

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT¹⁶

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 16 DEZEMBER 2017
THEMA: **AUSBLICK 2018**



CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Kräftiger Aufschwung hält an

Trotz einer angespannten Risikolage zu Beginn des Jahres hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahresverlauf deutlich verstärkt. Aktuelle Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass der **überraschend kräftige Aufschwung auch in das Jahr 2018 hineinragen wird**. Vor diesem Hintergrund beleuchten wir die Aussichten für die Geldpolitik, die Finanzmärkte und die Versicherungswirtschaft.

- ▶ Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Verlauf des Jahres 2017 beschleunigt. Für das Jahr 2018 ist mit einer **Fortsetzung des Aufschwungs** zu rechnen.
- ▶ Damit gerät die Geldpolitik weiter unter Druck, ihren **Krisenmodus zu beenden**. Das Tempo der Normalisierung wird aber wohl gering bleiben, trotz steigender Gefahren der extrem expansiven Ausrichtung für die **Finanzstabilität**.
- ▶ Die Finanzmärkte sollten sich in einem Umfeld aus kräftigem Wachstum, niedriger Inflation und lockerer Geldpolitik **überwiegend freundlich präsentieren**. Auf Grund der erreichten Bewertungsniveaus ist aber die Gefahr gestiegen, dass die globalen Börsen vorübergehend korrigieren.
- ▶ Das hohe gesamtwirtschaftliche Wachstum wird auch die **Geschäftsentwicklung in der Versicherungswirtschaft begünstigen**. Zentrale Herausforderungen bleiben aber das Zinsumfeld und die nicht abreißenden Regulierungsreformen. Auf mittlere Sicht eröffnet die **Digitalisierung** Chancen für die Geschäftstätigkeit.

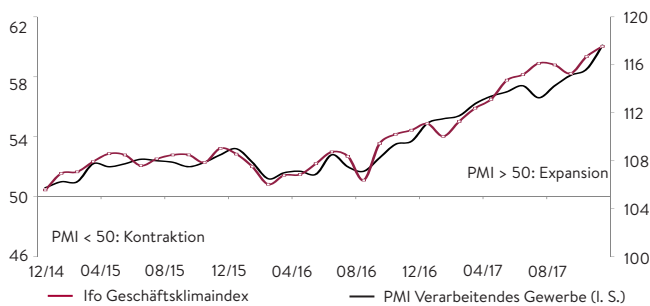
Die geopolitische Risikolandschaft des Jahres 2017 war von einer Vielzahl von Herausforderungen geprägt. Beispiele sind der Brexit, der Wahlausgang in den USA oder der Terror, der bei vielen zu einem lange nicht gekannten Gefühl der Unsicherheit geführt hat. Diese Gemengelage hatte zu Jahresbeginn viele Prognostiker veranlasst, für das Jahr 2017 von einem schwächeren Wachstum auszugehen als im Jahr 2016. Unternehmen und Haushalte, so die Befürchtung, würden sich mit ihren Kaufentscheidungen zurückhalten und so die gesamtwirtschaftliche Expansionsdynamik dämpfen.

Geschäftsklima auf Rekordniveau

Am Ende des Jahres 2017 ist die wirtschaftliche Lage allerdings weit besser als gedacht. So hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft nicht nur weiter beschleunigt, es hat mittlerweile nahezu alle Regionen erfasst. Besonders günstig ist dabei der konjunkturelle Befund für Deutschland. Beispielhaft ist hier der Ifo-Geschäftsklimaindex, der im November ein neues Rekordniveau erreicht hat (siehe Grafik I). Im Gesamtjahr 2017 dürfte das reale BIP-Wachstum 2,5 % erreichen; zu Beginn des Jahres lag die Erwartung der meisten Marktteilnehmer um einen vollen Prozentpunkt niedriger.

