

**Makro und Märkte kompakt**  
№ 24 / Dezember 2018

2019

# Vor wichtigen Weichenstellungen

Das Jahr 2018 neigt sich dem Ende zu. Wie so oft in den letzten Jahren war es geprägt von einer Vielzahl politischer Belastungsfaktoren, die auch im kommenden Jahr – einem Jahr wichtiger Weichenstellungen – die Entwicklung entscheidend prägen dürften. Es stellt sich daher die Frage nach den Perspektiven 2019 für die Wirtschaft und für unsere Branche. Wir sind zuversichtlich für den Sektor, erwarten aber ein weiterhin schwieriges externes Umfeld.

- Die Weltkonjunktur dürfte im kommenden Jahr an Kraft verlieren. Gleiches gilt für die Unterstützung, die Konjunktur und Finanzmärkte von der ultra-lockeren Geldpolitik erhalten haben.
- Allerdings ist eine Rezession weniger wahrscheinlich als „nur“ eine Abkühlung. Und auch die Geldpolitik sollte mit Augenmaß agieren.
- In der Summe der Einflussfaktoren dürften die Finanzmärkte sehr volatil bleiben und die Ertragsperspektiven eine Dämpfung erfahren. Sollten die geopolitischen Risiken eskalieren, drohen Risiken für die Finanzstabilität.
- Für die Versicherungswirtschaft war das Jahr 2018 gemessen an den Beitragseinnahmen positiv. Da sich hier auch die erfolgreichen Anpassungen der Unternehmen an veränderte Gegebenheiten widerspiegeln, erwarten wir selbst bei Abschwächung der Konjunktur auch im kommenden Jahr eine solide Entwicklung.

**Chefvolkswirt**  
**Dr. Klaus Wiener**  
Mitglied der  
GDV-Geschäftsführung  
030 2020-5800  
k.wiener@gdv.de

### Solides Wachstum ...

Das zu Ende gehende Jahr 2018 zeigt ein gemischtes Bild. Besonders erfreulich war das fortgesetzte hohe Wachstum der Weltwirtschaft, das mit 3,6 % in realer Rechnung voraussichtlich nur marginal niedriger liegen wird als im Vorjahr (3,7 %). Allerdings war die Wachstumsdynamik regional unterschiedlich: Während z. B. das Bruttoinlandsprodukt in den USA mit 2,9 % deutlich stärker gestiegen ist als im Vorjahr (2,2 %), kam es in Deutschland zu einer spürbaren Verlangsamung um voraussichtlich fast einen Prozentpunkt auf 1,6 %. Gleichwohl hat die deutsche Wirtschaft damit die längste Wachstumsphase seit der Wiedervereinigung erreicht, was sich in Kennzahlen wie der drastisch gefallenem staatlichen Verschuldung (auf unter 60 % gemessen am BIP) oder der rekordniedrigen Arbeitslosenquote (4,9 %) widerspiegelt.

### ... aber Moll-Töne auf den Finanzmärkten

Allerdings war das Jahr 2018 erneut geprägt von einer Vielzahl politischer Belastungsfaktoren, Risiken und Unwägbarkeiten. Dazu gehören der Brexit, bei dem sich die Verhandlungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich und vor allem der interne politische Einigungsprozess in UK als äußerst schwierig erwiesen haben, sowie der durch die USA befeuerte zunehmende Protektionismus, der zu zahlreichen neuen Zollbeschränkungen geführt hat und das bestehende multilaterale Welthandelsregime bedroht. Auch der Konflikt der EU mit der neuen Regierung in Italien über die Höhe des Haushaltsdefizits und die krisenhaften Entwicklungen in einigen Schwellenländern sind hier zu nennen. All dies hat dazu geführt, dass sich die gute konjunkturelle Lage 2018 nicht mehr auf den Finanzmärkten niedergeschlagen hat. Vor allem bei Aktien ist es zu spürbaren Kursabschlägen gekommen – und hier wegen des Handelsstreits und der hohen Exportorientierung deutscher Unternehmen vor allem bei deutschen Dividentiteln (s. Tabelle). Hier schlägt aber auch zu Buche, dass die amerikanische Notenbank die Leitzinsen kontinuierlich gestrafft hat und den Märkten damit zunehmend bewusster wurde, dass die Phase des extrem billigen Geldes nicht ewig dauern wird.

