

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019 (2019).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2995>

### 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)

## Weiterer Rückgang der Unternehmensinsolvenzen in 2019 trotz schwächerer Konjunktur

Wird sich der langjährige Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen in Deutschland im Jahr 2019 fortsetzen? Vor dem Hintergrund der schwächeren Konjunktur äußern einige Fachleute Zweifel daran. Ökonometrische Schätzungen des BVR legen jedoch nahe, dass das Insolvenzgeschehen zuletzt stärker durch strukturelle als durch konjunkturelle Faktoren beeinflusst wurde. Demnach ist selbst im Falle einer gesamtwirtschaftlichen Stagnation kurzfristig mit einer leichten Abnahme der Insolvenzen zu rechnen.

Auch von Seiten der Geldpolitik sind in diesem Jahr keine großen Auswirkungen für das Insolvenzgeschehen zu erwarten. Steigende Zinsen können für die Wirtschaft grundsätzlich eine Herausforderung darstellen, insbesondere für dauerhaft ertragsschwache Unternehmen (Zombie-Unternehmen). Jedoch ist es nach den jüngsten Äußerungen des EZB-Rats nahezu ausgeschlossen, dass die Notenbank bereits 2019 bei den Leitzinsen eine Wende vollziehen wird. Schließlich dürften steigende Zinsen weniger Risiken bergen als vielfach angenommen wird, da die hiesigen Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Bilanzqualität im Allgemeinen merklich verbessert haben.

Gemäß der vorliegenden Insolvenzprognose des BVR wird die Zahl der Unternehmensinsolvenzen 2019 gegenüber dem Vorjahr um 2,9 % auf 18.700 Fälle zurückgehen. Grundlage für diese Prognose ist die Annahme, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt Deutschlands um 0,8 % steigen wird und dass die Bilanzqualität der Unternehmen auf dem zuletzt erreichten hohen Niveau verharrt.



### Inhalt

#### Weiterer Rückgang der Unternehmensinsolvenzen in 2019 trotz schwächerer Konjunktur 2

Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

#### Finanzmärkte 6

Dr. Kai Wohlfarth  
 E-Mail: [k.wohlfarth@bvr.de](mailto:k.wohlfarth@bvr.de)

#### Konjunktur 11

Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

### Unternehmensinsolvenzen 2018 erneut gesunken

Im Jahr 2018 hat sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland weiter entspannt. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen ist erneut zurückgegangen. Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamts verminderte sie sich gegenüber 2017 um 3,9 % auf 19.302 Fälle. Die Fallzahl hat sich damit im Vergleich zum im Jahr 2003 erreichten Höchststand (39.320 Fälle) in etwa halbiert. Sie befindet sich zudem auf dem niedrigsten Niveau seit 1994 (siehe Abbildung 1). Damals wurden für West- und Ostdeutschland insgesamt 18.837 Firmenpleiten registriert, wobei diese Zahl aufgrund der Insolvenzrechtreform von 1999 nur eingeschränkt mit den jüngsten Angaben vergleichbar ist.

### Rückgang aber weniger deutlich als zuvor

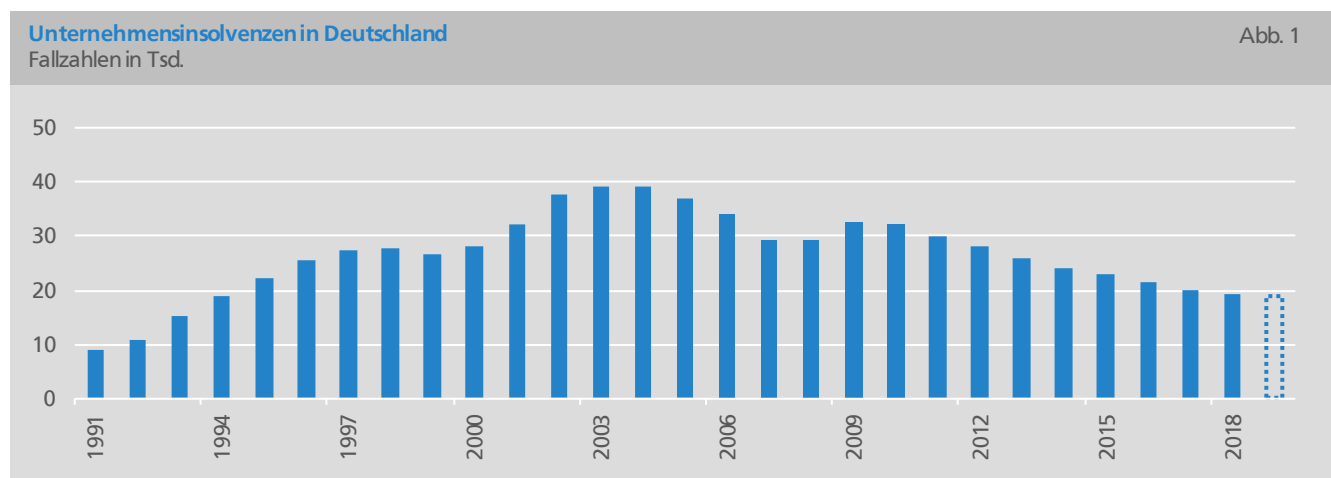
Das Tempo des Rückgangs der Unternehmensinsolvenzen hat sich 2018 gleichwohl abgeschwächt. In 2016 und 2017 war die Fallzahl noch um 6,9 % bzw. 6,6 % gesunken. Der Rückgang fiel zudem geringer aus als im Rahmen der Prognose des BVR vom Frühjahr 2018 prognostiziert worden war (Verminderung der Unternehmensinsolvenzen um knapp 7 %). Diese Prognose basierte auf der Annahme, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands 2018 um 2,2 % steigen wird. Gemäß aktuellen amtlichen Daten ist das preisbereinigte BIP jedoch lediglich um 1,4 % gestiegen. Das Wirtschaftswachstum blieb damit

erheblich hinter den merklichen Anstiegen der Jahre 2016 und 2017 zurück (jeweils +2,2 %).

Grund für die Wachstumsabschwächung im vergangenen Jahr waren sowohl nachfrageseitige als auch angebotsseitige Faktoren. Einerseits sahen sich die Unternehmen vermehrt angebotsseitigen Engpässen gegenübergestellt, vor allem bei Arbeitskräften und bei Vorleistungsgütern. Zudem beeinträchtigten Sonderfaktoren die Produktion, wie Streiks und eine schwere Grippewelle im Frühjahr sowie ein Pkw-Zulassungstau (infolge von Problemen mit dem neuen Abgastestverfahren WLTP), der die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte erheblich belastete. Andererseits verlor der Welthandel etwas an Schwung, was sich nachfrageseitig dämpfend auswirkte.

