

ECONOMIC RESEARCH

# Risiken für die Finanzstabilität weiter erhöht

2023 Q2

Financial Stability Perspectives

Autor/-in

Kay Seemann  
[k.seemann@gdv.de](mailto:k.seemann@gdv.de)

Dr. Anja Theis  
[a.theis@gdv.de](mailto:a.theis@gdv.de)

## Executive Summary

Angesichts des schwierigen makrofinanziellen Umfelds geprägt durch hartnäckig hohe Inflation, restriktivere Finanzierungsbedingungen und unsichere Wirtschaftsaussichten sind die Finanzstabilitätsrisiken weiter gestiegen. Auch wenn andere Faktoren, insbesondere ein fehlendes Liquiditätsrisikomanagement, maßgeblich waren: Mit dem Zusammenbruch der Silicon Valley und der Signature Bank sowie der Schieflage der Credit Suisse haben sich im März 2023 Stabilitätsrisiken auch im Zuge des abrupten Zinsanstiegs materialisiert. Durch das energische Eingreifen der Zentralbanken in USA und Schweiz konnte die Krise kurzfristig eingedämmt werden. Das globale Finanzsystem ist daraufhin stabil geblieben. Die Versicherungswirtschaft war von den jüngsten krisenhaften Ereignissen nur am Rande betroffen. Angesichts des gestiegenen Stresses für das Finanzsystem sind aber auch die Versicherer mit erhöhten Risiken konfrontiert.

Neben den aktuellen Entwicklungen beschäftigt sich diese Ausgabe auch mit den Fokusthemen Nicht-Banken-Finanzintermediäre und systemische Cyberrisiken, die für die Resilienz des Finanzsystems stark an Bedeutung gewonnen haben.

## MÄRZ-BANKENKRISE IN USA UND SCHWEIZ ZEIGT VERWUNDBARKEITEN AUF

**Bankenschiefen in den USA und der Schweiz machten Stützungsmaßnahmen nötig, zeigten aber auch die höhere Resilienz des Finanzsystems im Vergleich zu 2008.** Innerhalb weniger Tage sind im März 2023 nach Vertrauensverlusten bei Kunden und Märkten in den USA die Silicon Valley Bank (SVB) und die Signature Bank in Schieflage geraten, und für die Schweizer Credit Suisse – eine der als global systemrelevant eingestuften Banken – wurde eine staatlich unterstützte Übernahme durch die UBS notwendig. **Das energische Eingreifen der Zentralbanken und die umfangreichen Stützungsmaßnahmen haben die Bankenkrise kurzfristig eingedämmt.** An den Märkten kam es jedoch teilweise zu Neubewertungen und Wertverlusten u. a. im europäischen

Bankensektor.<sup>1</sup> Auch die Unsicherheit über die weitere Entwicklung ist angestiegen. Gleichzeitig hat sich aber auch gezeigt, dass die Fortschritte im Risikomanagement der Finanzinstitutionen (etwa im Hinblick auf Liquiditätsrisiken), der starke Ausbau der Regulierung (u. a. höhere Kapitalpuffer) und die intensiviertere internationale Zusammenarbeit der Aufseher und Zentralbanken das globale Finanzsystem deutlich resilienter gemacht haben. Die derzeitige Lage ist daher keineswegs vergleichbar mit den Jahren um die globale Finanzkrise 2008.<sup>2</sup>

**Eine Krise im Bankensektor war so nicht erwartet worden.** Für viele überraschend war, dass die jüngste Krise sich im Bankensektor in Form eines klassischen Bank Runs gezeigt hat – wenn auch stark beschleunigt durch das allzeit verfügbare Smartphone-Banking und die rapide Informationsverbreitung durch Social Media. In den Monaten zuvor hatten die makroprudenziellen Aufseher dem Bankensektor noch eine hohe Stabilität zugeschrieben und die zentralen Stabilitätsrisiken eher an anderer Stelle des Finanzsystems verortet (s. Abschnitt zu Nicht-Banken-Finanzintermediären auf S. 5).

**Bei näherer Betrachtung haben sich im März jedoch Risiken realisiert, vor denen die Aufseher und Zentralbanken in ihren Finanzstabilitätsberichten gewarnt hatten. An erster Stelle sind die höheren Liquiditätsrisiken infolge der seit Anfang 2022 abrupt gestiegenen Zinsen zu nennen.** Das langjährige Niedrigzinsumfeld, verbunden mit sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und hoher Marktliquidität, hat den Verschuldungsgrad erhöht, die Preise für Vermögenswerte nach oben getrieben, und Marktteilnehmer auf der Suche nach Rendite verstärkt zu alternativen und weniger liquiden Anlagen greifen lassen. Vielfach ist dies in Einklang mit dem Geschäftsmodell und im Rahmen eines fundierten Risikomanagements geschehen – etwa bei den Versicherern, deren Verpflichtungen in der Bilanz überwiegend langfristigen Charakter haben. Bei der SVB war es jedoch zu hohen Liquiditätsrisiken durch ein Mismatch zwischen der Kurzfristigkeit der Kundeneinlagen und längeren Laufzeiten der Aktiva der Bank gekommen, die letztendlich ursächlich für das Scheitern der Bank waren. In den Jahren vor 2022 verzeichnete die SVB einen sehr hohen Zufluss an kurzfristigen Einlagen von Tech-Startups, ihrer wichtigsten Kundengruppe, die damals hohe Mittel aus Finanzierungsrunden vereinnahmten. Aufgrund

<sup>1</sup> Vgl. die März-Ausgabe in der GDV-Reihe „Economics & Finance Perspectives“.