### Verhalten optimistischer Ausblick 2019

Auch im Jahr 2019 sollte der globale Konjunkturaufschwung anhalten. Allerdings dürfte das Tempo der Expansion geringer ausfallen. Maßgeblich hierfür ist zum einen, dass in den USA die stimulierenden Effekte der durch die Regierung Trump erfolgten Steuersenkungen im kommenden Jahr auslaufen werden. Zudem

wird der geldpolitische Rückenwind weiter abnehmen. In Folge der mittlerweile neun Leitzinsanhebungen der Fed sind die Realzinsen wieder deutlich positiv geworden. 2019 sind drei weitere Zinsstraffungen zu erwarten, und da die Inflation im kommenden Jahr mit voraussichtlich gut 2 % niedriger liegen wird als in diesem Jahr (2,5 %), sollten die Realzinsen weiter steigen. Bereits im November ist die US-Inflation auf der Verbraucherstufe auf 2,2 % gefallen, nach 2,5 % im Oktober.

Im Euroraum dürfte die gesamtwirtschaftliche Expansion ebenfalls an Schwung verlieren. Zu Buche schlägt hier zum einen der Welthandel, der in Folge des Handelskonflikts bereits 2018 erkennbar an Dynamik verloren hat. Nach vierteljährlichen Zuwachsraten von knapp 1,3 % im Jahr 2017 lag der Zuwachs in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres nur noch bei knapp 0,3 % bzw. 0,6 %. Zudem dürften die zahlreichen Unsicherheiten, die vom Brexit über den Haushaltsstreit der EU mit der italienischen Regierung bis hin zu den Protesten in Frankreich (und damit dem weiteren Reformkurs Macrons) reichen, das Geschäftsklima belasten und vor allem die Investitionstätigkeit dämpfen. Deutlich wurde dies z. B. am Einkaufsmanagerindex vom Monat November: Er hat sich nach der Wachstumsdelle im dritten Quartal kaum erholt.

Allerdings lässt der zuletzt deutlich höhere Lohnauftrieb erwarten, dass die binnenwirtschaftlichen Kräfte den Aufschwung weiterhin stützen. Im Euroraum lagen die Löhne im dritten Quartal um 2,5 % höher als im Vorjahr. Und anders als in den USA liegen die Realzinsen in den meisten Ländern des Euroraums immer noch im negativen Bereich. Die Unterstützung durch die finanziellen Rahmenbedingungen ist damit weiterhin hoch.

In der Summe spricht daher vieles dafür, dass die Konjunktur sich zwar abkühlt, die Weltwirtschaft aber nicht in eine Rezession fällt. Wesentliche Voraussetzung hierfür ist aber, dass der Brexit in geordneten Bahnen verläuft (indem die jetzt vorliegende Vereinbarung vom britischen Parlament schlussendlich angenommen wird oder eine Verständigung auf eine andere tragfähige Option gelingt) und der schwelende Handelskonflikt sich nicht zu einem regelrechten Handelskrieg ausweitet.

### Keine EZB-Zinsstraffung 2019

Wegen des schwächeren Wachstums und der gesunkenen Energiepreise sollten die Inflationsraten im kommenden Jahr niedrig bleiben. Im Euroraum dürfte der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von 1,7 % in diesem Jahr leicht auf rund 1,5 % fallen. Eine ähnliche Entwicklung ist mit 1,8 % in diesem Jahr und 1,7 % im nächsten für Deutschland zu er-

warten. Da auch die Kerninflation, bei der die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausgeklammert werden, kaum steigen sollte, steht zu befürchten, dass die EZB an ihrem extrem expansiven Kurs festhalten wird. Zwar werden die massiven Anleihekäufe, wie angekündigt, Ende des Jahres 2018 auslaufen, eine Zinsanhebung im kommenden Jahr erscheint aber immer unwahrscheinlicher.

Dabei wäre es sehr wünschenswert, wenn insbesondere der Einlagenzins in Höhe von -0,4 %, den Geschäftsbanken auf Einlagen bei der EZB zahlen müssen, endlich nicht mehr negativ wäre. In den USA hat es diesen Strafzins nie gegeben. Dies ist einer der Gründe, warum der Bankensektor dort bereits wieder in einem sehr viel robusteren Zustand ist. Im Jahr 2019 dürfte es also bei einer extrem akkommodierenden Geldpolitik im Euroraum bleiben, zumal an ein Ende der Reinvestitionen (also der Wiederanlage frei werdender Mittel aus bestehenden QE-Anleihekäufen) noch lange nicht zu denken ist. Im Gegenteil, auf seiner letzten Sitzung hat der EZB-Rat sich darauf verständigt, die Reinvestitionen auch nach der ersten Zinserhöhung für längere Zeit beizubehalten. Bislang zielte diese Formulierung auf das Ende der Anleihekäufe, also den Jahresbeginn 2019.