### Konjunkturausblick derzeit getrübt

Wird sich der seit Mitte der 2000er Jahre beobachtbare Abwärtstrend bei den Firmenpleiten 2019 fortsetzen? Die jüngsten Konjunkturdaten lassen Zweifel daran aufkommen. So ist der ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland in den vergangenen Monaten sichtlich gefallen, offenbar wegen der nach wie vor hohen globalen Unsicherheiten (Stichworte: Handelskonflikte, Brexit). Zudem haben die jüngsten Daten zum Wirtschaftswachstum enttäuscht. Nach Angaben des Statistischen Bundesamts hat das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP im Jahresendquartal 2018 gegen-



Quelle: Destatis, Prognose des BVR

über dem Vorquartal lediglich stagniert, nachdem es im 3. Quartal zurückgegangen war. Die vom BVR in seiner Dezember-Konjunkturprognose erwartete Rückkehr auf den Wachstumspfad ist damit zunächst ausgeblieben.

### 2019 geringeres Wachstum, aber keine Rezession

Die BIP-Stagnation zum Jahresende 2018 belastet auch den Start in das laufende Jahr. Der Statistische Überhang beträgt gemäß den aktuellen amtlichen Angaben 0,0. In der Dezember-Konjunkturprognose wurde noch von einem Überhang von 0,4 ausgegangen. Angesichts der eingetrübten wirtschaftlichen Stimmung und des nicht vorhandenen Überhangs korrigiert der BVR seine Wachstumseinschätzung für Deutschland 2019 erheblich nach unten. Gegenüber der Einschätzung vom Dezember wird der Prognosewert zum Anstieg des preisbereinigten BIP um 0,9 Prozentpunkte auf 0,8 % vermindert. Das Abgleiten der Wirtschaft in eine Rezession ist allerdings eher unwahrscheinlich.

Modellbasierte Schätzungen des BVR zufolge liegt die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession im ersten Halbjahr bei rund 30 %. Allerdings dürfte dieser Wert das tatsächliche Risiko eher über- als unterschätzen, da die zu erwartende Gegenbewegung auf den Pkw-Zulassungstau des zweiten Halbjahres 2018 vom Schätzansatz nicht adäquat berücksichtigt werden kann. Zudem sind von den Anfang 2019 in Kraft tretenden finanzpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung expansive Impulse zu erwarten, die von dem Prognoseansatz ebenfalls kaum berücksichtigt werden können (beispielsweise von der erfolgten Rückkehr zur paritätischen Finanzierung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Krankenversicherung). Gegen das Eintreten in einer Rezession spricht auch die nach wie vor günstige Arbeitsmarktentwicklung mit steigender Beschäftigtenzahl und die bis zuletzt robuste Binnennachfrage.

### Endet die rückläufige Insolvenzentwicklung?

Vor dem Hintergrund der eingetrübten Konjunkturperspektiven verwundert es nicht, dass einige Fachleute das Insolvenzgeschehen in der nahen Zukunft skeptisch sehen. Auch die bevorstehende Zinswende im Euroraum wird verschiedentlich als ein Belastungsfaktor bewertet.

So halten es die Experten der Creditreform in einer im Dezember 2018 veröffentlichten Analyse für fraglich, ob es angesichts zunehmender Konjunktursorgen und der Zinswende zu einer weiteren Abnahme der Unternehmensinsolvenzen kommen wird. Auch die Fachleute von EulerHermes gehen in ihrer jüngsten Insolvenzprognose für Deutschland 2019 lediglich von einer Stagnation, nicht aber von einem weiteren Rückgang der Firmenpleiten aus. Der BVR rechnet in seiner aktuellen Insolvenzprognose jedoch mit einem weiteren, wenn gleich abgeschwächten Rückgang der Insolvenzzahl. Einige Aspekte sprechen gegen die These, dass die schwächere Konjunktur und perspektivisch steigende Zinsen kurzfristig zu einer Trendwende im Insolvenzgeschehen führen werden.

### Schwächere Konjunktur dürfte kaum belasten

Einen dieser Aspekte liefern die Schätzergebnisse eines einfachen ökonometrischen Modells, dass bereits im Frühjahr 2017 vom BVR zur Insolvenzprognose verwendet wurde (siehe Volkswirtschaft Kompakt 3/2017). In dem Modell werden die Jahresveränderungsraten der Unternehmensinsolvenzen durch zwei Größen bestimmt. Dies sind einerseits die Jahresveränderungsraten des preisbereinigten BIP, die das Statistische Bundesamt berechnet und die als zentrales Konjunkturmaß verwendet werden. Andererseits geht in das Modell der Bilanzqualitätsindex aus der Gemeinschaftsstudie „Mittelstand im Mittelpunkt“ der DZ BANK und des BVR ein, der als Indikator für die strukturelle Verfassung der Wirtschaft dient. Ausgangspunkt für die Berechnung des Indexes ist die Auswertung von Jahresabschlussdaten der mittelständischen Firmenkunden von Volksbanken und Raiffeisenbanken. Der Bilanzqualitätsindex beruht auf fünf betriebswirtschaftlichen Kennziffern. Die Bilanzqualität hat sich in den vergangenen Jahren merklich verbessert, was sich vor allem in der kontinuierlich steigenden Eigenkapitalquote der Unternehmen zeigt.

Bereits frühere Schätzungen des BVR auf Basis von Daten der deutschen Bundesländer signalisierten, dass dem preisbereinigten BIP und der Eigenkapitalquote ein hoher Einfluss auf das Insolvenzgeschehen beizumessen ist (siehe BVR Volkswirtschaft special 3/2016). Weitere Schätzungen im Rahmen des hier verwendeten Modells

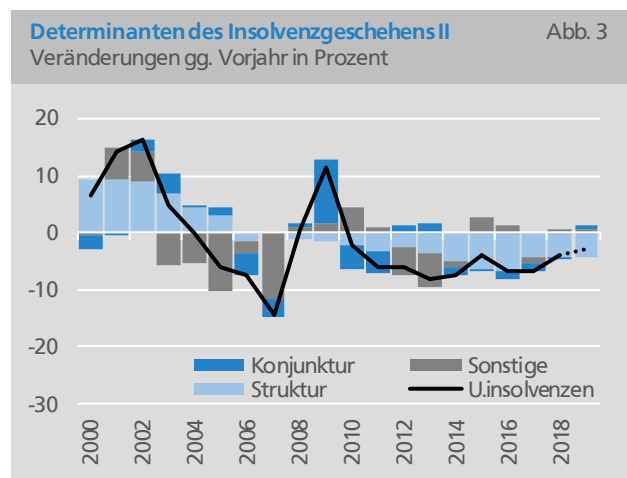
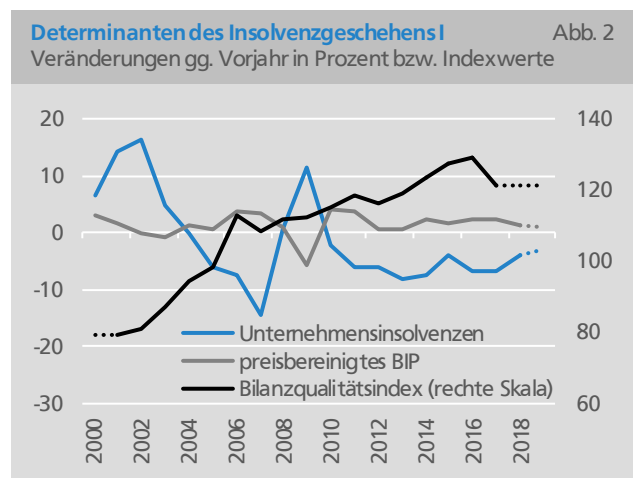
mit gesamtdeutschen Daten legen hingegen nahe, dass andere möglicherweise relevante Größen, wie die Arbeitslosenquote, die Verbraucherpreise und die Geldmarktzinsen, nur wenig zur Erklärung der Jahresveränderungsraten der Unternehmensinsolvenzen beitragen können. Das Modell wird für den Zeitraum der Jahre 2000 bis 2018 geschätzt, also für die Jahre nach der großen Insolvenzreform von 1999. Für die Jahre 2000 und 2018 liegen leider keine Angaben zum Bilanzqualitätsindex vor. Hier wurden behelfsweise die Werte des Vor- bzw. Nachjahres (2001 bzw. 2017) verwendet. In der Abbildung 2 werden die jährlichen Veränderungsraten der Unternehmensinsolvenzen dem Bilanzqualitätsindex sowie den Veränderungsraten des preisbereinigten BIP gegenübergestellt.

