



DAV

DEUTSCHE
AKTUARVEREINIGUNG e.V.

Ergebnisbericht des Ausschusses Investment

**Mögliche Kapitalanlagethemen
im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars
für das Geschäftsjahr 2023**

Köln, 15. November 2023

Präambel

Der Ausschuss Investment¹ der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. (DAV) hat zur Auswahl und Darstellung möglicher Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars² für das Geschäftsjahr 2023 den vorliegenden Ergebnisbericht erstellt.

Fragestellung

Der vorliegende Ergebnisbericht befasst sich mit möglichen Inhalten des Erläuterungsberichts des Verantwortlichen Aktuars. Diese beziehen sich auf die Auswahl und Darstellung von möglichen Themen mit Bezug zur Kapitalanlage. Damit soll eine Serviceleistung für die Verantwortlichen Aktuarerbracht werden.

Zusammenfassung

Der sachliche Anwendungsbereich des Ergebnisberichts betrifft sowohl allgemeine geschäftsjahresübergreifende als auch aktuelle, zeitlich eng an das Jahr 2023³ gebundene und ggf. hierauf eingeschränkte Fragestellungen. Diese betreffen die Lebensversicherung und diejenigen Schaden- und Unfallversicherungen, in der nach Art der Lebensversicherung aktuariell bewertete Deckungsrückstellungen gebildet und vom Verantwortlichen Aktuar im aufsichtsrechtlich geforderten Erläuterungsbericht kommentiert werden. Für die Schaden- und Unfallversicherung sind dies im Einzelnen die Unfallversicherung mit garantierter Beitragsrückzahlung (UBR) sowie Rentenleistungen aus der Allgemeinen Haftpflichtversicherung, der Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung, der Kraftfahrt-Unfallversicherung sowie der Allgemeinen Unfallversicherung (HUK-Renten). Die Aussagen dieses Ergebnisberichts zu Kapitalanlagethemen lassen sich dabei speziell für die UBR und die HUK-Renten ggf. nur eingeschränkt anwenden. Dies liegt daran, dass hier einerseits viele Aspekte auf das Unternehmen als Ganzes wirken, die zugehörigen

¹ Der Ausschuss dankt der Arbeitsgruppe „Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars“ ausdrücklich für die geleistete Arbeit, namentlich: Dr. Marc Küther (Leitung), Sören Demtröder, Dr. Ulrich Clarenz, Dr. Monika Dücker, Dr. Bernd Greuel, Christoph Höpken, Martin Jungbauer, Thomas Kaufmann, Jana Küttner, Marcus Lenz, Dr. Mohammad Majidi, Ilja Mindlin, Michael Schindler, Tilmann Schmidt, Matthias Sohn, Prof. Dr. Christof Wiechers.

² Hinweis: In diesem Ergebnisbericht wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit die männliche Form verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten werden dabei ausdrücklich mitgemeint, soweit es für die Aussage erforderlich ist.

³ Um den Verantwortlichen Aktuarern rechtzeitig vor der Endredaktion der Erläuterungsberichte zur Verfügung gestellt werden zu können, bezieht sich dieser Ergebnisbericht dort, wo Aussagen zu aktuellen Kapitalmarktentwicklungen getroffen werden, in der Regel nur auf die Kapitalmarktentwicklung bis zum 30. September 2023. Die Arbeitsgruppe empfiehlt, materiell relevante Entwicklungen des letzten Quartals 2023 bei Bedarf ergänzend zu berücksichtigen. Allgemeine zeitpunktunabhängige Aussagen dieses Ergebnisberichts beanspruchen Gültigkeit auch über den genannten Referenzzeitraum hinaus.

Sicherungsvermögen aber andererseits in der Regel nur einen kleinen Teil der Kapitalanlagen umfassen.

Der Ergebnisbericht betrifft damit unmittelbar die Verantwortlichen Aktuare der Lebensversicherung und unter Berücksichtigung der genannten Besonderheiten die Verantwortlichen Aktuare der UBR und HUK.

Die Arbeitsgruppe stuft darüber hinaus die allein auf die Kapitalanlage bezogenen Themen dieses Papiers als relevant auch für die Pensions- und Krankenversicherung ein.

Der resultierende zusammengefasste Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über die von der Arbeitsgruppe erzielten Erkenntnisse gerichtet. Die ersten beiden Abschnitte sind hierbei im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert übernommen und um aktuelle Referenzen ergänzt worden. Dieser Ergebnisbericht stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.

Verabschiedung

Der Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Investment am 15. November 2023 verabschiedet worden.

Inhalt

1.	Ausgangslage und Zielsetzung	4
2.	Allgemeine Themen	7
2.1	Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar	7
2.2	Strategische Asset Allocation	8
2.3	Derivate und Absicherungsstrategien	11
2.4	Kreditrisiken und Bonität	14
2.5	Liquidität und Fungibilität	15
2.6	Nachhaltigkeit und ESG	16
3.	Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2023	20
3.1	Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2023	21
3.2	Inflation	39
3.3	Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen	43
3.4	Stille Lasten	51
3.5	Liquiditäts- und Stornorisiken	53
3.6	Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage	55
3.7	Immobilien und verwandte Assetklassen	58
3.8	Nachhaltige Kapitalanlagen	69
3.9	Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken	73

1. Ausgangslage und Zielsetzung

Die gesetzliche Grundlage für den Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars findet sich in § 138 VAG und der Aktuarverordnung (AktuarV). Gemäß § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 1 VAG hat der Verantwortliche Aktuar sicherzustellen, dass die Grundsätze des § 138 VAG, der Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV) und des § 341f HGB bei der Berechnung der Prämien und Deckungsrückstellungen eingehalten werden. Gemäß § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 2 VAG muss er dabei „die Finanzlage des Unternehmens insbesondere daraufhin überprüfen, ob die dauernde Erfüllbarkeit der sich aus den Versicherungsverträgen ergebenden Verpflichtungen jederzeit gewährleistet ist“.

Mit Bezug auf die Kapitalanlagen gehört es gemäß § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV auch zu den Aufgaben des Verantwortlichen Aktuars, im Erläuterungsbericht „darzulegen, dass das Vorsichtsprinzip auch bei der Bewertung der zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva angewendet wurde“.

Von der Interpretation dieses Regelungsumfeldes hängt es offenbar ab, in welchem Umfang der Verantwortliche Aktuar Kapitalanlagethemen in seinem Erläuterungsbericht behandeln wird. Die zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva (die in der Schaden- und Unfallversicherung in eigenen Sicherungsvermögen zusammengefasst sind) müssen, um diese *Bedeckung* nachhaltig leisten zu können, in der Regel Anforderungen an

- anfängliche Werthaltigkeit (zur Sicherstellung der anfänglichen handelsbilanziellen Bedeckung),
- zukünftige Wertbeständigkeit (zur Sicherstellung der zukünftigen handelsbilanziellen Bedeckung),
- und laufende Ertragskraft (zur Sicherstellung der wirtschaftlichen und handelsbilanziellen Erfüllbarkeit der Verpflichtungen)

erfüllen. Die konkrete Ausgestaltung dieser Anforderungen an die zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Kapitalanlagen sollte sich an der wertstabilen und pro rata temporis rechnungsmäßig verzinsten bilanziellen Entwicklung der durch sie bedeckten handelsrechtlichen Deckungsrückstellung orientieren. In diesem Sinne fordert § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV nach Überzeugung der Arbeitsgruppe eine Berichterstattung über eine für Aktiva und Passiva im Großen und Ganzen vergleichbar angemessene Bewertung unter Berücksichtigung des handelsrechtlichen Vorsichtsprinzips. Der Wortlaut der zitierten Regelungen legt es deshalb nahe, im Erläuterungsbericht Aussagen zur *aktuellen Werthaltigkeit* und zur *zukünftigen Wertbeständigkeit* der die Verpflichtungen bedeckenden Kapitalanlagen sowie zu ihrer potenziell erwarteten *laufenden Ertragskraft* zu treffen. Da vom Verantwortlichen Aktuar ohnehin bereits eine Einschätzung über die

zukünftige Entwicklung der in der Rechnungsgrundlage Zins enthaltenen Sicherheitsspanne abzugeben und zu begründen ist, ist die Pflicht zu Aussagen über die aktuell und zukünftig erwarteten Kapitalerträge hier noch ein zweites Mal explizit im aufsichtsrechtlichen Regelungskanon verankert.

Die DAV hat in Gestalt ihrer Richtlinie „Überprüfung der Finanzlage durch den Verantwortlichen Aktuar“ bereits Mindestanforderungen in Bezug auf die gesetzlichen Anforderungen zur Überprüfung der Finanzlage und der dauernden Erfüllbarkeit der Verpflichtungen vor allem aus § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 2 VAG formuliert. Weil bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen mit der Unfallversicherung mit garantierter Beitragsrückzahlung (UBR) und laufenden HUK-Renten Geschäft nach Art der Lebensversicherung betrieben wird, wird in einem zweiten Fachgrundsatz „Prüfung der Anlagerisiken und der Rechnungsgrundlage Zins durch den HUK-Aktuar“ des HUK-Ausschusses im Rang eines Hinweises erläutert, in welcher Form die Prinzipien und die Zielrichtung der erstgenannten Richtlinie auf die Arbeit des HUK-Aktuars übertragen werden können.

§ 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV enthält nach Auffassung der Arbeitsgruppe die aufsichtsrechtliche Verankerung einer Pflicht des Verantwortlichen Aktuars, sich bei der Beurteilung der Finanzlage und bei der Bewertung der Erfüllbarkeit der Verpflichtungen auch mit dem Themenfeld der Aktiv-Passiv-Steuerung und des Asset-Liability-Managements grundsätzlich zu befassen. Insofern stellt der vorliegende Bericht eine unverbindliche mögliche Ergänzung der erwähnten Richtlinie dar, indem er zusätzlich aufzeigt, welche Themen mit Bezug zum Asset-Management und zum Asset-Liability-Management möglicherweise relevant sein könnten. Ebenso werden aus Sicht der Arbeitsgruppe erwähnenswerte Informationen zu Kapitalanlagethemen der ersten neun Monate des aktuellen Geschäftsjahres zusammengetragen; diese Informationen könnten Verantwortlichen Aktuaren ggf. als Unterstützung bei der Meinungsbildung zur Angemessenheit von Annahmen dienen, die in die konkrete Umsetzung der Richtlinie zur Überprüfung der Finanzlage eingeflossen sind.

Der Verantwortliche Aktuar wird den erläuterten Anforderungen des § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV auch dadurch nachkommen, dass er sich umfassend über Methoden und Instrumente des Asset-Liability-Managements in seinem Unternehmen und die konkreten Ergebnisse dieses Prozesses informiert hält. Die aufsichtsrechtliche Ausgestaltung seiner Funktion sichert ihm dabei das Recht auf Zugang zu diesen unternehmensinternen Informationen. Einfacherweise – wenngleich nicht notwendigerweise – kann er hierzu Mitglied eines im Unternehmen ggf. gebildeten zentralen ALM-Steuerungsgremiums sein oder über dessen Tätigkeit und Entscheidungen laufend und vollständig informiert werden zum Beispiel durch Kenntnisnahme entsprechender Sitzungsprotokolle und vergleichbarer Unterlagen.

Nach dem Grundsatz der *Proportionalität* wird die Beschäftigung des Verantwortlichen Aktuars mit dem Asset-Management und dem Asset-Liability-Management umso intensiver und ihre Dokumentation im Erläuterungsbericht umso ausführlicher und detaillierter ausfallen, je größer die materielle Relevanz der Kapitalanlagetätigkeit ist und je komplexer und vielschichtiger Kapitalanlagen, Verpflichtungen und ihr Zusammenhang jeweils ausgeprägt sind. Hierbei kann sich der Verantwortliche Aktuar auf bereits im Unternehmen existierende Berichte und Analysen stützen sowie bei Bedarf ergänzend oder vertiefend eigene Schwerpunkte setzen. Sofern sich der Verantwortliche Aktuar auf Informationen anderer Unternehmensbereiche oder Schlüsselfunktionen bezieht, so bietet es sich an, dies transparent zu machen.

Darüber hinaus sind die Versicherungsmathematische Funktion und der Verantwortliche Aktuar nach Ansicht der BaFin angehalten, jährlich eine Empfehlung zur Höhe des Garantiezinses im Neugeschäft abzugeben. Hierbei können bzgl. Asset-Only-Themen die hier dargestellten Inhalte von Interesse sein. Weitergehende Informationen finden sich in den Ergebnisberichten „Überprüfung des Garantiezinses im Neugeschäft durch den VA“ vom 22. September 2021 sowie „Bewertung des Neugeschäfts in der Lebensversicherung durch die Versicherungsmathematische Funktion“ vom 26. April 2021.

Bei der Darstellung der Sachverhalte, insbesondere bei Kennzahlen und anderen Zahlenangaben, werden in den Fußnoten Quellen angegeben. Hierbei hat die Arbeitsgruppe versucht, nach Möglichkeit auf zum Zeitpunkt der Veröffentlichung öffentlich zugängliche Quellen zurückzugreifen, um den Verantwortlichen Aktuar bei seiner Einschätzung und Schwerpunktsetzung weitergehend zu unterstützen.

Dargestellt werden nachfolgend sowohl allgemeine, für den Verantwortlichen Aktuar möglicherweise relevante „zeitlose“ Aspekte der Kapitalanlage als auch spezielle zeitgebundene Themen (nur) des aktuellen Geschäftsjahres. Die ausgewählten Themen orientieren sich in der Regel an einem eher komplexen Umfeld; unter einfacheren Rahmenbedingungen können daher Vereinfachungen und Auslassungen durchaus angemessen sein.

Darüber hinaus allgemeine Hinweise zu Kapitalanlagethemen können u.a. dem Newsletter "Denkzettel" sowie weiteren Veröffentlichungen des Ausschuss Investment der DAV entnommen werden.

2. Allgemeine Themen

2.1 Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar

Versicherungsunternehmen, deren Risiken substantiell vom Kapitalmarkt abhängen, sind grundsätzlich verpflichtet, ihrem Handeln eine explizite Kapitalmarkteinschätzung zu Grunde zu legen. Diese interne Kapitalmarkteinschätzung sollte auf unternehmensindividuellen Erwartungen beruhen und in der Regel in einem formalen turnusmäßig durchgeführten Prozess diskutiert, abgestimmt und dokumentiert werden. Bei der Generierung solcher Kapitalmarkteinschätzungen können neben der internen Beobachtung von Kapitalmarktveränderungen auch externe Prognosen (z. B. von Wirtschaftsforschungsinstituten, Banken etc.) herangezogen werden. In verschiedenen Kontexten (z. B. den BaFin-Prognoserechnungen) können Kapitalmarkteinschätzungen auch die Form von expliziten externen Vorgaben („Szenarien“) z. B. der Versicherungsaufsicht annehmen.

Kapitalmarkteinschätzungen werden sowohl für HGB-Projektionsrechnungen als auch im Solvency-II-Kontext, bspw. im ORSA-Bericht, verwendet. Der Verantwortliche Aktuar kann diese Einschätzungen regelmäßig z. B. als Mitglied des ALM-Steuerungsgremiums, eines Risikokomitees oder aus der Solvency-II-Berichterstattung als Hintergrundinformationen zur Kenntnis nehmen und sie ggf. auch bei der Durchführung und Bewertung eigener Analysen berücksichtigen. Insbesondere kann er die jeweiligen zugrundeliegenden unternehmensindividuellen oder extern vorgegebenen Kapitalmarkteinschätzungen mit aktuell beobachteten Kapitalmarktdaten vergleichen und so die Prämissen, die er seiner Einschätzung direkt oder indirekt zu Grunde legt, darlegen, einordnen und ggf. auch bewerten.

2.2 Strategische Asset Allocation

Eine zentrale Komponente im Rahmen der Steuerung der Kapitalanlagen kann die aus einem geeigneten Asset-Liability-Management-Prozess hergeleitete Strategische Asset Allocation (im Folgenden mit SAA bezeichnet) sein. Üblicherweise besteht die SAA aus einer Menge von Assetklassen und einer den einzelnen Assetklassen zugewiesenen (prozentualen) Gewichtung. Die Struktur der SAA soll insbesondere auch die dauerhafte Erfüllbarkeit der Verpflichtungen sicherstellen und ist genau deshalb von zentraler Bedeutung auch für den Verantwortlichen Aktuar. Aus den im Asset-Liability-Management-Prozess getroffenen Annahmen und der SAA lassen sich auch die langfristigen Ertrags- und Risikoerwartungen des unternehmensindividuellen Kapitalanlageportfolios ableiten. In aller Regel wird die tatsächliche Asset Allocation zu einem festen Stichtag von der SAA abweichen. Je nach Umfang und Risiko kann diese Abweichung für den Verantwortlichen Aktuar von Bedeutung sein und ggf. in seine Bewertung einfließen. Für den Verantwortlichen Aktuar kann die SAA deshalb eine Information sein, die ihm die konkrete Einschätzung erleichtert, ob und wenn ja in welchem qualitativen Umfang Kapitalanlagerisiken ggf. die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen negativ beeinflussen könnten. Insbesondere dann, wenn eher komplexe Anlagestrategien verfolgt werden, könnte es naheliegen, ggf. weitere Informationen vom Kapitalanlagebereich einzuholen. Typische eher komplexe Kapitalanlagestrategien verdeutlichen die folgenden Beispiele:

- Das Portfolio enthält in materiell relevantem Umfang Derivate. Dies betrifft jede Art von Derivatestrategien (Aktien, Zinsen, Währungen usw.).
- Das Portfolio enthält in materiell relevantem Umfang strukturierte Produkte, welche die Ertragserwartung, die Volatilität oder die Komplexität des Portfolios beeinflussen. Auch dies betrifft - wie bei den Derivaten - jede Art von Strategien.
- Das Portfolio beinhaltet neben dem Direktbestand indirekt gehaltene Kapitalanlagen zur Diversifikation von Assetklassen und Steuerung von Ausschüttungen. Solche Investment-Vehikel sind häufig in Form von Spezialfonds (Masterfonds) oder geschlossenen Fonds (AIF) implementiert und können durch Bündelung verschiedener Anlagen handelsrechtlich bilanzielle Risiken reduzieren, jedoch ökonomische Risiken enthalten. Im Rahmen von Solvency II und für die interne Risikosicht ist eine Durchschau erforderlich.

- Das Unternehmen hat Wertsicherungskonzepte wie CPPI, Overlaystrategien oder ähnliche Ansätze etabliert⁴.
- Das Unternehmen geht gezielt Kreditrisiken ein, z.B. in Form von High Yield Anleihen oder anderen hierzu vorgesehenen Anlageklassen.
- Sogenannte alternative Kapitalanlagen („Alternative Assets“) werden eingesetzt. Hierzu zählen insbesondere Infrastrukturanlagen, Hedgefonds und Private Equity.

Für die Bewertung der Asset-Liability-Risiken mit besonderem Fokus auf Zinsrisiken ist darüber hinaus von besonderer Bedeutung, in welchem Verhältnis die Fristigkeiten der festverzinslichen Anlagen zu den Fristigkeiten der Verpflichtungen stehen, gekennzeichnet z.B. durch die *Duration des Anlageportfolios* im Vergleich zur *Duration des Verpflichtungsportfolios*, wobei die jeweiligen Volumina berücksichtigt werden müssen. Bei der konkreten Berechnung einer *Duration des Verpflichtungsportfolios* sollte ein geeigneter Durationsbegriff verwendet werden, der die Zinsabhängigkeit des Verpflichtungsportfolios angemessen abbildet. Das resultierende Risiko wirkt bei reiner Marktwertbilanzierung wie beispielsweise in einer Solvabilitätsübersicht gemäß Solvency II unmittelbar. Bei der Bilanzierung gemäß HGB wirkt sich eine große *Durationslücke* nicht direkt und in nächster Zukunft auf das Eigenkapital aus. Trotzdem spiegelt sich darin ein Wiederanlageisiko wider, das umso größer ist, je mehr die aktivische und die passivische Duration auseinanderklaffen.

Auch weitergehende konkrete Informationen zur Fristigkeit der festverzinslichen Anlagen sind zur Bewertung dieses Risikos für den Verantwortlichen Aktuar von Interesse. Diese Informationen können beispielsweise vom Kapitalanlagebereich in Form der angestrebten Durationen oder auch der geplanten *Laufzeitbänder* einer Assetklasse oder eines Teilportfolios zur Verfügung gestellt werden. Bei der Analyse von Duration und Fristigkeit wird empfohlen, diejenigen Anlagen besonders zu berücksichtigen, deren Duration sich mit dem Zinsniveau gravierend ändert und die deshalb das Zinsänderungsrisiko ggf. materiell relevant verändern (positive oder negative Konvexität wie z.B. bei eingebetteten Emittenten-Kündigungsrechten, d. h. Callables).

Bei der Bewertung des Zinsrisikos und der unmittelbaren Wirkung auf die HGB-Bilanz sollte insbesondere auch der Aspekt der zukünftigen Entwicklung der Zinszusatzreserve adressiert werden. Üblicherweise wird die Duration der Assets der Duration der Verpflichtungen insgesamt gegenübergestellt. Betrachtet man zu-

⁴ Solche oder verwandte Konzepte werden mitunter auch in kapitalmarktnahen Produkten mit Garantien eingesetzt und können abhängig von der Materialität von Relevanz sein.

sätzlich die künftige Entwicklung der Zinszusatzreserve, so gewinnt man Erkenntnisse darüber, in welchem Ausmaß diese eine Auswirkung auf die Kapitalanlage hat.

2.3 Derivate und Absicherungsstrategien

Derivate können sowohl freistehend als auch als Bestandteil eines strukturierten Wertpapiers im Kapitalanlagebestand vorhanden sein. Erste Informationen hierzu enthält die standardisierte Berichterstattung des Unternehmens über Derivate in seinem Anlagebestand gegenüber Aufsichtsrat und BaFin, die der Verantwortliche Aktuar einsehen kann. Nachfolgend sind - ohne Anspruch auf Vollständigkeit - einige unverbindliche Hinweise zu verbreiteten Derivaten und Absicherungsstrategien entlang der typischerweise in der Kapitalanlage relevanten Risikotypen zusammengestellt.

Zinsänderungsrisiko:

- *Vorkäufe festverzinslicher Wertpapiere* können insbesondere bei Vorliegen einer steilen Zinsstruktur ein sinnvolles Instrument der Erwerbsvorbereitung und Zinsabsicherung sein. Bis zur Valutierung des vorgekauften Bonds handelt es sich unter HGB um außerbilanzielle Geschäfte, dementsprechend gehen ihre Bewertungsdifferenzen (Reserven oder Lasten) bis zur Valutierung weder in die Bezugsgröße für die Beteiligung der Kunden noch in den Vergleich mit dem Sicherungsbedarf ein. Die Änderungen ihres Marktwertes werden jedoch im Anhang des Geschäftsberichtes ausgewiesen; sie werden bilanzrelevant zum Zeitpunkt der Valutierung. Die Berücksichtigung der hierdurch ausgelösten Änderungen in der Höhe der ausgewiesenen Bewertungsdifferenzen kann dann von Interesse für den Verantwortlichen Aktuar sein, wenn die außerbilanziellen Stillen Reserven oder Lasten von Vorkäufen einen materiell relevanten Anteil der gesamten Bewertungsdifferenzen darstellen. Werden Hochrechnungen der Kapitalerträge einer Bewertung der Sicherheit in der Rechnungsgrundlage Zins zu Grunde gelegt, sollten diese Hochrechnungen den Einfluss getätigter aber noch nicht valutierter Vorkäufe idealerweise berücksichtigen.
- Auch *Vorverkäufe festverzinslicher Wertpapiere* können ggf. von Relevanz für die Information des Verantwortlichen Aktuars sein.
- *Derivative Zinsabsicherungsgeschäfte* (bspw. Bund-Future-Strategien, Zins-Swaps, freistehende Receiver Swaptions oder mit entsprechenden Zinsanpassungsklauseln versehene (einfach) strukturierte Zinstitel) werden bzgl. ihrer Bewertungsreserven wie diejenigen festverzinslicher Wertpapiere je nach Höhe des Sicherungsbedarfs ggf. von der Beteiligung der Kunden ausgenommen. Für den Verantwortlichen Aktuar liegt es nahe, sich die Funktionsweise solcher Absicherungen erläutern zu lassen und diese in seine Bewertung der Sicherheit in der Rechnungsgrundlage Zins einfließen zu lassen.
- *Callable Bonds* sind mit einfachen oder mehrfachen Kündigungsrechten der Emittenten versehene festverzinsliche Wertpapiere. Da die Kündigung

durch den Emittenten in der Regel bei sinkenden Zinsen wirtschaftlich attraktiv wird, wirken Call-Rechte bei sinkenden Zinsen durationsverkürzend und bei steigenden Zinsen durationsverlängernd. Dementsprechend steigen die Bewertungsreserven von Callable Bonds unterproportional bei sinkenden Zinsen und fallen überproportional bei steigenden Zinsen („negative Konvexität“).

