

Auswirkungen der EZB-Krisenpolitik auf den Lebensversicherungssektor

Versicherungswissenschaftlicher Verein in Hamburg e.V.

786. Mitgliederversammlung mit Vortrag am 12. Juni 2025

Dr. habil. Arne Hansen

Motivation des Themas

- Forschungsergebnisse

- „[Whatever it breaks? Die EZB-Anleihekäufe und der deutsche Lebensversicherungssektor](#)“;
Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 113. Jg. (2024), H. 3-4, S. 363-390

- Arbeitsgruppe der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV) zu EZB-Sondermaßnahmen

- Juni-Ausgabe „Aktuar Aktuell“:
„Zwischen Krisenmodus und Generationengerechtigkeit –
EZB-Anleihekäufe und ihre Auswirkungen auf die Altersvorsorge“

Gliederung

- 1) Wertpapierankaufprogramme erfordern Verhältnismäßigkeitsprüfung – unter Berücksichtigung des LV-Sektors
- 2) Auswirkung der EZB-Anleihekäufe auf die Kapitalmarktzinsen
- 3) Einführung und Implikationen der Zinszusatzreserve als Sicherungsinstrument für LV
- 4) Auswirkung der EZB-Anleihekäufe auf Referenzzins und Höhe der Zinszusatzreserve
- 5) Auswirkung der EZB-Anleihekäufe auf Kapitalerträge, Beitragshöhen und Solvenz der LV
- 6) Fazit & Ausblick

Ausgangslage: Zinsänderungs- bzw. Wiedieranlagerisiko wird real

- Niedrigzinsumfeld bis weit in die Corona-Krise
- langfr. zugesagten höheren Garantiezinsen werden zum Problem für LV
- deutsche LV weisen eine besonders hohe Durationslücke auf:
langfr. garantierte Nominalzinsen vs. deutlich kürzere Laufzeit ihrer Kapitalanlagen
- Ausmaß & Dauer des Niedrigzinsen spätestens seit 2015 durch EZB-Ankaufprogramme mit herbeigeführt

PSPP-Urteil des BVerfG 2020

- Maßnahmen wie das PSPP setzen voraus, „*dass das währungspolitische Ziel und die wirtschaftspolitischen Auswirkungen benannt, gewichtet und gegeneinander abgewogen werden*“ (Rn. 165)
- (negative) Auswirkungen betreffen nahezu alle Bürger, „*etwa als Aktionäre, Mieter, Eigentümer von Immobilien, Sparer und **Versicherungsnehmer***“ (Rn. 173)

Nachgereichte Verhältnismäßigkeitsprüfung

- BT-Beschluss: Sitzungsprotokoll des EZB-Rats vom 3./4. Juni 2020 mache Prüfung der Verhältnismäßigkeit nachvollziehbar (PSPP-Urteil 5. Mai 2020)
- darin knapp und pauschal festgestellt, dass die „*niedrigen Zinsen auch für ... **Versicherungsgesellschaften**, die bestimmte Nominalrenditen anstrebten*“ ein Problem
- PSPP-Ankäufe hätten zum Problem beigetragen, bis dato hätten positiven Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft aber klar überwogen
- keine Quantifizierung der Auswirkungen – weder sektoral noch gesamtwirtschaftlich
- aber Hinweis, dass negative Effekte im Zeitverlauf zunehmen und sogar die positiven Effekte übersteigen könnten, daher sei laufende Kosten-Nutzen-Analyse wichtig

Welche Auswirkung hatten EZB-Anleihekäufe auf Kapitalmarktzinsen?