Grafik I Geschäftsklimaindizes auf Rekordhoch

PMI (Euroraum), Ifo (Deutschland)



QUELLE: MACROBOND, IFO INSTITUT

Für das kommende Jahr stehen die Chancen günstig, dass der Aufschwung auf dem erreichten höheren Niveau andauert. Maßgeblich hierfür ist zum einen, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft immer mehr zu einem global synchronisierten Aufschwung entwickelt. Dieser, so die Erfahrung der Vergangenheit, neigt dazu sich selbst zu verstärken, indem z. B. der internationale Handel steigt. Zudem scheinen die Unternehmen im Zuge spürbar aufgehellter Erwartungen wieder bereit, ihre Investitionen auszuweiten. Die ausgeprägte Investitionszurückhaltung in den Jahren nach der Finanzkrise war einer der Hauptgründe für die schwache konjunkturelle Grundtendenz der Jahre 2009 bis 2016.

Zu den weiteren Faktoren, die für eine Fortsetzung des Aufschwungs sprechen, zählt das sehr niedrige Zinsniveau. Sichtbares Zeichen für die Schubkräfte, die sich hierdurch entfalten, ist z. B. in Deutschland die sehr hohe Bautätigkeit. Sie dürfte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen. Zudem erhöhen die sehr niedrigen Zinsen die Bereitschaft der Konsumenten, langlebige Wirtschaftsgüter zu erwerben. Hier spiegelt sich auch die fallende Sparneigung, die sehr hoch mit dem Zinsniveau korreliert ist. In der Grafik II zur Sparneigung in Deutschland zeigt sich der nahezu perfekte Gleichlauf (Korrelationskoeffizient von 0,95) zwischen Zinsrückgang und fallender Sparneigung. So positiv die zunehmende Konsumbereitschaft für die derzeitige Konjunktur auch sein

mag, mit Blick auf den demografischen Wandel und die notwendige Altersvorsorge ist sie eher besorgniserregend. Insgesamt rechnen wir damit, dass sich der konjunkturelle Aufschwung auch im Jahr 2018 fortsetzen wird. Dabei dürfte neben den bereits diskutierten Faktoren (Welthandel, Investitionsneigung, Realzinsniveau) zudem positiv zu Buche schlagen, dass in den USA, der größten Volkswirtschaft der Erde, voraussichtlich ein erheblicher fiskalischer Impuls seine Wirkung entfalten wird. Vor allem die Absenkung des Körperschaftsteuersatzes von 35 % auf 20 % dürfte die Investitionsbereitschaft der US-Unternehmen noch einmal erhöhen.

Geldpolitik unter Druck

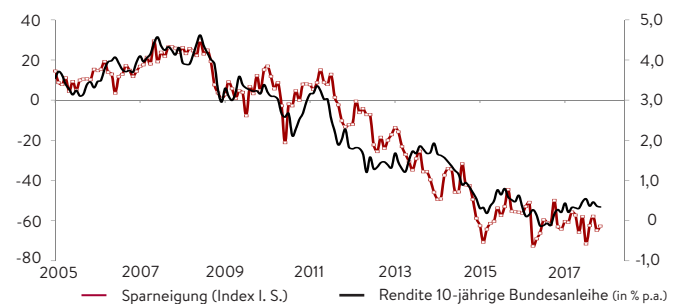
Der kräftige Aufschwung wirft eine Reihe von Fragen auf. Vor allem die Geldpolitik gerät hierdurch unter Druck, ihre Krisenmaßnahmen zu beenden – zumal auch von Deflationsgefahren kann keine Rede mehr sein. In den USA, wo die Fed bereits etliche Maßnahmen zur Verringerung des geldpolitischen Expansionsgrades implementiert hat, dürfte daher auch der Zinserhöhungszyklus fortgesetzt werden. Nach einer Straffung in der letzten Sitzung im Dezember sollte die Fed im nächsten Jahr drei weitere Zinsschritte in Höhe von jeweils 0,25 % vornehmen, so dass die Fed Funds Rate zum Jahresende 2018 bei 2 % bis 2,25 % liegen wird. Gleichzeitig dürfte die Fed an ihrem Plan festhalten, ihren Bilanzabbau beschleunigt fortzusetzen.

