

Versicherungswirtschaft: Herausforderung Niedrigzinsumfeld

Rolf Ketzler und Klaus Wiener*

Zusammenfassung

Die extrem lockere Geldpolitik der EZB ist ein wesentlicher Treiber des ausgeprägten Niedrigzinsumfelds im Euro-Raum, wobei das allgemeine Zinsniveau in Deutschland besonders stark betroffen ist. Für die Versicherungswirtschaft sind mit dem Niedrigzinsumfeld vielfältige Herausforderungen verbunden. Vor allem die Lebensversicherer haben zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um ihr Geschäftsmodell an eine lange Phase niedriger Zinsen anzupassen („low for long“). Die schädlichen Nebenwirkungen der unorthodoxen Geldpolitik sind in den letzten Monaten immer deutlich zu Tage getreten. Aus Sicht der Versicherungswirtschaft wiegen dabei das Problem der unzureichenden Altersvorsorge sowie die deutlich gestiegenen Gefahren für die Finanzstabilität besonders schwer. Wegen der „nicht mehr vorhandenen Deflationsgefahren“ (Zitat: EZB) kommt es jetzt darauf an, rasch eine Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten.

Insurance Industry: Low Yield Challenge

Abstract

The ultra-loose monetary policy stance of the ECB is the key determinant for the extreme low-yield environment in the euro area – and in Germany in particular. Yields even below the zero line pose a severe challenge for the German insurance industry. German life insurers have taken several measures to adapt their business model to the new yield environment (“low for long”). That said, the harmful side effects of the ultra-loose monetary policy stance have become increasingly visible over the last months. From the insurance industry’s perspective the sharply reduced savings propensity of private households and the rising threat to financial stability are key concerns. Due to the fact that deflation risks have “largely disappeared” (quote ECB), it is vital now to normalize the monetary policy stance in gradual but fairly quick fashion.

Keywords: Low interest rate environment, European Central Bank, monetary policy, life-insurance

JEL Classification: E43, E52, G22

* Dr. Rolf Ketzler, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Wilhelmstraße 43/43G, 10117 Berlin, r.ketzler@gdv.de.

Dr. Klaus Wiener, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Wilhelmstraße 43/43G, 10117 Berlin, k.wiener@gdv.de.

I. Einleitung

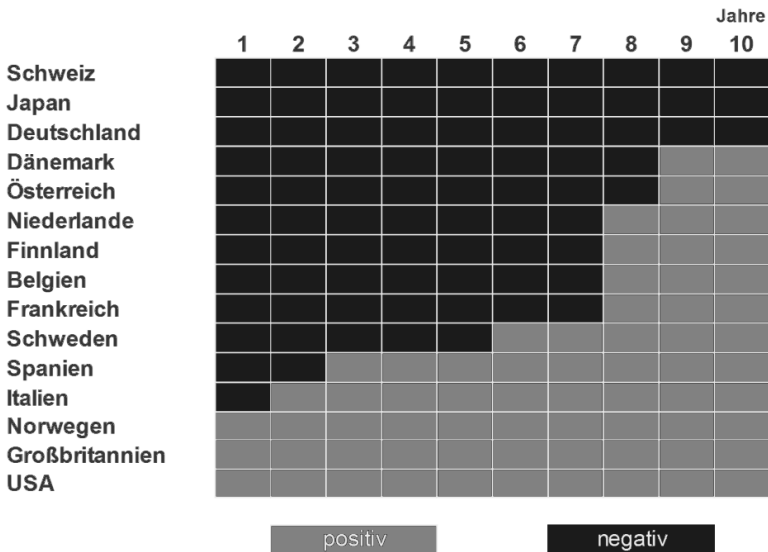
Der seit Jahren anhaltende Trend rückläufiger Zinsen hat sich durch die extrem lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) beschleunigt. Trotz des zuletzt leichten Renditeanstiegs ist ein ausgeprägtes Niedrigzinsumfeld insbesondere in Deutschland die Folge. Während die Geldpolitik im Zuge der globalen Finanz- und der sich anschließenden Staatsschuldenkrise im Euro-Raum zunächst stabilisierend wirkte, gerät der geldpolitische Kurs inzwischen zunehmend an seine Grenzen. Neben substantiellen Risiken für die Finanzstabilität und die Alterssicherung droht die extrem expansive Geldpolitik dabei selbst zum Stabilitätsrisiko zu werden. Vor diesem Hintergrund sollte dringend eine Überprüfung des aktuellen geldpolitischen Kurses erfolgen, damit zeitnah eine behutsame Normalisierung der EZB-Geldpolitik eingeleitet werden kann.

Für die Versicherungswirtschaft sind mit dem Niedrigzinsumfeld vielfältige Herausforderungen verbunden. Vor allem die Lebensversicherer sind dabei gefordert, ihr Geschäftsmodell an eine längere Phase niedriger Zinsen anzupassen damit ihre Vorsorgeprodukte auch zukünftig attraktiv bleiben. Die Versicherer haben diesbezüglich verschiedene Anpassungsstrategien entwickelt, die im Folgenden dargestellt werden. Dazu gehören u. a. neue Ansätze in der Kapitalanlagepolitik und Produktinnovationen. Daneben ist die Nachfrage nach Vorsorgeprodukten aufgrund der insbesondere bei jüngeren Altersklassen nachlassenden Sparneigung betroffen. Zudem hat der Gesetzgeber vielfältige Maßnahmen zur Stärkung der Risikotragfähigkeit der Versicherer getroffen.

II. Deutlicher Zinsrückgang durch extrem expansive Geldpolitik

Der rückläufige Trend der nominalen sowie realen Zinsen ist bereits seit den 1980er Jahren zu beobachten. Zu dieser Entwicklung haben verschiedene strukturelle Veränderungen beigetragen. Wichtige Einflussfaktoren sind u. a. die demografischen Umbrüche in vielen Industrieländern, der wirtschaftliche Aufstieg der Schwellenländer und damit verbunden ein höheres Kapitalangebot, aber auch die erfolgreiche Stabilisierung der Inflation auf niedrigem Niveau durch die Notenbanken („Great Moderation“).

Beschleunigt hat sich dieser Abwärtstrend mit der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum. Seitdem ist die Geldpolitik in vielen Industrieländern stark expansiv ausgerichtet. Mit den Leitzinssenkungen bis nahe der Nullgrenze waren die „konventionellen“ geldpolitischen Instrumente der Notenbanken schnell ausgeschöpft. Daher kamen in der Krise zusätzlich eine Reihe von „unkonventionellen“ Maßnahmen in bisher nicht gekanntem Ausmaß zum Einsatz, die bis heute Anwendung finden. Während die „klassische“ Geldpolitik dabei typischerweise auf die Steuerung der kurzfristigen Geldmarkt-



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Stand: 21.11.2016.

Abbildung 1: Negative Renditen bei Staatsanleihen

sätze abzielt, setzen die „unkonventionellen“ Maßnahmen in der Regel am langen Ende der Zinsstrukturkurve an.

Bei der Europäischen Zentralbank standen zunächst liquiditätsfördernde Maßnahmen sowie der Übergang zu einer längerfristigen Kommunikationsstrategie (Forward Guidance) im Vordergrund. Mit der Einführung negativer Einlagenzinsen und dem Ankauf von Wertpapieren nach dem Vorbild der Fed und anderer Zentralbanken (Quantitative Easing) wurde der geldpolitische Expansionsgrad ab 2014 schrittweise weiter erhöht.

Die Ursachen des Niedrigzinsumfeldes sind insgesamt vielfältig. Eine eindeutige Erklärung für die niedrigen Zinssätze existiert bis dato nicht. Es deutet aber sehr viel darauf hin, dass neben der „Flucht in Qualität“ die mit der äußerst expansiven Geldpolitik verbundenen Preisverzerrungen aktuell einen großen Anteil an dem extrem ausgeprägten Niedrigzinsumfeld in Deutschland aber auch in weiteren Mitgliedsländern der Währungsunion haben. Eine deutliche Zäsur stellt dabei die Einführung des EZB-Wertpapierankaufprogramms dar. In der Folge haben festverzinsliche Wertpapiere starke Kursgewinne verzeichnen können, sodass mittlerweile ein großer Teil der Staatsanleihen mit negativen Renditen gehandelt wird (siehe Abbildung). Die Verschärfung des Niedrigzinsumfeldes und damit verbunden der Übergang zum Nullzinsumfeld ist dabei eine eindeutige Folge der seit 2014 verfolgten extrem lockeren Geldpolitik.

Analysen des Sachverständigenrates und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) auf Basis von etablierten Zinsänderungsregeln zeigen, dass die EZB (aber auch andere Notenbanken) die Geldpolitik aktuell stärker als in der Vergangenheit üblich gelockert haben und damit der Leitzins gemessen an den geldpolitischen Regeln zu niedrig ist.¹ Dies impliziert zugleich, dass die EZB die Zinsen im Vergleich zur makroökonomischen Entwicklung auf einem künstlich niedrigen Niveau hält. Dies bedeutet, dass es sich entgegen der These der „säkularen Stagnation“ bei den aktuell niedrigen Zinsen nicht um „Gleichgewichtszinsen“ handelt.² Zudem dürften die mit der expansiven Geldpolitik verbundenen substantiellen, schädlichen Risiken und Nebenwirkungen kaum einen Gleichgewichtszustand beschreiben.