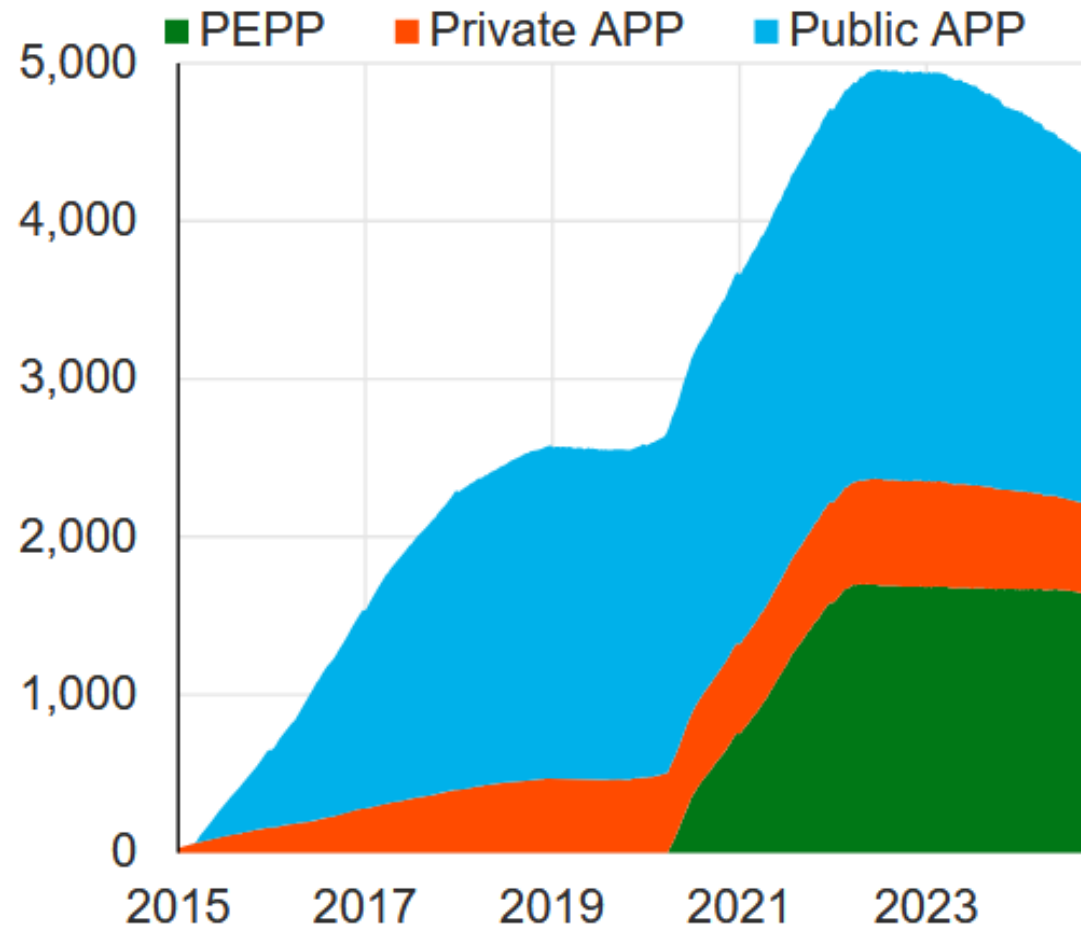
EZB-Ankaufprogramme als Sondermaßnahmen

- Ankäufe am Sekundärmarkt stabilisierten bzw. erhöhten Wertpapierkurse, wodurch langfr. Zinsniveau gedämpft wurde
- Maßnahmen sollten geldpol. Transmission unterstützen und zur Gewährleistung der Preisstabilität beitragen
- Kritiker (darunter ehemals hochrangige Notenbankler):
 - Versuch, hochverschuldete Eurostaaten vor höheren Zinssätzen zu schützen
 - Grenze zur monetären Staatsfinanzierung nach Art. 123 AEUV überschritten

Ausmaße des APP / PSPP & PEPP

- 2015: Asset Purchase Programme (APP), darunter PSPP-Programm (rund 80 %)
- 2020: Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) – mehr Flexibilität
- Gesamtvolumen beider Ankaufprogramme belief sich auf über 5 Bill. € (2022)
 - rund 40 % der Wirtschaftsleistung in der Eurozone
 - rund 60 % der gesamten Notenbank-Bilanz des ESZB
- ESZB erwarb erheblichen Anteil ausstehender Staatsschulden:
 - 32 % bezogen auf die gesamte Eurozone (Ende 2022)
 - 40 % bezogen auf Deutschland (Ende 2022)
- Einflussnahme auf die Marktkurse scheint plausibel

EZB-Portfolio APP & PEPP (Mrd. EUR)

