

Lebensversicherungen in Europa: Kein tragfähiges Geschäftsmodell

Von [Reinout De Bock](#), [Andrea Maechler](#) und [Nobuyasu Sugimoto](#)

5. Mai 2015

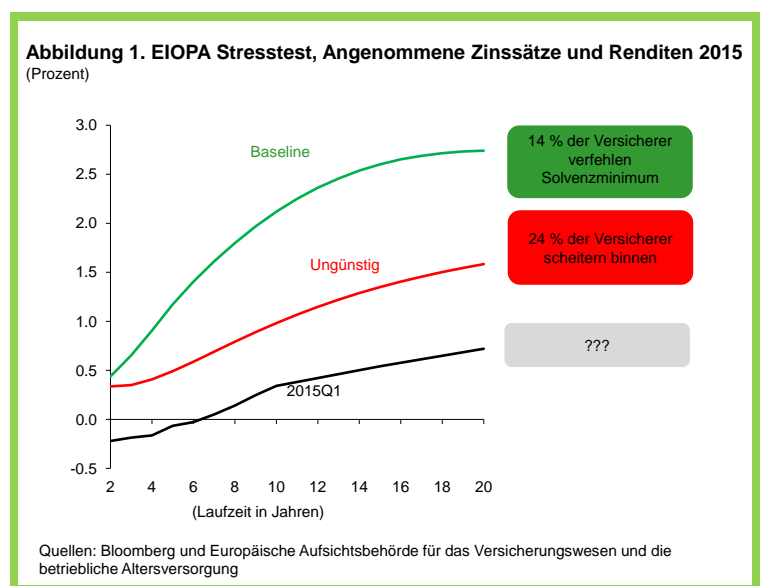
Niedrige Zinsen im Euroraum stellen die Branche der Lebensversicherer vor gewaltige Herausforderungen. Versicherungen – insbesondere in Deutschland und Schweden – bieten ihren Kunden Policen mit langer Laufzeit, manchmal mehr als 30 Jahre, ohne entsprechend langfristige Vermögenswerte zu halten. Zudem gewähren viele Policen großzügige Renditegarantien, die im heutigen Niedrigzinsumfeld nicht tragbar sind.

2014 zeigten Stresstests, dass europäische Lebensversicherer anfällig gegenüber einem „Japan-ähnlichen“ Szenario sind.

[Von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung durchgeführte Stresstests](#) zeigten das Ausmaß und die Dringlichkeit dieses Problems. Der Übung zufolge war knapp ein Viertel der Versicherer in einem „Japan-ähnlichen“ Szenario mit einer ausgedehnten Niedrigzinsphase nicht in der Lage, ihre regulatorischen Vorgaben zu erfüllen (rote Linie in Abbildung 1). Allgemein war davon auszugehen, dass der Branche insgesamt noch 8-11 Jahre bleiben, bevor ernsthafter Cashflow-Druck entsteht.

Diese Ergebnisse sind alarmierender, als es zunächst den Anschein hat.

Erstens sieht sich Europa jetzt einer ernsteren Situation gegenüber als im Stresstest, weil die Zinssätze wesentlich niedriger sind und voraussichtlich noch einige Zeit auf einem niedrigen Niveau bleiben werden (schwarze Linie in Abbildung 1). Angesichts dieser niedrigeren Zinsen sind zwei Dinge unklar: Wie viele Lebensversicherer können heute ihre regulatorischen Auflagen nicht erfüllen und wie schnell wird ihre Anzahl im Lauf der Zeit steigen?



Zweitens lindern regulatorische Anpassungen (die sogenannten Solvency II „Langzeitgarantie“-Anpassungen) die kurzfristigen Auswirkungen von Stress, sind bei branchenweit vorhandenen Belastungen womöglich aber nicht realistisch. Derartige Anpassungen helfen einzelnen Lebensversicherern bei der Überwindung vorübergehender Kapitalengpässe, werden aber problematisch, wenn die ganze Branche über einen längeren Zeitraum unter demselben Niedrigzinsumfeld leidet. Unter einem „Japan-ähnlichen“ Szenario würden regulatorische Anpassungen zum Beispiel den Wert der Aktiva der Versicherer *schneller* wachsen lassen als den Wert ihrer Verbindlichkeiten. Aber in einem ausgedehnten Niedrigzinsumfeld müsste der aktuelle geminderte Wert künftiger Verbindlichkeiten stärker steigen als der Wert der Aktivposten, weil die Neuinvestition fälliger Vermögenswerte zu niedrigeren Zinsen erfolgt.