Aktienrisiko:

Put und Call Optionen auf Aktien und verschiedenen Kombinationen aus beiden (beispielsweise als Zero Cost Collar⁵) dienen zur Steuerung der Ertragsprofile und zur Absicherung von Aktienportfolien. Ähnliches gilt für den Einsatz von Futures. Je nach Umfang des Future-Geschäftes kann es hier zu operativen Risiken bei der Durchführung kommen. Dies gilt für den gesamten Bereich der derivativen Absicherungsstrategien, wodurch sich Risiken für die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen ergeben können. Für den Verantwortlichen Aktuar liegt es auf Grund der erhöhten Komplexität der Produkte nahe, sich die Funktionsweise einer bestehenden Absicherung vom Portfoliomanagement erläutern zu lassen und diese Ausführungen in seine Einschätzung der Risiken einzubeziehen.

Währungsrisiko:

Typische Produkte zur Verringerung oder Vermeidung von Währungsrisiken in der Kapitalanlage sind *Devisentermingeschäfte, Devisenswaps, Devisenfutures* und *Optionsgeschäfte* mit einer Währung als Underlying. Analog zur Funktionsweise bei Aktienrisiken dienen sie zur Absicherung von Risiken aus Fremdwährungsbeständen, die sich beispielsweise bei Fälligkeit, Verkauf oder durch Zinszahlungen von Anlageinstrumenten ergeben. Bewertungsreserven bei Aktienbeständen können für die Beteiligung der Versicherungsnehmer von Relevanz sein.

Immobilienrisiko:

Bei Immobilien können sich sowohl Bewertungs- als auch Bewirtschaftungs- sowie Ertragsrisiken ergeben. Zudem sind Immobilien, insbesondere in Deutschland, infolge der Nachhaltigkeitsbestrebungen in den politischen Fokus geraten. Hierbei kann u.a. auch nach der Nutzungsart (z.B. Wohnwirtschaft, Büro, Logistik, etc.) unterschieden werden. Darüber hinaus kann es für den Verantwortlichen Aktuar interessant sein, sich die für die Prognoserechnungen zu Grunde gelegten Ertragserwartungen (brutto/netto), die unterstellten Durationen sowie etwaige

⁵ Weitere, grundlegende Informationen zu strukturierten Produkten und Derivaten: https://aktuar.de/unsere-themen/aktuarielles-glossar/Documents/2017_11_28_Erl%C3%A4uterung_strukturierte_Produkte.pdf

Risikominderungstechniken (beispielsweise geografische und nutzungstechnische Diversifikation, Nachhaltigkeit der Nutzungskonzepte, Hebelung mittels Einsatz von Fremdkapital etc.) darstellen zu lassen und ggf. kritisch zu kommentieren.

Konzentrationsrisiko:

Durch einen erhöhten Anteil an Geschäftsbeziehungen mit ein und derselben Gegenpartei kann sich innerhalb der Kapitalanlage das Konzentrationsrisiko ergeben. Bei Ausfall der entsprechenden Gegenpartei kann die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen gefährdet werden. Dem Konzentrationsrisiko ist durch Diversifikation innerhalb der Kapitalanlage zu begegnen.

Spreadrisiko:

Das Spreadrisiko besteht in der Veränderung der Risikoaufschläge auf den sogenannten risikolosen Zinssatz. Eine Ausweitung oder Verringerung der Spreads bewegt die Marktwerte der Kapitalanlage (bspw. Staats- oder Unternehmensanleihen) und kann zudem als Indikator für das Kreditrisiko gewertet werden, siehe dazu auch den nächsten Abschnitt.

2.4 Kreditrisiken und Bonität

Der Wertverlust einer Kapitalanlage in Folge einer geänderten Bewertung der Kreditwürdigkeit oder einer Spreadausweitung und der konkrete teilweise oder vollständige Ausfall eines Schuldners wirken sich direkt auf die Bedeckung der Versicherungsverpflichtungen durch die Kapitalanlagen aus. Dem Ausfall-, Kredit- und Bonitätsrisiko kommt deshalb eine besondere Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar zu.

Grundsätzlich existiert eine Reihe von Methoden, die eine Übersicht über die vorhandenen Kredit- und Bonitätsrisiken im jeweiligen Kapitalanlageportfolio des Versicherungsunternehmens geben können. Welche Methode hiervon als am besten geeignet für die Einschätzung und Darstellung der Kredit- und Bonitätsrisiken angesehen wird, obliegt dem Unternehmen und ist von Struktur und Volumen der jeweiligen Kreditportfolien abhängig.

Ausgangspunkt ist dabei in der Regel eine Einschätzung und Einstufung von Bonitätsrisiken auf Einzeltitel- bzw. Teilportfolio-Ebene, die in der Regel im Kapitalanlagebereich auf Basis eines oder mehrerer externer oder interner Ratings vorgenommen wird. Hieraus lässt sich für die Darstellung im Erläuterungsbericht eine einfache Einteilung des Portfoliobestandes in verschiedene Bonitäts- oder Ratingklassen inkl. der jeweiligen Exposure-Anteile angeben. Für eine Quantifizierung des resultierenden Risikos bieten sich die Verwendung von Durchschnittsratings oder eines geeigneten Stress-Tests wie z. B. des DAV-Stress-Tests an. Da interne und externe Ratings auseinanderfallen können, gibt der Anteil von (ausschließlich) intern gerateten Anlagen ebenfalls mögliche Ansatzpunkte für eine Risikoeinschätzung. Dies gilt umso mehr, als dass die Verwendung interner Ratings in einer Änderungsverordnung im Jahr 2019 gestärkt wurde.⁶ Zur Einschätzung kann regelmäßig auf interne Berichtslinien sowie auf den Prüfbericht des Wirtschaftsprüfers zurückgegriffen werden, der diesen Anteil ebenfalls zu eruieren und zu bewerten hat. Ebenso kann die zeitliche Entwicklung dieses Anteils einen Indikator für die Risiken im Kapitalanlageportfolio darstellen.

⁶ DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2019/981 DER KOMMISSION vom 8. März 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG

2.5 Liquidität und Fungibilität

Der Verantwortliche Aktuar kann die Verteilung der die Verpflichtungen bedeckenden Aktiva auf die einzelnen Liquiditätsklassen einfacherweise als Mitglied des ALM-Steuerungsgremiums zur Kenntnis nehmen oder sie einer entsprechend vorhandenen Berichterstattung des Unternehmens als Hintergrundinformation entnehmen. Zusammen mit einer Betrachtung des Liquiditätsrisikos, etwa im Falle eines Massenstornos oder drastisch einbrechenden Neugeschäfts, kann er so zu einer Einschätzung von Liquidität und Fungibilität kommen und diese im Erläuterungsbericht festhalten, sofern er dies mit Blick auf die Anforderungen an die Kapitalanlagen im Hinblick auf die Bedeckung der Verpflichtungen vor dem Hintergrund der Proportionalität für erforderlich hält. Auch bestehende stille Lasten in den Kapitalanlagen können relevant sein, da die betreffenden Anlagen nur unter Realisierung von Verlusten liquidiert werden können und sich bei größerem Umfang nicht gewünschte Folgewirkungen auf die Ertragslage ergeben können.

Bei Bedarf kann er dabei auch auf besondere Liquiditätsanforderungen spezieller Produkte (wie z. B. dynamischer Hybridprodukte, Kapitalisierungsprodukte oder kurzlaufender Einmalbeitragsversicherungen) eingehen, soweit diese Liquiditätsanforderungen materiell relevant erscheinen und nicht bereits durch einen ggf. vorhandenen allgemeinen Liquiditätspuffer bedeckt werden.

2.6 Nachhaltigkeit und ESG

Als Megatrend werden besonders tiefgreifende und nachhaltige Entwicklungen und Dynamiken zum Wandel von Gesellschaft und Wirtschaft beschrieben, diese sind vielfach Ausgangspunkt weitreichender Unternehmensstrategien. Insbesondere in der aktuellen Zeit haben sich Klimawandel und Nachhaltigkeit, aber auch darüber hinaus soziale und (unternehmens-)führungsbezogene Aspekte, als ein derartiges gesellschaftlich und politisch intensiv diskutiertes und bedeutsames Thema etabliert. Zahlreiche Initiativen und Gesetze adressieren mittlerweile unter der Abkürzung „ESG“ für Environmental, Social und Governance, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, oder Corporate Social Responsibility (CSR) verschiedene Bereiche dieses Megatrends.⁷

Nachhaltigkeit spielt sowohl auf individueller als auch institutioneller Ebene eine große Rolle. Insbesondere der Klimawandel hat dabei durch außergewöhnliche Ereignisse und Naturkatastrophen eine erhöhte Aufmerksamkeit. Klimaschutz ist dabei nicht nur eine zentrale Aufgabe für die Politik – er ist längst zum Wirtschaftsfaktor geworden, denn Umweltbewusstsein ist zu einem individuellen Lifestyle geworden: Nachhaltigkeitsaspekte beeinflussen zunehmend Kauf- und Investitionsentscheidungen, wobei Verbraucher preisbewusst bleiben.^{8,9}

Klima- und umweltpolitische Aktivitäten existieren auf globaler, internationaler und nationaler Ebene, häufig greifen diese ineinander bzw. auf niedriger Ebene werden in der Regel übergreifende Initiativen konkret umgesetzt. Verschiedenste, explizit umweltpolitische Maßnahmen gehen bis über die 1960er Jahre zurück, in jüngerer Vergangenheit dominieren insbesondere die weltweiten Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs, Sustainable Development Goals) sowie das Pariser Klimaabkommen mit dem Ziel, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur unter + 2 Grad Celsius zu halten, die jeweils 2015 verabschiedet wurden.

⁷ Für einen Überblick über verschiedene Megatrends siehe exemplarisch Zukunftsinstitut: „Die Megatrends“, <https://www.zukunftsinstitut.de/dossier/megatrends/#12-megatrends> (Dort wird ESG nicht spezifisch als einzelner Megatrend aufgegriffen, jedoch fallen verschiedene Aspekte der genannten 12 Megatrends in den übergreifenden Kontext)

⁸ McKinsey am 17. Mai 2021: „Corona-Pandemie verstärkt den Trend zu nachhaltigem Konsum“, <https://www.mckinsey.com/de/news/presse/2021-05-17-pm-nachhaltiger-konsum>

⁹ Assekurata am 23. August 2021: „Umfrage: Bedeutung der ESG-Kriterien in der Kapitalanlage nimmt zu“, <https://www.assekurata.de/2021/08/23/umfrage-bedeutung-der-esg-kriterien-in-der-kapitalanlage-nimmt-zu/>

Die EU-Klimapolitik orientiert sich im Wesentlichen an den UNO-Vorgaben, unter der Präsidentschaft von Ursula von der Leyen wurde der Europäische Green Deal als zentraler Teil der Klimapolitik zur Erreichung des „Zwei-Grad-Ziels“ initiiert¹⁰. Auf deutscher Ebene setzen insbesondere das Klimaschutzprogramm 2030 und das Bundes-Klimaschutzgesetz von 2019 den Rahmen. Letzteres wurde nach einem aufsehenerregenden Urteil des Bundesverfassungsgerichts¹¹ 2021 novelliert und dabei zum Einen die Frist zum Erreichen der Klimaneutralität von 2050 auf 2045 vorgezogen und zum Anderen das Ziel für das Absinken der Treibhausgasemissionen bis 2030 von 55 % auf 65 % gegenüber der ursprünglichen Regelung erhöht.¹² Durch diese Vorgaben steht der Klimaschutz auch im Fokus der deutschen Subventionspolitik, die Klima- und Umweltpolitik prägt zunehmend über alle Wirtschaftszweige hinweg die staatlichen Beihilfen. Im Mittelpunkt des 29. Subventionsberichts¹³ der Bundesregierung stehen entsprechende Impulse für den ökologischen Wandel noch vor der Begrenzung der Folgen des Ukraine-Krieges und der Förderung der Digitalisierung – das gesamte Subventionsvolumen steigt vor allem aufgrund der Programme im Klima- und Transformationsfonds von 37,9 Milliarden Euro im Jahr 2021 auf 67,1 Milliarden Euro für 2024, wobei die Förderung von Maßnahmen der Energieeffizienz und erneuerbarer Energien im Gebäudebereich die größte Finanzhilfe darstellt.¹⁴

Vor dem Hintergrund dieses politischen Rahmens steht das Thema Nachhaltigkeit auch auf Seiten der internationalen und nationalen Regulierung im sich stets weiterentwickelnden Fokus. Durch zahlreiche Initiativen und Gesetze haben sich umfangreiche ESG-Anforderungen für institutionelle Investoren im Allgemeinen und

¹⁰ Europäische Kommission vom 14. Januar 2020: Finanzierung des ökologischen Wandels: Der Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa und der Mechanismus für einen gerechten Übergang

¹¹ n-tv: „Klimaschutzgesetz in Teilen verfassungswidrig“, <https://www.n-tv.de/politik/Klimaschutzgesetz-in-Teilen-verfassungswidrig-article22521877.html>

¹² Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: „Deutsche Klimaschutzpolitik“, <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Artikel/Industrie/klimaschutz-deutsche-klimaschutzpolitik.html>

¹³ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/suche/29-subventionsbericht-2217644>

¹⁴ DIHK: „Förderung der Transformation zu Klimaneutralität lässt Subventionen steigen“, <https://www.dihk.de/de/foerderung-der-transformation-zu-klimaneutralitaet-laesst-subventionen-steigen-102786>

Versicherer im Speziellen in den vergangenen Jahren ergeben, die sich zunehmend konkretisieren¹⁵. 2019 hatte beispielsweise die BaFin ein Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlicht. Darin empfiehlt sie, eigenständige Nachhaltigkeitsstrategien zu entwickeln oder bestehende Strategien entsprechend anzupassen.¹⁶ Mit der EU-Verordnung zu nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten sind Finanzmarktteilnehmer seit dem 10. März 2021 verpflichtet, Informationen zu ihren Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in Investitionsentscheidungsprozessen offenzulegen. Hierzu hat sich Ende 2020 in Deutschland die Branchen-Initiative "Nachhaltigkeit in der Lebensversicherung" gegründet, um die Entwicklung IDD-konformer Beratungsprozesse bezüglich ESG-Themen zu unterstützen.¹⁷ Die EU-Verordnung zur Taxonomie verpflichtet Anbieter nachhaltiger Finanzprodukte ab Dezember 2020 zu berichten, wie sie die Taxonomie zur Bestimmung der Nachhaltigkeit der zugrundeliegenden Anlagen herangezogen haben.¹⁸

Am 31. Juli 2023 hat die Europäische Kommission die delegierte Verordnung zum ersten Satz der European Sustainability Reporting Standards (ESRS) veröffentlicht und damit verbindliche Standards zur Nachhaltigkeitsberichterstattung in der EU festgelegt.¹⁹ Diese konkretisieren die Anforderungen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), die mit Erstanwendungszeitpunkt zum 1. Januar 2024 die nicht-finanzielle Nachhaltigkeitsberichterstattung für europäische Unternehmen regelt. Inwiefern sich hieraus Auswirkungen auf das konkrete Anlageverhalten sowohl institutioneller als auch privater Anleger ergeben, bleibt entsprechend abzuwarten.

¹⁵ Für die spezifischen Entwicklungen in den ersten drei Quartalen 2022 vgl. die entsprechenden Angaben im Abschnitt „Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2022“

¹⁶ BaFin vom 20. Dezember 2019: „Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken“

¹⁷ Versicherungsmagazin vom 23. Dezember 2020: „Branchen-Initiative "Nachhaltigkeit in der Lebensversicherung" ist gestartet“, <https://www.versicherungsmagazin.de/rubriken/branche/branchen-initiative-nachhaltigkeit-in-der-lebensversicherung-ist-gestartet-2696373.html>

¹⁸ Verordnung (EU) 2019/2088 Transparenz-Verordnung und Verordnung (EU) 2020/852 Taxonomie-Verordnung

¹⁹ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-Erste-europaische-Standards-fur-die-Nachhaltigkeitsberichterstattung_de

Im Kontext der institutionellen Kapitalanlage bedeutet Nachhaltigkeit die Gestaltung von Investmentprozessen und Anlagestrategien unter Berücksichtigung der regulatorischen Anforderungen zu ESG-Aspekten sowie das mögliche Bekenntnis zu öffentlichen Standards und Prinzipien (z.B. Principles of Responsible Investment (PRI), BVI-Wohlverhaltensrichtlinien). Bei der nachhaltigen Kapitalanlage wird das klassische Dreieck der Anlagekriterien – Rendite, Risiko und Liquidität – um das Kriterium der Nachhaltigkeit des Anlageobjekts bzw. der Mittelverwendung ergänzt.²⁰ Als Anlage-Universum bieten sich Produkte und Anlagevehikel an, die entsprechende Aspekte in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Dabei können Schwerpunkte auf unterschiedliche Anlagestrategien gelegt werden.²¹ Laut einer PwC-Studie agieren Versicherer damit wie alle Investoren im Spannungsfeld von Nachhaltigkeit und Renditeansprüchen.²²

Aufgrund des ohnehin langfristigen Anlagehorizonts im Altersvorsorgebereich waren Versicherer bemüht, Nachhaltigkeit bei ihren Investmententscheidungen so zu berücksichtigen, dass kein Nachteil für andere Ziele entstanden ist. Mit der nun deutlich zunehmenden Konzentration auf nachhaltige Anlagekriterien könnten vor allem entsprechende Nachhaltigkeitsrisiken in den Anlageportfolien in den Fokus rücken.

²⁰ Versicherungsbote vom 23. Oktober 2019: Megatrend Nachhaltigkeit: Vom magischen Kapitalanlage-Dreieck zum -Viereck, <https://www.versicherungsbote.de/id/4885959/Megatrend-Nachhaltigkeit-Kapitalanlage-Dreieck-Viereck/>

²¹ Begriffsdefinitionen und nähere Details zur Regulatorik befinden sich im diesjährigen Ergebnisbericht der DAV-Arbeitsgruppe Nachhaltige Investments

²² PwC: „Investor:innen legen deutlichen Fokus auf Nachhaltigkeitsaspekte“, <https://www.pwc.de/de/nachhaltigkeit/global-investor-esg-survey.html>

3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2023

Die Arbeitsgruppe hält im Hinblick auf die anstehende Berichterstattung in den Erläuterungsberichten der Verantwortlichen Aktuar für das Geschäftsjahr 2023 die folgenden Kapitalanlagethemen im Allgemeinen für relevant:

- Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2023
- Inflation
- Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen
- Stille Lasten
- Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage
- Liquiditäts- und Stornorisiken
- Immobilien und verwandte Assetklassen
- Nachhaltige Kapitalanlagen
- Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken

Abhängig von Bestand und Neuanlage der unternehmensspezifischen Kapitalanlagen und seiner persönlichen Einschätzung und Wertung wird jeder Verantwortliche Aktuar hieraus eine geeignete Auswahl für seine eigene Berichterstattung treffen können.

Zwischen den oben genannten Themen gibt es teilweise Überschneidungen, insbesondere hinsichtlich zugrundeliegender Treiber. Aufgrund der unterschiedlichen Bedeutung für einzelne Unternehmen und den Verantwortlichen Aktuar wurden die dabei vereinzelt auftretenden Redundanzen bewusst in Kauf genommen; dabei hat die Arbeitsgruppe versucht, die Detailtiefe der Bedeutung für das jeweilige Thema entsprechend anzupassen.

3.1 Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2023

Die Entwicklung der Kapitalmärkte in den ersten drei Quartalen des Jahres 2023 waren im Wesentlichen von geopolitischen Krisen und der hohen Inflation geprägt. Bedeutende Zentralbanken haben weiterhin die Zinsen angehoben. Nachfolgend wird ein Überblick über die diversen Geschehnisse gegeben, wobei die Arbeitsgruppe auf öffentlich verfügbare Quellen zurückgegriffen hat.

Geopolitische Krisen

Insgesamt hat der Ukraine-Krieg zu einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik geführt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht davon aus, dass im Jahr 2023 mehr als ein Drittel der Weltwirtschaft schrumpfen wird. Grund dafür seien neben den Auswirkungen des Ukraine-Krieges auch die Nachwehen der Corona-Pandemie. In den USA, der Europäischen Union und China werde das Wachstum stagnieren, prognostiziert der IWF.

Seit dem russischen Überfall auf die Ukraine am 24. Februar 2022 und dem seitdem andauernden Ukraine-Krieg gibt es mannigfaltige Auswirkungen auf die deutsche und die globale Wirtschaft. Einige Branchen wie Rüstungsbranche, Energiekonzerne, erneuerbaren Energien und die IT-Sicherheitsbranche profitieren von diesem Krieg. Die meisten Branchen leiden jedoch unter den Folgen des Krieges. Vor allem Unternehmen, die in Russland oder im Handel mit Osteuropa aktiv sind, verzeichnen deutliche Einbußen. Steigende Preise, Lieferengpässe und Unsicherheiten machen aber auch vielen weiteren Branchen zu schaffen: beispielsweise der energieintensiven Pharma- und Chemieindustrie, dem inflationssensitiven Einzelhandel und der Gastronomie.²³

Im China-Taiwan-Konflikt nehmen die Spannungen immer weiter zu. Eine Lösung des Konflikts ist derzeit nicht in Sicht. Etwa ein Drittel des Welthandels wird in der Region des Südchinesischen Meers abgewickelt. Die Region ist somit von großer wirtschaftlicher und geopolitischer Bedeutung.²⁴

²³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/gewinner-verlierer-ukrainekrieg-101.html>, aufgerufen am 25.10.2023

²⁴ [Taiwan-Konflikt: Chinas Machtanspruch im Südchinesischen Meer | ZEIT ONLINE](#), aufgerufen am 25.10.2023

Die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von der Volksrepublik China hat in den vergangenen Jahren weiter zugenommen. Seit 2016 ist China gemessen am gesamten Handelsvolumen der wichtigste Handelspartner Deutschlands. Laut Statistischem Bundesamt erreichte der wechselseitige Warenaustausch im Jahr 2022 fast 299 Mrd. Euro. Davon entfallen 192 Mrd. Euro auf Importe aus China und 107 Mrd. auf Exporte nach China. Der größte Anteil am Export sind Kraftfahrzeuge und Kraftfahrzeugteile, mit Abstand folgen elektronische Bauteile und weitere Maschinen. Sollte es zu nachhaltigen Störungen des China-Handels kommen, wären die Folgen für diese Schlüsselbranchen enorm. Der größte Anteil am Import sind Elektrogeräte. Die Substitution der in erheblichen Zahlen eingeführten Elektrogeräte und elektronischen Bauteile würde deutsche Unternehmen vor erhebliche Probleme stellen. Dabei sind nicht allein die Kosten ein wesentlicher Faktor, sondern auch die benötigten Volumina.²⁵

Die Eskalation im Nahen Osten nach den Angriffen der Terrororganisation Hamas auf Israel beunruhigt die Märkte. Nach dem Angriff auf Israel verliert der Dax nur leicht, der Ölpreis legt jedoch deutlich zu. Wirtschaftsforscher rechnen mit einer wachsenden Unsicherheit. Der Chefvolkswirt der Dekabank äußert: „Die entscheidende Frage ist, ob sich aus der komplexen Lage im Nahen Osten eine weitere Eskalation entwickelt. Diese Möglichkeit muss man eher annehmen als früher, weswegen erhöhte Wachsamkeit das Gebot der Stunde ist.“²⁶

Energiekosten

Die Energiekosten sind ein bedeutender Einflussfaktor für die Entwicklung der Wirtschaft. Ein Anstieg würde die Inflation in vielen Ländern wieder in die Höhe treiben und die Notenbanken unter Druck setzen, die Zinsen weiter zu erhöhen, um die Inflation einzudämmen.

