

GDV Gesamtverband der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Finanzstabilität 2025: Wenn Unsicherheit zur Konstante wird

2025 Q3
Financial Stability Perspectives

Autorin

Dr. Anja Theis
a.theis@gdv.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary 02
1. Stabilitätslage des Finanzsystems 03
2. Lage des Versicherungssektors 08
3. Fokusthema: Demografischer Wandel und Finanzstabilität 13

Executive Summary

Die Risiken für die Finanzstabilität sind weiterhin hoch. Die geopolitische Fragmentierung und eine historisch hohe Unsicherheit über die weitere makrofinanzielle Entwicklung belasten das Finanzsystem. Bestehende Verwundbarkeiten wie die hohen Staatsschulden in vielen Ländern und die strukturelle Wachstumsschwäche Deutschlands und Europas verstärken die systemischen Risiken. Ein wichtiger Faktor ist dabei auch der demografische Wandel: Mit dem sukzessiven Ruhestandseintritt der Babyboomer-Generation hat die Bevölkerungsalterung eine neue Stufe erreicht. Den damit verbundenen Implikationen für die Stabilität des Finanzsystems ist das Fokuskapitel dieser Ausgabe gewidmet.

Trotz dieser Herausforderungen zeigt sich das Finanzsystem bislang resilient, krisenhafte Entwicklungen waren in den vergangenen Monaten nicht zu verzeichnen. Neben der Anpassungsfähigkeit der Finanzinstitutionen spiegelt dies eine wirksame Finanzaufsicht wider, die Anfälligkeiten im System reduziert. Für die europäische Versicherungswirtschaft bleiben die Risiken moderat. Die gute Solvenzlage der Versicherer und ihr langfristiges Geschäftsmodell wirken stabilisierend. Auch für die Versicherer ist die komplexe geopolitische Risikolandschaft und die hohe Unsicherheit mit vielfältigen Herausforderungen verbunden. Gleichzeitig profitieren sie in ihrer Kapitalanlage von der Normalisierung der Zinsstrukturkurve und den gestiegenen Laufzeitprämien für längerfristige Anlagen.

© GDV 2025

1. Stabilitätslage des Finanzsystems

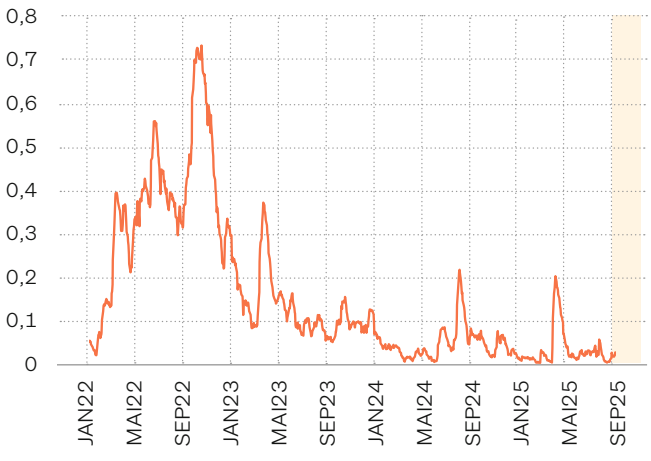
Die Risiken für die Stabilität des globalen Finanzsystems bleiben weiterhin hoch. Dies spiegelt vor allem die erratische (Zoll-)Politik der USA und die zunehmende geopolitische Fragmentierung wider. Dadurch wird die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt, und es werden komplexe Anpassungsprozesse ausgelöst. Die Unsicherheit für Realwirtschaft und Finanzsystem ist historisch hoch. Dementsprechend ist das Jahr 2025 bisher durch eine sehr hohe Volatilität an den Finanzmärkten gekennzeichnet.[1] Bestehende Verwundbarkeiten im Finanzsystem verstärken die systemischen Risiken, insbesondere hohe Bewertungen an den Aktienmärkten, hohe Staatsschulden in vielen Ländern und die Wachstumsschwäche Deutschlands und Europas.

Bisher erweist sich das Finanzsystem gegenüber den Belastungen durch die neuen geopolitischen Gegebenheiten als stabil. Krisenepisoden waren im letzten Jahr nicht zu verzeichnen. In seinem Jahresbericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland vom Juli 2025 konstatiert der Ausschuss für Finanzstabilität, dass sich der deutsche Banken- und Nicht-Banken-Finanzintermediations-(NBFI)-Sektor gegenüber den Herausforderungen widerstandsfähig gezeigt hätten. Auch während der starken Marktbewegungen im April 2025 nach den US-Zollankündigungen des „Liberation Day" habe sich das deutsche Finanzsystem als robust erwiesen. Gleichermaßen bescheinigt der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) in seinem im Juli 2025 veröffentlichten Jahresbericht 2024 dem europäischen Finanzsystem Widerstandsfähigkeit. Der Indikator von EZB und ESRB für systemischen Stress im Euroraum „CISS" zeigt sich seit Mitte April entspannt, nachdem die Marktreaktionen nach den US-Zollankündigungen Anfang April kurzzeitig eine gewisse Erhöhung des Stresses im Finanzsystem zur Folge hatten (vgl. Abb. 1). Die gute Resilienz des europäischen Finanzsystems wird dabei neben den Anpassungsleistungen der Finanzinstitutionen auch auf eine effektive Aufsicht zur Reduzierung von Anfälligkeiten im System zurückgeführt.

[1] Für eine detaillierte Darstellung der aktuellen Entwicklungen von Gesamtwirtschaft und Finanzmärkten vgl. Ausgabe September 2025 GDV Economics & Finance Perspectives.

Stressindikatoren im Finanzsystem derzeit auf niedrigem Niveau

Abb. 1 · Composite Indicator for Systemic Stress (NEW CISS) der EZB für den Euroraum



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Geopolitische Schocks als größte Gefahr

Als größtes Risiko für das Finanzsystem sehen die makroprudenziellen Aufseher derzeit vor allem weitere geopolitische Schocks, die abrupte Veränderungen an den Märkten auslösen.[2] Durch Wechselwirkungen zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem sowie komplexen Verflechtungen zwischen Staaten, Banken und Nicht-Banken-Finanzintermediären (NBFIs) könnten dann erhebliche Verstärkungseffekten im Finanzsystem resultieren, im Extremfall bis hin zu Liquiditätskrisen und Störungen in der Funktionsfähigkeit von Märkten. Vor diesem Hintergrund wurde u. a. die makroprudenzielle Überwachung des Investmentfonds-Sektors intensiviert, vor allem im Hinblick auf Fonds mit hohem Leverage und eine daraus resultierende Transmission von Risiken auf Finanzmärkte und andere Finanzsektoren.[3]

[2] Zu den vielfältigen Transmissionskanälen von geopolitischen Risiken vgl. etwa Hodula, M. u. a. (2024): Geopolitical Risks and Their Impact on Global Macro-Financial Stability: Literature and Measurements, Working Paper 2024/8 der Tschechischen Zentralbank.

[3] Vgl. den aktuellen Risikomonitoring-Bericht der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA vom September 2025: Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, 2025, S. 18ff. sowie den ebenfalls im September veröffentlichten EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025 des ESRB, S. 32ff.

© GDV 2025

Hohe Aktienbewertungen und Volatilität erhöhen Marktrisiken

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA stuft in ihrem Risikomonitoring-Bericht vom September 2025 die Risiken in den von ihr beaufsichtigten Märkten als hoch oder sehr hoch ein und fordert die Marktteilnehmer auf, auf scharfe Marktkorrekturen vorbereitet zu sein.

Nach dem Markteinbruch infolge der Zollankündigungen Anfang April haben die wichtigen Aktienmarktindizes ihre Verluste wieder aufgeholt und sind weiter angestiegen (vgl. Abb. 2). Besonders dynamisch war 2025 die Aufwärtsbewegung am deutschen Aktienmarkt, mit mehreren neuen Allzeithochs des DAX und einer Gesamtperformance seit Jahresbeginn von über 20 %. In den hohen Aktienbewertungen drücken sich teilweise neue Geschäftschancen aus, etwa durch die weiteren rapiden Fortschritte in der KI oder durch höhere Investitions- und Sicherheitsausgaben des deutschen Staates. Die Aktienmarktentwicklungen sind jedoch abgekoppelt von der makroökonomischen Entwicklung, und die hohen Abwärtsrisiken spiegeln sich in den Preisen nur unzureichend wider.

Auch die Rentenmärkte waren in den letzten Monaten durch substanzielle Preisveränderungen charakterisiert. Neben den geopolitischen Entwicklungen schlagen sich hier u. a. die geldpolitischen Entscheidungen sowie die fiskalpolitische Wende in Deutschland mit der Reform der Schuldenbremse im März 2025 nieder. Hinzu kommen erhöhte Wechselkursrisiken, die durch die tiefgreifenden strukturellen Veränderungen in der Weltwirtschaft verstärkt werden.[4] So ist im Jahr 2025 eine unerwartet deutliche Aufwertung des Euro zu verzeichnen.

Normalisierung der Zinsstrukturkurve belastet Staatsfinanzen

Mit dem weiteren Rückgang der Inflation im Euroraum auf den mittelfristigen Zielwert von 2 % hat die EZB ihren Zinssenkungszyklus im Jahr 2025 mit zwei weiteren Leitzinssenkungen im März und Juni fortgesetzt. **Durch die EZB-Zinssenkungen ist es zu einem deutlichen Rückgang des kurzfristigen Zinsniveaus gekommen. Gleichzeitig sind die Zinsen am langen Ende u. a. durch den höheren staatlichen Kapitalbedarf und die erhöhte Unsicherheit angestiegen.** Die Zinsstrukturkurve, die in den letzten Jahren teilweise durch einen stark invertierten Verlauf gekennzeichnet war, hat sich dadurch normalisiert, mit durchgehend höheren Zinsen für längere Laufzeiten (vgl. Abb. 3).

Während sich die Normalisierung der Zinsstrukturkurve u. a. auf die Stabilität der Versicherungswirtschaft als langfristig-orientierten Anleger positiv auswirkt (vgl. Kapitel 2), bringt sie für die öffentlichen Haushalte zusätzliche Zinsbelastungen und

[4] Für eine Analyse der Auswirkungen der veränderten geopolitischen Gegebenheiten auf den USD-Euro-Wechselkurs und die Rolle des US-Dollars vgl. GDV Economics & Finance Flash 2025/4: Die Euro-Dollar-Dynamik 2025, September 2025.