<sup>2</sup> Dies konstatieren etwa auch das Financial Stability Board (FSB) ([Schreiben an die G20 Finanzminister und Zentralbank-Gouverneure vom 06.04.2023](#)) und der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) ([Pressemitteilung zur jüngsten Verwaltungsrats-Sitzung vom 11.04.2023](#)).

begrenzter Kreditnachfrage hatte die Bank einen substanziellen Teil dieser Einlagen ohne Absicherung gegen das Zinsänderungsrisiko in langfristige Anleihen (US-Staatspapiere und hypothekenbesicherte Wertpapiere) angelegt. Zur Deckung eines hohen Liquiditätsbedarfs durch verringerte Einlagen nach der Zinswende sah sich die SVB gezwungen, 10-jährige Staatsanleihen mit hohen Verlusten zu verkaufen, mit der Folge eines zunehmenden Vertrauensverlusts in die Werthaltigkeit der Bank. Neben unternehmensindividuellen Schwächen im Risikomanagement hat sich hier auch niedergeschlagen, dass die SVB im Vergleich zu den US-Großbanken und der Bankenregulierung in der EU deutlich geringeren regulatorischen Anforderungen unterlag.

**Wie bei früheren Krisen wurde erneut deutlich, dass hohe Standards im Risikomanagement und ein umfassender, sachgerechter Regulierungsrahmen entscheidend für eine hohe Resilienz des Finanzsektors gegen schwere Schocks sind. Der abrupte Zinsanstieg stellt so einen Schock dar.** Das europäische Finanzsystem ist hier bereits gut aufgestellt, wie die makroprudenziellen Aufseher, aber etwa auch

die Rating-Agenturen, konstatieren. Die zahlreichen aktuellen Reformvorhaben der EU im Hinblick auf die Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion und zur Anpassung des Ordnungsrahmens an die digitale Welt werden die Resilienz der europäischen Volkswirtschaften und des europäischen Finanzsystems weiter stärken.

## WEITERHIN HOHE RISIKEN FÜR DIE FINANZSTABILITÄT

**Auch wenn das globale Finanzsystem sich bisher als resilient erwiesen hat: Angesichts des herausfordernden makrofinanziellen Umfelds und der hohen Unsicherheit über die weitere Entwicklung bleiben die Risiken für die Finanzstabilität hoch.** Die im April veröffentlichten Finanzstabilitätsberichte des [Internationalen Währungsfonds \(IWF\)](#) und des [Gemeinsamen Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden \(Joint Committee der ESAs\)](#) konstatieren einen weiteren Anstieg der systemischen Risiken in zahlreichen Bereichen des Finanzsystems. Als wesentliche

## Indikator für systemischen Stress im Euroraum volatil

Der Indikator der EZB für systemischen Stress im Euroraum (Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)) (Abb. 1) wies nach einem schnellen Anstieg in den ersten drei Quartalen 2022 nach dem russischen Überfall auf die Ukraine in den Wintermonaten bis Anfang März 2023 eine leichte Erholung aus. Hier schlug sich nieder, dass die Auswirkungen der Energiekrise auf die

wirtschaftliche Entwicklung weniger schlimm ausfielen als erwartet. Die Banken-Schieflagen führten im März kurzfristig in eine erhöhte Stresssituation, die sich dann wieder entspannte. Auffällig ist die deutlich gestiegene Volatilität des Indikators seit dem russischen Überfall auf die Ukraine. Dies spiegelt deutlich die allgemeine Unsicherheit an den Märkten wider.

## Systemischer Stress weiter auf hohem Niveau

Abbildung 1 · Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) der EZB



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Darstellung

## Inflation im Euroraum hat vorerst die Erholung gestoppt, Kerninflation weiter hoch

**Abbildung 2** · Inflation und Kerninflation (exkl. Energie und Nahrungsmittel) für den Euroraum, in Prozent



Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Treiber für den Stress im Finanzsystem werden neben der gestiegenen Inflation und dem Zinsanstieg (u. a. durch verschlechterte Finanzierungsbedingungen und Marktliquidität) auch zunehmende geopolitische Spannungen und Unsicherheiten bei der konjunkturellen Entwicklung ausgemacht.

### Der konjunkturelle Ausblick bleibt weiterhin verhalten und ist von hoher Unsicherheit geprägt.

Trotz der angespannten Lage zeigte sich die europäische Wirtschaft im ersten Quartal überraschend robust. Auch wurden die Konjunkturprognosen für dieses Jahr

von den meisten Instituten nach oben korrigiert, und eine schwere Rezession wird für Europa überwiegend nicht mehr erwartet.

**Die Inflation scheint im Euroraum zwar ihren Höhepunkt erreicht zu haben, die Kerninflation erweist sich dagegen als hartnäckig und änderte sich zuletzt nur marginal** (Abb. 2). Ein wesentlicher Treiber von Unsicherheit ist daher das weitere Vorgehen der Zentralbanken zur Bekämpfung der Inflation. Der Markt preist aktuell zwei weitere Zinsschritte mit je 25 Basispunkten auf 4,25% im Oktober ein ([siehe Economics and Finance Perspectives APR 23](#)). Sollten die Währungshüter weitere Zinsschritte durchsetzen, könnte das die Risiken im Finanzsystem weiter erhöhen.

### Der Anleihenmarkt unterlag im ersten Quartal einer stark erhöhten Volatilität und reagierte teils empfindlich auf neue Marktinformationen.

