindikatoren wie der Wirtschaftsklimaindex ein Anhalten des merklichen BIP-Wachstums erwarten.

### Rückläufige Industrieproduktion

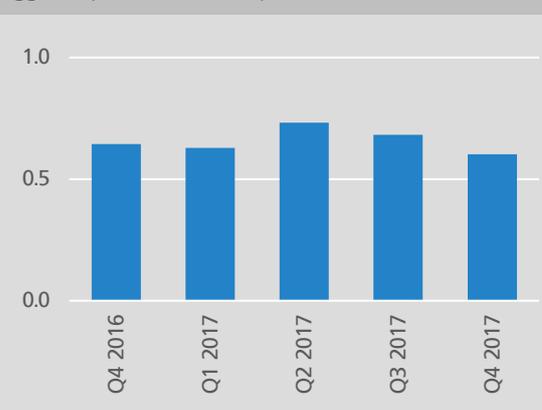
Die Aufwärtsbewegung in den amtlichen Daten zur Industrieproduktion hat sich zu Jahresbeginn nicht fortgesetzt. Gemäß vorläufigen Angaben von Eurostat ist der Ausstoß im Januar gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,0 % zurückgegangen, nachdem er zuvor drei Monate in Folge gestiegen war. Gemäß dem Order-Indikator dürfte die Industrieproduktion in den nächsten Monaten wieder auf ihren Wachstumskurs einschwenken. Der Order-Indikator ist im Februar mit 9 Punkten nahezu unverändert auf hohem Niveau geblieben.

### Inflationsrate bei 1,1 %

Die auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) basierende Inflationsrate des Euroraums ist im Februar gegenüber Januar von 1,3 % auf 1,1 % zurückgegangen. Insbesondere die Energie- und Nahrungsmittelpreise trugen zum Rückgang der Gesamtrate bei. Energie hat sich im Februar etwas weniger stark verteuert als zuvor (+2,1 % nach +2,2 % im Januar). Der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln hat sich deutlicher vermindert (+1,0 % nach +1,9 %). Die Kernrate ohne Berücksichtigung von Nahrungsmittel- und Energiepreisen verharrte im Februar auf ihrem Vormonatswert von 1,0 %.

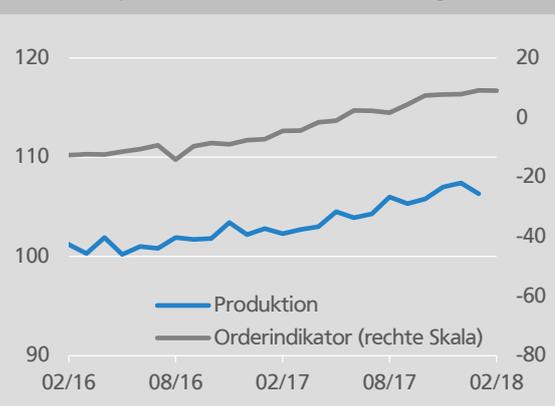
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



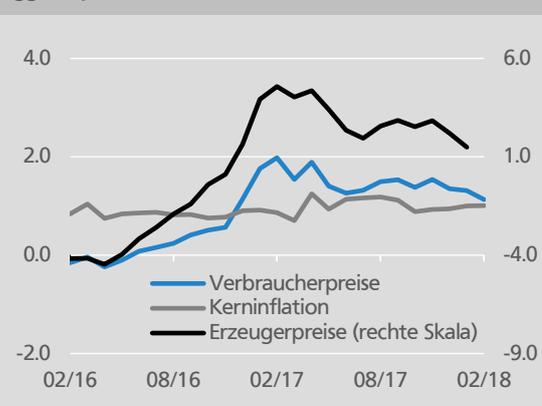
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