Anstieg der Aktienmärkte setzt sich 2025 fort

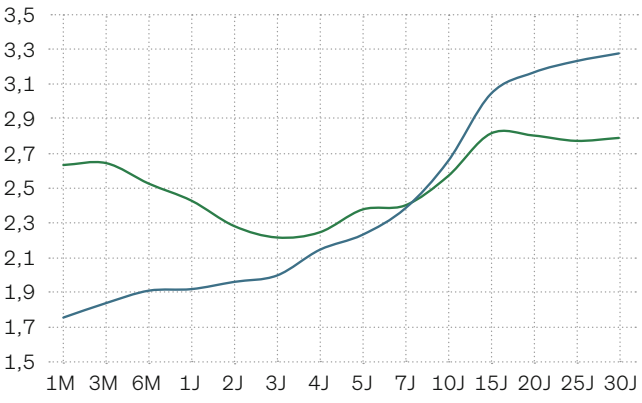
Abb. 2 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. März 2024=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Langfristige Zinsen gestiegen

Abb. 3 · Renditen in Prozent für verschiedene Laufzeiten deutscher Staatsanleihen



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

© GDV 2025

fiskalpolitische Herausforderungen mit sich. Die Situation Deutschlands ist dabei aufgrund der bisher weit unterdurchschnittlichen Staatsschuldenquote (Ende 2024: 62,5 % des Bruttoinlandsprodukts) auch nach der abrupten Veränderung der fiskalpolitischen Ausrichtung und einer erheblichen Schuldenneuaufnahme vergleichsweise komfortabel. Die hohen Schuldenquoten in einigen anderen Ländern gehören jedoch zu den zentralen Verwundbarkeiten im globalen Finanzsystem. So wird sich die hohe Staatsverschuldung der USA (2024 ca. 124 % des BIP[5]) u. a. durch die Verabschiedung des „One Big Beautiful Bill Act" im Juli 2025 in den nächsten Jahren voraussichtlich weiter stark erhöhen. Auch in einigen Ländern des Euroraums wie Frankreich und Italien betragen die Staatsschuldenstände schon heute über 100 % des BIP.[6] Der substanzielle Anstieg der Verteidigungsausgaben sowie Mehrausgaben durch die fortschreitende Alterung der Bevölkerung (vgl. Kapitel 3) erschweren für die europäischen Regierungen eine solide Haushaltspolitik zusätzlich.

Die angestiegenen Laufzeitprämien spiegeln daher neben dem erhöhten staatlichen Kapitalbedarf teilweise auch Sorgen im Hinblick auf die Tragfähigkeit der Staatsschulden einiger Länder wider. Aktuell zeigt sich dies am Beispiel Frankreichs. Dort ist im September erneut eine Regierung an den Herausforderungen einer Rückführung des hohen Staatsdefizits zerbrochen. Seit seiner Wiederwahl im Jahr 2022 musste Präsident Macron bereits zum fünften Mal die Regierungsspitze neu besetzen. Der Renditeaufschlag französischer 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen übertrifft inzwischen das Niveau griechischer Titel (vgl. Abb. 4).

Hohe Staatsschulden erhöhen gleich in mehrfacher Hinsicht die systemischen Risiken im Finanzsystem. Sie beschränken die staatlichen Handlungsmöglichkeiten und senken die fiskalpolitischen Spielräume im Fall von krisenhaften Entwicklungen wie u. a. der IWF in seinem jüngsten Fiscal Monitor vom April 2025 aufzeigt. Tendenziell erhöht sich die Volatilität der Rentenmärkte durch eine sensiblere Risikowahrnehmung. Soweit Staatsschulden zu einem Zinsanstieg führen, verschlechtert dies auch die Finanzierungsbedingungen und die Kredittragfähigkeit der privaten Wirtschaft und senkt damit deren Resilienz auch direkt.

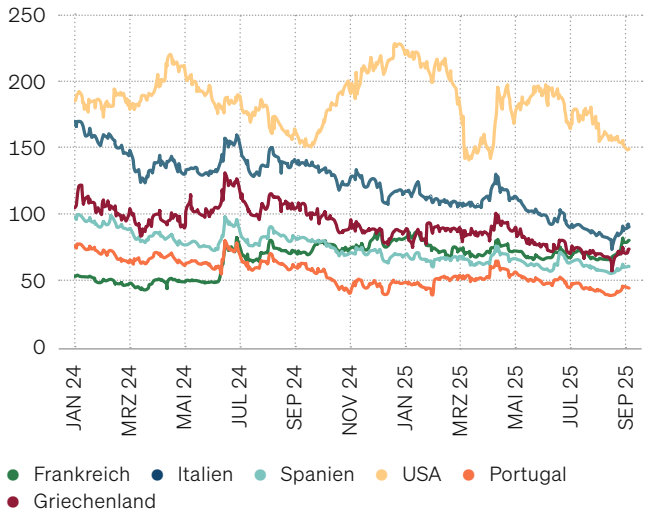
Schwaches Wirtschaftswachstum als systemisches Risiko

Die schlechte gesamtwirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre (vgl. Abb. 5) und die schwachen Wachstumsaussichten für Deutschland und den Euroraum sind eines der größten systemischen Risiken für das deutsche und europäische Finanzsystem. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt stagniert seit Beginn der Corona-Pandemie, und auch der Euroraum insgesamt weist für die letzten Jahre ein sehr viel geringeres Wachstum auf als andere Weltregionen. Durch die neuen geopolitischen Gegebenheiten

[5] Vgl. IWF: Fiscal Monitor – Fiscal Policy under Uncertainty April 2025.
[6] Vgl. Eurostat: Öffentlicher Schuldenstand im Euroraum bei 88,0 % des BIP, Meldung vom 21.07.2025.

Risikoaufschlag für Frankreich gestiegen

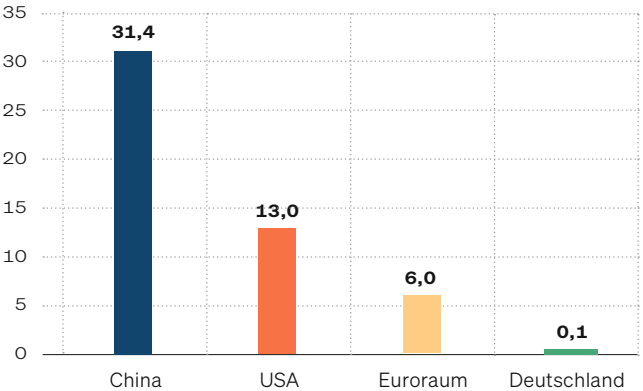
Abb. 4 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Deutschland und Euroraum: wenig Wachstum seit Pandemiebeginn

Abb. 5 · Kumulatives BIP-Wachstum für ausgewählte Länder und Regionen Q4 2019 bis Q2 2025 in Prozent



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

© GDV 2025

werden die Wachstumspotenziale weiter geschwächt. Trotz des Impulses durch die staatlichen Investitionsprogramme fällt das Wirtschaftswachstum Deutschlands auch in diesem Jahr sehr gering aus. Die führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute prognostizieren ein Wachstum von lediglich 0,1 bis 0,3 % für 2025, schwächer als noch vor einigen Monaten erwartet.

Die Wachstumsschwäche erhöht u. a. über die damit verbundene schwächere Schuldentragfähigkeit von privatem und öffentlichem Sektor die Finanzstabilitätsrisiken. Dadurch steigen die Kreditrisiken, und die Resilienz von Realwirtschaft und Finanzsektor gegenüber Schocks wird geringer. Die zugrundeliegenden Ursachen sind vielfältig, wie zahlreiche Berichte und Analysen aufzeigen, darunter die Gutachten des deutschen Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung[7] und der Draghi-Bericht zur europäischen Wettbewerbsfähigkeit im Auftrag der EU-Kommission[8]. Sie reichen von einer unzureichenden Binnenmarktintegration in der EU über Defizite in der Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung und einer übermäßig komplexen Regulierung bis hin zum demografischen Wandel.

Der Stärkung der Wachstumspotenziale, wie sie durch die aktuellen Initiativen von EU-Kommission und deutscher Bundesregierung angestrebt wird, kommt daher auch für die zukünftige Leistungsfähigkeit und Stabilität des europäischen Finanzsystems eine große Bedeutung zu. Dabei kommt es sowohl auf eine Anpassung an die grundlegenden Veränderungen von Weltordnung und Weltwirtschaft als auch die Bewältigung der schon zuvor bestehenden strukturellen Herausforderungen an. Für Deutschland und Europa bietet die geopolitische Neuordnung durchaus auch Chancen. Beispielsweise haben für internationale Investoren der verlässliche Rechtsrahmen und die hohe Regelorientierung der EU an Relevanz gewonnen.

Cyberrisiken durch hybride Bedrohungen angestiegen

Schon seit einiger Zeit bewerten die makroprudenziellen Aufseher das Risiko von systemischen Cybersicherheitsvorfällen – beispielsweise Finanzmarktstörungen durch den großflächigen Ausfall von IT-Systemen – als eines der wichtiges Finanzstabilitätsrisiken.[9] Die Zunahme von Aktionen der hybriden Kriegsführung – etwa Cyberangriffe von staatlich finanzierten Hackergruppen – im Zuge der wachsenden geopolitischen Konflikte haben nach Einschätzung der Aufseher die akute Bedrohungslage weiter verschärft. Potenziell risikoerhöhend wirken dabei die rapiden Fortschritte der KI. So erwartet der ESRB die vermehrte Nutzung neuer KI-Ansätze zur Durchführung komplexerer Cyberangriffe. Angesichts der Spannungen zwischen den USA und Europa sind auch Abhängigkeiten von US- Cloud-Service-Providern im EU-Finanzsystem zunehmend im Blick.

ESRB identifiziert 6 Hauptrisiken für die EU

Für Europa identifiziert der ESRB mit Blick auf die nächsten drei Jahre sechs Schlüsselrisiken für die Finanzstabilität (s. Abb. 6).[10] Als „schwerwiegend" werden zwei dieser systemischen Risiken eingestuft: Im Falle einer Materialisierung von geopolitischen oder

[10] Vgl. Jahresbericht 2024, Juli 2025, S. 13ff.

Systemische Risiken bleiben hoch

Abb. 6 · ESRB-Risikobewertung für das Finanzsystem der EU

Wodurch entstehen Systemrisiken?