III. Anpassungsstrategien der Versicherungswirtschaft an das Niedrigzinsumfeld

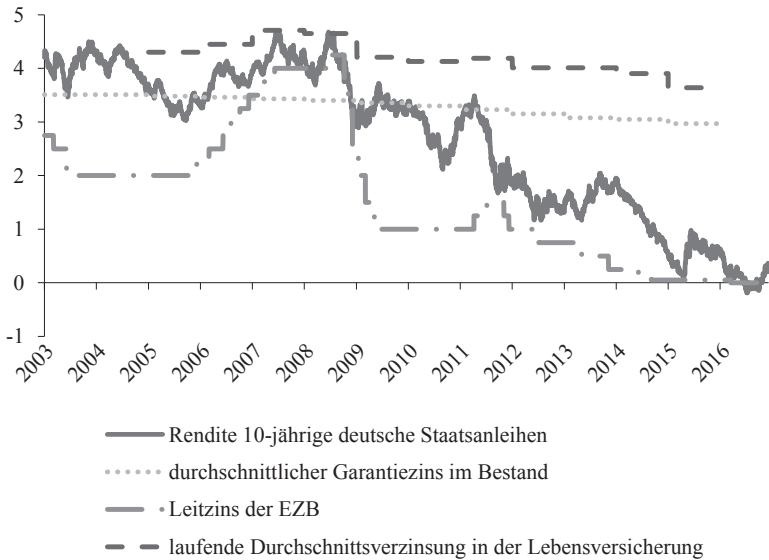
Das Niedrigzinsumfeld zählt aktuell zweifellos zu den größten Herausforderungen für die Versicherungswirtschaft. Betroffen ist dabei vor allem die Lebensversicherung, zunehmend machen sich die Auswirkungen aber auch in den anderen Versicherungssparten bemerkbar. Für die Lebensversicherer kommt es dabei darauf an, ihr Geschäftsmodell so an das Niedrigzinsumfeld anzupassen, dass auch weiterhin attraktive Produkte angeboten werden können, um damit die private Altersvorsorge zukunftsfähig zu machen. Strategische Ansatzpunkte der Versicherer sind neben einem effizienteren Kostenmanagement vor allem die Kapitalanlagepolitik und die Entwicklung neuer innovativer Produkte. Indirekt ist die Versicherungswirtschaft zudem durch die Auswirkung der Niedrigzinsen auf die Vorsorgebereitschaft der privaten Haushalte betroffen. Daneben ist auch der Gesetzgeber gefordert, den Regulierungsrahmen in geeigneter Weise an das Niedrigzinsumfeld anzupassen.

1. Neue Akzente in der Kapitalanlagestrategie

Die Versicherungswirtschaft ist mit Kapitalanlagen in einem Gesamtvolumen von 1,5 Billionen Euro im Jahr 2015 der größte institutionelle Investor in Deutschland. Aufgrund der typischerweise langjährigen Ansparphase, die nach

¹ Vergleiche hierzu Sachverständigenrat 2016 und Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2016.

² Nach der Theorie der „säkularen Stagnation“ sind die niedrigen Zinsen das Ergebnis einer zu umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschwäche, der ein zu hohes Kapitalangebot gegenübersteht. Vgl. hierzu: *Summers, Larry* (2014). Zur Einordnung der Ursachen für die niedrigen Zinsen vgl. auch Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2016, S. 35 ff.



Quelle: GDV, Assekurata, Bloomberg.

Abbildung 2: Zinsumfeld der Lebensversicherung

den Prinzipien des Kapitaldeckungsverfahrens mit dem Aufbau eines beträchtlichen Kapitalstocks verbunden ist, entfällt der größte Teil mit 850 Mrd. Euro davon auf die Lebensversicherung.

Maßgeblich für die Kapitalanlagestrategie der Versicherer ist neben den aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen vor allem die Struktur der Verbindlichkeiten. Traditionell ist die Lebensversicherung in Deutschland insbesondere durch langjährige Zinsgarantien gekennzeichnet. Ein Großteil der Kapitalanlagen der Versicherer ist deshalb in lang laufende und vergleichsweise sichere Rentenpapiere investiert, die regelmäßige und planbare Zinszahlungen versprechen.

Aufgrund dieser langfristig orientierten Anlagestrategie verfügen die Versicherer auch immer noch über Wertpapierbestände, die im Vergleich zum aktuellen Marktumfeld eine höhere Rendite abwerfen. So war die laufende Durchschnittsverzinsung der Lebensversicherung in den letzten Jahren zwar ebenfalls rückläufig, betrug im Jahr 2015 aber noch 3,6% und lag damit oberhalb des durchschnittlichen Garantiezinses, der über alle Vertragsgenerationen hinweg im selben Jahr nach Angaben von Assekurata knapp 3% betragen hat (siehe Abbildung).

Grundsätzlich stehen zur Abfederung von Kapitalmarktschwankungen die verschiedenen versicherungseigenen Ausgleichsmechanismen, zu denen u.a.

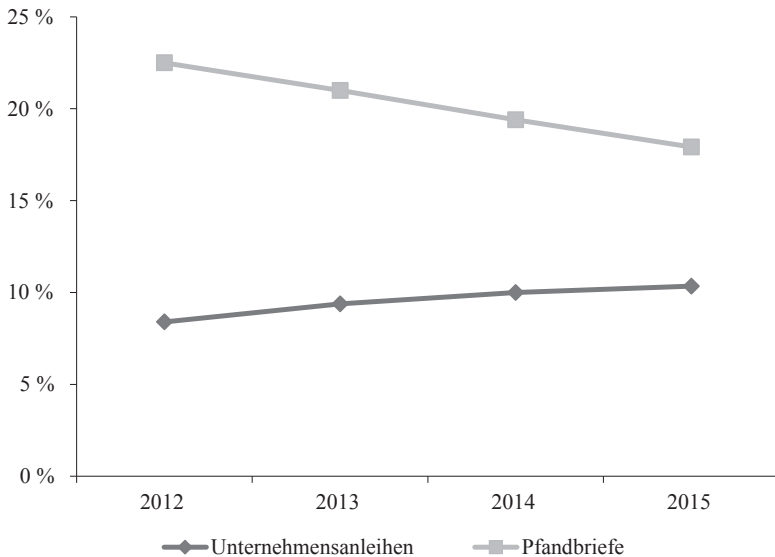
der Ausgleich von Kapitalanlagerisiken über die Zeit aber auch bestehende finanzielle Reserven zählen, zur Verfügung. In der aktuell lang anhaltenden Phase niedriger Zinsen fällt es den Versicherungsunternehmen dennoch zunehmend schwerer, auskömmliche Kapitalerträge zu erzielen. Um für eine längere Phase niedriger Zinsen besser gewappnet zu sein und auch mittel- bis langfristig ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, haben die Versicherer verschiedene Anpassungen in ihrer Kapitalanlagepolitik vorgenommen. Dabei werden in erster Linie die Handlungsoptionen der bisherigen Anlagepolitik besser ausgeschöpft, um dadurch die am Markt vorhandenen Renditepotenziale in der Neu- und Wiederanlage auszunutzen und so die Folgen des Niedrigzinsumfelds abzumildern. Ein wesentliches Element dieser Strategie ist die stärkere Diversifizierung der Rentenanlagen sowohl hinsichtlich der nachgefragten Wertpapiere als auch hinsichtlich regionaler Schwerpunkte. Zudem wurden die strategische (SAA) und die taktische Asset Allokation (TAA) gestärkt. In der SAA ist es – ausgehend von einer ineffizienten Allokation – durch Verschiebung der Portfoliogewichte möglich, bei gleichem Risiko einen höheren Portfolioertrag zu generieren. In der taktischen Allokation werden stabile unterjährige Trends auf den Kapitalmärkten ausgenutzt, um durch die bewusste Vereinnahmung von Risikoprämien („beta“) einen Portfoliomehrertrag zu erzielen.

Vor diesem Hintergrund haben die Versicherer z. B. ihre Käufe von Unternehmensanleihen deutlich ausgeweitet. Im Ergebnis beträgt der Anteil der Unternehmensanleihen (einschließlich der indirekt über Fonds gehaltenen Anleihen) inzwischen mehr als 10 % am Gesamtbestand der Kapitalanlagen der Lebensversicherer. Auch die Kapitalanlage in Rentenfonds, üblicherweise im Investment Grade-Bereich, die kurzfristig einen Zugang zu speziellen Anlageklassen bzw. Regionen ermöglicht, hat an Bedeutung gewonnen. Hinsichtlich der regionalen Schwerpunkte haben die Versicherer ihre Investitionen im EU-Ausland ausgeweitet. Zuletzt haben die Lebensversicherer infolge der anziehenden Nachfrage nach Wohnimmobilien in Deutschland auch deutlich mehr Wohnungsbaukredite vergeben. Gegenüber 2014 stiegen die ausbezahlten Kredite 2015 deutlich von 5,7 auf 7,6 Mrd. Euro.³

Im Gegenzug haben die Versicherer ihr finanzielles Engagement im Bankensektor in den letzten Jahren kontinuierlich zurückgefahren (siehe Abbildung). Insgesamt sind die Versicherer damit inzwischen deutlich stärker an der direkten Finanzierung der Realwirtschaft beteiligt. Ebenfalls reduziert wurden die Pfandbriefbestände. Maßgeblich hierfür ist auch die spürbar schlechtere Liquiditätssituation infolge der EZB-Wertpapieraufkäufe im Rahmen der quantitati-

³ Vgl. <http://www.gdv.de/2016/09/lebensversicherer-vergeben-deutlich-mehr-baudarlehen/>.