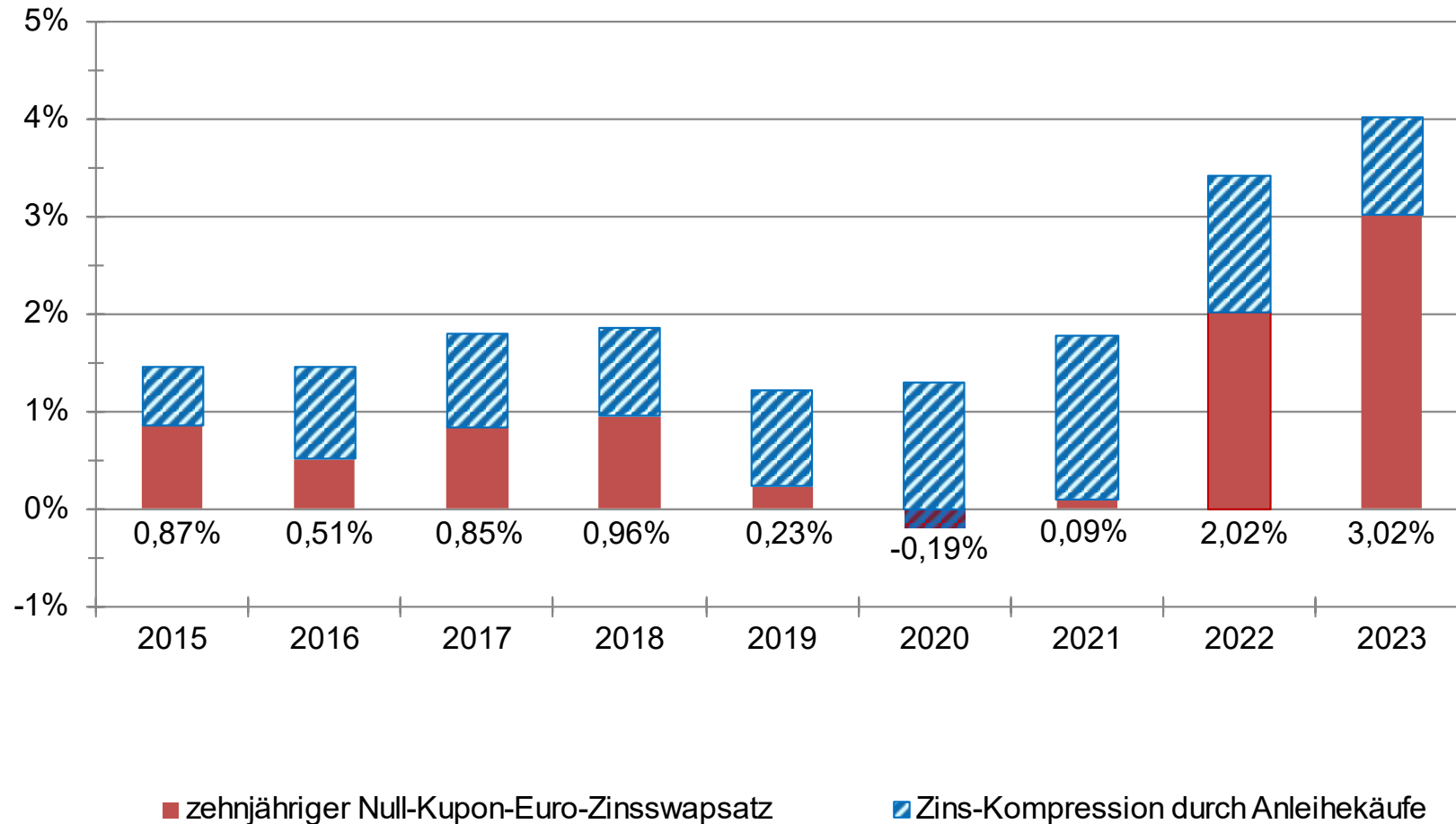


Quelle: EZB (2024)

Empirie zu Kompressionseffekten

- Analysen finden signifikanten Effekt auf Rendite langfr. Staatsanleihen
- PEPP-Ankäufe mit größerer Wirkung
 - mehr Flexibilität
 - erhöhte Unsicherheit während Corona-Krise
- Kompressionseffekt der Ankäufe schwächt sich sukzessive ab
 - Halbwertszeit rund 5 Jahre (Eser et al. 2023)
 - gewisse Persistenz des Kompressionseffektes auf die Anleiherenditen scheint vorhanden

Zins-Kompression der EZB-Anleihekaufprogramme: zehnjährige Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf EZB-Angaben.

Auswirkung der EZB-Anleihekäufe auf Zinszusatzreserve?

ZZR als Sicherheitspuffer

- Einführung als Bestandteil der Deckungsrückstellung für kapitalbildende LV (2011)
- sollte in Niedrigzinsphase gewährleisten, dass zu erwartende lfd. Erträge aus Kapitalanlagen die bei der Kalkulation der Tarife angesetzte Höhe (Rechnungszins) erreichen können
- unter festen Bedingungen sollen VU seither jene Verzinsungsannahme absenken, um höhere Deckungsrückstellung zu bilden, damit vereinbarten Leistungen erbracht werden können

