

Ergebnisbericht des Ausschusses Investment

Mögliche Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortli- chen Aktuars für das Geschäftsjahr 2025

Köln, 25.11.2025

Präambel

Die Arbeitsgruppe *Kapitalanlagethemen im Aktuarbericht* des Ausschusses Investment der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. (DAV) hat den vorliegenden Ergebnisbericht erstellt.¹

Anwendungsbereich

Der Ergebnisbericht betrifft sowohl allgemeine geschäftsjahresübergreifende als auch aktuelle, zeitlich eng an das Jahr 2025 gebundene und ggf. hierauf eingeschränkte Fragestellungen. Hier-von betroffen sind grundsätzlich alle Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der Aktuarver-ordnung (AktuarV) fallen und für die ein Erläuterungsbericht zu erstellen ist. Gemäß §4 Abs. 4. Nr. 4 der AktuarV ist im Erläuterungsbericht darzulegen, dass das Vorsichtsprinzip auch bei der Be-wertung der zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva angewendet wurde.

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

Der Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über den Stand der Diskussion und die erzielten Erkenntnisse gerichtet und stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.²

Inhalt

Der Ergebnisbericht befasst sich mit möglichen Inhalten des Erläuterungsberichts des Verantwort-lichen Aktuars. Diese beziehen sich auf die Auswahl und Darstellung von möglichen Themen mit Bezug zur Kapitalanlage. Damit soll eine Serviceleistung für die Verantwortlichen Aktuare erbracht werden. Um den Ergebnisbericht rechtzeitig vor Erstellung der Erläuterungsberichte zur Verfügung zu stellen, bezieht sich die Darstellung der Kapitalmarktentwicklung im Wesentlichen auf die ers-ten drei Quartale des Berichtsjahres. Die Arbeitsgruppe empfiehlt daher, materiell relevante Ent-wicklungen des letzten Quartals, ergänzend zu berücksichtigen.

Schlagworte

Kapitalanlage, Erläuterungsbericht, Verantwortlicher Aktuar

Verabschiedung

Dieser Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Investment am 25.11.2025 verabschiedet wor-den.

¹ Der Ausschuss dankt der Arbeitsgruppe Kapitalanlagethemen im Aktuarbericht ausdrücklich für die geleis-tete Arbeit, namentlich Dr. Marc Küther (Leitung), Sören Demtröder, Dr. Monika Dücker, Christoph Höpken, Martin Jungbauer, Thomas Kaufmann, Jana Küttner, Marcus Lenz, Dr. Mohammad Majidi, Ilja Mindlin, Mi-chael Schindler, Tilmann Schmidt, Matthias Sohn, Prof. Dr. Christof Wiechers.

² Die sachgemäße Anwendung des Ergebnisberichts erfordert aktuarielle Fachkenntnisse. Dieser Ergebnis-bericht stellt deshalb keinen Ersatz für entsprechende professionelle aktuarielle Dienstleistungen dar. Aktuari-elle Entscheidungen mit Auswirkungen auf persönliche Vorsorge und Absicherung, Kapitalanlage oder ge-schäftliche Aktivitäten sollten ausschließlich auf Basis der Beurteilung durch eine(n) qualifizierte(n) Aktuar DAV/Aktuarin DAV getroffen werden.

1. Ausgangslage und Zielsetzung	4
2. Allgemeine Themen	6
2.1. Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar	6
2.2. Strategische Asset Allocation	6
2.3. Derivate und Absicherungsstrategien	7
2.4. Kreditrisiken und Bonität	9
2.5. Liquidität und Fungibilität	9
2.6. Nachhaltigkeit und ESG	10
3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2025	13
3.1. Management-Summary	13
3.2. Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2025	14
3.3. Entwicklung an den Zinsmärkten	32
3.4. Entwicklungen an Aktienmärkten	39
3.5. Entwicklungen an den Immobilienmärkten und verwandte Assetklassen	42
Preisentwicklungen	42
3.6. Liquiditäts- und Stornorisiken	46
3.7. Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage und BaFin-LVU-Prognoserechnung	47
3.8. Nachhaltige Kapitalanlagen	49
3.8.1. Entwicklungen des regulatorischen Rahmens 2025	50
3.8.2. Marktentwicklungen 2025	51
3.9. Alternative Investments und weitere Kapitalanlagethemen	56

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 Erfüllung 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 Erfüllung 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 Erfüllung 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, erheben jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit; unter einfacheren Rahmenbedingungen können auch Vereinfachungen und Auslassungen durchaus angemessen sein. Dabei ist immer die unternehmensindividuelle Situation maßgeblich.

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 substanziell 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 Derivatstrategien (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 etabliert³.
- 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 Wiederanlagerisiko 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 zusätzlich 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 an Bewertungsreserven noch in den Vergleich mit dem Sicherungsbedarf ein. Die Änderungen ihres Marktwertes werden jedoch im Anhang des Geschäftsberichtes ausgewiesen; sie werden

³ Solche oder verwandte Konzepte werden mitunter auch in kapitalmarktnahen Produkten mit Garantien eingesetzt und können abhängig von der Materialität von Relevanz sein.

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 Betrag im Vergleich zu den gesamten bilanziellen 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 Collar) 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 Risikominderungstechniken (beispielsweise geografische und nutzungstechnische Diversifikation, Nachhaltigkeit der Nutzungskonzepte, Hebelung mittels Einsatz von Fremdkapital etc.) darstellen

zu lassen und ggf. zu kommentieren oder Materialitätsauswirkungen in Form einer Sensitivitätsrechnung zu quantifizieren.

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 Erfüllung 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 existieren 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.⁴ 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 ein Indikator für die Risiken im Kapitalanlageportfolio darstellen.

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

⁴ 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

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

Nachhaltigkeit hat sich als ein zentrales gesellschaftliches Thema etabliert, dass auf verschiedene Bereiche ausstrahlt und damit mittelbar und unmittelbar auch auf individueller und institutioneller Ebene für die Kapitalanlage und Investitionsentscheidungen relevant ist. 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.⁵

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: Umweltbewusstsein ist Teil eines individuellen Lifestyles und beeinflusst zunehmend Einkaufs- und Konsumentscheidungen⁶ sowie die private Kapitalanlage, insbesondere sieht eine Mehrheit der sog. Generation Z Nachhaltigkeit neben Sicherheit als wichtiges Kriterium bei der Geldanlage.⁷ 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. Auf globaler Ebene dominieren die jeweils 2015 verabschiedeten UN-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 auch im Wesentlichen dem 2020 initiierten Europäischen Green Deal als zentraler Teil der EU-Klimapolitik zur Erreichung des „Zwei-Grad-Ziels“ zugrunde liegen⁸. Auf deutscher Ebene setzen insbesondere das Klimaschutzprogramm 2030 und das 2019 erlassene und zuletzt 2024 geänderte Bundes-Klimaschutzgesetz (KSG) den Rahmen, nach dem das Erreichen der Klimaneutralität bis 2045 sowie das Absinken der Treibhausgasemissionen bis 2030 auf 65 % gegenüber 1990 angestrebt wird.⁹ 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 zweijährlich erscheinenden 30. Subventionsbericht¹⁰ der Bundesregie-

⁵ Für einen Überblick über verschiedene Megatrends siehe exemplarisch Zukunftsinstitut: „Die Megatrends“, <https://www.zukunftsinstitut.de/blog-megatrends#12-megatrends> (Dort wird ESG nicht spezifisch als einzelner Megatrend aufgegriffen, jedoch fallen verschiedene Aspekte der genannten 11 Megatrends in den übergreifenden Kontext)

⁶ PwC Deutschland am 2. Mai 2024: „Voice of the Consumer 2024“. <https://www.pwc.de/de/handel-und-konsumguter/pwc-voice-of-the-consumer-2024.pdf>

⁷ „BarmeniaGothaer Anlegerstudie 2025: 50 % der Deutschen hält Nachhaltigkeit bei der Geldanlage für wichtig.“, <https://partner.gothaer.de/news/50-prozent-der-deutschen-haelt-nachhaltigkeit-bei-der-geldanlage-fuer-wichtig.htm>

⁸ Europäische Kommission vom 14. Januar 2020: Finanzierung des ökologischen Wandels: Der Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa und der Mechanismus für einen gerechten Übergang

⁹ Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: „Deutsche Klimaschutzpolitik“, <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Artikel/Industrie/klimaschutz-deutsche-klimaschutzpolitik.html>

¹⁰ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/30-subventionsbericht.pdf?__blob=publicationFile&v=5

rung von 2025 werden auf Förderschwerpunkte wie die Dekarbonisierung des Verkehrs und Gebäudebestandes hingewiesen. Der Anteil klimafreundlicher Subventionen am gesamten Subventionsvolumen entspricht 72 %.

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 Versicherer im Speziellen in den vergangenen Jahren ergeben, die sich zunehmend konkretisieren. 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.¹¹ Die EU-Verordnung zur Taxonomie verpflichtet Anbieter nachhaltiger Finanzprodukte seit Dezember 2020 zur Offenlegung, wie sie die Taxonomie zur Bestimmung der Nachhaltigkeit der zugrundeliegenden Anlagen herangezogen haben.¹²

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.¹³ Diese konkretisieren die Anforderungen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Auch wenn am 25. Februar 2025 die EU-Kommission ein Vereinfachungspaket verabschiedet hat, mit denen Umsetzungspflichten verschoben und Angabepflichten reduziert wurden, bleibt das Thema weiterhin relevant.

Inwiefern sich hieraus Auswirkungen auf das konkrete Anlageverhalten sowohl institutioneller als auch privater Anleger ergeben, bleibt entsprechend abzuwarten.

Auf nationaler Ebene hat die BaFin in diesem Kontext im Juli 2023 ihre Sustainable-Finance-Strategie veröffentlicht, dabei gehören u.a. eine risikoorientierte und praxistaugliche Regulierung sowie ein angemessenes Management umweltbezogener finanzieller Risiken zu den insgesamt fünf Schwerpunkten der Aufsichtsbehörde.¹⁴

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.¹⁵ Als Anlage-Universum bieten sich Produkte und Anlagevehikel an, die entsprechende Aspekte in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Dabei können Schwerpunkte auf unterschiedliche Anlagestrategien gelegt werden.¹⁶ Laut einer PwC-Studie agieren Versicherer damit wie alle Investoren

¹¹ 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>

¹² Verordnung (EU) 2019/2088 Transparenz-Verordnung und Verordnung (EU) 2020/852 Taxonomie-Verordnung

¹³ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-Erste-europaische-Standards-fur-die-Nachhaltigkeitsberichterstattung_de

¹⁴ Sustainable-Finance-Strategie der BaFin, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Sustainable_Finance_Strategie/SF_Strategie_node.html#doc19641124bodyText6

¹⁵ Versicherungsbote vom 23. Oktober 2019: Megatrend Nachhaltigkeit: Vom magischen Kapitalanlage-Dreieck zum -Viereck, <https://www.versicherungsbote.de/id/4885959/Megatrend-Nachhaltigkeit-Kapitalanlage-Dreieck-Viereck/>

¹⁶ Begriffsdefinitionen und nähere Details zur Regulatorik befinden sich im DAV-Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ vom 25. November 2020

im Spannungsfeld von Nachhaltigkeit und Renditeansprüchen und betrachten bei ihren Investmententscheidungen, wie Unternehmen mit Risiken und Chancen rund um Nachhaltigkeit umgehen.¹⁷

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.

¹⁷ PwC: „Global Investor Survey 2023 von PwC – Ergebnisse für Deutschland“, <https://www.pwc.de/de/deals/global-investor-survey.html>

3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2025

Die Arbeitsgruppe hält im Hinblick auf die anstehende Berichterstattung in den Erläuterungsberichten der Verantwortlichen Aktuar für das Geschäftsjahr 2025 die folgenden Kapitalanlagethemen im Allgemeinen für relevant:

- Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2025
- Entwicklungen an den Zinsmärkten
- Entwicklungen an den Aktienmärkten
- Entwicklungen an den Immobilienmärkten und verwandten Assetklassen
- Liquiditäts- und Stornorisiken
- Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage und BaFin-LVU-Prognoserechnung
- Nachhaltige Kapitalanlagen
- Alternative Investments und weitere Kapitalanlagethemen

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. Management-Summary

Für einen schnellen Überblick hat die Arbeitsgruppe mithilfe einer KI eine Zusammenfassung der nachfolgenden Abschnitte erstellt, die von der AG qualitätsgesichert und sachgerecht angepasst wurde.

Die **Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale des Jahres 2025** waren insbesondere geprägt durch geopolitische Spannungen, rückläufige Inflation und eine spürbare wirtschaftliche Abschwächung in Deutschland und anderen Industrieländern. Steigende Unternehmensinsolvenzen, strukturelle Herausforderungen und eine veränderte Wirtschaftspolitik in den USA beeinflussten das Marktumfeld zusätzlich. Globale Handelskonflikte sowie Zölle und Gegenzölle wirkten auf Wachstum, Inflationserwartungen und Risikoaufschläge ein.

Vor diesem Hintergrund veränderten sich die **Entwicklungen an den Zinsmärkten** spürbar. Die EZB senkte aufgrund rückläufiger Inflation mehrfach die Leitzinsen und stabilisierte sie im Sommer 2025 auf einem moderaten Niveau, während die Fed in mehreren Schritten ebenfalls lockerte. Trotz dieser Senkungen stiegen langfristige Renditen – etwa der 10-jährige Swap-Satz – moderat an, da die Märkte veränderte Inflations- und Wachstumserwartungen einpreisten. Die Zinsstrukturkurve zeigte fallende Kurzfrist- und leicht steigende mittlere Laufzeiten, was unterschiedliche Signale für Bewertung und Refinanzierung setzte.

Die großen **Aktienmärkte** entwickelten sich uneinheitlich, zu beobachten waren aber weitgehend deutliche Anstiege. Massive Kurseinbrüche im April nach der Ankündigung von Strafzöllen durch den US-Präsidenten konnten in kurzer Zeit aufgeholt werden. Die Zusammensetzung relevanter Indizes – etwa des MSCI World im Vergleich zu ESG-orientierten Varianten – führte zu teils deutlichen Performanceunterschieden. Nachhaltigkeitsindizes waren weiterhin stark von US-amerikanischen Titeln geprägt, wodurch regionale und sektorale Klumpenrisiken entstanden

Ein weiteres zentrales Themenfeld waren die **Immobilienmärkte und verwandte Assetklassen**. In Deutschland stabilisierten sich Wohnimmobilienpreise nach einer Phase deutlicher Rückgänge, während in China und Teilen Asiens weitere Preisrückgänge zu beobachten waren. Gewerbeimmobilien blieben risikobehaftet, insbesondere aufgrund steigender Ausfallquoten in der Finanzierung. Gleichzeitig wirkten begrenzte Bauaktivitäten in Europa preisstabilisierend. Das Neugeschäft in der Wohnimmobilienfinanzierung zog wieder an.

Im Kontext der wirtschaftlichen Unsicherheit bleiben **Liquiditäts- und Stornorisiken** von Bedeutung. Steigende Belastungen für Haushalte, unsichere Konjunkturaussichten und volatile Kapitalmärkte können zu Veränderungen im Kundenverhalten und damit zu erhöhten Mittelabflüssen führen.

Marktweit ist erneut von einem Rückgang der **Zinszusatzreserve** auszugehen. Es stellt sich die Frage, wie Unternehmen freiwerdenden Mittel infolge einer zu erwartenden teilweisen Auflösung bzw. /Verbrauch der Rückstellung einsetzt: zum Abbau von ggf. vorhandenen stillen Lasten in den Kapitalanlagen oder einer Erhöhung der RfB oder ggf. einer Erhöhung der Überschussbeteiligung.

Entwicklungen in der Regulatorik und auf dem Markt zeigen die bleibende Relevanz von **Nachhaltigen Kapitalanlagen**. Trotz Verzögerungen bei der CSRD-Umsetzung gab es 2025 neue relevante regulatorische Vorgaben im Kapitalanlagerisikomanagement sowie bezüglich Greenwashing und ESG-Ratingagenturen. Marktseitig gab es insbesondere auf europäischer und deutscher Ebene und in China weiterhin positive Nettozuflüsse. Zudem haben neue brancheninterne Vorgaben der Fondsindustrie nachhaltige Investitionen in die Luft- und Raumfahrt- sowie Rüstungsindustrie anwachsen lassen.

Abschließend spielten **Alternative Investments und weitere Kapitalanlagethemen** eine wichtige Rolle. Illiquide Anlagen wie Infrastruktur, Energieprojekte oder Private Markets blieben zentrale Bausteine zur Diversifikation. Versicherer nutzten diese Anlagen zunehmend zur Stabilisierung der Erträge und zur Unabhängigkeit von klassischen Märkten. Zudem gewannen technologische Innovationen und der Einsatz von KI in Investmentprozessen an Bedeutung.

3.2. Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2025

Die Entwicklung der Kapitalmärkte in den ersten drei Quartalen des Jahres 2025 waren weiterhin von geopolitischen Krisen sowie dem Rückgang der Inflation, ersten Zinssenkungen der Notenbanken und wirtschaftlicher Eintrübungen geprägt. Nachfolgend wird ein Überblick über die diversen Geschehnisse gegeben, wobei die Arbeitsgruppe auf öffentlich verfügbare Quellen zurückgegriffen hat.

Konjunkturentwicklung und -aussichten

Preis-, saison- und kalenderbereinigt ist das Bruttoinlandsprodukt im 3. Quartal 2025 gegenüber dem Vorquartal unverändert geblieben, nachdem es zuvor gesunken ist. Gegenüber dem Vorjahresquartal kam es preisbereinigt zu einem Anstieg um 0,3 %. Preis- und kalenderbereinigt wird ebenfalls ein Anstieg um 0,3 % verzeichnet.

Investitionen in Ausrüstungen entwickelten sich nach vorläufigen Erkenntnissen positiv, Exporte nahmen im Vergleich zum Vorquartal ab.¹⁸

In nachfolgender Tabelle ist die Veränderung des BIP Deutschland, preis-, saison- und kalenderbereinigt, gegenüber dem Vorquartal in % dargestellt:

¹⁸ Bruttoinlandsprodukt stagniert im 3. Quartal 2025 - Statistisches Bundesamt, aufgerufen am 07.11.2025

Bruttoinlandsprodukt

		Ursprungswerte				Werte nach X-13, preisbereinigt		
		in jeweiligen Preisen		preisbereinigt, verkettet		saison- und kalenderbereinigt		kalenderbereinigt
		Mrd. EUR	% ¹	2020 = 100	% ¹	2020 = 100	% ²	% ^{1, 3}
2024		4 328,97	2,6	104,35	-0,5	104,41	-0,5	-0,5
2024	Q1	1 071,63	2,7	104,57	-1,1	104,55	-0,1	-0,4
	Q2	1 063,85	3,1	102,74	-0,3	104,28	-0,3	-0,7
	Q3	1 083,07	2,6	104,58	-0,2	104,30	0,0	-0,6
	Q4	1 110,42	2,0	105,50	-0,4	104,49	0,2	-0,2
2025	Q1	1 098,21	2,5	104,58	0,0	104,81	0,3	0,3
	Q2	1 094,32	2,9	102,63	-0,1	104,59	-0,2	0,3
	Q3	1 119,93	3,4	104,90	0,3	104,59	0,0	0,3

1 Veränderung gegenüber dem Vorjahr beziehungsweise Vorjahresquartal.

2 Veränderung gegenüber dem Vorjahr beziehungsweise Vorquartal.

3 Für Jahre sind die kalenderbereinigten Werte gleich den saison- und kalenderbereinigten Werten (ausgenommen Rundungsdifferenzen).

Q = Quartal

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 07.11.2025¹⁹

Für das Jahr 2025 rechnen Wirtschaftsinstitute für Deutschland mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts um 0,2 %. Für die Folgejahre sind die Prognosen leicht unterschiedlich:

- Ifo Konjunkturprognose Herbst 2025: „Finanzpolitik könnte deutsche Wirtschaft aus der Krise hieven“²⁰

Nach einer Stagnation im ersten Quartal wird für 2025 preisbereinigt ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts um 0,2 % erwartet. Für 2026 wird ein Wachstum der Wirtschaftsleistung um 1,3 % prognostiziert, für 2027 um 1,6 %. Ursächlich dafür wird die neue Bundesregierung gesehen, sofern die Vorhaben für Infrastruktur und Verteidigung entschlossen umgesetzt werden.

„Die US-Zölle belasten die deutsche Wirtschaft nach wie vor spürbar. Von der Einigung im Zollstreit zwischen den USA und der EU sind keine unmittelbaren Effekte auf die Prognose zu erwarten, da die effektiven Zollsätze weitgehend dieselben sind wie im Sommer. Lediglich die mit dem bisherigen Zollstreit verbundene Unsicherheit dürfte allmählich zurückgehen, was die Konjunktur stützt.“ So Prof. Dr. Timo Wollmershäuser, Stellvertreter der Leiter des ifo Zentrums für Makroökonomik und Befragungen und Leiter Konjunkturprognosen.

- Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2025: „Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche“²¹

Nach zwei Jahren Rezession und einer Stagnation in der ersten Hälfte des Jahres 2025 wird eine breit angelegte Erholung nicht erwartet, da hohe Lohnstück- und Energiekosten,

¹⁹ Bruttoinlandsprodukt stagniert im 3. Quartal 2025 - Statistisches Bundesamt, aufgerufen am 07.11.2025

²⁰ ifo Konjunkturprognose Herbst 2025: Finanzpolitik könnte deutsche Wirtschaft aus der Krise hieven | ifo Konjunkturprognose | ifo Institut, aufgerufen am 25.10.2025

²¹ Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2025: Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche | Gemeinschaftsdiagnose | ifo Institut, aufgerufen am 25.10.2025

Fachkräftemangel und eine abnehmende Wettbewerbsfähigkeit die Wachstumsperspektiven belasten. Durch eine expansive Finanzpolitik wird für 2025 ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,2 % erwartet, für 2026 um 1,3 % und für 2027 um 1,4 %. Dabei wird sich der Aufschwung auf die Binnenwirtschaft konzentrieren, starke Exporte fehlen als Treiber.

