
Zeitenwende im Finanzsystem? Implikationen für den Versicherungssektor

PAUL BERENBERG-GOSSLER, JÖRG S. HAAS UND KAY SEEMANN

Paul Berenberg-Gossler Gesamtverband der Versicherer (GDV), E-Mail: P.Berenberg@gdv.de

Jörg S. Haas, Gesamtverband der Versicherer (GDV), E-Mail: J.Haas@gdv.de

Kay Seemann, Gesamtverband der Versicherer (GDV), E-Mail: K.Seemann@gdv.de

Zusammenfassung: Seit Juli 2022 hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Geldpolitik nach anfänglichem Zögern in noch nie dagewesenem Tempo gestrafft. In diesem Beitrag betrachten wir diese Entwicklung aus drei Perspektiven. Erstens zeigen wir, wie deutlich erhöhte Inflationsraten und Leitzinsen die Rahmenbedingungen für den deutschen Versicherungssektor verändern und manche vermeintlichen Gewissheiten der letzten Jahre in Zweifel ziehen. So steigen einerseits Schadenssummen erheblich, andererseits verbessern sich die Möglichkeiten zur Kapitalanlage insbesondere für Lebensversicherer. Zweitens fassen wir mögliche Auswirkungen auf die Finanzstabilität zusammen. Drittens diskutieren wir, ob die geldpolitische Umkehr den Beginn einer Zeitenwende darstellt oder nur eine kurzzeitige Abweichung von einem langfristigen Trend zu niedrigeren Zinsen.

Abstract: Since July 2022, the European Central Bank (ECB) has tightened its monetary policy at an unprecedented pace. In this article, we examine this development from three perspectives. Firstly, we demonstrate how significantly increased inflation rates and interest rates have altered the business environment of the German insurance sector, casting doubt on some perceived certainties. On one hand, this leads to considerable increases in claim amounts, while on the other hand, it improves investment opportunities, particularly for life insurers. Secondly, we summarize the potential implications for financial stability. Thirdly, we discuss whether this monetary policy reversal represents the beginning of a paradigm shift or merely a temporary deviation from a long-term trend towards lower interest rates.

→ JEL classification: E31, E43, G22

→ Keywords: Insurance Companies, monetary policy, financial stability

I Einleitung

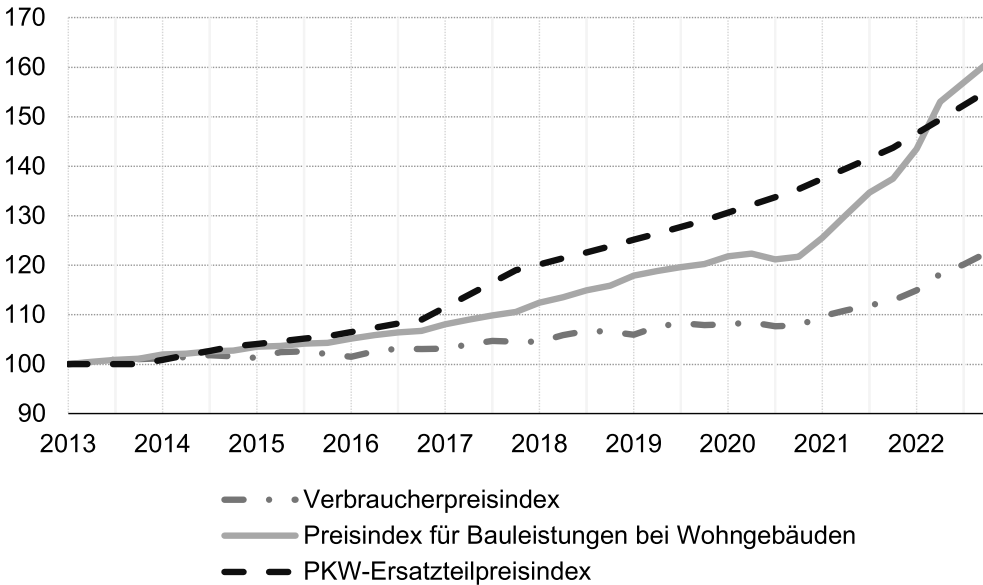
Die hohen Inflationsraten, die Deutschland und der Euroraum seit 2021 erleben, haben zu einer historisch schnellen geldpolitischen Straffung geführt. Zwischen Juli 2022 und Mai 2023 erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 0 auf 3,75 Prozent. Aus derzeitiger Sicht (Mai 2023) scheint eine Rückkehr zu den Niedrigzinsen der Vorpandemiezeit nicht unmittelbar bevorzustehen. Zwar verlieren angebotsseitige Treiber an Wichtigkeit. So entspannen sich beispielsweise die internationalen Lieferketten, deren Fehlfunktion zwischenzeitlich für deutlich teurere Güterpreise sorgten. Auch die Energiepreise sind nach Höchstständen im Sommer 2022 deutlich zurückgegangen. Gleichzeitig ist jedoch noch nicht klar, wann die Kerninflation ihren Höhepunkt erreicht. Je länger die hohen Teuerungsraten andauern, desto wahrscheinlicher sind Zweitrundeneffekte bei Unternehmen und Arbeitnehmern.