Etwas komplizierter stellt sich die Situation im Euroraum dar. Hier hat die EZB bis zuletzt an ihrem extrem expansiven Kurs festgehalten, ihn mit der Entscheidung, das Anleihekaufprogramm in das Jahr 2018 hinein zu verlängern, ja sogar noch einmal verstärkt. Die EZB-Bilanz wird durch die zusätzlichen Käufe in Höhe von 270 Mrd. Euro auf über 4 Billionen Euro steigen und damit mehr als 40 % gemessen am BIP des Euroraum erreichen. Zum Vergleich: Dieser Wert lag in den USA in der Spitze nur bei 28 %. Nicht nur am negativen Einlagenzins, den es in den USA nie gegeben hat, wird deutlich wie ungewöhnlich scharf der Kurs der EZB ist.

Mittlerweile macht eine Reihe von Indikatoren sehr deutlich, dass die Leitzinsen im Euroraum zu niedrig sind. Gemessen etwa am Taylor-Zins, müsste der Leitzins rund 2,5 % betragen. Tatsächlich liegt er bei null. Berechnet man die Wirkung der Anleihekäufe auf die Zinsstrukturkurve mit Hilfe eines kurzfristigen Schattenzinses, so würde dieser aktuellen Schätzungen zufolge sogar bei -2 % bis -5 % liegen, die Lücke zum „fairen“ Leitzins mithin ungleich höher sein.

Die Gefahren eines so expansiven Kurses liegen auf der Hand. Sollten sich im Zuge des sehr kräftigen Aufschwungs

Grafik II Sparneigung und Bundrendite



QUELLE: MACROBOND

mit Zuwachsraten über Potenzial und steigenden Befürchtungen einer Überhitzung in einigen Regionen die Inflationserwartungen erhöhen, droht ein abrupter Zinsanstieg in den längeren Laufzeiten der Bondmärkte. Eine sehr viel steilere Zinskurve aber wäre sowohl für die Konjunktur als auch für die Finanzmärkte Gift. Anpassungsfriktionen wären die Folge, die ja nach Marktsegment auch heftig ausfallen könnten.

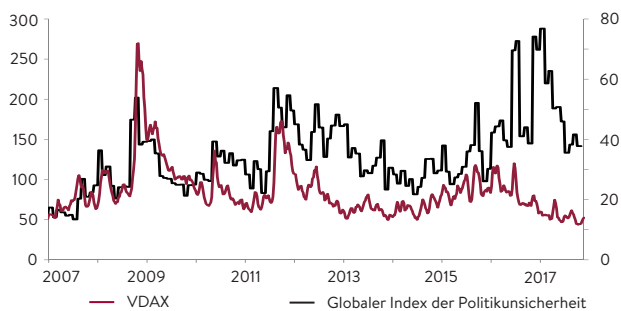
Die Geldpolitik muss ihren Kurs daher fein austarieren. Macht sie zu wenig („too little, too late“), läuft sie Gefahr, dass die Inflationserwartungen über das gewünschte Maß hinaus anziehen, die Kapitalmarktzinsen also stark steigen könnten. Macht sie dagegen zu viel („too much, too early“), beendet sie den Aufschwung möglicherweise vorzeitig. In diesem Spannungsfeld rechnen wir damit, dass die EZB zur Vorsicht neigen wird und die Mischung aus negativem Einlagenzins, „forward guidance“ und Anleihekäufen nur sehr graduell anpasst. Eine erste Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes dürfte erst im Jahr 2019 erfolgen – und dann auch nur bei Fortsetzung des Aufschwungs und einer Inflationsrate, die nicht zu stark unter dem Inflationsziel von „kleiner aber nahe 2 %“ liegt.

Finanzmärkte: Unter Schwankungen weiter aufwärts

Für die Finanzmärkte ist das wirtschaftliche Umfeld weiterhin günstig. Die Kombination aus höherem Wachstum, geringer Inflation und akkommodierender Geldpolitik sollte dafür sorgen, dass risikobehaftete Assets wie Aktien oder höherrentierliche Unternehmensanleihen auch im Jahr 2018 eine positive Ertragsentwicklung verzeichnen werden. Hierfür spricht auch, dass das allgemeine Zinsniveau niedrig bleiben wird. Damit sollte die Nachfrage nach Investitionen mit höheren Renditechancen hoch bleiben („search for yield“).

