

# MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT<sup>07</sup>

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 07 DEZEMBER 2016  
THEMA: **AUSBLICK 2017**

CHEFVOLKSWIRT  
Dr. Klaus Wiener

## Sieben Thesen für 2017

Die aktuelle **Risikolage** ist sehr **komplex** und strahlt auf das Wachstum der Weltwirtschaft aus. Politische Risiken sind ungewöhnlich hoch und machen Prognosen für Konjunktur, Finanzmärkte sowie Versicherungswirtschaft schwieriger als sonst. Trotz aller **Unsicherheit** formulieren wir **sieben Thesen**, mit denen wir etwas Licht in die voraussichtliche Entwicklung des kommenden Jahres bringen wollen.

- ▶ Das Jahr 2016 war geprägt von einer ganzen Reihe von wirtschaftlichen und politischen Überraschungen. Zum Teil werden diese erst **in den kommenden Jahren** ihre volle Wirkung entfalten. Unsere größte Sorge gilt der Zukunft des **freien Waren- und Dienstleistungsverkehrs**.
- ▶ Wegen der anhaltenden politischen Unsicherheiten und aufgrund der schwächer werdenden Impulse, die aus dem schwachen Euro, den extrem niedrigen Zinsen und dem Verfall der Energiepreise resultierten, wird sich die **Wachstumsdynamik in Europa und Deutschland abschwächen**. Hieran werden auch die zu erwartenden fiskalischen Impulse in den USA kaum etwas ändern.
- ▶ Auf den Finanzmärkten dürfte vor allem die **weniger expansive Geldpolitik** ihre Spuren hinterlassen. Auch wenn mit einem scharfen Zinsanstieg nicht zu rechnen ist, dürfte das **extreme Zinstief** des Jahres 2016 überwunden sein.

**Das Jahr 2016 war erneut ein bemerkenswertes Jahr. Zahlreiche politische Ereignisse – allen voran das Brexit-Votum und die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten – haben das Geschehen in der Wirtschaft und auf den Finanzmärkten maßgeblich beeinflusst.** Die politischen Beben werden ihre volle Wirkung erst ab dem Jahr 2017 entfalten. Unsere größte Sorge gilt dabei dem Welthandel. Er expandiert seit gut vier Jahren weit unterdurchschnittlich (siehe Grafik 1) und dürfte in diesem Jahr kaum noch die Marke von 2 % erreichen. Sollten sich die in den USA oder Großbritannien geäußerten protektionistischen Tendenzen durchsetzen, wird dies den Welthandel zusätzlich belasten und das globale Wachstum unterdurchschnittlich bleiben.

Zusätzlich zu den beiden großen politischen Unwägbarkeiten kommt hinzu, dass die Risikolage insgesamt ungewöhnlich komplex ist. Stichworte sind hier der Extremismus oder der Klimawandel. All dies geschieht in einer Zeit, in der die Veränderungsgeschwindigkeit in Wirtschaft und Gesellschaft sehr hoch ist, was sich in schärferer Regulierung, einer rasant fortschreitenden Digitalisierung sowie einem sich rasch wandelnden Kundenverhalten manifestiert. Und schließlich befindet sich die Geldpolitik immer noch im Krisenmodus. Ausgehend von diesem Befund ist es also durchaus wahrscheinlich, dass auch das Jahr 2017 von unerwarteten Ereignissen geprägt sein wird.

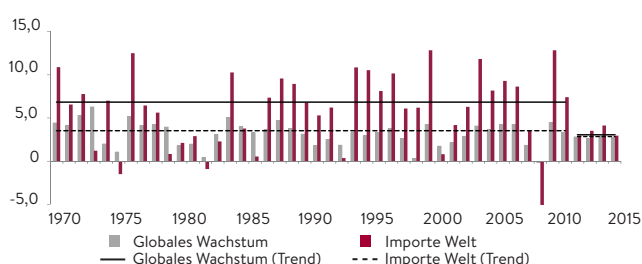
Gleichwohl möchten wir an dieser Stelle sieben Thesen formulieren, die wir nach sorgfältiger Analyse zusammengetragen und auf unserer Jahreskonferenz „Volkswirtschaft und Finanzmärkte“ Anfang Dezember mit namhaften Experten diskutiert haben. Mit ihnen wollen wir die voraussichtliche Entwicklung des kommenden Jahres beschreiben, wohl wissend, dass Nachjustierungen im Verlauf des Jahres unvermeidlich sein werden. Der große Ökonom Keynes hat einmal gesagt, dass er seine Meinung ändert, wenn sich die Fakten ändern. Dieses Prinzip soll auch für unseren Ausblick gelten.

