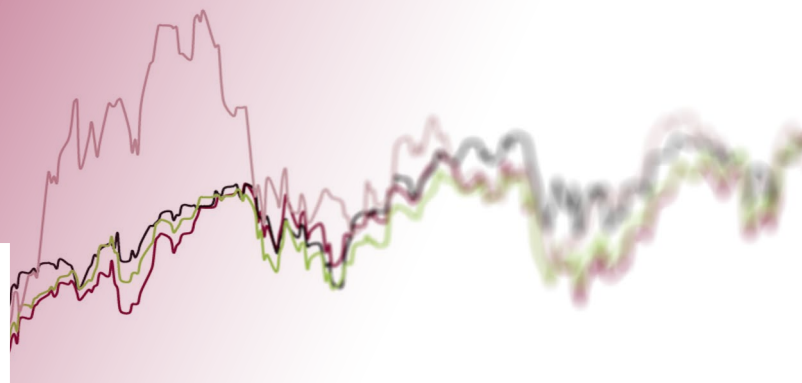


**Makro und Märkte kompakt**  
Nº 31 / Ausblick 2020



# Vier Thesen für das Jahr 2020

Das zu Ende gehende Jahr 2019 hielt erneut eine Reihe von Überraschungen bereit. Zu den wohl größten gehört die abrupte Kehrtwende in der Geldpolitik. Sie hat zu neuen historischen Renditetiefständen auf den Anleihemärkten geführt. Für das kommende Jahr stellt sich die Frage, wie tief und wie dauerhaft der aktuelle Konjunkturabschwung wird. Eng damit verbunden ist der Ausblick für die Geldpolitik, die Finanzmärkte und nicht zuletzt die Versicherungswirtschaft. In vier Thesen ist hier das aus unserer Sicht Wesentliche zusammengefasst, für eine hoffentlich perfekte „20/20 Vision“.

- Im Jahr 2019 ist es zu einer deutlichen Konjunkturertrübung gekommen, in der Industrie sogar zu einer Rezession. Für das Jahr 2020 rechnen wir mit gesamtwirtschaftlichem Wachstum, vor allem aus strukturellen Gründen aber auf sehr niedrigem Niveau.
- Auf den Finanzmärkten wird das extreme Niedrigzinsumfeld anhalten. Weder aus konjunkturellen Gründen noch mit Blick auf die Geldpolitik ist mit einem Zinsanstieg zu rechnen. Daher sollten risikobehaftete Asset-Klassen wie Aktien weiter zulegen, allerdings weniger stark als im Jahr 2019.
- In der Versicherungswirtschaft ist es im Jahr 2019 zu einem deutlichen Plus bei den Beitragseinnahmen gekommen. Hierbei zeigen sich u. a. die Früchte der Anpassungen im Geschäftsmodell an das Niedrigzinsumfeld. Für das Jahr 2020 ist erneut mit einem Anstieg der Beitragseinnahmen zu rechnen, dann aber wieder im Rahmen der langjährigen Norm.

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

## 1. Das Trendwachstum schwächt sich ab

In den letzten Monaten hat sich der konjunkturelle Aufschwung weltweit spürbar abgeschwächt. Deutschland ist dank eines geringen Wachstums in Höhe von 0,1 % ggü. Vq. im dritten Quartal nur knapp an einer technischen Rezession vorbeigeschrammt. Rezessionsängste wurden in den letzten Wochen durch wesentliche Konjunkturindikatoren beruhigt, die sich auf niedrigem Niveau stabilisiert haben. Tatsächlich sprechen die weiterhin sehr lockeren Finanzierungsbedingungen, die generell expansive Fiskalpolitik sowie die unverändert kräftige Binnennachfrage gegen einen Absturz der westlichen Industrieländer in eine Rezession. Allerdings deutet einiges darauf hin, dass das Trendwachstum in den kommenden Jahren nur gering ausfallen wird.