Es ist allerdings damit zu rechnen, dass die Entwicklung volatiler verlaufen wird als zuletzt. Im Jahr 2017 ist die Schwankungsintensität auf den Finanzmärkten trotz deutlich gestiegener geopolitischer Risiken auf ein erstaunlich niedriges Niveau gefallen (siehe Grafik III). Angesichts des Kurswechsels in der Geldpolitik – und hier vor allem in den USA – sowie wegen der höheren Bewertungsrelationen auf den Aktien- und Bondmärkten dürfte die Rückschlagsanfälligkeit der Finanzmärkte im kommenden Jahr höher sein.

Grafik III Märkte von politischen Risiken unbeeindruckt



QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.;

Versicherungswirtschaft: Aufschwung stützt

Der kräftige Aufschwung stützt auch die Entwicklung in der Versicherungswirtschaft. Nach einer Phase äußerst geringen Wachstums in den Jahren 2015 und 2016 (0,7 % bzw. 0,2 %) dürften die Beiträge in diesem Jahr um rund 1,3 % steigen. Für das kommende Jahr ist von einer ähnlichen Steigerung

auszugehen. Positiv zu Buche schlägt hierbei die wirtschaftliche Aktivität in Sparten wie der Kfz-, der Kredit- oder der Transportversicherung. Aber auch für die Altersvorsorge eröffnet der spürbare Anstieg der verfügbaren Einkommen mit Raten von rund 3,5 % in den Jahren 2017 und 2018 Spielräume für zusätzliche Absicherungen. Damit könnte zumindest ein Teil der geringeren Sparneigung, die das Niedrigzinsumfeld erzeugt hat, kompensiert werden.

Allerdings bleiben auf kurze Sicht das extreme Zinsumfeld und die hohe Regulierungsintensität zentrale Herausforderungen. Mit Blick auf die Kapitalmarktzinsen dürfte das Tief im Sommer des Jahres 2016 erreicht worden sein. Mit einem sehr kräftigen Anstieg, der die Renditen auch nur in die Nähe langjähriger Durchschnittswerte bringt, ist aber nicht zu rechnen. Auch die Belastungen der Regulierung dürften im Jahr 2018 nicht geringer werden. Erneut stehen zahlreiche Regulierungsreformen zur Umsetzung an. Neben der europäischen Versicherungsvertriebsrichtlinie und der europäischen Datenschutzgrundverordnung sind hier insbesondere die geplanten Anpassungen im Rahmen von Solvency II zu nennen wie die Absenkung der Ultimate Forward Rate oder das Vorhalten von Stress-Szenarien mit stark negativen Zinsen. Dies würde die Kapitalanforderungen in einem ohnehin bereits herausfordernden Zinsumfeld weiter erhöhen. Demgegenüber gibt es beim Bürokratieabbau oder der strikteren Anwendung des Proportionalitätsprinzips wenig Fortschritte.

Unabhängig hiervon eröffnet die rasant fortschreitende Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft auch für die Versicherer neue Geschäftschancen. Neben den Potenzialen für Kostensenkungen durch den Einsatz moderner Technologien entstehen durch die Digitalisierung auch vielfältige neue Versicherungsbedarfe und -möglichkeiten. Stichworte sind hier der Schutz gegen Cyberrisiken oder der Abschluss von Kurzzeitversicherungen „on demand“, wie etwa ein bei Bedarf zubuchbarer Drittfahrerschutz in der Kfz-Versicherung. Aber auch durch den Klimawandel und die damit verbundenen Naturgefahren dürfte die Nachfrage nach Risikoschutz weiter steigen. Gerade bei Cyberrisiken und bei Naturgefahren ist allerdings das Zusammenspiel aus Versicherung und Prävention zentral, damit eine breite Versicherbarkeit auch bei den immer häufiger auftretenden Wetterextremen bzw. Cyberangriffen möglich ist. Um dies zu gewährleisten, werden die deutschen Versicherer sich in Zukunft noch stärker in Risikoforschung und Prävention engagieren. Wichtige Bereiche sind hier etwa Verkehrssicherheit, Cybersicherheit und IT-Forensik oder die Möglichkeiten des baulichen Schutzes gegen Naturgefahren.