Insgesamt entfiel 2015 auf die Lebensversicherung aber nur ein vergleichsweise geringer Anteil von 3,6 % am gesamten Volumen der Immobilienfinanzierung.



Quelle: GDV.

Abbildung 3: Entwicklung der Kapitalanlagen in der Lebensversicherung

ven Geldmengenlockerung. Inzwischen sind hiervon auch die Märkte für Unternehmensanleihen betroffen. Deutsche Staatsanleihen haben ebenfalls an Attraktivität verloren.

Eine wichtige Rolle spielen daneben Investitionen in Rentenpapiere mit längeren Laufzeiten, die aufgrund der so genannten „Laufzeitprämie“ (term premium) auch weiterhin höher rentieren. Durch diese Umschichtung ist die durchschnittliche Restlaufzeit der Anleihen in den Portfolios der Lebensversicherer inzwischen deutlich auf über zwölf Jahre angestiegen. Gleichzeitig sinkt damit auch das Wiederanlagerisiko, da die Erträge auf dem Kapitalmarkt jetzt besser mit den langfristigen Verpflichtungen der Versicherer in Einklang stehen.

Zuletzt haben die Versicherer auch die Beimischung von Wertpapieren leicht erhöht, die einen direkteren Bezug zur Realwirtschaft haben. So wurden 2015 die Investments in Aktien ausgeweitet. Insgesamt bewegt sich der Anteil der als – zumindest in der kurzen Frist – riskanter einzustufenden Kapitalanlagen aber auf einem weiterhin geringen Niveau. Die Deutsche Bundesbank kam zuletzt zu dem Schluss, dass sich kein riskantes „Search for Yield“-Verhalten bei den Versicherungsunternehmen feststellen lasse (Bundesbank Finanzstabilitätsbericht 2016). Grundsätzlich stellt eine Abkehr von der auf Sicherheit und Planbarkeit orientierten Anlagepolitik aufgrund der Struktur der Verbindlichkeiten

auch keine Alternative für die Versicherer dar. Eine stärkere Fokussierung auf Investitionen in volatilere Wertpapiere würde zudem gemäß des risiko- und marktwertorientierten neuen Aufsichtsrahmens Solvency II eine entsprechend höhere Eigenmittelunterlegung erfordern.

Eine weitere Assetklasse, die vor allem aufgrund ihrer Langfristigkeit und der planbaren sowie stabilen Rückflüsse inzwischen ein starkes Interesse der Versicherer auf sich zieht, sind Investitionen in Infrastruktur und Erneuerbare Energien.⁴ Hintergrund dabei ist, dass seit einigen Jahren verschiedene Alternativen zur alleinigen Bereitstellung der Infrastruktur durch die öffentliche Hand (sogenannte „konventionelle Beschaffung“) diskutiert werden. Initiativen zur Mobilisierung von privatem Kapital gibt es dabei sowohl von der Bundesregierung als auch der EU-Kommission. Eine alternative Beschaffungsform sind dabei „Öffentlich Private Partnerschaften“ (ÖPP). In diesem Fall übernehmen private Investoren fest definierte Aufgaben im Rahmen eines Projekts. Für die damit verbundene Risikoübernahme (Einhaltung von Fristen, Sicherstellung einer hohen Bauqualität, Einhaltung des Budgetrahmens) erhält der Investor eine entsprechende Kompensation (Risikoprämie). Da mit der privaten Beschaffung zusätzlicher Nutzen einhergeht (Termintreue, Kostentreue, hohe bauliche Qualität), lassen sich trotz der Risikoprämie Effizienzvorteile für die Volkswirtschaft und den Steuerzahler generieren. Bei ganzheitlicher Kosten-Nutzen-Betrachtung reichen diese oftmals aus, um die Zusatzkosten mehr als auszugleichen.⁵

Der Umfang der Infrastrukturinvestitionen der Versicherer ist im Jahr 2015 mit etwas unter 1 % der Kapitalanlagen in Euro noch vergleichsweise gering. Grundsätzlich erfordern Infrastrukturinvestitionen ein spezifisches Know-how. Eine deutliche Ausweitung des Engagements der Versicherer setzt daher geeignete ökonomische sowie regulatorische Rahmenbedingungen voraus. Zentral ist dabei vor allem ein stetiger Strom an Infrastrukturprojekten („pipeline“). Daneben sind u. a. die Schaffung einer Investitionsplattform, Rechts- und Planungssicherheit sowie risikoadäquate regulatorische Behandlung wesentliche Voraussetzungen. Erste Schritte zur Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Infrastrukturinvestitionen sind bereits kurz nach Einführung von Solvency II zu Jahresbeginn 2016 erfolgt; wegen der Besonderheit dieser Asset-Klasse (geringe Ausfälle, hohe „recovery rates“) scheint hier der mögliche Rahmen aus Sicht der Versicherungswirtschaft aber noch nicht ausgeschöpft.

⁴ Unter bestimmten Voraussetzungen können private Infrastrukturfinanzierungen dabei eine gesamtwirtschaftlich effizientere Beschaffungsform darstellen. Eine ausführliche volkswirtschaftliche Betrachtung privater Investitionen in Infrastruktur einschließlich der Rahmenbedingungen für die Kapitalanlage der Versicherer findet sich in „Volkswirtschaftlicher Nutzen privater Infrastrukturbeteiligungen“, IW Köln und GDV (2016).

⁵ Vgl. ebenda.

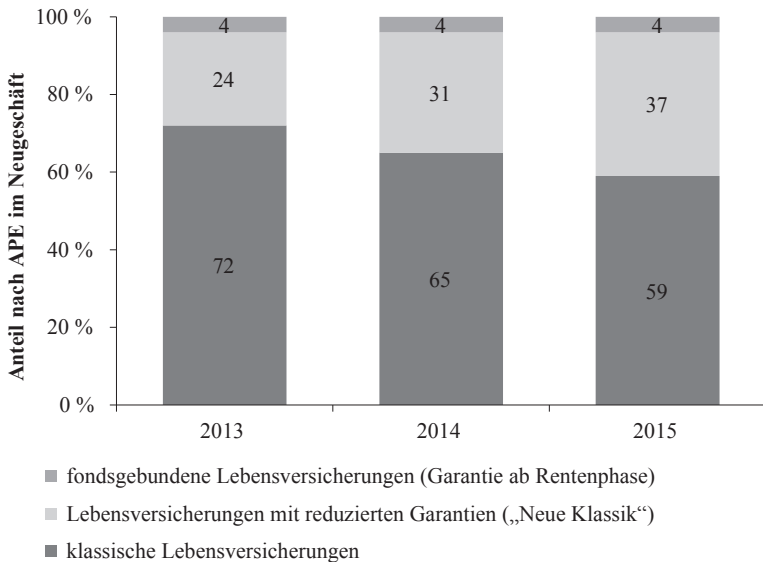
2. Markt für Lebensversicherungen im Wandel

Das Niedrigzinsumfeld ist einer der maßgeblichen Faktoren für die sich aktuell vollziehenden Veränderungen am Markt für Lebensversicherungen sowohl auf der Angebots- als auch der Nachfrageseite. Auf der Angebotsseite stehen die Versicherer vor der Herausforderung, das Geschäftsmodell „Lebensversicherung“ an eine längere Phase niedriger Zinsen anzupassen. Garantien spielen auf dem deutschen Lebensversicherungsmarkt traditionell eine große Rolle. Hierbei kommt das hohe Sicherheitsbedürfnis der privaten Haushalte zum Ausdruck. Die niedrigen Zinsen und die in der Folge gesunkene Überschussbeteiligung im Bestand und die Garantien im Neugeschäft schmälern die Attraktivität des Lebensversicherungsprodukts und machen innovative Weiterentwicklungen notwendig. Zudem sind langfristige Garantien in einem andauernden Niedrigzinsumfeld mit dem Wechsel auf das neue Aufsichtsregime Solvency II mit einem höheren Kapitalaufwand verbunden und können daher nur schwer dargestellt werden.