## These 1 – Wachstum: Der Aufschwung bleibt verhalten

Seit der Finanzkrise hat sich die Weltwirtschaft nur sehr mühsam aus der Rezession gelöst. Der Aufschwung war erkennbar, blieb im Vergleich zu früheren Erholungsphasen aber schwach. Sichtbarstes Zeichen hierfür ist die Wachstumsrate der Weltwirtschaft. Mit nur leicht über 3 % liegt sie seit Jahren nur unwesentlich über der Marke von 2,5 %, die historisch die Grenze zur globalen Rezession markiert. Auch im kommenden Jahr dürfte sich die langsame Grundtendenz fortsetzen, wobei sich die Wachstumskräfte regional verschieben sollten.

### Grafik 1 Welthandel und Globales Wachstum

Jährlicher Anstieg in %



QUELLE: IWF

In den USA sollte sich das Wachstum beschleunigen, getrieben vor allem von Steuersenkungen und neuen Ausgabenprogrammen. Allerdings teilen wir nicht die Euphorie, die derzeit an den Aktienmärkten abzulesen ist. Zwar wird das Wirtschaftswachstum von der neuen Fiskalpolitik profitieren, gleichzeitig dürften aber die Unternehmensinvestitionen und der Zustrom ausländischen Kapitals unter der Unsicherheit leiden, die sich aus der Haltung des neuen US-Präsidenten zum Welthandel und der Migration ergeben. Werden Vereinbarungen wie das NAFTA-Abkommen geändert oder gar Importzölle auf Einfuhren aus Mexiko verhängt (bzw. China erhöht), so wird der fiskalische Impuls im günstigsten Fall geschmälert, im schlechtesten Fall sogar überkompensiert.

Im Gegensatz zu den USA dürfte sich das Wachstum im Euro-Raum verlangsamen. Die wirtschaftliche Aktivität hat in den letzten Jahren erheblich von Faktoren wie den stark gesunkenen Zinsen, dem schwachen Euro und dem massiven Verfall der Energiepreise profitiert. Deren Einfluss dürfte über die Zeit aber zunehmend schwächer werden. Der Euro, der gegenüber dem US-Dollar weiter an Boden verloren hat, tendiert handelsgewichtet seit geraumer Zeit nur noch seitwärts. Auch von der Fiskalpolitik werden keine nennenswerten Impulse ausgehen. Der strukturelle Haushaltssaldo, der sich in den letzten vier Jahren auf Grund fallender Sparanstrengungen sukzessive verringert hat, wird sich den einzelstaatlichen Planungen zu Folge im kommenden Jahr kaum noch ändern. Und schließlich wird es Brexit-bedingt eine längere Phase der Unsicherheit geben, die nicht gänzlich ohne Einfluss auf den grenzüberschreitenden Handel und die ausländischen Direktinvestitionen bleiben wird. Insgesamt halten wir es daher für wahrscheinlich, dass die Wachstumsrate im Euro-Raum auf rund 1,0 % fällt, nach gut 1,5 % in diesem Jahr und 2,0 % im Jahr 2014.

Ein ähnliches Muster gilt auch für Deutschland. Nach 1,9 % in diesem Jahr (1,8 % kalenderbereinigt), sollte sich das Wachstum im kommenden Jahr auf 1,1 % (1,4 %) verringern. Die im Vergleich zum gesamten Euro-Raum leicht bessere Entwicklung liegt vor allem am privaten Verbrauch, der sich nach Jahren der Quasi-Stagnation zuletzt erstaunlich gut entwickelt hat. Allerdings gilt auch hier, dass eine Reihe von Faktoren (Stärkung der realen Kaufkraft durch Inflationsrückgang, höhere Transferzahlungen des Staates, Verringerung der Sparneigung, rekordniedrige Zinsen, ...) den Konsum ungewöhnlich stark begünstigt haben. Vor allem wegen der höheren Teuerung dürfte sich das Expansionstempo im kommenden Jahr verringern. Insgesamt erwarten wir also keinen Wachstumseinbruch, gleichwohl aber eine langsamere konjunkturelle Gangart sowohl im Euro-Raum als auch in Deutschland.