Wie wirken sich die plötzliche Veränderung der Inflationsrate und der Zinssätze auf den Versicherungssektor aus, der durch sein Geschäftsmodell und seine volkswirtschaftliche Rolle als wichtiger Stabilitätsanker funktioniert? In diesem Beitrag argumentieren wir, dass kurzfristigen Herausforderungen langfristig höhere Kapitalerträge gegenüberstehen und die Finanzstabilität nicht gefährdet ist. Während es noch zu früh ist, um zu bewerten, ob die geldpolitische Umkehr der letzten Monate den Beginn einer Zeitenwende darstellt, sollten die immer weiter sinkenden Realzinsen der letzten Jahrzehnte zumindest nicht mehr als gegeben angenommen werden. Demografischer Wandel, geopolitische Fragmentierung und die grüne Transformation könnten zu einem strukturell höheren Zinsniveau führen.

2 Wie trifft die Inflation Versicherungen?

Die Inflation betrifft den Versicherungsbereich substanziell und auf verschiedenste Weisen, wie von Bertelsmann und Theis (2023) im Detail beschrieben. Der offensichtlichste Kanal sind die Versicherungsleistungen. Bei Schadenversicherungen bedeuten Preissteigerungen beispielsweise unmittelbar höhere Schadenleistungen und somit auch höhere Prämien für Haushalte und Unternehmen. Das gilt etwa für die Reparatur eines Kraftfahrzeugs nach einem Unfall oder für die in Deutschland übliche Wohngebäudeversicherung nach gleitendem Neuwert, die im Schadenfall die Wiederherstellung in gleicher Art und Güte im neuwertigen Zustand gewährleistet. Relevant für die Schadeninflation ist nicht direkt die Entwicklung der allgemeinen Verbraucherpreise, sondern jene spezifischer Preisindizes, beispielsweise für Bauleistungen oder PKW-Ersatzteile. In diesen Bereichen sind die Preissteigerungen besonders stark ausgefallen (Abb. 1). Schadendämpfende Selbstbeteiligungsklauseln, wie sie z. B. in der Kfz-Kaskoversicherungen häufig gewählt werden, können bei Inflation an Bedeutung verlieren, wenn die Schäden immer weiter über die Selbstbeteiligungsgrenze steigen. Die Schadeninflation kann wiederum höhere versicherungstechnische Rückstellungen erfordern. Diese sind nötig, um zukünftige Leistungsverpflichtungen aus Versicherungsverträgen zu erfüllen. Ein Schadenanstieg als Folge von Inflation kann dazu führen, dass sie nicht mehr ausreichen, insbesondere bei Schäden mit längeren Abwicklungsfristen, wie sie etwa für die Haftpflichtversicherung nicht untypisch sind.

Abbildung 1. Preisindizes, 2013Q1 = 100



Anmerkung: PKW-Ersatzteilpreise bis 2018 gemäß Insurance Europe „Spare Parts Price Survey“, ab 2018 Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, eigene Berechnungen.

Anders wirkt die Inflation dagegen auf eine Summenversicherung, die beispielsweise die Zahlung eines vorab vereinbarten Betrages im Todesfall vorsieht. Hier gibt es keine Erhöhung von Versicherungsleistungen oder Prämien. Da die vereinbarte Summe jedoch real an Wert verliert, sind die Versicherungsnehmer schlechter geschützt – eine Versicherungslücke entsteht. Im obigen Beispiel wären die Hinterbliebenen unzureichend abgesichert.

Inflation verändert auch die Nachfrage nach Versicherungen, wobei die Richtung des Effekts nicht a priori eindeutig ist. Einerseits sind die finanziellen Spielräume der Kunden eingeschränkt. Haushalte mussten im Jahr 2022 Reallohnneinbußen von 4 % im Vergleich zum Vorjahr hinnehmen, Unternehmen kämpfen mit dem Kostendruck. Hinzu kommen die oben erwähnten Prämien erhöhungen. Vor diesem Hintergrund steigt die Wettbewerbsintensität und die Nachfrage kann sinken. Ein höheres Zinsniveau lastet auch auf der Attraktivität von Lebensversicherungsprodukten im Vergleich zu alternativen Anlageoptionen, die schneller von den Leitzinserhöhungen profitieren. Andererseits sorgen Krisenzeiten für eine erhöhte Risikowahrnehmung und können somit den Wunsch nach besserem Versicherungsschutz verstärken. Die Projektion der Geschäftsaussichten der Versicherungswirtschaft von März 2023 legt nahe, dass der negative Effekt momentan überwiegt (Berenberg-Gossler et al. 2023). Für das laufende Jahr wird ein Beitragswachstum von nur 0,4 % erwartet, wozu laut Prognose insbesondere eine weiterhin schwache Entwicklung der Einmalbeiträge in der Lebensversicherung beiträgt. Gleichzeitig erwartet die Gemeinschaftsdiagnose der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute eine Inflationsrate der Verbraucherpreise von 5,6 %. Damit könnte sich die Tendenz zur Unterversicherung weiter ver-

stärken, die heute schon besonders in Bereichen wie Altersvorsorge, Cyberrisiken und Naturkatastrophen besteht.