Nach einem schnellen Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus im vergangenen Jahr notiert die Rendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen im ersten Quartal 2023 deutlich über 2% (Abb. 3). Ein weiterer Aufwärtstrend der Renditen zu Beginn dieses Jahres wurde durch die Bankenschief lagen in den USA und der Schweiz vorerst gestoppt, da Marktakteure daraufhin ein zügigeres Ende der Leitzinserhöhungen erwarteten und Staatsanleihen als „Safe-Haven“ für ihre Liquidität nutzen. Auch wenn sich zuletzt der Anleihenmarkt etwas beruhigt hat, bedeutet dies, dass auch weiterhin mit starken Ausschlägen in beide Richtungen zu rechnen ist und somit das Risiko weiterer kurzfristiger Zinsanstiege hoch ist.

## Staatsanleiherendite auf stabilem Seitwärtskurs, Leitzinsen weiter gestiegen

**Abbildung 3** · Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen und Hauptrefinanzierungszins (Leitzins) der EZB, in Prozent



Quelle: Datastream, eigene Darstellung

**Kreditrisiken sind angestiegen und die Gefahr abrupter Preiskorrekturen bleibt hoch.** So sieht der IWF u. a. gestiegene Verwundbarkeiten im Immobiliensektor. Zum einen seien Wohnimmobilien durch höhere Finanzierungskosten und die gesunkene Solvenz privater Haushalte mit höherem Risiko behaftet. Zum anderen sei der Markt für Gewerbeimmobilien durch verschlechterte Rahmenbedingungen wie weiter erschwerte Finanzierungsbedingungen und gedämpfter Nachfrage durch die erhöhten Unsicherheiten negativ betroffen. Das Risiko würde weiter steigen, sollte es vermehrt zu starken Preiskorrekturen bei Immobilien, beispielsweise aufgrund eines weiteren abrupten Zinsanstieges, kommen.

**IWF sieht Möglichkeit, dass es zu einem Trade-Off zwischen Preis- und Finanzstabilität kommt.** Der gestiegene Stress im Finanzsystem macht laut Stabilitätsbericht des IWF die Arbeit für Zentralbanken zunehmend komplizierter. Der IWF unterstützt das Bestreben der Zentralbanken, sowohl das Ziel der Preisstabilität als auch das Ziel Finanzstabilität konsequent weiterzuverfolgen. Für Finanzstabilitätszwecke stünden den Zentralbanken entsprechende separate Instrumente zur Verfügung. Sollten sich jedoch schwere Risiken für das Finanzsystem manifestieren, die die Finanzstabilität ernsthaft gefährden, sieht der Bericht die Möglichkeit eines Trade-Offs zwischen Preis- und Finanzstabilität. Ein Fokus des IWF liegt auch auf dem Nicht-Banken-Sektor, der im folgenden Abschnitt näher beleuchtet wird.

## FOKUSTHEMA: NICHT-BANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE UND FINANZSTABILITÄT

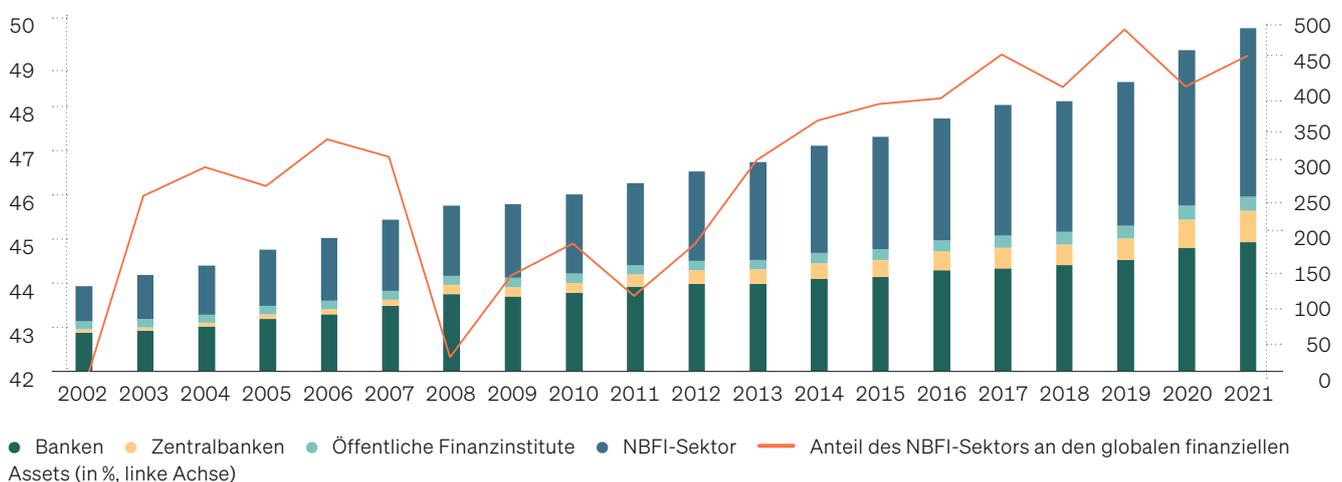
**Seit der globalen Finanzkrise 2008 hat die Bedeutung des Sektors der Nicht-Banken-Finanzintermediäre (NBFI), der u. a. die Versicherungswirtschaft und die Fondsindustrie umfasst, im Finanzsystem deutlich zugenommen** (s. Abb. 4). Bis 2021 ist der Anteil des NBFI-Sektors an den globalen finanziellen Assets auf gut 49 % gewachsen (2008: 42 %).<sup>3</sup> Der Anteil des Bankensektors an den finanziellen Assets ist dagegen deutlich zurückgegangen auf 38 % (2008: 47 %). Diese strukturelle Verschiebung vom Banken- zum NBFI-Sektor war als Folge der Verschärfung der Regulierung des Bankensektors erwartet worden und ist im Grundsatz explizit erwünscht zur Verminderung der systemischen Risiken, etwa durch eine stärkere Risikodiversifizierung und die Nutzung der höheren Risikotragfähigkeit langfristiger Anleger wie der Versicherer.

**Gleichzeitig sind damit die potenziellen Stabilitätsrisiken im NBFI-Sektor relevanter für die Resilienz des globalen Finanzsystems geworden.** Dementsprechend spielen mögliche Verwundbarkeiten im NBFI-Sektor und Fragestellungen im Hinblick auf einen effektiven makroprudenziellen Rahmen für diesen Bereich des Finanzsystems seit einigen Jahren eine zunehmende Rolle. Als zentrales Risiko werden erhöhte systemische Liquiditätsrisiken bewertet. Zur

<sup>3</sup> Vgl. [Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022](#) des FSB.

## Entwicklung der globalen finanziellen Assets

Abbildung 4 · Anteil des NBFI-Sektors in Prozent (linke Achse), Höhe der Assets in USD Bio. (rechte Achse)



Quelle: FSB

Eindämmung von krisenhaften Entwicklungen an den Märkten waren in den letzten Jahren verschiedentlich Marktinterventionen der Zentralbanken als „buyer of last resort“ notwendig. Beispiele sind hier die gravierenden Marktverwerfungen zu Beginn der Corona-Krise im März 2020<sup>4</sup> sowie die Krise der britischen Pensionsfonds / des britischen Staatsanleihemarkts im Herbst 2022 infolge der unausgewogenen Reformpläne der Regierung von Liz Truss. Hier schlägt sich u. a. nieder, dass NBFI, anders als Banken, in den meisten Ländern keinen Zugang zu den Kreditfazilitäten der Zentralbanken für Krisenzeiten haben. Daher kann es in Krisensituationen zu weitreichenden Ansteckungseffekten, Fire-Sale-Dynamiken und einem Einbruch der Marktliquidität kommen.

**Im Hinblick auf systemische Risiken und den Regulierungsrahmen ist ein zentraler Gesichtspunkt die hohe Diversität des NBFI-Sektors.** Unter diesem Begriff werden Sektoren und Segmente zusammengefasst, die sich u. a. in Geschäftsmodell, Risiken, Transparenz und Regulierungsgrad grundlegend unterscheiden. So ist die Versicherungswirtschaft ein sehr stark regulierter Sektor mit langfristigem Geschäftsmodell und sehr ausgefeiltem Asset-Liability- und Risikomanagement. **Für die Versicherer ist seit der globalen Finanzkrise bereits ein umfangreicher Ausbau der makroprudenziellen Aufsicht erfolgt.** Der 2019 als globaler makroprudenzieller Rahmen eingeführte und 2022 bestätigte „Holistic Framework for Systemic Risk in the Insurance Industry“ ist mittlerweile schon sehr weitgehend in die nationalen Versicherungsaufsichtssysteme umgesetzt, wie ein im April 2023 veröffentlichter [Bericht der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden \(IAIS\)](#) zeigt. Eine weitere Stärkung der makroprudenziellen Aufsicht steht in Europa mit dem aktuellen Gesetzgebungsverfahren zur Solvency II Reform an. Auch für andere Segmente wie den Investmentfonds-Sektor oder auf Derivatemärkten die Zentralen Gegenparteien (CCPs) ist der Regulierungsrahmen in den letzten Jahren bereits deutlich gestärkt worden und weitere Reformen sind in Vorbereitung. Gleichzeitig gehören zu den NBFI auch bisher deutlich schwächer regulierte Segmente wie viele Krypto-Assets oder Family Offices.

**Vor dem Hintergrund dieser komplexen Gemengelage hat der IWF in seinem aktuellen Global Financial Stability Report den NBFI ein eigenes Kapitel gewidmet („Nonbank Financial Intermediaries: Vulnerabilities amid Tighter Financial Conditions“).** Unter Heranziehung von Fallstudien (darunter

die Krise der britischen Pensionsfonds im Herbst 2022) beleuchtet der IWF die strukturellen Verwundbarkeiten der verschiedenen NBFI-Segmente anhand von vier wesentlichen Bereichen: Finanzieller Leverage, Liquiditätsrisiken, Verflechtungen im Finanzsystem und Währungs-Mismatches. Für die Versicherungswirtschaft kommt der IWF zum Ergebnis, dass potenzielle Stabilitätsrisiken in drei dieser Bereiche nur gering sind. Im Hinblick auf die (extensiven) Verflechtungen der Versicherer stuft der IWF die Risiken als „mittel“ ein.

Insgesamt stellt der IWF fest, dass im NBFI-Sektor in einzelnen Bereichen weiterhin signifikante Datenlücken (z. B. im Hinblick auf Leverage) existieren, die das makroprudenzielle Monitoring der Risiken erschweren und daher geschlossen werden sollten. Zudem fordert er die NBFI auf, ihr eigenes Risikomanagement zu überprüfen. Wie in früheren Berichten spricht sich der IWF zudem für eine umfassendere Regulierung und eine Intensivierung der Überwachung des NBFI-Sektors aus.

**Darüber hinaus sieht der IWF einen kontrollierten Zugang der NBFI auf Liquidität der Zentralbank als mögliche Stabilisierungsmaßnahme in Zeiten mit erhöhtem Stress.** Hier zeigt der Bericht drei Möglichkeiten auf: (i) Diskretionäre Marktoperationen durch die Zentralbank, wie sie in den jüngsten Krisen erfolgt sind, (ii) Zugang zur Einlagenfazilität für die NBFI, (iii) Zentralbank als „lender of last resort“ für systemrelevante NBFI. Ein entsprechend erweiterter Instrumentenkasten für die Zentralbanken für systemische Liquiditätskrisen wird auch von anderer Seite zunehmend diskutiert.<sup>5</sup> Herausgestellt wird dabei aber auch, dass es entscheidend auf die genaue Ausgestaltung ankommt, um insbesondere einem Moral Hazard und Anreizen zum Eingehen übermäßiger Risiken entgegenzuwirken.

## STABILITÄTSRISIKEN IM VERSICHERUNGSSEKTOR BLEIBEN MODERAT

**Der Versicherungssektor steht im Hinblick auf die akuten Stabilitätsrisiken weiterhin nicht im Zentrum der Aufmerksamkeit der makroprudenziellen Aufseher.** Die direkten Effekte der März-Bankenkrise in USA und Schweiz auf den Versicherungssektor in Deutschland und EU, etwa über ein Exposure gegenüber den in Schieflage geratenen Banken, waren nach einhelliger Einschätzung sehr gering. Die herausfordernden makrofinanziellen Rahmenbedingungen

<sup>4</sup> Vgl. FSB (2020): [Holistic Review of the March Market Turmoil](#).

<sup>5</sup> Vgl. hierzu etwa den [Report des Advisory Scientific Committee des ESRB](#) „Stabilising financial markets: lending and market making as a last resort“ vom Januar 2023.

erhöhen jedoch auch für die Versicherungswirtschaft die Risiken, u. a. im Hinblick auf Asset-Bewertungen und Kreditqualität, wie dies etwa der aktuelle Stabilitätsbericht des Joint Committees der ESAs konstatiert. Die hohe Inflation wirkt sich dämpfend auf die Versicherungsnachfrage aus<sup>6</sup>, und die Schaden-/Unfallversicherer sind mit höheren Schadenzahlungen konfrontiert. So sind die Preisindizes für Bauleistungen und für Kfz-Ersatzteile, die für die Wohngebäude- bzw. Kfz-Versicherung maßgeblich sind, noch deutlich mehr angestiegen als die allgemeine Inflation. Da den Versicherern umfangreiche Instrumente im Umgang mit der Inflation zur Verfügung stehen, ist diesbezüglich nicht mit Stabilitätsrisiken zu rechnen.<sup>7</sup> Bezogen auf die Lebensversicherung haben die gestiegene Bedeutung von Liquiditätsrisiken im aktuellen Umfeld und die Marktwert-Einbußen bei Alt-Anlagen mit niedriger Verzinsung zu Fragen hinsichtlich damit eventuell verbundener Stabilitätsrisiken geführt. Für die deutschen Lebensversicherer kann hier Entwarnung gegeben werden, wie aktuelle Analysen des GDV und der BaFin zeigen.

### Auswirkungen des Zinsanstiegs überwiegend positiv

**Für die deutschen Lebensversicherer bringt die Zinswende verbesserte Kapitalanlagemöglichkeiten und -ertragspotenziale mit sich.** Kapitalbildende Lebensversicherungsprodukte – z. B. private Rentenversicherungen – zeichnen sich gegenüber Sparalternativen wie Bankprodukten oder Investmentfonds dadurch aus, dass sie meist mit langfristigen Leistungsgarantien verbunden sind, den Kunden also ein Teil der Kapitalanlagerisiken abgenommen wird. Durch die höheren Zinsen wird es für die Versicherer leichter, die langfristigen Verpflichtungen gegenüber den Kunden zu erfüllen. Die dauerhafte Erfüllbarkeit der Leistungsverpflichtungen der Lebensversicherer auch im Fall sehr ungünstiger Entwicklungspfade wird durch strenge aktuarielle Grundsätze und regulatorische Vorgaben für die Rückstellungsbildung und die vorzuhaltenden Eigenmittel abgesichert. Die verringerten Kapitalertragsmöglichkeiten im langjährigen Niedrigzinsumfeld haben dementsprechend einen erhöhten Rückstellungs- und Kapitalbedarf nach sich gezogen. U. a. haben die deutschen Lebensversicherer zur Abfederung eines zusätzlichen Mittelbedarfs für die Garantien seit 2011 eine sog. Zinszusatzreserve aufgebaut, die Ende 2021 mit 96 Mrd. Euro ihren Höhepunkt erreicht hatte.

**Das gestiegene Zinsniveau bringt für die Versicherer Erleichterungen bei Rückstellungen und notwendigen Eigenmitteln mit sich.** Die Zinszusatzreserve ist 2022 erstmals gesunken (vorläufiger Wert Jahresende 2022: 93 Mrd. Euro). Zudem schlägt sich die Zinswende deutlich in einer gestärkten Solvenz der Lebensversicherer nieder, wie die Daten des GDV zur [Eigenmittelausstattung der deutschen Versicherer im Jahr 2022](#) zeigen. Die Solvenzquoten der Lebensversicherer, d. h. das Verhältnis von vorhandenen zu aufsichtsrechtlich geforderten Eigenmitteln, sind zum Jahresende 2022 auf durchschnittlich 520 % gestiegen, gegenüber 455 % zum Vorjahresstichtag. Für einen Teil der Lebensversicherer sind in diesen Quoten noch Übergangsmaßnahmen im Zuge der Einführung des Aufsichtssystems Solvency II im Jahr 2016 enthalten.<sup>8</sup> Ohne Berücksichtigung dieser Übergangsmaßnahmen verbesserte sich die Solvenzquote der Lebensversicherer ebenfalls deutlich und lag Ende 2022 mit 306 % über dem Vergleichswert von 2021 (262 %) und weit über dem geforderten Maß von 100 %. Damit verfügen die Lebensversicherer über hohe Puffer, um z. B. Finanzmarktschwankungen abfedern zu können.

Die höheren Kapitalerträge infolge gestiegener Zinsen fließen nur aus den Neuanlagen. Durch die substanziellen Preiskorrekturen am Anleihenmarkt bei den deutlich geringer verzinsten Alt-Anlagen der Versicherer resultieren stille Lasten in den Bilanzen. Da die Lebensversicherer im Rahmen ihres Asset-Liability-Managements einen Großteil dieser Papiere bis zur Endfälligkeit halten, müssen diese stillen Lasten üblicherweise nicht realisiert werden. Hier schlägt sich das Geschäftsmodell der Lebensversicherer und der Langfristcharakter ihrer Verbindlichkeiten nieder. **Dennoch unterliegen auch die Lebensversicherer gewissen Liquiditätsrisiken**, etwa wenn das Neugeschäft und damit der Prämienzufluss geringer ausfällt als erwartet, wie derzeit inflationsbedingt zu beobachten.

Darüber hinaus könnte eine starke Erhöhung von Vertragskündigungen (Stornowelle) durch die Kunden zu einem unerwarteten Kapitalabfluss führen, verbunden mit der Notwendigkeit zum Verkauf von Papieren. Anders als etwa bei Bankeinlagen sind die Mittel aus kapitalbildenden Lebensversicherungsverträgen aber nicht täglich verfügbar. Zudem wirkt eine ganze Reihe von Faktoren einer Vertragskündigung entgegen, von den vergleichsweise hohen Garantien bei Altverträgen über einen möglichen Verlust von Schutz gegen

<sup>6</sup> Vgl. hierzu die aktuelle GDV-Prognose zur Entwicklung der Beitragseinnahmen der Versicherer vom April 2023 in [Ausgabe 2/2023 der GDV-Reihe „Insurance Perspectives“](#).

<sup>7</sup> Zu den Auswirkungen der Inflation auf die Versicherungswirtschaft vgl. [Ausgabe 1/2023 der GDV-Reihe „Insurance Perspectives“](#).

<sup>8</sup> Die Übergangsmaßnahmen wurden beschlossen, um einen reibungslosen Übergang auf den europäischen Regulierungsrahmen Solvency II zu ermöglichen und laufen spätestens 2032 aus.

biometrische Risiken bis hin zu steuerlichen Nachteilen bei staatlich geförderten oder vor 2005 abgeschlossenen Produkten. Für einen Teil der Mittel ist eine Kündigung auch gar nicht möglich, etwa bei Rentenversicherungen im Rentenbezug.

**In den letzten beiden Jahrzehnten waren in Deutschland die Stornoquoten auch über Krisen hinweg weitgehend stabil** (s. Abb. 5). Bezogen auf die Vertragsanzahl lag die jährliche Veränderung der Stornoquote durchgehend unter 10 %. Der Einfluss des Zinsniveaus und damit der Rendite alternativer Anlagen auf die Stornoquote war in der deutschen Lebensversicherung in der Vergangenheit sehr begrenzt.<sup>9</sup> Selbst wenn es zu substantiell höheren Steigerungen der Stornoquote kommen würde, wären die deutschen Lebensversicherer mit ihrem Liquiditätsrisikomanagement dafür gerüstet. Dies zeigt nicht zuletzt die in den letzten Jahren verstärkte Überwachung der Liquiditätsrisiken durch die Versicherungsaufsichter, u. a. im Rahmen von Stresstests und zusätzlichen Datenabfragen. Die Einschätzungen des GDV zur Risikolage der deutschen Lebensversicherer werden durch einen jüngst veröffentlichten Fachartikel der BaFin zu den Auswirkungen der Zinswende auf die Lebensversicherer bestätigt.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Vgl. Schaumlöffel, K. (2019): Empirische Evidenz für einen Einfluss des Zinsniveaus auf das Stornoverhalten in der Lebensversicherung, Zeitschrift für Versicherungswesen, S. 726-230. Für Deutschland stuft z. B. auch die Rating-Agentur Moody's in einem Bericht zu den Lebensversicherern in Westeuropa vom April 2023 („Risk of mass lapse is low overall, but picture varies by country and firm“) das Risiko eines starken Anstiegs der Stornoquoten als gering ein.

<sup>10</sup> Vgl. „Lebensversicherer: Wenn Zinsen steigen“, BaFinJournal Mai 2023.

## Stabile Stornoentwicklung in der Lebensversicherung

**Abbildung 5** · Vorzeitiger Abgang (Anzahl) in Prozent des mittleren Jahresbestands



Quelle: GDV

## GRUNDLEGENDE UNTERSUCHUNG DER IAIS ZU SYSTEMISCHEN CYBERRISIKEN UND VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT

**Mit der zunehmenden Digitalisierung des Finanzsystems sind Cyberrisiken seit einigen Jahren zu einer der wichtigsten Gefahren für die Finanzstabilität geworden.** Vor dem Hintergrund zunehmender Cyberattacken und einer immer komplexeren Cyber-Bedrohungslandschaft nach dem russischen Überfall auf die Ukraine warnen die makroprudenziellen Aufsichter regelmäßig vor systemischen Cyberrisiken. So hat das Joint Committee der ESAs in seinem Stabilitätsbericht vom April erneut festgestellt, dass die Cyberrisiken für den Finanzsektor erhöht bleiben. Mögliche systemische Effekte durch Cyberrisiken sehen die ESAs für den Fall einer erfolgreichen Attacke auf eine wichtige Finanzinstitution oder kritische Infrastruktur vor allem über drei Kanäle: 1. Direkte Ansteckung der Software über die Systeme hinweg, 2. Ausbreitung eines Liquiditätsschocks im Zuge eines Ausfalls operativer Systeme und 3. ein Vertrauensverlust bei den Anlegern.

Regulierer und Aufsichter sind derzeit dabei, einen umfassenden mikro- und makroprudenziellen Aufsichtsrahmen für diese Risiken aufzubauen. Versicherer sind von Cyberrisiken gleich in zweifacher Hinsicht betroffen: Wie andere Finanzinstitutionen unterliegen sie in ihrem Geschäftsbetrieb operationalen Risiken im Hinblick auf die Betriebsstabilität ihrer eigenen IT-Systeme sowie diejenigen ihrer Geschäftspartner (etwa Anbieter von Cloud-Dienstleistungen). Darüber hinaus haben sie eine wichtige volkswirtschaftliche Rolle in der Bereitstellung von Versicherungsschutz für Cyberrisiken und der Unterstützung ihrer Versicherungsnehmer bei der Erhöhung deren IT-Sicherheit.

**Vor diesem Hintergrund hat die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden IAIS die im April veröffentlichte diesjährige „Special Topics“- Ausgabe ihres regelmäßigen Global Insurance Market Reports (GIMAR) dem Themenfeld „Cyber und Finanzstabilität“ gewidmet.** Der Bericht beinhaltet eine grundlegende Analyse der globalen Risiken und Trends im Hinblick auf Cyberversicherungsschutz und die Cyberresilienz der Versicherer sowie damit verbundene Implikationen für die Finanzstabilität. Der Untersuchung zugrunde liegt eine von der IAIS neu geschaffene Datenbasis zu Cyberrisiken und Versicherungswirtschaft: Im Rahmen ihrer jährlichen makroprudenziellen Datenerhebung „Global Monitoring Exercise (GME)“ bei den großen internationalen Versicherern und den nationalen

Aufsichtsbehörden hat die IAIS im Jahr 2022 erstmals quantitative und qualitative Daten zum Thema Cyber erfasst (Stand 2021).

### Bisher keine Stabilitätsrisiken durch Cyber-Underwriting

Der Bericht gibt einen Überblick über den globalen Cyberversicherungsmarkt (u. a. Prämieinnahmen, Schäden, versicherte Risiken, Rückversicherung). **Für das Jahr 2021 ermittelt die IAIS ein Rekord-Prämienvolumen von 13,7 Mrd. Euro für Cyberversicherungen.** In Folge unerwartet hoher Schadenbelastungen im Jahr 2020 stellt die IAIS dabei eine Marktverhärtung mit substanziellen Verschärfungen im Underwriting fest, u. a. restriktivere Versicherungsbedingungen und eine strengere Risikoselektion durch die Versicherer. Trotz hoher Wachstumsraten machen Cyberversicherungen jedoch weiterhin nur einen kleinen Anteil am Versicherungsgeschäft aus. Bei den in die IAIS-Erhebung einbezogenen Versicherern entfielen weniger als ein Prozent ihrer Gesamtbeitrageinnahmen in der Nicht-Lebensversicherung auf Cyberversicherungs-Beiträge.

**Angesichts des bisher sehr begrenzten Volumens des Cyberversicherungsmarktes sieht die IAIS derzeit keine von der Versicherungswirtschaft ausgehenden Finanzstabilitätsrisiken durch Cyber-Underwriting.** Teilweise können Cyberrisiken auch in anderen Versicherungsdeckungen zum Tragen kommen, wenn sie dort nicht explizit als Risikoursache ausgeschlossen sind, z. B. wenn ein in der Sachversicherung abgedecktes Feuer durch einen Cyberangriff entstanden ist (sog. Silent Cyber). Die Datenerhebung zeigt, dass die meisten Versicherer bereits Maßnahmen im Umgang mit Silent Cyber-Risiken ergriffen haben. Für Silent Cyber-Deckungen war der IAIS aufgrund von substanziellen Datenlücken eine vollständige Bewertung potenzieller systemischer Risiken jedoch nicht möglich. Als potenzielles systemisches Risiko thematisiert die IAIS auch die Frage der Nicht-Versicherbarkeit von Cyberrisiken (etwa Einschränkungen im Versicherungsangebot nach einem großen Cyber-Event) und eine mögliche Ausweitung der ohnehin hohen Versicherungslücken.

### Operative Cyberrisiken zum Teil systemisch

**Im Hinblick auf den Geschäftsbetrieb der Versicherer konstatiert die IAIS, dass die Cyberrisiken hier – ebenso wie für Finanzsektor und Volkswirtschaft insgesamt – zunehmen.** Der Bericht beinhaltet eine Bestandsaufnahme zu den wichtigsten Cyber-Bedrohungen und zum Umgang der Versicherer mit operativen Cyberrisiken (u. a. IT-Sicherheitsrahmen,

Risikobewertung und implementierte Risikokontrollen). Bezogen auf die in die Erhebung einbezogenen Versicherer stellt die IAIS fest, dass die meisten Unternehmen über einen Cybersicherheits-Rahmen verfügen und u. a. Risikobewertungsprozesse, verschiedene Risikokontrollen sowie Notfallpläne implementiert haben. Angesichts von Datenlücken und großen nationalen Unterschieden sei es jedoch schwer, die Effektivität dieser Maßnahmen zu bewerten. Zudem stellt die IAIS fest, dass die untersuchten Versicherer sich in ihrem Cyberrisiko-Management auf unternehmensindividuelle Aspekte beschränken und systemische Aspekte (etwa Verflechtungen durch gemeinsam genutzte digitale Technologien und externe Dienstleister) keine ausreichende Beachtung finden, obwohl sie von hoher Bedeutung seien.

**Finanzstabilitätsrisiken identifiziert die IAIS im Hinblick auf gemeinsame Verwundbarkeiten der Versicherer bzw. Finanzinstitutionen, etwa durch ihre Abhängigkeit gegenüber kritischer Infrastruktur (z. B. Zahlungssystemen) oder ein Exposure vieler Unternehmen gegenüber einer kleinen Zahl zentraler Drittanbieter.** Mögliche systemische Effekte würden dabei auch im Hinblick auf die operativen Cyberrisiken der Versicherer durch die globale Knappheit von IT-Sicherheits-Experten verschärft (u. a. aufgrund einer damit verbundenen größeren Abhängigkeit von externen Dienstleistern).

### Ausbau der makroprudenziellen Aufsicht über Cyberrisiken

Die IAIS betont die Bedeutung der makroprudenziellen Beaufsichtigung von Cyberrisiken in der Versicherungswirtschaft. **Die Untersuchung der IAIS zeigt, dass die nationalen Versicherungsaufsichtsbehörden derzeit dabei sind, einen makroprudenziellen Aufsichtsrahmen für Cyberrisiken zu implementieren.** Als getroffene Aufsichtsmaßnahmen aufgeführt werden u. a. die Integration von Cyberszenarien in Stresstests, Guidelines zum Risikomanagement im Umgang mit Drittanbietern, die Erhebung von Daten zu gemeinsamen Verwundbarkeiten und die Unterstützung der derzeitigen internationalen Initiativen zur Entwicklung von Standards und Empfehlungen für eine effektive mikroprudenzielle und makroprudenzielle Beaufsichtigung der Cyberrisiken des Finanzsektors.<sup>11</sup> Der Bericht beinhaltet auch einen detaillierten Überblick über die bisherigen Aktivitäten in den in die Erhebung einbezogenen Ländern. Für Europa werden dabei vielfältige Maßnahmen angeführt, die von

<sup>11</sup> Vgl. etwa die Arbeiten des Financial Stability Board an einem [Cyber Lexikon](#) und zur [Konvergenz des Reportings von Cyberfällen](#).

der Überwachung im Rahmen der Finanzstabilitätsberichte bis zur 2022 verabschiedeten EU-Verordnung über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor (DORA) reichen.

Als zentrales Hemmnis für die Überwachung von systemischen Cyberrisiken identifiziert die IAIS substanzielle Datenlücken. Im Bereich der Cyberversicherung führt die IAIS u. a. fehlende Informationen im Hinblick auf Exposures und versicherungstechnische Rückstellungen an, hinsichtlich der Cyberresilienz der Versicherer u. a. zur Effektivität von Risikomanagement-Strategien und zu digitalen Interdependenzen. Hier sieht die IAIS weiteren Handlungsbedarf. Die IAIS merkt an, dass Unternehmensdaten zur Cyberresilienz für mikroprudenzielle Zwecke bei der Identifizierung von makroprudenziellen Risiken zwar helfen, ein Vergleich und

eine Aggregation von unternehmensindividuellen Daten aber aufgrund des Fehlens gemeinsamer Definitionen und Berichtsstandards sehr herausfordernd sind. Die laufenden Aufsichts-Initiativen zur Förderung von Harmonisierung und Konvergenz in diesem Bereich werden von der IAIS daher sehr unterstützt.

**Die IAIS kündigt weitere Aktivitäten im Bereich Cyber an.** Geplant ist eine Verbesserung der Datenerfassung zu Cyber im Rahmen ihrer jährlichen GME-Datenerhebungen sowie weitere Arbeiten zum Thema Silent Cyber und Cyber-Schutzlücken. Zudem hält die IAIS die Überprüfung ihres makroprudenziellen Rahmens („Holistic Framework“) für sinnvoll, um sicherzustellen, dass systemische Cyberrisiken adäquat einbezogen sind.



**Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.**  
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel.: +49 30 2020-5000, Fax: +49 30 2020-6000  
www.gdv.de, berlin@gdv.de

**Verantwortlich**

Dr. Paul Berenberg-Gossler  
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte  
Tel.: +49 30 2020-5130  
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

**Redaktionsschluss**  
12.05.2023

**Autor/-in**

Kay Seemann, Dr. Anja Theis

**Publikationsassistentz**

Anja Birkenmaier, Nadine Luther

**Bildnachweis**

Unsplash | Jan Philipp Thiele

**Alle Ausgaben**

auf GDV.DE

**Disclaimer**

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2023