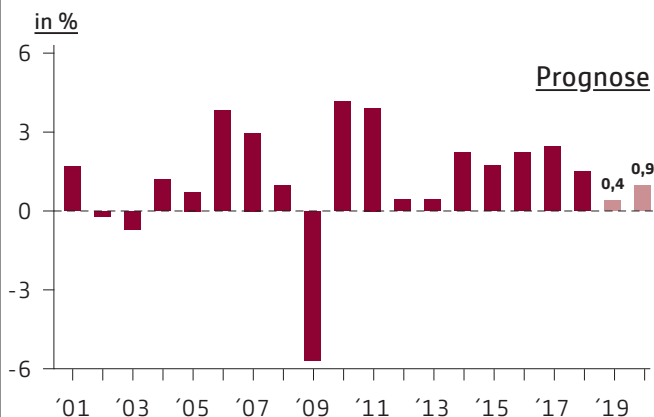
Dies liegt zum einen an den fortgesetzten Handelskonflikten und der daraus resultierenden hohen Unsicherheit. Sie haben den Motor der globalen Konjunktur, den Welthandel, ins Stottern gebracht. Zwar dürfte es im US-Wahljahr aus taktischen Gründen zu Übereinkünften zwischen den USA und China kommen, die auf den Finanzmärkten für große Erleichterung sorgen werden. Die Frage der Hegemonialstellung dürfte den Konflikt zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Erde aber weit über das Wahljahr hinaus befeuern. Wegen der unverändert hohen Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom Export wird das deutsche Wirtschaftswachstum hierunter besonders leiden.

Ein zweiter wichtiger Grund für eine voraussichtlich geringere Expansionsdynamik in den kommenden Jahren ist der Umbau der Wirtschaft zu mehr Nachhaltigkeit – und hier insbesondere die erforderliche Umstellung auf eine weniger kohlenstoffintensive Produktion, Wärmezeugung und Mobilität. Natürlich verbinden sich mit dieser Umstellung auch Chancen, gerade für die Länder, die hier eine technologische Vorreiterrolle einnehmen. Allerdings dürften sich die Früchte dieser Arbeit erst in der mittleren bis langen Frist deutlich zeigen. Kurzfristig wird der Umbau – wie jede strukturelle Anpassung – Wachstum kosten.

Weil das Wachstum im Jahr 2020 deutlich unterhalb der Potentialrate von rund 1,5 % bleiben wird, dürfte auch der Preisdruck niedrig bleiben. Im Euroraum liegt die Kernrate der Inflation, die ohne die volatilen Größen Nahrungsmittel und Energie berechnet wird, seit mehreren Jahren stabil bei Werten um 1 % ggü. Vj. Hieran wird sich wegen der wieder steigenden Output-Lücke, aber auch aus strukturellen Gründen (Stichworte: größere Preistransparenz dank Digitalisierung, Lohndruck wegen der zunehmenden Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in den globalen Wirtschaftskreislauf) zunächst wenig ändern.

### Deutschland: Reales BIP

Abbildung 1 · Veränderung BIP gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

## 2. Die Strategie der Geldpolitik bleibt unorthodox

Neben der japanischen gibt es wohl kaum eine zweite wesentliche Notenbank, die wie die EZB in den letzten Jahren so weitreichende geldpolitische Entscheidungen getroffen hat. Das unorthodoxe Instrumentarium reicht von den Null- und Negativzinsen, über die quantitative und qualitative Lockerung bis hin zur forward guidance und Mehrjahrestendern bei Vollzuteilung. Natürlich haben diese Maßnahmen das Wachstum unterstützt – und hier vor allem über die massive Schwächung des Außenwerts des Euro. Allerdings zeigen Studien mittlerweile sehr deutlich, dass die Effekte dieser Politik zunehmend kleiner werden, während die Risiken und Nebenwirkungen steigen. Wir haben in den vergangenen Jahren in jeder unserer Stellungnahmen zur Geldpolitik auf die lange Liste der Nebenwirkungen hingewiesen. Zu nennen sind hier die Gefahren für die Finanzstabilität ebenso wie die Sorge um die unzureichende Altersvorsorge oder die steigende Zahl von sogenannten Zombiefirmen, die den Euroraum auf einem niedrigen Produktivitäts- und Wachstumspfad halten.