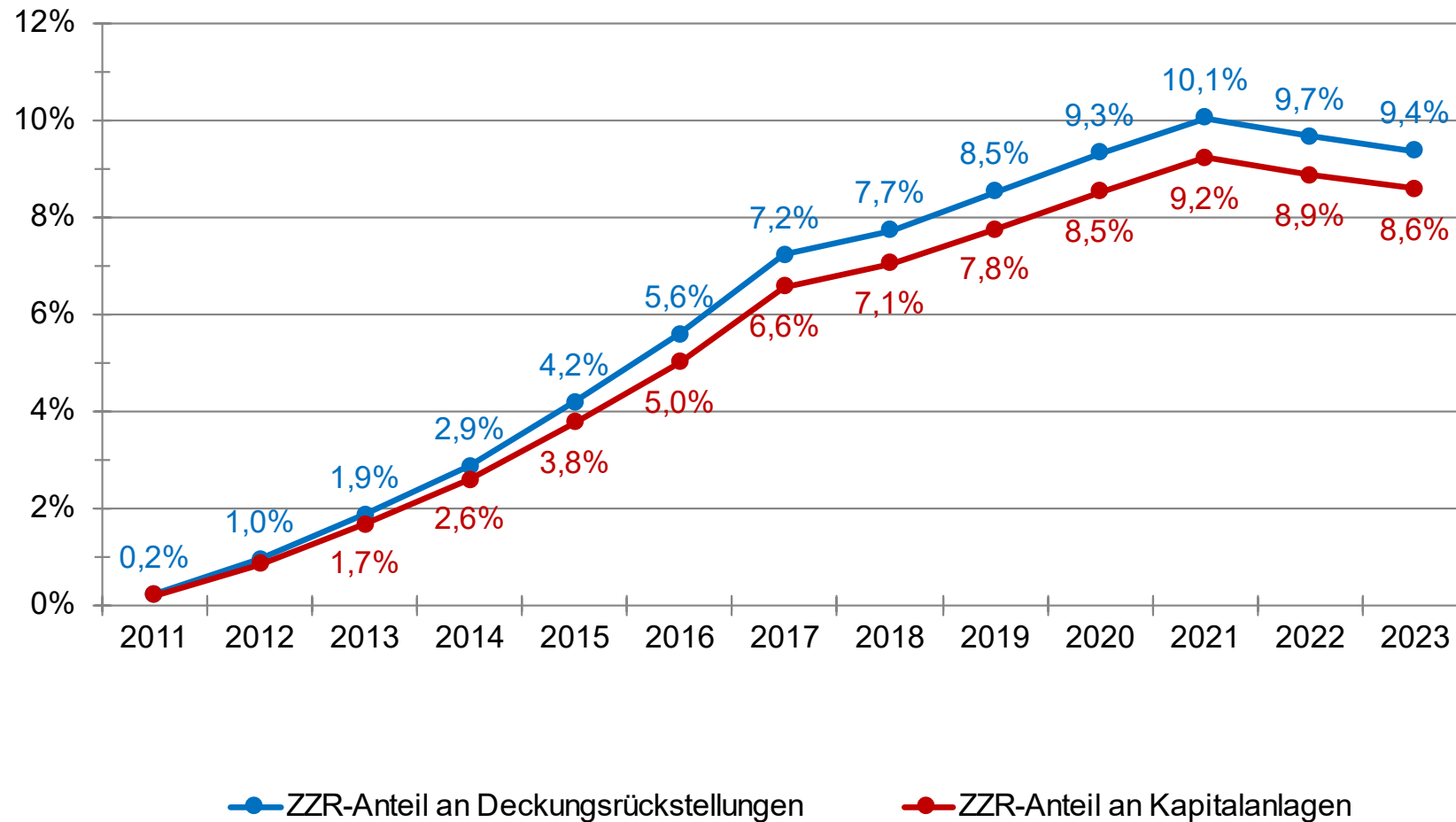
Berechnung der ZZR

- Ermittlung eines Referenzzinses auf Basis der Rendite risikofreier Kapitalanlagen mit zehnjähriger Laufzeit (Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze)
- Sofern Referenzzins geringer als Rechnungszins des Vertrags, wird Deckungsrückstellung für 15 Jahre mit Referenzzins statt Rechnungszins ermittelt (§ 5 Abs. 4 DeckRV)
- Deckungsrückstellung ist dann genau um ZZR höher

ZZR-Nachkalibrierung: Korridormethode ab 2018

- Einführung ‚Korridormethode‘ wg. anhaltender Niedrigzinsen, um ZZR-Aufbau gleichmäßiger zu gestalten und zu strecken
- zur Finanzierung der ZZR hätten sonst weiter erhebliche Bewertungsreserven aufgelöst werden müssen (Verkauf hoch verzinsten Kapitalanlagen);
dadurch wären „*vor allem Kunden mit niedrigeren Zinsgarantien belastet*“ worden (BaFin)
- Korridormethode begrenzt Änderung des Referenzzinses auf Korridor,
der von aktueller Abweichung Kapitalmarktzins vs. bisherigem Referenzzins abhängig ist
(§ 5 Abs. 3 DeckRV)

Anteil der ZZR an bilanziellen Deckungsrückstellungen und buchwertmäßigen Kapitalanlagen der LV



Quelle: BaFin- und GDV-Daten, eigene Berechnungen.