3 Chancen und Risiken im Übergang zu Hochzinsumfeld

Nicht nur aus der Inflation selbst, sondern auch aus der daraus folgenden kräftigen Erhöhung der Leitzinsen ergaben und ergeben sich neue Herausforderungen auf den Finanzmärkten. In Zeiten der niedrigen Zinsen haben viele Anleger ihr Portfolio zugunsten höher verzinsten Produkte angepasst (Becker und Ivaschina 2015). Einige dieser Anlagen sind weniger liquide und erschweren daher eine erneute Portfoliodiversifikation. Aber auch vermeintlich sicherere Anlagen haben durch den Zinsanstieg Kurskorrekturen hinnehmen müssen. So haben unter anderem Staatsanleihen deutlich an Wert verloren, was in einigen Anlageportfolios zu Buchverlusten führt. Die gestiegene Inflation führt bei vielen Haushalten zu einer geringeren Schuldtragfähigkeit, da die zusätzliche finanzielle Belastung die mögliche Rückzahlungsrate empfindlich schmälert. Zwar ist die Zinsbindung in Deutschland bei Immobilienkrediten auf durchschnittlich 13 Jahre fixiert (Bertelsmann und Seemann 2023); längerfristig tragen die gestiegenen Zinsen aber zu einer wesentlichen Erhöhung der Zinslast bei. Dies reduziert das mögliche Finanzierungsvolumen der Haushalte, was dämpfend auf Vermögenspreise wie beispielsweise Immobilien wirkt. Dies hat eine Verschlechterung der Kreditqualität, vor allem im Immobiliensektor, zur Folge.

Für die Kapitalanlage der Versicherer sind höhere Nominalzinsen eine gute Nachricht, denn sie führen in der Tendenz zu höheren nominalen Kapitalerträgen. Kapitalbildende Lebensversicherungsprodukte – z. B. private Rentenversicherungen – zeichnen sich gegenüber Sparalternativen wie Bankprodukten oder Investmentfonds dadurch aus, dass sie meist mit langfristigen Leistungsgarantien verbunden sind, den Kunden also ein Teil der Kapitalanlagerisiken abgenommen wird. Durch die höheren Zinsen wird es für die Versicherer also leichter, die langfristigen Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden zu erfüllen.

Die höheren Kapitalerträge infolge gestiegener Zinsen fließen jedoch nur aus den Neuanlagen. Durch die substanziellen Preiskorrekturen am Anleihenmarkt bei den deutlich geringer verzinsten Alt-Anlagen der Versicherer resultieren kurzfristig stille Lasten in den Bilanzen. Da die Lebensversicherer im Rahmen ihres Asset-Liability Managements einen Großteil dieser Papiere bis zur Endfälligkeit halten, müssen diese stillen Lasten üblicherweise nicht realisiert werden. Paragraph 341b HGB schreibt dezidiert keine Abschreibung vor, solange die Wertpapiere bis zum Ablauf gehalten werden. Hier schlägt sich das Geschäftsmodell der Lebensversicherer und der Langfristcharakter ihrer Verbindlichkeiten nieder.

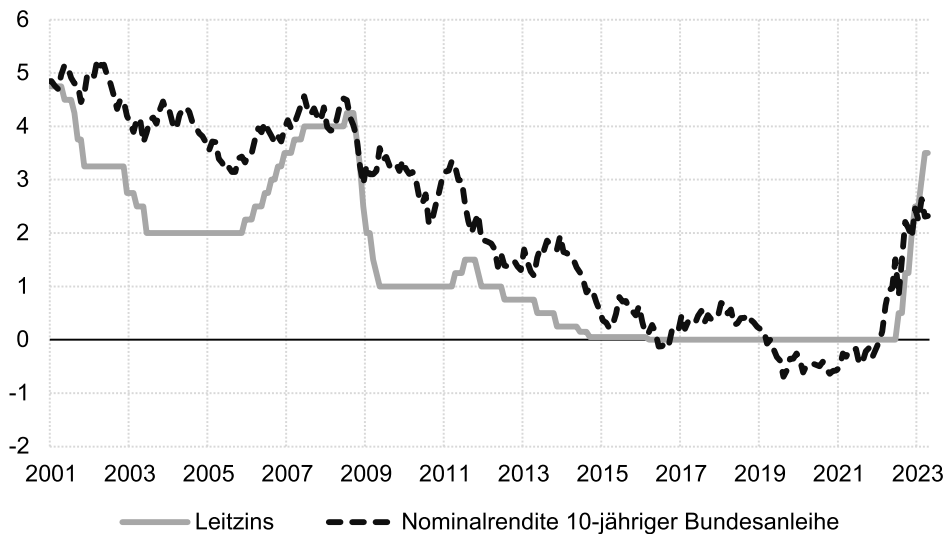
Dennoch unterliegen auch die Lebensversicherer gewissen Liquiditätsrisiken, etwa wenn das Neugeschäft und damit der Prämienzufluss geringer ausfällt als erwartet, wie derzeit inflationsbedingt zu beobachten. Darüber hinaus könnte eine starke Erhöhung von Vertragskündigungen (Storno) durch die Kunden zu einem unerwarteten Kapitalabfluss führen, verbunden mit der Notwendigkeit zum Verkauf von Papieren. Anders als etwa bei Bankeinlagen sind die Mittel aus kapitalbildenden Lebensversicherungsverträgen aber nicht täglich verfügbar. Zudem wirkt eine ganze Reihe von Faktoren einer Vertragskündigung entgegen, von den vergleichsweise hohen Garantien bei Altverträgen über einen möglichen Verlust von Schutz gegen biometrische Risiken bis hin zu steuerlichen Nachteilen bei staatlich geförderten Produkten. Für einen Teil der Mittel ist eine Kündigung auch gar nicht möglich, etwa bei Rentenversicherungen im Rentenbezug.