- Die Zeit berichtet: IWF-Konjunkturprognose: „IWF mit Prognose für 2026 vorsichtiger als Bundesregierung“²²

Der IWF (Internationaler Währungsfonds) rechnet für 2026 weiterhin mit einem Wachstum um 0,9 %, die deutsche Bundesregierung mit einem Anstieg von 1,3 %. Ursächlich dafür wird die unterschiedliche Bewertung von Handelsunsicherheiten und internationalen Risiken angesehen.

„Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung nehmen allein aus saisonalen Gründen im September ab. Dem Arbeitsmarkt fehlen weiterhin die notwendigen Impulse für eine kräftigere Belebung“, so Andrea Nahles, Vorstandsvorsitzende der Bundesagentur für Arbeit.²³

Vermehrt in den Medien waren Meldungen zu geplanten Stellenstreichungen bei großen Unternehmen zu lesen²⁴. Davon betroffen u.a. Bosch, Lufthansa, Continental.

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

Nachfolgend ist die Veränderung des BIP, preis-, saison- und kalenderbereinigt, für das 2. Quartal 2025 in % für verschiedene Wirtschaftsräume dargestellt:

	USA	Euroraum	EU 27	Frankreich	Italien	Spanien	Deutschland
Vorquartal	0,7	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,7	-0,3
Vorjahresquartal	2,0	1,4	1,5	0,7	0,4	2,8	0,2

Vorquartal: Veränderung gegenüber dem 1. Quartal 2025;

Vorjahresquartal: Veränderung gegenüber dem 2. Quartal 2024.

Quelle: Eurostat sowie eigene Berechnungen.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 25.10.2025²⁵

Die Weltwirtschaft steht unter dem Druck der US-Zollpolitik. Für 2025 wird ein Wachstum von 2,6 % erwartet, für 2026 um 2,3 % und wieder ein leichter Anstieg auf 2,5 % in 2027.²⁶

„Das globale Wachstum bleibt stabil, aber fragil“, so der IWF-Chefökonom Pierre-Olivier Gourinchas. Für die USA erwartet der IWF ein Wachstum von 2,0 % für 2025, für 2026 von 2,1 %. Die

²² IWF-Konjunkturprognose: IWF mit Prognose für 2026 vorsichtiger als Bundesregierung | DIE ZEIT, aufgerufen am 25.10.2025

²³ Arbeitsmarkt im September 2025 | Bundesagentur für Arbeit, aufgerufen am 25.10.2025

²⁴ Stellenabbau aktuell: News und Informationen 2025 | FAZ, aufgerufen am 25.10.2025

²⁵ Bruttoinlandsprodukt: Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2025 - Statistisches Bundesamt, aufgerufen am 25.10.2025

²⁶ Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2025: Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche | Gemeinschaftsdiagnose | ifo Institut, aufgerufen am 25.10.2025

Prognosen für China liegen laut IWF bei einem Wachstum um 4,8 % in 2025 und um 4,2 % in 2026.²⁷

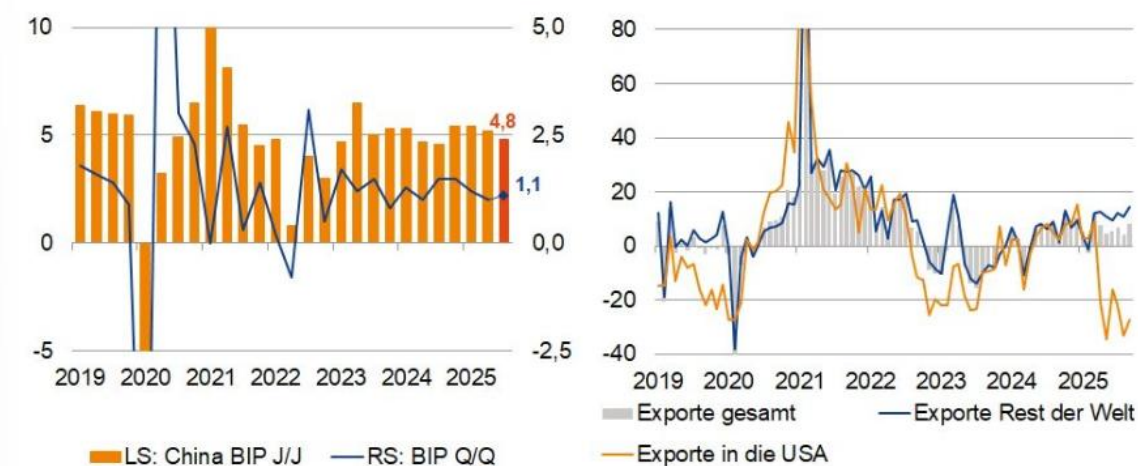
Für die USA werden konjunkturelle Auswirkungen durch den Shutdown erwartet, gemäß Schätzungen pro Woche bis zu 0,1 % Wachstum des Bruttoinlandsprodukts. Ein Teil wird nach einer Einigung wieder wettgemacht, die Auswirkungen werden dennoch negativ erwartet.²⁸

China meldet für das dritte Quartal 2025 ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 4,8 % (J/J). Durch Exporte in andere Regionen der Welt, können Handelsverluste mit den USA ausgeglichen werden. Schwächen zeigt die Binnenwirtschaft, der Immobiliensektor ist weiterhin in der Krise. Für 2025 wird ein Wachstum von 4,8 % erwartet, für 2026 von 4 %.²⁹

China: Wirtschaft stemmt sich gegen die US-Zölle

Veränderung Bruttoinlandsprodukt (BIP) in %

Ausfuhren nach Absatzmarkt, % J/J



Quelle: DZ Bank, Stand: 25.10.2025³⁰

Insolvenzen

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland ist von Oktober 2024 bis September 2025 stark gestiegen und erreichte historische Höchststände:

Im Oktober 2024 schnellte die Zahl der Insolvenzen von Personen- und Kapitalgesellschaften auf 1.530 Fälle – so viele wie in keinem Oktober der letzten 20 Jahre³¹. Das gesamte vierte Quartal 2024 verzeichnete 4.215 Insolvenzen, den höchsten Quartalswert seit Ende der Finanzkrise 2009. Dieser Anstieg setzte sich 2025 fort. Im zweiten Quartal 2025 wurden 4.524 Unternehmensinsolvenzen gezählt, also 7 % mehr als im Vorquartal und der höchste Wert seit 2005. Im dritten Quartal 2025 blieb das Niveau mit 4.478 Insolvenzen auf ähnlichem Niveau.

²⁷ IWF-Prognose: Deutsche Wirtschaftsentwicklung bleibt schwächste aller G7-Staaten | DIE ZEIT, aufgerufen am 25.10.2025

²⁸ Shutdown in USA: Finanzmärkte reagieren, Daten verzögert | cash, aufgerufen am 25.10.2025

²⁹ China: Wirtschaft stemmt sich gegen die US-Zölle – strauchelt aber im Inland | DZ BANK, aufgerufen am 25.10.2025

³⁰ China: Wirtschaft stemmt sich gegen die US-Zölle – strauchelt aber im Inland | DZ BANK, aufgerufen am 25.10.2025

³¹ <https://www.iwh-halle.de/presse/pressemittelungen/detail/iwh-insolvenztrend-sehr-viele-firmenpleiten-im-dritten-quartal-aber-trendanstieg-vorerst-beendet>, aufgerufen am 19.10.2025

Der Wirtschafts-Informationsdienst Creditreform schreibt hierzu³²:

‘[...] Ökonomen [hätten] die im Trend seit fast drei Jahren steigende Zahl der Unternehmensaufgaben vor allem mit Nachholeffekten begründet. Konkret unter anderem mit erheblichen Erhöhungen der Leitzinsen durch die Europäische Zentralbank und dem Auslaufen der Corona-Hilfen. Oft hätten die Betriebe ohnehin schon Schwierigkeiten gehabt und die Hilfen hätten eine Insolvenz lediglich verzögert. Dieses Erklärungsmodell reiche nun nicht mehr aus. „Durch Nachholeffekte ist das nicht mehr zu erklären“, zitierte die FAZ einen Insolvenzforscher vom IWH.

„Zwei Jahre Rezession nagen an der Liquidität der Unternehmen“, sagte der Chefanalyst der Deutschen Industrie- und Handelskammer, Volker Treier, bereits im Juni. „Nunmehr 43 Prozent der Unternehmen schätzen ihre Finanzlage als problematisch ein, so viele wie seit Ende der Corona-Pandemie und dem Beginn des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine nicht mehr.“

Klar ist also: Trotz einiger Hoffnungssignale steckt Deutschland weiter in einer tiefgreifenden Wirtschafts- und Strukturkrise. Viele Unternehmen kämpfen mit schwacher Nachfrage, ausbleibenden Aufträgen, steigenden Kosten für Arbeit, Energie und Bürokratie sowie anhaltender allgemeiner Unsicherheit. Besonders die finanziellen Reserven schwinden, Kredite werden teils nicht mehr verlängert und immer mehr Betriebe geraten in ernsthafte Schwierigkeiten.

Zahlen des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn deuten darauf hin, dass es sich bei den Unternehmensinsolvenzen zu einem Drittel um Personen- und zu zwei Dritteln um Kapitalgesellschaften, allen voran GmbHs handelt³³.

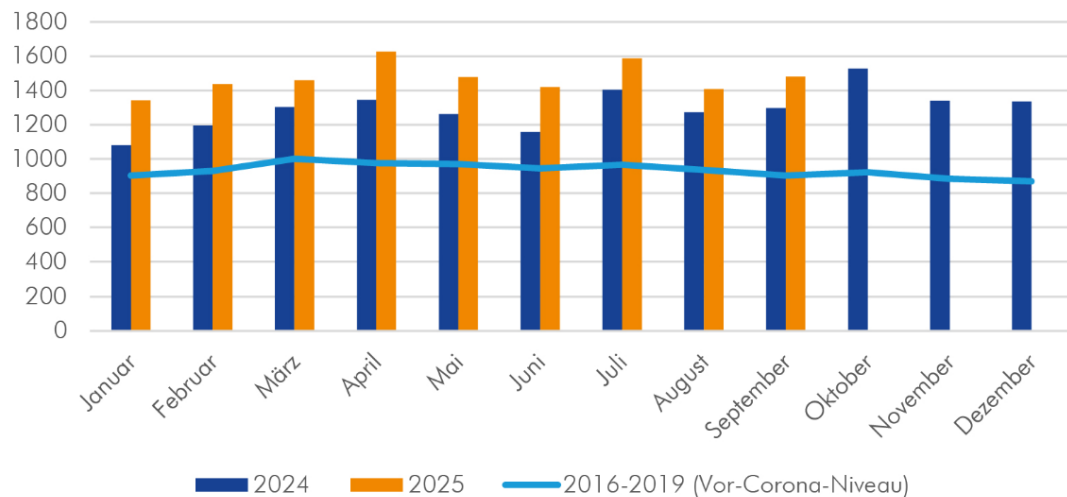
Der zeitliche Ablauf der Unternehmensinsolvenzen in 2024 und 2025 ist in folgender Grafik im Verhältnis zum Vor-Corona-Niveau dargestellt. Dabei ist zu beachten, dass es sich bei den Daten des IWH um einen Frühindikator handelt, der der amtlichen Statistik um 3 Monate vorausgeht, sie aber in der Vergangenheit präzise abgebildet hat³⁴.

³² <https://www.creditreform.de/aktuelles-wissen/presse-meldungen-fachbeitraege/news-details/show/sommer-der-insolvenzen>, aufgerufen am 19.10.2025

³³ <https://www.ifm-bonn.org/statistiken/gruendungen-und-unternehmensschliessungen/unternehmensinsolvenzen>, aufgerufen am 19.10.2025

³⁴ <https://www.iwh-halle.de/presse/pressemitteilungen/detail/iwh-insolvenztrend-sehr-viele-firmenpleiten-im-dritten-quartal-aber-trendanstieg-vorerst-beendet> - Abschnitt „IWH-Insolvenztrend: Hintergrund, Daten, Methodik“, aufgerufen am 4.11.2025

IWH-Insolvenztrend



Anmerkung: Insolvenzen in Deutschland von Unternehmen mit Handelsregistereintrag.

Quellen: Bekanntmachungen der Insolvenzgerichte; Darstellung des IWH.

Quelle: iwh-halle.de, Stand: 19.10.2025

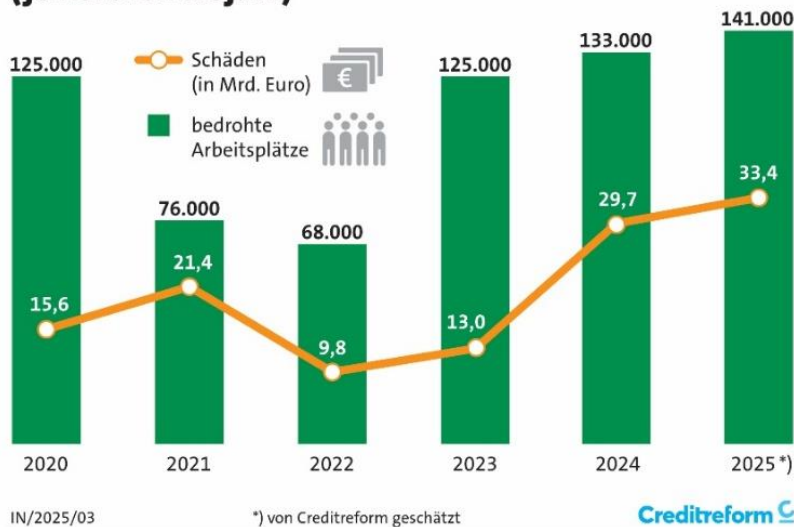
Parallel dazu nahmen auch Großinsolvenzen zu, also Insolvenzen größerer Unternehmen mit entsprechend hohen Arbeitsplatzverlusten. Seit Herbst 2024 gab es wiederholt Insolvenzen mit außergewöhnlich vielen betroffenen Beschäftigten. So waren im Dezember 2024 in den größten 10 % der insolventen Firmen über 15.000 Arbeitsplätze betroffen. Im September 2025 schnellte diese Zahl durch die Insolvenz der Schlau-Gruppe sogar auf etwa 20.000 hoch³⁵.

Folgende Grafik veranschaulicht die in den jeweils ersten Halbjahren mit den Insolvenzen einhergehenden Arbeitsplatzverluste und Forderungsausfälle³⁶:

³⁵ <https://idw-online.de/en/news859446>, aufgerufen am 19.10.2025

³⁶ <https://www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemitteilungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2025>, aufgerufen am 4.11.2025

Schäden und bedrohte Arbeitsplätze durch Unternehmensinsolvenzen in Deutschland (jeweils 1. Halbjahr)



Quelle: Creditreform, Stand 4.11.2025

Außen- und Wirtschaftspolitik

Vereinigte Staaten – Wirtschaftspolitische Neuausrichtung

Das Jahr 2025 war geprägt von tiefgreifenden Veränderungen in der internationalen Wirtschafts- und Handelspolitik. Mit der Amtsübernahme von Donald Trump im Januar 2025 verfolgten die Vereinigten Staaten einen Kurs, der nationale Interessen und industriepolitische Eigenständigkeit in den Vordergrund stellte.

Die neue Administration leitete unmittelbar nach Amtsantritt umfangreiche steuerliche Entlastungen für Unternehmen, eine Lockerung regulatorischer Vorschriften sowie eine Förderung fossiler Energiequellen ein. Ziel dieser Maßnahmen war es, die inländische Produktion zu stärken, die Abhängigkeit von Importen zu verringern und die Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie zu erhöhen. Klimapolitische Vorhaben der Vorgängerregierung wurden teilweise gestoppt oder reduziert.³⁷

Handelspolitik und globale Zölle

Im Frühjahr 2025 führte die US-Regierung im Rahmen einer neuen handelspolitischen Strategie umfassende Zollerhöhungen auf Importe aus wichtigen Handelspartnern ein.

Die von Präsident Trump unterzeichnete Executive Order sah einen Mindestimportzoll von 10 % auf alle Einfuhren in die USA vor, während für ausgewählte strategische Branchen – insbesondere Fahrzeugbau, Maschinenbau, Chemie und Elektrotechnik – Sätze von bis zu 60 % festgelegt wurden.

Offiziell begründet wurde die Maßnahme mit der „Stärkung der heimischen Produktion“ und der „Korrektur unfairer Handelspraktiken“, was von internationalen Partnern, insbesondere der EU und China, als protektionistischer Eingriff in den Welthandel kritisiert wurde.

³⁷ https://www.gtai.de/de/trade/usa/recht/one-big-beautiful-bill-steuerreform-in-den-usa-1912714?utm_source=chatgpt.com, aufgerufen am 25.10.2025

Für deutsche Exporteure, die stark vom US-Markt abhängen, ergeben sich daraus spürbare wirtschaftliche Auswirkungen. Neben den unmittelbaren Zollbelastungen führen neue Ursprungs- und Lieferkettenanforderungen zu höheren administrativen Kosten und Anpassungsbedarf in der internationalen Produktion. Industrieunternehmen mit hohen Exportanteilen in die USA sehen sich dadurch steigenden Importkosten, planerischer Unsicherheit und zunehmender Marktfragmentierung gegenüber. Insgesamt haben die US-Zollmaßnahmen zu einer Verschärfung der globalen Handelsbedingungen geführt und belasten insbesondere exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland und die EU.³⁸

China – Wachstumsabschwächung und geopolitischer Druck

Parallel dazu verschärfte sich der Handels- und Wirtschaftskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China. Das Wirtschaftswachstum der Volksrepublik fiel im dritten Quartal 2025 auf rund 4,8 %, den niedrigsten Stand seit Jahren. Zugleich drohten die USA mit Strafzöllen bis zu 100 % auf chinesische Exporte. Trotz einer expansiven Geldpolitik der chinesischen Zentralbank steht Peking durch Immobilienprobleme, schwache Binnenkonjunktur und exportpolitische Risiken unter Druck.

Diese Entwicklung erhöhte die Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten, da die konjunkturelle Schwäche Chinas über Lieferketten und Rohstoffmärkte Rückkopplungseffekte auf die Weltwirtschaft auslöst.³⁹

Deutschland – Finanzpolitische Expansion und Sondervermögen

In Europa prägten fiskal- und wirtschaftspolitische Maßnahmen die Kapitalmarktsituation. Die Bundesregierung beschloss im Frühjahr 2025 eine massive Ausweitung der Staatsausgaben, um über neue Schulden umfangreiche Investitionen zu finanzieren. Das Sondervermögen im Umfang von etwa 900 Mrd. Euro ist aufgeteilt in rund 500 Mrd. Euro für Infrastruktur und 400 Mrd. Euro für Verteidigung.

Nach der Einigung von Union und SPD auf ein milliardenschweres Finanzpaket und die Lockerung der Schuldenbremse stiegen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen binnen eines Tages um rund 20 Basispunkte, was die Refinanzierungskosten des Bundes erhöhte.

Ratingagenturen wie Scope erwarten zwar den Erhalt der AAA-Bonität, doch die Schuldenquote dürfte bis 2029 auf etwa 72 % des BIP und bis 2034 auf 90 bis 100 % steigen.

Damit würde Deutschland von einem Land mit moderater Verschuldung zu einem der stärker verschuldeten EU-Staaten aufrücken. Steigende Anleiherenditen wirken sich auch auf die Bau- und Hypothekenzinsen aus, erhöhen somit die Finanzierungskosten privater Haushalte, während die Bauwirtschaft von den geplanten Infrastrukturprogrammen profitiert.⁴⁰

Zur Umsetzung wurde die Schuldenbremse im Grundgesetz gelockert, um die Mittel außerhalb des regulären Haushalts bereitzustellen.

Für die Kapitalmärkte bedeutet dies eine spürbare Veränderung im Finanzierungsprofil des Bundes: Es wird eine deutliche Ausweitung der Staatsanleiheemissionen („Anleihenflut“) erwartet, was zu höheren Refinanzierungskosten führt. Gleichzeitig ergeben sich Chancen für Infrastruktur- und Rüstungsunternehmen, die von der staatlichen Investitionsoffensive profitieren.

³⁸ https://kpmg.com/de/de/home/themen/2025/04/us-zoelle-folgen-fuer-deutsche-unternehmen.html?utm_source=chatgpt.com, aufgerufen am 25.10.2025

³⁹ <https://www.kapitalmarktexperten.de/china-unter-druck-wachstum-schwaechelt-handelskrieg-verschaerft-sich/>, aufgerufen am 25.10.2025

⁴⁰ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/europa-verteidigung-kosten-finanzierung-anleihenmarkt-100.html>, aufgerufen am 25.10.2025

Ökonomen warnen jedoch vor Inflationsrisiken und mangelnder Investitionsdisziplin, da die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen unter Druck geraten könnte.⁴¹

Japan – Fiskalische Stimulierung und Schuldenrisiken

Auch Japan reagierte im Jahr 2025 mit einem umfangreichen Konjunkturprogramm auf die wirtschaftlichen Belastungen durch Inflation und schwaches Wachstum.

Die Regierung verabschiedete ein außerordentliches Zusatzbudget über rund 13,9 Billionen Yen (etwa 92 Mrd. USD) zur Stabilisierung der Binnenkonjunktur.

Das Paket umfasst direkte Zahlungen an einkommensschwache Haushalte, Subventionen für Energie und Kraftstoff, Hilfen für Versorgungsdienstleister sowie Investitionen in Halbleiter- und KI-Branchen.

Analysten schätzen, dass diese Maßnahmen das reale BIP um etwa 0,1 Prozentpunkte (2024) und rund 0,6 Prozentpunkte (2025) steigern könnten.