ZZR-Aufbau

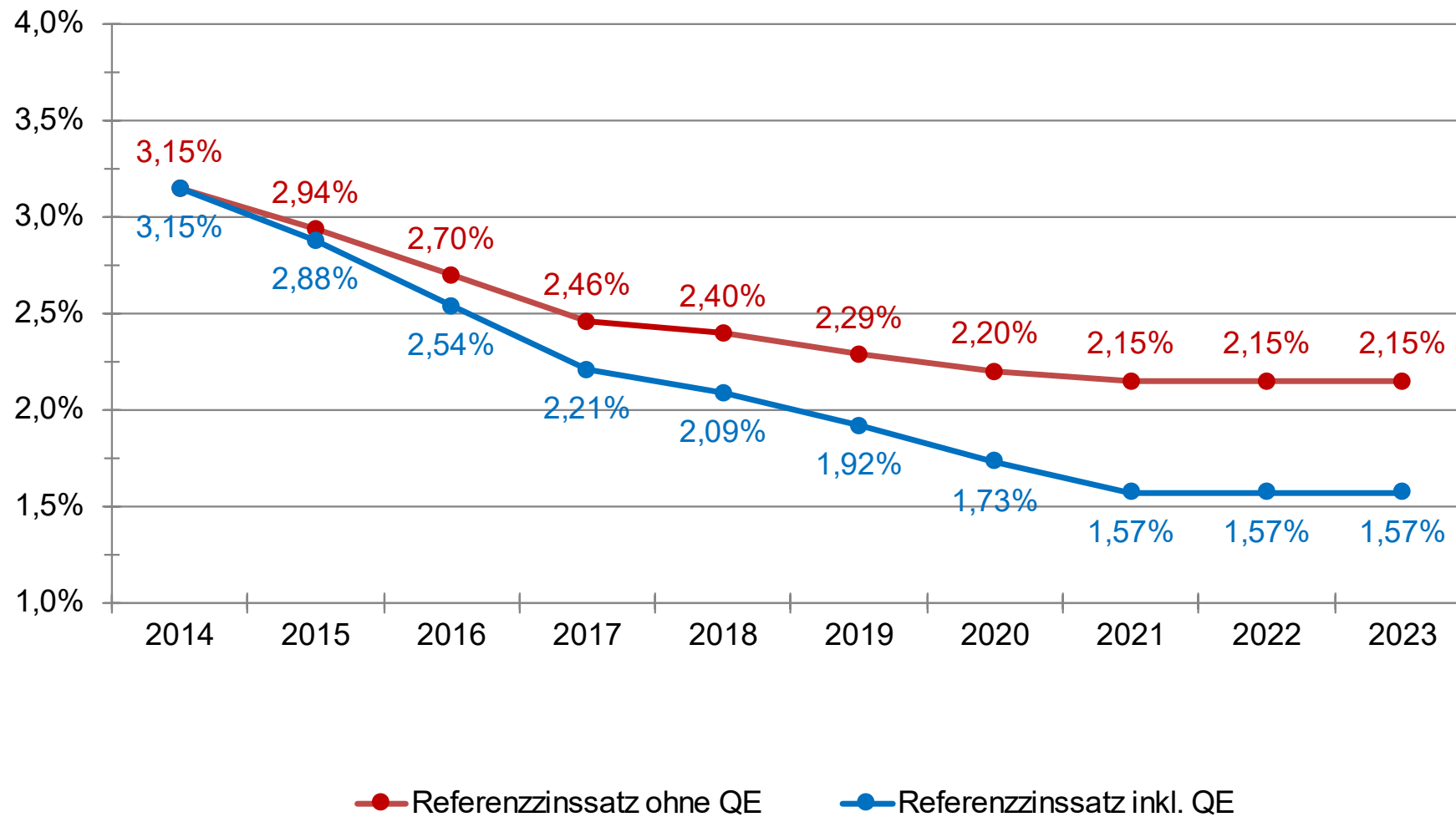
- ZZR-Anstieg einerseits prägend für gesamte LV-Branche
- auch einzelvertraglich relevant:
ZZR-Aufbau mindert Zinsergebnis und somit den Mindestanteil der VN an Kapitalerträgen im Rahmen der Überschussbeteiligung
- auch Kapitalgeber betroffen:
indem ZZR-Zuführungen ansteigen, sinkt Unternehmensgewinn, der an Aktionäre über Dividenden bzw. an Muttergesellschaft über Gewinnabführungsverträge weitergegeben werden kann