Seit Herbst 2022 bis Juni 2023 zeigte der Ölpreis eine fallende Tendenz. Danach stieg er wieder bis Ende September auf das Niveau des Herbstes 2022 an. Getrieben wurden die Preise vor allem durch das knappe Angebot großer Förderländer wie Saudi-Arabien und Russland. Beide Länder bestätigten am 04. Oktober 2023, dass sie die Förderkürzungen bis zum Ende des Jahres beibehalten wollen. Aufgrund eines wachsenden Konjunkturpessimismus an den Finanzmärkten fiel

²⁵ [Wo die wirtschaftliche Abhängigkeit von China am größten ist | tagesschau.de](https://www.tagesschau.de/wirtschaft/china-abhaengigkeit), aufgerufen am 25.10.2023

²⁶ [Krieg im Nahen Osten erinnert an alte Sorgen: Angst vor steigendem Ölpreis \(faz.net\)](https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/krieg-im-nahen-osten-erinnert-an-alte-sorgen-angst-vor-steigendem-oelpreis-17311111.html), aufgerufen am 25.10.2023

der Ölpreis jedoch Anfang Oktober bis zur Eskalation im Nahen Osten.²⁷ Die zukünftige Entwicklung des Ölpreises wird stark von den weiteren Entwicklungen im Nahen Osten abhängen.

Der Gaspreis ist seit 2022 kontinuierlich gesunken und hat im Jahr 2023 seit Ausbruch des Ukraine-Krieges einen Tiefstwert erreicht. Seitdem schwankt der Gaspreis leicht auf dem Niveau des Winters 2020/2021 mit Tendenz nach oben.

Gemäß Lagebericht der Bundesnetzagentur vom 05. Oktober 2023 ist die Gasversorgung in Deutschland stabil. Die Versorgungssicherheit sei gewährleistet. Die Ausgangslage für den Winter 2023/24 sei deutlich besser als vor einem Jahr, jedoch verblieben Restrisiken. Um die Gasversorgung für den kommenden Winter zu sichern, müsse bis zum 1. November 2023 ein Speicherfüllstand von 95 % erreicht werden. Dieses Ziel wurde bereits Ende September erreicht.²⁸

Die Gas- sowie Strompreisbremse sind ursprünglich bis zum 31. Dezember 2023 befristet. Die Bundesregierung will sie aber verlängern. Das Wirtschaftsministerium rechnet bei einer Verlängerung der Energiepreisbremsen bis Ende April 2024 mit Ausgaben für den Bund von rund 14 Milliarden Euro.²⁹

Derzeit ringen die EU-Länder um eine Strommarktreform und das Bereitstellen von günstigem Industriestrom. Auch die Ampel-Koalition diskutiert noch die Einführung und die Ausgestaltung einer Maßnahme Industriestrom bzw. Brückenstrompreis.³⁰

Am 18. April 2023 hat das Europäische Parlament die politische Einigung zur Reform des EU-Emissionshandels vom 18. Dezember 2022 bestätigt. Der Europäische Emissionshandel wird auf fast alle Sektoren ausgeweitet, insbesondere auf die Bereiche Gebäude und Verkehr. Ca. 85 % aller europäischen CO₂-Emissionen sind damit zukünftig an Zertifikate bzw. Emissionsrechte gebunden. Deren Menge sinkt kontinuierlich ab – entsprechend der europäischen Klimaziele. Produkte,

²⁷ [Ölpreise fallen deutlich wegen Konjunktursorgen - DER SPIEGEL](#), abgerufen am 25.10.2023

²⁸ [231005_gaslage.pdf \(bundesnetzagentur.de\)](#) und [Gaspreisentwicklung: Gaspreise stabilisieren sich auf hohem Niveau \(handelsblatt.com\)](#), abgerufen am 25.10.2023

²⁹ [Gas und Strom: Verlängerung von Energiepreisbremsen kostet Staat viele Milliarden Euro - DER SPIEGEL](#), abgerufen am 25.10.2023

³⁰ [Habeck betont Notwendigkeit von günstigerem Industriestrom - Industrie - DIE RHEINPFALZ](#) und [Länderchefs geschlossen für Industriestrompreis | tagesschau.de](#), abgerufen am 25.10.2023

Waren und Dienstleistung werden entsprechend der durch sie verursachten CO₂-Emissionen teurer. Es ist beispielsweise geplant, den CO₂-Preis für Sprit, Heizöl und Gas zum Jahr 2024 deutlich anzuheben: Ein entsprechender Gesetzentwurf sieht einen Anstieg von bisher 30 auf künftig 40 Euro pro ausgestoßener Tonne Kohlendioxid vor. Damit dürften sich Benzin und Diesel um ungefähr drei Cent je Liter verteuern. Um die finanziellen Belastungen der zusätzlichen CO₂-Bepreisung für einkommensschwächere Haushalte abzufedern, wird u.a. ein neuer Klimasozialfonds in Höhe von 65 Milliarden Euro eingerichtet.³¹

Inflation

Nach einem Höchststand von +8,8 % im Oktober 2022 ist die Inflationsrate auf +4,5 % im September 2023 gefallen. Der vorläufige Wert für Oktober liegt nach Angaben des Statistischen Bundesamtes bei +3,8 %. Treiber sind die gestiegenen Preise für Nahrungsmittel. Demgegenüber steht ein Rückgang bei Energieprodukten, mit Ausnahme von Strom. Deutliche Auswirkungen zeigt auch der Wegfall des bis August 2022 verfügbaren 9-Euro-Tickets.

Konjunkturentwicklungen und -aussichten

Deutschland und Europa

In Deutschland hat sich die Konjunktur in den ersten drei Quartalen 2023 schwach entwickelt. Die Ende 2022 vorhandenen Rezessionsorgen (vgl. Ergebnisbericht aus 2022) haben sich zumindest in der Tendenz bestätigt.

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist, jeweils gegenüber dem Vorquartal, nach einem Rückgang von 0,4 % im vierten Quartal 2022 in den ersten drei Quartalen 2023 nahezu unverändert geblieben bzw. leicht gesunken. Derzeit befindet sich Deutschland damit in einer Phase der Stagnation bzw. Rezession.

³¹ [BMWK - Europäisches Parlament bestätigt Einigung zur Reform des EU-Emissionshandel](#) und [CO₂-Steuer: Was der Anstieg für Autofahrer bedeutet \(adac.de\)](#), abgerufen am 25.10.2023

BIP Deutschland, preis-, saison- und kalenderbereinigt, Veränderung ggü. Vorquartal in %:

2022				2023		
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
1,0	-0,1	0,4	-0,4	0,0	0,1	-0,1

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 02.11.2023³²

Für das gesamte Jahr 2023 rechnen Wirtschaftsinstitute für Deutschland mit einem leichten Rückgang, einhergehend mit einer positiveren Entwicklung ab 2024:

- Das RWI-Institut schreibt in einer Pressemitteilung: „Aufschwung in Deutschland verzögert sich“. Für 2023 wird dort mit einem Rückgang des BIP um 0,6 % gerechnet, für 2024 wird die Prognose von 2 % auf 1,1 % gesenkt.³³
- Die ifo Konjunkturprognose geht von einem Rückgang für 2023 um 0,4 % aus, für 2024 zeigt die Prognose einen Anstieg um 1,4 %. „Anders als bislang erwartet dürfte die Erholung in der zweiten Jahreshälfte ausbleiben. Die Abkühlung setzt sich fort, in nahezu allen Branchen steht die Tendenz auf Flaute“ so Prof. Dr. Timo Wollmershäuser, Stellvertretender Leiter des ifo Zentrums für Makroökonomik und Befragungen und Leiter Konjunkturprognosen.³⁴
- Etwas verhaltener zeigt sich die Prognose des Instituts für Makroökonomie (IMK). Für 2023 wird auch hier ein Rückgang um 0,5 % erwartet. Für 2024 wird jedoch nur ein Anstieg um 0,7 % prognostiziert.³⁵

Als Hauptgründe für die anhaltend geringen Wachstumsraten werden vor allem die weiterhin hohe Inflation einhergehend mit Zinsanstieg und Leitzinserhöhungen der EZB, die Reduktion der Kaufkraft der privaten Haushalte sowie eine Ab-

³²https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/10/PD23_420_811.html, aufgerufen am 02.11.2023

³³ <https://www.rwi-essen.de/presse/wissenschaftskommunikation/pressemitteilungen/detail/rwi-konjunkturprognose-aufschwung-in-deutschland-verzoegert-sich>, aufgerufen am 02.10.2023

³⁴ <https://www.ifo.de/fakten/2023-09-07/ifo-konjunkturprognose-herbst-2023-konjunktur-deutschland-kuehlt-weiter-ab>, aufgerufen am 02.10.2023

³⁵ <https://www.imk-boeckler.de/de/pressemitteilungen-15992-deutsche-wirtschaft-schrumpft-in-diesem-jahr-um-0-5-prozent-2024-wachstum-um-0-7-prozent-52277.htm>, aufgerufen am 02.10.2023

kühlung der Weltkonjunktur genannt. Gegenläufige Effekte durch Verbesserungen bei Verfügbarkeiten („Lieferengpässe“) und Rückgängen bei Energiepreisen konnten dies nicht vollständig kompensieren.³⁶

Im internationalen Vergleich zeigte sich die Konjunktorentwicklung in Deutschland schwächer als im gesamten Euroraum, und auch deutlich schwächer als in den USA.

BIP, preis-, saison- und kalenderbereinigt 2. Quartal 2023, Veränderung in %:

	USA	Euroraum	EU27	Frankreich	Italien	Spanien	Deutschland
Vorquartal	0,6	0,3	0,0	0,5	-0,3	0,4	0,1
Vorjahresquartal	2,6	0,6	0,5	0,9	0,6	1,8	-0,1

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 02.10.2023³⁷

Die EU-Kommission hat in ihrer Prognose vom 11. September 2023 für das Wirtschaftswachstum in der EU in 2023 mit 0,8 % ihre Schätzung aus dem Mai von 1,1 % etwas nach unten angepasst.³⁸

USA

In den USA hat sich die Wirtschaft nach den Rückschlägen im ersten Quartal 2022, v.a. bedingt durch den Ausbruch des Kriegs in der Ukraine, schneller erholt als die Wirtschaft in der EU.

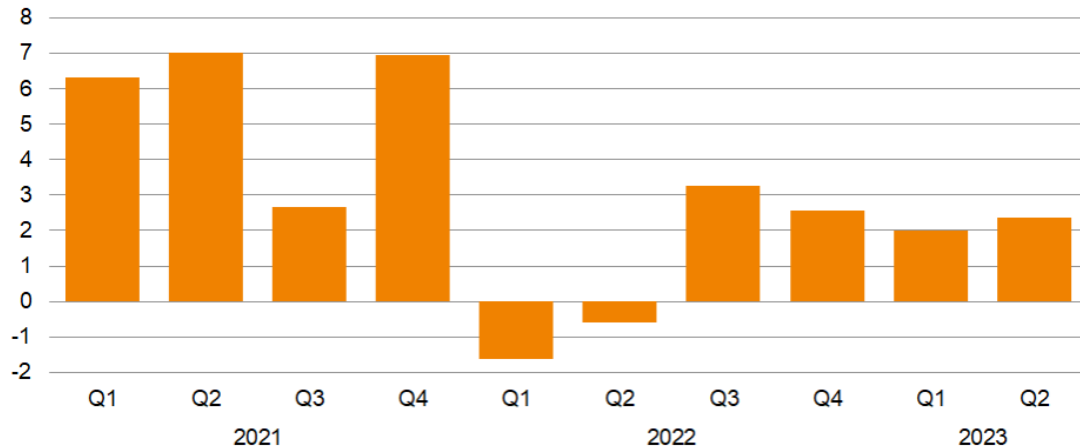
³⁶ <https://www.ifo.de/fakten/2023-09-07/ifo-konjunkturprognose-herbst-2023-konjunktur-deutschland-kuehlt-weiter-ab>, aufgerufen am 02.10.2023

³⁷ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/08/PD23_336_811.html, aufgerufen am 02.10.2023

³⁸ <https://www.zeit.de/news/2023-09/11/eu-kommission-senkt-konjunkturprognose>, aufgerufen am 02.10.2023

USA: WIRTSCHAFT WÄCHST SOLIDE

VERÄNDERUNG DES BRUTTOINLANDSPRODUKTS Q/Q IN %, ANNUALISIERTE RATE



Quelle: DZ Bank, Stand: 08.10.2023³⁹

Im 3. Quartal 2023 legte das BIP der USA um 4,9 % zu (gegenüber Vorquartal, annualisiert).⁴⁰

Ein wichtiger Faktor für die robuste Konjunktorentwicklung ist die gute Beschäftigungssituation und damit verbunden stabile Konsumausgaben.⁴¹ Seit Anfang 2022 liegt die Arbeitslosenquote unter 4 %.⁴²

Eine große Herausforderung war und ist auch in den USA die Senkung der gestiegenen Inflationsraten. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat, wie die Europäische Zentralbank (EZB), auch in 2023 die Leitzinsen mehrfach angehoben. Im Unterschied zur EZB waren die Zinssprünge allerdings größer und die Leitzinsen befinden sich per 30.09.2023 auf einem um ca. 1 %-Punkt höheren Niveau (vgl. Abschnitt 3.3). Neben der Inflation stellten in 2023 die Entwicklungen auf den Immobilienmärkten große Herausforderungen infolge des Zinsanstiegs (vgl. auch Abschnitt 3.7) dar. Neben den makroökonomischen Herausforderungen gab es auch besondere Ereignisse.

³⁹ [USA: Solides Wirtschaftswachstum trotz Rezessionsrisiken \(dzbank.de\)](https://www.dzbank.de), aufgerufen am 08.10.2023

⁴⁰ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/usa-konjunktur-wirtschaftswachstum-bip-100.html>, aufgerufen am 02.11.2023

⁴¹ [US-Wirtschaft wächst stärker als erwartet \(handelsblatt.com\)](https://www.handelsblatt.com), aufgerufen am 21.10.2023

⁴² [Arbeitsmarkt - US-Arbeitsmarkt zeigt sich überraschend stark - Wirtschaft - SZ.de \(sueddeutsche.de\)](https://www.sueddeutsche.de), aufgerufen am 08.10.2023

Im März 2023 mussten innerhalb von fünf Tagen drei kleine bis mittelgroße US-amerikanische Banken (Silicon Valley Bank, Silvergate Bank und Signature Bank) aufgrund von Zahlungsunfähigkeit schließen. Die US-Regierung beschloss umgehend außerordentliche Maßnahmen, insbesondere das Notfallkreditprogramm Bank Term Funding Program (BTFP). Befürchtungen einer Ausweitung auf weitere Teile des Bankensektors und Vergleiche mit der Bankenkrise von 2008 bestätigten sich in den Folgemonaten bisher nicht.⁴³

Die Fed erwartet in ihrer im September 2023 veröffentlichten Prognose für 2023 und 2024 weiterhin stabile Wachstumsraten. Das BIP der weltgrößten Volkswirtschaft wird demnach 2023 um 2,1 % wachsen und damit 1,1 %-Punkte mehr als noch im Juni prognostiziert. Für 2024 sagt die Fed ein Wachstum von 1,5 % voraus.⁴⁴

China

Das BIP der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt ist im dritten Quartal um 4,9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum gestiegen und damit deutlicher als von vielen Experten erwartet.⁴⁵

In 2023 war vor allem der kriselnde Immobiliensektor im Fokus, er steht für rund ein Viertel des BIP. Seit Beginn der Corona-Krise steckt die Branche in der Krise. So wurde bekannt, dass auch Country Garden in einer Finanzklemme steckt. Einer der größten Immobilienentwickler des Landes konnte zwei fällige Zinszahlungen für Kredite nicht leisten und setzte die Notierung von rund einem Dutzend Anleihen aus. Dazu kommt der riesige Schuldenberg von Evergrande, der aus den lange verzögerten Bilanzdaten für die vergangenen zwei Jahre hervorgeht.⁴⁶ Die chinesische Staatsführung hat reagiert, u.a. indem Regeln für die Kreditaufnahme zur Unterstützung von Hauskäufern gelockert werden sollen, Vorzugskredite zum Kauf eines Eigenheims gewährt werden und Immobilieninvestitionen in unterent-

⁴³ [Bankenkrise 2023 - Wikipedia](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁴⁴ [Konjunktur - US-Notenbank lässt Leitzins unverändert - Wirtschaft - SZ.de \(sueddeutsche.de\)](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁴⁵ [Chinas Wirtschaftswachstum übertrifft Erwartungen | tagesschau.de](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁴⁶ [Immobilienkrise in China droht Finanzsektor zu erreichen | tagesschau.de](#), aufgerufen am 21.10.2023

wickelten Teilen von Megastädten durch neue Richtlinien gefördert werden sollen.⁴⁷ Für weitere Ausführungen sei auf den Abschnitt 3.7 zu Immobilien verwiesen.

Im Gegensatz zu Fed und EZB setzte die chinesische Notenbank in 2023 auf eine lockere Geldpolitik. Sie stellte zum einen umfangreiche Kreditfazilitäten zur Verfügung und hat zum anderen auch Leitzinsen gesenkt.⁴⁸

Der IWF rechnet für China in 2023 mit einem Zuwachs von 5 % und in 2024 mit einem Plus von 4,3 %. Damit geht der IWF von einer Normalisierung der chinesischen Wirtschaft aus, bei weiterhin vorhandenen Risiken im Immobiliensektor.⁴⁹

⁵⁰

Weltweit geht der Internationale Währungsfonds (IWF) in seiner Oktober-Prognose von einem Wachstum von 3,0 % in 2023 und 2,9 % in 2024 aus.⁵¹

Die IWF-Prognose der größten Volkswirtschaften der Welt für 2023 ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:

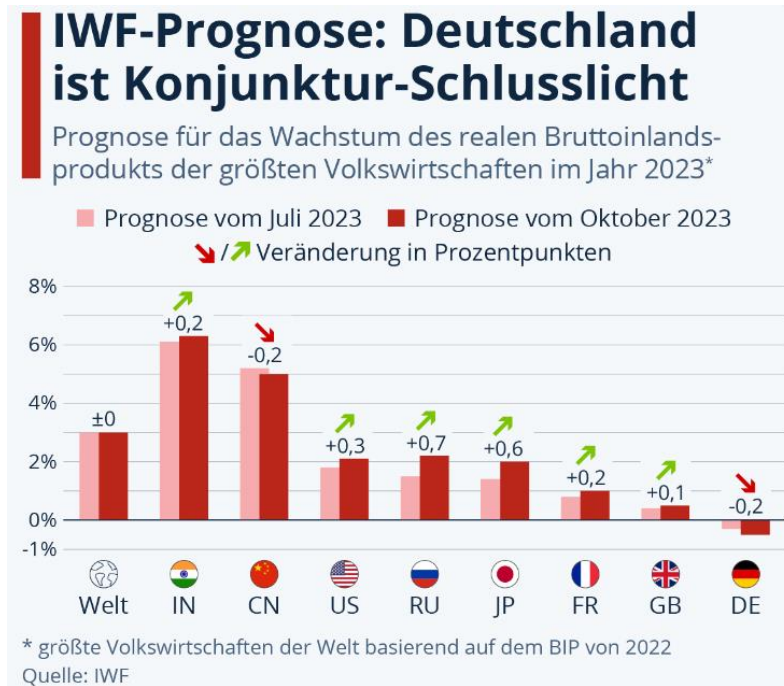
⁴⁷ [Chinas Kampf gegen die Immobilienkrise – DW – 01.09.2023](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁴⁸ [China: Zentralbank stützt Finanzsystem mit Milliardenspritze - DER SPIEGEL](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁴⁹ [Russlands Wachstum trotz Krieg überrascht laut IWF-Prognose \(faz.net\)](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁵⁰ [Chinas Geldpolitik: Zentralkbank senkt überraschend Leitzinssatz \(faz.net\)](#), aufgerufen am 21.10.2023

⁵¹ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/konjunktur/iwf-weltwirtschaft-104.html>, aufgerufen am 21.10.2023



Quelle: Statista, Stand: 21.10.2023⁵²

Covid-19-Pandemie

Obwohl die Weltgesundheitsorganisation (WHO) im Mai verkündet hat, dass COVID-19 nicht mehr als globale Gesundheitsnotlage betrachtet wird, sind die Auswirkungen auf die Wirtschaft weiterhin spürbar.

Nach dem jüngsten Konjunkturbericht⁵³ des RWI Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung sind weiterhin Nachholeffekte in der Nachfragestruktur erkennbar, wobei private Haushalte ihre angesammelten Ersparnisse vermehrt für Dienstleistungen wie Tourismus nutzen. Dennoch deuten globale Einkaufsmangerindizes auf eine sich verschlechternde Konjunktur im Dienstleistungssektor hin.

In vielen Ländern trägt der private Konsum zur wirtschaftlichen Stabilität bei. Unterstützt wird dieser durch gesteigerte Realeinkommen aufgrund rückläufiger

⁵² <https://de.statista.com/infografik/23188/iwf-prognose-zur-veraenderung-des-realen-bip/>, aufgerufen am 21.10.2023

⁵³ https://www.rwi-essen.de/fileadmin/user_upload/RWI/Publikationen/Konjunkturberichte/rwi-kb_3-2023.pdf, aufgerufen am 30.10.2023

Inflationsraten und fiskalpolitischer Maßnahmen, sowie durch robuste Arbeitsmärkte. Auch die Lieferketten, die schwerwiegend durch die Pandemie gestört wurden, haben sich weitgehend normalisiert. So sind nach Informationen des Internationalen Währungsfonds⁵⁴ die Transportkosten und die Lieferzeiten wieder auf das Niveau vor der Pandemie zurückgekehrt.

EZB und Fed-Politik 2023

In Abkehr von der ultra-lockeren Geldpolitik der Vorjahre mit dem erhofften Ziel, durch hohe Liquidität möglichst günstige Finanzierungen und somit Investitionen und Wirtschaftswachstum in der Eurozone zu erreichen, hatte die EZB nach langem Zögern im Juli 2022 erstmals seit 2016 die Leitzinsen wieder angehoben, um damit die massiv gestiegene Inflation zu bekämpfen⁵⁵. Nach drei weiteren Erhöhungen lag der Hauptleitzins (Zinssatz für Refinanzierungsgeschäfte der Banken) am Jahresende bei 2,5 %.

Die Leitzinserhöhungen⁵⁶ wurden auch im Jahr 2023 fortgesetzt. Im Februar und im März wurde der Refinanzierungsleitzins um jeweils 0,5 %-Punkte erhöht, bevor sich das Tempo auf Erhöhungen um jeweils 0,25 %-Punkte im Mai, Juni, August und September reduzierte. Seit dem 14.09.2023 gilt ein Satz von 4,5 %. Diese Höhe galt zuletzt im Jahr 2001. Die Zinssätze für die insbesondere aus der Bankenwelt bekannte Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität, die für die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen eine Bedeutung hat, wurden ebenfalls um 0,25 %-Punkte auf nun 4,75 % bzw. 4,00 % erhöht.

Trotz einer seit dem Sommer zurückgehenden Inflation (s. Abschnitt 3.2) führt die EZB in der Begründung ihrer Zinserhöhung vom 14.09.2023 jedoch ihre Erwartung aus, dass sie zu lange zu hoch bleiben werde: Laut den Fachleuten der EZB dürfte die durchschnittliche Inflation 2023 bei 5,6 %, 2024 bei 3,2 % und 2025 bei 2,1 % liegen. Die EZB sei entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen und verweist auf die starke

⁵⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>, aufgerufen am 30.10.2023

⁵⁵ <https://www.deutschlandfunk.de/leitzins-ezb-verbraucher-zinserhoehung-100.html>, aufgerufen am 28.10.2023

⁵⁶ Eine Erläuterung der verschiedenen Leitzinsen findet sich unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Glossareintraege/L/002_Leitzinsen.html?view=renderHelp

Wirkung der bisherigen Maßnahmen. Aufgrund der zunehmenden Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die Binnennachfrage und der Abschwächung des internationalen Handels seien die Projektionen zum Wirtschaftswachstum erheblich gesenkt worden⁵⁷.