Mit dem Wechsel an der Spitze der EZB verbindet sich für viele die Hoffnung, dass die Verantwortlichen einen frischen Blick auf die extreme Positionierung der Geldpolitik in den letzten Jahren werfen werden. Eine solche Strategiediskussion wurde von der neuen EZB-Chefin Lagarde für das kommende Jahr auch bereits angekündigt. Allerdings ist bislang völlig unklar, welche Richtung diese Strategiediskussion nehmen wird. Wir haben an verschiedener Stelle die Elemente genannt, die aus unserer Sicht wichtig wären. Hierzu zählen vor allem:

- I ein weniger enges Inflationsziel: Statt der aktuellen Formulierung von „unter, aber nahe 2%“, wäre die Ergänzung um ein Inflationsband angemessener (z.B. 2% +/- 1PP).
- II eine Verbreiterung der Preise, die Eingang in den harmonisierten Verbraucherpreisindex finden: Wichtig wäre vor allem, die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum – wie etwa in den USA – in den Index aufzunehmen. Auch sollte darüber nachgedacht werden, Asset-Preise aufzunehmen. Die Maßnahmen der Geldpolitik spiegeln sich nämlich vor allem in den Größen, die bislang nicht Teil des Indexes sind.
- III ein Inflationsmaß, das mehrere wichtige Messgrößen aufnimmt: Statt der alleinigen Fokussierung auf die Preise für Güter- und Dienstleistungen, könnte ein gewichteter Durchschnitt aus einer Reihe von relevanten Inflationsindizes gebildet werden (Gesamtindex, Kernrate der Inflation, 5y-5y forward rate, ...).

Die Strategiediskussion kann aber auch eine ganz andere Richtung nehmen. Die unorthodoxen Maßnahmen der vergangenen Jahre könnten zum „new normal“ erklärt werden und damit Eingang in den ganz normalen Instrumentenkasten der EZB finden. Zudem könnten die umstrittenen Anleihekäufe der EZB (APP) in Richtung grüne Investments gelenkt und deren Fortsetzung so legitimiert werden. Die neue EZB Chefin hat gegenüber Vertretern des Europäischen Parlaments bereits angekündigt, dass die Strategiediskussion eine Gelegenheit sei, darüber nachzudenken, wie Nachhaltigkeitsüberlegungen Eingang in den geldpolitischen Rahmen finden können.

Tatsächlich sind zur Erreichung der Pariser Klimaziele erhebliche Investitionen in erneuerbare Energien oder in die Infrastruktur Europas erforderlich. Die Kommission hat zuletzt von 240 Mrd € jährlich gesprochen. Expertenschätzungen reichen sogar bis an die Marke von 500 Mrd €. Es besteht daher die Gefahr, dass man auf die Lehren der „neuen, modernen Geldpolitik“ aufsetzt und zur Finanzierung des Umbaus der Wirtschaft die Zentralbanken nutzt. Und da es neben dem Klimaschutz (der wohlgernekt aus guten Gründen im Fokus steht), auch um soziale Fragen und Fragen guter Unternehmensführung gehen soll, kann es dazu kommen, dass man mit den Mitteln der Notenbank versucht, politisch gewünschte Ziele umzusetzen. Damit würde man sich vom eigentlichen Mandat der EZB weiter entfernen und das Verbot der Staatsfinanzierung verletzen (Art. 123, AEUV). Mit einer Rückkehr zum Strategierahmen vergangener Jahrzehnte ist indes nicht zu rechnen. Die Geldpolitik dürfte „unorthodox“ bleiben.