Gleichzeitig wächst die Sorge um Japans hohe Staatsverschuldung, die rund 200 % des BIP beträgt – insbesondere im Kontext der geldpolitischen Wende der Bank of Japan, die ihre niedrigen Zinsen schrittweise zurückführt.⁴²

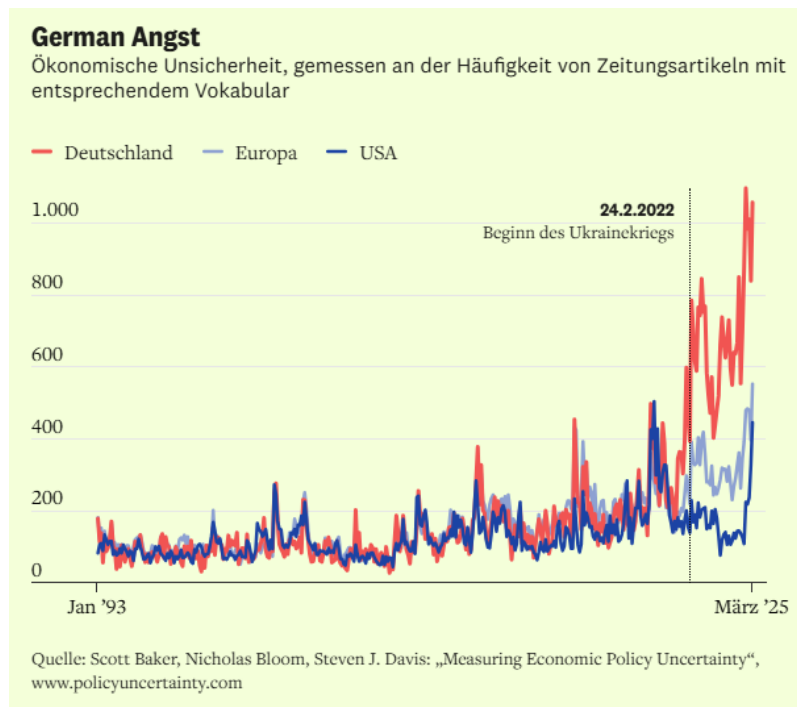
Geopolitische Krisen

Der „Economic Policy Uncertainty“ Index misst das Auftreten bedeutender geopolitischer Ereignisse, Bedrohungen und Konflikte seit 1993, indem er die in der Presse verwendeten Schlüsselwörter zählt. Es hat sich gezeigt, dass ein rascher Anstieg des Index starke Auswirkungen auf private Investitionen, den Arbeitsmarkt, das Wirtschaftswachstum und den Aktienmarkt haben kann. Eine Analyse des Kiel Instituts für Weltwirtschaft führt die Schwäche des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) zum Teil auf diese Verunsicherung der deutschen Wirtschaft zurück: „Hätte sich die wirtschaftspolitische Unsicherheit in Deutschland seit Anfang 2021 analog zu der im Rest Europas entwickelt [...], hätte sich das deutsche BIP deutlich günstiger entwickelt“, schreiben die Autoren. Dies habe bis zu 2 Prozentpunkte Unterschied ausgemacht.⁴³

⁴¹ <https://www.justtrade.com/blog/sondervermoeigen-der-bundesregierung-was-das-schuldenpaket-bedeutet>, aufgerufen am 25.10.2025

⁴² <https://www.reuters.com/markets/asia/japan-finalises-92-bln-extra-budget-fresh-spending-package-2024-11-29/>, aufgerufen am 25.10.2025

⁴³ <https://www.manager-magazin.de/hbm/unsicherheit-und-konjunktur-deutschland-fuehrt-weltweiten-krisenindex-an-a-a4135143-866e-4efc-b273-bcf22dbb30dc>, aufgerufen am 07.11.2025



Quelle: manager-magazin⁴⁴

Ukraine-Krieg

Im Ukraine-Krieg ist auch im vierten Kriegsjahr kein Frieden in Sicht. Nach aktuellen Analysen des Instituts der Deutschen Wirtschaft (IW Köln) hat der Ukrainekrieg maßgeblichen Anteil an den gestiegenen Energiekosten der Wirtschaft, an der Unterbrechung von Lieferketten und dem Ausfall von Vorleistungsprodukten.

Ein Frieden mit relativer Stabilität würde Geschäfte sowohl in der Ukraine als auch später in Russland wieder ermöglichen. Aus den nicht zerstörten Gebieten der Ukraine wären Exporte wahrscheinlich, darunter auch Grundstoffe für die deutsche Industrie. Auch bei einem Wiederaufbau der Ukraine könnten deutsche Unternehmen profitieren.

Der Handel mit Russland ist im abgelaufenen Jahr weiter eingebrochen. 2024 belegte Russland unter den deutschen Handelspartnern noch Platz 45.⁴⁵

Eskalation im Nahen Osten / Gaza-Krieg

Stand Oktober 2025 gibt es einen Friedensplan für den Gaza-Krieg. Die Hamas hat alle 20 noch lebenden israelischen Geiseln freigelassen, die vereinbarte Waffenruhe und die Entwaffnung der Hamas gestalten sich jedoch schwierig⁴⁶. Frieden würde für eine Entspannung im Nahen Osten sorgen, auch mit positiven Effekten für die Weltwirtschaft.

⁴⁴ <https://www.manager-magazin.de/hbm/unsicherheit-und-konjunktur-deutschland-fuehrt-weltweiten-krisenindex-an-a-a4135143-866e-4efc-b273-bcf22dbb30dc>, aufgerufen am 07.11.2025

⁴⁵ https://www.focus.de/finanzen/news/der-krieg-ist- genauso-teuer-wie-der-frieden_id_260752559.html, aufgerufen am 07.11.2025

⁴⁶ Gaza-Krieg: Wie stehen die Chancen des Friedensplans? | Analyse, aufgerufen am 07.11.2025

China-Taiwan-Konflikt und Handelsstreit zwischen China und USA

Im China-Taiwan-Konflikt nehmen die Spannungen unvermindert weiter zu⁴⁷. Die Region ist von großer wirtschaftlicher und geopolitischer Bedeutung. In 2024 war China der größte Handelspartner bei den Einfuhren nach Deutschland (157 Mrd. Euro) und der fünftgrößte Handelspartner bei den Ausfuhren (90 Mrd. Euro)⁴⁸.

Nach Einschätzung des Instituts der deutschen Wirtschaft, spielen die Abhängigkeiten im Warenhandel in geopolitischen Konflikten eine immer größere Rolle. Inzwischen dienen sie teils für unverhohlene Drohungen zwischen Handelspartnern. Die deutsche Wirtschaft muss aus diesem Grund ihre kritischen Abhängigkeiten reduzieren – vor allem von China. Bislang ist lt. IWD aber kaum etwas passiert⁴⁹.

Der Fortgang im Handelsstreit zwischen China und USA hat wesentlichen Einfluss auf die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft. Der Handelsstreit zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Welt hatte sich im Herbst 2025 wieder verschärft. Einerseits führt China Exportkontrollen auf Seltene Erden ein und stellt Käufe von US-Sojabohnen ein, andererseits verhängt die US-Regierung Restriktionen für die Ausfuhr wichtiger Chiptechnologie nach China und droht Zölle von 100 Prozent auf chinesische Importe ab dem 1. November an.

Diese wirtschaftliche und geopolitische Macht wird in den nächsten Jahrzehnten voraussichtlich weiter zunehmen. Der chinesische Staat finanziert weltweit Häfen und andere Infrastrukturprojekte über die Belt and Road Initiative (BRI), insbesondere in Südamerika und Afrika. Neben diesem Risiko der Machtkonzentration auf einen Staat, sehen Wirtschaftsvertreter auch Chancen für die deutsche Wirtschaft. Mit dem chinesischen Kapital könnten die schon lange existierenden Projekte zur Schaffung von Transportwegen zwischen den Ozeanen Realität werden. „Sie alle brauchen internationale Partner“, sagt Cornelia Sonnenberg (Hauptgeschäftsführerin der Deutsch-Chilenischen Industrie- und Handelskammer). Deutsche Unternehmen seien als Lieferanten von Technologie und Geräten gut positioniert⁵⁰.

Hybride Bedrohungen in Europa

Hybride Bedrohungen nehmen in den letzten Jahren immer mehr zu: Luftraumverletzungen durch Drohnen und Kampfflugzeuge, Sabotage an kritischer Infrastruktur, GPS-Störangriffe auf Zivilflugzeuge und Cyberattacken auf Unternehmen, aber auch auf Behörden, Verwaltungen, Krankenhäusern oder Universitäten. Ziel der Angreifer ist es, nicht nur Schaden anzurichten, sondern insbesondere Gesellschaften zu destabilisieren und die öffentliche Meinung zu beeinflussen⁵¹. An den folgenden zwei Beispielen sollen mögliche wirtschaftliche Auswirkungen aufgezeigt werden:

Einer Bitkom⁵²-Studie zufolge sind Cyberattacken inzwischen für 70 Prozent des gesamten Schadens verantwortlich, der der deutschen Wirtschaft durch Datendiebstahl, Sabotage und Industriespionage entsteht. Das entspricht einer Summe von 202,4 Milliarden Euro nach 178,6 Milliarden Euro im Vorjahr. Bitkom-Präsident Ralf Wintergerst äußert: „Hybride Kriegsführung durch fremde

⁴⁷ <https://www.dw.com/de/taiwan-warnt-china-bereitet-sich-auf-krieg-vor/a-73985071>, aufgerufen am 10.10.2025

⁴⁸ https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Aussenhandel/Tabellen/rangfolge-handels-partner.pdf?__blob=publicationFile, aufgerufen am 10.10.2025

⁴⁹ <https://www.iwd.de/artikel/abhaengigkeit-von-china-deutschlands-spiel-mit-dem-feuer-654557>, aufgerufen am 10.10.2025

⁵⁰ Geopolitik: Südamerika wächst zusammen – dank Chinas Seidenstraßenprojekt, aufgerufen am 24.10.2025

⁵¹ <https://www.bmvg.de/de/themen/sicherheitspolitik/hybride-bedrohungen/was-sind-hybride-bedrohungen--13692>, aufgerufen am 06.11.2025

⁵² Der Bitkom e. V. ist der Branchenverband der deutschen Informations- und Telekommunikationsbranche.

Staaten ist keine theoretische Gefahr, sie findet heute jeden Tag hundertfach in Deutschland statt.“⁵³.

Auch wenn der zehnstündige Stromausfall in Spanien am 28.04.2025 keine Folge eines Angriffs auf die kritische Infrastruktur war, zeigt dieses Beispiel, welche Auswirkungen ein solcher Vorfall hat. Der Unternehmerverband CEOE geht von einem wirtschaftlichen Schaden von rund 1,6 Milliarden Euro aus. Dies entspreche in etwa 0,1 Punkten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) Spaniens.

Energiekosten und Inflation

Die Energiekosten sind ein bedeutender Einflussfaktor für die Entwicklung der Wirtschaft. Insbesondere die Abhängigkeit von importiertem Öl und Gas macht die EU wirtschaftlich anfällig für geopolitische Krisen weltweit. Auch der Transformationsprozess hin zu erneuerbaren Energien wird in den nächsten Jahren und Jahrzehnten die Entwicklung der Wirtschaft stark beeinflussen.

Ölpreis

Der Ölpreis zeigt wie auch 2024 eine sinkende Tendenz mit einigen Schwankungen. Die zukünftige Entwicklung des Ölpreises wird stark von den weiteren Entwicklungen im Nahen Osten und von der Entwicklung der Weltkonjunktur - insb. der Konjunktur Chinas - abhängen. Die Entwicklung der Weltkonjunktur ist stark verbunden mit der weiteren Entwicklung des Handelsstreits zwischen USA und China.

Aber auch nicht geopolitische Einflussfaktoren können Auswirkungen auf den Ölpreis haben:

- Immer größere Engagements am Ölmarkt werden von algorithmischen Handelssystemen gesteuert. Viele dieser Algorithmen tendieren dazu, Trends zu folgen: also zu verkaufen, wenn die Preise sinken, und zu kaufen, wenn sie steigen.
- Analysten sehen Möglichkeiten, dass KI das Ölangebot durch verbesserte Logistik und Produktivität erhöht.

Gaspreis

Der Gaspreis hat in 2025 die Entwicklung des Herbstes 2024 fortgesetzt und ist bis Februar gestiegen. In den darauffolgenden Monaten ist er bis Mitte August 2025 tendenziell gesunken und zeigt seitdem wenig Schwankungen. Die Hauptursache für den Rückgang des Gaspreises ab Februar 2025 sind die von China eingeführten Zölle auf Gas-Importe aus den USA. Somit stieg das Angebot auf dem Gasmarkt⁵⁴.

⁵³ <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/russland-cyberangreifer-nehmen-deutsche-wirtschaft-immer-staerker-in-den-fokus/100156149.html>, aufgerufen am 24.10.2025

⁵⁴ <https://finanzmarktwelt.de/gaspreis-faellt-343673/>, aufgerufen am 13.10.2025



Quelle: Bundesnetzagentur⁵⁵

Laut Lagebewertung der Bundesnetzagentur ist die Gasversorgung in Deutschland stabil. Die Versorgungssicherheit ist gewährleistet. Die Bundesnetzagentur schätzt die Gefahr einer angespannten Gasversorgung im Augenblick als gering ein.

Die EU-Kommission strebt einen vollständigen Ausstieg aus dem Import von russischem Erdgas an, um die wirtschaftliche Abhängigkeit von Russland weiter zu verringern und den Druck auf das Regime in Moskau zu erhöhen. Die EU-Kommission will dafür sorgen, dass es nur minimale Auswirkungen auf die Preise gibt und keine Versorgungsengpässe entstehen.

Expertinnen und Experten zufolge könnte ein EU-weites Verbot von russischen Gasimporten höchstens kurzfristig zu steigenden Preisen führen. Mittel- bis langfristig ist dagegen mit rückläufigen Gaspreisen in der EU zu rechnen: Aufgrund höherer Effizienz, sinkendem Gasverbrauch in der Industrie und dem Ausbau Erneuerbarer Energien dürfte nämlich die Gasnachfrage in der EU weiter zurückgehen^{56,57}.

Emissionshandel der Europäischen Union

Der CO₂-Preis liegt im Jahr 2025 bei 55 Euro pro Tonne CO₂. Im kommenden Jahr soll er auf bis zu 65 Euro/Tonne ansteigen. Ab 2027 soll es keinen festgelegten Preis mehr geben, stattdessen bildet sich der Preis frei am Markt. Studien zufolge seien Preise von 200 Euro je Tonne in den Folgejahren möglich. Zusätzlich soll ab 2027 das System EU-weit auf das Heizen von Gebäuden und den Verkehr ausgeweitet werden.

Stand Oktober 2025 gibt es jedoch Tendenzen in der EU-Kommission, hohen Preisanstiegen entgegenzuwirken, ggf. die Einführung eines freien Marktpreises zu verschieben bzw. mit einer Preisobergrenze einzuführen oder den Preis durch mehr zur Verfügung gestellte Zertifikate abzusenken⁵⁸.

⁵⁵ https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Gasversorgung/aktuelle_gasversorgung/start.html, aufgerufen am 10.10.2025

⁵⁶ [Welche Folgen hätte ein Importverbot der EU für russisches Gas? | tagesschau.de](https://www.tagesschau.de/ausland/europa/eu-sanktionspaket-russland-102.html), aufgerufen am 10.10.2025

⁵⁷ <https://www.tagesschau.de/ausland/europa/eu-sanktionspaket-russland-102.html>, aufgerufen am 13.10.2025

⁵⁸ <https://www.tagesschau.de/ausland/europa/emissionshandel-aenderungsvorschlaege-100.html>, aufgerufen am 24.10.2025

Inflation

Nachdem die Inflation in 2024 bis auf einen Tiefpunkt von 1,6 % im September gesunken war, ist sie bis zum Jahresende 2024 wieder auf 2,6 % gestiegen. In 2025 ist sie dann erneut bis Juni/Juli auf 2 % gesunken und betrug im Oktober 2,3 %. Die Inflation schwankt somit seit mehreren Monaten um die 2 %-Marke, was dem mittelfristigen Zielwert der Europäischen Zentralbank entsprechen würde.

Deutliche Abschwächung der Inflation

Veränderung der Verbraucherpreise in Deutschland gegenüber dem Vorjahresmonat



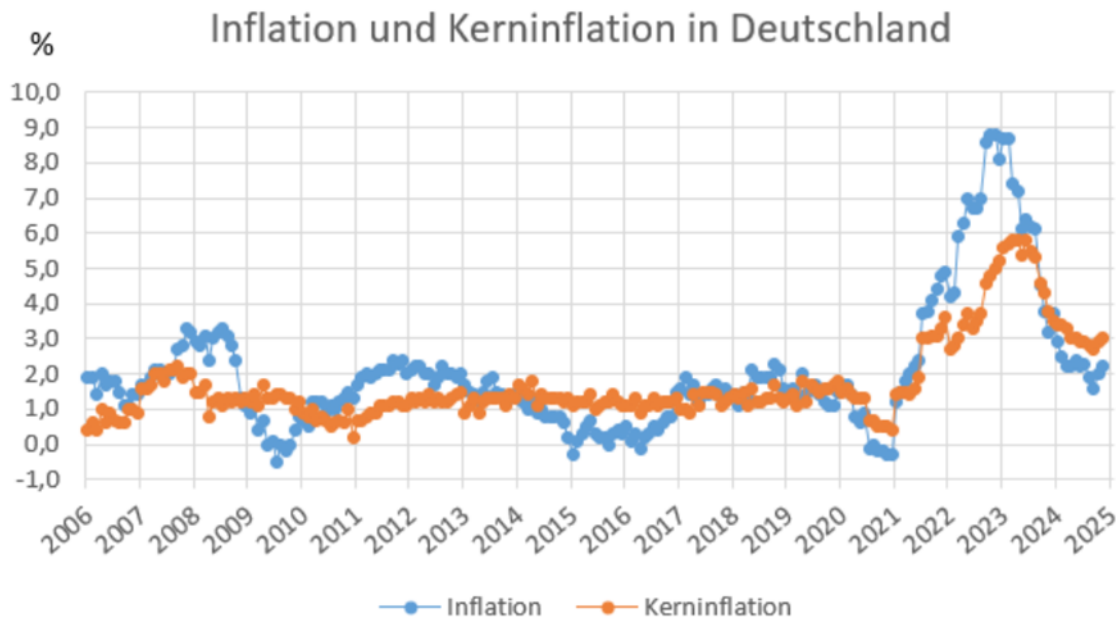
Quelle: Statistisches Bundesamt⁵⁹

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. Kerninflation eine wichtige Rolle. Hierunter versteht man die Inflationsrate ohne den Beitrag von Energie und Nahrungsmittel.

Die Kerninflation im Euroraum beträgt im Oktober 2025 2,8 % und liegt deutlich über dem mittelfristigen EZB-Zielwert von 2 % und über dem langjährigen Mittel von 1,2% (Zeitraum 01.01.2006 – 31.07.2020). Sie schwankt deutlich weniger als die Inflationsrate, da bei der Berechnung die Preisentwicklung von Energie und Nahrungsmittel nicht berücksichtigt wird. Insbesondere der Ölpreis zeigt in den letzten Jahren sehr große Schwankungen. Der historische Vergleich der Entwicklung der Inflation und der Kerninflation in Deutschland ist nachfolgend dargestellt.⁶⁰

⁵⁹ <https://www.zeit.de/wirtschaft/2025-06/entwicklung-verbraucherpreise-inflation-verteuerung-konsum-lebensmittel/seite-2>, aufgerufen am 13.10.2025

⁶⁰ <https://www.mehrwertsteuerrechner.de/inflation/kerninflation/>, aufgerufen am 24.10.2025



Quelle: mehrwertsteuerrechner.de (Datenquelle: destatis.de)⁶¹

Die weitere Entwicklung der Inflation hängt von vielen Faktoren ab, insbesondere von den Auswirkungen: der Zollpolitik der USA, der Ölpreisentwicklung, des Handelsstreits zwischen China und USA, der Gegenzölle der EU gegenüber den USA, einer möglichen Erholung der Wirtschaft und der geplanten steigenden Staatsausgaben. Ökonomen schätzen die aktuelle Situation jedoch als robuster ein als vor dem Anstieg der Inflation.⁶²

EZB- und Fed-Politik

Seit Herbst 2024 begann die EZB schrittweise mit Zinssenkungen: Die Spreads zwischen Einlagefazilität⁶³, Hauptrefinanzierung und Spitzenfazilität wurden neu justiert; in mehreren Sitzungen wurden die Zinsen in Summe um rund 200 Basispunkte gesenkt. Mit dem Beschluss im Juni 2025 fiel der Einlagenzins auf 2,00 %, der Hauptrefinanzierungssatz auf 2,15 %, die Spitzenfazilität auf 2,40 %. Diese Leitzinsen sind in den Sitzungen im Juli, September und Oktober 2025 beibehalten worden⁶⁴. Parallel dazu wird die Bilanz der EZB sukzessive reduziert: Auslaufende Rückzahlungen bei den Portfolios des APP (Asset Purchase Programme) und PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) werden nicht vollständig reinvestiert, und Rückführungen erfolgen „maßvoll und vorhersehbar“. Zudem behält sich die EZB Instrumente wie das Transmission Protection Instrument (TPI) vor, um bei Marktstress intervenieren zu können. Auf Seiten der US-Fed wurden im November und Dezember 2024 Leitzinsenkürzungen vorgenommen: von 4,75 % auf 4,50 %, später auf 4,25 %. Bis Mitte 2025 blieb der Leitzins überwiegend stabil, bis im September und Oktober 2025 weitere Zinssenkungen um zusammen 50 Basispunkte⁶⁵ auf 3,75-4,00 % erfolgte. Die Fed betreibt weiterhin einen aktiven Rückbau ihrer Bilanz (Quantitative Tightening): fällige Wertpapiere

⁶¹ <https://www.mehrwertsteuerrechner.de/inflation/kerninflation/>, aufgerufen am 24.10.2025

⁶² <https://www.zeit.de/wirtschaft/2025-06/entwicklung-verbraucherpreise-inflation-verteuerung-konsum-lebensmittel/seite-2>, aufgerufen am 13.10.2025

⁶³ Eine Erklärung der verschiedenen Zinssätze findet sich unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/staendige-fazilitaeten/staendige-fazilitaeten-602400>

⁶⁴ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/ezb-leitzins-lagarde-oktober-100.html>, aufgerufen am 4.11.2025

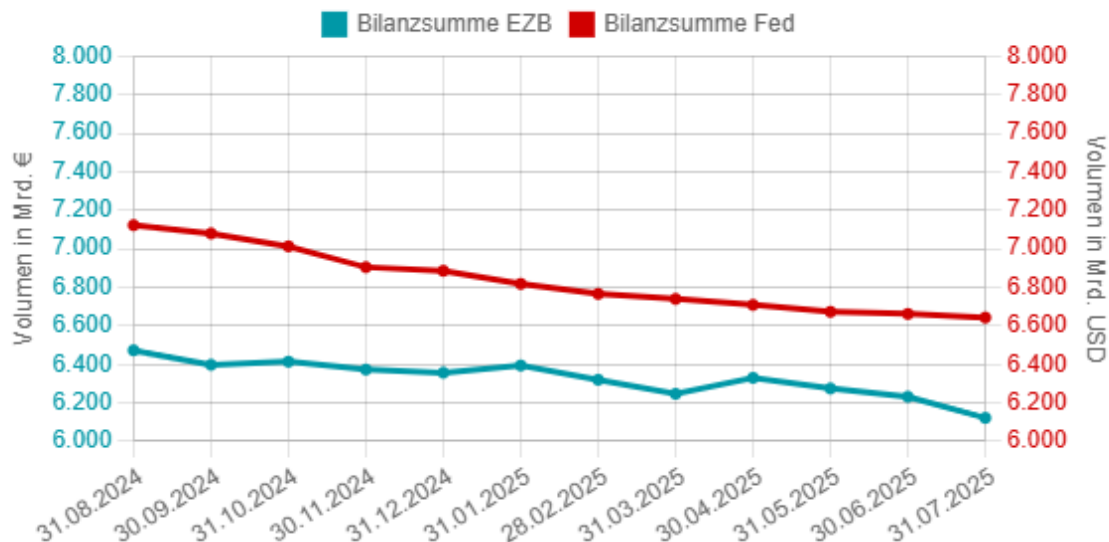
⁶⁵ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/federal-reserve-us-notenbank-senkt-leitzins-und-beunruhigt-investoren/100166987.html>, aufgerufen am 4.11.2025

werden überwiegend nicht wieder angekauft, die Reinvestitionsraten wurden reduziert und damit der Auslaufmechanismus konsequent verfolgt.