In seiner Sitzung vom 26.10.2023 beschloss der EZB-Rat zwar keine weitere Erhöhung der Leitzinsen, verweist dabei auf einen merklichen Rückgang der Inflation, stellt aber erneut seine Erwartung einer zu lange andauernden zu hohen Inflation dar und bekräftigt, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt würden⁵⁸.

Mit dem Beschluss des EZB-Rats vom 16. Dezember 2021 wurden bereits die Nettoankäufe des PEPP Ende März 2022 eingestellt⁵⁹. Auch mit der durch den EZB-Rat am 15.06.2023 beschlossenen Beendigung der Anleihekäufe im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP)⁶⁰ wird der Wechsel von einer expansiven zu einer restriktiven Geldpolitik deutlich, ebenso durch die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB, welche am Ende dieses Abschnitts in Zusammenschau mit der Federal Reserve Bank (Fed) beschrieben wird.

Die Geldpolitik der Federal Reserve Bank (Fed), also der US-amerikanischen Notenbank, war der EZB in 2022 sowohl bei den Anleihekaufprogrammen und bei den Zinserhöhungen zeitlich voraus. Die Leitzinsen wurden dort innerhalb von 16 Monaten elf Mal angehoben - zuletzt im Juli 2023 um 0,25 %-Punkte. Im März 2022 hatte der Leitzins noch in einer Spanne von 0,0 % bis 0,25 % gelegen. Die Sitzung am 20. September 2023 war somit die erste in genanntem Zeitraum, bei der kein weiterer Zinsschritt vollzogen wurde und der Leitzins innerhalb einer Spanne von 5,25 % bis 5,5 % beibehalten wurde. Explizit wurde jedoch betont, dass weitere Zinsanhebungen im Kampf gegen die Inflation auch in 2023 möglich

⁵⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.de.html>, aufgerufen am 28.10.2023

⁵⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231026~6028cea576.de.html>, aufgerufen am 28.10.2023

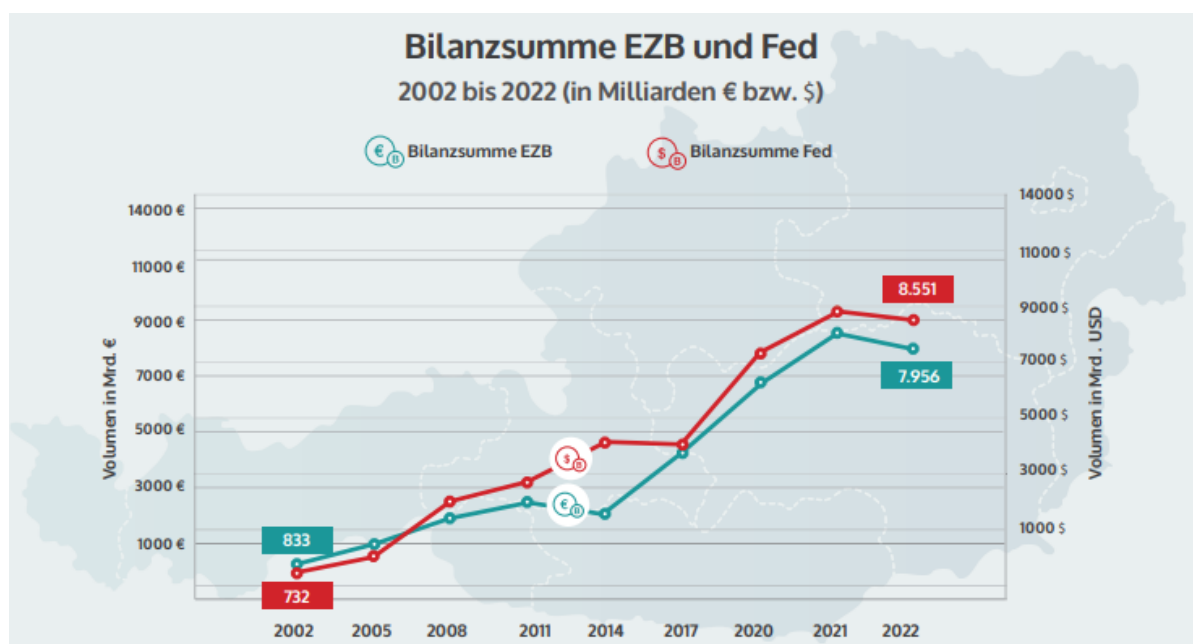
⁵⁹ <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--830356>, aufgerufen am 28.10.2023

⁶⁰ <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/asset-purchase-programme-app--830334>, aufgerufen am 28.10.2023

seien. Auch in der Sitzung am 1. November 2023 wurde der Leitzins jedoch nicht geändert.

Das Aussetzen der Zinsanhebungen wurde mit der weiterhin sinkenden Kerninflation der USA begründet - sie liegt im August 2023 bei 4,3 % gegenüber dem Vorjahresmonat und ist seit ihrem Höchstwert von 6,6 % im Oktober 2022 stetig gesunken. Das Ziel der Fed für die Kerninflation beträgt 2 %. Die Inflationsrate, bei der gegenüber der Kerninflation zusätzlich auch Kraftstoff- und Lebensmittelpreise berücksichtigt werden, war hingegen leicht auf 3,7 % gestiegen. Im Vergleich mit der Eurozone oder Deutschland ist dies jedoch ein deutlich niedrigerer Wert.

Eine gesamthafte Darstellung der zeitlichen Entwicklung der Zinsschritte von EZB und Fed findet sich in Abschnitt 3.3. Wie auch in Europa hinterlässt die Politik des Quantitative Easing und der anschließenden abrupten Abkehr von der ultra-lockeren Geldpolitik auch auf der Bilanz der Fed ihre Spuren. So haben sich die Bilanzsummen beider Zentralbanken nach dem Erreichen des Maximums in 2021 mittlerweile wieder leicht reduziert, s. folgende Abbildung.



Quelle: infina, Stand: 2.11.2023⁶¹

⁶¹ https://www.infina.at/fileadmin/content/trends/pdf_trends/Bilanzsumme-EZB-und-Fed-seit-2002-trendchart.pdf, aufgerufen am 2.11.2023

Der Rückgang der Bilanzsummen ist vorrangig auf fällig werdende Anleihen aus den oben genannten Anleihekaufprogrammen APP und PEPP zurückzuführen. Stand Ende Oktober 2023 ist ein weiteres Abschmelzen zu beobachten, die aktuelle Bilanzsumme der EZB beträgt 7,0 Mrd. Euro und die der Fed 7,9 Mrd. USD.

Aktienmärkte trotz Erholung weiter volatil

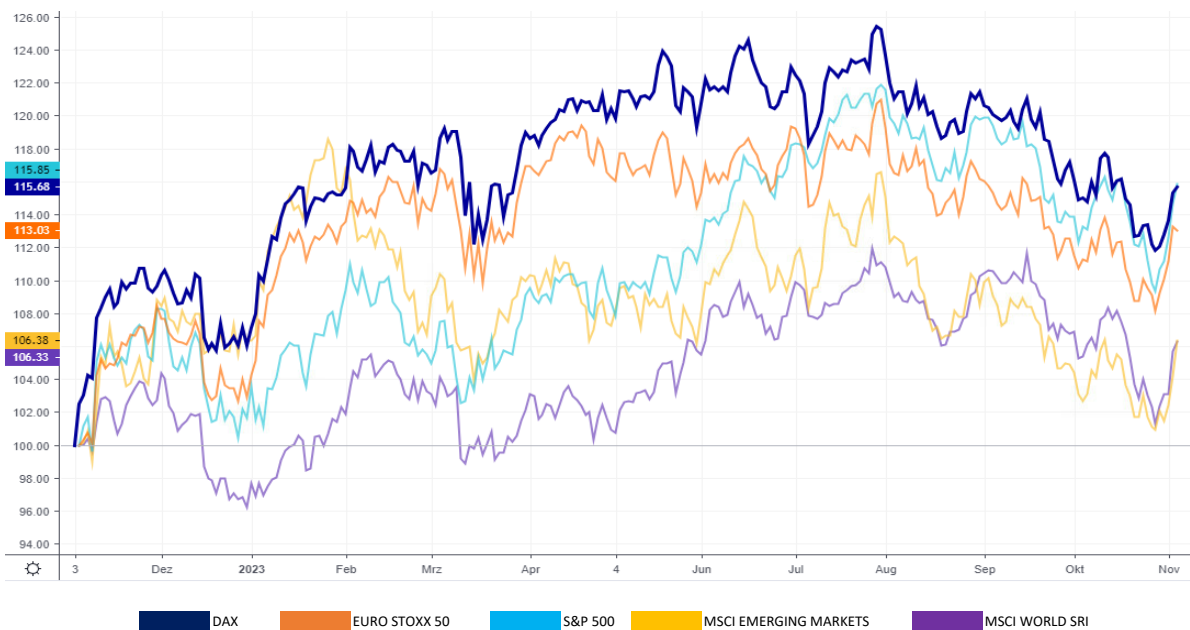
Die Aktienmärkte reagierten auch im Jahr 2023 deutlich auf die zahlreichen Entwicklungen und Unsicherheiten in der Welt, darunter vor allem auf:

- Ukraine-Krieg und Russland-Sanktionen
- Nahost-Krieg
- Taiwan-China-Konflikt und Chinas Immobilienkrise
- Weiterhin hohe Inflation (Kerninflation), einhergehend mit weiteren Erhöhungen von Leitzinsen seitens der Notenbanken
- Rezessionsorgen und negative Stimmung an den Märkten

Andererseits sind positive Einflüsse gegeben durch:

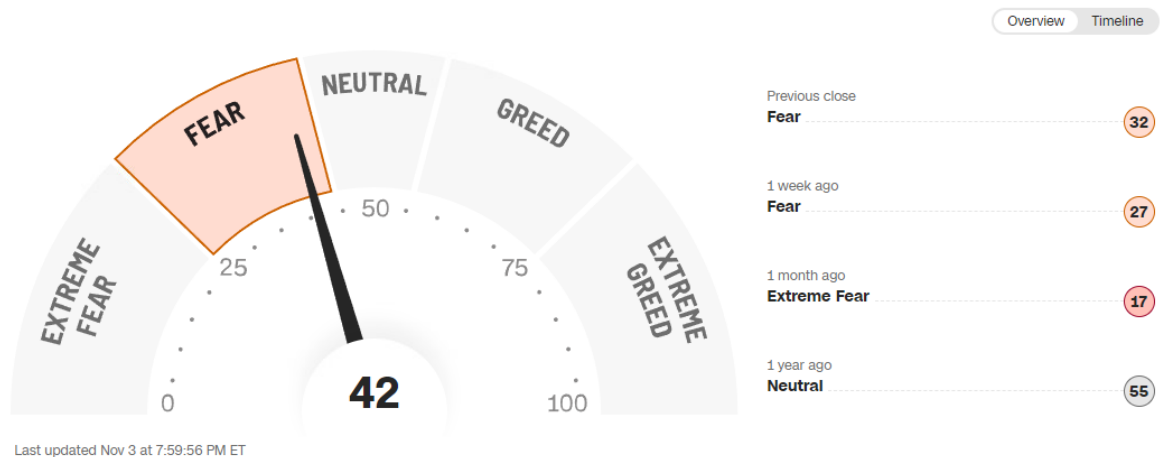
- Erholung im Tech-Sektor
- Hohes Nominalwachstum und damit höhere Unternehmensgewinne
- Sinkende Rohstoffpreise
- Steigende Kaufkraft
- Absehbares Ende der Zinserhöhungen
- Aufhellung des realen Wachstumsausblicks

Die großen Aktienmärkte haben sich insbesondere im ersten Halbjahr 2023 überraschend deutlich erholt, im dritten Quartal jedoch mit Rückschlägen. Die Skepsis und Nervosität am Markt bezüglich des weiteren Verlaufs ist hoch. Exemplarisch hier die Entwicklung fünf großer Indizes in 2023 (vgl. Abschnitt 3.8 zur Performance nachhaltiger Aktien-Indizes):

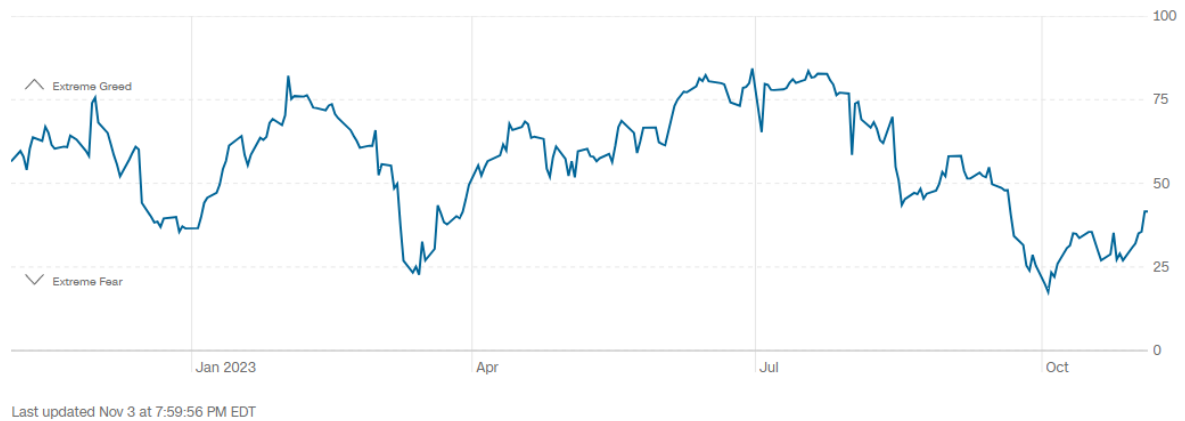


Quelle: [boerse-frankfurt.de](https://www.boerse-frankfurt.de)⁶²

Nachdem die Aktienindizes ihre in Summe positive Entwicklung der letzten Jahre in den ersten Quartalen 2023 fortgesetzt haben, werden Investoren zunehmend nervöser. Beispielhaft ist nachfolgend der sog. Fear & Greed Index von CNN aufgeführt:



⁶² <https://www.boerse-frankfurt.de/index/dax/charts>, aufgerufen am 04.11.2023



Quelle: CNN Business, Fear and Greed index (overview and timeline)⁶³

Nach deutlichen Marktwertrückgängen und Abschreibungen im Vorjahr könnten in diesem Jahr Zuschreibungen und steigende Reserven für Aktien überwiegen. Wenn die Aktienquote (im engeren Sinne) nach Absicherung in der Regel niedrig ist und bzw. oder die Anlagen nicht in der Direktanlage erfolgen, dürften die Auswirkungen jedoch überschaubar sein.

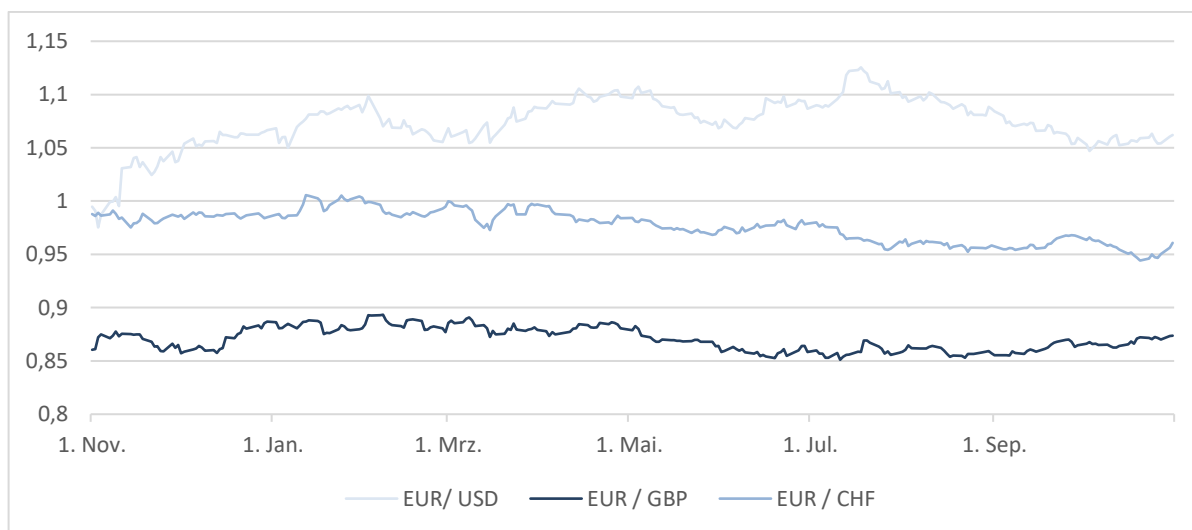
Entwicklung von Wechselkursen

- Euro (EUR) / US-Dollar (USD): In der ersten Jahreshälfte 2023 war eine deutliche Aufwertung des EUR zu beobachten. Gegenüber dem 31. Dezember 2022 stieg der Wechselkurs mit dem USD zum 18. Juli 2023 von 1,07 auf 1,13. In Q3 2023 war ein stetiger Rückgang bis zu 1,01 am 29. September zu sehen.
- EUR / Great British Pound (GBP): Den höchsten Stand erreichte der EUR mit 0,89 im Februar. Im weiteren Verlauf des Jahres folgte ein leichter Abbau bis 0,85 im Juli 2023. Im Durchschnitt (Oktober 2022 bis Oktober 2023) lag der Euro bei 0,87 pro GBP.

⁶³ <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>, aufgerufen am 04.11.2023

- EUR / Schweizer Franken (CHF): Analog des GBP erreichte der EUR den höchsten Stand pro CHF am Anfang des Jahres 2023 mit 1,01. Im Anschluss folgte ein Abbau, im Oktober lag der EUR bei 0,94 pro CHF. Der Durchschnitt der Periode Oktober 2022 bis Oktober 2023 ist 0,98.

Die Entwicklung der o.g. Wechselkurse von November 2022 bis November 2023 ist im nachfolgenden Chart dargestellt:



Quelle: EZB⁶⁴

Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt

Für detaillierte Ausführungen, auch mit Blick auf internationale Immobilienmärkte, sei auf den ausführlichen Abschnitt zu Immobilien verwiesen (siehe Abschnitt 3.7).

Der Immobilienmarkt in Deutschland ist im Jahr 2023 ebenfalls durch die zahlreichen äußeren Entwicklungen beeinflusst worden.

Deutlich gestiegene Zinsen und Baukosten belasten bei einer rückläufigen Nachfrage und sinkenden Immobilienpreisen vor allem das Geschäft von Immobilienentwicklern. So mussten in den letzten Monaten der Münchener Luxusimmobili-

⁶⁴ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.de.html

entwickler Euroboden, der auf den Büromarkt spezialisierte Development Partner sowie mehrere Gesellschaften der PROJECT Immobilien Gruppe und der Centrum-Gruppe Insolvenz anmelden.⁶⁵

Die seit Mitte des Jahres 2022 sinkenden Immobilienpreise belasten aber auch Immobiliengesellschaften, deren Ergebnisse durch außerplanmäßigen Abschreibungsbedarf auf ihre Immobilien belastet wird.

Die Entwicklungen belasten auch Immobilienfinanzierer. So betreiben Immobilienbanken wie die Deutsche Pfandbriefbank und die Aareal Bank eine stärkere Vorsorge für Kreditausfälle⁶⁶.

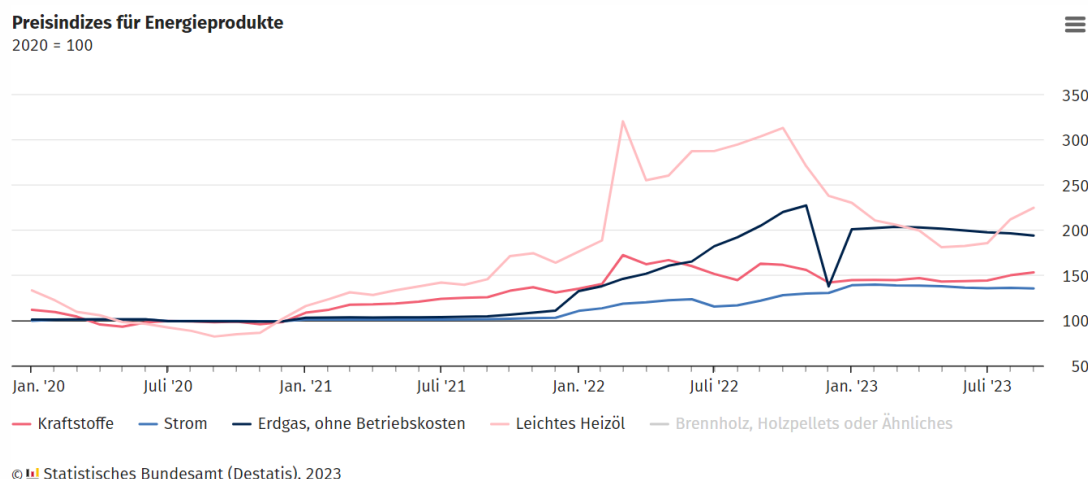
⁶⁵ <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/immobilienmarkt-in-der-krise-baukosten-und-schwache-entwicklung-19102289.html>, aufgerufen am 27.10.2023

⁶⁶ <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/immobilienmarkt-in-der-krise-baukosten-und-schwache-entwicklung-19102289.html>, aufgerufen am 27.10.2023

3.2 Inflation

Nach einem Höchststand von +8,8 % im Oktober und November 2022 lag die Inflationsrate im September 2023 bei +4,5 %. Im Juli und August 2023 hatte die Inflationsrate noch bei über 6 % gelegen. „Die Inflationsrate ist auf den niedrigsten Wert seit dem Kriegsbeginn in der Ukraine gefallen. Sie bleibt aber dennoch hoch“, sagt Ruth Brand, Präsidentin des Statistischen Bundesamtes, und ergänzt: „Die gestiegenen Preise für Nahrungsmittel sind für die Verbraucherinnen und Verbraucher weiterhin besonders deutlich spürbar.“ Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) weiter mitteilt, stiegen die Verbraucherpreise im September 2023 gegenüber dem Vormonat August 2023 um 0,3 %.

Nach 8,3 % im August 2023 lagen die Preise für Energieprodukte im September 2023 um 1,0 % über dem Niveau des Vorjahresmonats. Zwar war Strom mit +11,1 % merklich teurer als im Vorjahr, jedoch lagen die Preise für einige Energieprodukte niedriger als im Vorjahr (Erdgas -5,3 %, Kraftstoffe -6,0 %). Deutlich verbilligte sich Heizöl mit -26,0 %.



Quelle: Statistisches Bundesamt⁶⁷

⁶⁷ [Inflationsrate im September 2023 bei +4,5 % - Statistisches Bundesamt \(destatis.de\)](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/10/23_10_23_001.html), aufgerufen am 23.10.2023

Gegenüber dem Vorjahresmonat erhöhten sich die Preise für Nahrungsmittel im September 2023 um 7,5 %. Damit blieben Nahrungsmittel Preistreiber, trotz Rückgang gegenüber Juli 2023 mit +11,0 % und August mit 9,0 %.

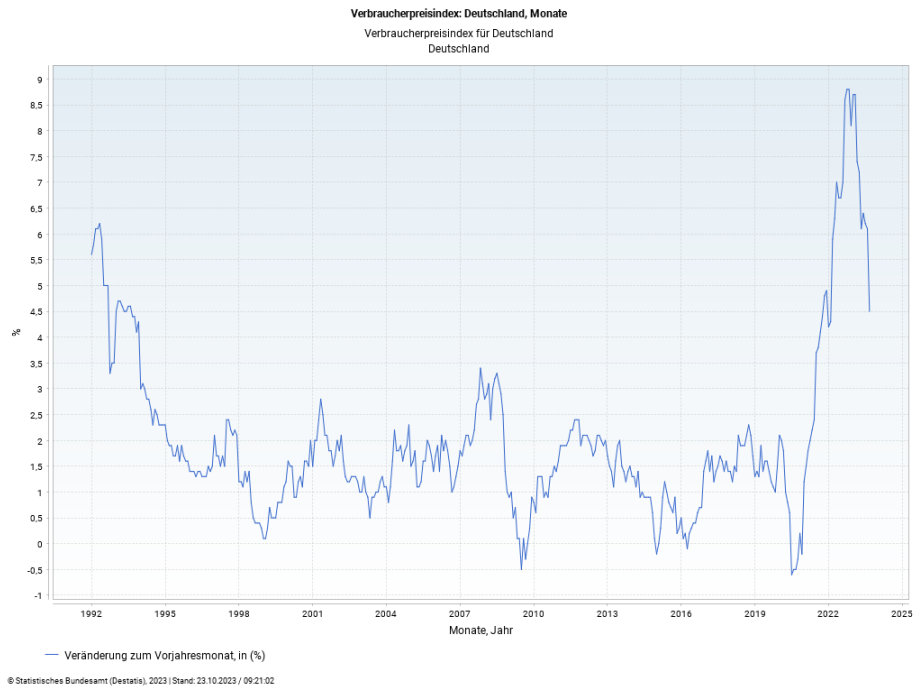
Um 4,0 % lagen im September 2023 die Preise für Dienstleistungen über dem Niveau des Vorjahresmonats. Hier wirkt sich insbesondere der Wegfall des von Juni bis August 2022 verfügbaren 9-Euro-Tickets aus.