### 3. Die Zinsen bleiben extrem niedrig

Zu den wohl größten Überraschungen des Jahres 2019 gehört ohne Frage die Zinsentwicklung. Zu Beginn des Jahres war eine Mehrheit der Analysten davon ausgegangen, dass sich die Staatsanleiherenditen in den westlichen Industrieländern von ihren historischen Tiefständen zumindest leicht weiter lösen können. Für die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe lautete die Consensus-Prognose für das Jahresende 2019 0,9 % (siehe *Abbildung 2*). Die wäre ein Anstieg um rund 0,6 Prozentpunkte gewesen, wobei die höchste Analysten Schätzung sogar bei 1,9 % lag. Tatsächlich aber sind die Renditen erneut massiv gefallen. Mit - 0,72 % hat die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe sogar ein neues Allzeittief erreicht. Und im September dieses Jahres lag die gesamte deutsche Zinsstrukturkurve über alle Laufzeiten hinweg im negativen Bereich, ein historisch einmaliger Vorgang.

Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung war vor allem die Geldpolitik. In den USA hat der amerikanische Notenbankpräsident Anfang des Jahres 2019 signalisiert, dass weitere Zinsstraffungen – nach den bereits erfolgten neun Zinsschritten nach oben – erst einmal nicht zu erwarten seien. Und im Verlauf des Jahres ist es dann sogar zu drei Leitzinssenkungen gekommen. Dies hat die Rendite amerikanischer Staatsanleihen im 10-Jahressegment in der Spitze um 1,3 Prozentpunkte auf 1,46 % gedrückt. Dem Kurswechsel der Fed folgend, hat die europäische Notenbank dann ebenfalls die Geldpolitik ab Mitte des Jahres gelockert. Im Unterschied zu den USA waren Zinserleichterungen aber nur eingeschränkt möglich, denn die EZB hat in dem langgestreckten Konjunkturaufschwung nicht ein einziges Mal gestrafft. Also wurden die Anleihekäufe mit Beschluss vom September wiederbelebt, eine höchst umstrittene Entscheidung innerhalb des EZB-Rats. Gegen den Beschluss hatten sich zehn Notenbankchefs ausgesprochen, die mehr als 60 % des BIPs im Euroraum repräsentieren, darunter die Notenbankchefs aus Frankreich und Deutschland. Die Anleihekäufe wurden gleichwohl beschlossen, und zwar ohne zeitliche Limitierung. Stattdessen wurden sie an die Bedingung gekoppelt, dass die Inflation sich dem Ziel von „unter, aber nahe 2%“ nähert. Da dies aus strukturellen – und zuletzt auch konjunkturellen – Gründen auf absehbare Zeit nicht zu erwarten ist, wurden die Weichen der EZB möglicherweise auf Jahre gestellt.

Natürlich ist das Zinsniveau in den westlichen Industrieländern auch aus strukturellen Gründen niedrig. Vor allem das geringe Trendwachstum und die niedrige Inflation hätten die Zinsen auch ohne die Zugabe der Geldpolitik unter das Niveau gedrückt, das früher als nor-

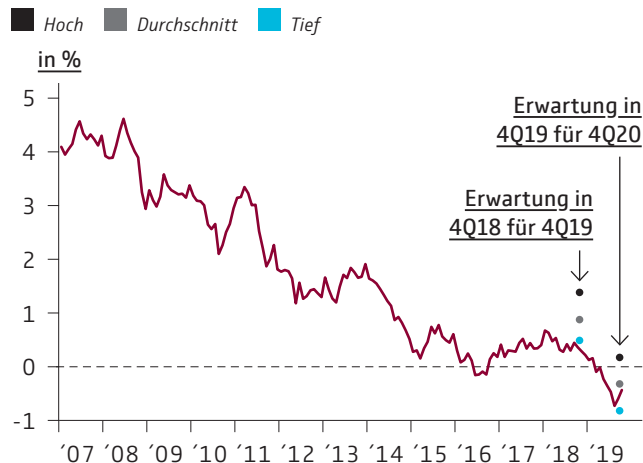
mal galt. Allerdings wäre es wohl nicht zu der „Eiszeit im Zins“ mit Renditen weit unterhalb der Nulllinie gekommen. Dies hat auch der neue Chefvolkswirt der EZB, Lane, in einer Rede kürzlich ganz offen eingeräumt. Wörtlich hieß es: *“Our non-standard measures of negative interest rate policy and asset purchases brought down the overall level of the yield curve to a region that is, by definition, unreachable under a zero lower bound...”*. Wieso dann die Diskussion zu den Ursachen des extremen Zinsniveaus immer wieder um Erklärungsansätze wie das hohe globale Sparangebot kreisen, erschließt sich nur begrenzt: Während in den Jahren 2000 bis 2019 die globale Ersparnis um 125 % angestiegen ist, lag der Anstieg der Verschuldung weltweit bei 180 %.