In diesem Spannungsfeld zwischen Sicherheitsbedürfnis der privaten Haushalte und ökonomischen Möglichkeiten vor dem Hintergrund von Niedrigzinsumfeld und Solvency II haben inzwischen der überwiegende Teil der in Deutschland ansässigen Versicherer ihr Produktangebot um Lebensversicherungspolice mit neuen Garantiemodellen erweitert. Zu den neuen Produkten zählen bspw. Versicherungspolice mit endfälliger Garantie, mit einem jährlichen Garantiezins unterhalb des Höchstrechnungszinses oder auch Indexpolice.⁶ Teilweise haben Versicherer das Neugeschäft mit den „klassischen Policen“ auch vollständig aufgegeben. Im Unterschied zur klassischen Lebensversicherung mit ihrer jährlichen Garantieverzinsung in Höhe des jeweils geltenden Höchstrechnungszinses weisen diese teilweise mit „neuer Klassik“ umschriebenen Produkte ein geringeres Garantieniveau auf. Damit verbunden ist eine Entlastung bei den Eigenmittelanforderungen. Für die Versicherungsnehmer besteht im Gegenzug die Aussicht, eine höhere Verzinsung erzielen zu können. Darüber hinaus rückt die Absicherung biometrischer Risiken wie Berufsunfähigkeit oder Langlebigkeit noch stärker in den Fokus des Geschäfts der Lebensversicherer. Insgesamt ist die Produktvielfalt in der Lebensversicherung weiter gestiegen.

Die neuen Garantieprodukte haben sich mittlerweile auch auf der Nachfrageseite neben der klassischen Lebensversicherung als zweites Standbein etabliert. So konnten die Police der „neuen Klassik“ im Neugeschäft ihren Marktanteil in den letzten Jahren kontinuierlich ausbauen (siehe Abbildung). Gleichzeitig hat die klassische Lebensversicherung an Gewicht verloren. Dennoch dürften Garantiezusagen am Markt weiterhin eine große Bedeutung behalten,

⁶ Eine Indexpolice ermöglicht dem Kunden, die Chance an der Wertentwicklung eines Aktienindizes zu partizipieren. Im Gegenzug garantiert die Indexpolice bspw. die Rückzahlung der eingezahlten Beiträge.



Quelle: GDV.

Abbildung 4: Entwicklung des Neugeschäfts nach Produktkategorien

weil die Anlageentscheidungen der privaten Haushalte auch weiterhin durch ein hohes Sicherheitsbedürfnis geprägt sind. Stärkere Impulse für die fondsgebundene Lebensversicherung (ohne jegliche Garantieelemente) waren zuletzt (noch) nicht zu beobachten.

3. Stärkung der Risikotragfähigkeit

Die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds haben auch auf regulatorischer Seite frühzeitig zu einer Reihe von Anpassungsmaßnahmen geführt. Als wichtige Maßnahme zur Gewährleistung der langfristigen Verpflichtungen der Lebensversicherer gegenüber den Versicherungsnehmern im Niedrigzinsumfeld wurde im Jahr 2011 die Zinszusatzreserve als zusätzlicher Sicherheitspuffer eingeführt.⁷ Bis Ende 2016 dürften die deutschen Lebensversicherer aufgrund des anhaltenden Zinsverfalls eine zusätzliche Sicherheitsreserve von gut 45 Mrd. Euro aufgebaut haben. Nach der derzeitigen Kalibrierung der Zinszusatzreserve sind vor dem Hintergrund der seit 2015 nochmals stark gesunkenen Zinsen in

⁷ Danach erfolgt eine Zuführung zur Zinszusatzreserve immer dann, wenn der Referenzzins, definiert als 10-jähriger Durchschnitt der Renditen von 10-jährigen europäischen Staatsanleihen, unter den Rechnungszins eines jeweiligen Vertrages fällt.

den nächsten Jahren weitere Zuflüsse zur Zinszusatzreserve zu erwarten. Auch ein Zinsanstieg würde die Versicherer aufgrund der Berechnungsmethodik der Zinszusatzreserve zunächst nicht entlasten. Insofern drohen die geltenden Regelungen zur Bildung der Zinszusatzreserve die Versicherer aufgrund eines unverhältnismäßig schnellen Reserveaufbaus stark zu belasten. Daher wäre eine Überprüfung und Anpassung der Zinszusatzreserve an das extreme Niedrigzinsumfeld wünschenswert, um die Leistungsfähigkeit der Versicherer nicht übermäßig einzuschränken und den Aufbau über einen längeren Zeitraum zu strecken.

Ein wesentlicher Schritt zur Stärkung der Risikotragfähigkeit war das im August 2014 in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG). Kern des Reformpaketes war die Neuregelung der Beteiligung der Lebensversicherten an den Bewertungsreserven in festverzinslichen Wertpapieren des Versicherers. Durch die Neuregelung wurde ein fortgesetztes Abfließen stiller Reserven, die aufgrund des auf Stabilität ausgelegten Anlageverhaltens der Versicherer („buy-and-hold“) nur von temporärer Natur sind, an eine kleine Gruppe ausscheidender Versicherungsnehmer zulasten des verbleibenden Versicherungskollektivs verhindert. Mit der Reform wird jetzt eine faire Verteilung der verfügbaren Bewertungsreserven zwischen den Versichertengenerationen gewährleistet und gleichzeitig eine Fehlkonstruktion der früheren Regelung korrigiert. Daneben hat das Gesetz auch die Möglichkeiten zum Risikoausgleich zwischen verschiedenen Überschussquellen verbessert. Zusätzlich wurde unter bestimmten Bedingungen eine Ausschüttungssperre für Dividenden beschlossen und eine Effektivkostenquote eingeführt. Für Neuverträge in der klassischen Lebensversicherung wurde mit Wirkung zum 1. Januar 2015 der Höchstrechnungszins auf 1,25 % abgesenkt. Bestehende Verträge sind von dieser Absenkung nicht betroffen. Mittlerweile hat der Gesetzgeber mit Wirkung zum 01.01.2017 eine weitere Absenkung auf jetzt 0,9 % beschlossen.

Auch das neue Aufsichtssystem Solvency II leistet einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der Risikotragfähigkeit des Versicherungssektors. Anders als das zuvor angewandte aufsichtsrechtliche Rahmenwerk verfolgt Solvency II einen risikobasierten Ansatz, der die bestehenden Anlagerisiken transparent macht und eine entsprechende Unterlegung mit Eigenmitteln verlangt. Nach Angaben der Finanzaufsicht BaFin haben zum Jahresanfang 2016 alle 84 beaufsichtigten Lebensversicherer in Deutschland die Solvenzkapitalanforderungen erfüllt, wobei teilweise Übergangsmaßnahmen genutzt wurden.⁸

Auf übergeordneter Ebene wurde zudem als Reaktion auf die globale Finanzkrise 2008/2009 der makroprudenzielle Aufsichtsrahmen international stark ausgebaut, der auf die Stabilität des Finanzsystems gerichtet ist. Seitdem werden die Risiken für das Finanzsystem insgesamt kontinuierlich überwacht, aktuell vor allem die mit den extrem niedrigen Zinsen verbundenen Stabilitätsrisiken.

⁸ Vgl. hierzu: *BaFin* (2016).

Zweifellos steht der Umgang mit den Risiken eines länger anhaltenden Niedrigzinsumfelds („low for long“) perspektivisch weiterhin im Vordergrund. Zuletzt haben aber auch Risiken in Verbindung mit einem möglichen abrupten Zinsanstieg verstärkt Aufmerksamkeit erlangt. Sorgen bereitet dabei ein Szenario, in dem es für viele Kunden attraktiv sein könnte, aufgrund stark steigender Zinsen ihre Lebensversicherung zugunsten alternativer Anlageformen zu kündigen, was zu einem massiven Abfluss von Kundengeldern führen könnte.⁹ Bei dieser Betrachtung werden allerdings wesentliche Aspekte nicht berücksichtigt, die bei der Kündigung einer Lebensversicherungspolice zu beachten sind. Hierzu zählen der Wegfall des Versicherungsschutzes sowie der Verlust von Steuervorteilen. Fraglich ist auch, ob die Anleger wie hier unterstellt tatsächlich streng finanzrational handeln. Allerdings begünstigt die aktuelle Regelung des Versicherungsvertragsgesetzes zu den garantierten Rückkaufwerten die Risiken eines erhöhten Stornoverhaltens. Maßgeblich hierfür ist, dass die Rückkaufwerte auf Basis der verzinsten Sparanteile unabhängig vom Kapitalmarktumfeld bewertet werden. Um Stabilitätsrisiken durch einen abrupten Zinsanstieg zu reduzieren, plädiert auch die Bundesbank für zinsabhängige Rückkaufwerte.