Zu den Bilanzsummen von EZB und Fed siehe auch das Schaubild am Ende dieses Abschnitts.

Eine besondere Herausforderung für die Fed ergab sich durch den US-Government Shutdown, der am 12.11.2025 nach historisch langen 43 Tagen endete⁶⁶. Wegen der Schließung von Bundesbehörden verzögert sich die Veröffentlichung zentraler Konjunkturdaten wie Arbeitsmarktstatistiken und Verbraucherpreisindizes, wie AP berichtet⁶⁷. Diese Datenlücken erschweren der Fed die Einschätzung von Beschäftigungstrends und Inflationsdruck. Zusätzlich wird die Tatsache diskutiert, dass der Shutdown die Sichtbarkeit für Frühindikatoren beeinträchtigt und damit das Timing weiterer Zinssenkungen beeinflussen könnte.

Insgesamt lässt sich festhalten: Die EZB vollzieht seit Herbst 2024 eine klare Abwärtsbewegung bei den Zinsen, begleitet von einem moderaten Bilanzabbau und der Vorhaltung flexibler Instrumente. Die Fed hingegen hat erst spät mit Zinssenkungen begonnen, betreibt konsequent Bilanzreduktion und steht derzeit vor der Herausforderung, geldpolitisch zu reagieren, obwohl zentrale Konjunkturdaten infolge des staatlichen Shutdowns nur eingeschränkt verfügbar sind.



Quelle: infina, Stand: 14.10.2025⁶⁸

Die Fed sieht sich seit Monaten Trumps Vorwurf ausgesetzt, zu spät die Zinsen zu senken. Wenn es nach Trump gehen würde, hätte Fed-Chef Jerome Powell längst seinen Hut nehmen müssen. Der US-Präsident macht ihn persönlich dafür verantwortlich, dass die Fed den Leitzins über Monate hinweg stabil hielt, anstatt diesen zu senken. Dabei entscheidet ein zwölfköpfiges Gremium über den Leitzins und es ist unklar, ob ein Präsident den Fed-Chef entlassen darf. Auf dem Weg zu einem weniger unabhängigen Fed-Vorstand geriet auch die Fed-Gouverneurin Lisa Cook in

⁶⁶ [Regierungsstillstand zu Ende - Trump besiegelt das Ende des Shutdowns mit seiner Unterschrift - News - SRF](#), aufgerufen am 13.11.2025

⁶⁷ <https://apnews.com/article/inflation-powell-federal-reserve-jobs-da274909e44aed4ac4c78625db587026>, aufgerufen am 14.10.2025.

⁶⁸ <https://www.infinatrends.at/trends/ezb-bilanzsumme/>, aufgerufen am 14.10.2025

den Fokus von Trump, indem er ihr angeblichen Hypothekenbetrug verwarf. Der Fall liegt mittlerweile vor dem obersten Gericht der USA. Dort kassierte Trump zuletzt einen Dämpfer bei seinem Entlassungsversuch, doch das letzte Wort ist noch nicht gesprochen.⁶⁹

Wechselkurse

In 2025 stieg der Wechselkurs zwischen Euro (EUR) und US-Dollar (USD) ab März signifikant an, von 1,04 (US-Dollar für einen Euro) Ende Februar auf 1,17 Ende September. Die größten Bewegungen waren dabei in den ersten beiden Quartalen zu beobachten.



Quelle: EZB⁷⁰

Nach der US-Präsidentenwahl am 5. November 2024 zeigte sich der US-Dollar zunächst gestärkt. Es bestand die verbreitete Meinung, dass die US-Wirtschaft von den durch Trump angekündigten Steuersenkungen profitieren könnte⁷¹. Der erste deutliche Richtungswechsel und sprunghafte Anstieg des Wechselkurses im März 2025 trifft zeitlich auf das Vorhaben des umfangreichen Finanzpakets durch die neue deutsche Bundesregierung, von dem sich, unter anderem durch Investitionen im Infrastrukturbereich, eine Stärkung der Wirtschaftskraft in Deutschland versprochen wurde. Gleichzeitig belastete eine gestiegene Unsicherheit gegenüber der US-Politik unter Präsident Trump in diesem Zeitraum bereits den US-Dollar⁷². Ein zweiter sprunghafter Anstieg war im April zu beobachten. Der Wechselkurs reagierte dabei auf die Ankündigung von

⁶⁹ <https://www.welt.de/gesundheit/wirtschaft/article690258f55afbdf36c840cf71/federal-reserve-us-notenbank-senkt-leitzins-erneut.html>, aufgerufen am 11.11.2025

⁷⁰ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.en.html, aufgerufen am 03.11.2025

⁷¹ https://www.lbbw.de/artikel/news-und-einschaetzungen/halbjahresausblick-2025-waehrungen_akcbg1drje_d.html, aufgerufen am 03.11.2025

⁷² <https://www.finanzen.net/nachricht/devisen/wirtschaftswachstum-warum-der-euro-kraeftig-zulegt-deutsches-finanzpaket-befluegelt-14292815>, aufgerufen am 03.11.2025

Strafzöllen gegenüber Handelspartnern der USA durch US-Präsident Trump am von ihm als „Liberation Day“ bezeichneten 2. April 2025. Für europäische Waren wurden dabei zunächst weitgehend 25 Prozent an Strafzoll vorgesehen. Infolge der gewachsenen Unsicherheit bezüglich der US-Politik im Rahmen der Zollstreitigkeiten verlagerte sich in 2025 vermehrt Kapital aus den USA in andere Regionen, darunter auch nach Europa und Deutschland⁷³. Von Januar bis Juli sind 334 Milliarden Euro Kapital nach Deutschland geflossen, was mehr als dem Zweieinhalbfachen des Durchschnitts der vergangenen zehn Jahre (126 Milliarden Euro) entspricht⁷⁴.

Insgesamt resultiert die Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses damit sowohl aus einer Stärkung des Euros als auch einer Abschwächung des US-Dollars.

Die Auswirkungen des veränderten EUR/USD-Wechselkurses in Deutschland sind zahlreich⁷⁵: Importe aus den USA werden günstiger, wodurch die Inflation tendenziell gesenkt wird. Auf der anderen Seite wird die exportorientierte deutsche Wirtschaft belastet und mittelfristig kann die Binnenkonjunktur gehemmt werden⁷⁶.

Beim Wechselkurs zwischen Euro und britischem Pfund (GBP) war in den ersten drei Quartalen 2025 im Wesentlichen eine Seitwärtsbewegung zu beobachten.

Eine verbreitete Strategie besteht in sogenannten „Carry-Trades“, mit denen Zinsdifferenzen in unterschiedlichen Währungsräumen zur Ertragssteigerung genutzt werden sollen. Carry-Trades mit dem japanischen Yen hatten im August 2024 für kurzzeitige Turbulenzen an den großen Börsen gesorgt. In 2025 waren keine Entwicklungen in vergleichbarer Dimension zu berichten, es haben sich allerdings teilweise Risiken im Zusammenhang bei Carry-Trades mit der türkischen Lira erhöht⁷⁷, bei der besonders starke Wechselkurs-Veränderungen im Jahr 2025 zu beobachten waren. Der Wechselkurs mit dem Euro stieg von 36,5 zu Jahresbeginn auf 48,8 Ende September⁷⁸.

Für institutionelle Anleger können durch Veränderungen der Wechselkurse bei in Fremdwährung gehandelten Anlagen Marktwertrückgänge und ggfs. Abschreibungen resultieren. Zur Risikominderung bzw. Hedging der Fremdwährungsrisiken können Derivate genutzt werden⁷⁹. Auf der anderen Seite können mit diesen Derivaten durch vorhandene Zinsdifferenzen in den unterschiedlichen Währungsräumen zusätzliche Erträge entstehen, auch nach Hedgingkosten.

Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt

Der Immobilienmarkt in Deutschland hat sich im Jahr 2025 erholt. Im Bereich der Finanzierung von Gewerbeimmobilien ist die Quote an notleidenden Krediten angestiegen.

⁷³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/zollstreit-dax-rekorde-100.html>, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁴ <https://www.iwkoeln.de/presse/iw-nachrichten/juergen-matthes-immer-mehr-auslaendische-unternehmen-investieren-in-deutschland.html>, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁵ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/verbraucher/starker-euro-vorteile-nachteile-verbraucher-unternehmen-100.html>, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁶ <https://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/zollstreit-eu-handelsueberschuss-mit-usa-im-juli-deutlich-gesunken/100155360.html>, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁷ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/lira-einer-der-lukrativsten-carry-trades-droht-zu-kippen-01/100149189.html>, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁸ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.en.html, aufgerufen am 03.11.2025

⁷⁹ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2022/fa_bj_2202_Derivate.html, aufgerufen am 03.11.2025. Für Vertiefung: <https://www.qx-club.de/ARCHIV/>, aufgerufen am 03.11.2025
qx-Club „FX Hedging Analyse von Risiken und Chancen“ von Dr. Ulrich Clarenz vom 24.01.2023

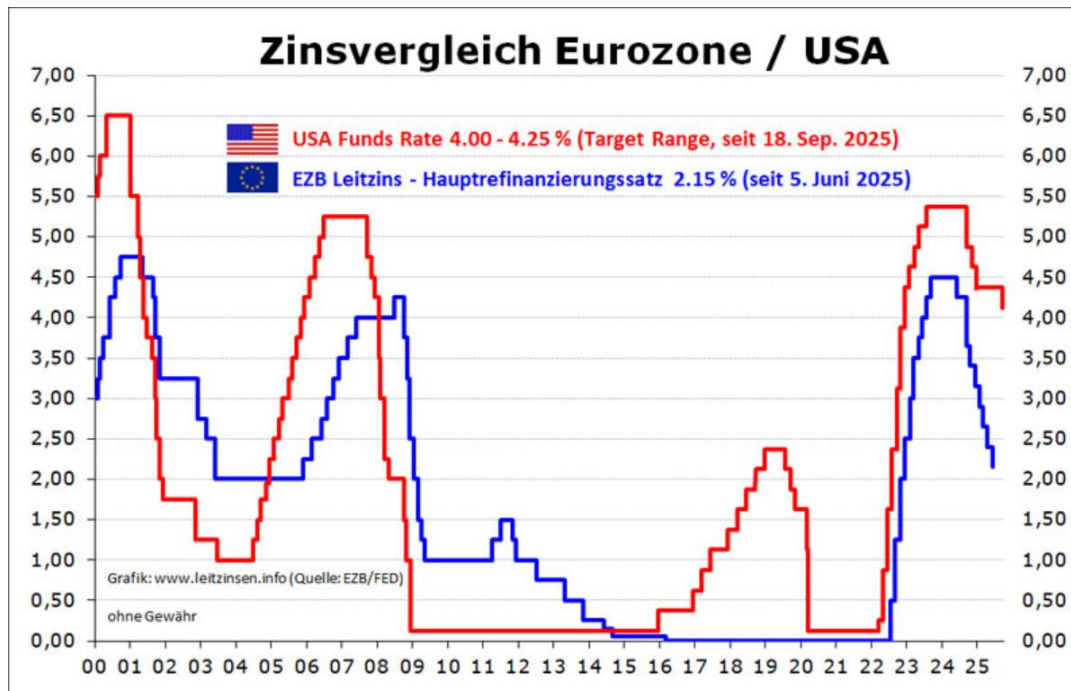
Die weltweite Immobilienpreisentwicklung ist heterogen. Während in Europa sich die Wohnimmobilienpreise erholt haben, sind diese in Asien und insbesondere in China rückläufig.

Für detaillierte Ausführungen sei auf den ausführlichen Abschnitt 3.5 zu Immobilien verwiesen.

3.3. Entwicklung an den Zinsmärkten

Leitzins

Die Notenbanken haben ihre zuvor restriktive Geldpolitik im Jahr 2025 weiter gelockert, auch vor dem Hintergrund der zuvor dargestellten Inflationsentwicklung.



Quelle: <https://www.bondguide.de/wp-content/uploads/2025/09/Leitzins-EZB-und-FED.jpg>⁸⁰, Stand 25. Oktober 2025

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde seit Anfang 2023 zunächst von 2,50 % bis zum 20. September 2023 sukzessive auf 4,50 % angehoben. Im Zuge des deutlichen Rückgangs der Inflation im Jahr 2024 und 2025 nahm die EZB mehrere Zinssenkungen vor.

Nach der Sitzung vom 5. Juni 2025 belaufen sich die Zinssätze seitdem auf 2,15 % für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, 2,00 % für die Einlagefazilität und 2,40 % für die Spitzenrefinanzierungsfazilität.

Seitdem beließ der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert, da die Inflation inzwischen nahe dem Zielwert von zwei Prozent liegt und der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik als wirksam angesehen wird.⁸¹

⁸⁰ <https://www.bondguide.de/wp-content/uploads/2025/09/Leitzins-EZB-und-FED.jpg>, aufgerufen am 25.10.2025

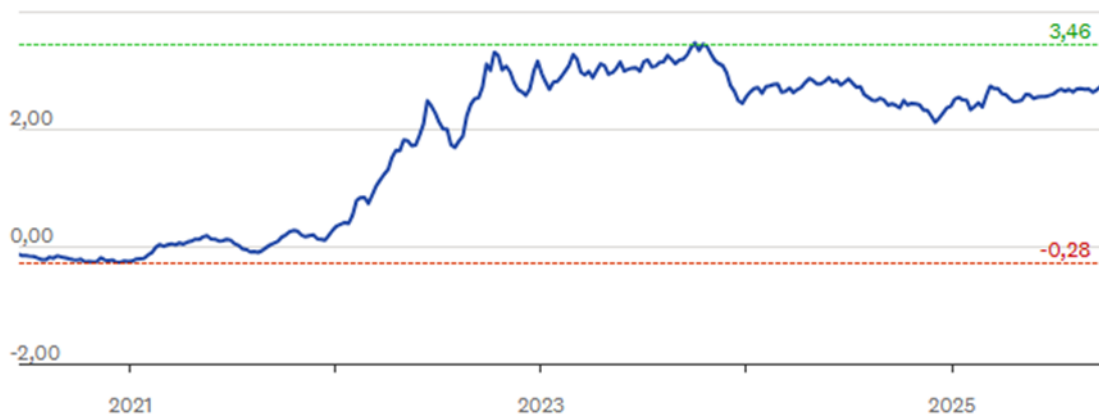
⁸¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250911~6afb7a9490.de.html>, aufgerufen am 11.10.2025

Die Federal Funds Target Rate der US-Notenbank (Federal Reserve) lag zu Jahresbeginn 2025 noch bei 4,25 % – 4,50 %. Im September 2025 erfolgte eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 4,00 % – 4,25 %.

Laut dem offiziellen FOMC-Statement begründete die Fed diesen Schritt mit einer gemäßigten Konjunkturdynamik, zunehmenden Risiken für den Arbeitsmarkt sowie dem Ziel, das Wachstum zu stabilisieren, während die Inflation sich weiter dem Zielwert von 2 % annähert.⁸²

10y-Swap-Satz

Während die Leitzinsen im Verlauf des Jahres 2025 leicht gesenkt wurden, führten veränderte Markt und Inflationserwartungen zu einem moderaten Anstieg der langfristigen Renditen. Der 10-jährige Swap-Satz ist in den ersten neun Monaten des Jahres 2025 gegenüber Ende 2024 um rund 0,25 %-Punkte gestiegen. Ende 2024 lag der Swap-Satz bei 2,40 %. Der Stand nach den ersten neun Monaten des Jahres 2025 betrug 2,65 %. Nachfolgend ist die Entwicklung des 10-jährigen Swap-Satz dargestellt:



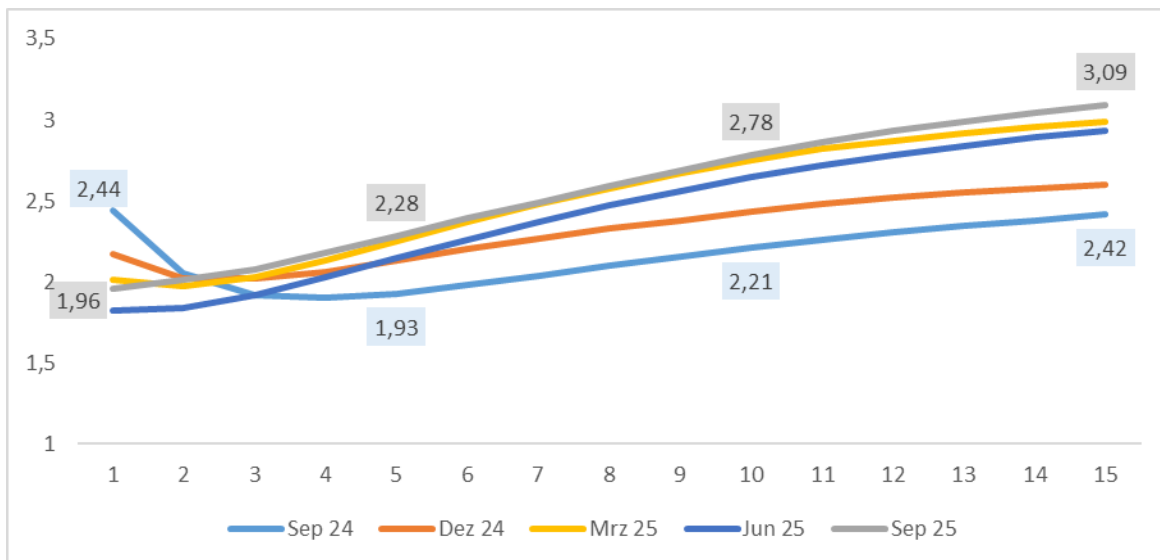
Quelle: boersen.manager-magazin.de⁸³, Stand Oktober 2025

Entwicklung der Zinsstrukturkurve

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

⁸² https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250917a.htm?utm_source=chat-gpt.com, aufgerufen am 11.10.2025

⁸³ <https://boersen.manager-magazin.de/kursinformation/XC0009683662/> aufgerufen am 11.10.2025



Quelle: Deutsche Bundesbank Kapitalmarktstatistik Capital Market Statistics⁸⁴

Im Vergleich zwischen September 2024 und September 2025 zeigt sich eine deutliche Veränderung der Zinsstruktur. Für die kurzen Laufzeiten (1 bis 3 Jahre) sind die Renditen im Jahresverlauf spürbar gesunken – beispielsweise von 2,44 % auf 1,96 % bei einem Jahr –, was einem Rückgang von etwa 0,5 Prozentpunkten entspricht.

Im mittleren Laufzeitbereich (5 bis 7 Jahre) ist dagegen ein Anstieg der Renditen um rund 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte zu verzeichnen, während im langen Laufzeitbereich (10 bis 15 Jahre) die Renditen um etwa 0,6 bis 0,7 Prozentpunkte gestiegen sind.

Damit ist die Zinsstrukturkurve Ende Q3 nicht mehr invers. Während kurzlaufende Bundeswertpapiere im Vorjahr noch deutlich höhere Renditen aufwiesen als langlaufende, ist die Kurve inzwischen spürbar steiler geworden. Diese Entwicklung reflektiert die geldpolitischen Lockerungen der Europäischen Zentralbank im ersten Halbjahr 2025.