### Fortgesetzt hohe Volatilität auf den Finanzmärkten

Waren die Jahre 2016 und 2017 noch von sehr hohen Erträgen auf den globalen Finanzmärkten geprägt, ist dies im Jahr 2018 nicht mehr der Fall (s. Tabelle). Die zahlreichen politischen Belastungsfaktoren, die Zinswende der US-Notenbank sowie die zuletzt schwächeren Konjunkturdaten haben die Ertragsvorzeichen bei nahezu allen Asset-Klassen ins Negative gedreht. Besonders markant ist dies bei Aktien – und hier insbesondere bei deutschen Dividentiteln, wo der Handelsstreit die Gewinnperspektiven der vielen auf den Export ausgerichteten Unternehmen deutlich eingetrübt hat. Seit dem Höchststand zu Jahresbeginn hat der Leitindex um mehr als 20 % eingebüßt. Aber auch Technologie-Werte, die Outperformer der vergangenen Jahre, und Schwellenländeraktien haben deutliche Verluste hinnehmen müssen. Und schließlich ist selbst der Zinsaufschlag bei qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen (Investment Grade) im Herbst auf den höchsten Wert seit dem Jahr 2016 gestiegen.

Die Perspektiven für das kommende Jahr hängen vor allem davon ab, in welchem Maße sich die politischen Risiken materialisieren. Kommt es zu einem geordneten Brexit und bleibt der Handelsstreit im Ausmaß begrenzt, spricht viel für eine im Trend leicht posi-

tive Entwicklung bei risikobehafteten Assets wie Unternehmensanleihen oder Aktien, denn bei den derzeitigen Bewertungen scheint angesichts der aktuellen Position im Konjunkturzyklus viel Risiko bereits eingepreist. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Unternehmen im DAX durchschnittlich nur noch bei 11 und damit deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von gut 13. Allerdings dürften die Erträge im festverzinslichen Bereich in diesem positiven Szenario unter einem steigenden allgemeinen Zinsniveau leiden. Da aber selbst in diesem Fall z. B. die Rendite der 10-jährigen Bundanleihe die 1%-Marke wohl nicht erreichen dürfte, wären die Verluste überschaubar.

Sollten sich die genannten Randrisiken („tail risks“) indes durchsetzen, so wären weitere, deutliche Kursabschläge bei Aktien wahrscheinlich und die Risikoprämien in vielen Bereichen des Anleihemarktes würden weiter steigen. Positive Erträge wären dann wohl nur in den Kernanleihemärkten der Industrieländer zu erwarten.

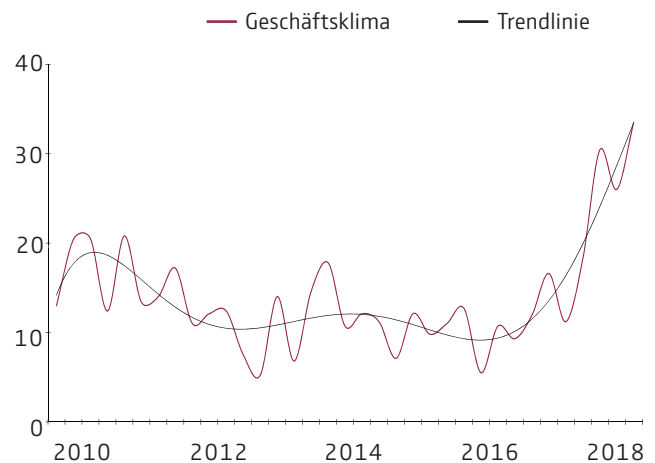
### Geschäftsentwicklung der Versicherungsbranche positiv

Trotz des anhaltenden, extremen Niedrigzinsumfeldes und der steigenden Belastungen für die Unternehmen, die sich aus der schärferen Regulierung ergeben, war die Geschäftsentwicklung für die Versicherungsbranche im zu Ende gehenden Jahr 2018 erfreulich. Lagen die Beitragseinnahmen im Jahr 2017 um 1,9 % über dem Wert des Vorjahres, dürften sie in diesem Jahr sogar um 2,5 % gestiegen sein.