Gemäß den Modellschätzungen wurde die Anzahl der Firmenpleiten in den vergangenen Jahren vor allem durch die verbesserte strukturelle Verfassung der Unternehmen vermindert (siehe Abbildung 3). Die solide Bilanzqualität, mit hohen Eigenkapitalquoten, hat seit Mitte der 2010er Jahre für sich betrachtet die Unternehmensinsolvenzen pro Jahr in einer Größenordnung von rund 5 Prozentpunkten reduziert. Demgegenüber war die Konjunktur seit Mitte des Jahrzehnts nur für etwa 1 Prozentpunkt des Rückgangs der Insolvenzen verantwortlich. Aus den Schätzergebnissen lässt sich der Schluss ziehen, dass die aktuell schwächere Gangart der Konjunktur nicht zu einer Trendumkehr bei den Insol-

venzen führen dürfte, da deren Entwicklung im stärkeren Umfang durch die strukturell gute Bilanzqualität beeinflusst wird.

### Zinswende dürfte keine Insolvenzwelle nach sich ziehen

Ein Aspekt, der im Prognosemodell des BVR nicht explizit betrachtet wird, gleichwohl aber deutlichen Einfluss auf das Insolvenzgeschehen haben könnte, ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Fachleute der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) kommen in ihren Studien zum Schluss, dass durch die niedrigen Zinsen der Vergangenheit in den entwickelten Staaten vermehrt Zombie-Unternehmen entstanden sind. Dies sind Unternehmen, deren Einnahmen aus dem operativen Geschäft über mehrere Jahre hinweg nicht zur Finanzierung wichtiger Aufwandspositionen ausreichen. Bei einer Rückkehr zu normalen Zinsen wäre daher mit einem deutlichen Insolvenzanstieg zu rechnen. Diese Argumentation ist grundsätzlich ökonomisch plausibel. Mögliche Probleme von Zombie-Unternehmen dürften aber aus verschiedenen Gründen deutlich über das Jahr 2019 hinaus keinen wesentlichen Einfluss auf das Insolvenzgeschehen in Deutschland haben. So ist es nach den jüngsten Äußerungen des EZB-Rats nahezu ausgeschlossen, dass die Notenbank bereits in diesem Jahr bei den Leit-



Quelle: Destatis, Schätzungen und Prognosen des BVR

zinsen eine Wende vollziehen wird. Auch dürfte ein Anstieg der Leitzinsen sehr behutsam erfolgen. Die Marktzinsen werden daher mittelfristig kaum zunehmen.

Schließlich dürften steigende Zinsen weniger Risiken bergen als vielfach angenommen wird, da die hiesigen Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Bilanzqualität im Allgemeinen merklich verbessert haben. Dies legen auch die Ergebnisse von Analysen der Deutschen Bundesbank (siehe Monatsbericht 12/2017) und des BVR (siehe Mittelstand im Mittelpunkt 05/2018) nahe. Demnach gibt es zwar auch in Deutschland dauerhaft ertragsschwache Unternehmen, die wichtige Ausgabenpositionen wie Zinsen nicht finanzieren können. Ihr Anteil an allen Unternehmen ist aber gering und hat zudem in den zurückliegenden Jahren eher ab- als zugenommen. So ist nach Berechnungen des BVR der Anteil von mittelständischen Firmenkunden, deren Gewinn vor Zins- und Steuerabzug (EBIT) über drei Jahre hinweg ununterbrochen negativ ist, von 4,9 % im Jahr 2007 auf 3,6 % im Jahr 2015 gesunken. Von den Bundesbank-Fachleuten wurde für die Gesamtwirtschaft ähnliche Wert von 4,8 % (2007) und 4,7 % (2015) ermittelt.

### Weiterer Rückgang der Insolvenzen 2019 wahrscheinlich

Summa summarum ist davon auszugehen, dass sich bei den Unternehmensinsolvenzen der rückläufige Trend im Jahr 2019 fortsetzen wird. Basierend auf dem zuvor beschriebenen ökonometrischen Modell und der Annahme, dass das preisbereinigte BIP-Deutschlands im laufenden Jahr um 0,8 % steigen wird und dass die Bilanzqualität der Unternehmen auf dem zuletzt erreichten hohen Niveau verharrt, ist in diesem Jahr mit einer Abnahme der Unternehmensinsolvenzen um 2,9 % auf 18.700 Fälle zu rechnen. Den Modellschätzungen zufolge, würde sich selbst im Falle einer BIP-Stagnation ein weiterer Rückgang der Insolvenzzahl einstellen, allerdings lediglich um 1,6 %.

Ein Anstieg der Insolvenzen in 2019 wäre nur dann wahrscheinlich, wenn die deutsche Wirtschaft in eine Rezession abgleiten würde. Wie bereits erwähnt, ist das Eintreten einer Rezession nach derzeitiger Einschätzung

des BVR unwahrscheinlich. Falls sich aber mehrere konjunkturelle Abwärtsrisiken manifestieren, wie ein unkontrollierter „harter“ Brexit und die Erhebung neuer US-Importzölle auf Automobile aus Deutschland, dürfte das BIP hierzulande merklich zurückgehen, was wahrscheinlich mit einer Zunahme der Unternehmensinsolvenzen verbunden wäre. ■



## Finanzmärkte

### Kreditwachstum sinkt

Im Euroraum hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Januar abgeschwächt. Während die Rate im Dezember im Vorjahresvergleich noch bei (revidierten) 3,9 % lag, sank das Wachstum im Januar auf 3,3 %. Die sinkende Dynamik bei der Kreditvergabe passt in das Bild eines sich abschwächenden Wachstums. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte sank im Januar ebenfalls auf 3,3 %. Aktualisierte Daten für Februar werden am 28. März veröffentlicht.