1. Eintritt geopolitischer und/oder makroökonomischer Risiken, die zu bilanziellen Schwierigkeiten im privaten Sektor und hier vor allem bei nichtfinanziellen Unternehmen führen
2. Eintritt geopolitischer und/oder makroökonomischer Risiken, die eine ungeordnete, möglicherweise durch den Nichtbankenfinanzsektor verstärkte Marktkorrektur auslösen
3. Ungünstige Entwicklung des Wachstums und der Fremdfinanzierungskosten, ausgelöst durch einen gestiegenen Kreditbedarf, der erneute Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung schürt
4. Verschlechterung der Aktivaqualität und höhere Finanzierungsrisiken im Bankensektor infolge negativer makrofinanzieller oder geopolitischer Schocks
5. Entstehung von Anfälligkeiten im Immobiliensektor – insbesondere bei Gewerbeimmobilien – durch negative makrofinanzielle Entwicklungen
6. Störung kritischer Finanzmarktinfrastrukturen einschließlich zentraler Gegenparteien

Übergreifende Finanzstabilitätsrisiken
- Systemweite Cyber-Sicherheitsvorfälle
- Klimabezogene Finanzstabilitätsrisiken
- Geopolitische Spannungen

● schwerwiegendes systemisches Risiko
● erhöhtes systemisches Risiko ● systemisches Risiko

Quelle: ESRB, eigene Darstellung

[7] Vgl. etwa Jahresgutachten 2024/2025: Versäumnisse angehen, entschlossen modernisieren, November 2024.
[8] Vgl. Draghi, M.: The future of European competitiveness, September 2024.
[9] Vgl. Ausgabe Q2/2024 Financial Stability Perspectives, S. 12ff.

© GDV 2025

makroökonomischen Risiken könnte erstens Bilanzstress insbesondere bei den nichtfinanziellen Unternehmen drohen. Zweitens könnte es zu ungeordneten Preiskorrekturen an den Finanzmärkten kommen. Systemische Risiken im Hinblick auf die Tragfähigkeit der Staatsschulden, die Verschlechterung von Kreditqualität und Finanzierungskonditionen des Bankensektors sowie Anfälligkeiten im (Gewerbe-)Immobiliensektor werden als erhöht eingestuft. Als systemisches Risiko sieht der ESRB zudem eine Störung kritischer Finanzinfrastrukturen. Darüber hinaus werden als sektorübergreifende Finanzstabilitätsrisiken systemweite Cyber-Sicherheitsvorfälle, klimabedingte Risiken sowie geopolitischen Spannungen eingestuft – letzteres eng verbundenen mit den sechs Schlüsselrisiken.

© GDV 2025

2. Lage des Versicherungssektors

Die Versicherungswirtschaft erweist sich weiterhin als sehr stabil. In ihrem Finanzstabilitätsbericht vom Juni 2025 bescheinigt die EIOPA den europäischen Versicherern eine starke und stabile Kapital- und Liquiditätsposition sowie eine verbesserte Profitabilität. Damit sieht die EIOPA die Branche gut gerüstet, um Finanzmarktturbulenzen standzuhalten, wie sie sich im April 2025 materialisiert haben. Für die deutsche Versicherungswirtschaft stellt der Ausschuss für Finanzstabilität in seinem Jahresbericht vom Juli 2025 die solide und stabile Solvenzlage der deutschen Versicherer heraus, und die EU-Kommission konstatiert in ihrem diesjährigen Deutschland-Bericht vom Juni 2025, dass die deutschen Versicherer im Vergleich zu den anderen EU-Ländern die höchste durchschnittliche Solvenzquote haben.[11]

Für die globale Versicherungswirtschaft hat die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) im Juni 2025 erste Ergebnisse ihrer diesjährigen „Global Monitoring Exercise (GME)" veröffentlicht, einem zentralen Element des internationalen makroprudenziellen Rahmens für die Versicherungswirtschaft.[12] Diese zeigen für Ende 2024 eine gegenüber 2023 im Aggregat stabile Solvenz-, Liquiditäts- und Profitabilitätslage der einbezogenen Versicherer. Die IAIS attestiert der Branche eine starke operationale Performance, ein effektives Asset-Liability-Management und robuste Kapitalpuffer. Die auf Basis eines Indikatorensystems ermittelten „Systemic Risk Scores" der einbezogenen Versicherer sind 2024 im Aggregat gegenüber 2023 stabil geblieben. Erhöhungen bei einzelnen Risikoindikatoren (z. B. bezüglich der Anlagen in Finanzinstitutionen) seien durch einen Rückgang bei anderen Indikatoren (z. B. bzgl. Mindestgarantien und Derivate-Positionen) ausgeglichen worden.

Die Aufseher betonen jedoch einhellig die großen Herausforderungen, die das neue geopolitische Umfeld und die hohe makrofinanzielle Unsicherheit auch für die Versicherer mit sich bringt. Die hohen Stabilitätsrisiken im Finanzsystem wirken auch auf die Versicherer.

[11] Für Daten zu den Solvenzquoten der deutschen Versicherer zum Jahresende 2024 vgl. Ausgabe Q2/2025 der Financial Stability Perspectives, S. 8.

[12] Vgl. Global Insurance Market Report (GIMAR) – Mid-year Update. Die vorläufigen GME-Ergebnisse 2025 basieren auf Daten von 57 der größten internationalen Versicherer aus 18 Ländern („Individual Insurer Monitoring" (IIM)) sowie qualitativen Einschätzungen von nationalen Aufsichtsbehörden („Sector-Wide Monitoring" (SWM)), die mehr als 90% der globalen Beitragseinnahmen abdecken.

Marktrisiken weiterhin Hauptsorge der EIOPA

In der Ende Juli veröffentlichten neuen Ausgabe ihres vierteljährlichen Insurance Risk Dashboard bewertet die EIOPA die aktuelle Risikolage der Versicherungswirtschaft weiterhin als stabil auf mittlerem Niveau (vgl. Tabelle 1).[13] In neun der zehn Risikorubriken des Dashboards werden die Risiken als moderat und weitgehend konstant eingestuft. Die Marktrisiken der Versicherer werden weiterhin mit „hoch" (zweithöchste Risikostufe) bewertet. Dies begründet die EIOPA mit der anhaltenden Volatilität an den Rentenmärkten und einer möglichen Diskrepanz zwischen Aktienbewertungen und den zugrunde liegenden Fundamentaldaten. Im Trend der letzten drei Monate zeigen die Indikatoren nur bei den Digitalisierungs- und Cyberrisiken einen substanziellen Anstieg.

[13] Das Insurance Risk Dashboard der EIOPA ist – zusammen mit den Risk Dashboards der anderen europäischen Finanzaufsichtsbehörden – ein wesentliches Element der kontinuierlichen makroprudenziellen Überwachung des europäischen Finanzsystems und gibt auf Basis eines umfangreichen Indikatorensystems einen Überblick über die wichtigsten Risikobereiche des Versicherungssektors. Die aktuelle Ausgabe beruht u. a. auf Solvency II-Daten bis einschließlich Q1 2025.

Marktrisiken weiterhin hoch

Tabelle 1 · EIOPA Insurance Risk Dashboard Juli 2025

Risiken	Level	Trend	Ausblick
1. Macro risks	mittel	→	↗
2. Credit risks	mittel	→	→
3. Market risks	hoch	→	↗
4. Liquidity and funding risks	mittel	→	→
5. Profitability and solvency risks	mittel	→	→
6. Interlinkages and imbalances risk	mittel	→	→
7. Insurance risks	mittel	→	→
8. Market perceptions	mittel	↗	→
9. ESG related risks	mittel	→	↗
10. Digitalisation and cyber risks	mittel	↑	→

● sehr hoch ● hoch ● mittel ● niedrig

Quelle: EIOPA, eigene Darstellung

© GDV 2025

Der Risikoausblick für die nächsten 12 Monate, dem qualitative Risikoeinschätzungen der nationalen Aufseher in der EU zugrunde liegen, ist angesichts der geopolitischen Spannungen und der hohen Unsicherheit bei den makroökonomischen Risiken und den Marktrisiken negativ. Ein Anstieg wird auch für die ESG-bezogenen Risiken erwartet. Für alle anderen Risikorubriken ist der Ausblick stabil.

Auswirkungen der geopolitischen Lage auf die Versicherer

Auch im makroprudenziellen Monitoring der Versicherungswirtschaft liegt ein Fokus derzeit auf den Implikationen der geopolitischen Fragmentierung und insbesondere der neuen US-Politik (u. a. Handelsbeschränkungen, Rückzug der USA als Verteidigungsgarant und aus multilateraler Zusammenarbeit, Politikunsicherheit) für die Branche. Aufgrund der engen Verflechtungen mit der Realwirtschaft und innerhalb des Finanzsystems sind die Versicherer von diesen Entwicklungen in vielfältiger Weise betroffen. Von größter Relevanz sind die indirekten Effekte, die sich insbesondere über Einbußen im Wirtschaftswachstum und Veränderungen in den Zinssätzen ergeben. In einigen Bereichen sind aber auch direkte Effekte zu verzeichnen, etwa bei einigen Unternehmensversicherungen.

Im Finanzstabilitätsbericht der EIOPA bildet die Analyse der Auswirkungen der US-Politik auf die Versicherungswirtschaft einen Schwerpunkt. Negative Auswirkungen sieht die EIOPA u. a. durch die höhere Marktvolatilität, gestiegene Liquiditätsrisiken und negative Effekte auf die Versicherungsnachfrage durch eine schwächere wirtschaftliche Aktivität und Einkommensentwicklung.

Eine kurzfristige negative Betroffenheit im Versicherungsgeschäft durch die US-Handelsbeschränkungen könnte sich laut EIOPA in erster Linie bei Schaden-/Unfallversicherungszweigen mit internationalem Charakter oder Bezügen zum internationalen Handel (u. a. Transportversicherung, Warenkreditversicherung) ergeben. Genannt werden eine höhere Unsicherheit über die Schadenleistungen und eine erhöhte Komplexität der Geschäftstätigkeit sowie potenziell höhere Schadenzahlungen durch Zölle auf importierte Güter. Als mögliches Risiko werden auch Störungen an den Rückversicherungsmärkten aufgeführt. Durch die abnehmende globale Kooperation stiegen zudem die Risiken durch Cybersicherheitsbedrohungen, Klimawandel sowie Gesundheitsrisiken.

In einigen Bereichen identifiziert die EIOPA auch mögliche Geschäftschancen für die Versicherer. So könne eine höhere Risikoaversion der Kunden zu mehr Versicherungsnachfrage führen. Zudem sind Lebensversicherungsprodukte durch den Anstieg der Langfristzinsen attraktiver geworden (vgl. S. 11).