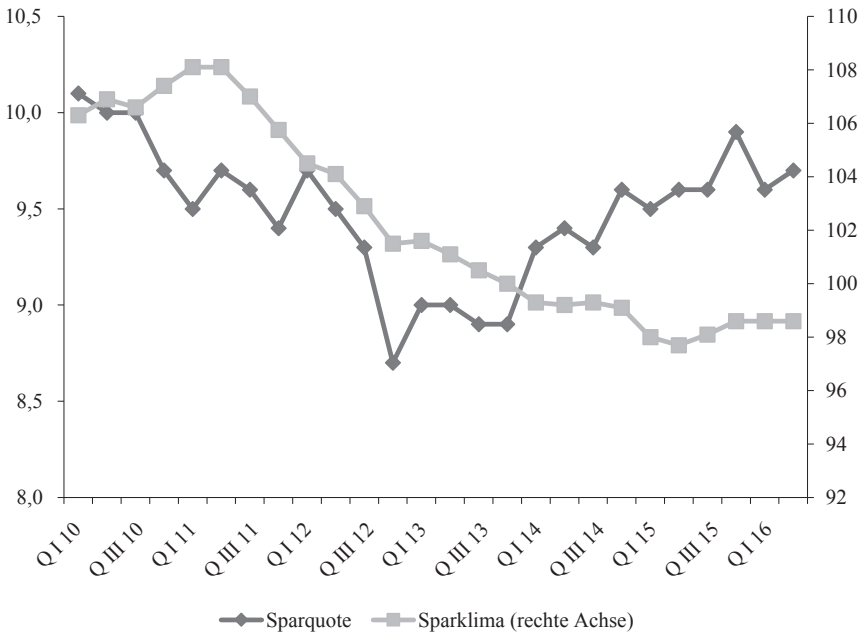
Sowohl die Lebensversicherer als auch der Gesetzgeber und die Finanzaufsicht haben durch zahlreiche Maßnahmen die Risikotragfähigkeit der Branche in einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld erhöht. Dennoch bleiben aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen, die zunehmend sogar in den langen Laufzeiten vorliegen, die Herausforderungen für die Versicherungswirtschaft groß. Neben den strategischen Veränderungen ist für die Unternehmen auch ein kostenbewusstes Management zentral. Die derzeit leicht rückläufige Beschäftigtenzahl in der Versicherungswirtschaft ist hiervon ein Ausdruck. Gleichwohl ist aber auch der Gesetzgeber weiterhin gefordert, die Wirkung der aufsichtsrechtlichen Maßnahmen im Blick zu behalten und bei Bedarf sinnvoll weiterzuentwickeln. Die Zinszusatzreserve und die garantierten Rückkaufwerte sind hierfür ein Beispiel.

IV. Bedrohte Alterssicherung: Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Vorsorge mit Lebensversicherungen

Die niedrigen Zinsen stellen zudem eine große Belastung für die private Altersvorsorge dar. Sinkende Anreize für die Ersparnisbildung gehen dabei vor allem zulasten des langfristig orientierten Vorsorgeverhaltens der privaten Haushalte mit entsprechenden negativen Konsequenzen für die Lebensversicherung.

Die Ersparnisbildung in Deutschland war nach der globalen Finanzkrise zunächst rückläufig. Seit 2014 hat sich die Sparquote leicht erholt und liegt inzwi-

⁹ Vgl. hierzu: *Feodoria/Förstermann* (2015).

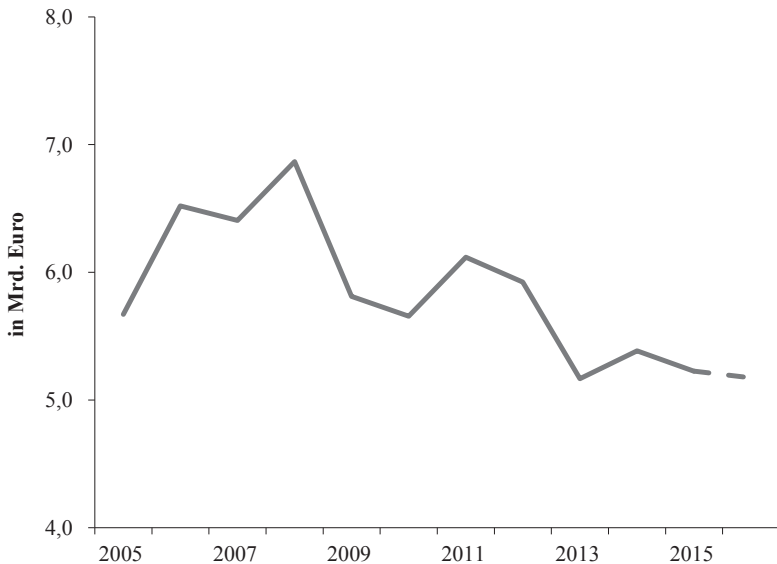


Quelle: Statistisches Bundesamt, GfK.

Abbildung 5: Ersparnis der privaten Haushalte

schen wieder bei knapp 10 % des verfügbaren Einkommens. Eine längerfristige Betrachtung der Spartätigkeit zeigt jedoch auch, dass die Ersparnisbildung über die letzten Jahre hinweg deutlich nachgelassen hat. Noch Anfang der 1990er Jahre lag die Sparquote bei über 12 % und damit auf einem wesentlich höheren Niveau. Die vergleichsweise stabile Ersparnisbildung seit der globalen Finanzkrise darf dennoch keineswegs darüber hinwegtäuschen, dass die Sparneigung durch die anhaltenden Niedrigzinsen abgenommen hat. Dies verdeutlicht etwa der starke Rückgang des GfK-Sparklimas (siehe Abbildung). Das Auseinanderlaufen von Sparquote und Sparklima ist ein Indiz dafür, dass die Spartätigkeit aktuell durch temporäre Faktoren gestützt wird. Zu nennen ist hier vor allem der Anstieg der real verfügbaren Einkommen aufgrund des gesunkenen Ölpreises. Eine deutliche Ausweitung der Sparanstrengungen, die angesichts des durch die Niedrigzinsen hervorgerufenen negativen Einkommenseffekts erforderlich wäre, erfolgte aber nicht.

Auch wenn die Spartätigkeit der privaten Haushalte insgesamt bisher nur in begrenztem Maße auf die Niedrigzinsen reagiert hat, sind in der Struktur der Geldvermögensbildung deutliche Veränderungen zu erkennen. Neben der seit längerem anhaltenden ausgeprägten Präferenz für kurzfristige und liquide An-

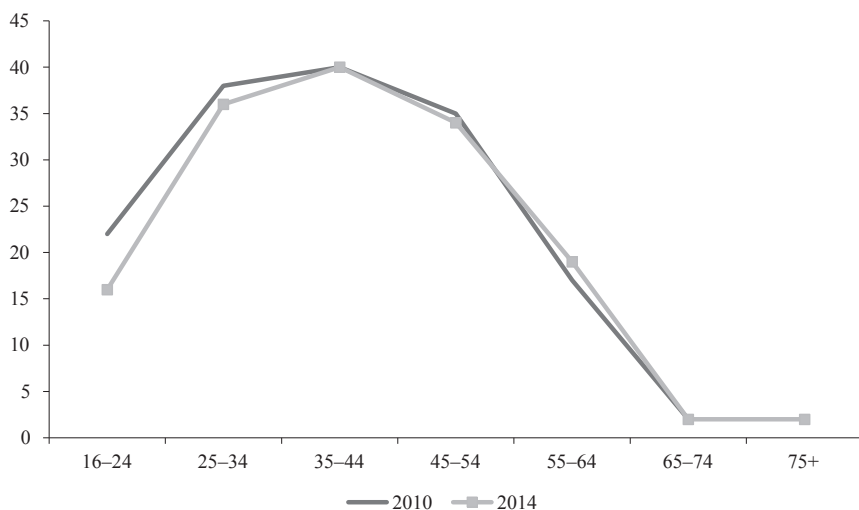


Quelle: GDV.

*Abbildung 6: Lebensversicherung i. e. S.:
Neugeschäft zu laufenden Beiträgen für ein Jahr*

lagen im Bankenbereich war zuletzt auch ein etwas stärkeres Renditebewusstsein der privaten Haushalte zu beobachten. In der Tendenz hat damit der langfristige Vermögensaufbau zur Alterssicherung bei den Anlageentscheidungen der privaten Haushalte an Bedeutung verloren. Es bleibt abzuwarten, ob die zuletzt zu beobachtende zunehmende Renditeorientierung hier eine Trendwende markiert oder ob diese Verschiebung eher Ausdruck eines kurzfristigen „Search-for-Yield“-Verhaltens ist.

Auch in der Nachfrage nach Lebensversicherungen zeichnen sich infolge der Niedrigzinsen neue Trends ab. Insgesamt haben sich die Beiträge der Lebensversicherung in den letzten Jahren solide entwickelt; teilweise konnten sogar deutliche Zugewinne erzielt werden. Damit hat sich die Lebensversicherung auch im Niedrigzinsumfeld gut behaupten können. Dabei dürfte auch die im Vergleich zu alternativen Sparformen zuletzt immer noch attraktive Verzinsung der Lebensversicherung eine wichtige Rolle spielen (vgl. *Assekurata*, 2016b). Allerdings hat die Beitragsentwicklung vor allem von der teilweise hohen Dynamik der Einmalbeiträge profitiert und damit weniger von der Nachfrage nach Verträgen gegen laufende Beitragszahlung, mit der typischerweise ein Altersvorsorgevermögen aufgebaut wird. Der Anteil der Einmalbeiträge beläuft sich inzwischen auf etwa 30 % der Gesamtbeiträge der Lebensversicherung und hat sich



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Abbildung 7: Verbreitungsgrad geförderter Altersvorsorgeprodukte (Riester, Basisrente) nach Altersklassen

damit seit der globalen Finanzkrise 2008 verdoppelt. Das Volumen der Beiträge gegen laufenden Beitrag hat in den letzten Jahren dagegen stagniert, im Neugeschäft waren die Beiträge sogar teilweise rückläufig (siehe Abbildung). Eine Trendumkehr wird hier auch aufgrund der demografischen Entwicklung aktuell nicht erwartet.