Ausweis des Referenzzinssatzes für die ZZR – Simulation ohne EZB-Anleihekäufe

Jahr	Zinsaufschlag ohne Anleihekäufe (in Prozentpunkten)	Jahresmittelwert Bezugzinssatz (§ 5 Abs. 3 Satz 2 DeckRV)	9-Monatsmittelwert Bezugzinssatz (§ 5 Abs. 3 Satz 4 DeckRV)	10-Jahresmittelwert Bezugzinssatz (§ 5 Abs. 3 Satz 5 DeckRV)	Differenz § 5 Abs. 3 Satz 6 Nr. 1 DeckRV	Differenz § 5 Abs. 3 Satz 6 Nr. 2 DeckRV	Vorzeichen von Differenzen § 5 Abs. 3 Satz 6 Nr. 1 bzw. Nr. 2 gleich?	Falls ja, kleinere absolute Differenz § 5 Abs. 3 Satz 7 DeckRV	Referenzzins des Kalenderjahres
2009	0,00	3,81							
2010	0,00	3,13							
2011	0,00	3,15	3,33						3,91
2012	0,00	2,14	2,02						3,63
2013	0,00	1,96	1,90						3,41
2014	0,00	1,42	1,57						3,15
2015	0,60	1,47	1,45						2,94
2016	0,95	1,46	1,42						2,70
2017	0,95	1,80	1,79						2,46
2018	0,90	1,86	1,88	2,222	-0,24	-0,06	ja	-0,06	2,40
2019	1,00	1,23	1,28	1,967	-0,44	-0,11	ja	-0,11	2,29
2020	1,50	1,31	1,34	1,783	-0,51	-0,09	ja	-0,09	2,20
2021	1,70	1,79	1,74	1,639	-0,57	-0,05	ja	-0,05	2,15
2022	1,40	3,42	3,11	1,741	-0,41	0,09	nein	0,00	2,15
2023	1,00	4,02	4,04	1,980	-0,18	0,18	nein	0,00	2,15

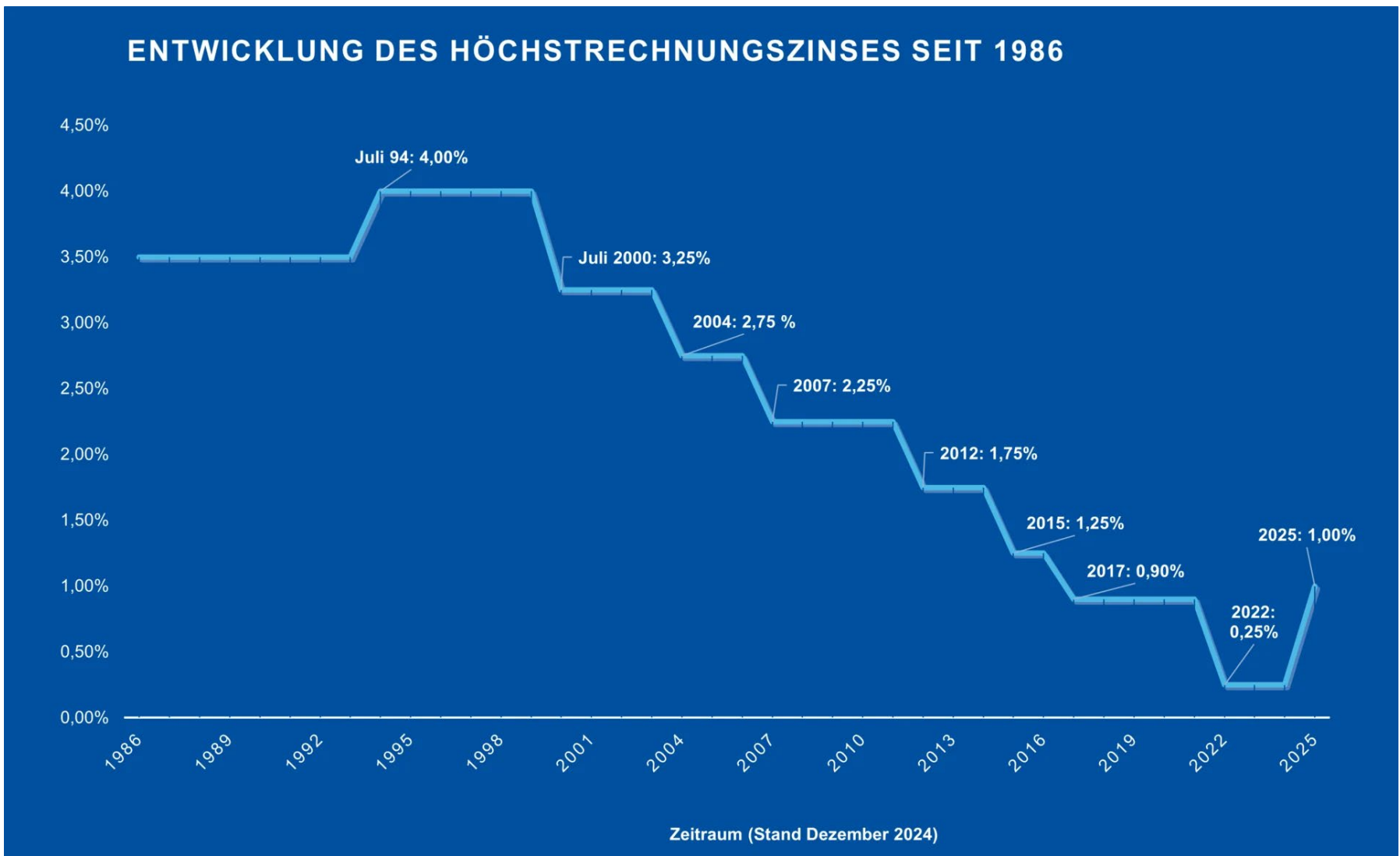
Quelle: § 5 DeckRV; zehnjährige Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze (BBk), eigene Berechnungen.