## These 2 – Inflation: Entfernung von der Nulllinie

Seit dem Jahr 2014 verharrt die Inflationsrate im Euro-Raum nahe der Nulllinie. Für das Gesamtjahr 2016 dürfte der Preisauftrieb gemessen am HVPI (Harmonisierter Verbraucherpreisindex) 0,3 % erreichen, nach 0,0 % und 0,4 % in den beiden Jahren zuvor. Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einem Preisauftrieb, der zum ersten Mal seit drei Jahren wieder eine „1“ vor dem Komma hat (1,3 %). Zum Jahresende 2017 dürfte die Inflationsrate im Vorjahresvergleich sogar

die Marke von 1,5 % erreichen. Maßgeblich hierfür ist vor allem der Ölpreis. Nach Notierung von knapp 120 US\$ pro Fass ist er bis Januar des Jahres 2016 auf unter 30 US\$ gefallen. Seither hat er sich leicht auf Werte von knapp über 50 US\$ erholt. Aus dieser Bewegung resultieren Basiseffekte, die nun für ein deutliches Anziehen der Inflationsrate sprechen. Wesentliche Voraussetzung hierfür ist aber, dass der Ölpreis nicht wieder fällt, was angesichts verstärkter Bemühungen der OPEC, den Ölpreis zu stabilisieren, plausibel erscheint. Damit wird sich die Lücke zu anderen wesentlichen Kennziffern des Preisauftriebs, die weniger stark von den Ölpreisen verzerrt sind (Kernrate der Inflation, BIP-Deflator), wieder schließen (siehe Grafik II).

### These 3 – Geldpolitik: Einstieg in den Ausstieg

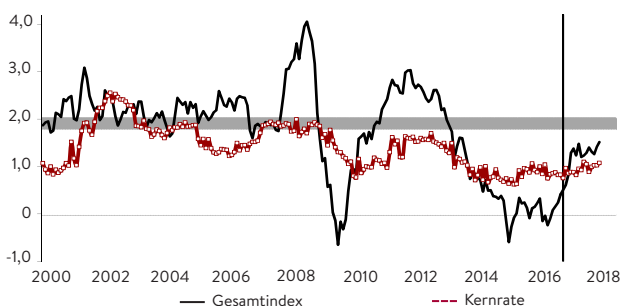
Nach der Finanzkrise ist die Geldpolitik in vielen Ländern auf einen extrem expansiven Kurs eingeschwenkt. Derzeit erheben sechs Zentralbanken in Europa sowie die Bank von Japan negative Leitzinsen. Doch während in der ersten Phase der Krisenbekämpfung (Bereitstellung von Interbankenliquidität, OMT-Programm) die Vorteile der sehr expansiven Geldpolitik klar überwogen haben, mehren sich jetzt die Zweifel am Nutzen von Negativzinsen oder Anleihekaufprogrammen. Immer deutlicher sind die schädlichen Nebenwirkungen dieser Politik in den letzten Monaten zu Tage getreten.

Aus Sicht der Versicherungswirtschaft bereitet dabei vor allem Sorge, dass mit der Nullzinspolitik die private Altersvorsorge beschädigt wird. Darüber kann auch der leichte Anstieg der Sparquote nicht hinwegtäuschen, denn die geringere Sparneigung und die gestiegene Konsumfreude sprechen eine deutlich andere Sprache. Sollen Sparziele im Niedrigzinsumfeld erreicht werden, müssten die Sparanstrengungen deutlich stärker steigen.

Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einer Neuausrichtung der Geldpolitik. In den USA dürfte die Fed ihrem Zinsschritt im Dezember im Jahr 2017 weitere folgen lassen. Für den Euro-Raum liegen Zinsstraffungen noch in weiter Ferne. Doch sollte auch die Europäische Zentralbank (EZB) mit dem „Einstieg in den Ausstieg“ beginnen. Gerade hat die EZB ihr Ankaufprogramm APP noch einmal um weitere neun Monate bis Ende 2017 verlängert, gleichzeitig aber die Höhe der Käufe um 20 Mrd. € pro Monat reduziert. Auch wenn dies noch nicht der Beginn eines echten „taperings“ ist, sollte sich der Befund im weiteren Verlauf des Jahres 2017 ändern. Möglich erscheint aus heutiger Sicht, dass die monatlichen Käufe bereits vor Ablauf des Programms reduziert werden.