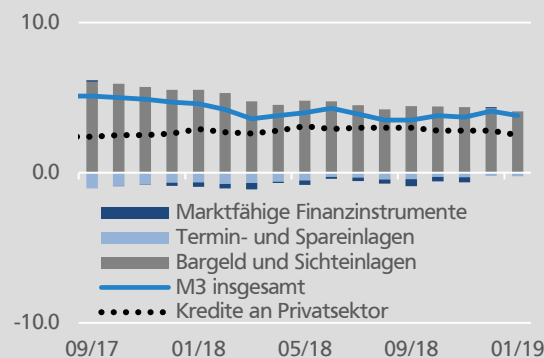
### Auch M3 Geldmengenwachstum gesunken

Auch die Geldmenge wächst im Januar mit einer geringeren Geschwindigkeit. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist von 4,1 % im Dezember auf 3,8 % im Januar gefallen. Die mittel- und langfristige Entfaltung des Geldmengenagregates M3, zu dem Bargeld, Bankeinlagen, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen gehören, ist eng mit der Entwicklung der Inflation verbunden und erfährt daher besondere Aufmerksamkeit der EZB. Mangelnder Inflationsdruck und Gefahren für die Konjunktur wurden in der Lesart der EZB auch als Hauptgrund für die Erneuerung der TLTRO's und die Verlängerung der Forward Guidance angeführt.

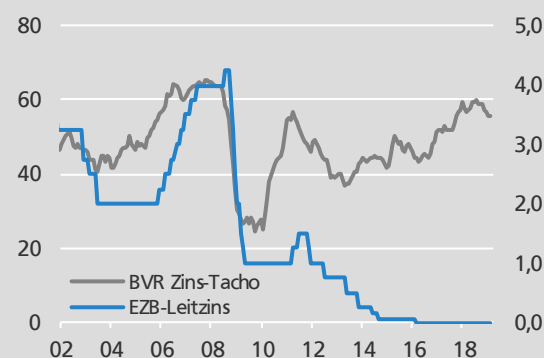
### Schwacher Inflationsdruck im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 55 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum – mit sinkender Tendenz. Unsere Annahme, dass die EZB die geldpolitische Wende vertagen wird und mit TLTRO's nochmals aktiv werden könnte hat sich mittlerweile bestätigt. Für den aktuellen Tacho stehen noch nicht ausreichend Daten zur Verfügung, sodass die Berechnung größtenteils noch auf den Datensatz des Vormonats fußt. Der Inflationsdruck sollte sich aber auch für den laufenden Monat kaum verändert haben. Auswirkungen der Geldpolitik sind erst mit deutlicher Zeitverzögerung an den Kennzahlen zu sehen.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Jan. 19	Feb. 19	Mrz. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
Konjunktur (50 %)	65	64	64
Preise/Kosten (40 %)	48	48	48
Kreditdynamik (10 %)	42	41	41

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

### Neuer Kurs Zinswende – Abbruch!

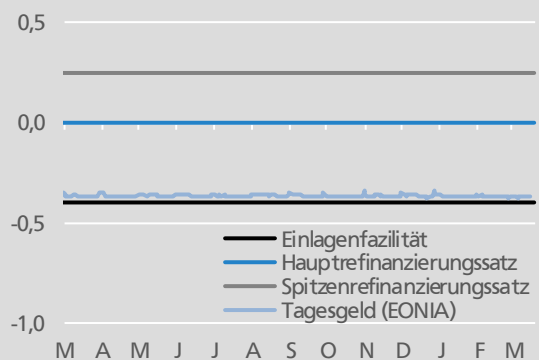
Die EZB hat früher und umfangreicher den geldpolitischen Kurs korrigiert, als es vom Markt und auch uns erwartet wurde. Die Bewertung der konjunkturellen und geopolitischen Risiken wog aus ihrer Sicht so schwer, dass die EZB das ganze aktuell verfügbare Repertoire ausschöpfte. Neben der Verlängerung der Forward Guidance bis zum Jahresende und der neuen zweijährigen Langzeitender (TLTRO), die bis März 2021 ausgereicht werden hat die EZB für den gleichen Zeitraum auch die Vollzuteilung der gewöhnlichen Refinanzierungsgeschäfte verlängert. Somit wird es in 2019 keinen Zinsschritt mehr geben. In der Argumentenkette ist es zudem plausibel, dass auch die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt 2020 deutlich gesunken ist. Die geldpolitische Wende ist somit vorerst abgesagt. Sollte der konjunkturelle Rückgang aber längere Zeit anhalten, ist nicht auszuschließen, dass die EZB weitere Maßnahmen ergreift.

Auch in den USA mehren sich die Anzeichen, dass die Notenbank den Straffungskurs beendet. Weitere Zinsanhebungen sind nur noch wahrscheinlich, wenn der Inflationsdruck wieder deutlich zunimmt. Allerdings ist es aktuell genauso möglich, dass die auslaufenden Sondereffekte der US-Steuerreform und die anhaltenden Handelskonflikte die konjunkturelle Entwicklung derart belasten, dass im Laufe des Jahres bereits wieder mit einer Zinssenkung zu rechnen ist. Als sicher gilt bereits, dass die Fed zum Jahresende die Bilanzabschmelzung beendet. Damit würde diese mit rund 3,5 Bio. US-Dollar deutlich über dem Stand von 1 Bio. US-Dollar bleiben, den sie vor dem umfangreichen Ankaufprogramm von Anleihen hatte.

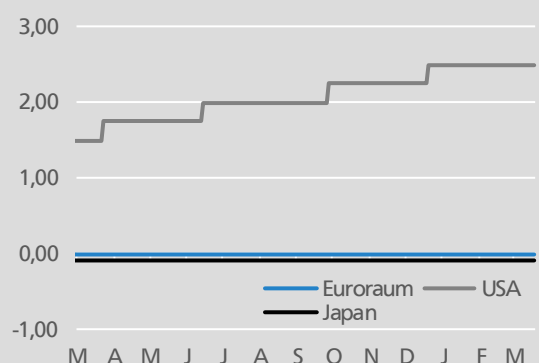
### Geldmarktsätze – keine Bewegung!

Entsprechend notierte am Geldmarkt der 3-Monats-Euribor kaum volatil. Die Rendite betrug im Monatschnitt -0,31 %. Auch der 12-Monats-Euribor weist eine sehr geringe Schwankungsbreite zwischen -0,108 % und -0,109 % in den letzten drei Wochen auf. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt bei -0,37 %.