Die Finanzstabilität ist dennoch gewährleistet, denn die dauerhafte Erfüllbarkeit der Leistungsverpflichtungen der Lebensversicherer auch im Fall sehr ungünstiger Entwicklungspfade wird durch strenge aktuarielle Grundsätze und regulatorische Vorgaben für die Rückstellungsbildung und den vorzuhaltenden Eigenmitteln abgesichert. Die verringerten Kapitalertragsmöglichkeiten im langjährigen Niedrigzinsumfeld haben dementsprechend einen erhöhten Rückstellungs- und Kapitalbedarf nach sich gezogen. Die 2011 eingeführte Zinszusatzreserve ist 2022 erstmals gesunken, was positiv für die Lebensversicherer ist. Zudem schlägt sich die Zinswende deutlich in einer gestärkten Solvenz der Lebensversicherer nieder, wie die im März 2023 veröffentlichte neue Auswertung des GDV zur Eigenmittelausstattung der deutschen Versicherer zeigt (GDV 2023). Die Solvenzquoten der Lebensversicherer, d. h. das Verhältnis von vorhandenen zu aufsichtsrechtlich geforderten Eigenmitteln, sind zum Jahresende 2022 auf durchschnittlich 510 bis 530 Prozent gestiegen, gegenüber 450 % zum Vorjahresstichtag. Damit verfügen die Lebensversicherer über hohe Puffer, um z. B. Finanzmarktschwankungen abfedern zu können.

4 Episode oder Zeitenwende? Die langfristige Zinsentwicklung

Neben kurzfristigen Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben die raschen Leitzinserhöhungen der letzten zwei Jahre, kombiniert mit hartnäckigen Inflationsraten, auch die Debatte über das langfristige Zinsniveau neu entfacht. Sehen wir momentan nur eine von temporären Faktoren getriebene Abweichung von einem langen Trend hin zu niedrigeren Zinsen, oder sollten sich Marktakteure auf dauerhaft erhöhte Zinsen einstellen? Insbesondere für Versicherungsunternehmen mit ihrem langen Anlagehorizont ist die Antwort zentral.

Abbildung 2. Marktzinsumfeld, in %



Quelle: Refinitiv Datastream.

Abbildung 2 zeigt, dass die nominalen Renditen der deutschen 10-jährigen Bundesanleihen nach einer langen Niedrigzinsphase zuletzt deutlich gestiegen sind. Preisbereinigt lässt sich jedoch ein langfristig fallender Trend feststellen, der durch die hohe Inflation seit Ende 2021 verstärkt wurde (Abb. 3).

Abbildung 3. Realrendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, in %



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

Wie lässt sich der negative Trend erklären? Ein Erklärungsansatz basiert auf dem natürlichen Realzins, also dem hypothetischen Zins, der konsistent mit einem voll ausgeschöpftem Produktionspotenzial und Preisstabilität ist (Laubach und Williams 2003, Wicksell 1898). Die Höhe des natürlichen Realzinses ist nicht direkt beobachtbar und muss somit durch ökonometrische Schätzungen bestimmt werden. In hochentwickelten Volkswirtschaften ist er von etwa 5 % in den 1970er Jahren auf zuletzt nahe 0 % gefallen (Holston et al. 2017, IWF 2023, Lukasz and Summers 2019). Im Euroraum betrug der Rückgang laut einer Überblicksstudie der EZB 2 bis 4 Prozentpunkten über 20 Jahre, so dass der Zinssatz 2019 bei etwa 0 Prozent oder weniger lag (Brand et al. 2018). Das „normale“ – also ein mit geschlossener Outputlücke und Preisstabilität kompatibles – reale Zinsniveau liegt demzufolge heute deutlich niedriger als vor zwanzig oder vierzig Jahren. Auf lange Sicht bestimmt der natürliche Realzins die realen Renditen, auch wenn Inflation oder geldpolitische Maßnahmen dazu führen können, dass sich die beiden zeitweilig in unterschiedliche Richtungen entwickeln.