Auch für die Kapitalanlage der Versicherer ergeben sich mannigfaltige Effekte.

Kapitalanlage: Zinsentwicklung von größter Bedeutung

Für die Kapitalanlage der Versicherer bringen die aktuellen geopolitischen Entwicklungen sowohl risikoerhöhende als auch risikosenkende Effekte mit sich. Zusätzliche Risiken ergeben sich durch die hohe Volatilität der Finanzmärkte in Verbindung mit den zum Teil sehr hohen Asset-Bewertungen und die höheren Kreditrisiken aufgrund der verschlechterten Wirtschaftsaussichten sowie der gestiegenen makroökonomischen Unsicherheit. Dagegen profitieren die Versicherer tendenziell von einem deutlichen Anstieg der Zinsen am langen Ende, der u. a. auf die Reform der deutschen Schuldenbremse und die strukturell erhöhte Kapitalnachfrage der europäischen Staaten zur Finanzierung höherer Sicherheitsausgaben zurückgeht.

Die Kapitalanlage der Versicherer zeichnet sich dadurch aus, dass sie wesentlich durch das Versicherungsgeschäft, also die Übernahme von Versicherungsrisiken und die Gewährleistung der Erfüllbarkeit von (oft langfristigen) Leistungsverpflichtungen aus den Versicherungsverträgen der Kunden, bestimmt wird. Durch ein umfassendes Asset-Liability-Management werden die Kapitalanlagen auf der Aktivseite der Bilanz eng auf die Leistungsverpflichtungen auf der Passiv-Seite abgestimmt. Daraus folgt deren Langfrist- und Sicherheitsorientierung. Versicherer legen einen hohen Anteil ihres Portfolios in (meist langlaufende) Rentenpapiere hoher Bonität und mit stabilen Kapitalflüssen an. Die Entwicklung des langfristigen Zinsniveaus ist damit ein wesentlicher Faktor für die Ertrags- und Solvenzentwicklung der Versicherer.

Für die deutschen Erstversicherer zeigen Zahlen des GDV für 2024 einen Anteil der festverzinslichen Anlagen von über drei Viertel (75,8 %) (s. Abb. 7), eine leichte Reduktion gegenüber 2023 (76,5 %). Darunter befinden sich auch viele langfristige Anlagen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Kapitalanlagen der Lebensversicherer, die vor allem aus langfristigen

© GDV 2025

Verträgen zur Altersvorsorge resultieren, beträgt mehr als zehn Jahre und ist infolge des gestiegenen Zinsniveaus seit Ende 2022 relativ stabil. Der weit überwiegende Teil der festverzinslichen Anlagen der Erstversicherer (2024 rund 90 %) weist eine hohe Kreditqualität (Investmentgrade) auf.

Aktienanlagen machten im Jahr 2024 dagegen lediglich einen Anteil von ca. 5 % (unverändert zu 2023) aus. Dementsprechend sind die direkten Auswirkungen von Entwicklungen an den Aktienmärkten für die Versicherer nur von begrenzter Bedeutung. Auf Beteiligungen (darunter auch Tochterunternehmen in der Versicherungsgruppe) entfielen 2024 12,2 % (2023: 11,7 %), auf direkte Immobilienanlagen 4,8 % der Anlagen, ein leichter Anstieg gegenüber 2023 (4,5 %).

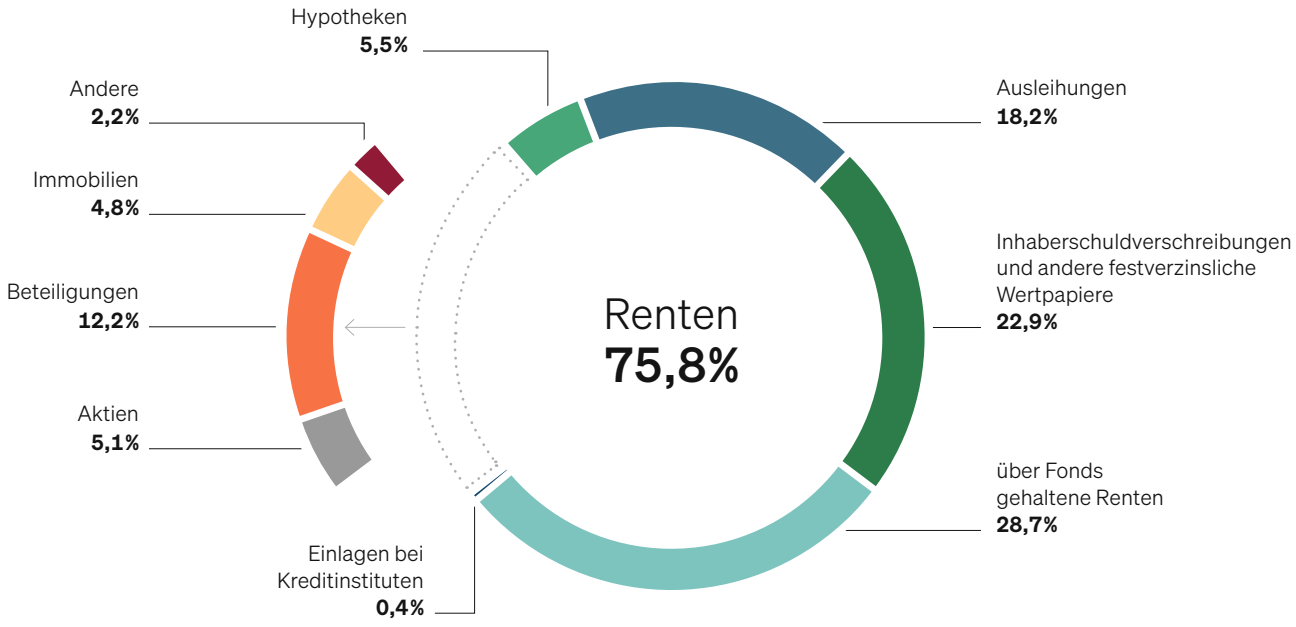
Für die europäischen Versicherer findet sich eine detaillierte Analyse zu Asset-Struktur und Kapitalanlageverhalten im Jahr 2024 im Finanzstabilitätsbericht der EIOPA. Auch hier entfällt der größte Anteil der Assets auf festverzinsliche Anlagen mit hoher Kreditqualität. Im Vergleich zum Vorjahr ist die Asset-Struktur stabil geblieben. Die EIOPA analysiert u. a. die Verflechtungen der Versicherer mit Finanzsektoren und -märkten sowie daraus resultierende systemische Implikationen. So konstatiert die EIOPA im Hinblick auf Verflechtungen mit dem Bankensektor, dass die Versicherer aufgrund ihrer Langfristorientierung einen stabilisierenden Einfluss auf den Bankensektor und damit auf die Finanzmärkte insgesamt ausüben können. Für einige Versicherer könnten sich durch einen gestiegenen Anteil von nachrangigen Bankanleihen im Portfolio jedoch potenziell verstärkte Auswirkungen durch Stress im Bankensektor ergeben.

Die EIOPA betrachtet zudem die regionale Verteilung der Assets. Ermittelt werden signifikante US-Exposures. 25 % der Aktien-Anlagen der europäischen Versicherer erfolgen demnach in Unternehmen mit US-Börsennotierung. Von großer Bedeutung sind hier Anlagen in US-Technologieunternehmen. Bei den Unternehmensanleihen betreffen laut EIOPA 13 % die USA, bei den Staatsanleihen 4,4 %. Dabei unterscheidet sich das US-Exposure der Versicherer in den einzelnen EU-Ländern deutlich.

Mit den unerwarteten Bewegungen des Wechselkurses zwischen US-Dollar und Euro der letzten Monate und einer höheren Unsicherheit über den zukünftigen Wechselkurs sind auch mögliche Wechselkursrisiken der Versicherer in den Blick geraten. Entsprechend der Asset-Struktur sind diese für die europäischen Versicherer von sehr unterschiedlicher Bedeutung. In der Praxis werden die meisten Währungseffekte aber durch Absicherungsstrategien der Versicherer gegen Wechselkursrisiken gemindert.

Kapitalanlagen der Versicherer

Abb. 7 · Assetstruktur der Erstversicherer 2024



Quelle: BaFin, GDV

© GDV 2025

Wie bei der Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken kommen auch bei der Absicherung gegen Wechselkursänderungen Derivate zum Einsatz. Potenziellen Liquiditätsrisiken durch unerwartete Nachschusspflichten aus Derivate-Positionen gilt schon seit einiger Zeit die Aufmerksamkeit der Aufseher. In den letzten Monaten waren sowohl aufgrund der Wechselkursbewegungen als auch der Veränderungen in der Zinsstrukturkurve Nachschusspflichten zu verzeichnen. In ihrem Finanzstabilitätsbericht hat die EIOPA analysiert, inwieweit damit Belastungen für die Liquidität der Versicherer verbunden waren. Betrachtet wurde dabei u. a. auch das Zusammenspiel von Margin Calls für Wechselkurs- und Zinsänderungsabsicherungen. Die Analysen der EIOPA zeigen, dass die Liquiditätspositionen der Versicherer sich bei den Margin Calls der letzten Monate als robust erwiesen haben. Zum Teil kam es zu gegenläufigen Effekten im Hinblick auf Nachschusspflichten bei Währungs- und Zins-Derivaten. So hatten Lebensversicherer, die sowohl Zins- als auch Währungs-Derivate nutzen, im März 2025 Margin Calls im Zuge des Zinsanstiegs zu zahlen, während sie gleichzeitig aufgrund der US-Dollar-Abwertung Empfänger von Margin Calls bei Währungsderivaten waren. Für die deutschen Versicherer spielt der Einsatz von Derivaten eine geringere Rolle als in einigen anderen EU-Ländern. Dementsprechend sind die Auswirkungen von Margin Calls auf die Liquiditätsposition und damit verbundene Liquiditätsrisiken begrenzt.

Die Zinsentwicklung ist nicht nur zentral für die Kapitalanlagen der Versicherer. Sie ist auch ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Beitragseinnahmen, wie die Geschäftsentwicklung der deutschen Versicherer in diesem Jahr erneut zeigt.