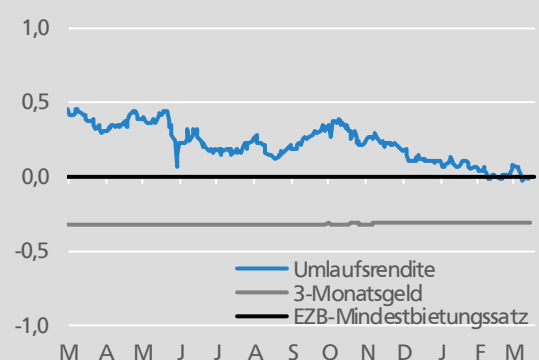
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Renditen von Bundesanleihen auf dem Weg zu 0 %

Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als 10 Jahren rentieren allesamt im negativen Bereich. Der Hauptfaktor für die weiter gesunkene Rendite waren die geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Die Renditen von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit fielen am Tag der Entscheidung von 0,13 % auf 0,06 % (0,085 % am 18. März). Weiterhin schwelen zudem die Handelskonflikte und auch das Risiko eines No-Deal-Brexit ist etwas mehr als 1 Woche vor dem Austritt Großbritanniens ungebrochen hoch. Die expansive Politik der Notenbank hat jedoch zur Folge, dass Kapital in alle Marktsegmente drängt. Die Nachfrage nach Bundesanleihen ist ebenso hoch wie die nach risikoreicheren Anlagen, wie Aktien oder Anleihen der Euro-Peripherie. Italienische Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit rentierten Anfang März noch bei rund 2,80 % und am 18. März 2019 bei 2,46 %.

Die politischen Risiken werden ergänzt durch die zunehmenden Sorgen um das Wachstum der Weltwirtschaft. Zwar überraschte das US-BIP für das 4. Quartal 2018 nochmals positiv, allerdings mehren sich die schlechten Nachrichten. So erreichte das US-Handelsbilanzdefizit im Dezember sowie im Gesamtjahr 2018 ein Rekordniveau. Der Beschäftigungszuwachs in den USA verlangsamt sich und die Unternehmensgewinne sind rückläufig.

Auch in Europa läuft der Konjunkturmotor nicht mehr auf Hochtouren. Verschiedene Indikatoren zeigen ein rückläufiges Wachstum an, wenngleich noch keine Rezession droht. Allerdings haben die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute und auch die Bundesregierung die Prognosen für 2019 deutlich zurückgenommen. Auch der BVR hat im Zuge der Prognoserevision die Erwartung an das Wachstum für Deutschland 2019 von 1,7 % auf 0,8 % halbiert (siehe Seite 12).

Kurzfristig ist die Marke von 0,0 % für Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit in Reichweite. Die Entwicklung über das gesamte Jahr hängt maßgeblich von den Inflationstendenzen ab, sollten diese gering bleiben, die Konjunktur weiter schwächeln und die geopolitischen Risiken weiter für Verunsicherung sorgen, sollten die Renditen nicht signifikant steigen.

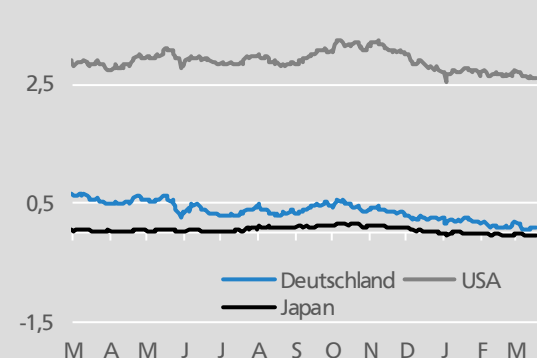
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



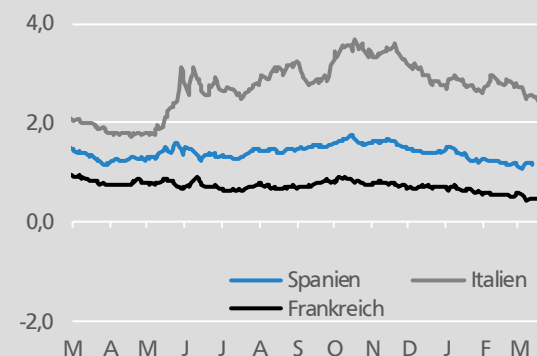
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

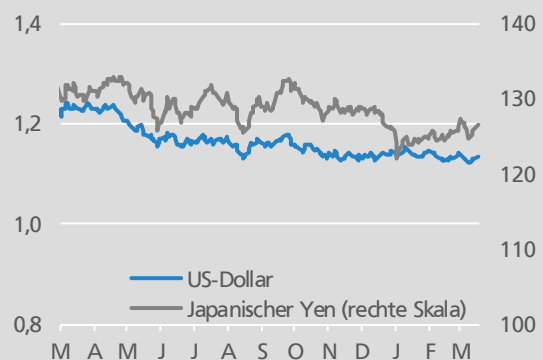
### Quo vadis Fed?

Das Währungspaar Euro/US-Dollar hat in den letzten Wochen ein vermeintlich uneinheitliches Bild abgegeben. So startete die US-Währung mit rund 1,14 US-Dollar pro Euro in den März, um im Zuge der EZB-Entscheidung auf unter 1,12 Dollar pro Euro deutlich aufzuwerten. Allerdings realisierte der Markt seitdem, dass es möglicherweise eine Überreaktion war. Das konjunkturelle Umfeld und der mögliche Umgang der Fed mit sich weiter abschwächenden Konjunkturindikatoren sowie einem abnehmenden Inflationsdruck schwächten den US-Dollar wieder. In diesem Bild überrascht es nicht, dass der Dollar – auch gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund – schwächelt. Der erwartete Zinsvorteil, der die Nachfrage nach einer Währung maßgeblich steuert, könnte auslaufen. Noch ist weder entschieden, was die Fed macht, noch in welchen Zeitraum. Wenn sie allerdings expansiver wird, bleibt für den US-Dollar weiter Luft nach unten. Am 18. März war 1 Euro rund 1,13 US-Dollar wert.

Das britische Pfund erlebte in den vergangenen Wochen in einer engen Spanne von 0,85 – 0,87 GBP pro Euro eine Achterbahnfahrt. Die verschiedenen Abstimmungen im House of Commons brachten kaum Klarheit. Der Versuch durch Jean-Claude Juncker und Theresa May die Kritiker bei den Tories mit einem verbindlichen Schreiben – welches zum Ausdruck brachte, dass die EU daran interessiert ist den Backstop nicht in die Länge zu ziehen – zu besänftigen schlug fehl. Am Markt kam zunächst Euphorie auf, bis am Folgetag der Oberstaatsanwalt des Vereinigten Königreiches vor dem Parlament erläuterte, dass es rechtlich keine neue Einschätzung gebe. Entsprechend zu erwarten war, dass die zweite Abstimmung über das unveränderte Abkommen zwischen EU und UK vom House of Commons abgelehnt werden würde. Auch am Folgetag stimmten die Abgeordneten auf die Frage, ob Großbritannien ohne Abkommen aus der EU ausscheiden sollte mehrheitlich mit nein. Lediglich am dritten Tage gab es eine Positionierung die mit einem Ja beantwortet wurde. Die Regierung solle den Antrag stellen, die Verhandlungsphase zu verlängern, wenn keine Mehrheit für ein Abkommen absehbar ist. Das britische Pfund notierte am 18. März bei 0,855 GBP pro Euro.