4.1 Was sind die Treiber des natürlichen Realzinses?

Ein zentrales Argument für den stetigen Rückgang des natürlichen Zinssatzes der letzten Jahrzehnte ist die stark voranschreitende Globalisierung. Hierdurch konnten Produktionskosten aufgrund effizienter Standortallokationen und optimierter Lieferketten signifikant gesenkt wer-

den, was einen deflatorischen Trend für entwickelte Volkswirtschaften auslöste. Das gleichzeitig schwache Produktivitätswachstum senkte die Grenzertragsrate von Kapital und damit auch den natürlichen Zins (Lunsford und West 2019).

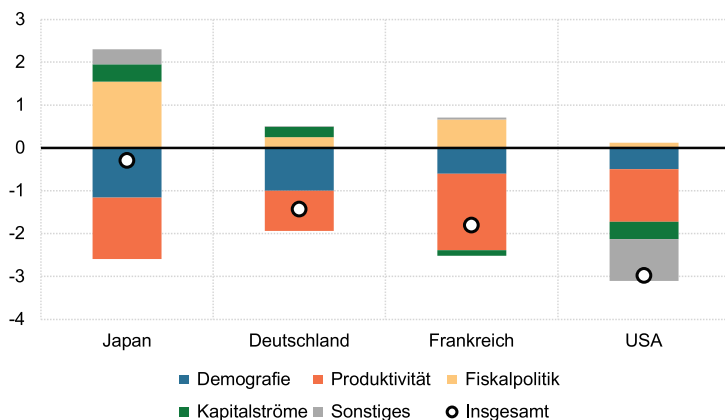
Demografische Veränderungen sind weitere wichtige Treiber. In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Lebenserwartung gestiegen und die Bevölkerung ist gealtert. Wenn sich ein wachsender Teil der Bevölkerung auf einen relativ längeren Ruhestand vorbereitet als frühere Generationen, steigt der Bedarf nach Altersvorsorge und damit die Höhe der erwünschten Ersparnisse. Bleibt die Nachfrage nach Ersparnissen gleich, sinkt somit der natürliche Zins. Allein dieser Effekt könnte den natürlichen Zins in den USA um 3 Prozentpunkte gedrückt haben (Eggertson et al. 2019).

Wachsende Kapitalströme verknappen Ersparnisse in kapitalexportierenden Ländern und machen sie in kapitalimportierenden Ländern verstärkt verfügbar. Somit steigt der natürliche Realzins in ersteren und sinkt in letzteren (Obstfeld 2021). Auch wachsende Ungleichheit kann die natürliche Zinsentwicklung beeinflussen. Sie konzentriert Geld in den Händen von Haushalten mit hoher Sparneigung, was ebenfalls negativ auf die Entwicklung des natürlichen Realzinses wirkt (Mian et al. 2021).

Ein wichtiger gegenläufiger Wirkungskanal war in den letzten Jahrzehnten die expansive Fiskalpolitik des Staates. Höhere Staatsschulden erhöhen die Nachfrage nach Kapital. Rachel und Summers (2019) argumentieren, dass der natürliche Realzins in hochentwickelten Volkswirtschaften wohl deutlich negativ gewesen wäre, hätten eine Ausweitung der Sozialausgaben und höhere Staatsschulden dem nicht entgegengewirkt.

Abbildung 4 zeigt beispielhaft eine Zerlegung, an der sich die relative Wichtigkeit einiger der beschriebenen Faktoren ablesen lässt (IWF 2023). Laut dieser Analyse trugen zum Absinken des natürlichen Realzinses in Deutschland seit den 1970er Jahren besonders demografische Faktoren und schwächeres Produktivitätswachstum bei. Fiskalpolitik wirkte – anders als beispielsweise in Japan – nur schwach in die entgegengesetzte Richtung.

Abbildung 4. Beiträge zur Veränderung des natürlichen Realzinsniveaus zwischen 1975 – 79 und 2015 – 19, in Prozentpunkten



Anmerkungen: Produktivität bezieht sich auf Veränderungen in der totalen Faktorproduktivität (TFP).
Quelle: Eigene Darstellung, basierend auf IWF (2023).

4.2 Zurück zum Zero Lower Bound?

Damit zukünftig ein langfristig höheres Realzinsniveau erreicht wird, müssten sich die strukturellen Treiber des natürlichen Zinses verändern. Ansonsten würde der Euroraum nach der aktuellen inflationären Episode in eine Niedrigzinsphase zurückkehren. Für dieses Szenario argumentiert beispielsweise der Internationale Währungsfonds im World Economic Outlook von April 2023: „Long-term forces suggest that natural rates will remain low“ (IWF 2023). Demzufolge müssten sich Zentralbanken mittelfristig wieder auf Geldpolitik am Zero Lower Bound einstellen und Versicherer müssten Vorsicht bei Renditegarantien walten lassen.

Gleichzeitig gibt es plausible Gründe, ein strukturell höheres Zinsniveau zu erwarten. Nachfolgend besprechen wir beispielhaft mögliche Auswirkungen des demografischen Wandels, der grünen Transformation und der geopolitischen Fragmentierung auf den natürlichen Realzins.