### Grafik II Euro-Raum: Inflationsentwicklung

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, ab November 2016 Prognose



QUELLE: EZB, EIGENE BERECHNUNGEN

### These 4 – Anleihemärkte: Abwärtstrend gebrochen

Zu den wohl größten Überraschungen des Jahres 2016 gehört der erneute, drastische Rückgang der Staatsanleiherenditen im Euro-Raum. Besonders bemerkenswert war der 14. Juni, der Tag, am dem die Rendite der tonangebenden 10-jährigen Bundesanleihe zum ersten Mal in ihrer Geschichte negativ wurde. Aber auch in den Peripherieländern wurden Zinssätze erreicht, die vorher kaum vorstellbar gewesen wären. In Spanien etwa ist die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Tief auf unter 1 % gefallen.

Seither ist es zu einem leichten Zinsanstieg gekommen, und es stellt sich die Frage, ob dies der Beginn einer echten Zinswende ist. Grundsätzlich sind wir der Meinung, dass der seit Anfang der 90er Jahre zu beobachtende säkulare Abwärtstrend bei den Renditen gebrochen ist. Höhere Staatsausgaben (USA), protektionistische Tendenzen (Importpreise, Schwächung der Angebotsseite) sowie das letztlich zu erwartende Ende des großen „geldpolitischen Experiments“ sind hier wesentliche Gründe. Das Ende des langjährigen Bullenmarktes bedeutet aber nicht, dass die Renditen unmittelbar stark steigen werden. Das moderate Wachstum, die geringe Inflation, die aufgeblähten Zentralbankbilanzen und nicht zuletzt die anhaltende „Flucht in die Qualität“ sprechen dafür, dass die Zinsen auf den wesentlichen Staatsanleihemärkten nur begrenzt steigen werden. Sowohl im historischen Vergleich als auch gemessen an den Fundamentaldaten werden die Renditen in den westlichen Industrieländern wohl noch geraume Zeit auf sehr niedrigem Niveau verharren.

### These 5 – Finanzmärkte: Schwieriges Jahr auf den Anleihemärkten

Die konjunkturellen, politischen und geldpolitischen Vorgaben sprechen für ein europäisches Börsenjahr 2017, in dem die Finanzmarkterträge ähnlich bescheiden ausfallen werden wie im Jahr 2016 (siehe Tabelle I). Der leichte Anstieg der Kapitalmarktzinsen ist aus ökonomischer Sicht für die Versicherungswirtschaft zu begrüßen. Aus „total return“-Sicht bedeutet er aber, dass im Euro-Raum ein negativer Gesamtertrag zu erwarten ist (2016: gut 2 %). Zudem sollten sich die geldpolitisch verengten Creditspreads mit der Aussicht auf ein Ende des Anleihekaufprogramms der EZB wieder weiten.

Die Aktienmärkte des Euro-Raums sollten zunächst noch von der extrem lockeren Geldpolitik der EZB profitieren („Flucht in Sachwerte“). Rückschlagsgefahren ergeben sich aber aus der restriktiveren geldpolitischen Ausrichtung in den USA und der damit verbundenen schlechteren Entwicklung US-amerikanischer Dividentitel. Für das Gesamtjahr rechnen wir für den deutschen Markt mit einer leicht positiven Entwicklung, die aber in jedem Fall von hoher Volatilität begleitet sein dürfte.

### These 6 – Versicherungswirtschaft: Trotz Gewinnwind stabil

Für die Versicherungswirtschaft sind die Vorgaben des Jahres 2017 zweigeteilt. Während die gedämpfte konjunkturelle Entwicklung keine zusätzlichen Impulse bietet, wird der erwartete leichte Renditeanstieg eine erste Verbesserung im Finanzmarktumfeld darstellen. Trotz zahlreicher Herausforderungen war die Beitragsentwicklung in der Versiche-

rungswirtschaft im Jahr 2016 stabil. Auch wenn das oftmals bedeutsame Jahresendgeschäft noch läuft, kann auf Basis der bislang zur Verfügung stehenden Zahlen davon ausgegangen werden, dass einem Rückgang im Lebengeschäft erneut ein deutlicher Zuwachs in der Schaden- und Unfallversicherung gegenüber stehen wird. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir auch für das kommende Jahr, wobei die Beitragsentwicklung für die Branche insgesamt aufgrund der weit fortgeschrittenen Konsolidierung im Einmalbeitragsgeschäft der Lebensversicherung sogar leicht positiv sein könnte.