Diese strukturellen Veränderungen der Beitragsentwicklung der Lebensversicherung sind ein Indiz dafür, dass der Anreiz zum langfristigen Aufbau eines Altersvorsorgevermögens vor allem unter den jüngeren Altersklassen nachgelassen hat. Hierfür spricht, dass das Einmalbeitragsgeschäft typischerweise nicht von Menschen in den ersten Berufsjahren, sondern von älteren Jahrgängen getragen wird, z. B. wenn verfügbare größere Geldbeträge für eine (aufgeschobene) private Rentenversicherung verwendet werden. Zusätzlich ist die rückläufige Verbreitung von Riester-Verträgen unter jüngeren Alterskohorten u. a. auch Ausdruck einer nachlassenden Vorsorgebereitschaft. Laut Umfragedaten aus dem Haushaltspanel der Deutschen Bundesbank „Private Haushalte und ihre Finanzen“ unter den jungen Alterskohorten bis 34 Jahre hat sich der Verbreitungsgrad der geförderten Altersvorsorge zwischen 2010 und 2014 deutlich verringert (siehe Abbildung).

Die bereits heute festzustellende nachlassende Vorsorgebereitschaft dürfte angesichts der demografischen Entwicklung in Deutschland gravierende Folgen

haben. Hinzu kommt, dass sich perspektivisch der Abwärtstrend der Spartätigkeit fortsetzen dürfte. Angesichts des in seiner vollen Ausprägung erst noch vor uns liegenden demografischen Wandels¹⁰ und vor dem Hintergrund der schrittweisen Absenkung des Leistungsniveaus der gesetzlichen Rente ist die kapitalgedeckte Altersvorsorge heute wichtiger denn je. Auch der Sachverständigenrat hat in seinem Jahresgutachten 2016/2017 den Übergang zum Drei-Säulen-Modell bekräftigt und betont, dass die betriebliche und private Altersvorsorge eine wichtige stabilisierende Funktion im deutschen Rentensystem einnehmen.¹¹ Aktuelle Berechnungen zeigen, dass die geförderte Altersvorsorge auch unter den Rahmenbedingungen des Niedrigzinsumfelds in der Lage ist, den reformbedingten Rückgang des gesetzlichen Rentenniveaus auszugleichen.¹² Die private sowie betriebliche Altersvorsorge erfüllt damit auch weiterhin ihre Aufgabe und bleibt unverzichtbar, da andernfalls erhebliche Versorgungslücken drohen.

In einer längeren Phase niedriger Zinsen sind aufgrund des nachlassenden Zinseszinseseffektes für ein festgelegtes Sicherungsziel höhere Beiträge erforderlich. Andernfalls drohen zukünftig Einbußen beim Lebensstandard im Alter. Eine Umschichtung der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte zugunsten der Ersparnisbildung ist derzeit aber nicht abzusehen. Umfragen zufolge ist für die privaten Haushalte eine Ausweitung ihrer Spartätigkeit derzeit keine Option. Vielmehr gibt jeder siebte an, dass er trotz der günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sein Sparverhalten eingeschränkt hat.¹³ Die Mehrheit hat ihr Sparverhalten bisher nicht verändert.

Um die fehlenden Anreize durch die niedrigen Renditen auszugleichen, ist der Staat gefordert, die private und die betriebliche Altersvorsorge weiterzuentwickeln. So fordert auch der Sachverständigenrat Schritte zu einer zielgerichteten Verbesserung der betrieblichen und privaten Altersvorsorge.¹⁴ Handlungsmöglichkeiten eröffnen sich dabei aktuell nicht zuletzt auch durch die positive Lage der öffentlichen Haushalte, die maßgeblich auf dem Entlastungseffekt durch die Niedrigzinsen beruht.¹⁵ Dabei gehen die jüngsten Reformmaßnahmen der Bundesregierung zur Stärkung der betrieblichen Altersversorgung, die

¹⁰ Die geburtenstarken Jahrgänge werden ab dem Jahr 2025 in Rente gehen, und jährlich etwa 1,3 Millionen neuen Rentnern werden dann nur rund 700 Tausend Schulabgänger gegenüberstehen.

¹¹ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2016), S. 288 ff.

¹² Vgl. Studie der *Prognos AG* (2016).

¹³ Vgl. Allensbach Umfrage im Auftrag des GDV <http://www.gdv.de/2016/10/die-niedrigen-zinsen-zwingen-zum-handeln/>.

¹⁴ Siehe ebenda.

¹⁵ Je nachdem, welches Zinsniveau als normal angesehen wird (z. B. das Jahr 2007 oder der Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2008), ergibt sich ein jährliches Einsparvolumen, das zwischen 20 und 40 Mrd. € liegt.

u. a. höhere Zuschüsse und Freibeträge für Geringverdiener vorsehen, in die richtige Richtung. Nachbesserungsbedarf besteht allerdings im Hinblick auf das beabsichtigte Verbot, im neuen Sozialpartnermodell zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften keine garantierten Leistungen (bspw. die Zusage einer Mindestrente) mehr anbieten zu können. Daneben wäre vor allem die Dynamisierung der Riester-Förderung ein wichtiger Schritt zum Ausbau der privaten Altersvorsorge. Zudem dürfen die aktuell diskutierten Vorschläge zur Reform des Umlageverfahrens, etwa durch die Einführung von Haltelinien für das Rentenniveau und den Beitragssatz, nicht zulasten der Nachhaltigkeit des Drei-Säulensystems gehen.

V. Zunehmende Risiken und Nebenwirkungen durch anhaltendes Niedrigzinsumfeld

Mit der kontinuierlichen Erhöhung des Expansionsgrades der EZB-Geldpolitik haben die schädlichen Nebenwirkungen dieser Politik nicht nur für die Alterssicherung weiter zugenommen. Mit der massiven Beeinflussung durch die Notenbanken geht die zentrale Allokationsfunktion der Zinsen verloren. Ineffiziente Entscheidungen der Marktteilnehmer sind die Folge.

Die Auswirkungen der niedrigen Zinsen sind dabei in den unterschiedlichen Bereichen der Volkswirtschaft gegenwärtig. Neben den Belastungen für die kapitalgedeckte Altersvorsorge stellt das künstliche niedrige Zinsniveau vor allem ein substantielles Risiko für die Finanzstabilität dar. Die Auswirkungen der sehr lockeren Geldpolitik sind an den hohen Wertzuwächsen an den Finanz- und Immobilienmärkten deutlich sichtbar. Begünstigt wird der Boom dabei durch ein nachlassendes Risikobewusstsein vieler Finanzmarktakteure. Markant ist in diesem Zusammenhang, dass eine immer stärkere Abhängigkeit der Entwicklung an den Finanzmärkten von den geldpolitischen Entscheidungen festzustellen ist. Damit laufen die Zentralbanken Gefahr, in ihren Entscheidungen zunehmend eingeschränkt zu werden („financial dominance“). Mittlerweile haben sich zudem die Anzeichen für neue finanzielle Ungleichgewichte als unmittelbare Folge der sehr expansiven EZB-Geldpolitik verdichtet. Zuletzt hatte der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) erstmals vor einer Überhitzung des Marktes für Wohnimmobilien in verschiedenen Ländern des Euro-Raums gewarnt.¹⁶

Risiken bauen sich zudem im Bereich der Finanz- und Wirtschaftspolitik auf. Zwar werden die Finanzierungskosten der öffentlichen Haushalte durch die niedrigen Zinsen grundsätzlich entlastet, sodass die Regierungen mit zu den

¹⁶ Vergleiche https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/161128_vulnerabilities_eu_residential_real_estate_sector.en.pdf.

größten Profiteuren der EZB-Geldpolitik zählen. Gleichzeitig sinkt dadurch aber auch der Anreiz, die in vielen Euro-Staaten hohe öffentliche Verschuldung wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbart, auf ein tragfähiges Niveau zurückzuführen. Stattdessen ist zu befürchten, dass die Tragfähigkeit der hohen Schulden durch dauerhaft niedrige Zinsen erreicht werden soll. Damit droht eine Verschleppung der Staatsschuldenkrise, die sich bei einem potentiellen Vertrauensverlust an den Märkten jederzeit wieder zuspitzen kann. Daneben überlagert die expansive Geldpolitik auch die vielfach bestehenden strukturellen Probleme. Die Bereitschaft, dringend erforderliche wachstumsfreundliche Reformen auf den Weg zu bringen, wird damit seit Längerem geschwächt. Wenn die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte in einem immer stärkeren Maße von niedrigen Zinsen abhängt, besteht auch hier die Gefahr, dass die Notenbanken die Spielräume ihres Handelns verlieren („fiscal dominance“).