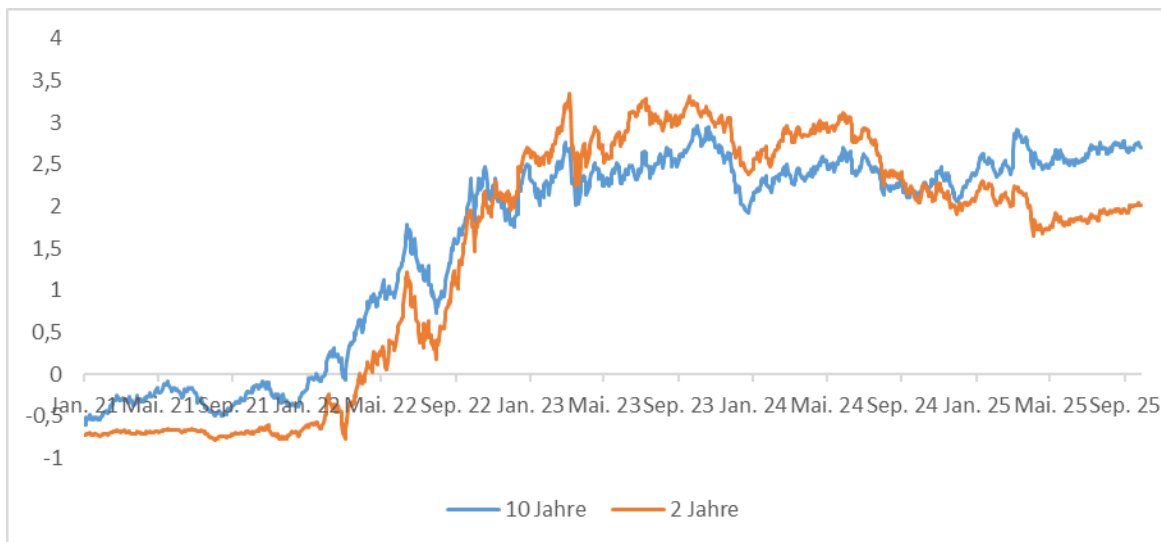
Deutsche Staatsanleihen

Die Renditen von Staatsanleihen veränderten sich im Jahresverlauf leicht. Nach den Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank im Frühjahr 2025 gaben die Renditen kurzlaufender Bundeswertpapiere spürbar nach, während die längerfristigen Laufzeiten moderat anzogen.

Die Rendite 2-jähriger deutscher Bundesanleihen fiel von rund 2,09 % Ende 2024 auf etwa 2,02 % im Oktober 2025, während die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen im gleichen Zeitraum von rund 2,39 % auf etwa 2,71 % stieg.

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Renditen von Bundeswertpapieren ausgewählter Laufzeiten:

⁸⁴ <https://www.bundesbank.de/resource/blob/650724/48e9aa3090ded29010ce6049b425d533/mL/zsbwp-data.pdf>, aufgerufen am 11.10.2025



Quelle: Deutsche Bundesbank⁸⁵

Europäische Staatsanleihen

Die monatliche Entwicklung der Renditespreads ausgewählter Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Deutschland ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:



Quelle: Investing.com⁸⁶

Im Jahresverlauf 2025 stiegen die Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen moderat von knapp 2,4 % zum Jahresbeginn auf etwa 2,7 % im Herbst und blieben damit die risikoarme Referenz im Euroraum. Frankreich zeigte eine stärkere Aufwärtsbewegung. Allerdings wurde Anfang März infolge der Ankündigung der neuen Schuldenprogramme der neuen Bundesregierung ein starker Renditeanstieg der deutschen Staatsanleihen beobachtet⁸⁷. Die französische zehnjährige Staatsanleihe kletterte bis September 2025 auf über 3,5 %. Angesichts des hohen Haushaltsdefizits und der vergleichsweise hohen Staatsverschuldung sowie der damit einhergehenden politischen Unsicherheit in Frankreich trennten sich Anleger auch von Anleihen des Landes. Die Lücke zwischen den Renditen französischer und deutscher Anleihen – ein Maß für die Prämie, die Anleger für das Halten französischer Bonds verlangen – hat sich inzwischen auf rund 79 Basispunkte vergrößert und damit den höchsten Wert seit April⁸⁸ erreicht. Auch wenn derzeit keine Anzeichen für eine

⁸⁵ <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-renditen-der-jeweils-juengsten-bundeswertpapiere-772218>, aufgerufen am 11.10.2025

⁸⁶ <https://de.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>, aufgerufen am 11.10.2025

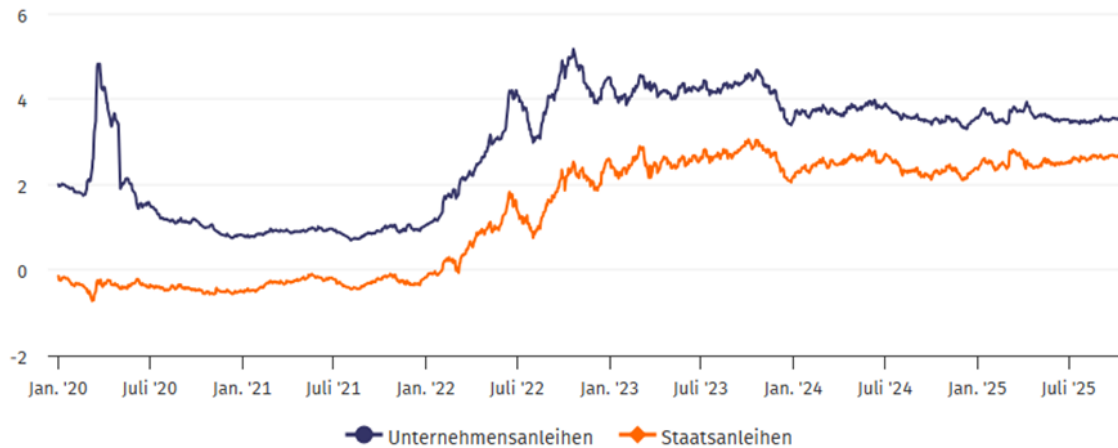
⁸⁷ Börse Frankfurt-News: Anleihen: "Stärkster Renditeanstieg seit 1990", aufgerufen am 13.11.2025

⁸⁸ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/frankreich-regierungskrise-setzt-franzoesischen-aktien-und-anleihen-zu/100150745.html>, aufgerufen am 25.10.2025

akute Marktverunsicherung bestehen, deutet der Anstieg der Renditen französischer Staatsanleihen auf ein zunehmendes Misstrauen der Investoren hin. Die gestiegenen Risikoprämien erschweren der französischen Regierung die Refinanzierung, da sich ihre Kreditkosten an den Kapitalmärkten spürbar erhöhen.⁸⁹ In Italien blieben die 10-jährigen Staatsanleihen im Bereich 3,5 - 3,6 %, während sich der Spread zur Bundesanleihe merklich verengte und zuletzt meist unter 100 Basispunkte lag.

Unternehmensanleihen

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Umlaufrenditen von deutschen Staats- und Unternehmensanleihen auf Basis einer gewichteten durchschnittlichen Rendite ausgewählter Anleihen.⁹⁰



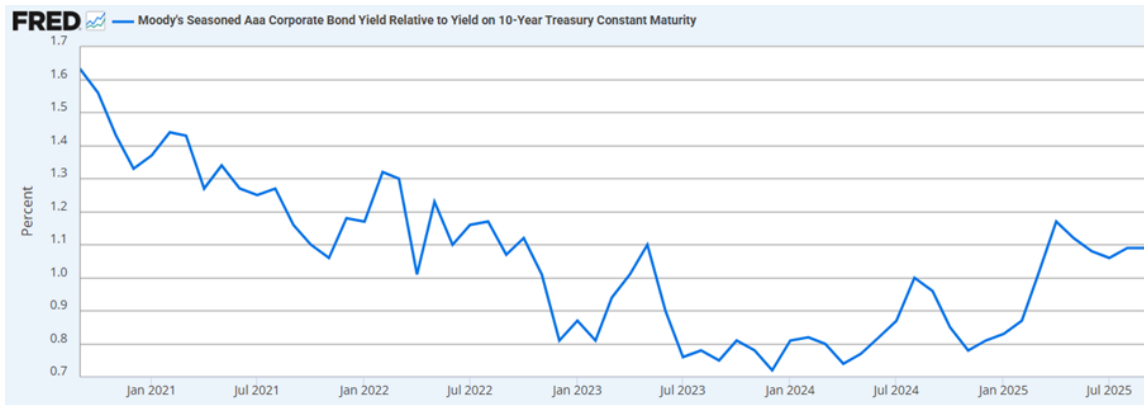
Quelle: Statistisches Bundesamt (dashboard-deutschland.de)⁹¹

Folgende Graphik zeigt den Verlauf der Spreads auf amerikanische Unternehmensanleihen bester Bonität (Moody's Aaa) gegenüber 10-jährigen US-Staatsanleihen.

⁸⁹ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/frankreich-vertrauensfrage-euro-schulden-krise-100.html>, aufgerufen am 25.10.2025

⁹⁰ https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen?origin=dashboard&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen, aufgerufen am 6.10.2024

⁹¹ https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen?origin=dashboard&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen, aufgerufen am 11.10.2025



Quelle: Federal Reserve Bank of St.Louis⁹²

Während in USA die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen zuletzt wieder angestiegen sind, liegen diese in vielen Teilen der Welt so tief wie seit Jahren nicht mehr. Zum Beispiel für europäische Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich: Dort liegen die Spreads unter 90 Basispunkten – das hat es seit 2021 nicht mehr gegeben.⁹³

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 2025 geben. Bei Unternehmensanleihen ist zu beachten, dass insbesondere für längere Laufzeiten das Risiko gegenüber Staatsanleihen häufig deutlich erhöht eingeschätzt wird.

Bei der Einschätzung der kurzfristigen Erfüllbarkeit von Garantieverpflichtungen erfolgt bspw. gemäß DAV-Hinweis zur Einschätzung der Anlagerisiken im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars⁹⁴ anhand von Stresstests, bei denen auch Szenarien zur Materialisierung von Kreditrisiken betrachtet werden. Ebenso liegen üblicherweise im Investmentbereich und im Risikomanagement weitergehende Informationen zu Kreditrisiken vor.

Stille Lasten

Die deutliche Zinswende seit 2022 hat der Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer neue Impulse gegeben. Während höhere Marktzinsen mittelfristig ökonomische Vorteile bringen können, haben die Marktwertverluste bei bestehenden festverzinslichen Anlagen zu einem Abschmelzen von Bewertungsreserven und zum Aufbau stiller Lasten geführt.⁹⁵

Im Jahr 2024 blieben die saldierten stillen Lasten bei einer inversen Zinsstruktur weitgehend konstant gegenüber dem Vorjahr. Die deutliche Veränderung der Zinsstruktur und der Renditeanstieg im mittleren und langen Laufzeitbereich im Verlauf des Jahres 2025 führte laut BaFin zu einem erneuten Aufbau saldierter stiller Lasten von etwa 7% auf rund 9% der Kapitalanlagen.⁹⁶ Nach

⁹² <https://fred.stlouisfed.org/series/AAA10YM>, aufgerufen am 11.10.2025

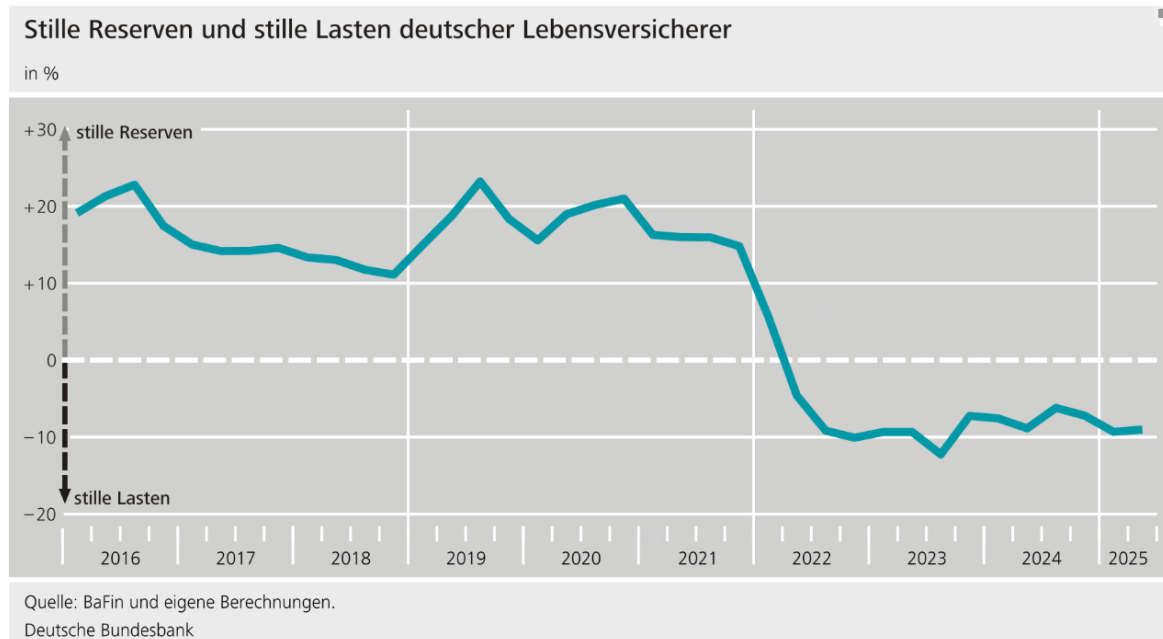
⁹³ <https://e-fundresearch.com/newscenter/193-dpam/artikel/56156-unternehmensanleihen-duenne-spreads-dicke-chancen>, aufgerufen am 11.10.2025

⁹⁴ https://aktuar.de/ergebnisberichteundfachgrundsaeetze/2017-12-20_DAV-Hinweis_Anlagerisiken.pdf, aufgerufen am 05.10.2024

⁹⁵ <https://versicherungswirtschaft-heute.de/maerkte-und-vertrieb/2025-06-26/lebensversicherung-assekurata-beziffert-stille-lasten-auf-80-milliarden-euro/>, aufgerufen am 24.10.2025

⁹⁶ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Reden/neu/re_250904_handelsblatt_strategie-meeting_wiens.html, aufgerufen am 24.10.2025

Schätzungen von Assekurata⁹⁷ und Metzler Ratings⁹⁸ liegt das branchenweite Volumen stiller Lasten bei etwa 80-85 Mrd. €. Aus Sicht der Deutschen Bundesbank könnten stille Lasten das bisher stabilisierende Verhalten der Versicherer auf den Finanzmärkten einschränken.⁹⁹



Quelle: Deutsche Bundesbank

Bei den einzelnen Versicherungsunternehmen ist die jeweilige Kapitalanlagestruktur maßgeblich für die Ausprägung stiller Lasten. Darüber hinaus können Vermögensgegenstände bei der Durchschau von Fonds weitere nennenswerte Lasten auf einzelne unterschiedlicher Assetklassen bestehen, die in Fondsaggregaten saldiert nicht unmittelbar sichtbar sind.

Stille Lasten engen den Handlungsspielraum der Versicherer bei der Kapitalanlage ein, sind aber nicht ergebniswirksam, sofern die Kursverluste der Wertpapiere zinsbedingt sind und die Unternehmen die Kapitalanlagen bis zur Endfälligkeit halten können.¹⁰⁰ Dennoch stellen sie eine Herausforderung dar, höhere Marktzinsen am Kapitalmarkt zu vereinnahmen und eine Steigerung der Nettoverzinsung durch Neu- und Wiederanlage im Kapitalanlageportfolio zu erzielen. Durch den teilweisen Verkauf von festverzinslichen Anlagen können stille Lasten in den Bilanzen aufwandswirksam reduziert werden. Dies ist zusätzlich dadurch beschränkt, da viele Lebensversicherer im vergangenen Niedrigzinsumfeld auf der Suche nach Rendite die Struktur ihrer Kapitalanlagen zugunsten illiquider Anlagen verändert haben. Stille Lasten und illiquide Anlagen können es aktuell erschweren, Kapital in höher verzinsten Papieren umzuschichten. Andererseits verbessern höhere Marktzinsen mittel- bis langfristig das Zinsergebnis aus Neu- und Wiederanlagen und erlauben eine sukzessive Auflösung der Zinszusatzreserve, was kurzfristig Ertragsspielräume schafft.

⁹⁷ <https://www.assekurata.de/2025/10/09/lebensversicherung-im-strukturwandel-ein-blick-auf-die-aktuellen-herausforderungen-und-chancen/>, aufgerufen am 08.11.2025

⁹⁸ https://static1.squarespace.com/static/641996e53e92910d744ea1bf/t/68e2a05046b4797336c0144b/1759682640892/PM_QRatings+2025.pdf, aufgerufen am 08.11.2025

⁹⁹ <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/eingangsstatement-finanzstabilitaet-in-unsicheren-zeiten-der-bundesbank-finanzstabilitaetsbericht-2025--970050>, aufgerufen am 08.11.2025

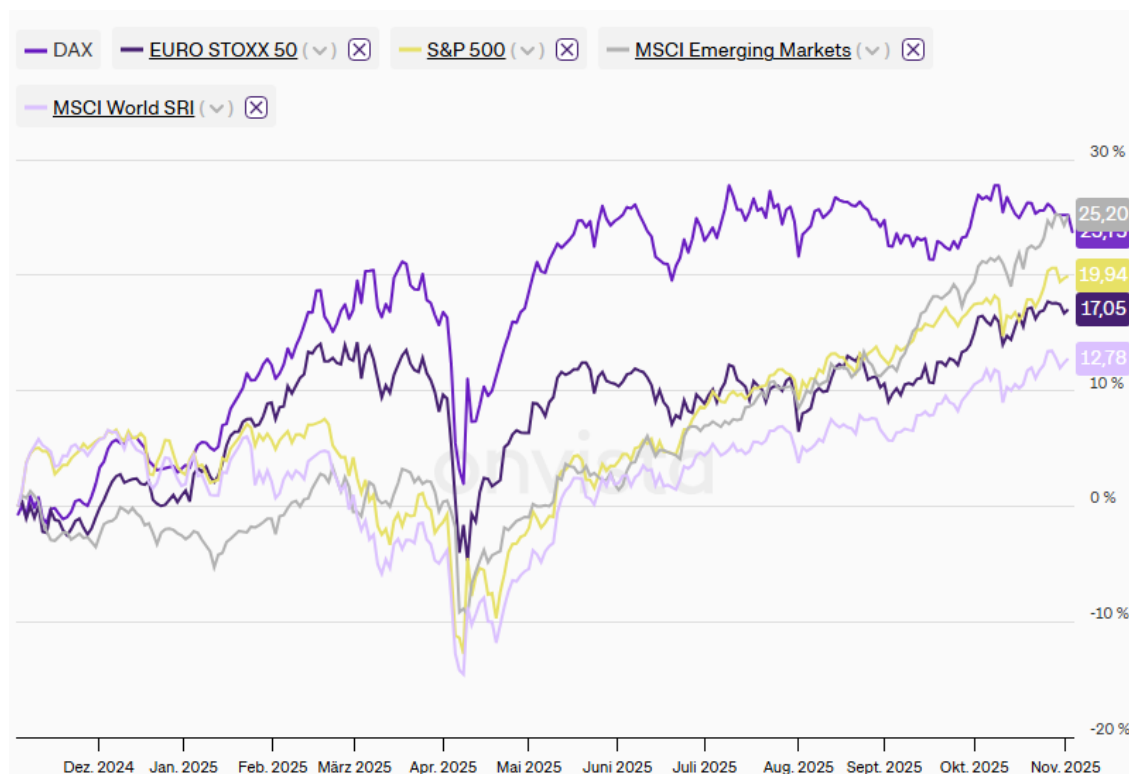
¹⁰⁰ Details zum bilanziellen Umgang mit Kursrückgängen von Kapitalanlagen finden sich bspw. auf den Seiten 49-51 im [Ergebnisbericht Kapitalanlagethemen 2022](#).

Nach Auffassung der Aufsicht¹⁰¹ wurden bislang keine auffälligen Reaktionen, wie beispielsweise Abschreibungen wegen Wertverlusten auf Aktien oder Immobilien oder auch kein übermäßiges Heben von stillen Reserven im Markt beobachtet. Ebenso ist die Risikotragfähigkeit (Bedeckung der Solvenzkapitalanforderungen) der Unternehmen insgesamt robust, weil Lebensversicherer langfristig investieren und kurzfristige Ausschläge an den Märkten durch ausreichende Puffer abfedern können. Gleichwohl können abrupte Zinsbewegungen in einem instabilen Kapitalmarkt oder Storno-Wellen die Risikotragfähigkeit unter Druck setzen.¹⁰² Diese Risiken werden üblicherweise im Risiko-Management und Asset-Liability-Management inkl. Liquiditätsmanagement betrachtet.

3.4. Entwicklungen an Aktienmärkten

Die Aktienmärkte reagierten auch im Jahr 2025 auf zahlreiche Entwicklungen in der Welt, insgesamt waren weitgehend deutliche Anstiege über das Jahr 2025 zu beobachten. Dabei entwickelten sich die Märkte uneinheitlich, es gab es deutliche Unterschiede in zeitlichem Verlauf und Ausprägung insbesondere zwischen US-amerikanischen und deutschen/europäischen Märkten. Anfang April kam es flächendeckend zu massiven Kurseinbrüchen, die in kurzer Zeit aber bereits wieder aufgeholt wurden. Ab dem dritten Quartal beruhigten sich in weiten Teilen die Märkte und es waren im Wesentlichen Seitwärtsbewegungen und Anstiege zu beobachten.

Exemplarisch hier die Entwicklung fünf großer Indizes in 2025:



Quelle: onvista.de¹⁰³

¹⁰¹ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Reden/neu/re_250904_handelsblatt_strategie-meeting_wiens.html;jsessionid=51E507DF1391CA9BAF53F174BDEA19D7.internet012?nn=19659504, aufgerufen am 28.10.2025

¹⁰² <https://www.portfolio-institutionell.de/zinsbewegungen-koennen-die-risikotragfaehigkeit-unter-druck-setzen/>, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁰³ <https://www.onvista.de/index/DAX-Index-20735>, aufgerufen am 04.11.2025

Der DAX entwickelte sich in 2025 gegenüber den anderen ausgewählten Indizes deutlich positiver, bereits im ersten Quartal. Er erholte sich besonders gut und schnell von dem Einbruch Anfang April, holte nach seinem Tiefstwert vom 7. April in sechs Wochen circa 30 Prozent auf und war bereits im Mai schon wieder deutlich über dem Niveau vor dem Kursrutsch¹⁰⁴. Der DAX profitierte, wie auch andere nicht-US-amerikanische Märkte, von einer Verlagerung von Kapital aus den USA in andere Märkte¹⁰⁵. Ab dem dritten Quartal befindet er sich im Wesentlichen in einer Seitwärtsbewegung, während US-amerikanische Märkte ein deutliches Wachstum verzeichnen.