Einige Lebensversicherer in Europa sind einem Scheitern gegenüber besonders anfällig.

Für mittelgroße Versicherer mit garantierten Renditen und langfristigen Verbindlichkeiten, denen keine ähnlich langfristigen Vermögenswerte gegenüberstehen, ist das Risiko des Scheiterns besonders hoch und steigt noch weiter an. Der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung zufolge garantieren mehr als die Hälfte der europäischen Lebensversicherer ihren Investoren eine Rendite, die über dem Ertrag einer Kommunalanleihe mit 10-jähriger Laufzeit liegt, und erfahren dadurch unerwünschte negative Investment-Spreads. So liegt in Deutschland beispielsweise – trotz einer unlängst durchgeführten Absenkung für neue Produkte auf 1,25 Prozent – die garantierte Rendite auf Policen insgesamt bei rund 3,2 Prozent, während die Rendite auf eine 10-jährige Anleihe rund 0,3 Prozent beträgt.

Dieses Problem wird für Versicherer erschwert, die unter stark ungleichen Laufzeiten leiden (wenn Aktivposten kürzere Laufzeiten haben als Verbindlichkeiten). Fällige Aktiva müssen zu den aktuellen niedrigeren Sätzen reinvestiert werden und steigen in ihrem Wert nicht so weit, dass sie den höheren Wert längerfristiger Verbindlichkeiten ausgleichen, insbesondere, wenn diese festverzinslich zu garantierten Sätzen sind. Deutschland und Schweden, die Ende 2013 rund 20 Prozent der gebuchten Bruttoprämien auf sich vereinten, weisen sowohl Ungleichheiten in der Laufzeit von mehr als 10 Jahren als auch negative Investment-Spreads auf.

Die Märkte für Lebensversicherungen sind in den einzelnen Ländern stark unterschiedlich geprägt. In den USA scheinen Lebensversicherungsgesellschaften weniger empfindlich gegenüber den Risiken zu sein, die mit niedrigen Zinssätzen einhergehen, was ihre Produktmischung und den günstigeren Wirtschaftsausblick der USA widerspiegelt. Ende der 1990er stand die Lebensversicherungsbranche in Japan ähnlichen Problemen gegenüber wie die deutschen und schwedischen Lebensversicherer heute: hohe garantierte Zinsen und starke Missverhältnisse bei den Laufzeiten. Es waren mehr als 20 Jahre und das Scheitern von

acht mittelgroßen Versicherungsgesellschaften notwendig, bis die Branche ihre garantierten Sätze senkte und die Ungleichheiten bei den Laufzeiten verringerte.

Übertragung auf das allgemeine Finanzsystem

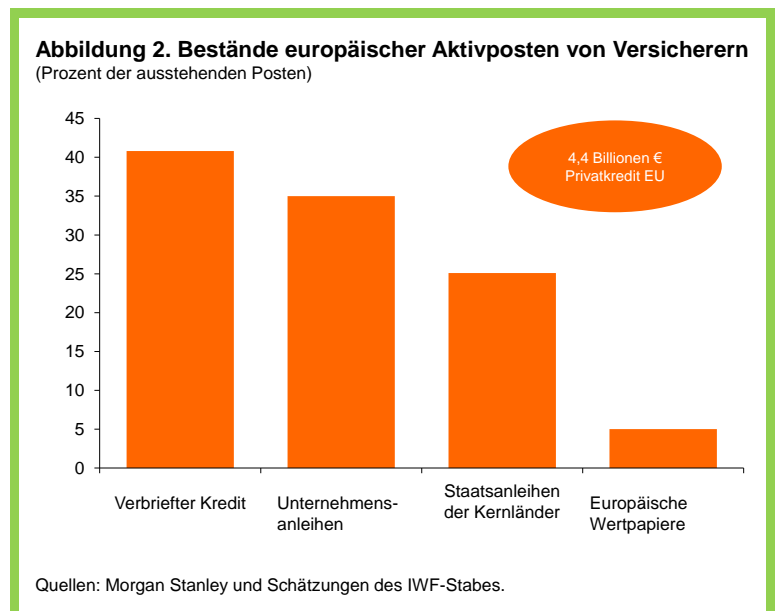
Das Scheitern einer oder mehrerer mittelgroßer Versicherungen könnte einen branchenweiten Vertrauensverlust auslösen, wenn es als Indiz für ein branchenweites Problem angesehen wird, das auf andere Institutionen übergreifen könnte. Die Komplexität des Versicherungsgeschäfts und begrenzte Offenlegung der Finanzen (Public Disclosure) können ihrerseits zu einer Ansteckung dieser Art beitragen. Das Fehlen eines Schutzmechanismus für Versicherungsnehmer oder eines Satzes allgemeiner Mindeststandards für die gesamte Europäische Union – wie es sie in Japan und den USA gibt – vergrößert diese Risiken.