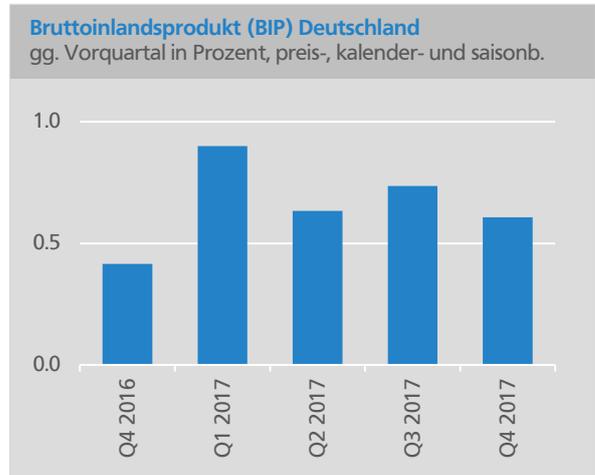
Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Konjunkturforscher legen neue Prognosen vor

In den zurückliegenden Wochen haben viele Konjunkturforscher ihrer Frühjahrsprognosen veröffentlicht. Während einige Experten, wie die Fachleute des Hamburger WeltWirtschaftsinstituts (HWWI), ihre Prognosen für das Wirtschaftswachstum Deutschlands gegenüber Ende 2017 unverändert ließen, haben andere ihre Wachstumseinschätzungen leicht nach oben revidiert. So gehen beispielsweise die Konjunktorexperthen des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) davon aus, dass das preisbereinigte BIP im Jahr 2018 um 2,3 % über das Vorjahresniveau steigen wird. Im November hatte sie noch mit einem BIP-Wachstum um 2,2 % gerechnet. Die minimale Aufwärtskorrektur wird mit dem nochmals verbesserten außenwirtschaftlichen Umfeld begründet, das hierzulande zu einem stärkeren Anstieg der Ausfuhren führen dürfte. Der SVR befindet sich mit seiner Einschätzung im Mittelfeld des aktuellen Prognosespektrums. Deutlich optimistischer sind die Fachleute des ifo Instituts. Diese erwarten eine günstigere Investitionsentwicklung und prognostizieren einen BIP-Zuwachs um 2,6 %.

Die Risiken der wirtschaftlichen Entwicklung haben nach Auffassung vieler Konjunkturforscher zuletzt zugenommen. Verwiesen wird in diesem Zusammenhang häufig auf den Wahlausgang in Italien, die Unklarheit über die Ausgestaltung des Brexit und insbesondere auch die angekündigten Zollerhöhungen auf Stahl und Aluminium durch die USA. Sollte es zu einer Spirale aus protektionistischen Maßnahmen kommen, wäre nach allgemeiner Einschätzung auch in Deutschland mit einem niedrigeren Wirtschaftswachstum zu rechnen.

Trotz der gestiegenen globalen Unsicherheiten geht der BVR derzeit weiterhin davon aus, dass das preisbereinigte BIP in 2018 um 2,2 % steigen wird. Zwar zeichnet sich angesichts des nach wie vor hohen Stands wichtiger Stimmungsindikatoren und des hohen Industrie-Auftragseingangs für das zu Ende gehende erste Quartal eine Wachstumsbeschleunigung ab. Im weiteren Jahresverlauf dürfte die Dynamik aber nachlassen.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Weniger optimistische Konjunkturerwartungen