Während Euro Stoxx 50 und besonders der DAX bereits im ersten Quartal große Zuwächse erreichten, kam es auf anderen Märkten in diesem Zeitraum zu deutlichen Rückgängen. Große US-amerikanische Titel mit großem Gewicht im S&P 500 verloren deutlich: Die Aktie des Chipherstellers Nvidia sank im ersten Quartal 2025 von 130 Euro auf 98 Euro Ende März, Apple-Aktien verringerten sich von 242 auf 204 Euro, Aktien von Tesla von 406 auf 239 Euro, jeweils im gleichen Zeitraum¹⁰⁶. Nach weiteren Rückgängen Anfang April ist der S&P 500 im anschließenden Jahresverlauf kräftig und gegenüber den anderen aufgeführten Indizes überproportional gestiegen. Besonders die großen Unternehmen im Tech- und KI-Bereich haben daran einen großen Anteil: Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta und Nvidia bilden Stand Anfang November mehr als 35 Prozent des Index und sind damit entscheidend für den Indexgewinn von etwa 23 Prozent innerhalb von sechs Monaten bis November¹⁰⁷. Bemerkenswert ist auch der rasante Anstieg der Nvidia-Aktie, die infolge des KI-Booms eine Vervierzehnfachung des Kurswertes seit 2022 sowie eine Gesamtbewertung von mehr als 5 Billionen Dollar erfahren hat¹⁰⁸.

Der MSCI World SRI (als Vertreter von Nachhaltigkeits-Indizes) entwickelte sich gegenüber den anderen aufgeführten Indizes deutlich weniger positiv. Der MSCI World SRI setzt sich aus Titeln des MSCI World zusammen, die bestimmte Nachhaltigkeitskriterien erfüllen. Zu beachten ist, dass Nvidia mit 10,06 % und Tesla mit 6,79 % (jeweils per 30.09.2025) die zwei größten Anteile von Einzeltiteln und damit gemeinsam circa ein Sechstel des gesamten Index darstellen. Beide Titel verloren im ersten Quartal 2025 besonders stark. 2025, Siehe auch Abschnitt 3.8.2 zur Performance nachhaltiger Aktien-Indizes.

Der MSCI Emerging Markets entwickelte sich in 2025 insgesamt trotz der Zollkonflikte sehr positiv. Als Gründe werden vor allem vorgezogene Käufe in den USA sowie ein schwächerer US-Dollar genannt. Auch eine große Partizipation am KI-Boom, insbesondere in China, und ein gesunkener Ölpreis begünstigen tendenziell die Entwicklung des Index¹⁰⁹.

Auslöser für die massiven Kursrückgänge Anfang April 2025 war die Handelspolitik der US-Regierung unter Präsident Trump. Am von ihm als "Liberation Day" bezeichneten 2. April kündigte dieser an, zukünftig zahlreiche Zölle gegenüber den Handelspartnern der USA einführen zu wollen. An den Börsen kam es daraufhin an den Folgetagen zu drastisch Kurseinbrüchen, der DAX etwa verlor seinen kompletten Jahresgewinn, der im März noch bei ca. 18 % gelegen hatte. In der Folge kam es zu Reaktionen der Handelspartner, zu zahlreichen Aktualisierungen einzelner Zollhöhen und letztlich teilweise zu Einigungen, vgl. Abschnitt 3.2. Die Aktienmärkte erholten sich von den

¹⁰⁴ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/dax-rekordhoch-106.html>, aufgerufen am 03.11.2025

¹⁰⁵ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/kapitalflucht-usa-europa-dax-dow-jones-us-verschuldung-100.html>, aufgerufen am 03.11.2025

¹⁰⁶ <https://www.boerse.de/>, aufgerufen am 03.11.2025

¹⁰⁷ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/aktien/amazon-bis-nvidia-welche-tech-aktie-lohnt-sich-jetzt-das-sagen-analysten/100168995.html>, aufgerufen am 04.11.2025

¹⁰⁸ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/aktien/nvidia-chiphersteller-ist-erstmal-mehr-als-fuenf-billionen-dollar-wert/100169334.html>, aufgerufen am 13.11.2025

¹⁰⁹ <https://blog.de.erste-am.com/emerging-markets-uberraschen-positive-entwicklung-trotz-zoll-gegenwind/>, aufgerufen am 03.11.2025

Rückschlägen sehr schnell und zeigten sich in der Folgezeit weniger beeindruckt von einzelnen Äußerungen Trumps¹¹⁰.

Der Ausgang der Bundestagswahl im Februar 2025 hatte eher positive Auswirkung auf die Märkte, besonders in Deutschland. Der DAX setzte die vorhandene positive Entwicklung nach dem Ende der Ampelkoalition im November 2024 fort¹¹¹.

Die Entwicklungen im Konflikt mit Russland und im Krieg in der Ukraine hatten keine signifikanten Einflüsse auf die Aktienmärkte, wenngleich einzelne Unternehmen vor allem in der Rüstungsindustrie deutlich von der erhöhten Nachfrage und ankündigten Steigerung des Verteidigungsbudgets profitierten. Einer der größten Gewinner im DAX in den ersten drei Quartalen war Rheinmetall mit einer Performance von 219 %¹¹².

Die Friedens-Entwicklungen im Nahost-Konflikt im Oktober 2025 sorgten für keine großen Bewegungen an den großen Aktienmärkten.

Im Oktober 2025 sahen einige Experten gestiegene Risiken für anstehende Kurskorrekturen in beachtlicher Größenordnung. Besonders eine mögliche Überbewertung bei KI wird als Faktor genannt. Eine mögliche Überbewertung von Technologieaktien mit KI-Bezug könnte sich anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) zeigen, einem wichtigen Maßstab zur Bewertung von Unternehmen. Anfang Oktober betrug das durchschnittliche KGV der „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) 37, während der langfristige Durchschnitt des US-Aktienindex S&P 500 lediglich bei 16 liegt. Sollten sich die erwarteten zukünftigen Gewinne nicht realisieren, ist mit Marktkorrekturen zu rechnen¹¹³. Aber auch Risiken auf den Anleihemärkten werden gesehen¹¹⁴. Höchststände bei Gold- und Bitcoin-Preisen könnten die Sorge von Anlegern vor drastischen Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten bestätigen. Der auf den US-Markt bezogene Sentiment-Index „CNN Fear & Greed Index“ etwa befand sich im Oktober auf dem niedrigsten Wert 2025 seit April¹¹⁵:



Quelle: CNN-Business

¹¹⁰ <https://www.boersen-zeitung.de/kapitalmaerkte/maerkte-reagieren-gelassen-auf-trumps-zoll-spiele>, aufgerufen am 03.11.2025

¹¹¹ <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/boerse-dax-bundestagswahl-li.3207970>, aufgerufen am 03.11.2025

¹¹² <https://www.lynxbroker.de/boerse/boerse-kurse/index/aktienindex-news-tipps/top-flop-dax-aktien/>, aufgerufen am 03.11.2025

¹¹³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/ki-blase-100.html>, aufgerufen am 03.11.2025

¹¹⁴ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/geldanlage-schlimmer-als-die-finanzkrise-maerkte-befuerchten-multi-blase/100160046.html>, aufgerufen am 03.11.2025

¹¹⁵ <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>, aufgerufen am 03.11.2025

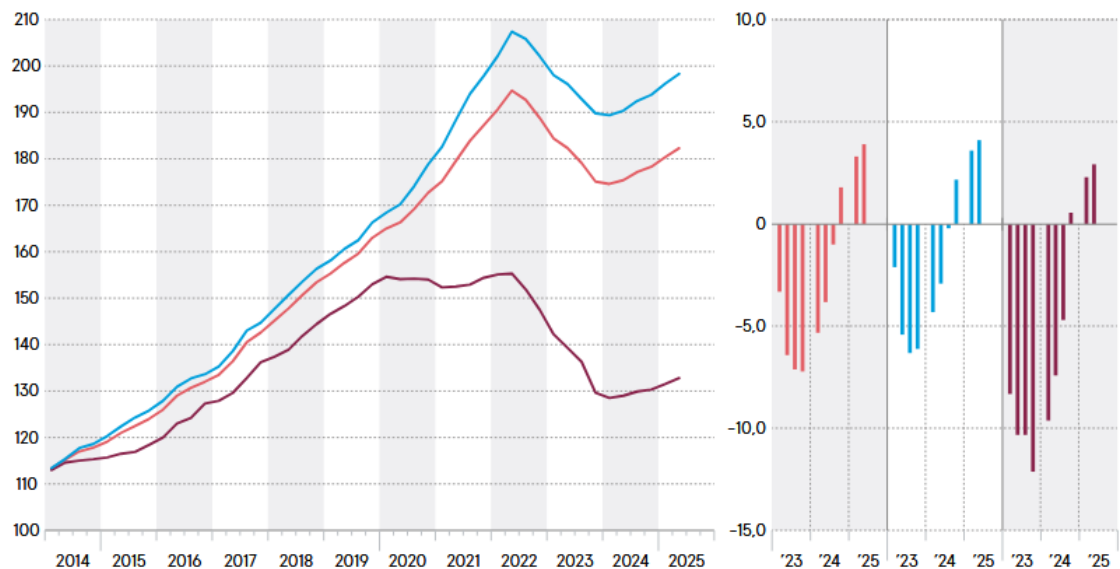
3.5. Entwicklungen an den Immobilienmärkten und verwandte Assetklassen

Preisentwicklungen

Nachdem die Immobilienpreise in Deutschland infolge des Zinsanstiegs eingebrochen waren, haben sie sich zuletzt wieder erholt.

Wohn-/Gewerbeimmobilien

Index: 2010 = 100; Veränderung zum Vorjahresquartal in %



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken¹¹⁶

- Im 2. Quartal 2025 stieg der vdp-Index gegenüber dem Vorjahr um +3,9 %, gegenüber dem Vorquartal um +1,0 %.
- Bei genauerer Segmentbetrachtung trieb vor allem der Wohnimmobilienbereich die Dynamik: Mehrfamilienhäuser wuchsen im Jahresvergleich um +5,6 %, selbst genutztes Wohneigentum um +2,6 %¹¹⁷.
- Gewerbeimmobilien legten ebenfalls im Vorjahresvergleich zu – z. B. Büroobjekte um +3,3 %, Einzelhandel um +2,0 %¹¹⁸.

Neben der allmählichen Zinsentlastung wirkten strukturelle Angebotsverknappungen preisstabilisierend: Für das Gesamtjahr 2024 meldet das Statistische Bundesamt noch einen Rückgang der Baugenehmigungen von Wohnungen um 16,8 %¹¹⁹. Die verzögerte Wirkung neuer Genehmigungen sowie lange Planungs- und Bauzeiten sorgen dafür, dass diese Angebotsdefizite auch in den kommenden Jahren preisstabilisierend wirken. Im Zeitraum von Januar bis August 2025 wurde

¹¹⁶ https://www.pfandbrief.de/wp-content/uploads/2025/08/vdp_Index_Q2-2025_DE_final.pdf , aufgerufen am 9.11.2025

¹¹⁷ <https://www.hypzert.de/en/node/2371> , aufgerufen am 9.11.2025

¹¹⁸ <https://www.vdpresearch.de/immobilienpreise-ziehen-weiter-an/> , aufgerufen am 9.11.2025

¹¹⁹ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2025/02/PD25_061_3111.html , aufgerufen am 13.11.2025

deutschlandweit der Bau von 151 200 Wohnungen in neuen sowie bereits bestehenden Gebäuden genehmigt. Das waren 6,5 % oder 9 300 Wohnungen mehr als von Januar bis August 2024¹²⁰.

Die weltweite Entwicklung der Wohnimmobilienpreise ist regional sehr unterschiedlich: während in Deutschland und Europa sich bereits einer Erholung zeigt, sinken die Preise insbesondere Asien¹²¹:

Regional developments in real residential property prices, in per cent, Q1 2025

Table 1

	Cumulative from 2010 ¹	Year on year
All reporting countries	20.7	−1.0
Advanced economies	33.6	1.2
Non-European countries	51.7	−0.1
Euro area	9.4	3.0
European countries outside the euro area	22.7	3.1
Emerging market economies	11.5	−2.6
Latin America	19.5	1.9
Asia	10.0	−4.4
Central and eastern Europe ²	15.5	2.5
Middle East and Africa	3.9	−0.4

Estimated weighted quarterly averages based on rolling GDP and PPP exchange rates.

¹ 2010 = 100. ² Not including members of the euro area.

Source: BIS calculations.

© Bank for International Settlements

Quelle: Bank for International Settlements

Während einige europäische Länder einen starken Preisanstieg verzeichnen, sind die Immobilienpreise insbesondere in China deutlich eingebrochen:

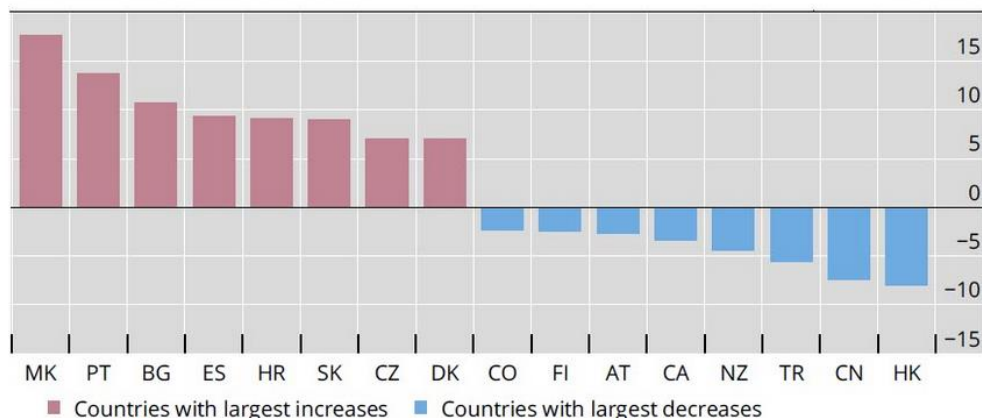
¹²⁰ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2025/10/PD25_378_3111.html aufgerufen am 13.11.2025

¹²¹ https://www.bis.org/statistics/pp_residential_2508.htm , aufgerufen am 9.11.2025

Countries with the largest increases and decreases of real residential property prices in Q1 2025¹

Year-on-year changes, in per cent

Graph 3



AT = Austria; BG = Bulgaria; CA = Canada; CN = China; CO = Colombia; CZ = Czechia; DK = Denmark; ES = Spain; FI = Finland; HK = Hong Kong SAR; HR = Croatia; MK = North Macedonia; NZ = New Zealand; PT = Portugal; SK = Slovakia; TR = Türkiye.

¹ Based on quarterly averages; CPI-deflated.

Source: BIS selected residential property price series.

© Bank for International Settlements

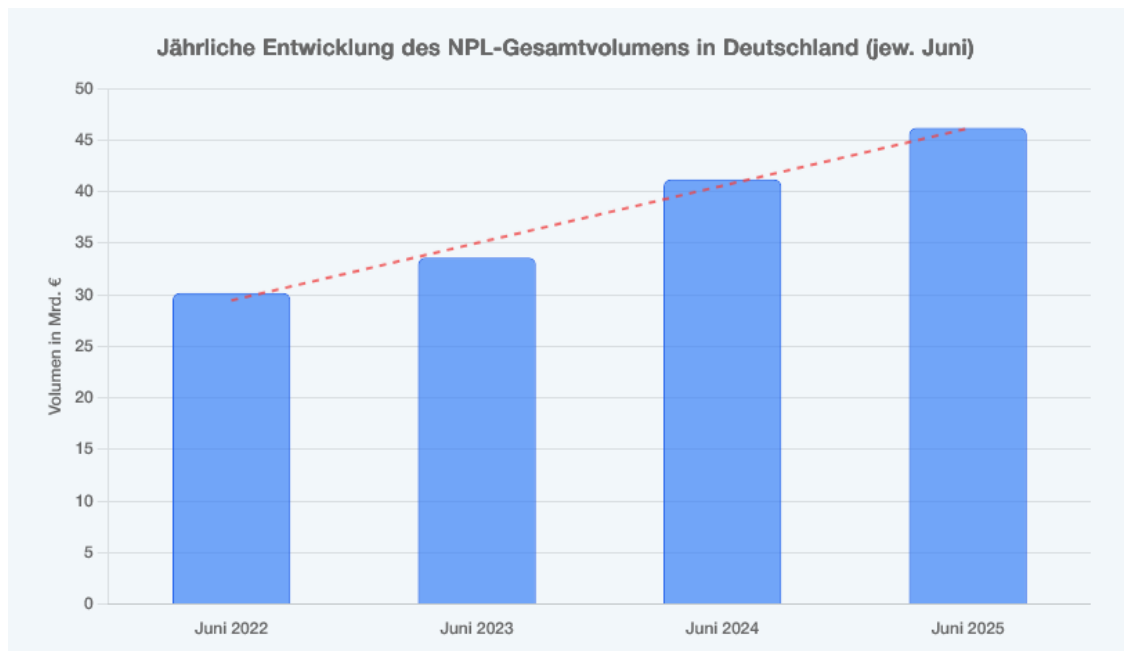
Quelle: Bank for International Settlements

Immobilienfinanzierungen

Der Immobilienkreditmarkt bleibt eng verknüpft mit der Gesamtentwicklung des Immobiliensektors. In Deutschland betragen laut GDV-Statistiken direkt gehaltene Immobilienkredite im Bestand deutscher Lebensversicherer seit Jahren etwa 6-7 % ihrer Kapitalanlagen. Das Neugeschäft von Immobilienkrediten litt im Jahr 2023 unter hohen Bauzinsen; im Verlauf von 2024/2025 stabilisierte sich das Volumen allerdings wieder:

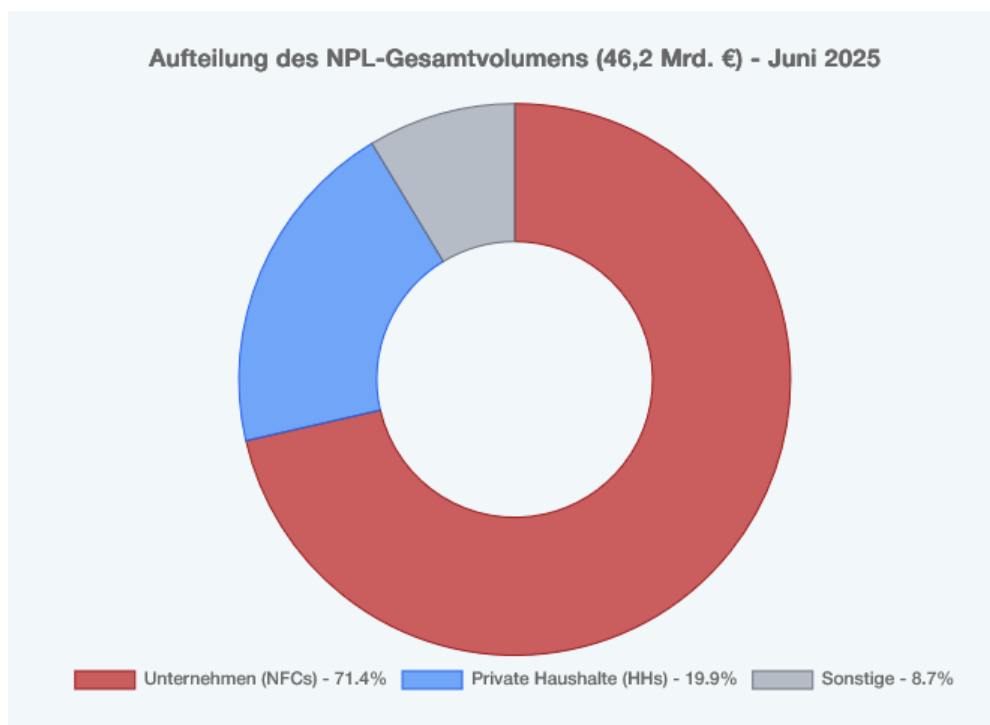
- Die Bauzinsen sanken im Jahresverlauf moderat, wodurch sich ein Teil der Nachfrage wieder reaktivieren konnte. Aktuelle 10-Jahres-Hypothekenzinsen bewegten sich im Q2 2025 stabil im Bereich von 3.2% bis 3.6 (siehe Grafik 3).
- Das Neugeschäftsvolumen bei Wohnimmobilien legte im 1. Halbjahr 2025 um etwa 15% gegenüber dem extrem schwachen Vorjahreszeitraum zu, was die steigende Marktaktivität widerspiegelt.
- Es bleibt kritisch, ob Kreditnehmer bei steigender wirtschaftlicher Belastung langfristig die Zahlungen bedienen können und ob die Sicherheiten (Immobilienwerte) in Stressphasen ausreichend gepuffert sind. Für gewerbliche Immobilienfinanzierungen bestehen nach wie vor bemerkenswerte Risiken.
- Die BaFin hat bereits Ende 2023 auf erhöhte Risiken in diesem Segment hingewiesen – ausgelöst durch rückläufige Nachfrage, sich verschärfende Finanzierungsbedingungen, gestiegene Insolvenzwahrscheinlichkeiten bei Mietern oder Entwicklern und sukzessive Bewertungskorrekturen. Dieser Einschätzung liegt auch die Erwartung zugrunde, dass weitere Buchverluste und Risikoprobleme auftreten können.

Betrachtet man die Entwicklung der notleidenden Kredite, sogenannte non-performing loans, so ist die Quote in Deutschland zu Q2 erneut angestiegen:



Quelle: Bundesvereinigung Kreditankauf und Servicing¹²², Daten: European Banking Authority

Die Verteilung der notleidenden Kredite auf Segmente ist in nachfolgender Grafik dargestellt:



Innerhalb des Unternehmenssektors erweist sich das Segment der Gewerbeimmobilien erneut als der zentrale Treiber der negativen Entwicklung. Das Volumen notleidender Engagements stieg hier im Jahresvergleich um 2,3 Mrd. EUR von 15,3 Mrd. EUR auf 17,6 Mrd. EUR. Damit ist der Sektor der Gewerbeimmobilien allein für fast die Hälfte des gesamten NPL-Anstiegs in Deutschland verantwortlich. Die branchenspezifische NPL-Quote von 6,2 % liegt weit über dem Durchschnitt und

¹²² <https://bks-ev.de/eba-risk-dashboard-q2-2025-npl-entwicklung-in-deutschland-koppelt-sich-vom-europaeischen-trend-ab-handlungsbedarf-im-unternehmenssektor-steigt/> , aufgerufen am 9.11.2025

verdeutlicht die tiefgreifenden und fortschreitenden strukturellen Anpassungen, die der Markt infolge von Zinsentwicklung, veränderten Arbeitsmodellen und Neubewertungen durchläuft.