Die hohe und zunehmende Verknüpftheit zwischen der Versicherungsbranche und dem breiteren Finanzsystem der Europäischen Union ist eine weitere Quelle möglicher Spillovers. Die Branche ist der größte institutionelle Anleger mit einer Risikoposition von 4,4 Billionen Euro gegenüber dem europäischen Privatsektor (Abbildung 2). Starker Cashflow-Druck in einer Versicherungsgesellschaft könnte zum Beispiel Notverkäufe auslösen, was dann andere Institutionen dazu zwingt, Kursanpassungen zum Marktwert vorzunehmen, die das gesamte Finanzsystem mit sich reißen.

Was kann die Politik tun?

Die Regulierungsbehörden müssen die Herausforderungen, die sich den Lebensversicherern stellen, unverzüglich angehen. Sie müssen die Tragfähigkeit garantiebasierter Produkte neu bewerten und daran arbeiten, die den Versicherungsnehmern garantierten Mindestrenditen an die allgemeinen Zinssatzrends anzupassen.

Regulierungs- wie Aufsichtsbehörden sollten auch eine Abfederung der schädlichen Auswirkungen versuchen, die sich aus potenziellen Schwierigkeiten bei einzelnen Versicherungsgesellschaften ergeben können. Die Einführung eines stärker harmonisierten Sicherheitsnetzes zum Schutz von Versicherungsnehmern und ein angemessenes Regulierungsinstrumentarium, das rasch mit schwachen Institutionen umgehen kann, würden



die Belastbarkeit der Branche erhöhen. Schließlich sollten die Regulierungsbehörden die Transparenz und Public Disclosure von Lebensversicherern weiter verbessern. Trotz der erheblichen Anstrengungen aufseiten der Regulierungsbehörden in Europa zur Erhöhung der Transparenz, unter anderem durch die Veröffentlichung umfassender Stresstestergebnisse, bleibt die Beurteilung der tatsächlichen Solvenz eines Versicherers schwierig.



Reinout De Bock berichtet aus London über die globalen Finanzmärkte und ist Mitverfasser des *Global Financial Stability Report* des IWF. Vor seiner Tätigkeit für den IWF arbeitete Reinout in G-10 FX Strategie bei Lehman Brothers/Barclays. Weitere einschlägige Erfahrungen sammelte er bei der Nationalbank Belgiens, der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve System. Er hat Volkswirtschaft (MSc) an der London School of Economics studiert und an der Northwestern University in Volkswirtschaft promoviert.



Andrea M. Maechler ist Stellvertretende Referatsleiterin in der IWF-Abteilung Geld- und Kapitalmärkte. Ihr Team ist für die Überwachung der Entwicklung auf den Weltmärkten und für die Beurteilung der allgemeinen makrofinanziellen Auswirkungen zuständig; sie ist maßgeblich an der Erstellung des *Global Financial Stability Report* beteiligt. Zuvor war Frau Maechler Stellvertretende Leiterin des Sekretariats des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken in Frankfurt. Sie hatte die Leitung über den *Risk Outlook* und beaufsichtigte die analytische Arbeit zu Systemrisiken in der Europäischen Union sowie die Rolle der makroprudentiellen Politik im Umgang mit diesen Risiken.

Frau Maechler hat zahlreiche Fachbeiträge, darunter in mehreren namhaften Fachjournalen, veröffentlicht. Sie promovierte in International Economics an der University of California at Santa Cruz, nachdem sie ihr Diplom im selben Bereich am Graduate Institute of International Studies in Genf, Schweiz, gemacht hatte.



Nobuyasu Sugimoto ist Experte für den Finanzsektor in der IWF-Abteilung Geld- und Kapitalmärkte. Er verfasste den Abschnitt über Versicherungen im jüngsten *Global Financial Stability Report*. Seine Arbeit konzentriert sich in letzter Zeit auf Regulierungs- und Aufsichtsfragen zu Versicherungen und Wertpapieren. Bevor er im Oktober 2012 zum IWF kam, arbeitete er für die Japan Financial Services Agency (JFSA) im Bereich Banken, Versicherungen und Wertpapiere. Im Versicherungsbereich war er von 2007 bis 2009 Zweiter Vorsitzender des Unterausschusses für Solvenz und versicherungsmathematische Fragen der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufseher. Er hat einen MBA der Carnegie Mellon University.