Daneben ist zu erwarten, dass sich durch das extreme Niedrigzinsumfeld ineffiziente Wirtschaftsstrukturen verfestigen. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn Kreditfinanzierungen nur noch aufgrund der niedrigen Zinsen sowie des aktuell hohen Liquiditätsangebots aufrechterhalten werden. Unter normalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wären nicht wettbewerbsfähige Unternehmen hingegen gezwungen, aus dem Markt auszuschneiden.¹⁷ Die niedrigen Zinsen wirken sich damit negativ auf die Innovationskraft und die notwendige Erneuerung einer Volkswirtschaft aus. Perspektivisch sinkt damit das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft.

VI. Stabilitätsrisiko Geldpolitik

Insbesondere in Deutschland wird seit Längerem kontrovers über die expansive Ausrichtung der EZB-Geldpolitik diskutiert. Neben den Risiken steht dabei die Frage der Effektivität der Geldpolitik im Vordergrund. Diese hat trotz ihres mittlerweile beispiellosen Expansionsgrads zuletzt an Wirkungskraft verloren.¹⁸ Weder hat sich die konjunkturelle Dynamik durch die geldpolitischen Impulse im Euro-Raum beschleunigt noch ist es zu einer deutlich anziehenden Preisentwicklung gekommen. Modellrechnungen der EZB belegen, dass sowohl die Wachstums- als auch die Inflationsraten ohne das QE-Programm geringer ausgefallen wären. Diese Modellschätzungen dürften allerdings aufgrund der weitgehend fehlenden Erfahrung mit unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen mit einer sehr hohen Unsicherheit verbunden sein. Insgesamt deutet trotz der begrenzten Erfahrungen mit diesen Maßnahmen vieles darauf hin, dass die

¹⁷ Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen seit 2009 rückläufig. Diese Entwicklung dürfte zudem auch im Zusammenhang mit der positiven konjunkturellen Entwicklung in Deutschland stehen.

¹⁸ Vgl. hierzu: *Jannsen, Potjagailo und Wolters* (2015).

gewünschten Effekte bisher allenfalls begrenzt erreicht worden sind. Der Beitrag der Geldpolitik dürfte sich dabei vor allem auf die Abwertung des Euro beziehen. Auch die im Frühjahr 2016 beschlossene Erhöhung der Anleihekäufe hat etwa bezogen auf die Kreditvergabe keine neuen Impulse gesetzt. Vielmehr deutet einiges darauf hin, dass die Kreditvergabe stattdessen dem Trend der inzwischen seit 2014 anhaltenden moderaten konjunkturellen Erholung im Euro-Raum folgt.

Mittlerweile steht die Geldpolitik zudem stärker in der Kritik, weil sie selbst zu einem Stabilitätsrisiko zu werden droht. Zum einen wird sich die Bilanzsumme der EZB seit dem Start des Programms Ende 2014 bis Ende 2017 mehr als verdoppeln. Damit verbunden ist eine deutliche Zunahme des Kreditrisikos auf der Bilanz, denn die EZB kauft nicht nur Staatsanleihen der teilweise hoch verschuldeten Euro-Staaten, sondern auch Unternehmensanleihen, die typischerweise höhere Ausfallraten aufweisen.¹⁹

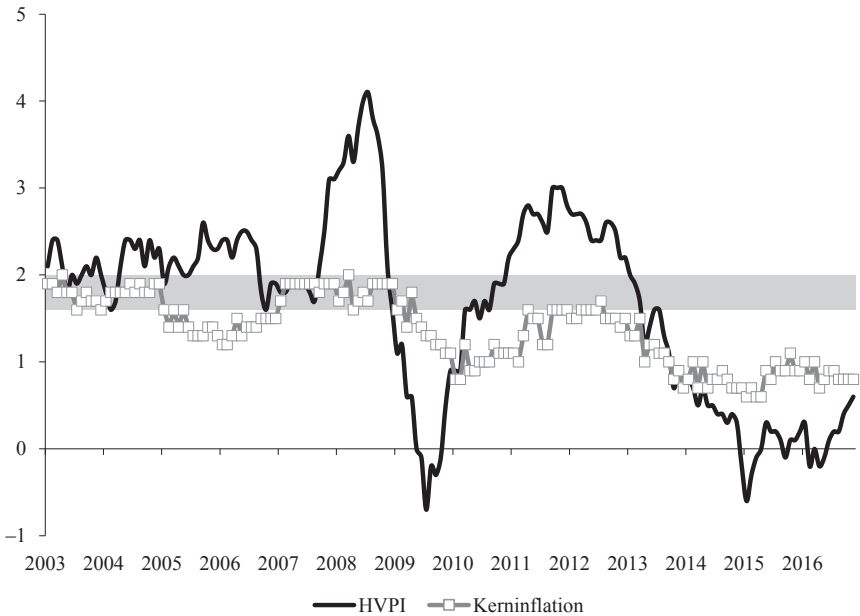
Problematisch sind darüber hinaus die hohen Belastungen des negativen Einlagenzinses für das Geschäftsmodell der Banken. Durch die sinkende Zinsmarge im Kreditgeschäft gerät auch die Ertragslage der Banken unter Druck. Konsequenterweise ist es nicht auszuschließen, dass die Banken entgegen der ursprünglichen Intention der Maßnahme im weiteren Verlauf ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe einschränken. Daneben sind auch Unternehmen betroffen, sofern diese im Rahmen einer betrieblichen Altersvorsorgeregulierung feste Leistungszusagen gegenüber ihren Mitarbeitern abgegeben haben. Zur Erfüllung dieser Leistungsversprechen sind bereits heute stärkere finanzielle Anstrengungen notwendig, die sich zu Lasten der Investitionsaktivitäten auswirken.

Die EZB läuft damit Gefahr, das Gegenteil von dem zu erreichen, was sie bewirken will, eine höhere Inflation und ein höheres Wachstum. Damit verschlechtert sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Geldpolitik in einem Maße, das mittlerweile die Risiken deutlich den Nutzen übertreffen.

VII. Geldpolitische Normalisierung nicht weiter hinauszögern

Damit stellt sich die Frage, warum die EZB diesen extrem lockeren geldpolitischen Kurs verfolgt. Große Bedeutung hat in diesem Zusammenhang das Preisstabilitätsziel. Die EZB orientiert sich dabei an dem mittelfristigen Preisstabilitätsziel von „unter, aber nahe 2%“. Die EZB hatte die schrittweisen Lockerungen der ohnehin sehr expansiven Geldpolitik mit der Abwehr möglicher Deflationsrisiken begründet. Tatsächlich liegt die Inflation seit dem Jahr 2013 deutlich unterhalb des Zielbands. Die sehr verhaltene Entwicklung der Konsum-

¹⁹ Nach den Kriterien der EZB ist es ausreichend, wenn die Anleihe von einer Rating-Agentur im Investment Grade Bereich geführt wird.



Quelle: Eurostat, unterstellter Zielkorridor ist grau hinterlegt.

Abbildung 8: Inflationsraten im Euro-Raum in Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat

mentenpreise mit teilweise rückläufigen Preissteigerungsraten ist dabei vor allem auf den drastischen Rückgang der Ölpreise zurückzuführen.

Die starke Fokussierung der EZB auf die Entwicklung der Inflationsrate erscheint aber insgesamt nicht zielführend.²⁰ Empirische Studien der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich haben gezeigt, dass sinkende Preise in der Regel nicht mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung verbunden sind.²¹ Selbst für die japanische Wirtschaft, die seit längerer Zeit mit teilweise negativen Inflationsraten kämpft, lassen sich keine typischen Zweitrundeneffekte einer Deflationsspirale beobachten. Zudem wurden die positiven Effekte der niedrigen Ölpreise für die Konjunktur zu wenig beachtet. Stärker als bisher sollte bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses neben der Inflationsrate die Kerninflation, die aktuell stabil im Bereich von knapp 1 % im Vorjahresvergleich liegt, und umfragebasierte Inflationserwartungen einbezogen werden. Auch die Verwendung des BIP-Deflators bietet sich auf Grund seiner Nähe zur inländischen Produktion hier an. Mit der Ausrichtung an einem mittelfristigen Preisstabilitätsziel

²⁰ Vgl. hierzu Wiener und Ketzler (2016).

²¹ Vgl. hierzu Borio et al. 2015.

sollte es der EZB auch möglich sein, temporäre Abweichungen vom Inflationsziel zu tolerieren, sofern hiermit keine Deflationsgefahren verbunden sind.

Zudem gibt es gute Gründe, die enge Auslegung des Preisstabilitätsziels durch die EZB aus dem Jahr 2003 aufzugeben und zu dem alten breiteren Zielkorridor („unter 2 %“) zurückzukehren. Die Notwendigkeit eines Sicherheitsabstands gegen Deflationsrisiken ist vor diesem Hintergrund wenig überzeugend. Zudem erscheint das faktische Punktziel der EZB grundsätzlich sehr ambitioniert, da eine punktgenaue Steuerung der Inflation kaum möglich sein dürfte und eher eine falsche Erwartungshaltung fördert. Für den Euro-Raum kommt hinzu, dass aufgrund der heterogenen Wirtschaftsleistung innerhalb des Währungsraums die Möglichkeit der „realen Abwertung“ nicht von Seiten der Geldpolitik eingeschränkt werden sollte.