Weitere Details können z.B. über das Preiskaleidoskop⁶⁸ des Statistischen Bundesamtes eingesehen werden.

Inflationsraten beziehen sich auf einen bestimmten Warenkorb. In der Pressemitteilung führt das Statistische Bundesamt beispielsweise aus: Der Verbraucherpreisindex (VPI) und der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) unterscheiden sich hinsichtlich Erfassungsbereich und Methodik. Bei der Berechnung des VPI werden anders als beim HVPI zusätzlich die Ausgaben der privaten Haushalte für selbstgenutztes Wohneigentum, für Glücksspiel und für den Rundfunkbeitrag berücksichtigt. Zudem werden die Gütergewichte des HVPI jährlich aktualisiert. Aufgrund des deutlich geringeren Gewichts für den Bereich Wohnen im HVPI haben die Preissteigerungen anderer Güterbereiche einen größeren Einfluss auf die Entwicklung des HVPI im Vergleich zum VPI. Weitergehende methodische Informationen finden sich auf den Webseiten des statistischen Bundesamtes.

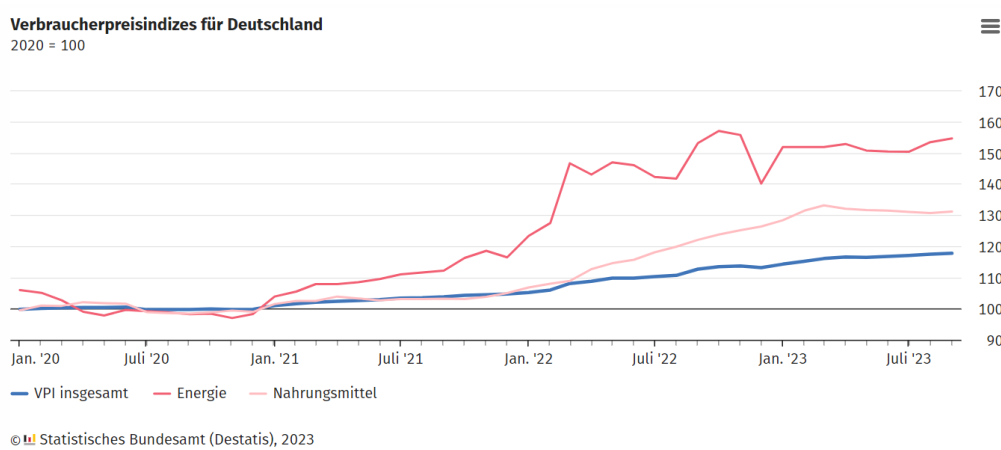
Der historisch starke Anstieg der Inflation im Jahr 2022 sowie der Rückgang in diesem Jahr ist in nachfolgender Grafik dargestellt:

⁶⁸ [Preis-Kaleidoskop des Statistischen Bundesamtes \(destatis.de\)](https://www.destatis.de/Pressemitteilungen/2023/09/23_091_011.html)



Quelle: Statistisches Bundesamt⁶⁹

Der bereits erwähnte starke Anstieg insbesondere der Energie- und Nahrungsmittelpreise ist in der nachfolgenden Grafik illustriert:

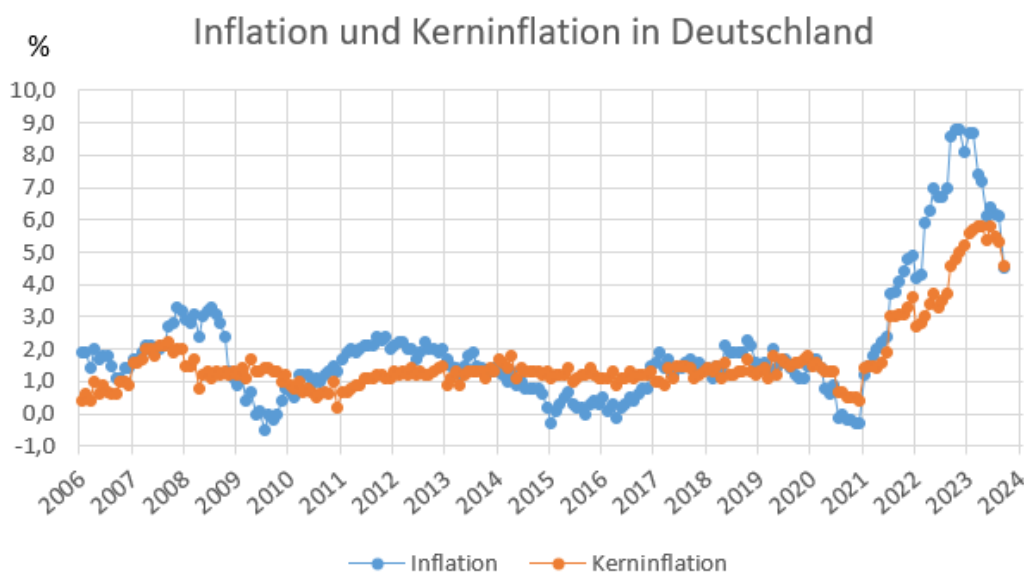


Quelle: Statistisches Bundesamt⁷⁰

⁶⁹ [Statistisches Bundesamt Deutschland - GENESIS-Online: Ergebnis - 61111-0002 \(destatis.de\)](https://www.destatis.de/genesis/online?result=61111-0002) , aufgerufen am 23.10.2023

⁷⁰ [Inflationsrate im September 2023 bei +4,5 % - Statistisches Bundesamt \(destatis.de\)](https://www.destatis.de/genesis/online?result=61111-0002) , aufgerufen am 23.10.2023

In der Öffentlichkeit ist der Verbraucherpreisindex die wichtigste Bezugsgröße, die vom Statistischen Bundesamt monatlich erhoben wird und auch in den Medien jeweils ausführlich analysiert wird. Für die EZB spielt bei der gesamtwirtschaftlichen Betrachtung die sog. Kerninflation⁷¹ eine wichtige Rolle. Hierunter versteht man die Inflationsrate ohne den Beitrag von Energie und Nahrungsmittel. Die Kerninflationsrate in Deutschland lag im September 2023 bei 4,6 %. Der historische Vergleich der Entwicklung der Inflation und der Kerninflation in Deutschland ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: Entwicklung von Inflation und Kerninflation (Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie) in Deutschland von 2006 – September 2023. Datenquelle: destatis.de⁷²

⁷¹ Der Begriff stammt von dem deutschen Ökonom Otto Eckstein (1981)

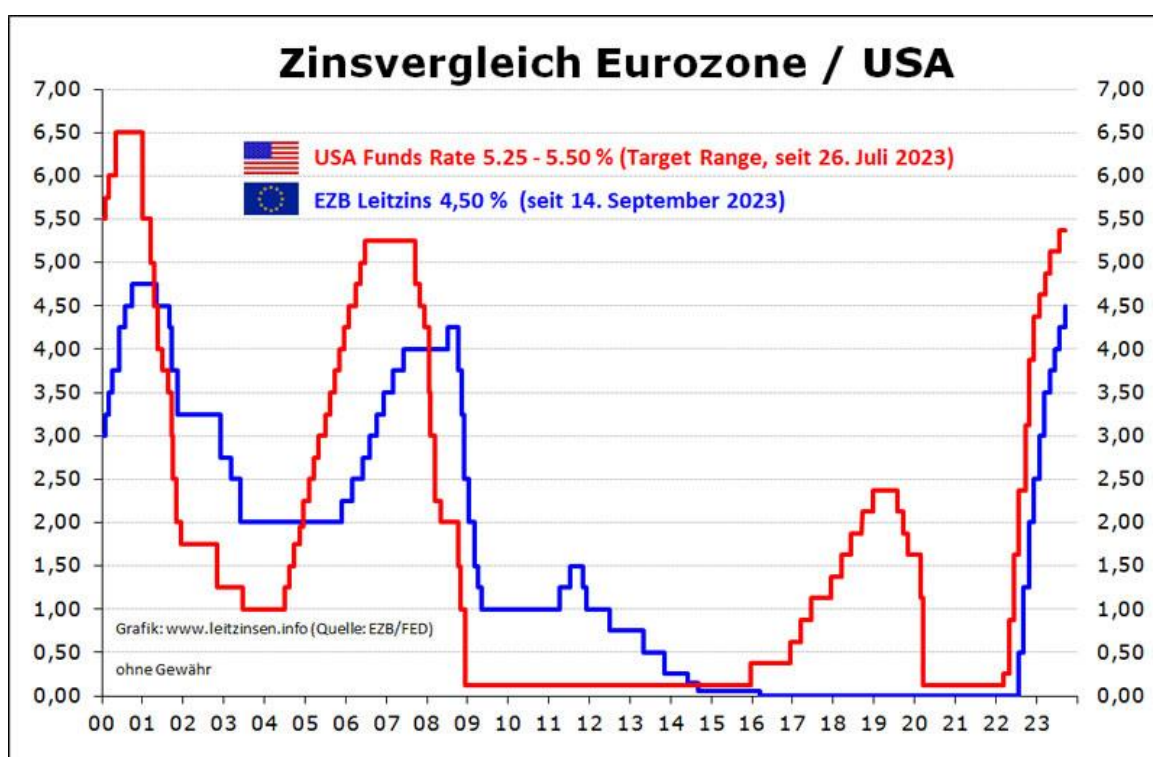
⁷² [Kerninflation Deutschland September 2023=4,6%, EU 9/2023 4,5% \(mehrwertsteuerrechner.de\)](#) , aufgerufen am 23.10.2023

3.3 Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen

Das Jahr 2023 ist bislang durch eine Reihe von Ereignissen (vgl. Abschnitt 3.1 für weitere Details) geprägt, die in dieser Form sicherlich nicht zu erwarten gewesen sind. Die Assetklasse fixed income hat damit an Attraktivität gewonnen und es sind Verzinsungen in der Neuanlage erzielbar, die in der Regel über durchschnittlich eingegangene Bestandsgarantien von Lebensversicherern liegen.

Leitzins

Der vorab dargestellte Verlauf der Inflation hat dazu geführt, dass die Notenbanken die Leitzinsen sukzessiv weiter erhöht haben:



Quelle: [leitzinsen.info](http://www.leitzinsen.info)⁷³, Stand 25. September 2023

⁷³ www.Leitzinsen.info aufgerufen am 25. September 2023

Der Leitzins der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde seit Jahresanfang von 2,5 % bis zum 20. September sukzessive auf 4,5 % angehoben. Im Oktober 2023 gab die EZB bekannt, dass der Leitzins vorerst unverändert bleibt und nach zehn Zinserhöhungen in Folge diesmal weder angehoben noch gesenkt wird.

Diese Zinserhöhungen führen dazu, dass aktuell liquide Mittel seit langer Zeit wieder verzinst werden.

Die Federal Funds Target Rate lag am Jahresanfang bei 4,25 % - 4,50 % und wurde bis zum Juli 2023 vier Mal um jeweils 25 BP auf 5,25 % - 5,50 % erhöht. Im September 2023 wurde der Leitzins zum ersten Mal in diesem Jahr nicht verändert und ist damit weiterhin auf dem höchsten Stand seit mehr als 22 Jahren.⁷⁴

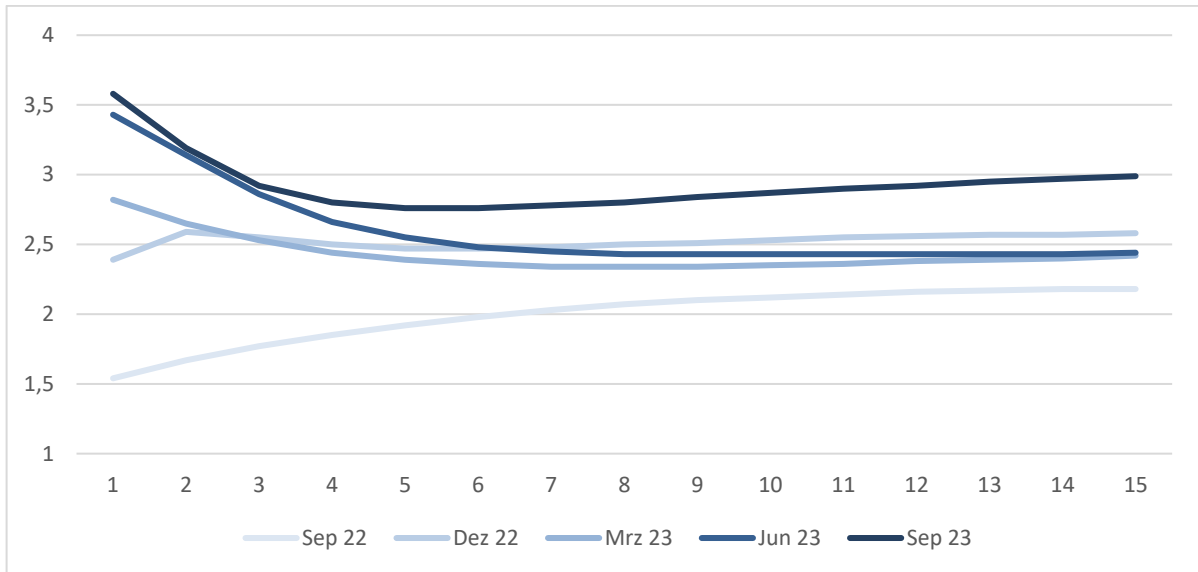
Unabhängig von dieser geldmarktpolitischen Entwicklung gibt es Debatten um das Tempo der Zinserhöhungen.⁷⁵ Die weitere Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen ist weiterhin von Unsicherheiten geprägt und hängt auch kurzfristig signifikant von der weiteren politischen Entwicklung auf europäischer als auch nationaler Ebene ab.

Inverse Zinsstrukturkurve

Die nächste Graphik zeigt die Entwicklung der Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere am Rentenmarkt für eine Laufzeit von 1 bis 15 Jahren zu verschiedenen Zeitpunkten.

⁷⁴ <https://www.mehrwertsteuerrechner.de/notenbanken/fed-leitzins/>

⁷⁵ https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-die-fed-geht-zu-weit-marktturbulenzen-sorgen-fuer-debatten-ueber-tempo-der-zinserhoehungen/28718874.html?utm_source=nl&utm_medium=email&utm_campaign=hb-financebriefing&utm_content=04102022 , aufgerufen am 05. Oktober 2022



Quelle: Deutsche Bundesbank Kapitalmarktstatistik Capital Market Statistics 26.10.2023⁷⁶

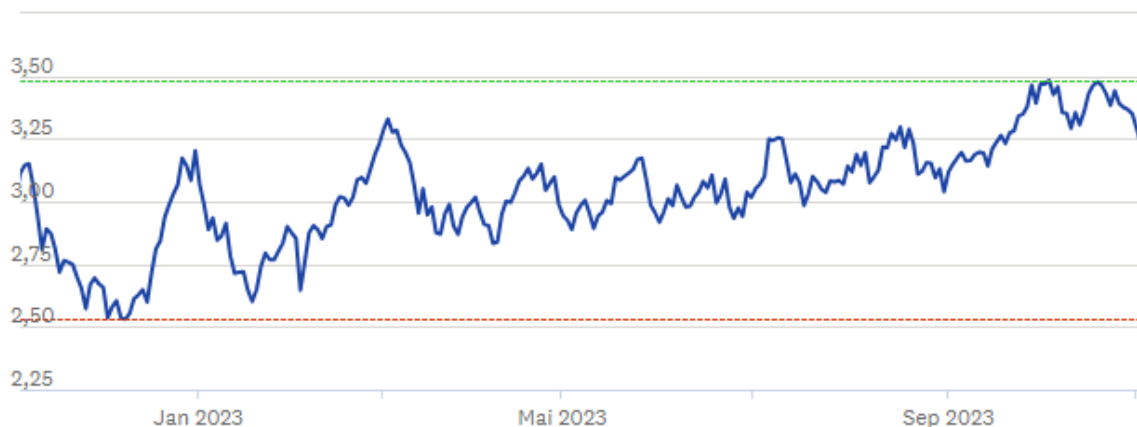
Für die Laufzeiten 1 bis 3 Jahre sieht man eine durchschnittliche Erhöhung um 1,57 % für die Laufzeiten 10 – 15 Jahre 0,78 %. Lange Anleihen werfen also bisweilen einen geringeren Zinskupon ab als kürzere, so dass die Zinsstrukturkurve einen inversen Verlauf aufweist. Inverse Zinskurven spiegeln in der Regel eine gewisse Sorge von Anlegern ob der weiteren konjunkturellen Entwicklung wider, so dass sie lieber „kurz gehen“.⁷⁷

Staatsanleihen

Entsprechend der Entwicklung der Leitzinsen haben sich auch die Renditen festverzinslicher Wertpapiere verändert. Der 10-jährige Swap-Satz ist in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 um ca. 0,15 %-Punkte leicht angestiegen. Ende 2022 lag der Swap-Satz bei 3,20 %. Der Höchststand in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 wurde im September mit 3,35 % erreicht. Nachfolgend ist die Entwicklung des 10-jährigen Swap-Satz dargestellt:

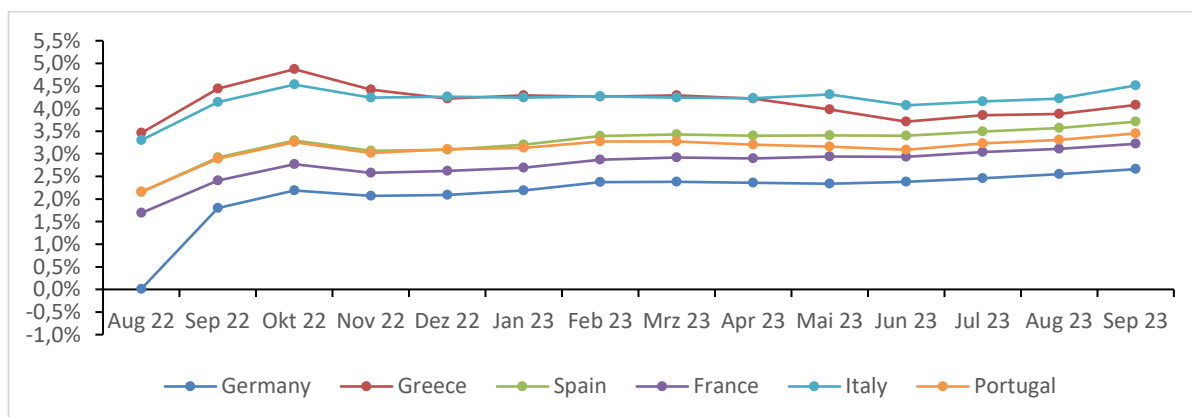
⁷⁶ <https://www.bundesbank.de/resource/blob/650724/48e9aa3090ded29010ce6049b425d533/mL/zsbwp-data.pdf>, aufgerufen am 27.10.2023

⁷⁷ <https://www.assekurata.de/2023/03/23/zinswettbewerb-bei-einmalbeitragenden-karten-werden-neu-gemischt/>, aufgerufen am 27.10.2023



Quelle: *boersen.manager-magazin.de*⁷⁸, Stand Oktober 2023

Die Renditen von Staatsanleihen veränderten sich entsprechend leicht. Die deutschen Bundesanleihen sind seit Anfang des Jahres annähernd konstant, und haben sich nur wenig von 2,2 % auf 2,6 % erhöht. Die monatliche Entwicklung der Renditen ausgewählter Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:



Quelle: EZB⁷⁹; Entwicklung Staatsanleihen ausgewählter Staaten der EU

Der Abstand zwischen den Renditen der nach Bonitätsnoten sicheren deutschen Anleihen und den italienischen, liegt derzeit bei rund 200 Basis- oder 2 %-Punkten. Zuletzt hatte die Notenbank verstärkt italienische Anleihen gekauft und auf diese Weise die Spreads unter Kontrolle gehalten. Am 17. November veröffentlicht die Ratingagentur Moody's ein neues Rating für Italien. Der Ausblick steht

⁷⁸<https://boersen.manager-magazin.de/kursinformation/XC0009683662/> aufgerufen am 25. September 2023

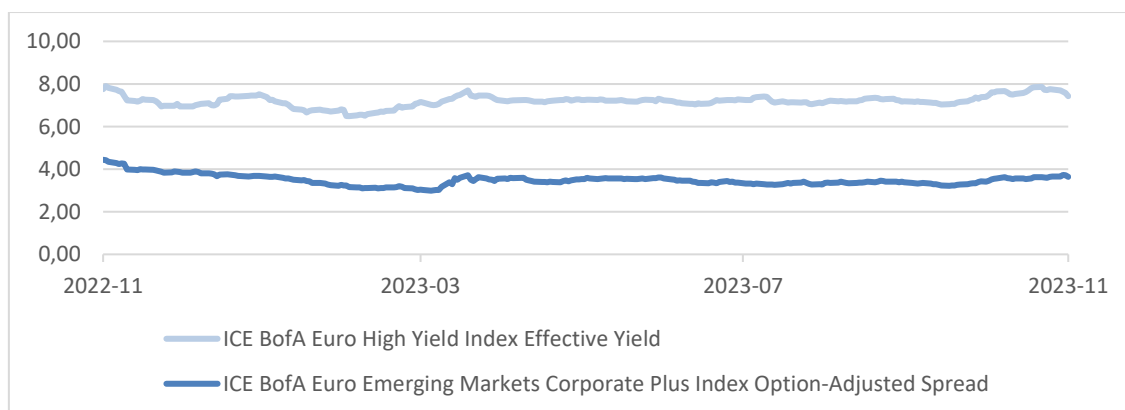
⁷⁹<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> , aufgerufen am 25. September 2023

bereits auf „negativ“. Sollte eine Herabstufung folgen, könnten die Spreads noch weiter auseinander gehen.⁸⁰

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist von Mai bis Mitte August um einen vollen %-Punkt auf das 16-Jahres-Hoch von 4,3 % geklettert. Aktuell liegt sie mit rund 4,1 % kaum darunter. Das bedeutet, dass der transatlantische Spread von unter einem %-Punkt auf jetzt knapp 1,6 %-Punkte gestiegen ist. Grund für die wachsende Kluft zwischen US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen ist die unterschiedliche Entwicklung der Wirtschaft in den USA und Deutschland beziehungsweise der Euro-Zone. Die Stärke der US-Wirtschaft betonte in der vergangenen Woche Fed-Chef Jerome Powell bei der Notenbankkonferenz in Jackson Hole. Die US-Wirtschaft sei zuletzt stärker gewachsen, als viele erwartet hätten. Im Euro-Raum dagegen stieg das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal um nur magere 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es zuvor ein Nullwachstum gegeben hatte.⁸¹

Spreads

Diese Graphik zeigt die Entwicklung der Spreads für Emerging Markets (IG)- und High Yield (HY)- Anleihen seit November 2022 auf Basis europäischer Indices. Während der ICE BofA Euro Emerging Markets Corporate Plus Index Option-Adjusted Spread bei 364 BP notiert, weist der ICE BofA Euro High Yield Index Effective Yield einen Spreads von 743 BP auf.