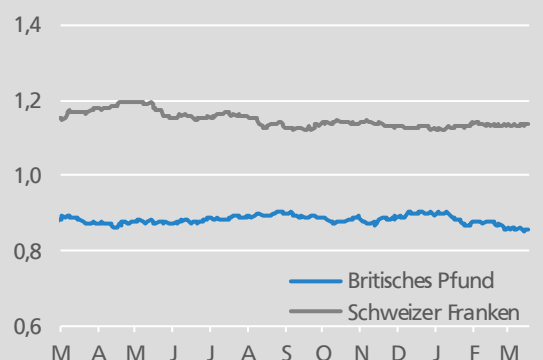
#### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



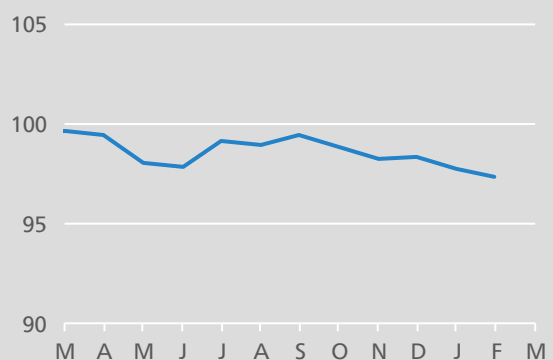
#### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



#### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Dax und Dow: Liquidity on! Aber Vorsicht!

Auch an den Aktienmärkten spiegelte sich in den letzten Wochen das Auf und Ab, resultierend aus Konjunktursorgen und der Freude über neue Liquidität durch die EZB. Entsprechend fiel der DAX nach Monatsbeginn zunächst rund 200 Punkte um aktuell (18. März 2019) wieder auf dem Niveau vom Monatsanfang bei etwa 11.660 Punkten zu stehen. Die Entscheidung der EZB bedeutet allerdings mehr als die pure Liquidität, die den Markt erst im September erreichen wird. Vielmehr ist es die Aussage, dass die Notenbanken weiterhin einspringen, wenn es Gefahren für die Konjunktur gibt – um das Ziel der Inflation (im Euroraum) und ergänzt der Beschäftigung (USA) zu erreichen. Auch die mehrfachen Anzeichen, dass der Handelskonflikt zwischen China und den USA bald zu einem Ende kommen könnte stützten die Aktienmärkte. Es bleibt abzuwarten, was die Unterhändler am Ende des Prozesses vorlegen werden. Zugleich sollten auch die Aussagen von Donald Trump in Richtung Europa nicht aus den Augen verloren werden. Auch in seiner bisherigen Politik hat er sich die vom ihm gesteckten Ziele und Herausforderungen Stück für Stück vorgenommen. Es würde zu dem Dealmaker passen, den Konflikt mit Europa bewusst in die Zeit nach der Wahl in Europa zu legen, in der Hoffnung auf politische Schwäche zu treffen. Zudem hat Europa in dieser Zeit vermutlich direkt mit den Folgen des harten Brexit's zu kämpfen.

Der Dax notierte am 18. März bei 11.660 Punkten und somit auf dem Niveau vom Monatsanfang. Der Euro-Stoxx 50 gewann im März etwa 100 Punkte auf einen Stand von 3.387 Punkten am 18. März, während der Dow-Jones-Index mit 25.914 Punkten etwa 200 Punkte unter dem Indexniveau von Anfang März notierte. ■

#### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



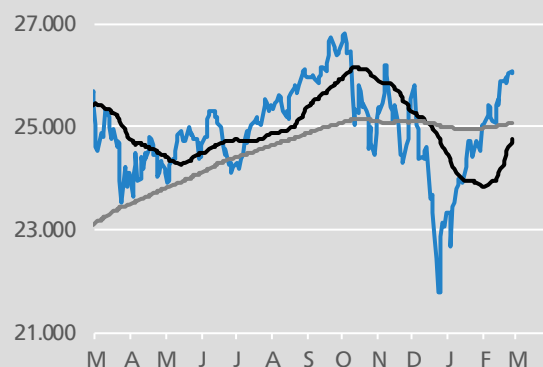
#### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Stabilisierungstendenz beim Wirtschaftsklima

Die wirtschaftliche Stimmung ist im Euroraum zuletzt im Wesentlichen unverändert geblieben. Der Wirtschaftsklimaindex sank im Februar gegenüber Januar nur geringfügig um 0,2 Punkte auf 106,1 Punkte. Inwieweit die jüngste Stabilisierungstendenz des Wirtschaftsklimaindexes ein Auslaufen des seit Anfang 2018 bestehenden Abwärtstrends markiert, bleibt abzuwarten. Insgesamt deutet das nach wie vor hohe Niveau des Indexes darauf hin, dass sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Währungsraum fortsetzt, ungeachtet der unvermindert hohen globalen Unwägbarkeiten (Stichworte: Handelskonflikte, Brexit).

### Industrie erhöht ihren Ausstoß deutlich

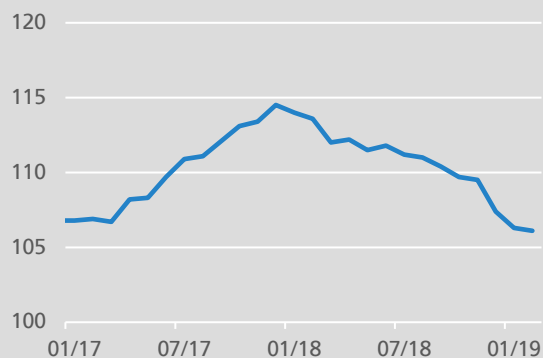
Im Januar ist die Industrieproduktion im Euroraum kräftig mit einer Verlaufsrate von 1,4 % gestiegen. Zuvor, im November und Dezember, war der Ausstoß noch um 1,5 % bzw. 0,9 % gesunken, wozu insbesondere die Probleme in der Kfz-Branche nach der Einführung des neuen Abgasmessverfahrens WLTP beigetragen haben dürften. Die jüngsten Produktionsdaten deuten darauf hin, dass sich die Kfz-Industrie langsam erholt. Trotz der zu erwartenden weiteren Belebung im Kfz-Bereich dürfte die Industriekonjunktur in naher Zukunft keine große Dynamik entfalten. Dies legt zumindest der Order-Indikator nahe, der im Februar erneut zurückgegangen ist, um 1 Punkt auf -2,7 Punkte.