Insgesamt würde die EZB mehr Flexibilität gewinnen und könnte bei den geldpolitischen Entscheidungen mehr Gelassenheit an den Tag legen. Dies würde auch die notwendige Normalisierung der Geldpolitik erleichtern. Die größte Herausforderung dürfte dabei darin liegen, diesen Strategiewechsel kommunikativ gut zu begleiten, sodass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht in Frage gestellt wird. Häufig wird darin gerade das größte Hindernis gesehen. Umgekehrt könnte eine Fixierung auf das enge Preisstabilitätsziel eine starre Fortsetzung des zuletzt heftig kritisierten geldpolitischen Kurses befördern und das Vertrauen in die EZB untergraben.

Mit der Bodenbildung bei den Energiepreisen ist bei der Inflation im Euro-Raum wieder ein deutlicher Aufwärtsimpuls zu beobachten. Im November 2016 ist die Inflationsrate im Euro-Raum zuletzt auf +0,6 % im Vorjahresvergleich angestiegen. Mit der langsamen Rückkehr der Inflation und den zunehmenden Stabilitätsrisiken durch das Niedrigzinsumfeld sowie die Geldpolitik selbst, sollte die EZB die Märkte und die Euro-Staaten auf ein Ende der extrem lockeren Geldpolitik vorbereiten. Ausgangspunkt für eine schrittweise Normalisierung der Geldpolitik sollte eine konsequente Rückführung der monatlichen Anleihekäufe und damit schlussendlich ein Ende des QE-Programms sein. Ein behutsamer Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik hätte zudem den Vorteil, dass die Folgen der Zinswende beherrschbar sind. Wird die Zinswende hingegen weiter verzögert, könnte bei einem stärkeren Anziehen der Inflation die EZB zu einem schnelleren Zinsanstieg gezwungen sein, der Marktverwerfungen zur Folge haben könnte.

VIII. Zusammenfassung

Das extreme Niedrigzinsumfeld u. a. in Deutschland ist auch eine Folge der sehr expansiven Geldpolitik der EZB. Der Nutzen der Geldpolitik ist angesichts des extrem hohen Expansionsgrads allerdings nur noch als gering einzustufen, während gleichzeitig die mit den Niedrigzinsen verbundenen Risiken zuletzt

deutlich angestiegen sind. Die deutsche Versicherungswirtschaft hat durch zahlreiche Maßnahmen bereits wichtige Schritte zur Anpassung an das Niedrigzinsumfeld unternommen. Gleichzeitig wurde der Aufsichtsrahmen angepasst.

Neben den Risiken für die Finanzstabilität belasten die Niedrigzinsen vor allem die Altersvorsorge. Dabei kommt der ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge angesichts der nahenden demografischen Veränderung in Deutschland auch in der aktuellen Niedrigzinsphase mehr denn je eine zentrale Bedeutung zu. Notwendig wäre daher neben der zuletzt auf den Weg gebrachten Reform der betrieblichen Altersvorsorge auch eine Weiterentwicklung der Riester-Rente. Andernfalls sind im Vergleich zum heutigen Status-Quo perspektivisch Versorgungslücken kaum zu vermeiden.

Ein Ende der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken ist auch auf globaler Ebene aktuell eine der größten wirtschaftspolitischen Herausforderungen. Die sehr zögerliche Normalisierung der Fed trotz Vollbeschäftigung in den USA ist dabei nicht sehr ermutigend. Dabei wäre es dringend erforderlich, die vorhandenen Spielräume für eine behutsame geldpolitische Normalisierung zu nutzen, da ein Aufschieben des Ausstiegs aus der Niedrigzinspolitik letztlich mit größeren Verwerfungen verbunden sein kann.

Auch im Euro-Raum erscheint die extrem expansive Geldpolitik der EZB vor dem Hintergrund des anhaltenden moderaten Aufschwungs sowie der aufwärtsgerichteten Inflationsraten zunehmend weniger angemessen. Daher sollte die wirtschaftspolitische Diskussion intensiver als bisher mögliche Ausstiegsszenarien diskutieren. Ein Anfang wäre die schrittweise Rückführung des Anleihekaufprogramms noch vor Ende des Jahres 2017. Die jetzt von der EZB beschlossene einmalige Reduktion des Ankaufvolumens um 20 Mrd. Euro weist zwar in die richtige Richtung, kann aber nur ein erster Schritt sein. Es wäre zu wünschen, dass die EZB eine behutsame Normalisierung der Geldpolitik dabei genauso zielstrebig verfolgt wie seinerzeit die Ausweitung ihrer geldpolitischen Maßnahmen.

Literatur

Allensbach-Umfrage (2016): Generation Mitte, Umfrage im Auftrag des GDV, <http://www.gdv.de/2016/10/die-niedrigen-zinsen-zwingen-zum-handeln/>

Assekurata (2016a): Dank Zinszusatzreserve: Garantiezinsreserve im Bestand sinkt weiter, Pressemitteilung, (abgerufen am 30.11.2016) http://www.assekurata.de/fileadmin/mediendatenbank/Dokumente/Presse/Pressemitteilungen/2016/Zinszusatzreserve/Assekurata_PM_16_02_2016_Zinszusatzreserve.pdf

– (2016b): Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung, Marktstudie

- BaFin* (2016): Erste Zahlen für die Versicherungssparten nach dem Solvency-II-Berichtswesen (abgerufen am 30.11.2016) https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2016/meldung_160809_solvency_II_branchenzahlen.html
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (2016): 86. Jahresbericht 2014/2015
- Blinder, A. et al.* (2016): Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis, DeNederlandscheBank Working Paper No 525
- Borio, C./Erdem, M./Filardo, A./Hofmann, B.* (2015): The cost of deflations: a historical perspective, BIS Quarterly Review, March 2015
- Deutsche Bundesbank* (2016): Finanzstabilitätsbericht
- (2016a): Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im zweiten Quartal 2016, Pressenotiz, (abgerufen am 30.11.2016) https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016_10_19_geldvermoegensbildung.html
 - (2016b): Monatsbericht Juni 2016, S. 29–54
- European Systemic Risk Board* (2016): Vulnerabilities in the European residential real estate sector (abgerufen am 30.11.2016) https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/161128_vulnerabilities_eu_residential_real_estate_sector.en.pdf
- Feodoria, M./Förstermann, T.* (2015): Lethal lapses – How a positive interest rate shock might stress German life insurers, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank 12/2015
- FitchRatings* (2016): Low Interest Rate Put Pressure on German Life Insurance, Press Release, <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=999572> (abgerufen am 17.02.2016)
- Gern, K.-J. et al.* (2015): Quantitative Easing: What are the key policy messages relevant for the euro area? *Intereconomics*, 50 (4), 206–212
- Ifa informiert* (2015): Stornorisko nach Zinsanstieg – Anmerkungen zur derzeit viel diskutierten Bundesbank-Studie, <http://www.ifa-uhl.de/index.php?id=283> (abgerufen am 15.02.2016)
- International Monetary Fund* (2014), World Economic Outlook, Chapter 3, April 2014
- IW Köln und GDV* (2016): Volkswirtschaftlicher Nutzen privater Infrastrukturbeteiligungen, Gemeinsames Gutachten (abgerufen am 30.11.2016) <http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2016/10/Volkswirtschaftlicher-Nutzen-privater-Infrastrukturbeteiligungen.pdf>
- Jannsen, N./Potjagailo, G./Wolters, M.* (2015): Monetary Policy During Financial Crisis: Is the Transmission Mechanism Impaired, Kiel Working Paper No 2005
- Prognos* (2016): Alterssicherung seit der Jahrtausendwende: Bestandsaufnahme und Ausblick, Kurzstudie im Auftrag des GDV, https://www.prognos.com/uploads/tx_atwpubdb/20161110_Prognos_Kurzstudie_Halbzeitbilanz_Rentenreformen.pdf
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (2016): Zeit für Reformen, Jahresgutachten 2016/2017

- Schnabl, G. et al. (2016): Ursachen und Folgen der Niedrigzinsen: Enteignung der Sparer? Ifo Schnelldienst, 69 (13), 3–18*
- Stärkung der Investitionen in Deutschland (2015), Bericht der Expertenkommission im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie, Sigmar Gabriel*
- Summers, L. (2014): Reflections on the “New Secular Stagnation Hypothesis” in: Teuling C. and R. Baldwin (2014) Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London CEPR Press*
- Wiener, K./Ketzler, R. (2016): EZB – Gefangene im Korsett eines engen Inflationsziels; Diskussionspapier des GDV in der Reihe „Makro und Märkte kompakt“; <http://www.gdv.de/category/service-und-downloads/publikationen/makro-und-maerkte-kompakt>*