Quelle: Fred Economic Data⁸²

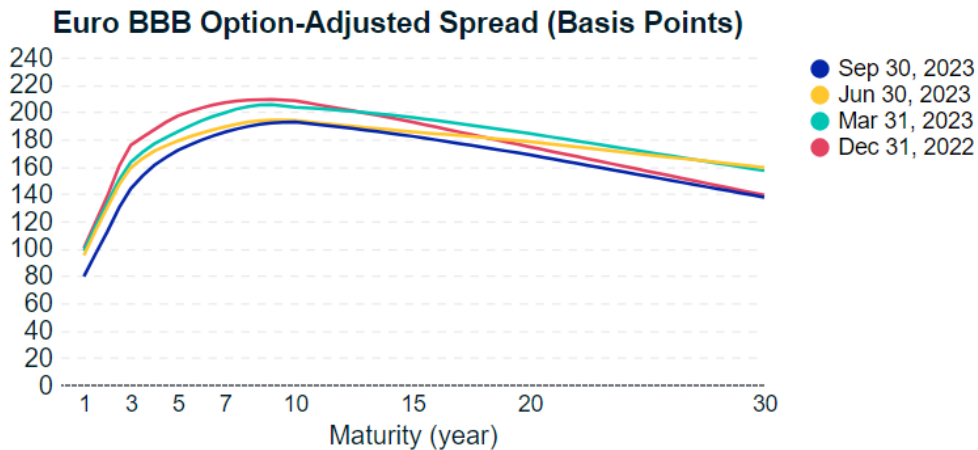
⁸⁰ <https://www.handelsblatt.com/politik/international/staatsverschuldung-2500-euro-schulden-pro-sekunde-sorge-um-italien-ueberschattet-euro-qipfel/29464932.html>, aufgerufen am 03.11.2023

⁸¹ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/zinspapiere-warum-es-fuer-us-anleihen-hoehere-zinsen-gibt-/29366126.html>, aufgerufen am 03.11.2023

⁸² <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLEMEBCRPIEOAS>, aufgerufen am 03.11.2023

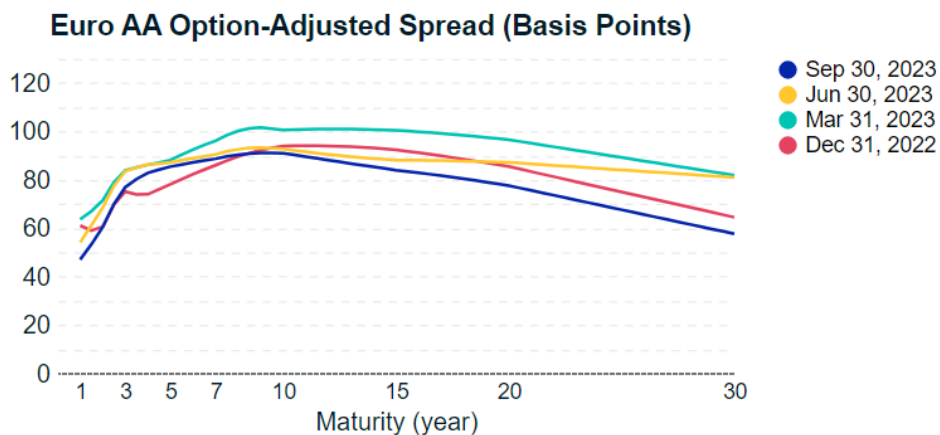
Die Spreads haben sich im Jahr 2023 im Wesentlichen seitwärts bewegt bzw. zuletzt leicht gesunken und sich damit gegenläufig zur Zinserhöhung im risikolosen Bereich entwickelt. Dennoch bestehen auch weiterhin Kreditrisiken aufgrund der vorab beschriebenen Entwicklungen rund um Ukraine-Krieg, Energiekosten und Inflation.

Das Spread-Niveau ist hier nicht als Maß für die Neuanlage in Unternehmensanleihen oder Corporate Indices in Kapitalanlagebeständen von Versicherungsunternehmen zu verstehen. Vielmehr soll der Spreadverlauf dem Verantwortlichen Aktuar als Hilfestellung dienen und Informationen zu den Entwicklungen im Jahr 2023 geben. Bei Unternehmensanleihen ist zu beachten, dass insbesondere für längere Laufzeiten das Risiko gegenüber Staatsanleihen häufig deutlich erhöht eingeschätzt wird.



Quelle: *msci.com*⁸³

Die Spreads im BBB-Bereich liegen bei kurzen Dauern bei über 100bp und bei mittleren Dauern über 150bp. Für AA-Papiere liegt der kurzfristige Bereich bei rund 60bp und der mittelfristige bei über 80bp.



Quelle: *msci.com*⁸⁴

Angegeben ist die gesamte Spread-Kurve über Laufzeiten, wobei insbesondere die kürzeren Dauern eher tiefer und liquider sein dürften.

⁸³ <https://www.msci.com/research-and-insights/insights-gallery/corporate-bond-spreads>, aufgerufen am 30.10.2023

⁸⁴ <https://www.msci.com/research-and-insights/insights-gallery/corporate-bond-spreads>, aufgerufen am 30.10.2023

In Verbindung mit dem signifikanten Anstieg der risikolosen Swap-Sätze waren damit für Papiere mit Spread durchaus wieder Renditen über 4 % erzielbar.

Durch ein umfassendes Instrumentarium quantitativer Kenngrößen und Messinstrumente, das im Allgemeinen im Risikomanagement vorhanden ist, kann ggf. eine Stellungnahme zu Kreditrisiken erleichtert werden. Die Messung und Bewertung der Kreditrisiken kann um Stresstests erweitert werden, was z.B. im DAV-Hinweis zur Einschätzung der Anlagerisiken im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars⁸⁵ näher ausgeführt wird.

BaFin LVU-Prognoserechnung

Für die alljährliche mehrjährige Prognoserechnung auf Basis des Kapitalmarkts per 30. September 2023 hat die BaFin Ende September 2023 vorgegeben, dass die Neu- und Wiederanlage (sowohl direkter als auch indirekter Bestand über Investmentfonds) im sogenannten Szenario 1.1 nicht anhand einer festen Neu- und Wiederanlagerendite erfolgen soll, sondern die unternehmensindividuelle Anlagepolitik bestmöglich auf das vorgegebene reduzierte Anlagespektrum angewandt wird. Dazu sind sowohl die Swap-Kurve sowie Spreads getrennt nach Bonität und Laufzeiten (unterteilt nach Staatsanleihen, und festverzinsliche Wertpapiere von Financials bzw. Non-Financials) vorgegeben worden. So wird bspw. ein Spread von 75 bp für Non-Financials einer Bonität von A vorgegeben. Für Aktien, Beteiligungen und Immobilien wird ein Total-return von 3,0 % vorgegeben, der unterhalb der Rendite für Liquidität liegt. Für die Projektion der ZZR ist für die ersten 3 Jahre der Referenzzins von 1,57 % vorgegeben, der im 4. Projektionsjahr ansteigt und im Jahr 2027 bei 1,88 % liegt.

⁸⁵ https://aktuar.de/ergebnisberichteundfachgrundsätze/2017-12-20_DAV-Hinweis_Anlagerisiken.pdf

3.4 Stille Lasten

Während der Niedrigzinsphase hat sich die Branche eine Zinserhöhung gewünscht, allerdings in einem moderaten Maß. Die jetzige Geschwindigkeit des Zinsanstiegs hat die Kurse der Zinstitel stark gesenkt und stille Lasten in den Büchern der Versicherer aufgebaut, weil die Neuanlage höher verzinst wird als der aktuelle Bestand.

Stille Lasten stellen zunächst kein Problem dar, wenn die betroffenen Papiere ohne Bonitätsverschlechterungen bis zum Laufzeitende gehalten werden.⁸⁶ Sie erschweren jedoch die Umstrukturierung und damit die Investitionsfreiheit in der Kapitalanlage, da bei der Realisierung Verluste entstehen können. Dies wirkt sich auch auf die unternehmensindividuell erzielbare Neu- und Wiederanlagerendite aus.

Dies gilt auch im Fall von erhöhtem Storno oder dem markanten Rückgang im Einmalbeitragsgeschäft, woraus plötzlich größerer Liquiditätsbedarf und höhere Anforderungen an das Liquiditätsmanagement folgen können.⁸⁷ Aufgrund des Fokus auf das langfristige Altersvorsorgegeschäft ist das Szenario einer Stornowelle für den deutschen Markt aktuell weniger wahrscheinlich.⁸⁸

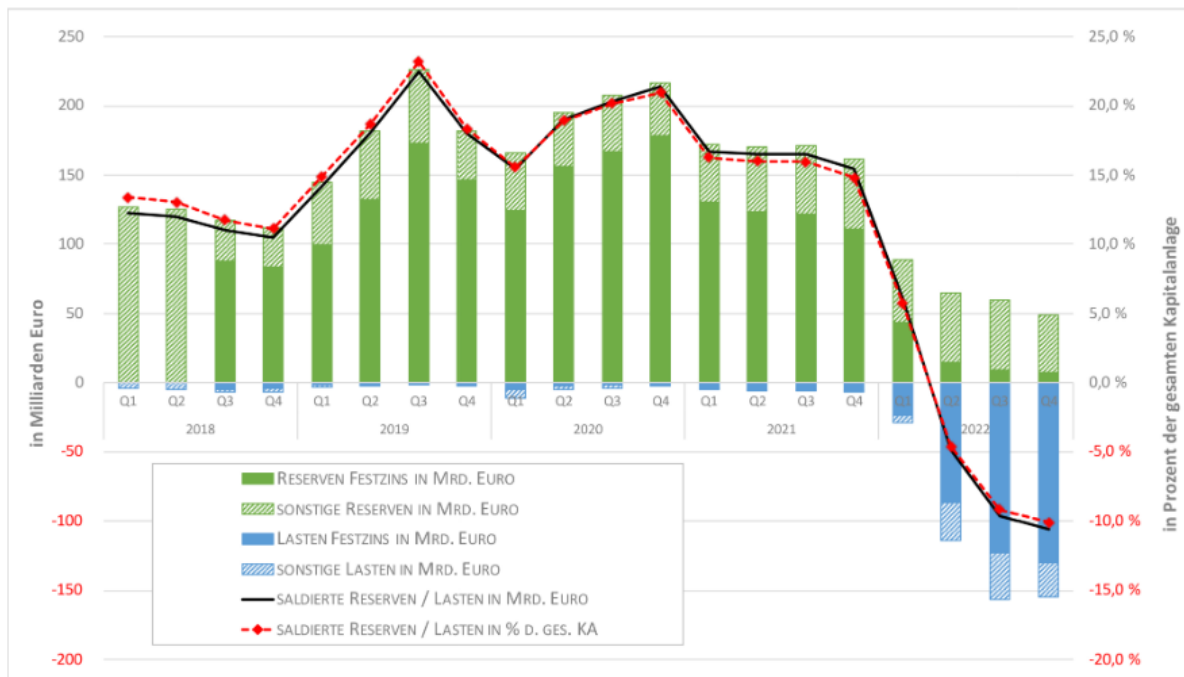
Standen Ende 2020 noch rund 200 Milliarden Euro an stillen Reserven in den Büchern, verursachte der abrupte Zinsanstieg nur zwei Jahre später rund 100 Milliarden Euro an stillen Lasten. Schätzungen zufolge könnten sich die stillen Lasten bis Ende 2023 auf 200 Milliarden Euro summieren – 20 % des Kapitalanlagebestandes.⁸⁹ Bei den einzelnen Versicherungsunternehmen ist die jeweilige Kapitalanlagestruktur maßgeblich für die Unterschiede in den Reservequoten, die jedoch aktuell bei fast allen im negativen Bereich sind.

⁸⁶ Details zum bilanziellen Umgang mit Kursrückgängen von Kapitalanlagen finden sich bspw. auf den Seiten 49-51 im Ergebnisbericht des Vorjahres.

⁸⁷ Der italienische Lebensversicherer Eurovita, dessen Geschäftsmodell auf kurzfristiges Spargeschäft ausgelegt war, musste aufgrund gestiegener Storni und hoher stiller Lasten in die Abwicklung.

⁸⁸ <https://www.procontra-online.de/lebensversicherung/artikel/stille-lasten-beschaerken-die-investitionsfreiheit>

⁸⁹ <https://www.procontra-online.de/lebensversicherung/artikel/bei-diesen-lebensversicherer-wiegen-die-stillen-lasten-schwer>



Quelle: BaFin

Mittel- bis langfristig werden sich durch den Zinsanstieg die Ertragschancen in der Neu- und Wiederanlage von Zinsträgern verbessern und Garantien werden sich leichter darstellen lassen. Mit steigendem Referenzzinssatz wird sich die Zinszusatzreserve weiter auflösen (siehe auch Abschnitt 3.6) und damit das Zinsergebnis stärken.

Auch wenn infolge des Zinsanstiegs stille Lasten in der handelsrechtlichen Bewertung und damit verbunden Liquiditätsrisiken bestehen, hat sich laut BaFin⁹⁰ im Allgemeinen die ökonomische Situation der Lebensversicherungsunternehmen verbessert.

⁹⁰ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_2304_Lebensversicherer_Wenn_Zinsen_steigen.html

3.5 Liquiditäts- und Stornorisiken

Durch das Kapitalmarktumfeld steigen die Liquiditäts- und Stornorisiken. In dem bereits durch den Zinsanstieg geprägten Jahr 2022 war jedoch keine Erhöhung der Stornoquoten zu beobachten ⁹¹.

Die BaFin geht in ihrem Fachartikel "Lebensversicherung – wenn Zinsen steigen"⁹² auf Liquiditäts- und Stornorisiken ein. Thematisiert werden dort neben der hohen Inflation auch die attraktiveren Anlagealternativen. Auch innerhalb der Risiken im Fokus der BaFin⁹³ für das Jahr 2023 ist das Liquiditätsrisiko enthalten. Die BaFin beobachtet die Liquiditätssituation von Lebensversicherern mit höheren Stornorisiken eng. Angelehnt an die Liquiditätsabfrage der EIOPA führt die BaFin bei ausgewählten Unternehmen quartalsweise eine Liquiditätsabfrage durch.

Der mit dem möglichen Rückgang im Neugeschäft, speziell bei Einmalbeiträgen, aber auch dem mit einem Anstieg von Kündigungen oder Beitragsfreistellungen verbundene steigenden Aufwand für Versicherungsleistungen kann dazu führen, dass die Leistungen nicht mehr allein durch die laufenden Beitragseinnahmen und laufenden Erträgen aus Kapitalanlagen finanziert werden können, sondern ggf. auch vorhandene Kapitalanlagen kurzfristig liquidiert werden müssen.

Auch in der diesjährigen BaFin-Prognoserechnung werden im Begleitschreiben Ausführungen zu Neugeschäft, Storno sowie Liquidität für das Jahr 2023 erwartet.

Abhängig von der Bestandszusammensetzung sowie dem Neugeschäft (z. B. dem Anteil von Einmalbeiträgen) können weitere Analysen diesbezüglich hilfreich sein.

Soweit im Versicherungsbestand auch dynamische Hybridprodukte bestehen, erscheint es sinnvoll zu sein, deren Wirkung auf die Liquiditätssituation infolge von Umschichtungen zu berücksichtigen.

⁹¹ <https://www.gdv.de/gdv/medien/zahlen-und-daten/beitragseinnahmen-kostenquoten-vertraege-stornoquoten-und-kapitalanlage>, aufgerufen am 4.11.2023

⁹² https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_2304_Lebensversicherer_Wenn_Zinsen_steigen.html, aufgerufen am 4.11.2023

⁹³ https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Fokusrisiken/2023_Fokusrisiken.html?nn=19659934, aufgerufen am 4.11.2023

Liquiditätsrisiken können auch in der Kapitalanlage bestehen, bspw. könnten erwartete Erträge oder Rückzahlungen/Tilgungen ausbleiben oder sich verzögern.

Liquiditätsrisiken können bspw. durch laufende Guthaben und auch durch leicht veräußerbare Kapitalanlagen reduziert werden. Der zur Verfügung stehende Umfang solcher Kapitalanlagen kann bspw. durch Nutzung von Liquiditätskategorien quantifiziert werden.

Aufgrund des möglichen Absinkens der liquiden Reserven einerseits und eines möglichen Anstiegs von benötigten liquiden Mitteln zur Zahlung von Versicherungsleistungen und Umschichtungen bei dynamischen Hybridprodukten andererseits, empfiehlt es sich, sich zumindest von einem ausreichenden Bestand an liquiden Kapitalanlagen zu überzeugen.

Für die Schaden- und Unfallversicherung ist zu beachten, dass die Kapitalanlagen, die den Sicherungsvermögen für die Rentenleistungen aus Haftpflichtversicherungen, für die Rentenleistungen der in § 162 VAG genannten Unfallversicherungen sowie für den Lebensversicherungsteil der Unfallversicherung mit Beitragsrückgewähr (UBR) gemäß § 161 VAG gegenüberstehen, separat zu betrachten sind⁹⁴.

⁹⁴ Vgl. BaFin Rundschreiben 12/2005 sowie https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsätze-oeffentlich/2019-01-25_Ergebnisbericht_Einordnung_UBR.pdf

3.6 Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage

Die Zinszusatzreserve⁹⁵ (ZZR) soll sicherstellen, dass die Lebensversicherer auch in Zeiten niedriger Zinsen die Garantien aus den hochverzinsten Altverträgen erfüllen können. Seit ihrer Einführung im Jahr 2011 mussten ihr aufgrund der Niedrigzinsphase erhebliche Mittel zugeführt werden.

Nach mehr als einem Jahrzehnt mit nahezu stetig fallenden Zinsen sind die Zinsen im Jahr 2022 massiv gestiegen. Der Bezugszinssatz (10-jährige Null-Kupon-Euro-Swaprate), auf dessen Basis der für die Berechnung der ZZR maßgebliche Referenzzinssatz ermittelt wird, erreichte zum Jahresende 2022 3,187 % und zeigt seitdem weiterhin unter Schwankungen eine leicht steigende Tendenz.

Im Jahr 2022 verblieb der resultierende Referenzzins mit 1,57 % erstmals unverändert auf Vorjahresniveau und die Lebensversicherer verbuchten Rückflüsse in Höhe von insgesamt rund 4 Mrd. Euro aus der ZZR, die damit auf knapp 92 Mrd. Euro zurückging. Dies entspricht ca. 0,45 % der gesamten Deckungsrückstellung der Branche.⁹⁶

Sollte der Jahresmittelwert der Zinsen in den kommenden Jahren beim aktuellen Niveau verbleiben, würde sich der Referenzzins erst konstant halten und dann in Zukunft langsam wieder steigen, wodurch sich der Abbau der ZZR noch beschleunigen würde.

Bei einer wie in der diesjährigen BaFin-LVU-Prognoserechnung vorgesehenen Annahme einer sich gegenüber dem Stand vom 30.09.2023 nicht verändernden Zinsstrukturkurve ergibt sich folgende Entwicklung:

⁹⁵ Der Begriff Zinszusatzreserve (ZZR) umfasst aus Vereinfachungsgründen auch die Zinsverstärkung im Altbestand.

⁹⁶ <https://www.assekurata.de/2023/03/13/rueckfluesse-aus-der-zinszusatzreserve-hoehere-als-erwartet/>, aufgerufen am 28.10.2023

Jahr	2023	2024	2025	2026	2027
Referenzzinssatz	1,57	1,57	1,57	1,73	1,88
Differenz zum Vorjahr	0 bp	0 bp	0 bp	+16 bp	+15 bp

Unternehmensindividuell kommt dabei der Bestandszusammensetzung eine besondere Bedeutung zu, denn die Veränderung der ZZR hängt auch wesentlich davon ab, in welchem Umfang im Bestand Verträge mit einer Restlaufzeit von maximal 15 Jahren enthalten sind. Im Altbestand, bei dem der Anteil der Verträge mit einer kurzen Restlaufzeit höher ist als im Neubestand, wird bei gleichbleibendem Referenzzins das Sinken der ZZR deutlich schneller erfolgen als im Neubestand, wo im Regelfall der überwiegende Teil der relevanten Versicherungsverträge noch eine Restlaufzeit von über 15 Jahren hat. Da zumindest für Teile dieses Bestands auch die kalkulatorische Deckungsrückstellung häufig noch steigt, ist hier bzw. für Teile des Bestands noch mit einem Anstieg der ZZR zu rechnen.

Der entlastende Effekt einer sich insgesamt auflösenden ZZR kann als bilanzieller Ausgleich für Verluste aufgrund von Abschreibungen oder Realisierungen von stillen Lasten verwendet werden⁹⁷. Dabei ist zu beachten, dass die Erträge aus den Kapitalanlagen gemäß MindZV anhand der Verteilung der versicherungstechnischen Passiva auf Alt- und Neubestand aufgeteilt werden und Reduzierungen der ZZR nach den Regeln der MindZV die rechnungsmäßigen Zinsen im jeweiligen Teilbestand mindern und damit ggf. die Mindestzuführung erhöhen. Damit könnten ggf. umfangreichere Reduzierungen der ZZR im Altbestand im Vergleich zum Neubestand nur eingeschränkt für den oben genannten Zweck genutzt werden, sondern die Zuführung zur RfB erhöhen.

In jedem Fall bietet es sich an, die Entwicklung der ZZR darzustellen und zu erläutern und dabei auch auf ihren möglicherweise bestehenden Einfluss auf die Kapitalanlagen und ggf. auch auf die Kapitalanlagenstrategie (z. B. in Bezug auf

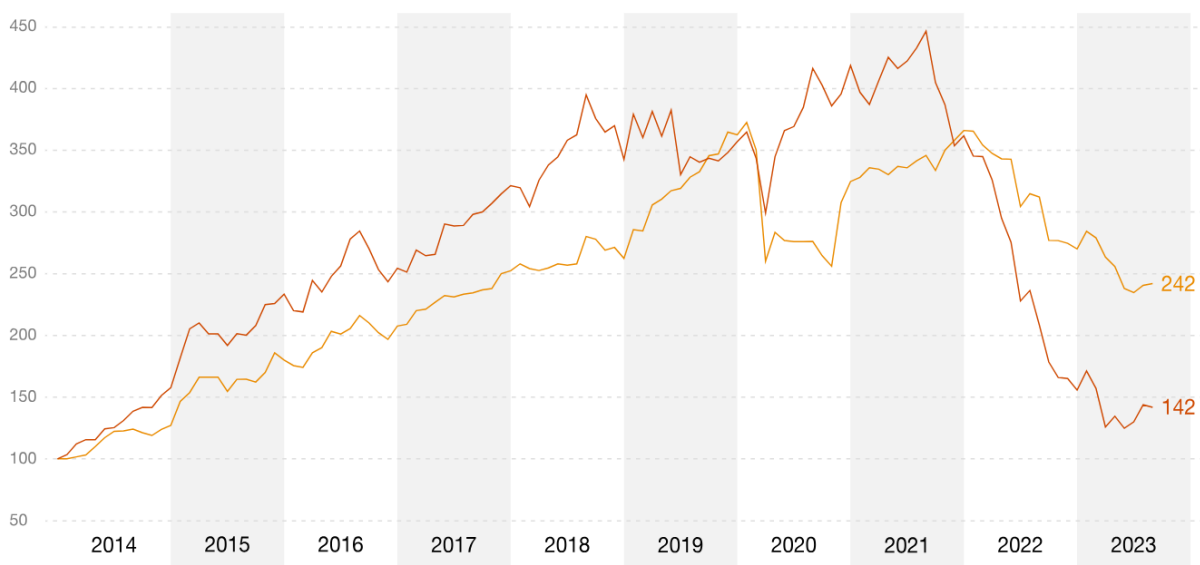
⁹⁷ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2022/fa_bj_2212_Zinszusatzreserve.html, aufgerufen am 28.10.2023

Duration, Rating oder Asset Allokation) einzugehen. Auch alternative Finanzierungsansätze, beispielsweise Rückversicherung, können hier entsprechend erläutert werden.

3.7 Immobilien und verwandte Assetklassen

Immobilien-Indizes

Der Preisverfall des MSCI World Real Estate Index⁹⁸ im Kontext des Ukraine-Kriegs, der dem Höchststand Mitte/Ende 2021 folgte, ist seit Ende 2022 in einen Seitwärtstrend mit abnehmender Volatilität übergegangen. Rein charttechnisch würde man hier eine baldige Auflösung der Situation erwarten. Ein ähnliches Muster kann man auch beim PwC Real Estate Index beobachten, dessen Absinken (gleichermaßen bezogen auf Gewerbe- und Wohnimmobilien) aber noch fast bis Mitte 2023 andauerte und sich jetzt ein wenig stabilisiert. Der gesamte Kursverlust des Residential-Indexes seit Anfang 2022 beträgt ca. 60 % und der des Commercial-Indexes ca. 30 %.