Deutsche Versicherer: Positive Geschäftsentwicklung 2025

Trotz der schwierigen geopolitischen und makroökonomischen Rahmenbedingungen verläuft die Geschäftsentwicklung der deutschen Versicherer im Jahr 2025 positiver als erwartet. Zu Jahresbeginn hatte der GDV angesichts dämpfender Faktoren für die Abschlussbereitschaft langfristiger Verträge wie die anhaltende Wachstumsschwäche der deutschen Volkswirtschaft und die hohe makroökonomische Unsicherheit für die Lebensversicherung nur ein sehr verhaltenes nominales Wachstum von 1% erwartet. Die aktualisierte Prognose zur Jahresmitte[14], die auf der Beitragsentwicklung in den ersten Monaten dieses Jahres basiert, fällt nun mit einem erwarteten Beitragswachstum für 2025 von 6,7 % in der Lebensversicherung deutlich besser aus.

Neben einem robusten Nominallohnwachstum wirkt sich dabei vor allem die Zinsentwicklung der letzten Monate positiv aus. Mit zwei weiteren Leitzinssenkungen im Jahr 2025 liegt der EZB-Einlagenzinssatz mit 2 % nun 2 Prozentpunkte unter dem Höchststand im Jahr 2023. In der Folge ist die Verzinsung kurzfristig orientierter Anlageformen wie Termingelder, in die seit den Zinserhöhungen ab 2022 große Volumina an Ersparnissen geflossen sind, substanziell zurückgegangen. Parallel sind u. a. durch die gestiegene Kapitalnachfrage des deutschen Staates die langfristigen Zinsen angestiegen. Durch beide Effekte hat sich die Wettbewerbsposition der Lebensversicherer im Vergleich zu Alternativanlagen wie Termingeldern deutlich verbessert. Hinzu kommt, dass die gegenüber den Jahren des Niedrigzinsumfelds deutlich höheren Zinsen zunehmend auf das Kapitalanlage-Portfolio und die Kapitalerträge der Lebensversicherer durchschlagen, da niedrig verzinste Altanlagen aus der Niedrigzinsphase immer stärker durch höher verzinste Anlagen ersetzt werden. Mit der Erhöhung des gesetzlichen Höchstrechnungszinses zum 1.1.2025 von 0,25 % auf 1 % sind zudem für neu abgeschlossene Verträge auch wieder höhere Zinsgarantien möglich.

Maßgeblicher Treiber für die positive Beitragsentwicklung der Lebensversicherer ist das sehr hohe Wachstum der Verträge gegen Einmalbeitrag, das jetzt für 2025 auf 24,2 % (Jahresanfang: 4,8 %) prognostiziert wird. Anders sieht es jedoch bei den Lebensversicherungsverträgen gegen laufenden Beitrag aus. Diese werden typischerweise in jungen oder mittleren Altern zum kontinuierlichen Aufbau eines privaten Alterssicherungsvermögens oder zur Absicherung personenbezogener Risiken wie Berufsunfähigkeit abgeschlossen. Hier schlagen sich die demografische Entwicklung, aber auch die Verzögerung bei Rentenreformen nieder (vgl. dazu Kapitel 3).

Für die Schaden-/Unfallversicherung und die Private Krankenversicherung entwickeln sich die Beitragseinnahmen im laufenden Jahr weitgehend entsprechend den Erwartungen zu Jahresbeginn. Hier prognostiziert der GDV ein Wachstum von 8 % bzw. 7,5 %. Das Beitragswachstum wird dabei überwiegend durch Erhöhungen der Versicherungsleistungen getrieben. Bei den Schaden-/Unfallversicherern entfällt ein wesentlicher Wachstumsbeitrag auf die in den letzten Jahren stark defizitäre Kfz-Versicherung. Nachgelagerte

[14] Vgl. Versicherungswirtschaft auf stabilem Wachstumspfad, GDV Insurance Perspectives 2025/01 vom Juli 2025.

© GDV 2025

Inflationsanpassungen an stark gestiegene Preise für Ersatzteile sowie höhere Stundenverrechnungssätze in Werkstätten wirken hier stark beitragssteigernd (prognostiziertes Wachstum: +14 %). Nach mehreren Jahren hoher versicherungstechnischer Verluste in dieser Sparte wird 2025 mit einer Schaden-Kosten-Quote von 97 % die Rückkehr in die versicherungstechnische Gewinnzone erwartet. Nachgelagerte Inflationsanpassungen in den übrigen Schaden-/Unfallsparten fallen dagegen zumeist milder aus als in den Vorjahren.

Zunehmende Bedeutung der Risiken aus der Digitalisierung

Wie für das Finanzsystem insgesamt zählen die makroprudenziellen Aufseher Risiken aus der Digitalisierung auch für den Versicherungssektor zu den wichtigsten Stabilitätsrisiken, die eng überwacht werden. Durch die geopolitischen Konflikte haben sich die Digitalisierungsrisiken weiter erhöht, insbesondere die Gefahren durch staatlich unterstützte Cyberangriffe und Desinformation im Rahmen von hybrider Kriegsführung, aber auch Risiken aus der starken Abhängigkeit Europas von US-Technologiekonzernen, u. a. im Hinblick auf Cloud- und KI-Lösungen. Mit den rasanten Fortschritten der Künstlichen Intelligenz gewinnen KI-bezogene Risiken weiter an Bedeutung. In ihrem Insurance Risk Dashboard bewertet die EIOPA die Digitalisierungs- und Cyberrisiken der Versicherer jedoch unverändert als auf mittlerem Niveau (s. S. 8). Risikomindernd schlagen sich hier die umfangreichen Sicherheits-Maßnahmen der Versicherer und die Verschärfung des Regulierungsrahmens zur Adressierung der Digitalisierungsrisiken nieder. Zu nennen sind insbesondere die im Januar 2025 wirksam gewordene europäische DORA-Verordnung über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und die europäische KI-Verordnung, die ab 2025 sukzessive Geltung erlangt, aber etwa auch die neu erfolgte Integration von Daten zu Cyberversicherungen in das Solvency-II-Reporting.

In ihrem Finanzstabilitätsbericht beleuchtet die EIOPA auch mögliche Risiken des zunehmenden KI-Einsatzes der europäischen Versicherungswirtschaft. Diese seien überwiegend operationaler Art, Stabilitätsgefahren sieht die EIOPA dadurch nicht. Ähnlich wie in den Analysen anderer makroprudenzieller Aufseher[15] führt die EIOPA aber eine Reihe von potenziellen Finanzstabilitätsrisiken durch KI auf, die von der Abhängigkeit von einigen großen IT-Dienstleistern über eine Erhöhung der Marktkorrelation durch den Einsatz ähnlicher KI-Modelle bei vielen Anbietern bis hin zu verstärkten Cyberrisiken reichen.

Auch für die deutschen Versicherer sind die möglichen Risiken ein zentraler Faktor bei ihren digitalen Strategien. Mit Blick auf die veränderte geopolitische Lage und die zunehmende Bedeutung von Cloudinfrastruktur für die Versicherer hat der GDV sich in den letzten Monaten intensiv mit dem Thema digitale Souveränität beschäftigt. Nach einer ersten Studie zu grundsätzlichen Fragestellungen im Jahr 2024[16] hat der GDV im Juli 2025 eine Publikation vorgelegt, die sich unter Betrachtung verschiedener geopolitischer Szenarien mit der souveränen Gestaltung der Cloud-Strategien der Versicherer auseinandersetzt und Entscheidungshilfen bereitstellt.[17] Dabei wird deutlich, dass digitale Souveränität ein komplexes Konzept mit vielen Facetten ist. Es müssen schwierige Abwägungen getroffen werden, etwa zwischen der Abhängigkeit von führenden (US)-Hyperscalern und einem möglicherweise geringeren Leistungsumfang und Innovationspotenzial, wenn verstärkt auf alternative Ansätze zurückgegriffen wird. Dementsprechend gibt es keine Pauschallösungen. Sachgerechte Strategien im Hinblick auf die digitale Souveränität können nur differenziert unter Berücksichtigung von Situation und Zielsetzungen der einzelnen Unternehmen festgelegt und kontinuierlich weiterentwickelt werden.

[15] Für eine ausführliche Betrachtung der Finanzstabilitätsimplikationen des zunehmenden KI-Einsatzes vgl. Ausgabe Q2/2025 Financial Stability Perspectives, S. 13ff.

[16] Vgl. GDV / Beltios: Digitale Souveränität: Ausgabe 1 Konzeptionelle Grundlagen, Perspektiven und Anwendungsbeispiele, November 2024.

[17] Vgl. GDV / Beltios: Digitale Souveränität: Ausgabe 2 Cloud Computing, Juli 2025.

© GDV 2025

3. Fokusthema: Demografischer Wandel und Finanzstabilität

Die dauerhafte Stabilität des Finanzsystems ist nicht nur durch die akuten systemischen Risiken bedroht. Parallel gibt es tiefgreifende Veränderungen, die vor allem mittel- bis langfristig zu einem großen Risiko werden könnten. Ein wichtiges Beispiel sind hier die naturbezogenen Risiken aus Klimawandel und Biodiversitätsverlusten, die seit einigen Jahren intensiv im Fokus von Finanzregulierung und -aufsicht stehen.[18] Auch einem weiteren mittel- und langfristigen Stabilitätsrisiko widmen die makroprudenziellen Aufseher zunehmend Aufmerksamkeit: dem demografischen Wandel. Angesichts der schon jetzt bestehenden systemischen Risiken durch eine hohe Staatsverschuldung in vielen Ländern sind dabei vor allem die zukünftigen Belastungen der Staatshaushalte durch die Alterung der Bevölkerung und damit potenziell verbundene Risiken im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen im Blick. Dies ist jedoch nicht der einzige Kanal, über den der demografische Wandel sich negativ auf die Finanzstabilität auswirken kann. Die fortschreitende Alterung wird in den nächsten Jahren einschneidende Folgen für Volkswirtschaft und Finanzsystem haben und sich auf alle makroökonomischen Größen wie Wirtschaftswachstum, Arbeits- und Kapitalangebot, Produktivität und Zinssätze sowie nahezu alle Märkte auswirken.[19] Vor diesem Hintergrund ist im jüngsten Financial Stability Review der EZB vom Mai 2025 ein Sonderkapitel „Navigating financial stability in an ageing world“ den möglichen Finanzstabilitätsimplikationen der Bevölkerungsalterung gewidmet (s. Abb. 8).

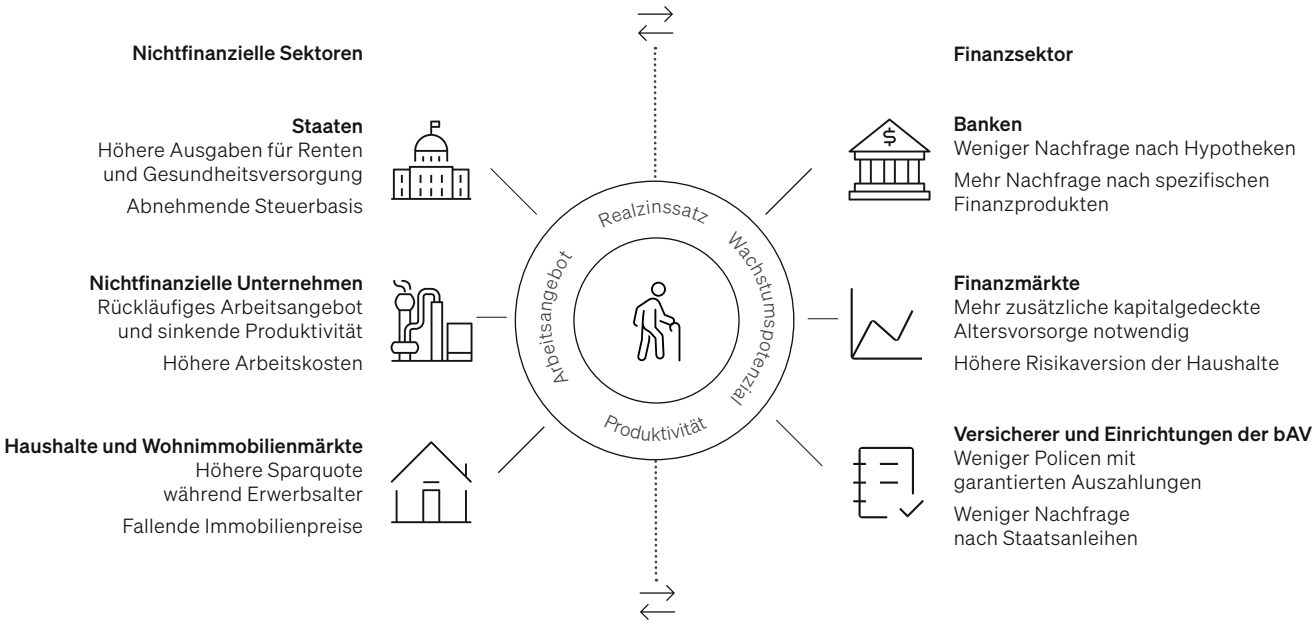
Tendenziell negativ auf die Finanzstabilität wirken nicht nur die Belastung der Staatsfinanzen, sondern auch weitere Folgen der alternden Bevölkerung: weniger Erwerbstätige, geringeres Wirtschaftswachstum sowie steigende Herausforderungen für Renten-, Kranken- und Pflegesysteme.

[18] Vgl. Ausgabe Q1/2025 Financial Stability Perspectives, S. 11ff.

[19] Vgl. etwa IWF (2019): Macroeconomics of Aging and Policy Implications.

Vielfältige Wirkungskanäle des demografischen Wandels

Abb. 8 · Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf Gesamtwirtschaft und Finanzsystem



Quelle: EZB, eigene Darstellung

© GDV 2025

Aufgrund des Zusammenspiels vielfältiger direkter und indirekter Effekte sind die Auswirkungen des demografischen Wandels auf Gesamtwirtschaft und Finanzsystem komplex und zum Teil schwer abschätzbar. Dies wird dadurch verstärkt, dass die Alterung der Bevölkerung parallel mit anderen Megatrends verläuft und mit diesen interagiert. Beispielsweise könnte ein erfolgreicher Einsatz von KI negative Effekte der Alterung mildern. **Finanzstabilitätsgefahren durch den demografischen Wandel sind keineswegs unausweichlich. Wie bei anderen mittel- und langfristigen Risiken kommt es entscheidend darauf an, proaktiv zu handeln und Vorsorgemaßnahmen zu ergreifen, um systemische Risiken frühzeitig zu adressieren und zu mindern.**

Demografischer Wandel erreicht neue Phase

Aufgrund der rückläufigen Geburtenraten und der stark gestiegenen Lebenserwartung befinden sich weite Teile der Welt in einem tiefgreifenden demografischen Wandel. In Deutschland – wie in Europa insgesamt – ist dieser Prozess besonders weit vorangeschritten. Entgegen der Erwartung in früheren Bevölkerungsprognosen ist die deutsche Bevölkerung im letzten Jahrzehnt durch die hohe (Flucht-)Immigration zwar weiter angestiegen auf 83,5 Millionen Ende 2024 (2014: 81,2 Mio.).[20] Auch für die nächsten Jahre ist nicht mit einem Bevölkerungsrückgang zu rechnen. Die Altersstruktur hat sich jedoch bereits grundlegend verschoben. Die Zahl der Rentner und (meist hochaltrigen) Pflegebedürftigen[21] steigt seit Jahren an. Der Anteil älterer Erwerbstätiger wächst kontinuierlich, während die neu ins Erwerbsleben eintretenden Kohorten deutlich schwächer besetzt sind. Die Zuwanderung jüngerer Jahrgänge kann dies zwar etwas abmildern, aber nicht umkehren. Zudem wird für die nächsten Jahre auch mit einer Abnahme der Immigration gerechnet.

Mit dem sukzessiven Ruhestandseintritt der stark besetzten Babyboomer-Generation beginnt eine neue Phase des demografischen Wandels im Hinblick auf Arbeitsmarkt, Wirtschaftswachstum und soziale Sicherungssysteme. 2024 hat der geburtenstarke Jahrgang 1964 das Alter 60 erreicht. Damit hat der Anteil der ab 60-Jährigen an der Bevölkerung erstmals die 30 Prozent-Marke überschritten. Im nächsten Jahrzehnt wird der Altenquotient – definiert als Zahl der Personen im Nacherwerbsalter in Relation zu den Erwerbspersonen – stark ansteigen (vgl. Abb. 9), selbst wenn unterstellt wird, dass der Ruhestandseintritt erst mit dem neuen gesetzlichen Renteneintrittsalter 67[22] erfolgt und nicht schon einige Jahre früher, wie dies heute noch häufig der Fall ist.[23] Bis 2039 werden rund 13,4 Millionen der Erwerbspersonen im Jahr 2024 das Alter 67 überschritten haben, das sind gut 30 % der derzeitigen Erwerbspersonen.[24]

Auswirkungen des demografischen Wandels auf das Wirtschaftswachstum

Schon heute gelten in Deutschland und im Euroraum das geringe Wirtschaftswachstum der letzten Jahre und die schwachen Wachstumsaussichten als eines der größten systemischen Risiken (vgl. Kapitel 1). Ein wichtiger struktureller Faktor ist dabei der demografische Wandel. Drei zentrale

[20] Quelle der Daten zur Bevölkerungsentwicklung in Deutschland: Statistisches Bundesamt.

[21] Gemäß Statistischem Bundesamt waren 2023 in Deutschland bereits 5,7 Millionen Menschen pflegebedürftig.

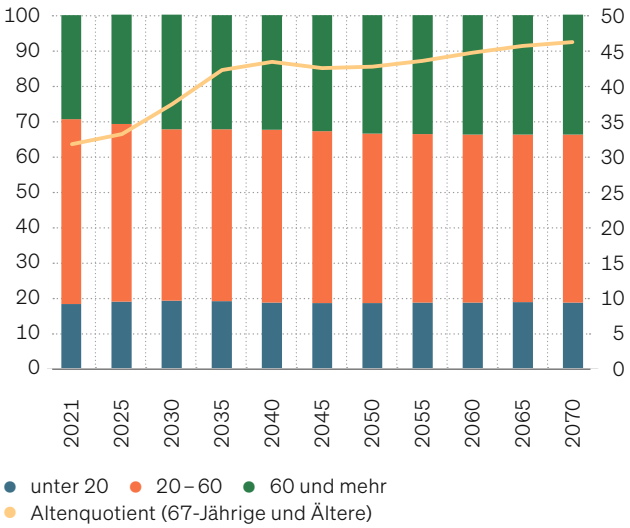
[22] Der Prozess der stufenweisen Anhebung der Regelaltersgrenze läuft derzeit noch. Der Jahrgang 1964 ist der erste, für den die neue Regelaltersgrenze 67 gilt.

[23] Nach Daten der Deutschen Rentenversicherung lag das durchschnittliche Renteneintrittsalter im Jahr 2024 bei 64,7 Jahren.

[24] Dies hat das Statistische Bundesamt auf Basis des Mikrozensus 2024 hochgerechnet, vgl. Statistisches Bundesamt: 13,4 Millionen Erwerbspersonen erreichen in den nächsten 15 Jahren das gesetzliche Rentenalter, Pressemitteliung vom 03.09.2025.

Anteil der Menschen im Ruhestandsalter steigt im nächsten Jahrzehnt stark an

Abb. 9 · Entwicklung von Altersstruktur der Bevölkerung in Prozent* (linke Achse) und Altenquotient** (rechte Achse)



* ab 2025: Bevölkerungsvorausberechnung von 2022, mittlere Variante
** Verhältnis der Personen im Ruhestandsalter zu den Personen im Erwerbsalter

Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Darstellung

© GDV 2025

Kanäle, über die die Bevölkerungsalterung negativ auf das Wachstumspotenzial wirkt, werden in den folgenden Abschnitten betrachtet:

- Erwerbspersonenzahl
- Öffentliche Finanzen
- Alters-, Kranken- und Pflegesicherungssysteme

Darüber hinaus wirkt sich die Alterung der Bevölkerung u. a. auch auf das Kapitalangebot aus, allerdings sind die Effekte nicht eindeutig. Auf individueller Basis haben Menschen im Ruhestandsalter gemäß Lebenszyklustheorie des Sparens tendenziell eine niedrigere Sparquote oder verzehren einen Teil ihres Vermögens für ihren Lebensunterhalt. Ein höherer Anteil von Ruheständler würde damit das Kapitalangebot reduzieren. In Ländern wie Deutschland, bei denen der größte Teil des Lebensunterhalts im Alter durch Renten aus umlagefinanzierten staatlichen Rentensystemen gewährleistet wird, ist dieser Effekt jedoch geringer. Hier kann u. a. eine Erhöhung der Lebenserwartung, Vorsorgesparen für Unterstützungsbedürftigkeit im hohen Alter oder ein Vererbungsmotiv auch noch im Ruhestand zu substanzieller Spartätigkeit führen. Zudem spielen Veränderungen in der Ausgestaltung der Alterssicherungssysteme über die Zeit eine wichtige Rolle. Erfolgt zur Bewältigung des demografischen Wandels eine Umgewichtung von den stark belasteten umlagefinanzierten Alterssicherungssystemen hin zu den demografieresistenteren kapitalgedeckten Säulen der Alterssicherung (vgl. S. 17), kann dies durch das zusätzliche Altersvorsorgesparen das Kapitalangebot erhöhen.

Geringere Verfügbarkeit des Produktionsfaktors Arbeit

Für das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft und damit das mögliche Wirtschaftswachstum sind die Verfügbarkeit von Arbeitskräften und das Angebot an gut ausgebildeten Fachkräften ein entscheidender Faktor. In Deutschland wird das Erwerbspersonenpotenzial in den nächsten Jahren deutlich zurückgehen (vgl. Abb. 10).[25] Schon heute ist der Arbeitsmarkt in vielen Bereichen – etwa im Bereich der IT, des Baugewerbes oder der Pflegedienstleistungen – durch einen Fachkräftemangel gekennzeichnet.[26] Mit dem Ruhestandseintritt der Babyboomer, auf die derzeit in vielen Betrieben und Branchen ein substanzieller Anteil der gut qualifizierten und erfahrenen Mitarbeitern entfällt, wird sich der Fachkräftemangel deutlich verschärfen.

Zudem werden auch in Zukunft die älteren Erwerbspersonenjahrgänge einen hohen Anteil an den Erwerbstätigen haben. Dies könnte sich ebenfalls negativ auf Produktivität und Wirtschaftswachstum auswirken, beispielsweise durch eine sinkende Innovationstätigkeit – empirische Studien zeigen für die Vergangenheit, dass „jüngere" Gesellschaften tendenziell innovationsstärker sind.[27] Im Hinblick auf eine generell geringere Arbeitsproduktivität älterer Erwerbstätiger geben neuere Studien jedoch eher Entwarnung: die Leistungsfähigkeit älterer Erwerbstätiger bleibt hoch, und altersbedingte Einschränkungen können oft durch Erfahrungswissen kompensiert werden.[28] Von großer Bedeutung ist dabei auch die Qualität der Weiterbildung über das gesamte Arbeitsleben hinweg.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung projiziert in seinem Frühjahrsgutachten 2025 vom Mai 2025, dass das rückläufige Arbeitsvolumen infolge der Alterung der Bevölkerung in Verbindung mit gegenüber den letzten Jahren niedrigeren Zuwanderungszahlen sich in den Jahren 2025 – 2030 deutlich negativ

[25] Die Bevölkerungsalterung ist einer der zentralen Einflussfaktoren für die zukünftige Arbeitsmarktentwicklung. Vor diesem Hintergrund ist die diesjährige Ausgabe des jährlichen OECD Employment Outlook unter dem Titel „Can We Get Through the Demographic Crunch?" den Herausforderungen der Bevölkerungsalterung für Arbeitsmärkte und Lebensstandard gewidmet und eruiert Politikmaßnahmen, um negativen Effekten entgegen zu wirken.

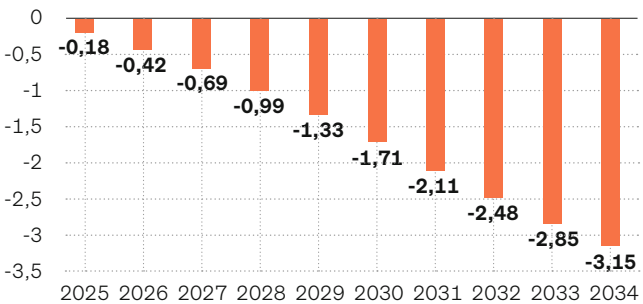
[26] So hat der Digitalverband Bitkom schon 2023 ca. 150.000 offene Stellen für IT-Experten gezählt, vgl. Rekord-Fachkräftemangel: In Deutschland sind 149.000 IT-Jobs unbesetzt, Presseinformation vom 13.12.2023.

[27] Vgl. etwa ESM (2024): Population ageing and productivity: The Innovation Channel.

[28] Vgl. etwa Hanushek, E. A. u. a. (2025): Kognitive Fähigkeiten können durch regelmäßige Anwendung im Alter erhalten bleiben, DIW Wochenbericht 20/2025.

Erwerbsbevölkerung schrumpft schnell

Abb. 10 · Rückgang 20 – 66-Jährige im Vergleich zu 2024 in Mio.*



* Basiert auf dem mittleren Szenario der Bevölkerungsvorausberechnung 2022

Quelle: Statistisches Bundesamt, GDV

© GDV 2025

auf das Produktionspotenzial auswirken wird (in den Jahren 2025 und 2026 um 0,2 Prozentpunkte, 2027 um 0,3 Prozentpunkte und 2028–2030 sogar um 0,4 Prozentpunkte vermindert gegenüber gleichbleibender Erwerbstätigenzahl).

Wie sehr die Bevölkerungsalterung das Wirtschaftswachstum dämpft, hängt jedoch auch wesentlich vom Verhalten der Menschen im Ruhestandsalter und der Unternehmen ab. Positiv auswirken könnte sich beispielsweise, wenn ältere Haushalte sich stärker dazu entscheiden, auch über das Ruhestandsalter hinaus einer (Teilzeit-)Beschäftigung nachzugehen. Unternehmen könnten aufgrund des Arbeitskräftemangels stärker in neue Technologien und KI investieren und damit die Innovationskraft der Volkswirtschaft stärken. Zudem kommt staatlichen Maßnahmen eine entscheidende Rolle zu. Wichtige Stellschrauben sind hier die Erhöhung des Renteneintrittsalters oder die steuerliche Förderung einer Erwerbstätigkeit im Alter, die Erleichterung der Fachkräfteeinwanderung sowie die Ausweitung der Bildungsangebote für ältere Erwerbspersonen.

Höhere Anforderungen an die öffentlichen Finanzen

Für die wachsende Zahl von älteren Menschen werden in zunehmendem Maße staatliche Leistungen erforderlich, vor allem für steuerfinanzierte Sozialleistungen. Gleichzeitig sinkt die Steuerbasis im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, da Ruheständler i. d. R. über ein niedrigeres Einkommen verfügen und auch weniger konsumieren. Auch negative Effekte auf das Wirtschaftswachstum mindern die Steuereinnahmen.

Schon heute ist die Staatsverschuldung in vielen Ländern – etwa in den USA und einigen Ländern des Euroraums wie Italien und Frankreich – historisch auf einem hohen Niveau. Im weltweiten Durchschnitt betrug sie 2024 nach Daten des jüngsten Fiscal Monitors des IWF vom April 2025 94 %, und für die nächsten Jahre projiziert der IWF einen weiteren Anstieg. Die höheren alterungsbedingten Staatsausgaben erschweren die Gewährleistung nachhaltiger öffentlicher Finanzen. Dies kann Zweifel im Hinblick auf die dauerhafte öffentliche Schuldentragfähigkeit auslösen oder verstärken, mit der Folge steigender Risikoprämien an den Staatsanleihemärkten sowie einem breiteren Anstieg der Refinanzierungskosten auch für den Unternehmenssektor – schon heute eines der wichtigsten systemischen Risiken (vgl. Kapitel 1). Im Rahmen der vorhandenen fiskalischen Spielräume können zusätzliche staatliche Ausgaben für ältere Menschen auf Kosten anderer staatlicher Leistungen gehen, die Wachstumspotenziale sichern oder die Resilienz von Volkswirtschaft und Gesellschaft erhöhen würden, beispielsweise Infrastrukturinvestitionen oder Klimafolgenanpassung, was ebenfalls die Finanzstabilität schwächen kann.

Risikomindernd wirken sich für Deutschland die bisher sehr soliden öffentlichen Finanzen mit einem im internationalen Vergleich geringen Schuldenstand von nur 62,5 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2024 aus. Auch mit der im März 2025 erfolgten Grundgesetz-Änderung zur Reform der Schuldenbremse und der Schaffung eines öffentlichen Infrastruktur-Sondervermögens bleibt die Staatsschuldenquote im internationalen Vergleich relativ niedrig. Das deutsche Finanzsystem ist jedoch auch gegenüber Risiken im Hinblick auf die öffentliche Schuldentragfähigkeit anderer Länder stark exponiert, insbesondere der USA und den Ländern des Euroraums. Zudem zeigt sich schon heute, dass steigende Staatsausgaben für Sozialleistungen an ältere Menschen auch in Deutschland die Spielräume für staatliche Investitionen deutlich verringern. 2023 flossen bereits Bundesmittel in Höhe von ca. 120 Mrd. Euro in die gesetzliche Rentenversicherung – das entspricht ca. 30 % der Einnahmen der gesetzlichen Rentenversicherung und über einem Viertel des Bundeshaushalts.[29] Mit dem laufenden Gesetzgebungsverfahren zum „Rentenpaket 2025“, das die Ausweitung der „Mütterrente“ und der Festschreibung des Rentenniveaus in der gesetzlichen Rentenversicherung auf 48 Prozent bis zum Jahr 2031 beinhaltet, beabsichtigt die aktuelle Bundesregierung weitere steuerfinanzierte Leistungsausweitungen in der gesetzlichen Rentenversicherung. Auch für die steuerfinanzierten Mindestsicherungssysteme bedeutet der demografische Wandel höhere Ausgaben. So stiegen im Jahr 2024 die Ausgaben für die Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung um 13 %, die Hilfe zur Pflege im Rahmen der Sozialhilfe um 18 %.[30]

Die bereits auftretenden und noch zu erwartenden Belastungen durch den demografischen Wandel erhöhen die Bedeutung einer soliden Fiskalpolitik und proaktiven Haushaltskonsolidierung. Darüber hinaus sind auch aus der Perspektive der öffentlichen Finanzen staatliche Maßnahmen zur Minderung negativer Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die wirtschaftliche Entwicklung sehr relevant.

[29] Vgl. Bundesministerium für Arbeit und Soziales: Gesetzliche Rentenversicherung, Artikel vom 11.02.2025.

[30] Vgl. Statistisches Bundesamt: Ausgaben für Sozialhilfe im Jahr 2024 um 14,8 % gestiegen, Pressemitteilung vom 18. August 2025.

© GDV 2025

Neben der Arbeitsmarkt- und Bildungspolitik sind dabei Reformen der Sozialversicherungssysteme und eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für private und betriebliche Vorsorge ein zentraler Hebel.

Reformbedarf bei den Sicherungssystemen

Auch über die Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte hinaus ist die langfristige Trag- und Leistungsfähigkeit der Sicherungssysteme für Alter, Krankheit und Pflegebedürftigkeit ein wesentlicher Faktor im Hinblick auf die Finanzstabilitätsimplikationen der Alterung. Bezogen auf die Alterssicherungssysteme in der EU hatte der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) schon 2020 ein Papier veröffentlicht, das grundsätzliche Fragen zu deren Stabilitätswirkung und den bestehenden Handlungsbedarf untersucht.[31]

Wie in anderen Ländern erfolgt die Alterssicherung in Deutschland mit einem Drei-Säulen-System aus gesetzlichen Sicherungssystemen (insb. gesetzliche Rentenversicherung und Beamtenversorgung), betrieblicher Altersversorgung und privater Vorsorge, z. B. über private Rentenversicherungen. Der größte Teil des Einkommens der ab 65-Jährigen entfällt bisher jedoch auf die gesetzlichen Systeme der 1. Säule. Gemäß Alterssicherungsbericht 2024 der Bundesregierung machten 2023 die Leistungen aus der gesetzlichen Rentenversicherung 53 % aus, gegenüber nur 7 % aus der betrieblichen Altersversorgung und 6 % aus der privaten Vorsorge (vgl. Abb. 11). In der Kranken- und Pflegeversicherung zeichnet sich Deutschland im internationalen Vergleich durch ein duales System von gesetzlicher und privater Versicherung aus, auch hier entfällt jedoch der überwiegende Teil der Leistungen auf die umlagefinanzierte gesetzliche Krankenversicherung.

In den letzten 15 Jahren sind zwar zahlreiche Reformen der Sozialversicherungssysteme erfolgt. Diese haben jedoch überwiegend zu einer Leistungsausweitung geführt. Beispiele sind die Einführung einer abschlagsfreien früheren Renteneintrittsmöglichkeit für Versicherte mit mindestens 45 Beitragsjahren sowie die substanzielle Erhöhung der Leistungsansprüche in der gesetzlichen Pflegeversicherung. Mit der wachsenden Zahl von älteren Leistungsempfängern bei gleichzeitig schwächer besetzten Jahrgängen, die neu ins Erwerbsleben eintreten und damit zu Beitragszahlern werden, wird die Finanzierung der Sozialversicherung schwieriger. Schon heute werden die Leistungsgrenzen der Sozialversicherungssysteme zunehmend sichtbar. 2025 erhöht sich der Gesamtsozialversicherungsbeitrag auf über 42 %, und für die nächsten Jahre wird ein weiterer substanzieller Anstieg projiziert.[32]

Die steigenden Sozialabgaben verteuern den Produktionsfaktor Arbeit und wirken sich negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wachstumspotenzial aus. Es besteht daher ein breiter Konsens, dass Strukturreformen zur Sicherung der dauerhaften Tragfähigkeit der Sozialversicherungssysteme sowie zur Minderung negativer Auswirkungen auf Arbeitsmarkt und gesamtwirtschaftliches Wachstum unverzichtbar sind. In den vergangenen Jahren wurden hierfür durch Wissenschaft und politikberatende Kommissionen bereits zahlreiche Vorschläge erarbeitet, beispielsweise die Anknüpfung des Renteneintrittsalters an die Lebenserwartung oder die Senkung des Leistungsniveaus in den umlagefinanzierten staatlichen Alterssicherungssystemen. Auch die Deutsche Bundesbank hat mit Blick auf die Stabilitätswirkung in den vergangenen Jahren regelmäßig Sozialreformen eingefordert.[33] Um eine ausreichende Absicherung sicherzustellen, ist gleichzeitig die Stärkung von privater und betrieblicher Vorsorge notwendig, die aufgrund ihrer kapitalgedeckten Finanzierung sehr viel weniger anfällig gegenüber dem

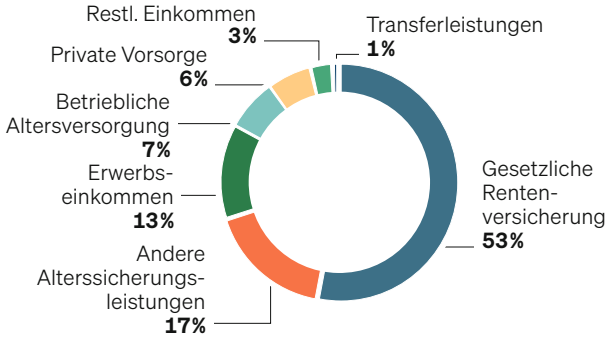
[31] Vgl. Sánchez Serrano, A. / Peltonen, T.: Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives, ESRB Occasional Paper Series, Juli 2020.

[32] Vgl. Werding, M.: Die Entwicklung der Sozialversicherungsbeiträge bis 2080: Ein Up-date, Januar 2025.

[33] Vgl. zuletzt Deutsche Bundesbank: Monatsbericht August 2025, S. 177ff.

Alterseinkommen aus gesetzlicher Rentenversicherung am wichtigsten

Abb. 11 · Quellen des Bruttoeinkommens der ab 65-Jährigen 2023 in Prozent



Quelle: ASID 2023, Alterssicherungsbericht 2024

© GDV 2025

demografischen Wandel ist.[34] Erste Reformen in diesem Bereich hat die Bundesregierung mit dem Entwurf für ein Zweites Betriebsrentenstärkungsgesetz eingeleitet. Darüber hinaus soll eine Regierungskommission in den nächsten Monaten grundlegende Sozialreformen vorbereiten.[35]

Systemische Risiken entstehen dabei nicht nur durch eine unzureichende finanzielle Tragfähigkeit der Sicherungssysteme. Auch ein unzureichendes Sicherungsniveau kann sich negativ auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken, etwa über eine Beeinträchtigung der gesellschaftlichen und politischen Stabilität und eine Beförderung von Populismus. Vor diesem Hintergrund beschäftigen sich die makroprudenziellen Aufseher regelmäßig auch mit Sicherungslücken und den Möglichkeiten für Verbesserungen in der privaten und betrieblichen Vorsorge. Dabei sind auch einzelne Personengruppen im Blick. So hat sich der EIOPA Finanzstabilitätsbericht vom Juni 2024 mit dem Aspekt der „Gender Pension Gap" und damit verbundenen negativen Effekten auf die Finanzstabilität auseinandergesetzt. Im Rahmen der anstehenden gesetzlichen Reformen kommt dementsprechend auch zielgerichteten Maßnahmen wie der besonderen staatlichen Geringverdiener-Förderung in der betrieblichen Altersversorgung und der Honorierung von Kindererziehung in der Förderung der privaten Altersvorsorge eine wichtige Bedeutung zu.

Die Finanzinstitutionen sind bereits seit einiger Zeit dabei, ihre Geschäftsmodelle, Strategien, Produkte und Vertriebsansätze auf die neue Alterszusammensetzung der Bevölkerung einzustellen. Beispielsweise ist bei den Versicherern schon seit einigen Jahren zu beobachten, dass ein höherer Geschäftsanteil auf Produkte entfällt, die auf ältere Kunden zugeschnitten sind, wie die private Rentenversicherung gegen Einmalbeitrag. Negative Effekte auf den Finanzsektor könnten sich jedoch durch die gesamtwirtschaftlichen Wachstumseinbußen und durch mögliche Umsatzrückgänge aufgrund einer geringeren Nachfrage einer alternden Bevölkerung nach Finanzdienstleistungen ergeben.[36]

Erfolgreiche Reformen zur Stärkung der kapitalgedeckten Alterssicherung würden nicht nur aufgrund des zusätzlichen Kapitalangebots und des damit möglichen höheren Sicherungsniveau im Alter das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die Finanzstabilität stärken. Sie wären auch mit zusätzlichen Geschäftschancen für den Finanzsektor verbunden, was ebenfalls die systemischen Risiken reduzieren könnte.

Hohe Bedeutung der politischen Initiativen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit

Inwieweit die Bevölkerungsalterung die Risiken für die Finanzstabilität erhöht, hängt entscheidend davon ab, wie Politik, Wirtschaft und Gesellschaft sich auf die weitere Bevölkerungsalterung einstellen und gezielte Maßnahmen treffen, um negative Effekte abzumildern. Darüber hinaus kommt auch den aktuellen Initiativen von EU-Kommission[37] und Bundesregierung[38] zur allgemeinen Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen und deutschen Volkswirtschaft eine große Relevanz dafür zu, wie gut die negativen Folgen einer alternden Bevölkerung für Gesamtwirtschaft und Finanzsystem aufgefangen und ausgeglichen werden können. Wichtige Handlungsbereiche sind dabei etwa die geplante Schaffung einer europäischen Spar- und Investitionsunion, mit der die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen verbessert werden, die Verbesserung der staatlichen Infrastruktur sowie Maßnahmen zur Reduzierung der Regulierungskomplexität, die Unternehmen und Aufseher von übermäßigen bürokratischen Anforderungen entlastet.

[34] Für eine Auswahl der zahlreichen vorliegenden Reformvorschläge für die Alterssicherung vgl. etwa Sackgasse Generationenvertrag: Wege aus der Krise der Altersversorgung, ifo Schnelldienst Ausgabe 12/2024.

[35] Vgl. BMAS: Bundesministerin Bärbel Bas setzt Sozialstaatskommission ein, Pressemitteilung vom 21.08. 2025.

[36] Aufgrund der komplexen Zusammenhänge ist die Projektion der Nachfrageeffekte schwierig. Eine empirische Untersuchung der Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf die Versicherungsnachfrage des International Center for Insurance Regulation (ICIR) im Auftrag des GDV zeigt im Basisszenario einen negativen Effekt auf die Lebensversicherungsnachfrage, aber positive Effekte auf die Nachfrage nach privater Kranken- und Pflegeversicherung, vgl. Beyer, M. u. a. (2023): Demographischer Wandel und die Nachfrage nach Lebensversicherungen.

[37] Vgl. Kompass für die Wettbewerbsfähigkeit der EU, den die EU-Kommission im Januar 2025 präsentiert hat.

[38] Vgl. etwa Deutsche Bundesregierung: Wachstumsbooster zur Stärkung des Standorts Deutschland, Artikel vom 21.07.2025.

© GDV 2025

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Besuchereingang: Leipziger Straße 121
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 dieser Ausgabe
16.09.2025

Autorin
Dr. Anja Theis

Publikationsassistenz
Nadine Luther, Heike Borchardt

Bildnachweis
Titelbild: unsplash | nataliia-kvitovska

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 2025