Ein Treiber der positiven Entwicklung, die sich deutlich von der Phase der Quasi-Stagnation in den Jahren 2015 und 2016 unterscheidet, dürfte die sehr gute Kon-

### Deutlicher Anstieg des Ifo-Geschäftsklimaindex

Grafik · Geschäftsklima in der deutschen Versicherungswirtschaft



Quelle: Ifo Institut, eigene Berechnungen

junktur sein. Die weiter steigende Beschäftigung und die höheren Löhne haben den privaten Haushalten finanzielle Spielräume für zusätzliche Absicherungen eröffnet, so auch in der Altersvorsorge, wo der anhaltende Niedrigzins die Sparnotwendigkeiten deutlich erhöht hat.

Sichtbares Zeichen der derzeitigen positiven Entwicklung der Versicherungswirtschaft ist das Geschäftsklima der Branche, das sich in den letzten zehn Quartalen kontinuierlich verbessert hat und zuletzt sogar deutlich über den langjährigen Durchschnitt gestiegen ist (s. Grafik). Wir haben in einer Sonderstudie analysiert, was – neben der konjunkturellen Lage – die maßgeblichen Faktoren für diese Entwicklung sind. Dabei schlugen zwei Faktoren besonders positiv zu Buche, nämlich

neue Produkte und die Digitalisierung. Offensichtlich passen sich die Unternehmen zunehmend an das extreme Niedrigzinsumfeld an – zu denken ist hier etwa an die neuen Produkte mit flexiblen Garantien in der Lebensversicherung – und sie begreifen die Veränderungen, die die Digitalisierung mit sich bringt, mehr als Chance (Steigerung der Kosteneffizienz, neue Vertriebswege, neue Bedarfe) denn als Risiko (neue Wettbewerber). Insofern beurteilen wir die Geschäftsaussichten der Versicherungsbranche auch für das kommende Jahr positiv – und dies selbst dann, wenn das konjunkturelle Umfeld an Schwung verliert und die allgemeine Risikolage angespannt bleibt.

### Entwicklung Finanzmärkte<sup>1</sup>

		2014	2015	2016	2017	2018 <sup>2</sup>	Rendite aktuell <sup>2, 3</sup>	
<b>Staatsanleihen</b>	USA	6,2 %	0,9 %	1,0 %	2,3 %	0,1 %	2,7 %	
	Euro-Raum	13,1 %	1,6 %	3,2 %	0,2 %	0,7 %	0,8 %	
	Deutschland	10,4 %	0,4 %	4,0 %	-1,4 %	2,4 %	0,03 %	
<b>Unternehmensanleihen</b>	<b>EUR</b>							
		Investment Grade	8,4 %	-0,6 %	4,7 %	2,4 %	-1,3 %	1,3 %
		High Yield	5,8 %	1,0 %	9,1 %	6,9 %	-3,6 %	4,9 %
	<b>USD</b>							
		Investment Grade	7,5 %	-0,7 %	6,1 %	6,4 %	-2,5 %	4,2 %
		High Yield	2,5 %	-4,5 %	17,1 %	7,5 %	-0,6 %	7,5 %
<b>Gedekte Anleihen</b>	EUR Covered	7,6 %	0,4 %	2,2 %	0,7 %	0,1 %	0,4 %	
<b>Aktienmärkte</b>	MSCI World USD	5,5 %	-0,3 %	8,2 %	23,1 %	-7,1 %		
	MSCI World EUR	20,1 %	11,0 %	11,4 %	8,1 %	-1,8 %		
	MSCI Europe EUR	7,4 %	8,8 %	3,2 %	10,9 %	-9,3 %		
	DAX	2,7 %	9,6 %	6,9 %	12,5 %	-16,9 %		
	S&P	13,7 %	1,4 %	12,0 %	21,8 %	-2,9 %		
	Dow Jones	10,0 %	0,2 %	16,5 %	28,1 %	-2,0 %		

1 Jeweiliger Periodenertrag seit Jahresanfang (Total Return: Preisveränderung plus Dividende bzw. Zinsen) 2 Aktuell: 18.12.2018 3 Benchmark Rendite

Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 18.12.2018

### 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,  
 Mitglied der Geschäftsführung, Chefvolkswirt  
 Tel. 030 2020-5800  
 E-Mail: k.wiener@gdv.de

**Autoren:**

Dr. Klaus Wiener

**Publikationsassistentz:**

Delia Krüger-Wolf

**Redaktionsschluss:**

19.12.2018

**Disclaimer:**

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

**Bildnachweis:**

Fotolia

**Alle Ausgaben ...**

auf GDV.DE