Performance (31 Aug 2023)

Index	YTD	1 Month	3 Month	6 Month	1 Year	2 Years	3 Years	5 Years
Commercial	-10,7 %	0,4 %	1,5 %	-13,5 %	-22,5 %	-30,1 %	-12,7 %	-13,7 %
Residential	-9,4 %	-1,7 %	13,7 %	-10,6 %	-32,2 %	-68,3 %	-65,9 %	-64,0 %

Quelle: PwC Real Estate Index Germany Jan. 2014-Aug. 2023⁹⁹

Die Krise des Immobiliensektors, die sich 2022 bereits abzeichnete, hat sich im Verlauf des Jahres 2023 manifestiert. Stichworte dazu sind drastische Rückgänge

⁹⁸ <https://www.onvista.de/index/MSCI-WORLD-REAL-ESTATE-GDTR-UHD-Index-10363670>

⁹⁹ <https://www.pwc.de/en/real-estate/real-estate-monitor.html>

der Baugenehmigungen, Insolvenzen von Projektentwicklungsgesellschaften sowie Verzögerungen und Baustopps bei laufenden Entwicklungsmaßnahmen in diesem Bereich ^{100 101 102}.

Je nach Art und Umfang des Immobilienengagements der Gesellschaft sollte der Verantwortliche Aktuar ein besonderes Augenmerk auf die der Bewertung sowie der Ertragsprojektionen zugrunde liegenden Annahmen richten und diese gegebenenfalls mit den aktuellen Entwicklungen abgleichen. Auch die Bewertung von noch nicht fertiggestellten Projekten und damit ggf. verbundenen Ausfallrisiken kann dabei relevant sein. Darüber hinaus sind mögliche Auswirkungen auf die Liquiditätssituation gegebenenfalls zu bewerten.

Preisentwicklung

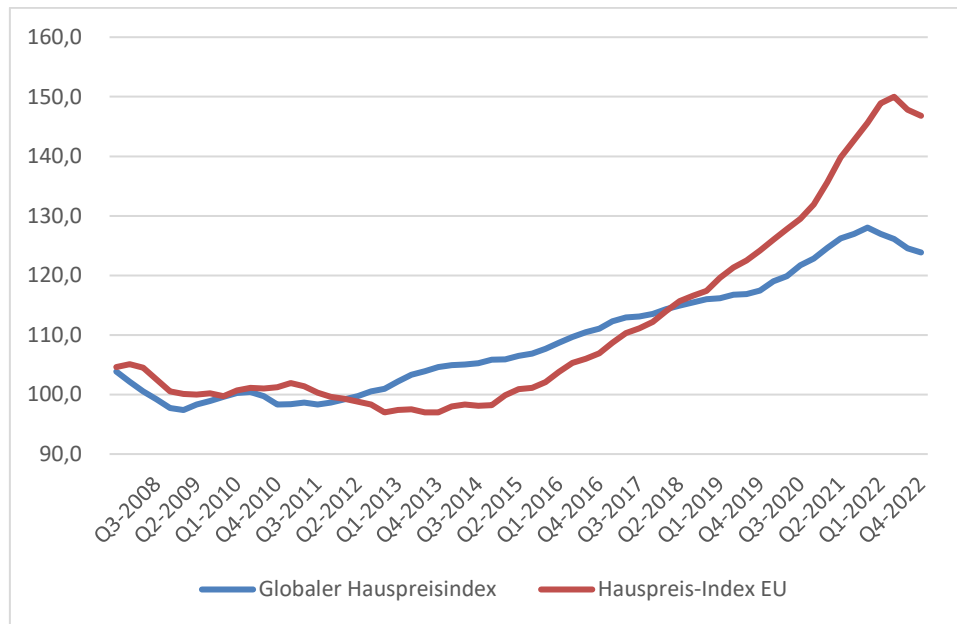
Weltweit sind die Wohnungs- und Hauspreise über die letzten Jahre hinweg (einschließlich der Corona-Krise) bis Anfang 2022 gestiegen und von ihrem dortigen Höchststand im Laufe des Jahres um ca. 3 % abgesunken. Der europäische Hauspreis-Index der Bank for International Settlements (BIS), der bis Mitte 2022 noch rapide Gewinne verzeichnen konnte, ging bis ins erste Quartal 2023 um ca. 2 % zurück. Bei diesen Kursrückgängen handelt es sich weltweit bzw. auf europäischer Ebene um die ersten nennenswerten Verluste auf Quartalsebene seit 2011 bzw. 2013 und überschneidet sich zeitlich mit dem Einsetzen des Ukraine-Kriegs.¹⁰³

¹⁰⁰ <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/immobilienmarkt-in-der-krise-baukosten-und-schwache-entwicklung-19102289.html>, aufgerufen am 27.10.2023

¹⁰¹ [Immobilien-Unternehmen Gerch meldet Insolvenz in Eigenverwaltung an | tagesschau.de](https://www.tagesschau.de/immobilien/gerch-insolvenz-eigenverwaltung), aufgerufen am 2.11.2023

¹⁰² [So schwer ist die Wohnungskrise in Deutschland | tagesschau.de](https://www.tagesschau.de/so-schwer-ist-die-wohnungskrise-in-deutschland), aufgerufen am 2.11.2023

¹⁰³ <https://trends.google.de/trends/explore?date=2019-08-20%202023-09-20&geo=DE&q=corona,Ukraine&hl=de>



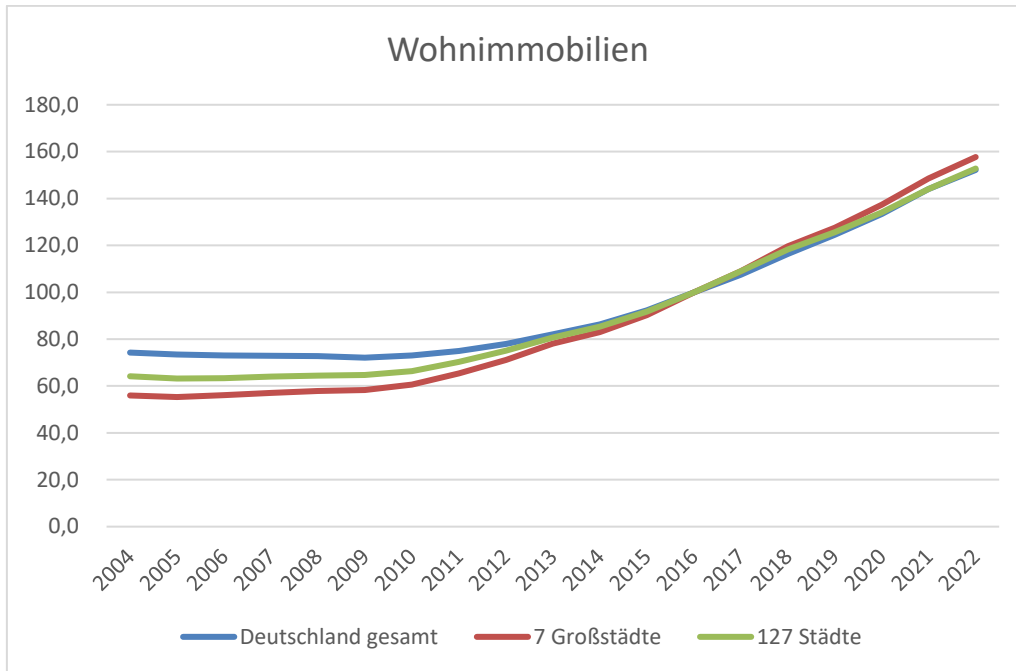
Globaler realer Hauspreis-Index nach der Bank for International Settlements (BIS)¹⁰⁴, 2010=100 und Hauspreis-Index EU¹⁰⁵ 2008-2023, 2015=100

Entgegen den übergeordneten Entwicklungen hat sich in Deutschland der Preisanstieg von Wohnimmobilien im Jahr 2022 fortgesetzt. Einflüsse des Ukraine-Kriegs oder Nachwirkungen der Corona-Krise blieben aus: So konnte für das Jahr 2022 ein Preisanstieg im Vergleich zum Vorjahr von 6,2 % in den sieben A-Städten¹⁰⁶, um 6,0 % in der Kategorie der „127 Städte“ und um 5,7 % in Deutschland insgesamt festgestellt werden. Im Zeitraum von 2012 bis 2022 ist in Deutschland insgesamt eine Preissteigerung von 95 % zu beobachten.

¹⁰⁴ https://www.bis.org/statistics/full_data_sets.htm bzw. https://stats.bis.org/?m=2644#ppq=LBS_DE_BANKS_IN_ALLRC_XB_C_L;pv=2,9~1,12~

¹⁰⁵ <https://stats.oecd.org/index.aspx?lang=en#>

¹⁰⁶ 7 A-Städte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart



Wohnimmobilienpreisentwicklung Deutschland 2004-2022, 2016 = 100¹⁰⁷

Im 4. Quartal 2022 wurde in Deutschland der erste Preisrückgang im Wohnimmobiliensegment gegenüber dem Vorjahresquartal seit 12 Jahren verzeichnet¹⁰⁸ (-3,6 %). Der Einbruch der Wohnimmobilienpreise von -6,8 % zum Vorjahresquartal im 1. Quartal 2023 ist der größte seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2000.¹⁰⁹ Der Rückgang der Preise hat sich im weiteren Verlauf des Jahres 2023 fortgesetzt:¹¹⁰

¹⁰⁷ <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-daten-bank/723444/723444?openNodeId=1671128&treeAnchor=KONJUNKTUR> , verwendete Statistiken „Wohnen Deutsche Bundesbank“ -> „Deutschland“ / „127 Städte“ / „7 Großstädte“ -> „Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt“

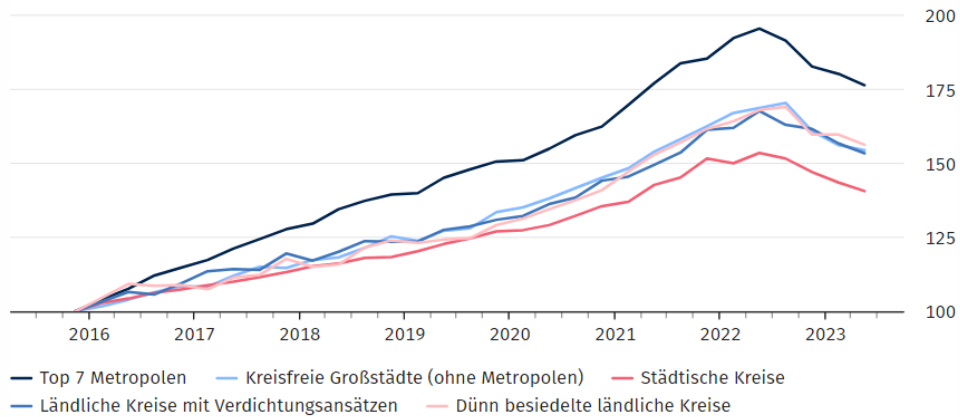
¹⁰⁸ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/03/PD23_116_61262.html

¹⁰⁹ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/06/PD23_245_61262.html

¹¹⁰ <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/ Grafik/ Interaktiv/wohnmobilien-eigentumswohnungen.html>

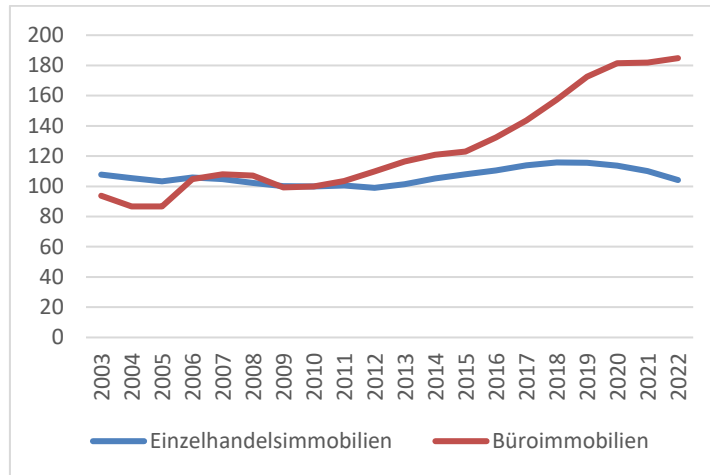
Preisindizes für Eigentumswohnungen

nach siedlungsstrukturellen Kreistypen; 4. Quartal 2015 = 100



© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2023

Der Preis von Büroimmobilien stieg im letzten Jahr minimal an. Mit der zwangsläufigen Umstellung auf Home-Office-Regelungen während der Corona-Krise wurden viele Vorteile für Arbeitnehmer und Arbeitgeber erkannt. Auch längerfristig scheint eine geringere Büroflächennutzung wahrscheinlicher zu werden. Die dadurch ausgelöste sinkende Nachfrage stoppte den Preisanstieg der vergangenen Jahre. Das Absinken des Preises für Einzelhandelsimmobilien der letzten drei Jahre nahm 2022 weiter zu.



Büro- und Einzelhandelsimmobilienpreisentwicklung 2003-2022, 2010=100¹¹¹

Das European System Risk Board (ESRB) wies Anfang dieses Jahres¹¹² auf eine Reihe von destabilisierenden Faktoren hin, die v.a. den Gewerbeimmobiliensektor betreffen und betonte das Risiko, das sich durch die enge Verzahnung sowohl für die Realwirtschaft als auch für das Finanzsystem durch eine zu geringe Regulierung dieses Sektors ergibt. Im Fokus der Argumentation stehen positive Rückkopplungen im Zusammenhang mit diversen Kapitalabflüssen infolge einer angespannten wirtschaftlichen Gesamtsituation oder geringerer Renditen. Aktuell besonders relevant¹¹³ sind in diesem Zusammenhang steigende Zinsen, die sich weiter negativ auf die Inanspruchnahme von Hypotheken auswirken könnten, wie sich bereits im ersten Quartal 2023 zeigte.¹¹⁴ In manchen Euro-Ländern erhöht die Überbewertung von Immobilien in Kombination mit einer hohen Verschuldung privater Haushalte die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen und -verzögerungen oder zumindest die einer reduzierten Hypotheken-Nachfrage.¹¹⁵

Während die Verbraucherpreise in Deutschland seit der Jahrtausendwende bis 2020 durchschnittlich um 1,4 % stiegen, sind sie in den letzten zwei Jahren um

¹¹¹ https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-daten-bank/759778/759778?listId=www_siws_wogewe, Verband deutscher Pfandbriefbanken, Index für „Büroimmobilien“ (bzw. „Einzelhandelsimmobilien“) „Kapitalwert“, „Deutschland“, „Ursprungswerte“

¹¹² <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report.vulnerabilitiesEEAcommercialrealestate-sector202301~e028a13cd9.en.pdf>

¹¹³ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.pdf>

¹¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230725~8358d3939d.en.html>

¹¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.pdf>

3,1 % (2021) bzw. 6,9 % (2022) gestiegen (hauptsächlich durch Energie- und Lebensmittelpreise bedingt)¹¹⁶.

Die Einschätzung europäischer Konsumenten hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Situation in Bezug auf die nächsten 12 Monate ist eher verhalten: Sie erwarten, dass die Inflation mit 3,4 % über ihren nominellen Einkommenszuwächsen von 1,2 % liegt. Außerdem vermuten sie eine Steigerung ihrer Wohnpreise um 2,1 % und Hypothekenzinsen von 5,0 %.¹¹⁷ Diese wenig positive Erwartungshaltung könnte sich in einer verminderten Bereitschaft niederschlagen, größere Investitionen zu tätigen und den Preis für Wohnimmobilien negativ beeinflussen. Preissteigernde oder -stabilisierende Faktoren seien weiterhin hohe Bau- und Baumaterialpreise¹¹⁸, mögliche Lieferengpässe im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg und eine nach wie vor hohe Zuwanderung.¹¹⁹

In der Politik und Gesellschaft bleiben Fragen um Wohnungsmangel und Mietpreise relevant, sodass politische Risiken ebenfalls den Immobilienmarkt beeinflussen. In den vergangenen Jahren sind hierbei die Grundsteuerreform¹²⁰, die Mietpreisbremse, der Mietendeckel nach dem Berliner Modell¹²¹, das Volksbegehren nach Enteignung von Deutsche Wohnen & Co (s.u.) und als aktuelles Thema das Gebäudeenergiegesetz hinzugekommen.

Die Ampel-Koalition hat sich das Ziel gesetzt, dass in jedem Jahr 400.000 neue Wohnungen gebaut werden, davon 100.000 Sozialwohnungen. Im Jahr

¹¹⁶ https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-daten-bank/759778/759778?listId=www_siws_mb09_07a,

¹¹⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230808~de1c74e79e.en.html>

¹¹⁸ <https://www.bauindustrie.de/zahlen-fakten/aktuelles/baumaterialpreise>

¹¹⁹ https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Wanderungen/_inhalt.html [Zu-wanderung und Abwanderung nach Deutschland \(Migration\) - Statistisches Bundesamt \(destatis.de\)](https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Wanderungen/_inhalt.html)

¹²⁰ Ende 2019 ist ein neues Grundsteuer-Gesetz verabschiedet worden. In „das Bundesmodell“ gehen neben Grundstücksfläche und Bodenrichtwert auch Immobilienart, Nettokaltmiete, Gebäudefläche und Gebäudealter in die Berechnung der Grundsteuern mit ein. Die Bundesländer können vom Bundesmodell abweichen, wenn sie eigene Gesetze verabschieden („Öffnungsklausel“). Für die Umsetzung durch die Länder gilt eine Frist bis Ende 2024. Die Grundsteuer muss auf Anordnung des Bundesverfassungsgerichts spätestens ab dem 01.01.2025 neu berechnet werden.

¹²¹ Das Gesetz zur Mietenbegrenzung im Wohnungswesen in Berlin (MietenWoG Bln), der sog. Mietendeckel, ist am 23.02.2020 in Kraft getreten. Das Bundesverfassungsgericht hat mit einem am 15. April 2021 veröffentlichten Beschluss zwar entschieden, dass das Gesetz zur Mietenbegrenzung im Wohnungswesen in Berlin (MietenWoG Bln, sog. „Berliner Mietendeckel“) verfassungswidrig ist (Bundesverfassungsgericht, Beschluss v. 25. März 2021 – 2 BvF 1/20 – 2 BvL 4/20 – 2 BvL 5/20), allerdings ist es interessant zu wissen, dass das Gericht die Verfassungswidrigkeit mit formalen Gründen (fehlende Gesetzgebungskompetenz der Länder) begründet, das heißt im Umkehrschluss, dass so ein Gesetz von der Bunderegierung durchaus beschließbar wäre.

2022 wurden gerade einmal 260.000 Wohnungen fertiggestellt. Als Folge der gestiegenen Baukosten, der höheren Zinsen, zunehmender Auflagen und fehlender Baugebiete geht die Zahl der Wohnneubauten sogar noch dramatisch zurück.¹²² Berechnungen des Ifo-Instituts zufolge werden 2023 rund 245.000 und nächstes Jahr 210.000 Wohnungen in neuen Wohngebäuden fertiggestellt, im Jahr 2025 sogar nur noch rund 175.000. Zusammen mit den übrigen Fertigstellungen werden 2025 lediglich etwa 200.000 Wohneinheiten entstehen.¹²³

Im April 2023 verzeichneten die Baugenehmigungen für Wohnungen einen drastischen Rückgang von 31,9 % im Vergleich zum Vorjahresmonat.¹²⁴

Für Unternehmen ist eine der Investition vorhergehende Analyse in jedem Fall unverzichtbar. Bei Immobilien und verwandten Assetklassen könnten aus aktueller Sicht insbesondere folgende Aspekte relevant sein:

- Wohnimmobilie oder gewerbliche Immobilie¹²⁵,
- politisches Umfeld und Infrastruktur,
- Liquidität und Fungibilität, auch bei offenen Immobilienfonds,
- Abhängigkeit von Bewertungszeitpunkt und Bewertungsansatz bei der Wertermittlung,
- Auswirkungen von Änderungen des Zinssatzes,
- Veränderungen der Inflationsrate,
- Ertragskomponenten in Verbindung mit Transaktionskosten, Kosten der Verwaltung, Leerstands- und Ausfallrisiken, Abschreibungsbedarf, Möglichkeiten zum Reserveaufbau, Nutzung steuerlicher Vorteile nach § 6b EStG durch Übertragung stiller Reserven bei der Veräußerung und schließlich
- Optimierung des Eigenkapitals in Verhältnis zum Fremdkapital und die zugehörige Analyse zur Risiko- und Kostenoptimierung.

Diese Aspekte können bei der Bewertung der unternehmensindividuell erzielbaren Rendite von Bedeutung und für den Verantwortlichen Aktuar relevant sein. Nach

¹²² <https://www.businessinsider.de/bi/wohnungsbau-bricht-ein-wohnungsnot-nimmt-zu-die-zahlen-fakten/>

¹²³ <https://www.ifo.de/pressemitteilung/2023-06-16/deutlich-weniger-neue-wohnungen-bis-2025>

¹²⁴ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/06/PD23_230_3111.html

¹²⁵ In den meisten Studien werden eher Wohnimmobilien als zu überteuert bezeichnet. Es existieren wenige Studien über Preise von gewerblichen Immobilien. Hier könnte die Blasenbildung wegen rationalerem Verhalten der potenziellen Marktteilnehmer weniger ausgeprägt sein. Allerdings sind hier noch weitere Analysen notwendig. Darüber hinaus sind die Auswirkungen der Corona Krise und die aktuelle politische Lage auf die gewerblichen Immobilien auf jeden Fall in Betracht zu ziehen.

Ansicht der BaFin birgt der Markt für Wohnimmobilien systematische Risiken. Hohe Risiken haben sich am Markt für Gewerbeimmobilien ebenfalls aufgebaut.¹²⁶

¹²⁶ https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Fokusrisiken/2023_Fokusrisiken.html, Seite 9 ff.

Immobilienfinanzierungen

Eine relevante Assetklasse, die eng mit Immobilien verbunden ist, umfasst die Hypotheken- und Grundschuld Darlehen.¹²⁷ Laut den Erhebungen des GDV liegt die Quote der direkt gehaltenen Immobilienkredite in der vergangenen Dekade konstant zwischen 6 % und 7 % der gesamten Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer.¹²⁸ Immobilienfinanzierungen können jedoch auch indirekt in Spezialfonds gehalten werden. Neben privaten Bauvorhaben finanzieren die Kredite auch gewerbliche Bestandsimmobilien sowie Projektentwicklungen bis hin zur Mezzanine-Immobilienfinanzierungen. Während die Vergabe privater Wohnimmobilienfinanzierungen mit den seit 2022 stetig gestiegenen Bauzinsen weiter rückläufig ist, hat sich die Nachfrage nach gewerblichen Immobilienkrediten leicht erholt.¹²⁹ Bei Wohnimmobilienkrediten stellt sich die Frage, ob private Haushalte die Darlehen aufgrund der aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen langfristig bedienen können und ob der Wert der Sicherheiten die Kreditrestschuld abdeckt. Aus Sicht der BaFin haben sich zuletzt insbesondere die Risiken aus der Finanzierung von Gewerbeimmobilien erhöht. Neben verschärften Finanzierungsbedingungen und strukturell rückläufiger Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsimmobilien ist ein Anstieg der Insolvenzen oder Zahlungsschwierigkeiten bei Mietern, Kreditnehmern und Projektentwicklern zu erwarten. Bewertungskorrekturen und Buchverluste können die Folge sein.¹³⁰

¹²⁷ Es handelt sich um Grundpfandrechlich besicherte Kredite, die dem Erwerb einer Immobilie dienen. Grundpfandrechlich besichert heißt, dass der Kreditgeber eine Grundschuld oder Hypothek an dem Grundstück erhält, um das Darlehen abzusichern.