Größtes Risiko: Abrupter Zinsanstieg

Das aktuelle Umfeld ist von einer Vielzahl von Risiken gekennzeichnet. Dies dürfte auch 2018 nicht anders sein, wobei neue Risiken prognostisch kaum zu erfassen sind. Zu den wohl größten Gefahren für den Aufschwung und die Finanzstabilität gehört aber mittlerweile ein abrupter Zinsanstieg. Zwar sprechen die niedrige Inflation, die anhaltend hohe Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen oder die auf Jahre aufgeblähten Notenbankbilanzen gegen eine rasche Zinskorrektur nach oben. Die Erfahrung aus der Vergangenheit lehrt aber, dass Anpassungsprozesse auf den Finanzmärkten selten graduell oder linear verlaufen.

Tabelle I
Wachstum und Inflation

	WACHSTUM						INFLATION					
	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
Industrieländer	1,4	2,1	2,5	1,7	2,3	2,2	1,5	1,6	0,5	1,0	2,0	1,9
USA	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,5	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,1
Euroraum	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,3	2,0	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5
Deutschland	0,5	1,9	1,7	1,9	2,5	2,2	1,6	0,8	0,1	0,4	1,7	1,7
Frankreich	0,6	0,9	1,1	1,2	1,8	1,8	1,0	0,6	0,1	0,3	1,1	1,2
Italien	-1,7	0,1	1,0	0,9	1,5	1,4	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,2
Spanien	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,5	1,5	-0,2	-0,6	-0,4	2,0	1,5
Vereinigtes Königreich	2,1	3,1	2,3	1,8	1,5	1,4	2,6	1,5	0,0	0,7	2,7	2,5
Japan	2,0	0,4	1,4	0,9	1,5	1,2	0,4	2,7	0,8	-0,1	0,5	0,8
Schwellen- und Entwicklungsländer	5,2	4,6	4,4	4,4	4,5	4,9	5,3	5,3	5,6	4,6	11,7	16,5
China	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,4	2,6	2,0	1,4	2,0	1,6	2,3
Indien	4,7	6,4	7,5	8,0	7,1	6,7	9,9	6,7	4,9	5,0	4,5	3,5
Lateinamerika	3,4	0,9	-0,3	-1,1	1,0	2,5	9,6	12,6	16,8	11,7	54,7	93,2

QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P. *ANALYSTENPROGNOSEN (DURCHSCHNITT), STAND: 12.12.2017

Tabelle II
Entwicklung Finanzmärkte

		2013	2014	2015	2016	Nov. 2017	Aktuell ³
Anleihemärkte Staatsanleihen¹	USA	3,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
	Euro-Raum	3,0 %	1,2 %	1,3 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %
	Deutschland	1,9 %	0,5 %	0,6 %	0,2 %	0,4 %	0,3 %
Unternehmensanleihen²	EUR						
	Investment Grade	2,1 %	1,0 %	1,4 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %
	High Yield	4,9 %	4,3 %	5,2 %	3,9 %	2,9 %	3,0 %
	USD						
	Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,7 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %
	High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	6,3 %	5,8 %	5,7 %
Gedekte Anleihen²	EUR Covered	1,5 %	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %
Aktienmärkte	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	8,2 %	21,4 %	21,7 %
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	11,4 %	7,4 %	8,8 %
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	3,2 %	10,0 %	10,8 %
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	6,9 %	13,4 %	14,3 %
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	12,0 %	20,5 %	21,1 %
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	16,5 %	25,7 %	26,4 %

ANLEIHEN: RENDITE ZUM STICHTAG; AKTIEN: JEWEILIGER PERIODENERTRAG SEIT JAHRESANFANG (TOTAL RETURN: PREISVERÄNDERUNG PLUS DIVIDENDE) QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

¹ STAATSANLEIHEN: RENDITE 10 JAHRE

² BENCHMARK-RENDITE

³ AKTUELL: 11.12.2017

Impressum

HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

AUTOR

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

13.12.2017

BILDNACHWEIS

Fotolia

ALLE AUSGABEN ...

auf GDV.DE