### Stärkerer Preisanstieg

Die Inflationsrate des Euroraums, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist jüngst von 1,4 % im Januar auf 1,5 % im Februar gestiegen. Für den Anstieg der Gesamtrate waren in erster Linie die Energie- und Nahrungsmittelpreise verantwortlich. Diese legten im Februar etwas stärker zu als zuvor (+3,6 % bzw. +2,3 % gegenüber +2,7 % bzw. +1,8 % im Januar). Darüber hinaus hat sich auch der Anstieg bei den Dienstleistungspreisen vermindert (+1,4 % gegenüber +1,6 %).

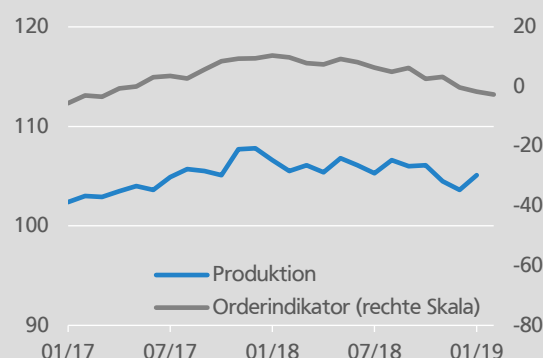
#### Wirtschaftsklima Euroraum

Durchschnittswert (1990-2015)=100, saisonbereinigt



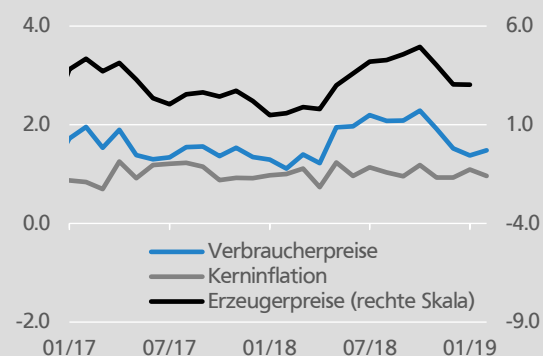
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutliche Abwärtskorrektur der Wachstumsprognose des BVR für Deutschland

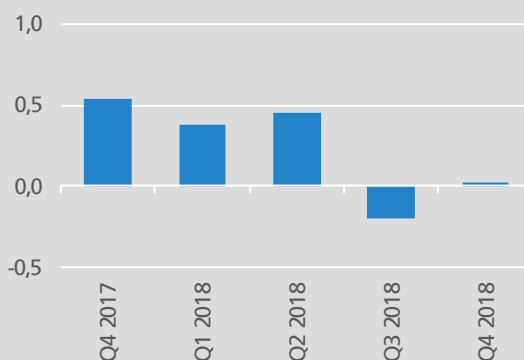
Wie bereits auf den ersten Seiten dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft Kompakt“ erwähnt, hat der BVR seine Wachstumseinschätzung für die hiesige Wirtschaft 2019 erheblich nach unten korrigiert. Gemäß der neuen Prognose dürfte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) in diesem Jahr um 0,8 % steigen. Das Wachstum würde damit deutlich schwächer ausfallen als im Vorjahr (+1,4 %) und auch schwächer als im Dezember im Rahmen der Konjunkturprognose des BVR erwartet worden war (+1,7 %). Ähnlich wie bereits zuvor dürften die zunehmenden Konsum- und Investitionsausgaben 2019 der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Der Außenhandel dürfte hingegen rechnerisch den BIP-Anstieg leicht vermindern.

Grund für die merkliche Abwärtskorrektur des Prognosewertes um 0,9 Prozentpunkte ist einerseits, dass die bereits zum Jahresende 2018 erwartete Belebung in der Kfz-Industrie zunächst ausgeblieben ist. Die BIP-Stagnation zum Jahresende belastet den Start in 2019. Der Statistische Überhang beträgt gemäß den aktuellen amtlichen Angaben 0,0. In der Dezember-Konjunkturprognose war noch von einem Überhang von 0,4 ausgegangen worden. Andererseits fielen wichtige Stimmungsindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex und die ZEW-Konjunkturerwartungen angesichts der nach wie vor hohen globalen Unsicherheiten (Stichworte: Handelskonflikte, Brexit) zu Jahresbeginn enttäuschend aus. Die Eintrübung dieser Indikatoren signalisiert für die nahe Zukunft eine schwächere Konjunkturdynamik als noch im Dezember erwartet worden war.

Nicht nur der BVR auch andere Institutionen haben ihre Wachstumseinschätzung für Deutschland 2019 merklich abwärts revidiert. So gehen beispielsweise die Fachleute des Instituts für Wirtschaftsforschung, Halle (IWH) in ihrer aktuellen Frühjahrsprognose davon aus, dass das preisbereinigte BIP um 0,5 % expandieren wird. Im Dezember hatten sie noch mit einem Anstieg um 1,4 % gerechnet.

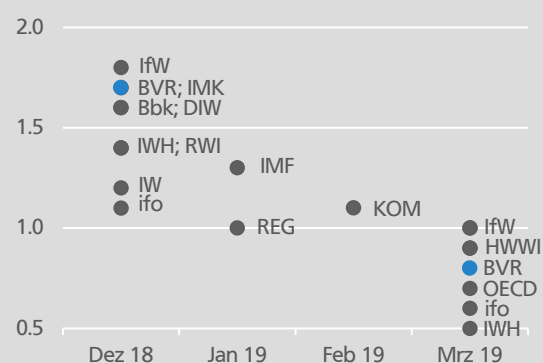
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2019 - 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

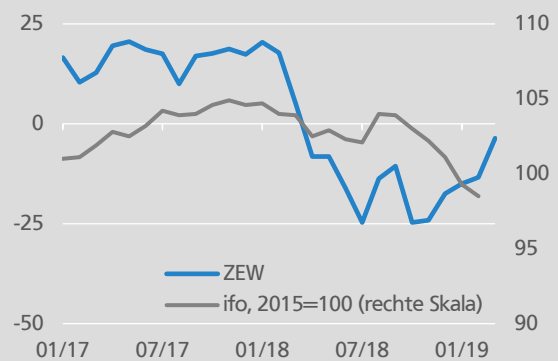
### ZEW-Indikator weiter auf niedrigem Stand

Im März haben sich die Konjunkturerwartungen für Deutschland unter Finanzmarktfachleuten aufgehellt. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind gegenüber dem Vormonat um 9,8 Punkte auf -3,6 Punkte gestiegen. Der Stimmungsindikator befindet sich damit aber nach wie vor deutlich unter seinem langjährigen Mittelwert von 22,2 Punkten. Vor dem Hintergrund der nach wie vor hohen politischen Unsicherheiten, vor allem über den Fortgang der globalen Handelskonflikte und des Brexit, sowie angesichts vielfach schwach ausgefallener Konjunkturdaten rechnen die befragten Fachleute nach wie vor mehrheitlich mit einer weiteren Verschlechterung der hiesigen Wirtschaftslage. Der ifo Geschäftsklimaindex ist zuletzt, im Februar, um 0,8 Punkte auf 98,5 Punkte gesunken.