¹²⁸ <https://www.gdv.de/resource/blob/137052/6dd039850568e8e75fd256c9a22713ae/die-deutsche-lebensversicherung-in-zahlen-2023-publikation-pdf-data.pdf>

¹²⁹ <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/pfandbriefbanken-immobilienfinanzierer-vergeben-wieder-mehr-kredite-19122824.html>

¹³⁰ https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Fokusrisiken/2023_Fokusrisiken.pdf;jsessionid=FBE86CF75FEBC29D4DB5CAD2B9D7EF4E.internet971?__blob=publicationFile&v=2

Immobilienfonds

Immobilienfonds sind grundsätzlich gleichermaßen von den aktuellen Entwicklungen am Immobilienmarkt betroffen. Bisher haben sich die befürchteten flächendeckenden Mittelabflüsse durch Investoren in Grenzen gehalten, so dass die allgemeine Liquiditätssituation stabil ist. Investoren müssen künftig jedoch mit einer längeren Haltedauer rechnen und die Diversifikation der Portfolien nach Nutzungsarten, Standorten und Baualtern wird zunehmend wichtiger.¹³¹

Zusätzlich könnten sich in näherer Zukunft stärkere Regulierungen durchsetzen. Das ESRB sieht in diesem Feld ein besonderes Stabilitäts-Risiko, das u. a. auf Liquiditätsinkongruenzen zurückzuführen ist. In wirtschaftlichen Stress-Situationen sind Immobilienwerte weniger schnell liquidierbar, als dies infolge von Anteilsscheinrückgaben erforderlich werden könnte. Notverkäufe könnten wahrscheinlicher werden.¹³²

¹³¹ <https://www.cash-online.de/a/so-entwickeln-sich-immobilienfonds-im-krisenjahr-2023-654376/>

¹³² <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.issuesnotepolicyoptionsrisksinvestmentfunds202309~cf3985b4e2.en.pdf>

3.8 Nachhaltige Kapitalanlagen

Für institutionelle Kapitalanleger gewinnen nachhaltige Kapitalanlagen und entsprechende Investitionsentscheidungen zunehmend an Bedeutung, nicht zuletzt aufgrund der gesellschaftlichen und politischen Diskussionen, die bereits in der Vergangenheit in entsprechende regulatorische Initiativen im gesamten Finanzsektor sowie auch spezifisch im Versicherungsbereich gemündet sind.¹³³

Im Zusammenhang mit einer entsprechenden Governance und Strategie rücken mittlerweile zunehmend Fragestellungen bezüglich Bewertung und Metriken in den Fokus. Seit 2022 sind Nachhaltigkeitsrisiken in der Solvency-II-DVO adressiert. Für die Kapitalanlage bedeutet dies die Notwendigkeit, Nachhaltigkeitsrisiken im Zusammenhang mit dem Anlageportfolio angemessen zu identifizieren, zu bewerten und zu managen. Hervorgehoben wird zudem, dass diese Risiken in den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht einzubeziehen sind.

Mittlerweile gibt es verschiedene Anbieter von ESG-Rating, uneinheitliche Kriterien und intransparente Bewertungsmodelle sowie eine eingeschränkte Datenverfügbarkeit erschweren jedoch die Arbeit auf dem Weg zu einem wichtigen Werkzeug im Kontext von Sustainable Finance. In diesem Kontext hat die BaFin im Juli 2023 ihre Sustainable-Finance-Strategie veröffentlicht, dabei gehören verbesserte und zuverlässige Daten und der Kampf gegen das Greenwashing, d.h. das Vorspielen von umweltfreundlichem und verantwortungsbewusstem Image ohne Grundlage, zu den insgesamt fünf Schwerpunkten der Aufsichtsbehörde.¹³⁴ Zudem hatte der Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung sich im Juni 2023 in einem Positionspapier geäußert und eine EU-weite Regulierung von ESG-Ratinganbietern befürwortet.¹³⁵ Kurze Zeit später verabschiedete die EU-Kommission einen Regulierungsentwurf, der die Beaufsichtigung von ESG-

¹³³ Im vorliegenden Abschnitt werden die aktuellen Entwicklungen mit Fokus auf die ersten drei Quartale des Jahres 2023 aufbereitet. Zu grundlegenden Aspekten vgl. die Ausführungen im Abschnitt 2.6

¹³⁴Sustainable-Finance-Strategie der BaFin, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Sustainable_Finance_Strategie/SF_Strategie_node.html#doc19641124bodyText6

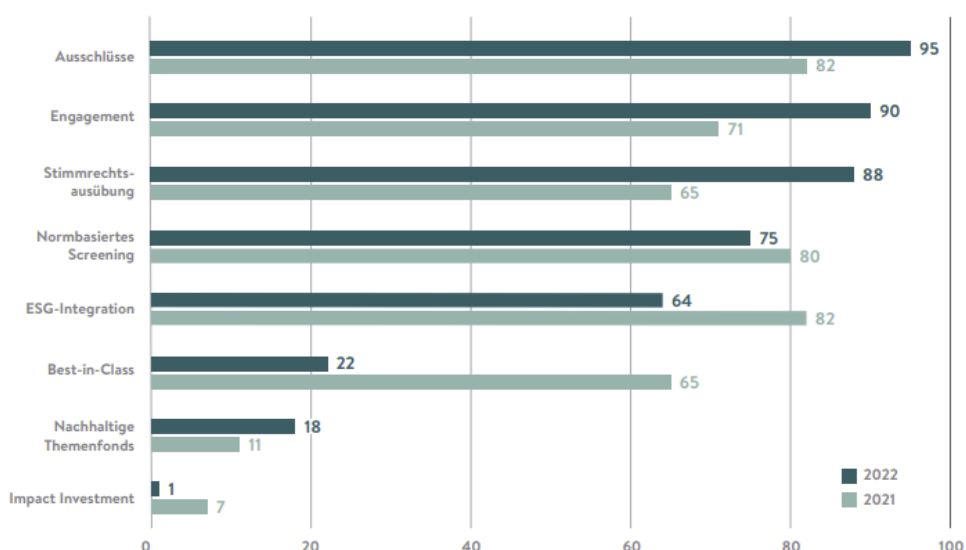
¹³⁵ Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung: „Positionspapier zur Regulierung von ESG-Rating Providern“ https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2023/06/Positionspapier-ESG-Ratingprovider_SFB_062023-2.pdf.

Ratingagenturen zum Ziel hat und umfangreiche Transparenz- und Governanceanforderungen an entsprechende Agenturen stellt.¹³⁶

Neben den regulatorischen Entwicklungen zeichnet sich die zunehmende Bedeutung auch in der Praxis ab: Der Markt für nachhaltige Fonds und Mandate in Deutschland verzeichnet mit einem Plus von 16 % gegenüber dem Vorjahr ein weiteres Wachstum, der Marktanteil nachhaltiger Publikumsfonds, Mandate und Spezialfonds wuchs auf 12,5 %.¹³⁷ Die Allokation nachhaltiger Kapitalanlagen (direkt oder indirekt) erfolgt dabei hauptsächlich in den Assetklassen Aktien (38 %) und Unternehmensanleihen (37 %), gefolgt von Öffentlichen Anleihen (11 %).

Bei den Anlagestrategien haben Ausschlüsse die Spitzenposition im Jahr 2022 übernommen, ebenso verzeichnen Engagement-Strategien sowie Stimmrechtsausübungen ein deutliches Wachstum gegenüber dem Vorjahr:

Grafik 4.4: Nachhaltige Anlagestrategien bei Publikumsfonds, Mandaten und Spezialfonds in Deutschland 2022 und 2021 im Vergleich (in %)



Daten: FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen

Quelle: FNG Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2023, S. 18

¹³⁶ Europäische Kommission: „Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities“ (2023/0177 (COD)) [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2023/0314/COM_COM\(2023\)0314_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2023/0314/COM_COM(2023)0314_EN.pdf)

¹³⁷ Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2023“, S. 17ff https://www.forum-nq.org/fileadmin/Marktbericht/2023/FNG_Marktbericht2023_Online.pdf

Bei Ausschlüssen werden Aspekte wie Korruption und Bestechung, Arbeitsrechtsverletzungen, Umweltzerstörung, Menschenrechtsverletzungen sowie Kohle als wichtigste Kriterien definiert, nach den Investments vom Anlage-Universum ausgeschlossen werden. Durch das Engagement und die Stimmrechtsausübung tritt der Investor in einen aktiven Dialog zum Thema Nachhaltigkeit mit den Unternehmen und erzielt so eine direkte Wirkung. Beim ebenfalls beliebten Normbasierten Screening werden Investments auf ihre Konformität mit internationalen Standards und Normen, wie z.B. dem UN Global Compact, geprüft. Die ESG-Integration bezieht ESG-Kriterien und Risiken in die traditionelle Finanzanalyse ein. Mit der Anlagestrategie Best-in-Class werden die besten Unternehmen innerhalb einer Branche, Kategorie oder Klasse ausgewählt, die im Vergleich in ökologischer, sozialer und ethischer Hinsicht die höchsten Standards setzen.^{138 139}

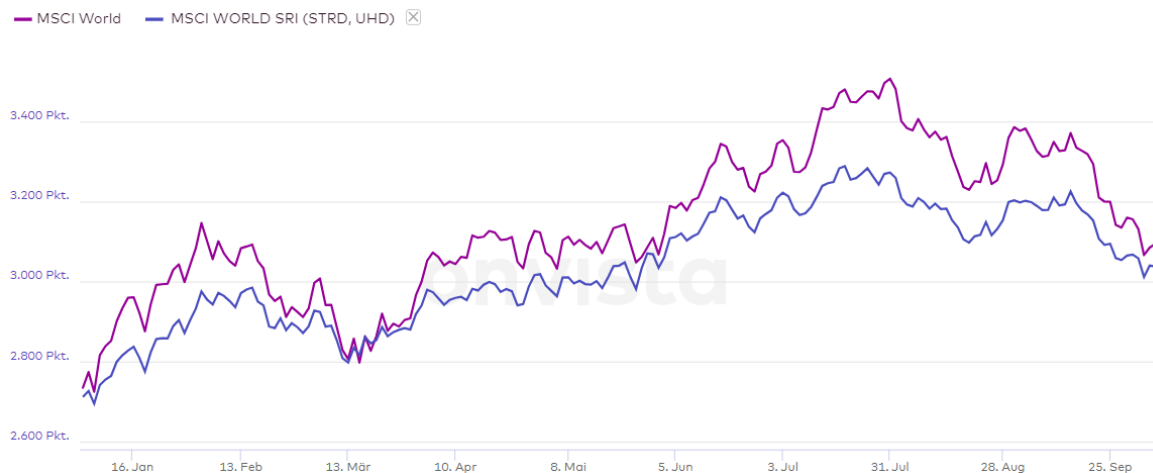
Sowohl aufgrund der regulatorischen Vorgaben insbesondere durch die SFDR als auch bereits in den letzten Jahren beobachtbarem kommerziellen Druck¹⁴⁰ haben etliche Asset Manager ihre ESG-Integrationsprozesse verbessert sowie ihre Anlageziele und -richtlinien um verbindliche Nachhaltigkeitskriterien ergänzt. Gleichzeitig bedarf es allerdings weiterhin eindeutiger Kriterien, einheitlicher Asset-Management-Standards und standardisierter, verlässlicher Daten, um ESG-Faktoren stärker in den Anlageprozessen zu integrieren.

Ein klarer Trend nachhaltiger Investments im Vergleich zu klassischen Investments ist derzeit schwer quantifizierbar. Die folgende Darstellung enthält einen Vergleich des MSCI World mit dem Nachhaltigkeitsindex MSCI World SRI für die ersten drei Quartale des Jahres 2023. Lag der Nachhaltigkeitsindex anfangs des Jahres noch unterhalb des allgemeinen Index, so waren die beiden Indices zu Beginn des zweiten Quartals gleichauf und bei nahezu parallelem Risikoverlauf erreichte der allgemeine Index in der Folge wieder eine leicht bessere Performance:

¹³⁸ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2023“, S. 17ff

¹³⁹ Nähere Details zu nachhaltigen Anlagestrategien befinden sich im Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ des Ausschusses Investment vom 25. November 2020

¹⁴⁰ Hortense Bioy (Morningstar): „713 Fonds ändern den SFDR-Status im 2. Quartal“ vom 10. August 2022, <https://www.morningstar.de/de/news/225757/713-fonds-%C3%A4ndern-den-sfdr-status-im-2-quartal.aspx>



Quelle: *onvista.de*

Bei einem Vergleich der Indexentwicklungen ist auch die Zusammensetzung der Indices zu berücksichtigen. Dies betrifft neben der hier exemplarisch dargestellten Gegenüberstellung der MSCI-Indices auch mögliche weitere, aufgrund der unternehmensindividuellen Anlagestrategie für eine Analyse ausgewählte nachhaltige Indices und ihre konventionellen Pendanten. So können aufgrund abweichender Methodiken und Definitionen divergierende Titel-Zusammensetzungen und damit einhergehend anderen Gewichtungen entstehen – beispielsweise lag der Anteil von Microsoft im MSCI USA Mitte September 2023 bei 6,0 % und beim MSCI USA SRI bei 22,6 %, die mit einem Anteil von 6,9 % im MSCI USA führende Apple-Aktie war im MSCI USA SRI gänzlich nicht enthalten.¹⁴¹

Die Diskussion zu unterschiedlicher Performanceerwartung und unterschiedlicher Risikobehandlung ist in vollem Gange. Hierbei entwickeln sich noch sowohl praktische Erfahrungen als auch angemessene Quantifizierungsmethodiken. Gleichwohl kann sich der Verantwortliche Aktuar einen Überblick über die im Unternehmen hierzu vorhandenen Informationen verschaffen und bei Relevanz in seine Bewertung einbeziehen.

¹⁴¹ vgl. den Denkkzettel 3/2023 des DAV-Ausschusses Investment vom 28. September 2023

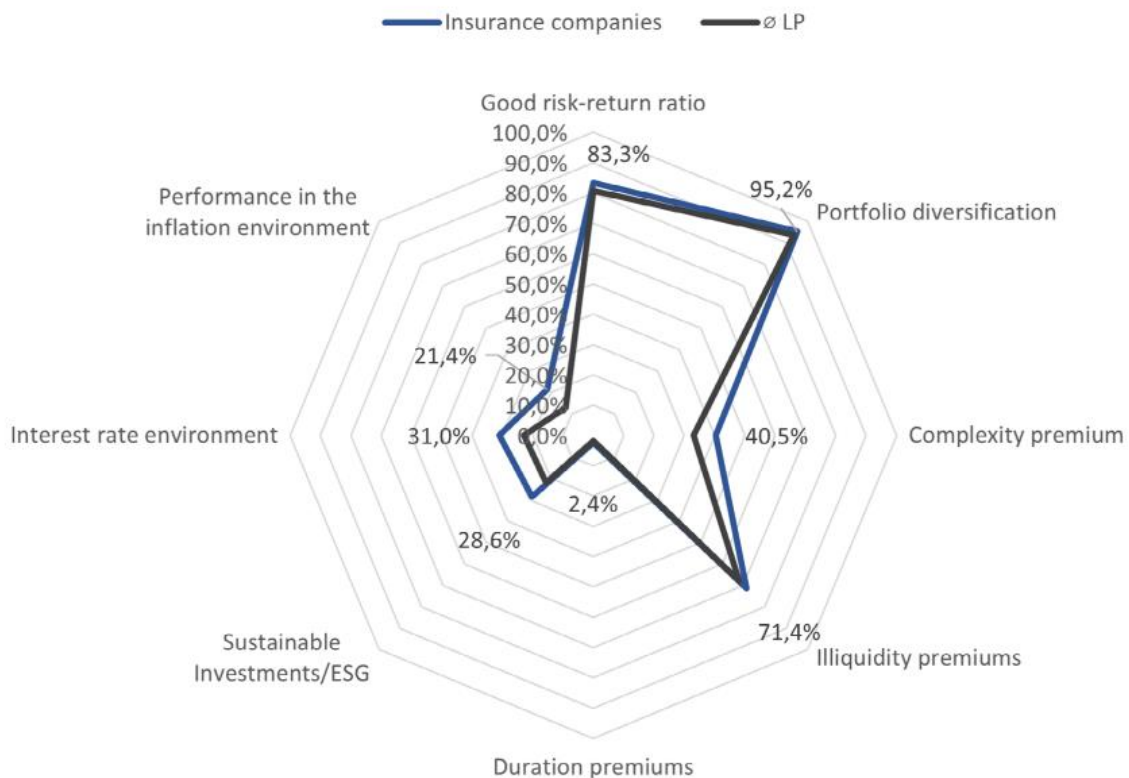
3.9 Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken

Seit einigen Jahren, u.a. auch in Niedrigzinsphasen¹⁴², versuchen Versicherer unabhängiger vom „klassischen“ Kapitalmarkt zu werden und vergleichsweise hohe und regelmäßige Erträge durch Investition in weitere Assetklassen bei vertretbarem Risiko und ausreichender Liquidität zu erwirtschaften.

Laut einer Studie des Bundesverbandes für Alternative Investments (BAI) seien Alternative Investments (AI) für Versicherungsunternehmen aus einer Vielzahl von Gründen attraktiv. In der BAI-Investorenbefragung 2021 wurde das Niedrigzinsumfeld von 46,9 % der befragten Versicherungsunternehmen immer noch als Hauptgrund für Investitionen in AI genannt. Allerdings hat sich das makroökonomische Umfeld inzwischen dramatisch verändert. Während die Diversifizierung des Portfolios (95,2 %), ein gutes Risiko-Rendite-Verhältnis (83,3 %) und Illiquiditätsprämien (71,4 %) weiterhin zu den wichtigsten Treibern für Versicherungsunternehmen zählt, nannten nur noch 31,0 % das Zinsumfeld als Grund für Investitionen in AI.¹⁴³

¹⁴² Handelsblatt vom 16. September 2021: Niedrigzins und Inflation – Herausforderungen für Lebensversicherer steigen, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/versicherer/lebensversicherer-niedrigzins-und-inflation-herausforderungen-fuer-lebensversicherer-steigen/27618788.html?ticket=ST-4378420-bHMmtyjCn7Js25lqmkh-cas01.example.org>

¹⁴³ https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/BAI_Publikationen/BAI_Investor_Survey/German_Investor_Landscape_-_Insurance_Companies.pdf, aufgerufen am 03.11.2023



Quelle: BAI-Studie: Gründe, warum Versicherer in Alternative Investments investieren

Vor einem erstmaligen Einstieg in neue Assetklassen ist es für einen Versicherer erforderlich, einen Neue-Produkte-Prozess entsprechend der Vorgaben der Versicherungsaufsicht bzw. des Risikomanagements durchzuführen. Die Ergebnisse dieses Prozesses können für den Verantwortlichen Aktuar bei seiner Bewertung dieser Kapitalanlagen und ihrer Ertrags- und Risiko-Profile hilfreich sein. Dem Verantwortlichen Aktuar wird empfohlen, sich in diesem Zusammenhang auch die Kosten offenlegen zu lassen, um eine noch bessere Vorstellung von den eingegangenen Risiken, aber auch von der Rendite der Investments zu bekommen. Im Folgenden wird auf bestimmte, teilweise erst in der jüngeren Vergangenheit aufgekommene Assetklassen eingegangen.

Infrastruktur

Im Rahmen der Energiewende besteht ein wachsender Investitionsbedarf in Infrastruktur. Neben dem positiven Beitrag zum Erhalt und Ausbau der öffentlichen Infrastruktur ist die attraktive Rendite und geringe Korrelation zu anderen Investments ein Argument für die Assetklasse. Wesentlichen Renditekomponenten sind dabei die Illiquiditätsprämie, die Komplexitätsprämie und die Asset-spezifische

Prämie.¹⁴⁴ Im Zusammenhang mit Nachhaltigen Kapitalanlagen und dem verstärkten Fokus auf ESG-Kriterien spielen auch Impact Investments in soziale Infrastruktur eine zunehmend größere Rolle. Gerade für Investitionen in das Eigen- oder Fremdkapital eines Infrastrukturunternehmens bzw. in Infrastrukturvermögenswerte herrschen spezielle Anforderungen an das Risikomanagement sowie unterschiedliche Solvenzkapitalanforderungen¹⁴⁵. Für den Verantwortlichen Aktuar ist hierbei insbesondere das durch die Langfristigkeit und ggf. mangelnde Fungibilität entstehende Liquiditätsrisiko von Interesse.

Kryptowährungen

Bisher haben Kryptowährungen keine große Auswirkung auf die Kapitalanlage von Versicherern. Eine detailliertere Darstellung ist im Ergebnisbericht für das Jahr 2021 enthalten. Ein ausführliches Grundverständnis zu Kryptowährungen vermittelt das Knowledge Paper „Kryptowährungen“ des IDW.¹⁴⁶

Sonstige Assetklassen

Unter den Oberbegriffen „Private Equity“ und „Private Debt“ existieren eine Vielzahl von Möglichkeiten, entweder in das Eigenkapital meist mittelständischer Unternehmen zu investieren oder dieses Fremdkapital zur Verfügung zu stellen. Dabei sind Risiken zu beachten, denn besonders bei mittelständischen Firmen, die nur in bestimmten Regionen aktiv sind und über ein kleineres Angebot an Produkten verfügen, könnten schneller Probleme auftauchen als bei globalen, breit diversifizierten Konzernen.

Zudem hat in den letzten Jahren das Interesse der Investoren an privaten Vermögenswerten, speziell in Bereichen der Private Equities, stark zugenommen. Die leichte Kapitalbeschaffung der letzten Jahre hat zu sehr hohen Bewertungen geführt. Rezessionsorgen erhöhen allgemein die Wahrscheinlichkeit für eine sinkende Performance. Entsprechend hat sich der Prüfungs- und Selektionsaufwand

¹⁴⁴ https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/Newsletter/Newsletter_2023/BAI_Newsletter_II_2023.pdf, S. 31 ff.

¹⁴⁵ Infrastrukturinvestitionen: Aktuelle regulatorische Entwicklungen, Der Aktuar 03/2019, S. 169-172

¹⁴⁶ <https://www.idw.de/blob/136388/677ab93eb8f5c3cd98ab8a485f048899/down-kp-kryptowaehrungen-print-data.pdf>, aufgerufen am 13.11.2022

seitens der Investoren erhöht und auch die Anlagestrategien haben sich verändert.¹⁴⁷

Denkbar wären – neben den oben bereits erwähnten Infrastrukturinvestitionen – vielfach diskutierte weitere Assetklassen wie z. B. Verbriefungen, strategische Beteiligungen an FinTechs und InsurTechs (Versicherer erhoffen sich aus den Beteiligungen neben strategischen Partnern für Ihre Geschäftsmodelle auch überdurchschnittliche Marktwertentwicklungen der Unternehmen). Zusätzlich können Hochzinsanleihen, Anleihen aus Schwellenländern oder in Fremdwährungen zur Renditesteigerung ins Portfolio aufgenommen werden. Neben der obligatorischen Durchführung des Neue-Produkte-Prozesses stellt das Investment in solche Assetklassen auch besondere Anforderungen an das Know-How und die operative Abwicklung sowie das Risikomanagement im Unternehmen¹⁴⁸. Diese Assetklassen können deshalb, sofern sie materiell relevant werden, in Einzelfällen ebenfalls die Aufmerksamkeit des Verantwortlichen Aktuars erfordern.

Dabei ist von Interesse, wie sich durch die angestrebte Risikoreduktion und erhöhte Diversifikation bei gleichzeitigem weiteren Ausbau des Engagements in Alternative Investments die Struktur der Strategischen Asset Allocation ändert und wie stark dadurch die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen beeinflusst wird.¹⁴⁹ Abhängig von der Struktur und dem Investmentvehikel sind bei manchen Alternative Investments zusätzlich auch die Auswirkungen auf die Liquiditätsplanung kritisch zu prüfen. So kann die Praxis von schwer kalkulierbaren und planbaren Kapitalabrufen bei bereits vergebenen Commitments zu möglicherweise ungeplanten Liquiditätsabflüssen führen. Darüber hinaus können sich bei der bilanziellen Bewertung solcher Investments z.B. Abhängigkeiten von Zins-, Spread- oder Währungsentwicklungen ergeben. Zwar versuchen Unternehmen mithilfe von Alternative Investments die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt zu reduzieren, jedoch sind Korrelationen mit Aktienmärkten und der Konjunktur insbesondere in negativen Marktphasen denkbar.

¹⁴⁷ <https://www.dfpa.info/maerkte-studien-news/investoren-erwarten-fuer-private-equity-starke-jahrgaenge-2023-und-2024.html>

¹⁴⁸ Vgl. beispielsweise die Due Diligence-Anforderungen aus der seit 01. Januar 2019 anzuwendenden Verbriefungsverordnung

¹⁴⁹ Siehe Abschnitt 2.2 „Strategische Asset Allocation“