Demografischer Wandel

Während der demografische Wandel in der Vergangenheit Abwärtsdruck auf den natürlichen Realzins ausgeübt hat, ist nicht unumstritten, wie sich diese Entwicklung in Zukunft fortsetzt. Eine höhere Lebenserwartung sorgt laut Lifecycle-Hypothese (Andor und Modigliano 1963, Attanasio und Weber 2010) zunächst für höhere Ersparnisse, da Menschen ihren Konsum über die Lebenszeit glätten wollen und daher vermehrt Kapital für das Alter zurücklegen. Kommt es dann jedoch zum Übergang von der alternden zur gealterten Gesellschaft, steigt der Anteil der Menschen, die sich im Ruhestand befinden und ihr angesammeltes Kapital aufzehren. Goodhart und Pradhan (2020) argumentieren auf dieser Grundlage, dass das globale Ersparnisangebot deutlich abnehmen wird, insbesondere durch die schnelle Alterung in China. Dagegen konstatieren Harenberg und Ludwig (2022), dass der Konsum im Alter abnimmt und sich die globale Ersparnisschwemme daher nur langsam auflöst. In Europa lässt sich sogar ein leichter Kapitalaufbau

im Alter beobachten (Horioka und Ventura 2022). Ein Grund könnte der Wunsch sein, Vermögen zu vererben (Auclert et al. 2021).

Grüne Transformation

Die grüne Transformation, also Maßnahmen zur Erlangung der Klimaneutralität und die Klimafolgenanpassung, erfordert eine starke Ausweitung der Investitionstätigkeit. Der Ausbau der Erneuerbaren Energien, saubere Verkehrssysteme und Anpassungsmaßnahmen müssen finanziert werden. Allein für Deutschland liegt der zusätzliche Investitionsbedarf bei etwa 1,9 Billionen Euro bis 2045 (Burret et al. 2021). Die gestiegene Nachfrage nach Ersparnissen zur Finanzierung der Investitionen würde zu einem höheren natürlichen Realzins führen. Insofern diese zu höherer Produktivität führen, stiege der Realzins noch weiter. Allerdings ist auch niedrigeres Produktivitätswachstum aufgrund des Klimawandels denkbar.

Zusätzlich sind neue Preisschocks möglich, die eine geldpolitische Reaktion erfordern. Naturkatastrophen, die durch den Klimawandel verstärkt werden, können die Produktion von Rohstoffen und Lieferketten unterbrechen und dadurch die Preise erhöhen. Ein Beispiel sind Überschwemmungen und Waldbrände, die das Angebot an Rohstoffen senken und somit Endpreise steigen lassen. Ferner hat der Klimawandel auch einen beachtlichen Einfluss auf die weltweite Nahrungsmittelproduktion. Die negativen Folgen spiegeln sich dann ebenfalls in einem verknappten Angebot wider. Diesem steht jedoch eine weltweit steigende Nachfrage nach Lebensmitteln gegenüber, so dass ein starker Preisanstieg bei Nahrungsmitteln und Rohstoffen zu erwarten ist.

Geopolitische Fragmentierung

Ein weiterer potenziell einflussreicher Trend ist die geopolitische Fragmentierung. Wesentlich verantwortlich für den Inflationsrückgang in den letzten Jahrzehnten war die stetige Auslagerung der Produktion in Länder mit niedrigeren Produktionskosten. Dies hatte unmittelbare Effekte auf die heimische Preisstruktur durch importierte Güter. Eine Umkehr dieses Trends hätte unmittelbar eine preistreibende Wirkung. Ein eingeschränkter Wettbewerb auf internationaler Ebene hätte eine höhere Marktmacht der Produzenten zur Folge, was wiederum der Inflation Auftrieb verleiht. Wie zuletzt die Sanktionen der G7 gegen Russland gezeigt haben, kann geopolitische Fragmentierung auch zu einer Fragmentierung der Finanzmärkte führen. Das hätte zur Folge, dass Finanzflüsse mit höheren Kosten verbunden sind, die Binnennachfrage nach heimischem Kapital steigt und somit der natürliche Realzins ebenfalls. Andererseits kann die Zunahme politischer Unsicherheiten und Konflikte die Investitionsstimmung und somit wirtschaftliches Wachstum hemmen. Durch die geringere Kreditnachfrage würde sich wiederum eine Senkung des natürlichen Zinsniveaus ergeben.

All diese Effekte können sich auch in den Inflationserwartungen widerspiegeln und bereits im Vorfeld zu steigenden Preisen führen. Eine steigende Inflationserwartung würde dann zu steigenden natürlichen Zinsen führen.

5 Fazit

Das Konzept des natürlichen Realzinses liefert einen Erklärungsansatz für den Trend der letzten Jahrzehnte hin zu immer niedrigen Zinsen. Blickt man in die Zukunft, bietet er jedoch auch Argumente für eine Trendumkehr. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die heutige Zinswende zur Zeitenwende auswächst. Unternehmen, Haushalte, Regierungen und Zentralbanken müssen auf beide Szenarien vorbereitet sein.