Auswirkung der EZB-Anleihekäufe auf den Referenzzinssatz für die ZZR



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf § 5 DeckRV sowie zehnjährigen Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätzen (BBk).

Höchstrechnungs-zins der Lebensversicherer



Quelle: DAV (2025).

Auswirkung der EZB-Ankäufe auf ZZR-Aufbau

- für jeden betroffenen Vertrag steigt die als ZZR zu bildende Deckungsrückstellung
- für immer jüngere Tarifgenerationen musste – abhängig vom jeweiligen Höchstrechnungszins – überhaupt eine ZZR aufgebaut werden
 - infolge der EZB-Ankäufe ab 2017 für alle Verträge, die vor 2012 abgeschlossen wurden (Höchstrechnungszins 2,25 % oder höher)
 - ohne EZB-Ankäufe wären zwischen 2007 - 2011 abgeschlossene Policen erst ab 2020 ZZR-pflichtig geworden (bei zwischenzeitlichem Ablauf mancher Verträge)
 - ab 2020 war sogar für alle vor 2015 abgeschlossenen Verträge eine ZZR-Zuführung vorzunehmen, da der Referenzzins seither unter 1,75 % lag
 - ohne EZB-Ankäufe hätte der Referenzzins den für die Tarifgeneration der Jahre 2012 - 2014 geltenden Höchstrechnungszins hingegen gar nicht unterschritten

Weitere Auswirkungen der EZB-Anleihekäufe auf Lebensversicherer?

Zinsmindereinnahmen deutscher LV durch EZB-Anleihekäufe

Jahr	Summe der neuen Kapitalanlagen in Mrd. €	darunter Zinstitel in Mrd. €	Zinskompression durch Anleihekäufe (in Prozentpunkten)	Zinsverlust p.a. aus jeweiliger Neuanlage in Mrd. €	Zinsverlust p.a. aus seit 2015 getätigten Kapitalanlagen in Mrd. €	Festgeschriebener Zinsverlust aus der Neuanlage bei zehnjähriger Laufzeit in Mrd. €
2015	148,5	129,8	0,60	0,8	0,8	7,8
2016	170,8	144,9	0,95	1,4	2,2	13,8
2017	172,3	151,2	0,95	1,4	3,6	14,4
2018	156,8	129,8	0,90	1,2	4,8	11,7
2019	152,9	123,6	1,00	1,2	6,0	12,4
2020	191,0	160,3	1,50	2,4	8,4	24,1
2021	155,4	123,5	1,70	2,1	10,5	21,0
2022	190,4	143,6	1,40	2,0	12,5	20,1
2023	123,3	96,8	1,00	1,0	13,5	9,7
					Summe: 62,2	Summe: 134,8

Quelle: GDV-Zeitreihe zu LV-Kapitalanlagen; EZB (2024); DAV (2020); eigene Berechnungen.