Immobilienfonds

Offene und geschlossene Immobilienfonds reagieren unterschiedlich auf die aktuellen Entwicklungen am Immobilienmarkt. Ab dem dritten Quartal 2023 gerieten viele offene Fonds aufgrund negativer Netto-Cashflows¹²³ unter Druck; die dadurch sinkenden Barreserven erhöhen bei anhaltenden Marktkorrekturen die Wahrscheinlichkeit von Notverkäufen. Investoren müssen künftig mit längeren Haltedauern rechnen, und die Diversifikation der Portfolios nach Nutzungsart, Standort und Baualter wird zunehmend wichtiger. Darüber hinaus könnten strengere regulatorische Anforderungen umgesetzt werden: Das ESRB (European Systemic Risk Board) identifiziert in diesem Segment ein besonderes Stabilitätsrisiko, das insbesondere auf Liquiditätsinkongruenzen zurückzuführen ist. In wirtschaftlichen Stresssituationen lassen sich Immobilienwerte nur langsamer liquidieren, als es Rückgaben von Anteilsinhabern erfordern könnten.

Allgemeine Hinweise zur Assetklasse Immobilien

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

- Segmentwahl (Wohnimmobilie vs. Gewerbeimmobilie) – Unterschiedliche Risikoprofile, Angebotssituationen und Ertragskriterien
- Politisches Umfeld & Infrastruktur – Städteentwicklung, Flächennutzung, Mietregulierung, Stadt- und Regionalpolitik
- Liquidität & Fungibilität, besonders bei offenen oder geschlossenen Fonds
- Bewertungsansatz und Zeitpunkt – Ein Bewertungsstichtag kann Ergebnis stark beeinflussen
- Zinsänderungsrisiken – Auswirkungen auf Finanzierungskosten und Kapitalisierungsfaktoren
- Inflation & Realzinsentwicklung – Relevanz für Kapitalbindung und Realrenditen • Ertragskomponenten – Mieteinnahmen, Abschreibungen, Instandhaltungs- und Verwaltungskosten, Leerstand, Ausfallrisiken
- Transaktionskosten & Transaktionsliquidität
- Steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten (z. B. stille Reserven, Übertragungen)
- Finanzierungsstruktur (Eigen- vs. Fremdkapital) – Optimierung von Kapital- und Risikoallokation unter Solvenzgesichtspunkten

Diese Aspekte sollten in jeder unternehmensindividuellen Analyse Berücksichtigung finden – insbesondere aus der Perspektive des verantwortlichen Aktuars oder Risikoanalysten.

3.6. Liquiditäts- und Stornorisiken

Bedingt durch die gesamtwirtschaftliche Lage und der damit verbundenen finanziellen Belastung der privaten Haushalte sowie der erhöhten Anzahl an Insolvenzen sind die Stornorisiken in den letzten Jahren leicht gestiegen.

¹²³ <https://www.boerse-online.de/nachrichten/fonds/milliarden-abfluesse-bei-offenen-immobilienfonds-diese-sind-besonders-betroffen-20390584.html> , aufgerufen am 19.11.2025

Speziell in der Lebensversicherung birgt eine plötzlich erhöhte Stornoquote einen zusätzlichen Liquiditätsbedarf und somit folglich – insbesondere aufgrund der aufgebauten stillen Lasten (vgl. Abschnitt 3.3.) – ein erhöhtes Liquiditätsrisiko. Diese Thematik wurde bereits ausführlich von der BaFin analysiert und im Rahmen ihres Fachartikels "Lebensversicherung – wenn Zinsen steigen"¹²⁴ adressiert.

Mögliche Rückgänge im Neugeschäft, speziell bei Einmalbeiträgen, sowie Anstiege von Kündigungen können dazu führen, dass Leistungsauszahlungen nicht mehr allein durch die laufenden Beitragseinnahmen und laufenden Erträge sowie Rückflüsse aus Kapitalanlagen gedeckt werden können, sondern ggf. auch vorhandene Kapitalanlagen kurzfristig liquidiert werden müssen.

Tatsächlich ist branchenweit die beitragsbezogene Stornoquote in 2024 gegenüber dem Vorjahr von 4,77% auf 5,31 % gestiegen¹²⁵. Auch die anzahlbezogene Stornoquote liegt mit 2,72 % ebenfalls etwas höher als im Vorjahr (2,56 %), jedoch sind mit einem Anstieg um nur 0,1 % keine signifikanten Erhöhungen der vorzeitigen Leistungen erkennbar¹²⁶.

Unternehmensindividuell, insbesondere abhängig von der Bestandszusammensetzung sowie dem Neugeschäft (z. B. dem Anteil von Einmalbeiträgen), können Analysen diesbezüglich hilfreich sein.

Soweit im Versicherungsbestand auch dynamische Hybridprodukte bestehen, erscheint es sinnvoll zu sein, deren mögliche Wirkungen auf die Liquiditätssituation infolge von Umschichtungen zu berücksichtigen, worauf auch in einer Veröffentlichung der BaFin vom 02.07.2025 hingewiesen wird.¹²⁷

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, kann es sinnvoll sein, sich von einem ausreichenden Bestand an liquiden Kapitalanlagen (Buch- und Zeitwerte) 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 sind¹²⁸.

3.7. Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage und BaFin-LVU-Prognoserechnung

Die Zinszusatzreserve¹²⁹ (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.

¹²⁴ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_2304_Lebensversicherer_Wenn_Zinsen_steigen.html, aufgerufen am 20.10.2025

¹²⁵ <https://www.procontra-online.de/lebensversicherung/artikel/stornoquote-steigt-bei-diesen-lebensversicherern-ist-sie-am-hoechsten>, aufgerufen am 20.10.2025

¹²⁶ <https://www.gdv.de/resource/blob/188374/dde4d81192e583ac43e7e80a84aa6ac6/die-deutsche-lebensversicherung-in-zahlen-2025-publikation-pdf-data.pdf>, aufgerufen am 20.10.2025

¹²⁷ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2025/fa_250702_dynamischen_Hybridprodukte.html, aufgerufen am 20.10.2025

¹²⁸ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2016/rs_1607_vermoegensverzeichnis_va.html, aufgerufen am 20.10.2025

¹²⁹ Der Begriff Zinszusatzreserve (ZZR) umfasst aus Vereinfachungsgründen auch die Zinsverstärkung im Altbestand.

Nach mehr als einem Jahrzehnt mit nahezu stetig fallenden Zinsen sind die Zinsen im Jahr 2022 massiv gestiegen. Nach einer zunächst insgesamt leicht steigenden Tendenz im Jahr 2023 gab der für die Berechnung der Zinszusatzreserve maßgebliche Referenzzinssatz (10-jährige Null-Kupon-Euro-Swaprate) ab dem letzten Quartal 2023 zwar etwas nach, befindet sich aber weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Er erreichte zum Jahresende 2024 2,365 % und liegt zum Berichtszeitpunkt 30.09.2025 bei 2,696 %.

Im Jahr 2024 verblieb der resultierende Referenzzins mit 1,57 % weiterhin unverändert auf dem Niveau des Jahres 2021. Die Lebensversicherer verbuchten dadurch bestandsinduzierte Rückflüsse aus der ZZR in Höhe von insgesamt rund 5 Mrd. Euro, die damit auf ca. 83 Mrd. Euro gemäß Schätzung von Assekurata zurückging und nun knapp 9,0 % der gesamten Deckungsrückstellung der Branche entspricht.¹³⁰

Sollte der Jahresmittelwert der Zinsen in den kommenden Jahren beim aktuellen Niveau verbleiben, würde sich der Referenzzins weiter 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 30.09.2025 nicht verändernden Zinsstrukturkurve ergibt sich folgende Entwicklung:

Jahr	2025	2026	2027	2028	2029
Referenzzinssatz	1,57	1,57	1,67	1,77	1,86
Differenz zum Vorjahr	0 bp	0 bp	+10 bp	+10 bp	+9 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.

Mit einem möglichen Rückgang der ZZR stellt sich die Frage, ob diese Mittel den Versicherten über eine unmittelbare Erhöhung der Deklaration kurzfristig zugutekommen oder diese zunächst zur Stärkung der Risikotragfähigkeit des Unternehmens genutzt werden¹³¹. Hierauf hat der Verantwortliche Aktuar über seinen Vorschlag für eine angemessene und verursachungsorientierte Überschussbeteiligung Einfluss.

Der entlastende Effekt einer sich insgesamt auflösenden ZZR kann als bilanzieller Ausgleich für Verluste aufgrund von Abschreibungen oder Realisierungen von stillen Lasten verwendet werden. Dabei ist zu beachten, dass die Erträge aus den Kapitalanlagen gemäß Mindestzuführungsverordnung (MindZV) anhand der Verteilung der versicherungstechnischen Passiva auf Alt- und Neubestand

¹³⁰ https://www.assekurata-rating.de/wp-content/uploads/2021/09/Assekurata_Studieninfo_Ueberschussbeteiligungen_Garantien_2025.pdf, Folie 33, aufgerufen am 03.11.2025

¹³¹ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2022/fa_bj_2212_Zinszusatzreserve.html, aufgerufen am 03.11.2025

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

BaFin LVU-Prognoserechnung

Für die alljährliche mehrjährige Prognoserechnung auf Basis des Kapitalmarkts per 30. September 2025 hat die BaFin für den HGB-Teil 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. Die Vorgaben zu den anzunehmenden Renditen und Spreads wurden in diesem Jahr in Anlehnung an andere BaFin-Erhebungen leicht umstrukturiert. Insbesondere beziehen sich die Spread-Vorgaben bei Staatsanleihen nicht mehr auf Core und Peripherie, sondern die Bonitätsstufen (Credit Quality Steps), die auch im Solvency-II-Berichtswesen Anwendung finden. So wird bspw. ein Spread von 70 bp für Staatsanleihen mit einer Laufzeit zwischen 10 und 20 Jahren und einer Bonitätsstufe von 1 vorgegeben (dies entspricht einem AA-Rating). Auch im Bereich der weiteren Kapitalanlagen wurden die Annahmen aus den Vorjahren angepasst. Folgende Renditevorgaben verstehen sich als Total-return und sind maximal anzusetzen:

Aktien	5,00%
Hypothekendarlehen	3,50%
Immobilien	4,00%
Private Debt	5,50%
Private Equity	6,00%
Sonstige	VU eigene Annahme; max 6%

Des Weiteren wird bei der Neuanlage in weiteren Kapitalanlagen eine Differenzierung zwischen „Infrastruktur“ und „ohne Infrastruktur“ verlangt.

3.8. Nachhaltige Kapitalanlagen

Für institutionelle Kapitalanleger haben nachhaltige Kapitalanlagen und entsprechende Investitionsentscheidungen in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen, nicht zuletzt aufgrund der gesellschaftlichen und politischen Diskussionen, die bereits in der Vergangenheit in entspre-

chende regulatorische Initiativen im gesamten Finanzsektor sowie auch spezifisch im Versicherungsbereich gemündet sind.¹³² Im Zusammenhang mit einer entsprechenden – auch durch fortlaufende Entwicklungen des regulatorischen Rahmens getriebenen – Governance und Strategie sowie wachsenden Investmentanteilen in entsprechende Anlagen stehen mittlerweile zunehmend auch Fragestellungen bezüglich Bewertung und Metriken im Mittelpunkt.¹³³

3.8.1. Entwicklungen des regulatorischen Rahmens 2025

Aufsetzend auf ihr unverbindliches Merkblatt „Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken“ und den seit 2022 in der Solvency-II-DVO erfassten Vorgaben zum Umgang Nachhaltigkeitsrisiken hat die BaFin 2025 im Rahmen ihres im März 2025 veröffentlichten Rundschreibens 05/2025 (VA) „Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht (Prudent Person Principle – PPP) von Versicherungsunternehmen unter Solvabilität II“ auch ihre Auslegung bezüglich des Vorgehens bei Nachhaltigkeitsrisiken und -faktoren im Zusammenhang mit dem Kapitalanlageportfolio und Investitionsentscheidungen konkretisiert.¹³⁴ Insbesondere sind Ziele, Prozesse (z. B. Szenarioanalysen, ESG-Screenings, Engagement-Verfahren) und unternehmensindividuelle Selbstverpflichtungen (z. B. Ausschlüsse, Reduktionsziele, auf Leistungskennzahlen basierende Transitionspläne) zu dokumentieren. Beschreibungen, die diesbezügliche interne Berichterstattung sowie die Dokumentation im Zusammenhang mit dem Neue-Produkte- (NPP) oder Nicht-alltägliche-Anlagen-Prozess (NAP) können den Verantwortlichen Aktuar bei seiner Einschätzung unterstützen.

Nachdem sich in verschiedenen EU-Ländern inklusive Deutschland nach aufkommender Kritik die Umsetzung der CSRD-Richtlinie in nationales Recht über den eigentlich vorgesehenen 6. Juli 2024 verzögert hatte, wurde mit Annahme des sogenannten „Stop-the-Clock“-Vorschlag durch das Europäische Parlament im April 2025 einerseits die zeitliche Verschiebung der Erstanwendungszeitpunkte zur Nachhaltigkeitsberichterstattung um zwei Jahre für Unternehmen der sog. zweiten bzw. dritten Welle (die nach dem bislang geltenden EU-Recht für Geschäftsjahre ab dem 1. Januar 2025 bzw. 1. Januar 2026 zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet gewesen wären) beschlossen und gleichzeitig das Datum der Erstanwendung der europäischen Lieferkettenrichtlinie (CSDDD) um ein Jahr für Unternehmen der ersten Welle¹³⁵ verschoben.¹³⁶

Greenwashing ist seit Jahren ein diskutiertes Thema im Nachhaltigkeitskontext. Am 26. März 2024 ist mit der EU-Richtlinie (EU) 2024/825 (EmpCo) zur Stärkung der Verbraucher für den ökologischen Wandel durch besseren Schutz gegen unlautere Praktiken und durch bessere Informationen eine diesbezügliche Regelung in Kraft getreten. Bis zum 27. März 2026 muss die nationale

¹³² Bezüglich der u.a. für die aktuarielle Arbeit relevanten Entwicklungen im regulatorischen Umfeld sei bei Interesse auf die regelmäßigen Veröffentlichungen der Koordinationsgruppe Sustainability der DAV verwiesen. Diese befinden sich im zugangsbeschränkten Bereich der DAV-Homepage.

¹³³ Im vorliegenden Abschnitt werden die aktuellen Entwicklungen mit Fokus auf die ersten drei Quartale des Jahres 2025 aufbereitet. Zu grundlegenden Aspekten vgl. die Ausführungen im Abschnitt 2.6

¹³⁴ BaFin - Rundschreiben - Rundschreiben 05/2025 (VA) Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht ..., „, aufgerufen am 24. 10. 2025

¹³⁵ Unter die sog. erste Welle fallen große kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften mit über 500 Beschäftigten. Mangels rechtzeitiger Umsetzung der CSRD galten für deutsche Unternehmen 2024 noch die geltenden Regeln in §§ 289b ff. HGB, nach der sie eine nichtfinanzielle Erklärung zu erstellen hatten. Für weitere Details sei auf die Arbeit der DAV-Arbeitsgruppe Nachhaltigkeitsberichterstattung verwiesen, u.a. zusammengefasst im DAV-Ergebnisbericht „Pflichtberichterstattung zur Nachhaltigkeit durch Versicherungsunternehmen: Regulatorische Vorschriften am Jahresbeginn 2024“ des Ausschusses Rechnungslegung und Regulierung vom 30. August 2024

¹³⁶ Haufe: „Stop-the-Clock: Anwendung von Nachhaltigkeits- und Sorgfaltspflichten wird verschoben,“ https://www.haufe.de/sustainability/debatte/stop-the-clock_575768_645646.html , aufgerufen am 24.10.2025

Umsetzung erfolgen, hierzu wurde am 7. Juli 2025 ein Referenten- und am 3. September 2025 der Regierungsentwurf veröffentlicht.¹³⁷

ESG-Rating stehen wegen uneinheitlicher Kriterien und intransparenter Bewertungsmodelle seit Längerem in der Kritik. Insbesondere damit Rating-Tätigkeiten transparenter und vergleichbarer gestaltet werden, wurde auf EU-Ebene eine Verordnung zu ESG-Rating-Agenturen entwickelt. Diese trat nach Veröffentlichung im EU-Amtsblatt am 12. Dezember 2024 Anfang 2025 in Kraft und ist ab 2. Juli 2026 anzuwenden.¹³⁸

Nach vorhergehenden Diskussionen haben die Verbände der Deutschen Kreditwirtschaft (DK), der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) sowie der Verband für strukturierte Wertpapiere (BSW) am 13. Dezember 2024 eine aktualisierte Fassung ihres gemeinsamen Standards zur Zielmarktbestimmung für Nachhaltigkeit veröffentlicht. Neben der Schaffung der Möglichkeit, für Produkte, die als „non-ESG“ eingestuft werden, das Produkt als nicht geeignet für Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen zu kennzeichnen, wurde insbesondere sowohl für Fonds als auch für Zertifikate und Anleihen die Mindestanforderung, Investitionen in Rüstungsgüter auszuschließen, wenn diese mehr als zehn Prozent des Umsatzes eines Unternehmens ausmachen, abgeschafft.¹³⁹

3.8.2. Marktentwicklungen 2025

Bei der nachhaltigen Kapitalanlage zeichnet sich seit Jahren eine zunehmende Bedeutung in der Praxis ab, die sowohl durch die regulatorischen Entwicklungen der letzten Jahre als auch eine wachsende Nachfrage durch Verbraucher insbesondere in Europa und Deutschland getrieben ist.

Die in Abschnitt 3.2. dargestellte geopolitische Wetterlage wirkt sich auch auf den Markt der nachhaltigen Kapitalanlage aus. Bereits im US-Präsidentenwahlkampf 2024 hatte Trump eine Anti-ESG-Kampagne geführt und verschiedene republikanisch geführte Bundesstaaten Verbote für explizite ESG-Anlagestrategien zum Beispiel für öffentlichen Pensionsfonds eingeführt.¹⁴⁰ Nach der Amtsübernahme forcierte er seine deregulierende Haltung mit einer klaren Fokussierung auf wirtschaftliche Interessen, im Zuge des damit verbundenen Anti-Nachhaltigkeitskurses zogen sich US- sowie maßgeblich in den Vereinigten Staaten tätige internationale Unternehmen aus Klima- und ESG-Initiativen zurück bzw. lockerten Klima- und Diversitätsziele oder zogen diese aus der Öffentlichkeit.¹⁴¹ Bereits im Frühjahr 2024 hatte sich die UN-gestützte „Net-zero Insurance Alliance“ aufgelöst und war in das allgemeiner gehaltene „Forum for Insurance Transition to Net Zero“

¹³⁷ Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz: „Drittes Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb“, https://www.bmju.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/2025_Aenderung_UWG_3.html, aufgerufen am 24.10.2025

¹³⁸ Europäische Union: „VERORDNUNG (EU) 2024/3005 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 27. November 2024 über die Transparenz und Integrität von Rating-Tätigkeiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) und zur Änderung der Verordnungen (EU) 2019/2088 und (EU) 2023/2859“, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202403005, aufgerufen am 24.10.2025

¹³⁹ BVI: „Verbände veröffentlichen überarbeitetes ESG-Zielmarktkonzept“, <https://www.bvi.de/aktuelles/detail/esg-zielmarktkonzept-brueberarbeitet/>, aufgerufen am 25.10.2025

¹⁴⁰ Handelsblatt: „Kulturkampf um ESG – die grüne Geldanlage gerät unter Druck“, <https://www.handelsblatt.com/politik/international/esg-kulturkampf-um-esg-die-gruene-geldanlage-geraet-unter-druck/100044206.html>, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁴¹ Frankfurter Rundschau: „Trumps Anti-Nachhaltigkeitskurs: Kulturkampf löst ESG-Rückzug aus“, <https://www.fr.de/politik/trumps-anti-nachhaltigkeitskurs-kulturkampf-loest-esg-rueckzug-aus-zr-93796895.html>, abgerufen am 24.10.2025

überführt worden¹⁴², das im Frühsommer 2025 unverbindliche Leitlinien für das Underwriting veröffentlichte.¹⁴³

Dennoch ist die Entwicklung in den Vereinigten Staaten uneinheitlich: Eine Studie des Nachhaltigkeitsberaters und -ratinghauses EcoVadis zu US-Unternehmen mit mehr als 1 Milliarde US-Dollar Umsatz zeigte grundsätzlich ein weitergehendes Investment in Nachhaltigkeit, unter anderem gaben nur 7 % eine Kürzung ihrer Investments und 47 % Bedenken bezüglich einer Reduzierung der ESG-Regulierung aufgrund hieraus resultierender möglicher Unterbrechungen in der Lieferkette an.¹⁴⁴ In Deutschland wuchs das Interesse an nachhaltiger Geldanlage unterdessen: Bei einer Umfrage im Auftrag des Bankenverbands gaben 14 % der Befragten an, bereits in nachhaltige Anlagen zu investieren (im Vergleich zu 11 % bzw. 5 % bei analogen Befragungen 2022 respektive 2019) und mehr als jeder dritte Befragte (36 Prozent) gab an, sich schon einmal aktiv über nachhaltige Geldanlage informiert zu haben.¹⁴⁵ Dies untermauert die KfW mit Zahlen für das erste Halbjahr 2025, die Mittelstandsförderung für Klima, Umwelt und Innovation hat sich dabei auf 6,9 Milliarden Euro gegenüber 2,8 Milliarden Euro im Vorjahreszeitraum mehr als verdoppelt.¹⁴⁶