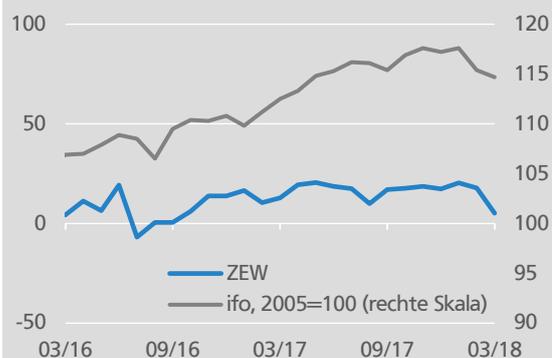
Von Unternehmen und Finanzmarktexperten werden die wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands zuletzt nicht mehr ganz so positiv bewertet. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im März um 0,7 Punkte auf 114,7 Punkte gesunken. Er hat sich damit weiter von seinem Höchststand von 117,6 Punkten entfernt, den er zuvor im Januar erreicht hatte. Maßgeblich für den Rückgang des Stimmungsindicators waren in erster Linie die Geschäftsaussichten. Diese wurden von den befragten Unternehmen per saldo etwas zurückhaltender beurteilt, wozu nicht zuletzt die Sorgen vor einem globalen Handelskrieg beigetragen haben dürften. Die auf einer Umfrage unter Finanzmarktexperten basierenden ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im März deutlich zurückgegangen. Der Indikator gab gegenüber Februar um 12,7 Punkten nach. Er befindet sich mit 5,1 Punkten jedoch nach wie vor im positiven Bereich.

### Uneinheitliche Produktionsdaten

Die amtlichen Produktionsdaten fielen zum Jahresbeginn gemischt aus. Der Industrieausstoß ist im Januar zwar gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,6 % gestiegen. Im Baugewerbe (-2,2 %) war die Produktion aber erneut rückläufig. Maßgeblich für die schwachen Bauzahlen dürfte sein, dass sich die Aktivitäten in diesem Wirtschaftsbereich bereits auf einem sehr hohen Niveau befinden, welches angesichts des zunehmenden Arbeitskräftemangels offenbar kaum noch gesteigert werden kann. Die Industriekonjunktur dürfte in den kommenden Monaten lebhaft bleiben. Darauf deutet neben dem nach wie vor hohen Stand wichtiger Stimmungsindikatoren auch die Entwicklung des industriellen Auftrags-eingangs hin. Die Aufträge sind nach einem kräftigen Anstieg mit einer Verlaufsrate von 3,0 % im Dezember im Januar um deutliche 3,9 % gesunken. Im Zweimonatsvergleich Oktober/November gegenüber Dezember/Januar ergab sich jedoch ein Zuwachs von 0,9 %. Die Nachfrageimpulse gehen nach wie vor in erster Linie vom Ausland aus.

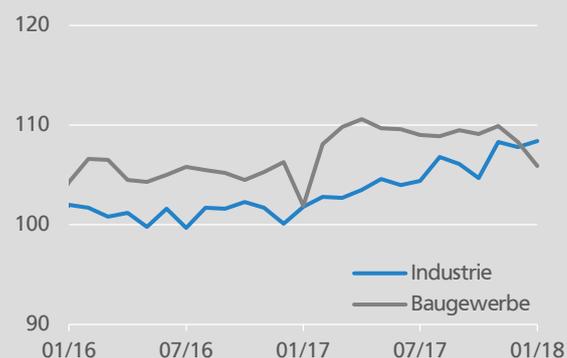
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



#### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Schwächerer Anstieg der Verbraucherpreise