## These 7 – Versicherungswirtschaft: Marktveränderungen auch eine Chance

Trotz herausfordernder Rahmenbedingungen hat sich die Geschäftsentwicklung in der Versicherungswirtschaft nicht nur im Jahr 2016, sondern auch über die gesamte Finanzkrise hinweg als äußerst robust erwiesen. Über die letzten zehn Jahre betrug das durchschnittliche Beitragswachstum immerhin 1,9 % p. a. Dies ist allerdings weniger als das durchschnittliche Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts (2,7 %) – Kennzeichen eines reifen Versicherungsmarktes. Gerade die derzeitigen grundlegenden

Veränderungen könnten sich hier als neue Wachstumstreiber erweisen. Ein zunehmender Absicherungsbedarf durch den Klimawandel, die höheren politischen Risiken oder die immer wichtiger werdenden Cyberrisiken bieten vielfältige neue Marktpotenziale.

Mit der Digitalisierung wird der Wettbewerb in der gesamten Finanzdienstleistungsbranche befeuert, auch durch neuartige Anbieter am Markt. Sogenannte „InsurTechs“ zielen u. a. darauf, bisher noch „unterversicherte“ Gruppen (etwa die „Digital Natives“) stärker an Versicherungsprodukte heranzuführen und zusätzliche Risikoabsicherungen möglich zu machen (z. B. situativen Versicherungsschutz). Die etablierten Versicherungsunternehmen nutzen die neuen technologischen Möglichkeiten zur Optimierung ihres Geschäftsbetriebs und für innovative Produktangebote, bis hin zu eigenen „Innovation Labs“ oder Kooperationen mit Start-ups. Eine von steigenden Risiken und erhöhter Veränderungsgeschwindigkeit geprägte Welt dürfte sich daher nicht als Nullsummenspiel erweisen, sondern auch als Treiber für die nächste Wachstumsstufe der Versicherungswirtschaft. Deren Kernkompetenz ist schließlich der Umgang mit Risiken.

**Tabelle I**  
**Entwicklung Finanzmärkte**

		2013	2014	2015	Nov. 2016	Aktuell <sup>3</sup>
<b>Anleihemärkte Staatsanleihen<sup>1</sup></b>	USA	3,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
	Euro-Raum	3,0 %	1,2 %	1,3 %	1,0 %	1,1 %
	Deutschland	1,9 %	0,5 %	0,6 %	0,3 %	0,4 %
<b>Unternehmensanleihen<sup>2</sup></b>	<b>EUR</b>					
	Investment Grade	1,9 %	1,0 %	1,2 %	0,8 %	0,8 %
	High Yield	4,0 %	4,1 %	5,4 %	3,5 %	3,3 %
	<b>USD</b>					
	Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,6 %	3,4 %	3,4 %
	High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	6,6 %	6,3 %
<b>Gedekte Anleihen<sup>2</sup></b>	EUR Covered	1,6 %	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,3 %
<b>Aktienmärkte</b>	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	5,6 %	8,6 %
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	8,1 %	12,0 %
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	-2,5 %	1,4 %
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	-1,0 %	4,3 %
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	9,8 %	12,9 %
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	12,6 %	16,4 %

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

<sup>1</sup> STAATSANLEIHEN: RENDITE 10 JAHRE

<sup>2</sup> BENCHMARK-RENDITE

<sup>3</sup> AKTUELL: 09.12.2016

## 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

### AUTOREN

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

### VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener  
Chefvolkswirt  
Mitglied der Geschäftsführung

### Publikationsassistenz

Delia Krüger-Wolf

### Redaktionsschluss

13.12.2016

### Bildnachweis

Fotolia

### ALLE AUSGABEN ...

auf [GDV.DE](http://GDV.DE)