Auswirkungen auf Versicherungsbeiträge (Neuabschlüsse)

- bei höherem Rechnungszins werden geringere Beitragszahlungen benötigt – et vice versa (größerer Teil des zukünftigen Versicherungsschutzes kann aus rechnerisch auf die Deckungsrückstellungen veranschlagten Zinsen bezahlt werden)
- relevanter Höchstrechnungszins orientiert sich am Zins, den LV mit repräsentativem Neuanlageportfolio bei konservativer Kapitalanlagestrategie (abzgl. Sicherheitspuffer) zukünftig erwirtschaften können

Auswirkungen auf Versicherungsbeiträge (Neuabschlüsse)

- gem. DAV-Berechnungen führt Rechnungszinsrückgang um 1 Ppt zu Beitragsanstieg: von ca. 37 % für 30-Jährigen Kunden mit aufgeschobener Leibrentenversicherung bei Rentenbeginn im Alter von 67 Jahren
- induzierte Beitragserhöhungen könnten 2020-22 deutlich höher gelegen haben, da risikoloser Zins durch EZB-Ankäufe um erheblich mehr als einen Ppt gedämpft wurde
- geht zulasten der VN und langfr. der sozialen Sicherungssysteme
- falls VU erforderliche Beitragserhöhungen abdämpfen wollen, wären auch Kapitalgeber bzw. Angestellte der VU negativ betroffen

Auswirkungen auf Solvabilität

- Durch Zins-Kompression mussten VU höher Rückstellungen bilden – mit tendenziell negativem Effekt auf die Solvenzquoten
- ohne Übergangsmaßnahmen zu ‚Solvency II‘ hätte 2020 über ein Dutzend deutscher LV die Eigenmittelanforderungen nicht erfüllen können

Mögliche Lehren?

zukünftige Relevanz der Kosten-Nutzen-Analyse

- langfr. Investoren wie LV besonders betroffen – und damit auch deren Kunden
- vom BVerfG angemahnte Kosten-Nutzenabwägung:
transparente Durchführung wäre angeraten, rückblickend & perspektivisch
- mögliche Diskrepanz zwischen staatl. Förderung privater Altersvorsorge und einer Geldpolitik, die deren Wirksamkeit potenziell untergräbt?

zukünftige Relevanz der Kosten-Nutzen-Analyse

- EZB-Ankündigung (2024): Einführung eines strukturellen – also explizit nicht mehr rein temporären – Wertpapierportfolios, um dauerhaft Liquidität bereitzustellen
- EZB-Bestätigung: **strukturelles WP-Portfolio** kommt, aber genaue Ausgestaltung noch weitgehend unklar
- Einführung des **Transmission Protection Instrument (TPI)** in 2022 „um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken“, welche die Transmission der Geldpolitik im Euroraum gefährden könnten
- TPI ermöglicht Ankäufe von Wertpapieren aus einzelnen Euro-Mitgliedstaaten, die ex ante nicht begrenzt sind

Berücksichtigung intern gezogener EZB-Lehren?

- interne Kosten-Nutzen-Analyse der Ankaufprogramme (EZB-Direktorium):
 - Programme zukünftig eher nicht mehr langfr. und mit großen Ankaufvolumina
 - nicht zur Inflationssteuerung, nur zur gezielten und temporären Bekämpfung von Finanzmarktanspannungen
 - wobei die Ankäufe im Umfang begrenzt und schnell reversibel sein sollten
- wie kompatibel sind Vorsätze mit etwaigen TPI-Einsatz?
 - Wirksamkeit des TPI setzt voraus, dass Ankäufe nicht a priori beschränkt
 - EZB: TPI-Volumen abhängig „von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission“
- wie kompatibel sind Vorsätze mit strukturellem Wertpapierportfolio?
 - Begründung: um damit dauerhaft Liquidität bereitzustellen zu können
 - also explizit kein rein temporäres Wertpapierportfolio



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Literatur

- **BaFin (div.)**, *Jahresbericht, versch. Jahrgänge*.
- **BaFin (div.)**, *Jährliche Statistik über Lebensversicherungsunternehmen, versch. Jahrgänge*.
- **Bundesbank (div.)**, *Finanzstabilitätsbericht, versch. Jahrgänge*.
- **BVerfG (2020)**, *Urteil des Zweiten Senats zum PSPP-Programm, 5. Mai 2020 - 2 BvR 859/15*.
- **DAV (2021)**, *Auswirkungen des PSPP-Programms, 5. Juli 2021*.
- **Eser et al. (2023)**, *Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Program on the Yield Curve, International Journal of Central Banking, Vol. 19, No. 3, August 2023*.