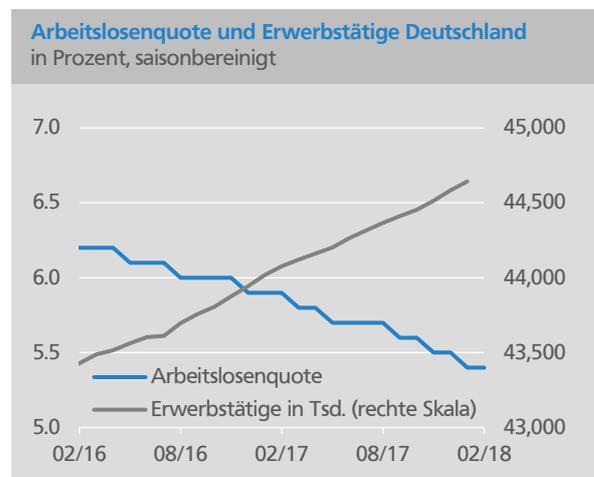
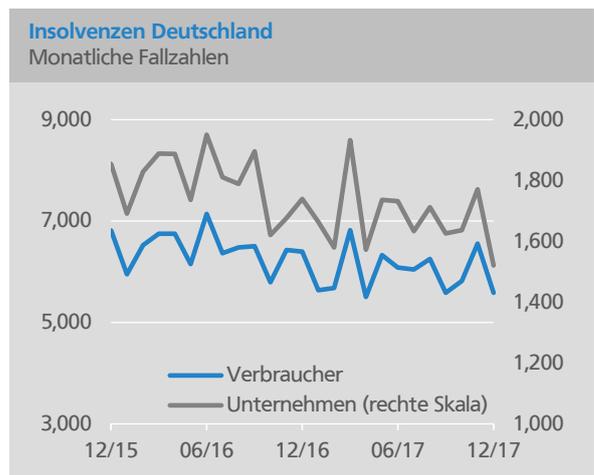
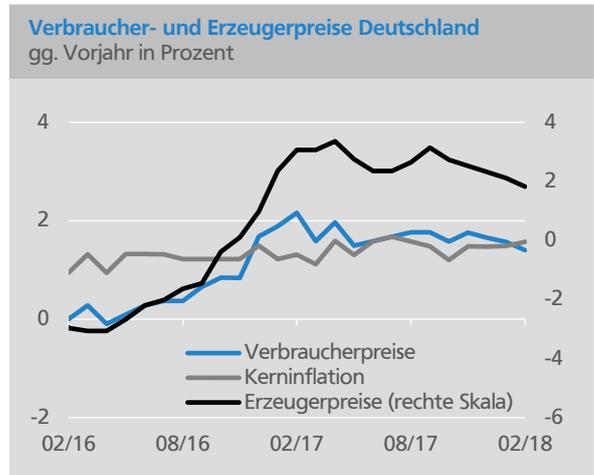
Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Inflationsrate Deutschlands, gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI), von 1,6 % im Januar auf 1,4 % im Februar gesunken. Das Statistkamt hat damit das Gesamtergebnis seiner vorläufigen Schätzungen von Ende Februar bestätigt. Für den vergleichsweise moderaten Anstieg der Verbrauchpreise war in erster Linie die Preisentwicklung bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen verantwortlich. Die Erzeugerpreise sind im Februar um 1,8 % gestiegen, nachdem sie im Januar noch um 2,1 % zugelegt hatten.

### Abermals weniger Insolvenzen in 2017

Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen ist, wie bereits auf den ersten Seiten dieses „Volkswirtschaft Kompakts“ dargestellt, im Jahr 2017 gegenüber dem Vorjahr um 6,6 % auf 20.093 zurückgegangen. Die Summe der voraussichtlichen Forderungen aus den Firmenpleiten wird von den Amtsgerichten auf 29,7 Mrd. Euro geschätzt. Sie ist gegenüber dem Vorjahr (27,4 Mrd. Euro) leicht gestiegen, was auf vergleichsweise mehr Insolvenzen von wirtschaftlich bedeutenden Unternehmen zurückzuführen ist. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab um 6,9 % auf 71.896 Fälle nach. Zuletzt, im Dezember, sind die Firmenpleiten gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um kräftige 12,6 % gesunken; die Verbraucherinsolvenzen verminderten sich um 12,7 %.

### Gute Arbeitsmarktentwicklung hält an

Die günstigen Trends am deutschen Arbeitsmarkt haben sich fortgesetzt. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) ist die Arbeitslosenzahl von Januar auf Februar um 24.000 auf 2,546 Mio. Menschen gesunken. Die jahreszeitlich bedingte Belegung ist damit kräftiger ausgefallen als üblich. In der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung ergab sich ein Rückgang um 22.000 Personen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb allerdings im Vormonatsvergleich konstant bei 5,4 %. Die Erwerbstätigenzahl hat sich nach jüngsten amtlichen Berechnungen im Januar gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 60.000 erhöht. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream