

## Auswirkungen des Zinsumfelds auf die Versicherungswirtschaft

Seit Ausbruch der globalen Finanzkrise 2008 haben sich die Rahmenbedingungen für die Versicherungswirtschaft fundamental verändert. Dies gilt nicht nur für den Regulierungsrahmen und die derzeitige grundlegende Neugestaltung der Versicherungsaufsicht mit Solvency II, sondern vor allem auch für das makroökonomische Umfeld. Die äußerst expansive Geldpolitik und das damit verbundene extreme Niedrigzinsumfeld stellen eine große Herausforderung für die Branche dar. Die Niedrigzinsen betreffen die Versicherer nicht nur direkt in ihrer Kapitalanlage, sondern auch indirekt über die Auswirkungen auf das Spar- und Vorsorgeverhalten der privaten Haushalte. Aus Sicht der Versicherungswirtschaft sind daher nicht nur möglichst gute Anpassungsstrategien an die niedrigen Zinsen gefordert. Durch eine konsequente Weiterführung der Struktur-reformen in der Eurozone müssen auch die Voraussetzungen geschaffen werden, dass baldmöglichst eine Normalisierung der Geldpolitik und damit eine Zinswende eingeleitet werden kann.

### Expansive Geldpolitik der EZB zunehmend wirkungslos

Als Reaktion auf die globale Finanzkrise und die darauf folgende Staatsschuldenkrise im Euroraum hat die Europäische Zentralbank (EZB) – ähnlich wie die Zentralbanken in anderen Industrieländern – ihre Geldpolitik stark expansiv ausgerichtet. Zunächst konnte die EZB mit ihrer Rettungspolitik einen wichtigen Beitrag zur Krisenbekämpfung leisten. Gleichzeitig hat die expansive Geldpolitik der EZB aber zu ausgeprägt niedrigen Zinsen insbesondere in Deutschland geführt. Ausdruck hiervon ist unter anderem der historische Tiefstand der Umlaufrenditen zehnjähriger Bundesanleihen, die seit Ende September 2014 durchgängig unter einem Prozent liegen.

Auch Anfang 2015 sind die Auswirkungen der Krisen weiterhin präsent. Zwar gibt es aus einigen Ländern des Euroraums durchaus positive Signale, insgesamt verläuft der konjunkturelle Erholungsprozess aber nur sehr schleppend. Eine Rückkehr zu höheren Wachstumsraten ist derzeit nicht in Sicht. Im vergangenen Jahr wurde infolge der niedrigen Preissteigerungsraten im Euroraum und damit verbunden möglicherweise aufkommender deflationärer Tendenzen der Expansionsgrad der Geldpolitik weiter erhöht. Neben erneuten Leitzinssenkungen (zuletzt im September 2014 auf 0,05 Prozent) hat die EZB auch

zusätzliche umfangreiche unkonventionelle Maßnahmen eingeleitet. Zusätzlich deutet sich an, dass angesichts der potenziellen Deflationsgefahren als weitere Maßnahme der Ankauf von Staatsanleihen bevorstehen könnte.

### Begrenzte realwirtschaftliche Impulse der Geldpolitik

Insgesamt haben die letzten geldpolitischen Maßnahmen der EZB nur sehr begrenzt realwirtschaftliche Impulse entfalten können. So hatten die letzten Leitzinssenkungen allenfalls symbolische Bedeutung. Der Erfolg der verschiedenen unkonventionellen Maßnahmen zur Bekämpfung der niedrigen Preissteigerungsraten oder zur Belebung der Kreditvergabe ist fraglich und teilweise mit erheblichen Risiken etwa für die EZB-Bilanz verbunden. Zur Lösung der strukturellen Probleme in Teilen des Euroraums kann die Geldpolitik keinen Beitrag leisten. Dies verdeutlicht auch die aktuelle Entwicklung in Japan, wo es durch eine lang anhaltende sehr expansive Geldpolitik mangels gleichzeitiger Struktur-reformen nach wie vor nicht gelungen ist, die wirtschaftliche Schwäche des Landes zu überwinden.

Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase zeigt sich zudem immer stärker, welche substanziellen Risiken damit für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und die Finanzstabilität verbunden sind. Dies hat die Deutsche Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht vom November 2014 deutlich herausgestellt.

Zinssätze sind aufgrund ihrer zentralen Lenkungs-funktion für Ersparnis und Investitionen von großer Bedeutung für die Volkswirtschaft. Der künstlich niedrige Zins hat damit vielfältige Effekte. Es kommt zu Verzerrungen in den Entscheidungen der

*Dr. Alexander Erdland, Präsident, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV), Berlin*

*Während viele Banken und Versicherer selbst sich mit einer Bewertung der Notenbankpolitik zurückhalten, werden die Verbandsvertreter der beiden Branchen deutlicher. Zur Lösung der strukturellen Probleme in Teilen des Euroraums, so der Autor, kann die Notenbank keinen Beitrag leisten. Aus Sicht der Versicherer plädiert er deshalb für eine baldmögliche Normalisierung der Geldpolitik als wichtigstes Mittel einer Stabilitätspolitik und eines Erhalts der Sparkultur in Deutschland. Insbesondere die Lebensversicherer sieht er als wichtige Säule der privaten Altersvorsorge vor großen Herausforderungen, die er allein durch Anpassungen in der Kapitalanlage nicht für lösbar hält. Bei allem Zuspruch für weitere gesetzliche beziehungsweise regulatorische sowie betriebswirtschaftliche Maßnahmen hält er letztlich die Anregung eines nachhaltigen Wachstums durch konsequente Fortführung der Struktur-reformen im Euroraum für den Schlüssel, einen behutsamen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik einleiten zu können. (Red.)*

Wirtschaftssubjekte, beispielsweise eine übertriebene Suche nach Rendite mit der Gefahr späterer Marktverwerfungen. Zudem bringt das veränderte Zinsumfeld erhebliche Umverteilungseffekte zwischen Gläubigern und Schuldern mit sich, mit entsprechend negativen Auswirkungen für die Ersparnisbildung und Altersvorsorge.

### Versicherungswirtschaft als wichtiger institutioneller Investor

Die zentrale volkswirtschaftliche Funktion der Versicherungswirtschaft ist es, private Haushalte und Unternehmen gegen Risiken abzusichern und ihnen eine finanzielle Vorsorge zu ermöglichen. Mit der Bereitstellung von Versicherungsschutz ist aber in der Regel auch der Aufbau eines substanziellen Kapitalstocks verbunden, resultierend vor allem aus dem Kapitaldeckungsverfahren bei der Absicherung personenbezogener Risiken und dem Vorhalten von Reserven für einen Risikoausgleich über die Zeit. Mit Kapitalanlagen von derzeit zirka 1,4 Billionen Euro gehört die Versicherungswirtschaft zu den größten institutionellen Investoren. Etwa 60 Prozent der Kapitalanlagen – zirka 800 Milliarden Euro – entfallen auf die Lebensversicherer und dienen damit überwiegend der privaten Altersvorsorge. Aber auch die Privaten Krankenversicherer, die Schaden-/Unfallversicherer und die Rückversicherer weisen substantielle Kapitalanlagebestände auf.

Durch ihr besonderes Modell der Kapitalanlage können die Versicherer einen zeitlichen Ausgleich von temporären Kapitalmarkt- und Zinsschwankungen für ihre Kunden erreichen. Den Auswirkungen eines längerfristig sehr niedrigen Zinsniveaus können sie sich aber nicht entziehen. Die Versicherer stehen daher derzeit vor der Herausforderung, über vielfältige Anpassungsmaßnahmen sicherzustellen, dass die Leistungsverpflichtungen gegenüber den Kunden auch weiterhin dauerhaft erfüllt werden können. Die niedrigen Zinsen betreffen alle Versicherungssparten. Die größten Auswirkungen ergeben sich aber im Bereich der Lebensversicherung, die in Deutschland durch sehr langfristige Leistungsgarantien gekennzeichnet ist.

### Sicherheitsorientierte Kapitalanlage mit neuen Ansätzen

Aufgrund der Anforderungen des Versicherungsgeschäfts und der strengen auf-

sichtsrechtlichen Vorgaben zeichnet sich die Kapitalanlage der Versicherungswirtschaft durch eine hohe Sicherheitsorientierung aus. Es muss sichergestellt sein, dass selbst bei extremen Entwicklungen an den Kapitalmärkten die Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen ohne Einschränkungen jederzeit erfüllt werden können. Dementsprechend bestehen die Kapitalanlagen der Assekuranz überwiegend aus Renteninvestments hoher Qualität und nur geringen Beimischungen von risikoreicheren Anlagen.

Bisher können die Versicherer noch auf ältere und damit höher verzinsliche Papiere in ihren Portfolios zurückgreifen und damit im Vergleich zum aktuellen Marktzins noch deutlich höhere Renditen erzielen. Das geringe Zinsniveau schlägt sich allerdings bei der Neu- und Wiederanlage der Versicherer voll nieder. Um auch in Zukunft auskömmliche Erträge zu erwirtschaften, sind daher Anpassungen in der Kapitalanlagestrategie erforderlich. Grundlegende Änderungen sind damit allerdings nicht verbunden. Insbesondere für die Lebensversicherer verbietet sich vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit ausgesprochenen Leistungsgarantien – der durchschnittliche Garantiezins im Versicherungsbestand beträgt derzeit noch 3,1 Prozent – eine deutlich stärkere Investition in risikoreichere Anlagen. Die Versicherer investieren aber zunehmend in länger laufende Papiere, um so einen Renditeaufschlag zu generieren und die Unterschiede in den Laufzeiten von Kapitalanlagen und Leistungsverpflichtungen zu verringern. So hat sich bei den gehaltenen Rentenpapieren der Lebensversicherer die durchschnittliche Restlaufzeit mittlerweile auf 11,5 Jahre erhöht. Zu beobachten ist darüber hinaus zum Beispiel auch eine höhere Anlage in Unternehmensanleihen.

### Stärkung der Risikotragfähigkeit der Lebensversicherer

Für Versicherer zunehmend interessant sind zudem von der Finanzmarktentwicklung weitgehend entkoppelte langfristige Investitionsmöglichkeiten. Hier bieten sich insbesondere Investitionen in Infrastruktur und erneuerbare Energien mit langen Nutzungsdauern sowie planbaren und stabilen Rückflüssen an. Mangels geeigneter Rahmenbedingungen und aufgrund des knappen Angebots passender Projekte haben die Versicherer bisher allerdings erst weni-

ger als 1 Prozent in derartige Anlagen investiert. Von der Versicherungswirtschaft wird daher die Initiative der Bundesregierung, private Kapitalgeber verstärkt an der Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen zu beteiligen, grundsätzlich sehr begrüßt. Mit ihrer langfristigen Orientierung wären die Versicherer ideale Anleger in diesen Instrumenten. So würde sowohl eine höhere Rendite für die Kunden als auch ein Beitrag zur Wachstumsdynamik in Deutschland ermöglicht.

Allein durch Anpassungen in der Kapitalanlage können die Folgen des Niedrigzinsumfelds nicht bewältigt werden. Um die dauerhafte Erfüllung der Garantieverpflichtungen sicherzustellen, werden im Bereich der Lebensversicherung eine ganze Reihe weiterer Maßnahmen verfolgt:

– Die frühzeitige Vorsorge für den Fall weiterhin sehr niedriger Zinsen durch Aufbau einer Zinszusatzreserve, die den Lebensversicherern seit 2011 aufsichtsrechtlich vorgeschrieben ist. Ende 2014 wird die Zinszusatzreserve voraussichtlich bereits auf zirka 20 Milliarden Euro angestiegen sein.

– Das im Sommer 2014 verabschiedete Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG) war ein wesentlicher Schritt zur Sicherung der Risikotragfähigkeit unter den neuen Gegebenheiten. Zu den beschlossenen Maßnahmen gehört insbesondere die Reform der Beteiligung der Lebensversicherten an den Bewertungsreserven in festverzinslichen Wertpapieren des Versicherers. Dadurch wird eine faire Verteilung der verfügbaren Reserven zwischen den Versichertengenerationen erreicht.

– Eine weitere Maßnahme des LVRG ist die Absenkung des Höchstrechnungszinses auf 1,25 Prozent und damit eine Anpassung der im Neugeschäft ab 2015 gewährten Zinsgarantien. Bei den Lebensversicherungen im Bestand bleibt selbstverständlich der bei Vertragsbeginn festgelegte Rechnungszins weiter gültig. Die geringeren laufenden Erträge der Kapitalanlage führten in den letzten Jahren allerdings bereits zu einer Senkung der Überschussbeteiligung.

– Ergänzend zu den traditionellen Lebensversicherungsprodukten haben einige Versicherer neue Produkte mit veränderten Garantiemodellen auf den Markt gebracht,

die alternative Rendite-Risiko-Profile für die Kunden anbieten.

– Die Lebensversicherer sind zudem auch bestrebt, vorhandene Kosteneinsparpotenziale noch stärker zu realisieren.

Wesentliche Schritte sind damit schon gegangen worden, um die deutsche Lebensversicherung zukunftsfähig zu machen. Dies bestätigen auch die im November 2014 vorgelegten Ergebnisse der „Vollerhebung Leben“ der BaFin in Vorbereitung der grundlegenden Reform der Versicherungsaufsicht durch Solvency II bis 2016. Die Ergebnisse zeigen allerdings auch, dass die Branche weitere Maßnahmen ergreifen muss, wenn die Niedrigzinsen andauern.

### Auswirkungen auf die kapitalgedeckte Altersvorsorge

Traditionell besitzt Deutschland eine fest verankerte Sparkultur. Nach einer repräsentativen Umfrage der Deutschen Bundesbank sparen etwa drei Viertel aller privaten Haushalte regelmäßig. Zu den wichtigsten Sparmotiven zählt dabei die private Altersvorsorge. Vor dem Hintergrund des demografischen Wandels und der Anpassungen im Leistungsniveau der gesetzlichen Alterssicherung kommt der privaten sowie der betrieblichen Altersvorsorge eine immer wichtigere Bedeutung zu. Aktuell beträgt die Sparquote in Deutschland 9,1 Prozent. Allerdings haben die privaten Haushalte ihre Sparanstrengungen seit der globalen Finanzkrise merklich reduziert. In den Jahren 2000 bis 2009 betrug die Sparquote in Deutschland noch durchschnittlich 9,9 Prozent. Grund für die nachlassende Sparbereitschaft dürfte dabei auch das Niedrigzinsumfeld sein.

Gleichzeitig hat es in der Struktur der Vermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland unter anderem durch das Niedrigzinsumfeld Veränderungen gegeben. Dabei hat sich vor allem die Tendenz zu kurzfristigen Anlagen (Sichteinlagen) verstärkt. Parallel haben in begrenztem Umfang Sachanlagen an Attraktivität gewonnen. Auch in diesem schwierigen Umfeld entwickelten sich die Ansprüche aus Versicherungen bisher überwiegend stabil. Dies wird nicht zuletzt durch die Beitragsentwicklung der Lebensversicherer bestätigt, die nach wie vor positive Wachstumsraten aufweist. Hier dürfte sich niederschlagen, dass die Lebensversicherer im Vergleich mit anderen Anlageformen noch eine attraktive Verzinsung bieten können.

Die Auswirkungen der niedrigen Zinsen zeigen sich aber bereits deutlich in Strukturveränderungen innerhalb der Lebensversicherungsnachfrage: Die allgemeine Unsicherheit über die weitere Entwicklung hat einen dämpfenden Effekt auf die Nachfrage nach Verträgen gegen laufende Beitragszahlung, mit denen ein langfristig ausgerichteter Aufbau von Altersvorsorgevermögen erfolgen kann. Kompensiert wird dieser Rückgang durch Beitragszuwächse bei Verträgen gegen Einmalbeitrag, die in erster Linie durch die Generation der über 50-Jährigen getragen werden. Die nachlassende Vorsorgebereitschaft der jüngeren Jahrgänge wird auch durch Umfrageergebnisse bestätigt.<sup>1)</sup>

Allerdings wäre für die Sicherung des Lebensstandards im Alter angesichts der Niedrigzinspolitik ein stärkeres Engagement für die Altersvorsorge nötig. Insbesondere die 20- bis 40-Jährigen könnten aufgrund des langen Ansparvorgangs be-

reits durch eine vergleichsweise geringe Erhöhung der Vorsorgeaufwendungen die eingetretenen Verluste bei den Zinserträgen kompensieren, und damit mögliche Versorgungslücken schließen. Vor dem Hintergrund des demografischen Wandels und der damit verbundenen Leistungsrückführungen in der gesetzlichen Rente bleiben die Renditepotenziale der kapitalgedeckten Altersvorsorge zudem im Vergleich zu den Renditen des Umlagesystems weiterhin attraktiv.<sup>2)</sup> Um wachsende Versorgungslücken zu vermeiden, sind daher neue Impulse zur Stärkung der privaten sowie betrieblichen Altersversorgung erforderlich.

### Voraussetzungen für Normalisierung der Geldpolitik schaffen

Eine länger anhaltende Niedrigzinspolitik<sup>3)</sup> der EZB birgt neben den damit verbundenen Stabilitätsrisiken auch die Gefahr, dass es zu einer nachhaltigen Erosion der Sparkultur in Deutschland kommt. Auch aus diesem Grund muss vor einer weiteren Lockerung der Geldpolitik – wie dem jetzt diskutierten breit angelegten Ankauf von Staatsanleihen – dringend gewarnt werden. Trotz der aktuell niedrigen Inflationsraten, die auch Teil der notwendigen Anpassungsprozesse im Euroraum sind, sollten daher keine voreiligen Entscheidungen getroffen werden.

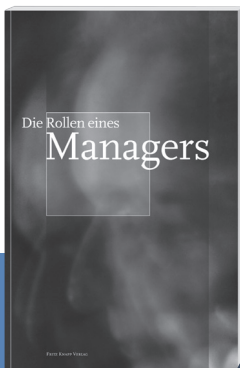
Eine zentrale Voraussetzung für eine Verbesserung der wirtschaftlichen Perspektiven der Eurozone ist die Rückkehr von Vertrauen im privaten Sektor. Immer weitere geldpolitische Maßnahmen der EZB, die mit immer mehr Risiken und einem ungewissen Ausgang verbunden sind, können dieses Vertrauen nicht aufbauen. Notwendig ist es vielmehr, durch konsequente Fortführung der Strukturreformen im Euroraum zügig die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum zu schaffen, damit ein behutsamer Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik eingeleitet werden kann.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Vgl. Institut für Demoskopie Allensbach, 2013, Die Generation Mitte, Studie im Auftrag des GDV.

<sup>2)</sup> Vgl. Handelsblatt Research Institut, Prognos, 2014, Die Zukunft der Altersvorsorge, Studie im Auftrag des GDV.

<sup>3)</sup> Vgl. Institut der Deutschen Wirtschaft Köln, 2014, Das aktuelle Niedrigzinsumfeld: Ursachen, Wirkungen, Auswege, Studie im Auftrag des GDV.



## Die Rollen eines Managers

Herausgegeben von  
Kati Eggert.  
2010. 86 Seiten,  
gebunden, 36,00 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0840-5.

Fritz Knapp Verlag  
Postfach 11 11 51  
60046 Frankfurt a. M.

Telefon (069) 97 08 33-21  
vertrieb@kreditwesen.de  
www.kreditwesen.de