Was bedeutet dies für die Versicherungsbranche? Das Geschäftsmodell der Versicherer zeigt eine hohe Sensitivität gegenüber Zinsänderungen. Daher ist grundsätzlich eine stabile Zinslage ohne abrupte signifikante Änderungen essenziell. Durch die langfristigen Anlagen ist eine kurzfristige Reaktion auf Änderungen im Zinsumfeld nicht ohne erhebliche Verluste realisierbar. Zwar sollten Versicherer sowohl auf eine schnelle Rückkehr der Niedrigzinsphase als auch auf anhaltend erhöhte Zinsen vorbereitet sein. In beiden Fällen ergeben sich jedoch unterschiedliche Transitionsrisiken.

Implikationen einer schnellen Rückkehr zu Niedrigzinsen

Die Auswirkung niedrigerer Zinsen treffen die Versicherungsunternehmen im Wesentlichen über zwei Kanäle. Zum einen gibt es einen langsam wirkenden „Ertragskanal“, bei dem aufgrund langfristiger festverzinslicher Vermögenswerte die Anlageerträge zurückgehen, da die gezahlten Prämien und fälligen Investitionen allmählich zu niedrigeren Zinssätzen reinvestiert werden müssen. Der Grad der Anfälligkeit für den Ertragskanal hängt vom Geschäftsmodell der einzelnen Versicherer ab. Kleine und mittelgroße, weniger gut diversifizierte Lebensversicherer sind in der Regel stärker betroffen (Berdin et al. 2015).

Zum anderen spiegelt der „Bilanzkanal“ wider, dass niedrige Zinsen eine Erhöhung der Werte von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten bewirken. Eine marktkonsistente Bewertung von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten, wie in Solvency II vorgeschrieben, führt in der Regel zu höheren Wertzuwächsen der Verbindlichkeiten, wenn die langfristigen Renditen sinken (Berdin et al. 2015).

Darüber hinaus ist die Laufzeit der Verbindlichkeiten oft länger als die der Vermögenswerte. Während sich der Einfluss auf die Rentabilität durch den Ertragskanal über einen längeren Zeitraum erstreckt, kann eine Niedrigzinsumgebung die Solvabilität der Versicherer direkt und unmittelbar durch den Bilanzkanal beeinflussen, wobei diejenigen Versicherer mit großen Laufzeitunterschieden am stärksten betroffen sind.

Implikationen strukturell höherer Zinsen

Herausforderungen ergeben sich auch durch die Transition zum Hochzinsumfeld. Kurzfristig steigen durch Preiskorrekturen am Anleihenmarkt und allgemeinen Marktturbulenzen die stillen Lasten, was unmittelbar unkritisch für Versicherer ist, da Anleihen im Regelfall bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Mittelfristig können Versicherer die verbesserte Ertragslage mittels einer Erhöhung der Überschussbeteiligung an ihre Kunden weitergeben und somit ihre Attraktivität erhöhen. Mittel- bis langfristig ist ein gestiegenes Zinsumfeld also mit erhöhten Ertragschancen verbunden: Es wird für die Versicherer leichter, die langfristigen Verpflichtungen gegenüber den Kunden zu erfüllen.

Langfristig erlaubt ein steigendes Marktzinsumfeld auch eine Anpassung der Portfolios hin zu einem höheren Anteil an festverzinslichen Wertpapieren und weniger Anlagen mit vergleichsweise hohem Risiko. Das führt zu einem verbesserten Exposure gegenüber Liquiditätsrisiken und dem Risiko eines Mismatches der unterschiedlichen Laufzeiten von Verbindlichkeiten und Aktiva. Dies gilt insbesondere für größere, gut diversifizierte und damit flexiblere Versicherer. Bei weniger flexiblen Unternehmen mit schlechtem Liquiditätsrisikomanagement könnte ein abrupter Zinsanstieg dagegen zu Verwerfungen führen (Kaufmann et al. 2022). Ein ausgereifter Aufsichtsrahmen des Versicherungssektors zusammen mit einem hochwertigen Liquiditätsmanagement der einzelnen Versicherer halten das systemische Risiko jedoch gering.

Die Herausforderung für die Versicherungswirtschaft liegt daher darin, möglichst optimal auf beide möglichen Szenarien vorbereitet zu sein: Eine schnelle Rückkehr zu Niedrigzinsen ebenso wie langfristig erhöhte Zinsen. Neben einem flexiblen und intelligentem Portfoliomanagement könnten auch Produktinnovationen der Versicherer vor allem im Bereich der Lebensversicherungen zukünftig zu mehr Anpassungsmöglichkeiten führen.