## 4. Rückkehr zur Normalität für die Versicherungswirtschaft

Die Beitragseinnahmen der deutschen Versicherungswirtschaft werden im Jahr 2019 um mehr als 5 % steigen. Dies ist nach zwei Jahren mit Wachstumsraten von etwa 2 % und zwei weiteren Jahren zuvor mit Wachstumsraten knapp oberhalb der Nulllinie eine beachtliche Steigerung. Hauptfaktor für die Entwicklung war das Einmalbeitragsgeschäft in der Lebensversicherung, das in diesem Jahr sehr kräftig zulegen wird, eine Entwicklung, die sich im Jahr 2020 kaum wiederholen wird. Die Beitragseinnahmen der Versicherer dürften auch im kommenden Jahr weiter steigen, angesichts der erneut gefallenen Zinsen, der zunehmenden regulatorischen Belastungen sowie der schwächeren Konjunktur aber weniger stark als zuletzt. Dies signalisieren auch die Geschäftserwartungen. Zwar ist die Stimmung in der Branche insgesamt noch sehr gut, die Einschätzungen für die kommenden Monate sind aber bereits deutlich zurückgegangen. Auch dies spricht dafür, dass sich das sehr gute Jahr 2019 so nicht wiederholen wird.

## Renditeprognose 10-jährige Bundesanleihe

Abbildung 2 · Renditeprognose 10-jährige Bundesanleihe



Quelle: Bloomberg

Auf mittlere Sicht gibt es aber durchaus eine Reihe von Faktoren, die auch künftig für ein solides Plus bei den Beitragseinnahmen sprechen. Hierzu zählt zum einen die gestiegene Nachfrage nach Lebensversicherungen mit neuen Garantiemodellen. Deren Plus dürfte im Jahr 2019 im zweistelligen Prozentbereich liegen. Unseres Erachtens ist dies auch Spiegel der Bemühungen der letzten Jahre, die nun Früchte zeigen. Aber auch der Wunsch nach Absicherung gegen die neuen oder gestiegenen Risiken wie die Cyberkriminalität oder Naturgefahren sollten sich zunehmend als Wachstumstreiber erweisen. Darüber hinaus ist es so, dass die Versicherungsdurchdringung (Beitragseinnahmen in Relation zum BIP) in Deutschland nach wir vor nur unterdurchschnittlich ist. Gemessen an dieser Kennziffer liegt der Versicherungsschutz hierzulande gerade einmal auf dem Niveau des Weltdurchschnitts und deutlich unter den Niveaus, die in anderen Industrieländern wie etwa den G7-Staaten zu verzeichnen sind. Angesichts der großen Bedeutung von Versicherungsschutz für die finanzielle Absicherung existentieller Risiken besteht hier ein beträchtlicher Nachholbedarf.

## 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

### Publikationsassistentz

Marcus Pfab

### Redaktionsschluss:

13.12.2019

### 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.

### Autoren

Dr. Klaus Wiener

### Bildnachweis

GDV

### Alle Ausgaben

auf GDV.DE