Der Markt für Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen in Deutschland verzeichnet weiterhin Nettozuflüsse. Insgesamt verwalteten Fonds gemäß Artikel 8 beziehungsweise 9 der EU-Offenlegungsverordnung per 30. Juni 2025 über 1.200 Milliarden Euro für Anleger in Deutschland nach knapp unter 1.050 Milliarden Euro zum Jahresende 2024.¹⁴⁷ Neben einem allgemeinen Wachstum für Unternehmen aus der Luft- und Raumfahrt- sowie Rüstungsindustrie wurde dabei auch erstmals mit einem Anteil von 0,2 % (Jahresende 2024: 0,0 %) ein messbares Engagement in diesem Sektor in Artikel-9-Fonds beobachtet, wie auch die folgende Grafik illustriert

¹⁴² ESG Dive: "UN's Net-Zero Insurance Alliance disbands and rebrands", <https://www.esgdiver.com/news/net-zero-insurance-alliance-disbands-rebrands-forum-insurance-transition-net-zero/714598/>

¹⁴³ Vereinte Nationen Umweltprogramm: "UN forum launches first-of-its-kind global transition plan guide for insurance underwriting portfolios", <https://www.unepfi.org/industries/insurance/un-forum-launches-first-of-its-kind-global-transition-plan-guide-for-insurance-underwriting-portfolios/>, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁴⁴ ESG Today: „U.S. Companies Are Still Investing in Sustainability – But Aren’t Talking About it: Survey“, <https://www.esgtoday.com/most-u-s-companies-growing-or-maintaining-esg-investments-but-talking-about-it-less-survey/>, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁴⁵ RedaktionsNetzwerk Deutschland: „Trotz Rollbacks in den USA: Interesse der Deutschen an nachhaltiger Geldanlage bleibt groß“, <https://www.rnd.de/wirtschaft/nachhaltige-geldanlage-interesse-bleibt-in-deutschland-gross-IGMBA7PUMVEPVOU63Y633YWVBM.html>, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁴⁶ Kreditanstalt für Wiederaufbau: „KfW: Gutes erstes Halbjahr 2025 – mehr Förderung für Wirtschaft und Privatkunden“, https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Newsroom/Aktuelles/Pressemitteilungen-Details_860096.html, aufgerufen am 24.10.2025

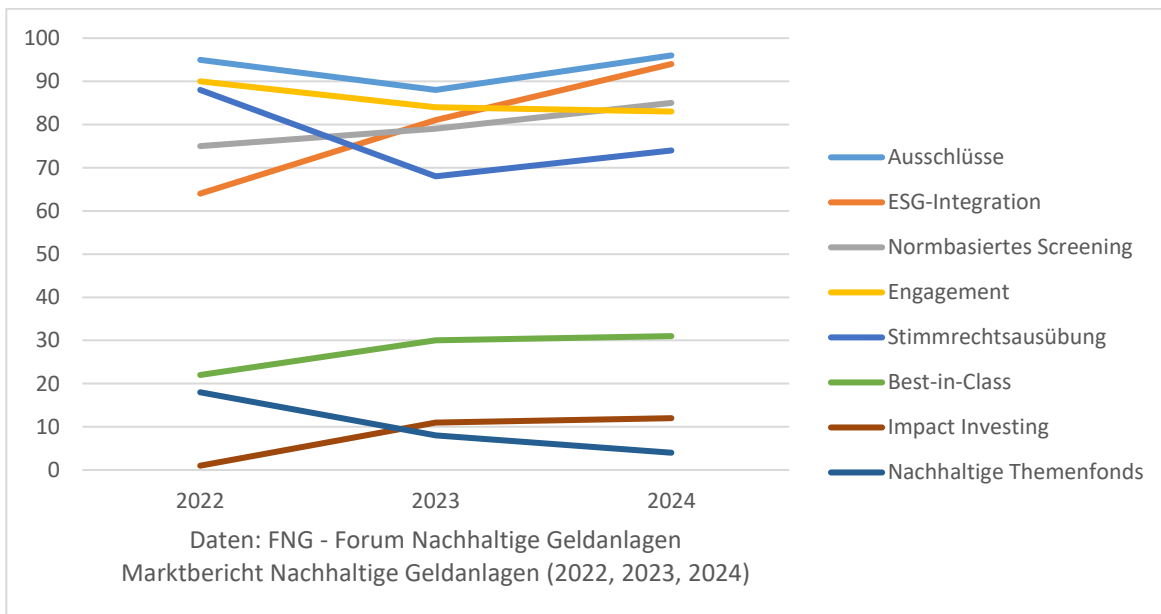
¹⁴⁷ BVI Bundesverband Investment und Asset Management: „DER NACHHALTIGE FONDSMARKT IM ERSTEN HALBJAHR 2025 - Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen öffnen sich für Anlagen in Rüstungsunternehmen“, https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Research/Fokus_Nachhaltigkeit_H1_2025__web.pdf, aufgerufen am 24.10.2025



Quelle: BVI¹⁴⁸

Dies ist insbesondere auch auf die Anpassung der Zielmarktdefinition und den dabei erfolgten Wegfall der Mindestanforderung, Investitionen in Rüstungsgüter auszuschließen, wenn diese mehr als zehn Prozent des Umsatzes eines Unternehmens ausmachen, zurückzuführen (vgl. entsprechenden Passagen in Abschnitt 3.8.1). Der BVI rechnet mit einem weiteren Zuwachs des Rüstungsanteils in grünen Fonds.¹⁴⁹

Bei den nachhaltigen Anlagestrategien nehmen gemäß einer jährlichen Umfrage des FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen Ausschlüsse zu acht Anlagestrategien seit 2022 die Spitzenposition ein, dahinter gab es regelmäßig Wechsel in der Reihenfolge – ESG-Integration, normbasiertes Screening, Engagement und Stimmrechtsausübung gehören jedoch seit Jahren zu den weiteren Top 5.¹⁵⁰



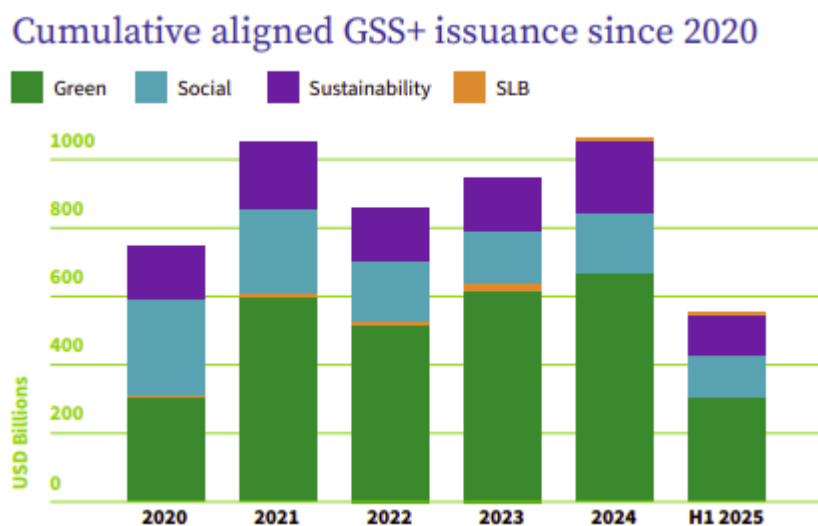
¹⁴⁸ BVI Bundesverband Investment und Asset Management: „DER NACHHALTIGE FONDSMARKT IM ERS- TEN HALBJAHR 2025 - Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen öffnen sich für Anlagen in Rüstungsunter- nehmen“, https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Research/Fokus_Nachhaltig- keit_H1_2025__web.pdf, aufgerufen am 24.10.2025

¹⁴⁹ Manager Magazin: „Grüne Fonds investieren immer häufiger in Rüstungstitel“, <https://www.manager-ma- gazin.de/finanzen/geldanlage/geldanlage-gruene-fonds-investieren-immer-haeufiger-in-ruestungstitel-a- d8373a01-46c0-47ff-a225-6cf81ce63b39>, abgerufen am 1.11.2025

¹⁵⁰ FNG Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2025“, https://www.forum- ng.org/fileadmin/Marktbericht/2025/FNG_Marktbericht2025_Final_online.pdf, abgerufen am 24.10.2025

Bei der Strategie „Ausschlusskriterien“ werden systematisch bestimmte Investments oder Investmentklassen (Unternehmen, Branchen, Länder) vom Investmentuniversum ausgeschlossen, wenn sie gegen spezifische Kriterien verstoßen, bei der Strategie „ESG-Integration“ steht eine explizite Einbeziehung von ESG-Kriterien bzw. -Risiken in die traditionelle Finanzanalyse im Mittelpunkt und die Strategie „Normbasiertes Screening“ sieht eine Überprüfung von Investments auf ihre Konformität mit bestimmten internationalen Standards und Normen vor.^{151 152}

Im Bereich der Green, Social, Sustainability und Sustainability-Linked Bonds („GSS+-Bonds“) ergab eine Auswertung der Climate Bonds Initiative zum Halbjahr 2025 mit einem Volumen von 555,8 Mrd. USD einen Rückgang gegenüber dem Vorjahreszeitraum (576,3 Mrd. USD), der das Rekordhalbjahr darstellt. Dabei war Q2 2025 mit 286,1 Mrd. USD das Quartal mit dem zweithöchsten je beobachteten Volumen nach Q1 2024 (316,5 Mrd. USD). Grüne Bonds machten dabei mit 341,3 Mrd. USD (61%) den signifikantesten Anteil aus. China verzeichnete dabei mit 48,3 Mrd. USD aus 161 Transaktionen vor Deutschland (42,3 Mrd. USD aus 81 Bonds) und den Vereinigten Staaten (36,5 Mrd. USD aus 652 Bonds) den größten Anteil, 51% der Emissionen liefen jedoch auf Euro als unterliegende Währung. Die Europäische Investitionsbank (19,0 Mrd. USD), die Kreditanstalt für Wiederaufbau (9,8 Mrd. USD) und die Agricultural Bank of China Ltd. (8,2 Mrd. USD) stellen die drei größten Emittenten dar. Der größte Einzelemittent fällt in die Kategorie Nachhaltigkeitsbonds, wo die Weltbank über mehrere Transaktionen ein Volumen von insgesamt 34,5 Mrd. USD auf sich vereinigt.¹⁵³



Quelle: Climate Bonds Initiative: “Sustainable Debt Market – Summary H2 2025”, S. 2

Die folgende Darstellung enthält einen Vergleich des MSCI World mit dem Nachhaltigkeitsindex MSCI World SRI für die ersten drei Quartale des Jahres 2025. Nach höherer Diskrepanz zu Jahresbeginn 2024 im weiteren Jahresverlauf ähnlicher Entwicklung zeichnete sich der Nachhaltigkeitsindex dabei durch höhere Schwankungen aus, letztlich wies der allgemeine Index bis zum 30. September 2025 mit einem Plus von 16,3 % gegenüber dem Stand von 3.708 Punkten zu Jahresbeginn (MSCI World SRI: + 8,0 % gegenüber 3.501 Punkten) insgesamt eine deutlich bessere Performance aus:

¹⁵¹ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2025“, S. 7

¹⁵² Nähere Details zu nachhaltigen Anlagestrategien befinden sich zudem im Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ des Ausschusses Investment vom 25. November 2020

¹⁵³ Climate Bonds Initiative: “Sustainable Debt Market – Summary H2 2025” (Oktober 2025), https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Sustainable_Debt_H1_2025_01C.pdf, abgerufen am 24.10.2025



Quelle: onvista.de

Bei einem Vergleich der Indexentwicklungen ist insbesondere 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, vgl. exemplarisch folgende Gegenüberstellung der fünf größten Einzelwerte für den MSCI World (USD)¹⁵⁴ vs. MSCI World SRI (USD)¹⁵⁵ (jeweils mit Stand 30. September 2025 abgerufen):

MSCI World		MSCI World SRI		
Einzelwert	Gewicht (in %)	Einzelwert	Gewicht im MSCI World SRI (in %)	Gewicht im MSCI World (in %)
Nvidia	5,65	Nvidia	10,06	5,65
Apple	4,72	Tesla	6,79	1,60
Microsoft Corp	4,54	Home Depot	2,18	0,50
Amazon.com	2,60	ASML Holding	1,64	0,48
Meta Platforms A	1,98	Coca Cola	1,47	0,34

Im MSCI World SRI dominieren dabei Ende 3. Quartal 2025 US-amerikanische Firmen mit einem Anteil von 70,88 % vor Japan (6,43 %) und Kanada (3,34 %).

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

¹⁵⁴ MSCI: Factsheet zu "MSCI World Index (USD)", <https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

¹⁵⁵ MSCI: Factsheet zu "MSCI World SRI Index (USD)", <https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

3.9. Alternative Investments und weitere Kapitalanlagethemen

Alternative Investments haben sich in den letzten Jahren zu einem festen Bestandteil in den Portfolios deutscher Versicherer entwickelt. Trotz veränderter Marktbedingungen und regulatorischer Anforderungen bleiben illiquide Anlagen zentrale Bausteine für Diversifikation und Renditeoptimierung.¹⁵⁶ Versicherer versuchen auch im Jahr 2025 weiter unabhängiger vom makroökonomischen Risiko (z.B. steigende Inflation) klassischer Finanzmärkte zu werden und vergleichsweise hohe und regelmäßige Erträge durch Investition abseits der Börsen bei vertretbarem Risiko und ausreichender Liquidität zu erwirtschaften.



Quelle: Handelsblatt, Blackrock Global Insurance Report 2025

Versicherer wollen ihre Portfolios strategisch auf langfristige Wettbewerbsfähigkeit ausrichten.¹⁵⁷ Ein wichtiger Treiber sind dabei die Investitionen in die Energiewende und der Bedarf nachhaltiger Versorgung und Infrastruktur. Die Alternative-Investment-Strategien der Versicherer entwickeln sich auch durch Innovationen und Nachhaltigkeitsaspekte weiter. Zugleich gewinnt die Digitalisierung an Bedeutung. Fondsmanager richten ihren Fokus verstärkt auf technologische Fortschritte in ihren Portfolien, um zusätzliche Wertschöpfung zu erzielen.¹⁵⁸

Kaum eine andere Technologie erhält derzeit so viel Aufmerksamkeit und Finanzierung wie Künstliche Intelligenz (KI). In der Kapitalanlage der Versicherer findet KI bisher überwiegend unterstützende Anwendung in den Bereichen Research, Analyse, Risikobewertung und Portfoliooptimierung.

¹⁵⁶ <https://www.versicherungsforen.net/finanzen-risiko/kapitalanlagestrategie-deutscher-versicherer> , aufgerufen am 25.10.2025

¹⁵⁷ <https://versicherungswirtschaft-heute.de/maerkte-und-vertrieb/2025-10-21/blackrock-versicherer-suchen-flexibilitaet-in-der-kapitalanlage/> , aufgerufen am 25.10.2025

¹⁵⁸ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/versicherer/blackrock-umfrage-versicherer-investieren-verstaerkt-abseits-der-boersen/100162832.html> , aufgerufen am 25.10.2025

Anlageentscheidungen auf Basis von Echtzeitdaten und prädiktiven Analysen können im aktuellen volatilen Marktumfeld einen Wettbewerbsvorteil darstellen.¹⁵⁹

Ein weiterer Trend sind Krypto-Assets. Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) hat in 2025 ein neues Schreiben veröffentlicht, das weitreichende Auswirkungen auf die Besteuerung von Kryptowährungen hat. Ab dem Steuerjahr 2025 gelten deutlich strengere Anforderungen an die Dokumentation und Nachweisführung von Krypto-Transaktionen.¹⁶⁰ Das Marktumfeld hat sich in den letzten Jahren stark verändert. Strengere Regulierung und die Volatilität von Kryptowährungen stellen institutionelle Anleger weiter vor Herausforderungen. Dennoch suchen Versicherer punktuell nach Investmentmöglichkeiten. Ende des Jahres 2024 hat eine Partnergesellschaft der Allianz, Bonds der US-Firma Microstrategy gekauft. Die Zinspapiere bieten indirekt Zugang zum Bitcoin-Markt.¹⁶¹

Das Feld der Alternative Investments erstreckt sich allgemein über Infrastruktur und Private Equity ebenso auf die Bereiche Private Debt, Real Estate, Hedgefonds oder Rohstoffe sowie viele weitere Spezialitäten und auch Krypto-Assets. Unter dem Sammelbegriff kann die Investition in nicht traditionelle Anlageklassen oder die Investition in diese Anlageklassen unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien verstanden werden.¹⁶²

Versicherer nutzen Alternative Investments jeweils zugeschnitten auf die eigenen Bilanzanforderungen und Risikobudgets. Laut dem Global Insurance Report 2025 von Blackrock rücken Multi-Alternative-Strategien, Private Debt und Infrastruktur in den Vordergrund, während Private Equity als Kernbestandteil der Strategien zurückhaltender gesehen wird.

Während die meisten Versicherer sich um das Management der klassischen Kapitalanlagen selbst kümmern, suchen sie bei Alternative Investments eine verstärkte Zusammenarbeit mit Partnern und vergeben Mandate an externe Manager. Der Trend geht laut Blackrock derzeit dazu, mit weniger, dafür aber größeren Partnern zu kooperieren.

Die Anlagen in Alternative Investments unterscheiden sich deutlich von traditionellen Anlageformen. Wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheiten erhöhen Kreditrisiken. Weitere Herausforderungen bleiben insbesondere die geringe Liquidität der Anlagen, regulatorische Vorgaben und der Denominator-Effekt¹⁶³, der Investitionsspielräume begrenzt. Trotz dieser Hürden planen die meisten Versicherer, ihre Quote in alternativen Anlagen weiter zu erhöhen.

Die BaFin beobachtet die Entwicklungen genau und hat für das Jahr 2025 angekündigt, verstärkt auf Versicherer mit großen Beständen in alternativen Anlagen zu achten, vor allem hinsichtlich Know-How, unternehmerischer Vorsicht, Limit- und Überwachungssysteme, strategische Asset-Allokation und Kapitalanlagerisikomanagement.¹⁶⁴

Aufgrund ihrer vielfältigen Ausprägungen und komplexen Eigenschaften lässt sich für den Markt der Alternative Investments und die verschiedenen Assetklassen keine pauschale Aussage zur Performance des laufenden Jahres treffen. Die folgende Übersicht zeigt die Erwartung deutscher

¹⁵⁹ <https://www.portfolio-institutionell.de/versicherer-nutzen-ki-fuer-anlageentscheidungen/>, aufgerufen am 25.10.2025

¹⁶⁰ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/BMF_Schreiben/Steuerarten/Einkommensteuer/2025-03-06-einzelfragen-kryptowerte.html, aufgerufen am 25.10.2025

¹⁶¹ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/microstrategy-allianz-in-bitcoin-spekulation-verwickelt/100090631.html>, aufgerufen am 25.10.2025

¹⁶² Details zu den Anlageklassen, Merkmalen und Strategien von Alternative Investments finden sich bspw. auf den Seiten 49-50 im Ergebnisbericht 2024.

¹⁶³ Verluste in liquiden Assetklassen führen dazu, dass der prozentuale Anteil illiquider Investments in den Portfolios über die strategischen Zielwerte steigt.

¹⁶⁴ <https://www.portfolio-institutionell.de/alternatives-sind-schwerpunkt-der-bafin-aufsicht/>, aufgerufen am 25.10.2025

institutioneller Investoren für einzelne Assetklassen für das Jahr 2025.¹⁶⁵ Für die meisten Kategorien von Alternative Investments gilt, dass überdurchschnittliche Renditen mit einer deutlich erhöhten Volatilität verbunden sind.

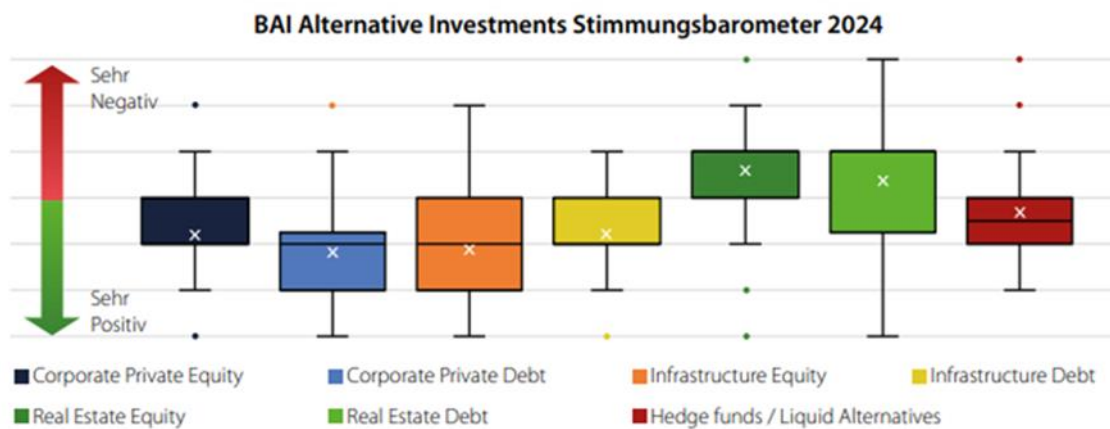


Abbildung 4: BAI Alternative Investments Stimmungsbarometer 2024. Quelle: BAI Investor Survey 2024.

Quelle: BAI Investor Survey 2024

Die Einschätzung zu den erzielbaren Renditen und möglichen Risiken von Alternative Investments ist sehr individuell und vehikelabhängig, deshalb könnte es für den Verantwortlichen Aktuar hilfreich sein, sich nähere Informationen bei den Kapitalanlage-Experten zu beschaffen. Weitere Hinweise finden sich ggf. auch in den Anlageempfehlungen, den Dokumenten zum Neu-Produkt-Prozess oder Due Diligence-Prüfungen zu den Investments.

¹⁶⁵ https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/BAI_Publikationen/Studien/Infra25_Infrastruktur-Report_Deutschland_2025_2705.pdf , aufgerufen am 25.10.2025