Literaturverzeichnis

- Ando, Albert und Franco Modigliano (1963): The „Life Cycle“ Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review* 53(1), 55–84.
- Attanasio, Orazio P. und Guglielmo Weber (2010): Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy. *Journal of Economic Literature* 48(3), 693–751.
- Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Frederic Martenet und Matthew Rognlie (2021): Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century. NBER Working Paper Nr. 29161. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29161/w29161.pdf (abgerufen am 30.05.2023).
- Becker, Bo und Victoria Ivashina (2015): Reaching for yield in the bond market. *The Journal of Finance*, 70(5), 1863–1902.
- Berdin, Elia, Christoffer Kok, Katri Mikkonen, Cosimo Pancaro und Josep Maria Vendrell Simon (2015). Euro area insurers and the low interest rate environment. *ECB Financial Stability Review*, November 2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsr.art201511_02.en.pdf (abgerufen am 30.05.2023).
- Berenberg-Gossler, Paul, Thilo Bertelsmann und Max Hanisch (2023): Branchenprognose Versicherungswirtschaft: Schaden- und Unfallversicherung treibt leichtes Beitragswachstum 2023, *GDV Insurance Perspectives* 02/23. <https://www.gdv.de/resource/blob/133896/94e33aboe58aa3149b3243b154caa039/vowi-prognose-publikation-data.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).
- Bertelsmann, Thilo und Kay Seemann (2023): Immobilienpreise: Der erste Domino oder normale Entwicklung?. *GDV Economics and Finance Flash* 2023/04. <https://www.gdv.de/resource/blob/131790/e878756572c7ecao4e6ce834bdbe3a62/publikation-economics-finance-flash-04-immobilienpreise-data.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).
- Bertelsmann, Thilo und Anja Theis (2023): Neues Hochinflationsumfeld: Welche Auswirkungen für den Versicherungssektor? *GDV Insurance Perspectives* 01/23. <https://www.gdv.de/resource/blob/132874/dfec49064478c928cfff908be92cdb7/download-publikation-insurance-perspectives-inflation-data.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).

- Brand, Claus, Marcin Bielecki und Adrian Penalver (2018): The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy. ECB Occasional Paper Series Nr. 217. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecb.op217.en.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).
- Burret, Heiko, Almut Kirchner, Sven Kreidelmeier, Thorsten Spillmann, Jakob Ambros, Jan Limers, Andreas Brutsche, Martin Granzow und Rolf D. Häßler (2021): Beitrag von Green Finance zum Erreichen von Klimaneutralität in Deutschland. KfW Studie, März 2021. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Green-Finance-und-Klimaneutralitaet.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).
- Eggertson, Gaudi B., Neil R. Mehrotra und Jacob A. Robbins (2019): A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation.
- GDV [Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft] (2023). Präsentation zum Medienwebinar Solvency II. <https://www.gdv.de/gdv/medien/medieninformationen/gdv-be-rechnungen-zu-solvenzquoten-deutsche-versicherer-sehr-stabil-132140> (abgerufen am 30.05.2023).
- Goodhart, Charles und Manoj Pradhan (2020): The Great Demographic Reversal. Palgrave MacMillan, London.
- Harenberg, Daniel und Alexander Ludwig (2022): Why an Ageing Population Doesn't Mean Soaring Inflation. International Center for Insurance Regulation Blog, Mai 2022. <https://www.icir.de/news/blog-article/why-an-ageing-population-doesnt-mean-soaring-inflation> (abgerufen am 30.05.2023).
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach und John C. Williams (2017): Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Journal of International Economics* 108, Supplement 1, 39–75.
- Horioka, Charles Yuji und Luigi Venture (2022): Do the Retired Elderly in Europe Decumulate Their Wealth? The Importance of Bequest Motives, Precautionary Saving, Public Pensions, and Homeownership. NBER Working Paper Nr. 30470. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w30470/w30470.pdf (abgerufen am 30.05.2023).
- IWF [Internationaler Währungsfonds] (2023): World Economic Outlook April 2023 – A Rocky Recovery. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023> (abgerufen am 30.05.2023).
- Kaufmann, Christoph, Jaime Leyva und Manuela Storz (2022). ECB Financial Stability Review, November 2022. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202211_04~bf786ffc18.en.html (abgerufen am 30.05.2023).
- Laubach, Thomas und John C. Williams (2003): Measuring the Natural Rate of Interest. *Review of Economics and Statistics* 85 (4), 1063–70.
- Lunsford, Kurt G. und Kenneth D. West (2019): Some Evidence on Secular Drivers of US Safe Real Rates. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(4), 113–129. DOI: <https://doi.org/10.1257/mac.20180005>.
- Mian, Atif, Ludwig Straub und Amir Sufi (2021): Indebted Demand, *The Quarterly Journal of Economics*, 136(4), 2243–2307.
- Obstfeld, Maurice (2021): Two Challenges from Globalization. *Journal of International Money and Finance* 110: 1–9.
- Rachel, Lukasz und Lawrence H. Summers (2019): On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. *Brookings Papers on Economic Activity Conference Drafts*, 7.–8. März 2019. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/On-Falling-Neutral-Real-Rates-Fiscal-Policy-and-the-Risk-of-Secular-Stagnation.pdf> (abgerufen am 30.05.2023).

- Wicksell, Knut (1898): Interest and prices. Übersetzt von R. F. Kahn. Sentry Press: New York.