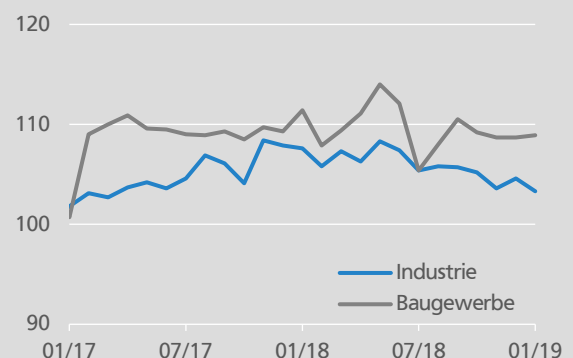
### Erneuter Rückschlag bei der Industrieproduktion

Die Industriekonjunktur zeigt sich hierzulande weiterhin gedämpft. Im Januar ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes preis-, kalender- und saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 1,2 % gesunken. Zuvor, im Dezember, hatte sie aufwärtsrevidiert um 1,0 % zugenommen. Zum Rückgang im Januar trug insbesondere die Kfz-Industrie bei, die ihren Ausstoß merklich verminderte (-9,2 %). Die aktuellen Angaben deuten darauf hin, dass die im Zuge der Einführung des neuen Abgasmessverfahrens WLTP entstandenen Probleme in der Kfz-Branche noch immer nicht überwunden sind. Es scheint vor diesem Hintergrund fraglich, ob das Verarbeitende Gewerbe im 1. Quartal wieder einen positiven Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum leisten wird. Allerdings ist auch darauf hinzuweisen, dass für einen Teil des jüngsten Produktionsrückgangs in der Kfz-Industrie Modellwechsel sowie Streiks bei Zulieferern als neue Sonderfaktoren verantwortlich waren. Im Gegensatz zum Verarbeitenden Gewerbe hat das Baugewerbe seine Produktion im Januar leicht erhöht (+0,2 %). Dass die Industriekonjunktur noch immer schwach ist, zeigt sich auch in den Daten zum industriellen Auftragseingang. Die Neuaufträge sind im Januar um 2,6 % zurückgegangen, nachdem sie im Dezember noch um 0,9 % gestiegen waren.

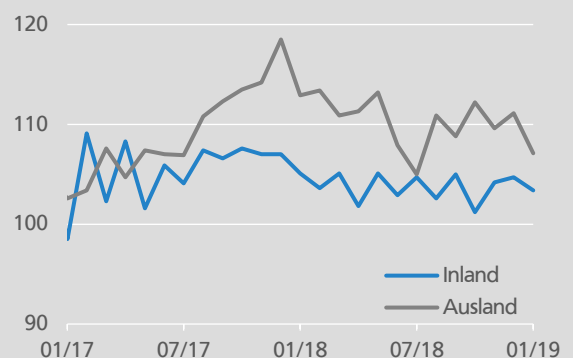
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Aufträge Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream



### Inflationsrate auf 1,5 % gestiegen

In Deutschland nahm die Inflationsrate, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), leicht von 1,4 % im Januar auf 1,5 % im Februar zu. Sie wird nach wie vor stark durch die schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise beeinflusst. Die Energiepreise nahmen im Februar um 2,9 % zu, nachdem sie zuvor um 2,3 % gestiegen waren. Für Nahrungsmittel, die sich im Januar um 0,8 % verteuerten, mussten die Verbraucher im Februar 1,4 % mehr Geld aufwenden. Besonders deutlich erhöhten sich die Preise für Gemüse (+12,2 %) sowie Speisefette und Speiseöle (+6,5 %).

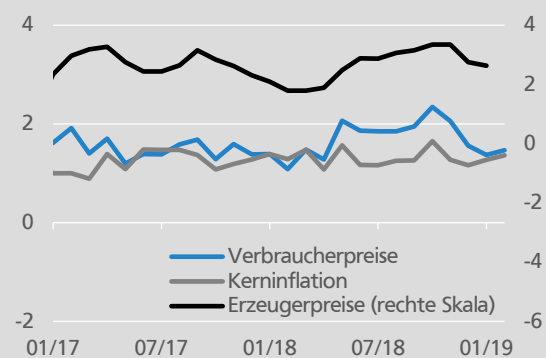
### Wenige Insolvenzen in 2018

Das Insolvenzgeschehen in Deutschland entspannte sich im vergangenen Jahr weiter. Wie bereits auf den ersten Seiten dieses „Volkswirtschaft Kompakt“ erläutert, wurden von den Amtsgerichten 19.302 Unternehmensinsolvenzen erfasst und damit 3,9 % weniger als in 2017. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab ebenfalls nach. Sie ist im Vorjahresvergleich um 6,0 % auf 67.597 Fälle gesunken. Zuletzt, im Dezember, lag die Zahl der Unternehmens- und Verbraucherpleiten bei 1.366 bzw. 4.941 Fällen und damit um 10,2 % bzw. 11,5 % unter dem Stand des entsprechenden Vorjahresmonats.

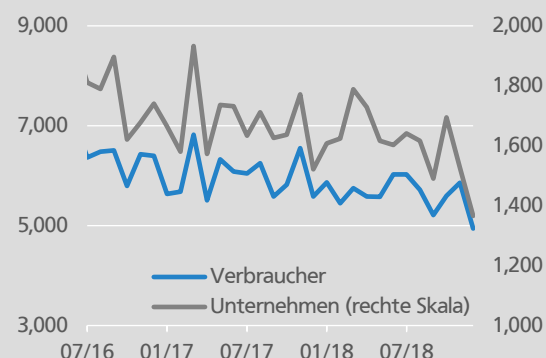
### Arbeitsmarkt trotz Konjunkturschwäche

Ungeachtet der schwächeren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung halten die günstigen Trends am deutschen Arbeitsmarkt an. Den jüngsten Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) zufolge ist die Arbeitslosenzahl von Januar auf Februar um 33.000 auf 2,373 Mio. Menschen gesunken. Der Rückgang fiel damit etwas stärker aus, als allgemein im Zuge der einsetzenden Frühjahrsbelebung üblich. In der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung ist die Arbeitslosenzahl um 21.000 zurückgegangen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im Februar mit 5,0 % auf dem vergleichsweise niedrigen Stand der Vormonate. Die Erwerbstätigenzahl ist nach vorläufigen amtlichen Schätzungen im Januar gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 79.000 Personen gestiegen. ■

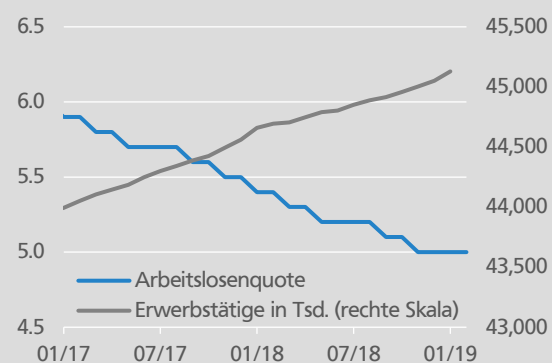
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream