

Fuest, Clemens et al.

Article

Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge: Welche innovativen Lösungen sind möglich?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Fuest, Clemens et al. (2019) : Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge: Welche innovativen Lösungen sind möglich?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 72, Iss. 14, pp. 3-24

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/206897>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge: Welche innovativen Lösungen sind möglich?

Millionen Menschen in Deutschland sind von Altersarmut bedroht. Und das Risiko von Altersarmut betroffen zu sein, wird in den nächsten Jahren vor allem durch den bevorstehenden Eintritt der Babyboomer-Generation in den Ruhestand noch steigen. Die umlagefinanzierte gesetzliche Rentenversicherung stößt an ihre Grenzen. Und die private kapitalgedeckte Altersvorsorge ist in Deutschland bei weitem nicht in dem Maße verbreitet, um die entstehende Rentenlücke schließen zu können. Innovative Lösungen sind gesucht.

Clemens Fuest*, Christa Hainz**,
Volker Meier*** und Martin Werding+
Die Schaffung eines
deutschen Bürgerfonds

DAS KONZEPT

Die öffentlichen Finanzen in Deutschland profitieren seit mittlerweile fast zehn Jahren von der Kombination aus einer stetigen wirtschaftlichen Erholung nach der Finanzkrise, sinkender Arbeitslosigkeit und fallenden Zinsen. Derzeit sind selbst die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit negativ. Diese Konstellation hat es ermöglicht, ohne größere Konsolidierungsanstrengungen die Staatsschuldenquote erheblich zu senken. Während sie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise auf über 80% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen war, ist sie mittlerweile auf rund 60% gefallen. In den kommenden Jahren wird sie voraussichtlich weiter sinken.

Die Kombination aus Negativzinsen auf deutsche Staatsanleihen und sinkender Staatsverschuldung wirft die Frage auf, ob ein weiterer Abbau öffentlicher Verschuldung aus der Perspektive des volkswirtschaftlichen Vermögensmanagements die optimale Politik darstellt. Verschiedene Autoren haben vorgeschlagen, die niedrigen Zinsen auf deutsche Staats-

anleihen zu nutzen, um ein kreditfinanziertes Vermögensportfolio, also einen Staatsfonds, aufzubauen und die dadurch erwirtschafteten Erträge der Bevölkerung zukommen zu lassen (vgl. Corneo 2018; Fuest 2018). Zwar sind auch bei anderen Aktiva als Staatsanleihen die Renditen in den letzten Jahren vielfach gesunken, aber der Abstand zwischen Renditen mit hohen und niedrigeren Risiken hat zugenommen (vgl. Daly 2016). Für Aktien und Immobilien sind weiterhin ansehnliche Renditen erzielbar, auch wenn das in Folge von Kurs- und Wertschwankungen nicht in jedem Jahr gilt. Der besondere Status Deutschlands als *Safe Haven* innerhalb der Eurozone verstärkt die Renditedifferenz.

Die Frage, welche Auswirkungen ein solcher Staatsfonds auf das volkswirtschaftliche Vermögen und die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt hat, hängt stark von seiner Ausgestaltung ab. Es wäre denkbar, die Erträge aus einem solchen Fonds in den allgemeinen Staatshaushalt fließen zu lassen, sie privaten Haushalten mit niedrigen Einkommen zukommen zu lassen (vgl. Corneo 2018) oder sie zur Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge einzusetzen (vgl. Fuest 2018). Wichtiger als die Frage, wem die Erträge zukommen, ist allerdings das Investitionsvolumen und die Governance des Fonds. Auch hier sind sehr unterschiedliche Ausgestaltungen möglich.

In Fuest et al. (2019) wird ein Fondsmodell mit der Bezeichnung »Deutscher Bürgerfonds« untersucht, dessen Erträge zur kapitalgedeckten Altersvorsorge aller Bürger beitragen würden. Im Folgenden wird kurz erläutert, wie dieser Fonds funktioniert und welche Erträge man erwarten kann.

Das Konzept des Deutschen Bürgerfonds verfolgt die Idee, die oben erläuterte Renditedifferenz zu nutzen, um die deutschen Bürger bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge zu unterstützen. Dazu sollen in beschränktem Umfang zusätzli-



Clemens Fuest



Christa Hainz



Volker Meier



Martin Werding

* Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

** Dr. Christa Hainz ist Stellvertretende Leiterin des ifo Zentrums für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung.

*** Prof. Dr. Volker Meier ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am ifo Zentrum für Arbeitsmarkt- und Bevölkerungsökonomik.

+ Prof. Dr. Martin Werding ist Professor für Sozialpolitik und öffentliche Finanzen an der Ruhr-Universität Bochum und Fellow des CESifo Research Network.

che Staatsschulden aufgenommen werden, im Rahmen der geltenden nationalen und europäischen Staatsverschuldungsregeln.

Die Probleme der kapitalgedeckten Altersvorsorge bei niedrigen Zinsen spielen in der aktuellen politischen Debatte in Deutschland eine zentrale Rolle. Vor diesem Hintergrund analysieren Fuest et al. (2019) das Modell eines durch Verschuldung des Bundes aufgebauten Fonds, dessen Vermögen international in Aktien, Immobilien und Anleihen angelegt wird. Die Überschüsse werden dazu verwendet, jüngeren Jahrgängen beim Erreichen der künftigen Regelaltersgrenze für den Renteneintritt von 67 Jahren eine Kapitalleistung analog zu einer Lebensversicherung zu zahlen.

Wir konzentrieren uns hier auf eine Modellrechnung, in der die gesamte Wohnbevölkerung im erwerbstätigen Alter einbezogen ist, so dass es auch für aktuell rentennahe Jahrgänge Auszahlungen gibt, die allerdings eher gering ausfallen. Der Fonds erreicht nach 50 Jahren seinen Reifezustand mit dem ersten Altersjahrgang, für den im gesamten Erwerbssalter Erträge im Fonds angesammelt worden sind. Nach Tilgung der dafür aufgenommenen Verschuldung beträgt die Kapitalleistung beim Renteneintritt dann in Preisen von 2020 gut 16 000 Euro.¹

Alle Varianten dieser Modellrechnung zeigen, dass die Idee, die hohe Bonität Deutschlands im Interesse der Bürger gezielt zu nutzen, ohne Verschuldungsregeln zu verletzen, nennenswerte Vermögenssteigerungen und speziell Verbesserungen bei der Altersversorgung ermöglicht. Dabei ist hervorzuheben, dass eine Belastung durch zusätzliche Beiträge, die vor allem für Menschen mit geringen Einkommen kaum zu leisten sind, entfällt. Es sollte nicht verschwiegen werden, dass auch breit gestreute Kapitalanlagen immer Risiken mit sich bringen, aber derartige Risiken bestehen bei jeder Form der kapitalgedeckten Altersvorsorge.

MODELLRECHNUNGEN ZU FONDSVOLUMEN UND ERTRÄGEN

Für Modellrechnungen zu Aufbau und Ausschüttungen eines deutschen Bürgerfonds werden hier verschiedene Annahmen getroffen. Sie beziehen sich teilweise auf die Ausgestaltung des Fonds und können bei einer praktischen Umsetzung der Idee verändert werden. Teilweise betreffen sie die demographischen und ökonomischen Rahmenbedingungen, unter denen sich die Finanzen des Fonds in Zukunft entwickeln.

Das Hintergrundzenario zur Entwicklung von Demographie, Erwerbstätigkeit und gesamtwirt-

schaftlichem Wachstum in Deutschland im Zeitraum bis 2080 beruht sowohl für die Basisvariante als auch für alle Alternativvarianten der hier vorgestellten Berechnungen auf Langfristsimulationen, die mit Hilfe des Modells SIM.16 erstellt werden.² Details zu den Annahmen zur zukünftigen demographischen Entwicklung und zum angenommenen Wirtschaftswachstum finden sich in Fuest et al. (2019).

Wir nehmen an, dass der deutsche Bürgerfonds ab 2020 Jahr um Jahr 0,5% des BIP am Kapitalmarkt aufnimmt und für seine Anteilseigner anlegt. Damit liegt man in der Größenordnung der aktuellen Schuldenbremse des Grundgesetzes, die ein strukturelles Defizit von 0,35% des BIP erlaubt, sowie des Europäischen Fiskalpakts von 2013, nach dem die strukturelle Neuverschuldung auf 0,5% des BIP zu begrenzen ist. Derzeit erwirtschaftet der deutsche Staat Überschüsse, so dass hinreichende Spielräume bestehen, ohne diese Grenzen zu verletzen. Gemessen an aktuellen Gegebenheiten und einschlägigen Erfahrungen treffen wir eher zurückhaltende Annahmen, nach denen der fällige Schuldzins ab 2020 real 1% p.a. beträgt, während der Fonds durch seine Anlagestrategie jeweils eine Rendite von real 3% p.a. erwirtschaftet. Vereinfachend werden diese Werte im gesamten Simulationszeitraum konstant gehalten. Für die korrekte Bestimmung von jährlichen Zinszahlungen und Erträgen sind zusätzlich Annahmen zur Höhe der Inflationsrate erforderlich. Diese wird auf konstant 2% p.a. gesetzt. Der Nominalzins für die vom Fonds aufgenommenen Mittel beläuft sich somit auf rund 3% p.a., und bei der Anlage des Fondsvermögens ergeben sich nominale jährliche Renditen von rund 5,1%. Diese liegen damit in der Größenordnung der durchschnittlichen Renditen des norwegischen Ölfonds. Alle in dieser Studie angegebenen Eurobeträge werden inflationsbereinigt ausgewiesen, in Preisen des Basisjahres 2020.

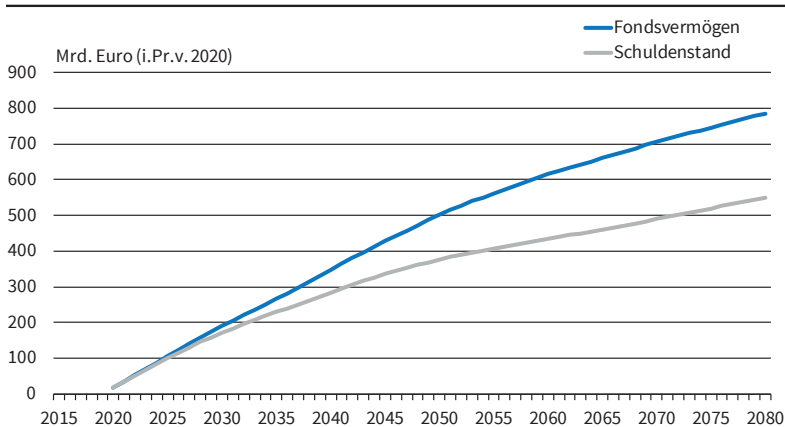
Die jährlichen Zuführungen zum Fonds werden stets zu gleichen Teilen auf alle Anteilseigner aufgeteilt und ihnen in individuellen Konten gutgeschrieben. Wir nehmen an, dass die Anteile an die Wohnbevölkerung im Alter von 15 bis unter 67 Jahren verteilt werden. Die individuellen Fondsanteile variieren mit der Dauer der Teilnahme. Sie bestimmen zugleich, welche Anteile an den Erträgen des Fonds auf individuelle Konten entfallen. Vorab werden aus den Erträgen allerdings auch die laufenden Schuldzinsen auf die Mittel gedeckt, die zur Finanzierung des Fonds aufgenommen wurden, damit sich die laufende Neuverschuldung nicht weiter erhöht.³ Sobald die Anteilseigner die gesetzliche Regelaltersgrenze erreichen, werden ihre Konten aufgelöst. Aus dem letzten Kon-

² Für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding (2013).

³ Alternativ könnten die anfallenden Schuldzinsen auch kreditfinanziert und die Neuzuführungen zum Fonds im Gegenzug so begrenzt werden, dass die gesamte Neuverschuldung – wie für die Basisvariante unterstellt – immer nur 0,5% des BIP beträgt. Die finanzielle Entwicklung des Fonds und die Höhe der Auszahlungen an die Anteilseigner blieben davon völlig unberührt.

Abb. 1

Fondsvermögen und Schuldenstand 2020–2080



Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

tostand werden zunächst die Schulden liquidiert, die auf die individuellen Anteile an den vorherigen Zuführungen zurückgehen. Verbleibende Überschüsse, die aus der Differenz zwischen Schuldzins und erwirtschafteter Rendite resultieren, werden den Anteilseignern für ihre Ruhestandsphase als Kapitalbetrag ausgezahlt. Wenn solche Kapitalbeträge nach einer gewissen Anlaufzeit ausreichend hoch werden, können sie im Prinzip auch in auf Lebenszeit gewährte Renten umgewandelt werden. Für den wenig wahrscheinlichen, aber nicht auszuschließenden Fall von Verlusten müsste man eine staatliche Ausfallgarantie vorsehen, die aus allgemeinen Steuermitteln finanziert wird.⁴

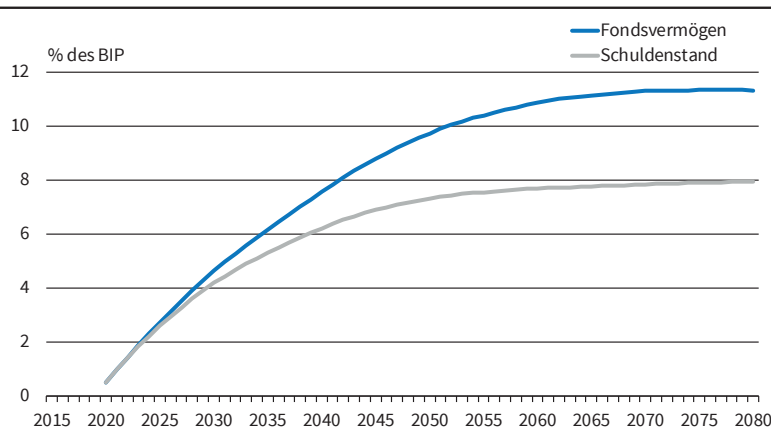
Im Basisjahr 2020 erhält der Fonds nach den hier geschilderten Regeln Zuführungen in Höhe von insgesamt 18,3 Mrd. Euro. Anschließend wächst er rasch an (vgl. Abb. 1). 2030 erreicht das Fondsvermögen – unter Berücksichtigung von Erträgen, fälligen Schuldzinsen und zunächst noch eher geringen Auszahlungen – einen Gesamtwert von rund 190 Mrd. Euro, 2040 dann einen Wert von knapp 350 Mrd. Euro (alle Angaben in Preisen von 2020). Wegen des realen Wachstums des BIP und zunehmender Zinseffekte beschleunigt sich das Wachstum in dieser Phase sogar noch. Ab 2050 verlangsamt es sich jedoch zusehends, weil die Auszahlungen an Anteilseigner, die die Regelaltersgrenze erreichen, immer mehr an Gewicht gewinnen. Gegen Ende des Projektionszeitraums geht das Ver-

aufgenommenen Schuldenstand. 2030 beträgt der erreichte Überschuss gut 18 Mrd. Euro und 2040 rund 62 Mrd. Euro (in Preisen von 2020). Nach 2070 steigt dieser Überschuss inflationsbereinigt auf über 220 Mrd. Euro und stabilisiert sich dann auf diesem Niveau. Diese Beträge stellen jeweils Kapitalreserven dar, die für zukünftige Auszahlungen an alle Anteilseigner zur Verfügung stehen – nicht nur im laufenden Jahr, sondern bis die zu diesem Zeitpunkt jüngsten Teilnehmer die Regelaltersgrenze erreichen.

Ein noch aussagekräftigeres Bild von der Entwicklung des Fondsvermögens und des dahinter stehenden Schuldenstands erhält man, wenn man die jeweiligen Werte in ein Verhältnis zum laufenden BIP setzt (vgl. Abb. 2). Die Schuldenstandsquote steigt ab 2020 zunächst 20 Jahre lang recht ungebrochen an. Danach flacht ihr Verlauf allerdings zusehends ab. Auf 2080 zu stabilisiert sie sich bei etwas unter 8% des BIP. Für das Fondsvermögen ergibt sich in dieser Perspektive ab 2020 fast 30 Jahre lang ein steiler Anstieg, der erst ab 2050 erkennbar nachlässt. Nach 2070 liegt

Abb. 2

Fondsvermögen und Schuldenstand je BIP 2020–2080



Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

⁴ Bei der Governance des Fonds ist darauf zu achten, dass diese Verlustausgleichsgarantie nicht mit exzessiver Risikoneigung beantwortet wird.

das Vermögen dann ebenfalls recht konstant bei 11,3% des BIP. Als Überschuss des Fondsvermögens über den Schuldenstand ergeben sich auf Dauer somit Werte von rund 3,4% des jeweiligen BIP.

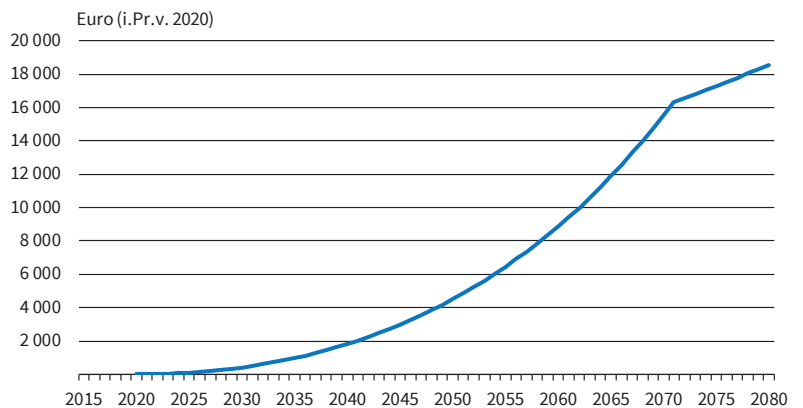
Für Personen, die bei Einführung des deutschen Bürgerfonds im Jahr 2020 zu den ältesten Anteilseignern zählen, führt die unterstellte Differenz zwischen Schuldzinsen und Fondserträgen bei baldiger Liquidierung ihrer Fondsanteile – mangels nennenswerter Zinseszinsseffekte – zunächst nur zu sehr kleinen Kapitalauszahlungen. Verteilt man die Zuführung von 18,3 Mrd. Euro im ersten Jahr auf 54,4 Mio. Mitglieder, erhält jedes davon einen Anlagebetrag von knapp 340 Euro, der im Extremfall schon im nächsten Jahr zurückgezahlt werden muss, verzinst mit 3% bei einem Ertrag von gut 5%. In den Folgejahren steigt der Anlagebetrag je Mitglied an. Er erreicht 2030 knapp 500 Euro, 2040 knapp 700 Euro und wächst nach 2050 auf über 1 000 Euro im Jahr an (alle Angaben in Preisen von 2020). Da diese Beträge später jeweils zurückgezahlt werden müssen, ergeben sich höhere Auszahlungsbeträge in erster Linie über eine längere Anlagedauer. Diese beträgt maximal 52 Jahre, wenn der Mitgliederkreis die Wohnbevölkerung im Alter von 15 bis unter 67 Jahren umfasst, und wird erst ab 2071/2072 erreicht.

Kapitalauszahlungen an Personen, die bis 2030 die Regelaltersgrenze erreichen, fallen daher noch fast vernachlässigbar gering aus. Sie erreichen in diesem Jahr gut 400 Euro, steigen bis 2040 dann auf gut 1 800 Euro und bis 2050 weiter auf rund 4 500 Euro (alle Angaben in Preisen von 2020).⁵ Wegen immer stärkerer Zinseszinsseffekte ist der Anstieg in diesem Zeitraum exponentiell. Für 2071 ergibt sich erstmalig eine Kapitalauszahlung, die preisbereinigt 16 000 Euro übersteigt (vgl. Abb. 3). Erst anschließend ist das System voll eingeführt. Die Auszahlungsbeträge erhöhen sich dann nur noch mit dem (realen) Wachstum der Anlagebeträge und den damit erzielten Erträgen. Alle diese Angaben gelten für Anteilseigner, die die maximale Anlagedauer für ihren Geburtsjahrgang realisieren. Wenn individuelle Fondsanteile erst ab einer Zuwanderung im Alter über 15 Jahren erworben werden, können sich im Ein-

⁵ Falls Anteilseigner vor Erreichen der Regelaltersgrenze sterben, wird in den Berechnungen eine versicherungstechnische Vererbung aller ihrer bis dahin angesammelten Fondsanteile an andere Anteilseigner aus dem gleichen Geburtsjahrgang unterstellt. Das gleiche gilt für ihre Anteile an der zur Finanzierung des Fonds aufgenommenen Verschuldung und damit auch für die im Erbensfall auszuzahlenden Überschüsse.

Abb. 3

Kapitalauszahlungen bei Eintritt ins Rentenalter (2020–2080)



Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

zelfall geringere Effekte ergeben. Dasselbe gilt, wenn sie im Falle einer (temporären) Auswanderung ruhen, bei Erreichen der Regelaltersgrenze aber gleichwohl abgerufen werden können. Für die aggregierte Entwicklung des Fonds sind Zu- und Abwanderungen, inkl. Rückwanderungen in jeder Richtung, dagegen neutral.

Unter Umständen erscheint es zwar nicht als lohnend, geringe Kapitalauszahlungen, wie sie in der Frühphase des Fonds erreicht werden, in Renten umzuwandeln, die ab Erreichen der Regelaltersgrenze auf Lebenszeit gewährt werden. Die aus einer solchen Verrentung resultierenden Ansprüche geben aber eine zusätzliche Vorstellung von der Größenordnung der Effekte des Bürgerfonds. Bei der Ermittlung entsprechender jährlicher Renten wird hier unterstellt, dass sie auf einer versicherungsmathematisch fairen Umwandlung basieren.

Mitglieder des Jahrgangs 2005, die die Regelaltersgrenze 2072 – erstmalig nach maximaler Anlagedauer – erreichen, erhalten nach einer solchen Verrentung ihrer Kapitalauszahlung eine jährliche Rente, die sich preisbereinigt auf knapp 1 270 Euro beläuft; dies entspricht 6,9% des nach Liquidierung der Fondsanteile ausgezahlten Kapitalbetrages bzw. einer Monatsrente von 105 Euro (in Preisen von 2020). Es erreicht damit die Größenordnung einer typischen Zusatzrente aus betrieblicher oder privater Vorsorge, die in der Erwerbsphase nicht jahrzehntelang, sondern nur phasenweise bedient wurde, im Alter aber einen willkommenen Beitrag zur Sicherung des Lebensstandards leistet. Zudem sind die Kapitalauszahlungen und die daraus erreichbaren Rentenbeträge vom sonstigen Einkommen der Bezieher völlig unabhängig. Für Personen, die wegen fragmentierter Erwerbsbiographien oder niedriger Löhne nur geringe Ansprüche auf gesetzliche Renten oder aus anderen Vorsorgesystemen erworben haben und daher von Altersarmut bedroht sind, können Beträge der hier ermittelten Größenordnung eine

unverzichtbare Komponente ihrer Alterssicherung darstellen.

KRITISCHE WÜRDIGUNG

Die Einrichtung eines Staatsfonds, wie er hier skizziert wird, wäre für Deutschland eine grundlegende Neuerung. Die Idee, in großem Umfang neue Staatsschulden aufzunehmen und die Mittel am Kapitalmarkt zu investieren, erscheint schwer vereinbar mit der grundlegenden Einsicht, dass die Bürger am besten selbst für ihre Altersvorsorge sorgen und selbst entscheiden sollten, wie sie ihre Ersparnisse investieren. Aus ökonomischer Sicht ist es allerdings durchaus sinnvoll, eine allgemeine Pflicht zur Altersvorsorge vorzugeben, um zu verhindern, dass sich Einzelne auf sozialstaatliche Unterstützung im Alter verlassen. Darüber hinaus ist es auch aus ökonomischer Sicht durchaus sinnvoll, die sehr guten Verschuldungskonditionen des Staates bei der Gestaltung der Staatsfinanzen nicht außer Acht zu lassen. Theoretisch wäre es denkbar, dass der Staat Schulden aufnimmt und die Mittel direkt an die Bürger ausschüttet (oder Steuern senkt) und jeder Bürger verpflichtet wird, eine angemessene Altersvorsorge vorzuweisen. Diese Lösung käme dem hier vorgeschlagenen Staatsfonds aber sehr nahe. Das wichtigste politökonomische Risiko eines Staatsfonds liegt sicherlich darin, dass die Mittel zweckentfremdet werden, beispielsweise indem mit der Anlagepolitik politische Ziele (*greening the economy*, Stützung maroder Unternehmen) verfolgt werden, die mit der Renditemaximierung in Konflikt stehen. Hier ist es entscheidend, für eine institutionelle Absicherung zu sorgen, die den Fonds dem politischen Tagesgeschäft entzieht. Beispielsweise könnte die Deutsche Bundesbank beauftragt werden, die Aufsicht über den Bürgerfonds zu übernehmen.

Zu den wesentlichen sonstigen Risiken des deutschen Bürgerfonds zählen Kursschwankungen, die gegebenenfalls den Auszahlungsbetrag der Anteilseigner noch im letzten Jahr vor der Auszahlung negativ beeinflussen können. Dies ließe sich allerdings ähnlich der Vorgehensweise bei vielen fondsbasiereten privaten Rentenversicherern intern reduzieren, indem ein fiktiver Handel zwischen alten und jungen Anteilseignern stattfindet, wobei die alten Anteilseigner Aktien verkaufen und Anleihen erwerben. Von der Finanzierungsseite her kann es über die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen ebenfalls zu Schwankungen der Nettoerträge kommen. Zwar sind die in der Simulation angesetzten Nominalzinsen von 3% gegenwärtig klar zu hoch angesetzt, so dass aktuell eine höhere Renditedifferenz der Anlagen des Fonds zu den Finanzierungskosten als realisierbar erscheint. Umgekehrt hat es in der Vergangenheit aber längere Phasen gegeben, in denen auf deutsche Anleihen ein Zinssatz von 3% überschritten wurde, was das Erwirtschaften eines Überschusses erschwert. Hierzu erscheint es

angemessen, eine Stoppregel vorzusehen, sobald ein kritischer Zinssatz von zum Beispiel 6% erreicht ist, zu dem es unwahrscheinlich erscheint, dauerhaft eine höhere Rendite auf dem Kapitalmarkt zu erwirtschaften.

Hinsichtlich des Ertrags bestehen zusätzliche Risiken vor allem bei Anlagen im Ausland, es ergeben sich aber auch Chancen und Risikominderungen durch Diversifizierung. Außerhalb des Bereichs der Eurozone ist mit Wechselkursschwankungen zu rechnen. Ferner ergeben sich Probleme durch eine ausländische Quellensteuer, die möglicherweise nicht einholbar ist, sowie politische Risiken, die im Extremfall den Charakter von Enteignungen haben können. Gleichzeitig ist eine breite internationale Streuung der Anlagen notwendig und sinnvoll, weil natürlich auch Anlagen im Inland Risiken aufweisen. Für den unwahrscheinlichen Fall, dass bei einzelnen Kohorten die Schulden des Fonds die Aktiva übersteigen, müsste der Bund den Ausfall übernehmen, da negative Auszahlungen kaum denkbar sind. Es wäre auch möglich, in diesem Fall die Verluste auf mehrere Kohorten zu verteilen. Dazu sollten bei Gründung des Fonds eindeutige Regelungen getroffen werden, damit der Fonds nicht zum Gegenstand von politischen Verteilungskämpfen wird.

Zu den positiven Anreizwirkungen zählt die Disziplinierung der Fiskalpolitik. Soweit die Neuverschuldungsregeln tatsächlich beachtet werden und beim Aufbau des deutschen Bürgerfonds greifen, kann die volle Zuführung in den Fonds nur dann erfolgen, wenn der Staat ansonsten einen ausgeglichenen Haushalt aufweist. Daher besteht ein besonderes Interesse der Wähler, insbesondere der Ärmere, für die die Kapitalleistung eine bedeutende Einnahmequelle darstellt, das Verschuldungspotenzial in voller Höhe zu erhalten, damit die Zuführung in den Kapitalstock so hoch wie möglich ausfallen kann. Ebenso ist ein Widerstand der Wähler zu erwarten, falls die Politik auf die Konten der Anteilseigner oder etwaige Reserven im Fonds zugreifen möchte oder die Anlagepolitik des Fonds beeinflussen will. Um dieses Risiko weiter zu verringern, wäre aber eine Ansiedlung des Fonds an einer gegen einen derartigen Zugriff geschützten Stelle ratsam, wobei sich insbesondere die Bundesbank anbietet. Um ein professionelles Vermögensmanagement zu gewährleisten, wäre ein Rückgriff auf Expertise des Finanzsektors naheliegend, wobei strikt darauf zu achten ist, die Verwaltungskosten gering zu halten. Die vom norwegischen Staatsfonds ausgewiesenen Kosten in Höhe von acht Basispunkten können dabei als Orientierung dienen.

Nicht unwesentlich erscheint die Möglichkeit der Imitation durch andere Staaten, insbesondere aus der Eurozone, die gegenwärtig ebenfalls von der Niedrigzinsphase profitieren. Nach den Erfahrungen aus dem laxen Umgang mit den Maastricht-Kriterien könnten auch höher verschuldete Länder die hier skizzierte Möglichkeit nutzen, sich womöglich höher verschul-

den und gemessen am BIP einen noch größeren Fonds aufbauen. Vom deutschen Fonds in der hier dargestellten Größe ist angesichts der geplanten weltweiten Anlage nicht zu erwarten, dass die internationalen Aktien- und Anleihemärkte dadurch erheblich gestört werden. Dies kann sich ändern, wenn viele Staatsfonds beachtlicher Größe aufgelegt werden. Die Preise der Anlagen könnten dadurch derart nach oben getrieben werden, dass die Renditedifferenz zwischen den Anlagen und den Finanzierungskosten auf die Dauer niedriger ausfällt als hier dargestellt.

LITERATUR

Corneo, G. (2018), »Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 19(2), 94–109.

Daly, K. (2016), »A Secular Increase in the Equity Risk Premium«, *International Finance* 19(2), 179–200.

Fuest, C. (2018), »Der Schatz der Deutschen«, *Handelsblatt*, 5. Dezember, 48.

Fuest, C., Chr. Hainz, V. Meier und M. Werding (2019), *Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds*, ifo Studie, ifo Institut, München.

Werdning, M. (2013), *Modell für flexible Simulationen zu den Effekten des demographischen Wandels für die öffentlichen Finanzen in Deutschland bis 2060: Daten, Annahmen und Methoden*, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Giacomo Corneo*

Eine universelle Zusatzrente durch optimierte Risikoübernahme

1.

Aktuelle Simulationen zeigen, dass ab 2030 mit einem erheblichen Anstieg des Altersarmutsrisikos in Deutschland zu rechnen ist; für 2045 wird eine Armutsrisikoquote der Älteren von über einem Fünftel vorhergesagt (vgl. Buslei et al. 2019). Das Problem einer unzureichenden Altersvorsorge beschränkt sich aber nicht auf das untere Quintil, denn auch die Mittelschicht ist betroffen. Laut der jüngsten Welle des PHF besitzt der Median der Haushalte mit Vorstand im Alter zwischen 45 und 65 ein Nettofinanzvermögen von ca. 8 500 Euro. Ein solches Vermögen wird nicht ausreichen, um zu verhindern, dass der Konsum in der Rentenzeit drastisch sinkt. Kann diese auf Deutschland zukommende Krise ohne die Einführung verzerrender Steuern und Subventionen abgewendet werden?

Folgende Planskizze soll zeigen, dass die Realisierung eines Effizienzgewinns wesentlich dazu beitragen kann, den künftigen Lebensstandard der älteren Bevölkerung zu sichern:

Die Bundesregierung gründet einen Staatsfonds und stattet ihn mit Kapital aus. Der Staatsfonds hat die Aufgabe, das erhaltene Kapital so zu investieren, dass seine risikoangepasste Rendite langfristig maximiert wird. Die Fondsverwaltung besteht aus politisch unabhängigen Fachleuten, ist bei der Bundesbank angesiedelt und genießt ähnliche Garantien politischer Unabhängigkeit.

Das Anfangsvermögen des Staatsfonds wird durch die Ausgabe von zweckgebundenen Bundesanleihen finanziert. Die vom Fonds erzielte Rendite wird verwendet, um an die Bevölkerung im Alter von über 67 Jahre eine Altersdividende auszuzahlen. Durch diese Altersdividende wird das Armutsrisiko drastisch vermindert, und die verfügbaren Einkommen der Mittelschicht werden stabilisiert.

Vor der Auszahlung der ersten Altersdividende erfolgt eine Phase der Vermögensbildung. Während dieser Zeit emittiert der Bund jedes Jahr zweckgebundene langfristige Anleihen in Höhe von einem BIP-Prozentpunkt. Die auf diese Weise gesammelten Mittel fließen in den Staatsfonds zum Aufbau von Kapital. Diese Phase endet, wenn die Fondsgröße 16 bis 17 BIP-Prozentpunkte beträgt. Bei Reinvestition der Fondserträge und einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von ca. 6% sind erwartungsgemäß zwölf Jahre nötig, um das Ziel zu erreichen. Danach werden die Fondserträge für die Finanzie-

* Prof. Dr. Dr. Giacomo Corneo ist Inhaber des Lehrstuhls für öffentliche Finanzen an der Freien Universität Berlin.

zung der Altersdividende verwendet. Hierfür steht ein jährliches Ausgabenvolumen in Höhe von ca. einem BIP-Prozentpunkt zur Verfügung. Die Altersdividende beträgt jährlich 1 500 bis 1 800 Euro pro Person.

2.

Anlagestrategie des Staatsfonds

Der Fonds soll überwiegend in risikobehaftete Anlagen, hauptsächlich in den globalen Aktienmarkt, investieren. Hierfür sprechen mehrere Gründe. Die meisten Haushalte in Deutschland halten zu wenige risikobehaftete Finanztitel, insbesondere Aktien, im Vergleich zu effizienten Portfolios; beim risikanten Anlegen bestehen daher die größten potenziellen Effizienzgewinne (vgl. König und Wenzel 2019). Da Aktien risikobehaftet und Bürger risikoscheu sind, sollte das Portfolio des Fonds möglichst diversifiziert sein, indem der Staatsfonds in den globalen Aktienmarkt investiert. Um politischen Druck und Lobbyismus zu minimieren, sollte der Fonds ausschließlich in ausländische Unternehmen investieren.¹ Deshalb und weil die Expertise der Fondswalter begrenzt ist, sollte dem Fonds untersagt werden, Kontrollaktionär von einzelnen Unternehmen zu werden. Mit anderen Worten sollte der Fonds keine unternehmerische Leistung erbringen, sondern lediglich das kollektive Portfolio der Bürger effizient verwalten.

Weil der vorgeschlagene Fonds im Wesentlichen ein Aktienfonds ist, kann man im Erwartungswert mit einer Rendite von real ca. 6% im Jahr rechnen. Denn die Fondsrendite soll mindestens der globalen Equity Risk Premium entsprechen, bei der ein hypothetischer Investor passiv in einen weltweiten Aktienmarktindex anlegt und die Finanzierungskosten eines sicheren Staates trägt. Diese Größenordnung steht im Einklang sowohl mit der empirischen Evidenz zu vergangenen Entwicklungen (vgl. Mehra und Prescott 2008; Jordá et al. 2017) als auch mit Zukunftsprognosen (vgl. Daly 2016).

Die Altersdividende

Die Altersdividende ist eine universelle Leistung, die jeder Bürger im Alter von 67+ regelmäßig erhält, z.B. vierteljährlich, und die auf Sozialleistungen nicht anzurechnen ist.² Anspruchsberechtigt sind alle Bürger, die ihren Hauptwohnsitz in Deutschland haben. Einwanderer könnten einen Anteil des regulären Betrags erhalten. Beispielsweise könnte dieser Anteil durch die relative Dauer ihres Aufenthalts in

Deutschland (Hauptwohnsitz) zwischen Alter 18 und 67 bestimmt werden.

Da der Fonds riskant anlegt, sollte die Höhe der Altersdividende in einem Jahr nicht Eins zu Eins von der Rendite des Fonds im gleichen Jahr bestimmt werden, denn dadurch ergäben sich unnötig große Schwankungen. Vielmehr sollte der Staat in Zeiten überdurchschnittlicher Rendite Reserven aufbauen, die in Zeiten niedriger Rendite abgebaut werden, um die Auszahlungen an die Bürger möglichst konstant zu halten. Ein Beispiel hierfür liefert der US-Bundesstaat Alaska: Dort zahlt ein Staatsfonds seit den frühen 1980er Jahren eine soziale Dividende an die Bürger. In Alaska wird die soziale Dividende über die Durchschnittsrendite des Fonds der letzten fünf Jahre ermittelt, und dadurch werden extreme Schwankungen vermieden. Inzwischen existieren ausformulierte Modelle dynamischer Optimierung unter Unsicherheit, die der deutsche Staat verwenden könnte, um die Altersdividende im Zeitverlauf zu bestimmen.

Verwendung der Bruttorendite des Fonds

Bevor die Fondserträge für die Altersdividende genutzt werden, sind aus ihnen die Verwaltungskosten des Staatsfonds zu decken. Strebt man ein langfristig konstantes Verhältnis zwischen Fondsgröße und BIP an, wird ferner bei positivem Wirtschaftswachstum die Reinvestition eines Teils der Erträge notwendig sein, um dieses Verhältnis zu stabilisieren. Schließlich ist unter Umständen eine Zuwendung an den Bundeshaushalt nötig, um die ihm entstandenen Finanzierungskosten für den Fonds auszugleichen. Folgendes Verfahren bietet sich an: Das Gesetz zur Errichtung des Fonds bestimmt, dass die Bruttoschuldenstandquote durch den Fonds langfristig nicht mehr als in einer den ausgegebenen zweckgebundenen Anleihen entsprechenden Höhe steigen darf. Beim oben skizzierten Plan und einer Dauer der Vermögensbildungsphase von zwölf Jahren hieße es also: Die Bruttoschuldenstandquote darf in Folge der Errichtung des Fonds um maximal 12 BIP-Prozentpunkte steigen. Liegt der Zinssatz auf Staatsschulden niedriger als die Wachstumsrate des BIP, verringert sich die Zunahme der Schuldenstandquote im Zeitverlauf automatisch unter 12 BIP-Prozentpunkte. Im umgekehrten Fall muss der Fonds dem Bundeshaushalt einen Betrag überweisen, um die Schuldenstandquote zu stabilisieren. Dieser Betrag entspricht einem um die Wachstumsrate des BIP verminderten Zinssatz auf das Anfangsvermögen, das der Fonds vom Bund erhalten hat.³



Giacomo Corneo

¹ Genauso verfährt der weltweit größte Staatsfonds, der in Norwegen angesiedelt ist. Seine Transparenz könnte als Vorbild für einen deutschen Staatsfonds dienen.

² Jeder Bürger würde die Option erhalten, auf diese Auszahlung zu verzichten. Der Bürger könnte dann entscheiden, ob seine Altersdividende Eigentum des Staatsfonds wird oder als Spende einer Wohltätigkeitsorganisation seiner Wahl zugutekommt.

³ Derzeit verschuldet sich die Bundesrepublik zu einem Zinssatz deutlich unterhalb der Wachstumsrate des deutschen BIP. So lag die Nominalrendite von zehnjährigen Bundesanleihen bei der letzten Auktion bei -0,24%. Weltweite demographische und technologische Entwicklungen suggerieren, dass diese Niedrigzinsphase lange andauern wird (vgl. von Weizsäcker 2015; Blanchard 2019).

3.

Dieser Plan gründet auf zentralen Ergebnissen der ökonomischen Forschung. Die Theorie optimalen Konsums und optimaler Portfoliowahl im Lebenszyklus zeigt, dass eine effiziente Altersvorsorge sowohl ein umlagefinanziertes Rentensystem als auch Finanzmarktinvestitionen umfasst (vgl. Merton 1983). Ersteres beteiligt die Haushalte an der Rendite des Humankapitals der Volkswirtschaft, letzteres an der Rendite des physischen Kapitals. Die Finanzmarktinvestitionen sollten möglichst breit diversifiziert werden und eine Übernahme von Marktrisiko entsprechend der Risikopräferenzen der Haushalte beinhalten.

Die Empirie zeigt, dass die finanziellen Portfolios der meisten Haushalte signifikant von einer effizienten Zusammensetzung abweichen. Typischerweise legen die Haushalte zu wenig in risikobehaftete Titel an, und ihre Anlagen sind nicht hinreichend diversifiziert. Insgesamt erzielen die meisten Haushalte eine Rendite, die bei gegebenem Risiko viel zu niedrig ist (vgl. Calvet et al. 2007; von Gaudecker 2015; Fagereng et al. 2019; König und Wenzel 2019). Die Gründe sind vielfältig: Pekuniäre, zeitliche und vor allem kognitive Kosten der Teilnahme am Finanzmarkt, insbesondere am Aktienmarkt, begründen das Phänomen (vgl. Barberis und Huang 2008, Andersen und Nielsen 2011; Grinblatt et al. 2011; Lusardi et al. 2017).

Der umrissene Politikvorschlag wendet diese theoretischen und empirischen Kenntnisse an, um den potenziellen Effizienzgewinn auszuschöpfen, auf den sie hindeuten. Der oben beschriebene Staatsfonds führt nämlich zu einer diversifizierten gemeinsamen Beteiligung aller Haushalte am globalen Aktienmarkt, nur das keine der von der Forschung hervorgehobenen Teilnahmekosten entstehen. Eine ausführliche formale Analyse dieser Politikmaßnahme findet sich in Corneo (2018a). Dort zeige ich unter vergleichsweise schwachen Annahmen, dass ein solcher Staatsfonds eine Pareto-Verbesserung herbeiführt.⁴

4.**Zur optimalen Größe des Staatsfonds**

Es sei zunächst angenommen, dass seine Einführung keine nennenswerte Auswirkung auf Finanzmarktrenditen hat. In diesem Fall wird die optimale Größe des Fonds von der kollektiven Risikoübernahme begrenzt, die mit seiner Errichtung einhergeht. Im Zuge der Einführung des Fonds nehmen die Bundesbürger kollektiv Schulden zu einem festen Zinssatz auf und legen diese Mittel riskant an. Je größer der Fonds, desto größer ist die damit ver-

bundene Risikoübernahme. Die zentralen Parameter, die die optimale Risikoübernahme bestimmen, sind daher die Risikoaversion der Bürger, die Varianz der Fondserträge und die erwartete Risikoprämie. Empirisch plausible Werte dieser Parameter deuten darauf hin, dass die Größenordnung des Fonds im oben skizzierten Plan (ca. 16% vom BIP) mit dem Optimum kompatibel sein könnte.⁵ Wohlgermerkt handelt es sich bei dieser Quantifizierung nur um einen ersten Anhaltspunkt, der detailliertere Überprüfungen verlangt.

Diese grobe Einschätzung blendet ferner die Auswirkungen der vorgeschlagenen Politik auf die globale Aktienrendite und die Verzinsung von Bundesanleihen aus. In der Tat ist zu erwarten, dass diese Auswirkungen geringfügig wären. Laut Weltbank betrug das deutsche BIP im Jahr 2017 ca. 3 693 Billionen US-Dollar; die gleiche Quelle gibt für das gleiche Jahr eine globale Aktienmarktkapitalisierung in Höhe von 79 230 Billionen US-Dollar an. Selbst wenn das gesamte Vermögen des Fonds langfristig in Aktien angelegt wird, würde dies weniger als 0,8% des globalen Aktienmarkts darstellen. Hinzu kommt, dass das Aktienangebot nicht fest ist, denn Unternehmen werden durch die steigende Aktiennachfrage zum Börsengang animiert. Im Ergebnis ist somit davon auszugehen, dass der Effekt auf Aktienpreise und -rendite geringfügig wäre.

Geringfügig wäre ebenfalls der Effekt auf den Zinssatz, den die Bundesrepublik auf die eigenen Schulden zahlen muss. Da ihre Nettoverschuldung nicht steigt und durch den Fonds ein Effizienzgewinn zugunsten des deutschen Steuerzahlers realisiert wird, ist nicht zu erwarten, dass die Bundesrepublik an Bonität einbüßen wird. In Zeiten der globalen Sparschwemme und entsprechender Knappheit an sicheren Anlagemöglichkeiten scheint eine Erhöhung des Zinses auf Bundesanleihen von mehr als allenfalls wenigen Basispunkten unwahrscheinlich.

5.

Alternativ zu dem hier vorgeschlagenen Staatsfonds und der von ihm finanzierten Altersdividende wird gelegentlich das Angebot eines Basisprodukts der privaten Altersvorsorge durch den Staat diskutiert, das mit einer bedeutsamen Anlage in Aktien einhergehen soll. Zwischen den beiden Vorschlägen gibt es mehrere Unterschiede. Die zwei aus ökonomischer Sicht wichtigsten sind vermutlich die Freiwilligkeit der Beteiligung und die Vermeidung zusätzlicher Staatsschulden, die man beide nur beim Basisprodukt findet. Oft sind Freiwilligkeit und Vermeidung von Staatsschulden wünschenswerte Eigenschaften, doch nicht in diesem Fall.

⁴ In Corneo (2018a) wird die Dividende an die gesamte Bevölkerung ausgezahlt. Die Ergebnisse lassen sich jedoch mit kleinen Änderungen auf den Fall einer Altersdividende übertragen.

⁵ Siehe Corneo (2018b) für die formale Herleitung und Quantifizierung. Dort wird die Rechnung für eine soziale Dividende für die Gesamtbevölkerung präsentiert. In dem Fall komme ich auf eine optimale Fondsgröße zwischen 37% und 53% des BIP.

Die Riester-Rente ist ein auf Freiwilligkeit basierendes stark subventioniertes Finanzprodukt, das entwickelt wurde, um den Rückgang der staatlichen Renten zu kompensieren. Trotz progressiv angelegter Subventionen besitzen nur ca. 7% der Haushalte im unteren Quintil ein Produkt der Riester-Rente (vgl. Corneo et al. 2018). Auch die Entwicklung von ETFs hat nicht zu effizienten Portfolios für die Altersvorsorge beim Großteil der Bevölkerung geführt (vgl. DAI 2016). Sollte nun der Staat ein Basisprodukt anbieten, wird er hinsichtlich seiner Komponenten nicht etwas anbieten können, was nicht auch vom Markt angeboten werden kann. Wenn der Staat das Basisprodukt zu deutlich geringeren Verwaltungsgebühren als vergleichbare Produkte der Finanzbranche anbieten kann, wird es zu Vermögensumschichtungen kommen – ähnlich wie bei den subventionierten Riester-Produkten. Dies wird aber kaum bei den Haushalten in der unteren Hälfte der Verteilung geschehen, denn ihre Nettofinanzvermögen sind nahezu bei null. Und die Untersuchungen zum Effekt der Riester-Rente auf das Sparverhalten legen nahe, dass auch das Angebot eines Basisprodukts keine nennenswerten zusätzlichen Sparanstrengungen der von Altersarmut bedrohten Haushalte auslösen wird.

Die zusätzlichen Staatsschulden, die mit der Einführung des Staatsfonds einhergehen, haben einen positiven Nebeneffekt: Sie wirken dem zunehmenden Mangel an sicheren Anlagemöglichkeiten für die Privathaushalte entgegen. Dem oben skizzierten Plan zufolge darf die deutsche Schuldenstandquote um zwölf Punkte steigen. Diese Steigerung kompensiert teilweise die allmähliche Verknappung, die aus der Anwendung der Schuldenbremse resultiert. Denn diese bedingt, dass das Volumen an sicheren Anleihen, die durch die Bundesrepublik in Umlauf gebracht werden, langfristig in Relation zum BIP auf etwa ein Fünftel oder ein Sechstel der heutigen Relation fallen wird. Hierdurch werden die Bedingungen, unter denen die deutschen Sparer private Altersvorsorge betreiben können, massiv verschärft. Denn für sie ist die Bundesrepublik die wichtigste Quelle von risikolosen Anlageprodukten.⁶ Die Einführung des hier vorgeschlagenen Staatsfonds trägt also nicht nur direkt – durch die Altersdividende – einer angemessenen Altersvorsorge für alle bei; sondern unterstützt sie auch die private Altersvorsorge indirekt über die Generierung von sicheren Anlagemöglichkeiten.

LITERATUR

Andersen, S. und K. Nielsen (2011), »Participation constraints in the stock market: Evidence from unexpected inheritance due to sudden death«, *Review of Financial Studies* 24, 1667–1697.

Barberis, N. und M. Huang (2008), »The loss aversion / narrow framing approach to the equity risk premium«, in: R. Mehra (Hrsg.), *Handbook of the Equity Risk Premium*, Elsevier, Amsterdam.

⁶ Deutschland ist das einzige Land der Eurozone, das zusammen mit den Niederlanden von Standard & Poor's das dreifache A für seine Bonität erhält.

Blanchard, O. (2019), »Public debt and low interest rates«, *American Economic Review* 109, 1197–1229.

Buslei, H., B. Fischer, J. Geyer und A. Hammerschmid (2019), »Das Rentenniveau spielt eine wesentliche Rolle für das Armutsrisiko im Alter«, *DIW Wochenbericht* Nr. 21–22, 375–383.

Calvet, L., J. Campbell und P. Sodini (2007), »Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes«, *Journal of Political Economy* 115, 707–747.

Corneo, G. (2018a), »Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 19, 94–109.

Corneo, G. (2018b), »Public stock ownership«, *Annals of Public and Co-operative Economics* 89, 11–24.

Corneo, G., J. König und C. Schröder (2018), »Distributional effects of subsidizing retirement savings accounts: evidence from Germany«, *Finanzarchiv* 74, 415–445.

DAI (2016), *Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2015*, Frankfurt am Main.

Daly, K. (2016), »A secular increase in the equity risk premium«, *International Finance* 19, 179–200.

Fagereng, A., L. Guiso, D. Malacrinò und L. Pistaferri (2019), »Heterogeneity and persistence in returns to wealth«, CESifo Working Paper 7107.

Grinblatt, M., M. Keloharju und J. Linnainmaa (2011), »IQ and stock market participation«, *Journal of Finance* 66, 2121–2164.

Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick und A. Taylor (2017), »The rate of return of everything, 1870–2015«, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2017-25.

König, J. und M. Wenzel (2019), »Investment losses and inequality«, mimeo FU Berlin, verfügbar unter: https://www.dropbox.com/s/u6ugvz5frd7adbh/wk_2019.pdf.

Lusardi, A., P. C. Michaud und O. Mitchell (2017), »Optimum financial knowledge and wealth inequality«, *Journal of Political Economy* 125, 431–477.

Mehra, R. und E. Prescott (2008), »The equity risk premium: ABC«, in: R. Mehra (Hrsg.), *Handbook of the Equity Risk Premium*, Elsevier, Amsterdam.

Merton, R. C. (1983), »On the role of social security as a means for efficient risk sharing in an economy where human capital is not tradable«, in: Z. Bodie und J. B. Shoven (Hrsg.), *Financial Aspects of the United States Pension System*, University of Chicago Press, Chicago, 325–358.

von Gaudecker, H.M. (2015), »How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice?«, *Journal of Finance* 70, 489–506.

von Weizsäcker, C.C. (2015), »Kapitalismus in der Krise? Der negative natürliche Zins und seine Folgen für die Politik«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 16, 189–212.

Hans Peter Grüner* Sozialismus auf Kredit**



Hans Peter Grüner

»In den Flussbetten des Schlaraffenlands fließen Milch, Honig oder Wein statt Wasser (...). Alle Tiere hüpfen und fliegen bereits vorgegart und mundfertig durch die Luft.« Wikipedia, Stichwort »Schlaraffenland«.

DER »SCHATZ DER DEUTSCHEN«

Die Idee sieht so schön aus: Bei einer realen Rendite von unter 0% auf deutsche Staatsanleihen und einer positiven Kurs- und Dividendenrendite am Aktienmarkt leiht sich die Bundesrepublik Deutschland als ein Land mit bester Bonität jedes Jahr mehrere Milliarden Euro am Kapitalmarkt, um selber international und sektoral wohldiversifiziert und mit einem langfristigen Anlagehorizont am Aktienmarkt zu investieren. Die Renditedifferenz, die zu erwarten ist, wird genutzt, um das Wohl der Bürger zu mehren, Bürgergeld, Zusatzrenten oder öffentliche Güter zu bezahlen.

Ein entsprechendes Konzept hat Giacomo Corneo (2018) für Deutschland vorgelegt.¹ Er schlägt vor, aus den Nettoerträgen eines solchen vornehmlich im Ausland investierenden deutschen Staatsfonds eine »soziale Dividende« an jeden Bürger auszahlen, um so den Wohlstand zu mehren. Zusätzlich will er das Staatsbudget aus den Nettoerträgen aufstocken. Auch Clemens Fuest zeigte sich jüngst von der wohlstandsmehrenden Wirkung eines schuldenfinanzierten Staatsfonds überzeugt (Fuest 2018). Anders als Corneo stellt er sich vor, dass der Staatsfonds beim Erreichen des Rentenalters einen kohortenspezifischen Nettokapitalwert auszahlt.

Die Begeisterung der beiden Kollegen über dieses Finanzkonstrukt ist groß. So schreibt Fuest (2018): »Deutschland hat keine Ölvorkommen, aber seine hohe Bonität ist ähnlich wertvoll. Man kann sie als so etwas wie den Schatz der Deutschen betrachten.« Hinsichtlich der Verwertung des Schatzes stellt Corneo (2018) fest: »Die Errichtung eines deutschen Staatsfonds würde deshalb keine Abwägung zwischen Effizienz und Gerechtigkeit beinhalten, sondern beide fördern.«

Ich will es gleich vorwegnehmen: Ich halte – bei aller Wertschätzung für die beiden Kollegen – die Einrichtung eines schuldenfinanzierten Staatsfonds,

dessen mutmaßliche Zinsdifferenzgewinne zur Finanzierung eines vergrößerten Staatsbudgets eingesetzt werden sollen, für einen verheerenden Fehler. Dafür habe ich die folgenden Gründe.

VOLATILITÄT UND ARBITRAGEGEWINNE

Die Summe realer und in heimischer Währung denominierter Erträge aus einem Aktieninvestment kann wegen der Aktien-, Dividenden- und Wechselkurschwankungen in jedem Jahr und auch in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren positiv oder negativ sein. Der norwegische Staatsfonds erzielte z.B. 2008 einen Return von – 23,31% (vgl. Norges Bank Investment Management 2019a) und der MSCI World Index verlor zwischen 2000 und 2003 insgesamt fast die Hälfte seines Wertes.

Im Modell von Fuest et al. (2019) wird den Anteilseignern des Bürgerfonds beim Erreichen des Rentenalters der jeweilige Nettowert (Aktienwert minus ausstehende Kredite) ihres kohortenspezifischen kreditfinanzierten Portfolios ausgezahlt. Dieser kann aber bei ungünstiger Entwicklung am Aktienmarkt auch negativ sein. Solche Schwankungen schließen die Autoren in ihren Berechnungen per Annahme aus.^{2,3}

Wollte man bei den tatsächlich volatilen Kursen negative Auszahlungen oder gar den Bankrott des Fonds mit Sicherheit ausschließen, so gelänge das, indem man eventuelle Verluste aus dem Bundeshaushalt abdecken würde. In Jahren mit fallenden Aktienkursen müssten dann die Ausgaben des Bundes gesenkt oder die Einnahmen gesteigert werden.⁴ Das könnte aber prozyklisch wirken und zu einem Teufelskreis aus konjunkturellem Abschwung, Kursverfall am Aktienmarkt und Senkung der Staatsausgaben führen. In Zeiten stark fallender Kurse könnte es den Staat bei einem großen kreditfinanzierten Fonds völlig überfordern.

Zur Absicherung über eine Budgetanpassung gibt es Alternativen – die aber alle mit geringeren Erträgen einhergehen. Erstens kann man – antizyklisch – in

² Die sicheren Ertragsverläufe in Fuest et al. (2019) ergeben sich, weil angenommen wird, dass: »der fällige Schuldzins ab 2020 real 1% p.a. beträgt, während der Fonds durch seine Anlagestrategie jeweils eine Rendite von real 3% p.a. erwirtschaftet. Vereinfachend werden diese Werte im gesamten Simulationszeitraum konstant gehalten. Für die korrekte Bestimmung von jährlichen Zinszahlungen und Erträgen sind zusätzlich Annahmen zur Höhe der Inflationsrate erforderlich. Diese wird auf konstant 2% p.a. gesetzt. Der Nominalzins für die vom Fonds aufgenommenen Mittel beläuft sich somit auf rund 3% p.a., und bei der Anlage des Fondsvermögens ergeben sich nominale jährliche Renditen von rund 5,1%.«

³ Corneo (2018) zeigt in einem Modell, dass ein »kleiner« Staatsfonds eine Pareto-Verbesserung herbeiführt. Diesem Resultat liegen als Annahmen zugrunde, dass ein Teil der Bevölkerung nicht spart, obwohl es gut für ihn wäre, und dass sich der Staat zum risikolosen Zins verschulden kann. Vom Staat nicht kontrollierte Aktienkurschwankungen gibt es im Modell nicht. Kurse werden in einer Modellvariante lediglich als Gleichgewichtspreise durch den Staat in die Höhe getrieben.

⁴ Corneo (2018) bemerkt zur Volatilität der Aktienkurse: »In Zeiten, in denen die Aktienkurse weltweit einbrechen und die Fondsrendite kurzfristig unterhalb des Zinses auf Bundesanleihen sinkt, wird die finanzielle Solidität der Bundesrepublik ausschlaggebend sein – ihre anerkannte Fähigkeit, zur Not ausreichend Einnahmen generieren zu können, um ihre Schulden zu bedienen.«

* Prof. Dr. Hans-Peter Grüner ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftspolitik, an der Universität Mannheim und Reserch Fellow beim CEPR, London.

** Ich danke Fabian Greimel und Carl Christian Groh für hilfreiche Kommentare zu einer früheren Version.

¹ Auch in Corneo (2016) wird die Schuldenfinanzierung bereits diskutiert. In Corneo (2014) ist der Aktienbesitz des Staates Teil eines umfassenden marktsozialistischen Programms, das dort allerdings nicht mit einer Schuldenfinanzierung verbunden ist. Einige der hier folgenden Kritikpunkte treffen auch auf diesen Vorschlag zu (politische Einflussnahme, verfehlte Risikoabwehr), andere (Volatilität, Bonität) nicht. Bönke und Harnack (2017) liefern einen Überblick über verschiedene Formen von Staatsfonds.

Jahren fallender Aktienkurse die Verschuldung ausbauen – allerdings mit entsprechenden Konsequenzen für die Bonität und damit den Sollzins des Konstruktts. Zweitens kann man in das Fondsvermögen zu Lasten anderer Kohorten eingreifen, in der Hoffnung, dass sich die verbleibenden Aktien erholen. Drittens kann man eine risikolosere oder risikofreie Kursentwicklung anstreben und nur in entsprechende Produkte investieren. Die sichere Rendite ist aber in etwa die einer deutschen Staatsanleihe, und die versprochene Renditedifferenz wäre gänzlich hinfällig.

Das Problem, dass bei adverser Kursentwicklung Auszahlungsversprechen nicht erfüllt werden können, stellt sich beim norwegischen Staatsfonds bislang übrigens nicht, da größere Auszahlungen als unwahrscheinlich gelten (vgl. Norges Bank Investment Management 2019b).

EIN RISKANTER STAATSFONDS VERSCHLECHTERT DIE BONITÄT DES STAATES

Wenn es dem Staat gelänge, durch ein einfaches Arbitragegeschäft eine fast sichere Rendite zu erwirtschaften, dann müsste das auch einer großen Firma gelingen. Warum also legen nicht die Deutsche Bank, Goldman Sachs oder Amazon entsprechende Fonds auf? Die Antwort von Clemens Fuest wäre vermutlich: Deutschland profitiert vom Schatz seiner besonderen Bonität. Wie wäre es aber um diese Bonität bestellt, wenn es einen großen Staatsfonds gäbe? Ein einfaches Gedankenexperiment: Wenn, wie Fuest et al. (2019) in ihren Modellrechnungen postulieren, ein sicherer Renditeabstand von 2 Prozentpunkten besteht, könnte der Bund gänzlich unbescheiden am globalen Kapitalmarkt Aktien im Wert von 15 000 Mrd. Euro erwerben. Mit der Arbitragerendite von 300 Mrd. Euro ließen sich die Bundesausgaben fast verdoppeln. Was nun aber, wenn die Börse innerhalb eines Jahres um 25% fällt, der Wert des Fonds also um 3 750 Mrd. Euro absackt? Dann stehen dem Bundesaktienvermögen von nur noch 11 250 Mrd. Euro zusätzliche Schulden von 15 000 Mrd. Euro gegenüber. Die Differenz wäre nicht einmal durch ein Jahresbruttosozialprodukt zu decken. Das kann nicht ohne Wirkung auf die Bonität bleiben. Wer also den »Schatz« der Bonität erhalten will, muss den Staatsfonds entsprechend klein halten.

WERTVERLUST DURCH POLITISCHE EINFLUSSNAHME

Je größer die Summe ist, die in einem Staatsfonds eingezahlt ist, desto größer werden die Begehrlichkeiten verschiedener Interessengruppen und Parteien, die entsprechenden Mittel nach eigenem Gusto zu verwalten. Dabei können ganz verschiedene Belange eine Rolle spielen. Manche werden ein ethisches oder speziell ökologisches Investment einfordern, das bestimmte Sektoren der Volkswirtschaft ausschließt.

Andere werden bestimmte Länder als Investmentziele ausschließen wollen, zum Beispiel, weil man mit diesen Ländern außenpolitische Schwierigkeiten hat. Wieder andere werden versuchen, den Fonds zu benutzen, um eine nationale aktive Industriepolitik zu betreiben. Ich würde damit rechnen, dass im Zuge solcher Bemühungen ein zu großer Teil des Fonds in Deutschland investiert würde und dort insbesondere in Firmen, die in Schwierigkeiten sind. Aufgrund der vielen verschiedenen Restriktionen rechne ich damit, dass ein entsprechender Fonds hinsichtlich der Risiko-Rendite-Kombination unter der Effizienzgrenze läge, d.h., beim gegebenen Risiko wäre mehr Ertrag möglich. Hinzu kommt politischer Einfluss auf die Stimmrechtsausübung durch den Fonds, wenn es darum geht, die Ausrichtung von Firmen zu verändern (vgl. Plender 2019). Je nachdem, wie weit die Steuerungslust der Politik geht, kann es auch zu dauerhaft negativen Renditen in einem solchen Staatsfonds kommen. Wenn ein großer Staatsfonds in fragwürdige Projekte investiert, so stellt sich besonders dringend die Frage nach der Rückzahlungsfähigkeit des Bundes.

RISIKEN DURCH VERFEHLTE RISIKOABWEHR

Die Befürworter eines Staatsfonds kennen die politökonomischen Risiken, und sie haben verschiedene Konzepte für die Risikoabwehr.⁵ Einige verweisen gerne auf das norwegische Modell, wo es gelungen sei, die Entscheidung über das Anlageportfolio des Fonds von politischen Einflüssen weitgehend fernzuhalten. Mit Blick auf die politischen Diskussionen, die den Fonds umgeben (vgl. z.B. Reuters 2018), habe ich jedoch Zweifel, dass es gelingt, dieses Ziel dauerhaft zu erreichen.

Gelegentlich wird vorgeschlagen, die Steuerung eines Staatsfonds der Bundesbank zu übertragen, weil diese ja schon unabhängig sei. Aber damit hätte die Zentralbank einen ernststen Zielkonflikt zwischen dem Renditeziel als Anleger und dem Ziel der Preisniveaustabilität. Auch die Wechselkurspolitik würde Teil des Zielkonflikts. Je größer der Staatsfonds ist, desto größer wird die Versuchung, die Unabhängigkeit der ihn verwaltenden Zentralbank insgesamt aufzugeben. Ganz ähnliche Zielkonflikte ergeben sich, wenn man die Aktien in die Hände einer öffentlichen Förderbank – etwa der KfW – gibt, die z.B. geneigt sein könnte, Förderprojekte über den Fonds zu realisieren.

CUI BONO?

Diese wenigen Überlegungen machen deutlich, dass historische Vergleiche durchschnittlicher Renditen von Stocks und Bonds für sich allein keine gute Grundlage für die Einführung schuldenfinanzierter

⁵ Corneo (2014) diskutiert dieses Problem ausführlich.

Staatsfonds liefern. Tatsächlich würde der Bund je nach Fondsgröße am Aktienmarkt erheblich ins Risiko gehen. Dieses Risiko könnte er entweder auf die Konsumenten öffentlicher Güter, auf Rentner oder auf Steuerzahler übertragen. Wenn ihm das aber nicht gelingt, werden die Risikoprämien steigen, die der Bund für seine Anleihen bezahlen muss.

Wer könnte von einem Fondsmodell profitieren? Um diese Frage zu beantworten, muss man sich die Inzidenz der entsprechenden Maßnahmen näher anschauen. Beim schuldenfinanzierten Erwerb von Aktien findet ein Risikotausch statt. Aktionäre geben – aktuell zu einem hohen Preis – Risiken an den Bund ab und erhalten dafür Liquidität. In einem Marktgleichgewicht erfolgt die Anlage der Liquidität letztlich wieder in Staatsanleihen.⁶ Die Risiken des Bundes schlagen sich in schwankenden Ausgaben oder Einnahmen nieder, und die Bonität der Staatsanleihen sinkt, wenn diese Weitergabe nicht vollständig gelingt. Dem steht gegenüber, dass viele Deutsche privat eher geringe Anlagerisiken eingehen (vgl. hierzu auch Braunberger 2019).

Sowohl Corneo (2018) als auch Fuest (2018) wollen mit Hilfe eines Staatsfonds bestimmte Bevölkerungsgruppen besserstellen. Sie haben offenbar die Hoffnung, dass dies gelingt, ohne andere schlechter zu stellen. Tatsächlich würde hier jedoch ein marktsozialistischer Versuch mit Kredit finanziert. Wer für mögliche Verluste des Versuchs aufkommt, ist zum Zeitpunkt der Einrichtung des Fonds unklar.

Erfreulich ist die Einführung eines schuldenfinanzierten Staatsfonds für Finanzinstitutionen, die regulatorisch dazu gezwungen sind, sichere Staatsanleihen zu halten. Der Bedarf an solchen Anleihen ist hoch und das Angebot gering, da die Zentralbanken große Volumina im Rahmen des Quantitative Easing halten. Die Probleme liegen auf der Hand: Wenn Deutschland jetzt auch noch seine Schulden abbaut, wo sollen Versicherungen und Banken regelkonform anlegen? Woher sollen Derivatehändler verwertbares Kollateral beziehen? Wie kann ein Fondsmanager seinen Anlegern noch positive Renditen bei geringem Risiko in Aussicht stellen? Ein kreditfinanzierter Staatsfonds löst diese Probleme, indem er Volumina und Renditen der Staatsanleihen nach oben treibt. Ich gehe davon aus, dass das Interesse an einer solchen Staatsfondskonstruktion in der Finanzindustrie groß sein wird – die Risiken aber tragen die Bürger.

Wo immer die Schöpfer von Finanzkonstruktionen den Nutzern das Schlaraffenland in Aussicht stellen, ist größte Vorsicht geboten – so auch hier. Wer die Bonität Deutschlands als einen Schatz versteht, der sollte ihn bewahren, statt ihn zu versilbern.

LITERATUR

- Bönke, T. und A. Harnack (2017), *Ein Staatsfonds für Deutschland? Grundüberlegungen und internationale Vorbilder*, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.
- Braunberger, G. (2019) »Warum ein Staatsfonds keine Lösung ist«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2. Juni.
- Corneo, G. (2014), *Bessere Welt*, Goldegg Verlag, Wien.
- Corneo, G. (2016), »Inequality, Public Wealth, and the Federal Shareholder«, CESifo Working Paper No. 5861.
- Corneo, G. (2017), *Is Capitalism Obsolete*, Harvard University Press, Cambridge, London.
- Corneo, G. (2018), »Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 19, 94–109.
- Corneo, G. (2019), »Some Institutional Design for Shareholder Socialism«, *Review of Social Economy* 77, 33–55.
- Fuest, C. (2018), »Merz hat eine wichtige Diskussion um die Altersvorsorge angestoßen« *Handelsblatt*, 4. Dezember.
- Fuest C., Chr. Hainz, V. Meier und M. Werding (2019), *Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds*, ifo Studie, ifo Institut, München.
- Norges Bank Investment (2019a), »Returns«, 6. Mai, verfügbar unter: <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>.
- Norges Bank Investment (2019b), »About the Fund«, 27. Februar, verfügbar unter: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>.
- Plender, J. (2019), »Norway and Japan highlight conflicting ESG approaches«, *Financial Times*, 24. Juni.
- Reuters (2018), »Norway parliament to debate next year whether wealth fund can invest in unlisted renewable«, *Reuters.com*, 31. Mai.

⁶ Natürlich können die Altaktionäre auch etwas anderes, zum Beispiel Immobilien kaufen, dann aber müsste z.B. der Verkäufer der Immobilie in Staatsanleihen investieren, damit diese vom Markt genommen werden.

Dennis Huchzermeier* und Bert Rürup** Bürgerfonds: Das beste ist der Name

Die Deutschen können alles, außer ihr Geld anlegen. Viele Menschen haben eine ausgeprägte Aversion gegen Aktien. Dennoch steigt das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland seit Jahren an (vgl. Deutsche Bundesbank 2019). Dies liegt aber an der seit geraumer Zeit rückläufigen Arbeitslosigkeit sowie der auf ein Rekordniveau gestiegenen Beschäftigung. Zudem wurden in der jüngeren Vergangenheit von den Gewerkschaften recht ordentliche Tariferhöhungen durchgesetzt. Ungeachtet dessen ist nach einer Analyse der Europäischen Zentralbank (2016) das mittlere Nettovermögen der Deutschen mit gut 60 000 Euro das viertniedrigste aller Länder der Eurozone. Vergleicht man dieses mittlere Geldvermögen der deutschen Haushalte mit Haushalten aus Ländern wie Frankreich oder Italien, wo die Durchschnittseinkommen ähnlich hoch sind wie in Deutschland, so ist deren Geldvermögen etwa doppelt so hoch. Selbst die Haushalte in allen (ehemaligen) europäischen Krisenländer besitzen ein höheres Geldvermögen als die deutschen Haushalte.

Dieser Befund untermauert die Annahme, dass die Deutschen ihre Ersparnisse falsch anlegen. So werden nach Erhebungen der Deutschen Bundesbank (2019) mehr als 40% dieses Vermögens als Bargeld und Bankeinlagen gehalten, weitere knapp 40% sind in Versicherungsprodukten¹ gebunden, und nur weniger als 10% des Geldvermögens ist direkt in Aktien investiert. Diese Aktienquote liegt höher, wenn man den indirekten Aktienbesitz über Investmentfonds hinzurechnet. Nach Angaben des Deutschen Aktieninstituts (2019) betrug der direkte und indirekte Aktienbesitz zum Ende des Jahres 2018 etwa 16%. Zudem besitzt in Deutschland, im Gegensatz zu anderen europäischen Staaten, nicht einmal jeder zweite Bürger Wohneigentum. Die Haushalte in Ländern mit einer hohen Wertpapierquote, wie zum Beispiel in Finnland, erzielen mit etwa 6% die im Vergleich höchste reale Verzinsung (vgl. Brandmeier et al. 2018). Vor diesem Hintergrund sind die verschiedenen Vorschläge, unter anderem von Friedrich Merz (2019), zur Förderung des Aktiensparens zu sehen.

VERMÖGEN BILDEN DURCH VERRINGERTE STAATSSCHULDENTILGUNG

Bereits Ende des Jahres 2015 hatten drei hessische Landesminister ein nach ihrer Meinung einfaches und kostengünstiges Standardprodukt als Alternative zu den bisherigen Riester-Produkten der Versicherungswirtschaft vorgeschlagen – die »Deutschland-Rente«. Dieser Vorschlag orientiert sich an der Idee von international bedeutenden Staatsfonds, die Volksvermögen am Kapitalmarkt investieren – beispielsweise in Schweden, Norwegen, arabischen Ölstaaten, Singapur oder China.

Im April dieses Jahres beteiligte sich das ifo Institut mit einem »Deutschen Bürgerfonds« an dieser Diskussion (vgl. Fuest et al. 2019). Das von Clemens Fuest, Christa Hainz, Volker Meier und Martin Werding vorgestellte Konzept eines »Bürgerfonds« soll eine liberale Antwort auf die vorgenannten und unstrittigen Befunde geben. Dieser Bürgerfonds soll mit Blick auf die private Altersvorsorge, die Vermögensbildung der privaten Haushalte stärken. Zudem soll die Versorgungslücke von langjährigen Geringverdienern im Alter reduziert werden.

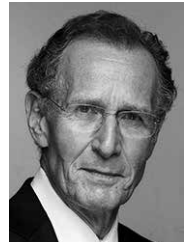
Die innovative Idee zum Aufbau des Bürgerfonds besteht darin, die Schuldentilgung des Staates zu verlangsamen und die dadurch freiwerdenden Gelder am Aktienmarkt anzulegen. Da Deutschland eine sehr gute Bonität besitzt und sich zu äußerst niedrigen Zinsen verschulden kann, erwächst aus dieser Renditedifferenz die Möglichkeit eines gesamtstaatlichen Vermögensaufbaus. Beispielrechnung: Wenn der deutsche Staat jährlich jeweils 0,5% des deutschen Bruttoinlandsproduktes – dies entspräche gegenwärtig etwa 17 Mrd. Euro – anlegen würde, dann würde sich für jeden Bundesbürger um das Jahr 2070 ein Ertrag von rund 16 000 Euro (in Preisen des Jahres 2020) ergeben, so die Autoren.

Dieses so gebildete Vermögen soll jedem Bürger mit Erreichen des 67. Lebensjahres ausgezahlt werden. Nötig wäre hierfür eine Differenz zwischen Schuldzins und Anlageertrag von mindestens 2 Prozentpunkten. Bei einer Zinsdifferenz von 3 Prozentpunkten kämen bereits rund 30 000 Euro zusammen.

Da viele betriebliche und private Altersvorsorgeprodukte seit geraumer Zeit nur sehr geringe Renditen abwerfen, könnten die Bürger von der niedrigen Verzinsung deutscher Staatsanleihen mit Hilfe des Bürgerfonds profitieren, meinen die Autoren. Der Preis höherer Renditen ist jedoch zumindest kurz- und mittelfristig ein höheres Risiko. Und genau dieses sind viele Anleger nicht bereit zu tragen. Dies würde sich durch den Bürgerfonds ändern, so die Autoren. Denn zum einen würden keine individuellen Einzahlungen getätigt, und zum anderen würde das Anlageisiko vom Staat und damit der Gesellschaft getragen – freilich nur für das im Bürgerfonds akkumulierte Vermögen.



Dennis Huchzermeier



Bert Rürup

* Dennis Huchzermeier ist Senior Economist am Handelsblatt Research Institute und Experte für Geld- und Finanzmarktanalyse, der Prognose gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen sowie für sozialpolitische Fragen.

** Der Rentenexperte Prof. Dr. Dr. h. c. Bert Rürup war von 2000 bis 2009 Mitglied und ab 2005 Vorsitzender des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Seit 2013 ist er Präsident des Handelsblatt Research Institute.

¹ Hierzu gehören auch Ansprüche gegenüber den unterschiedlichen Alterssicherungssystemen.

Bei näherer Betrachtung sind die Ergebnisse des Bürgerfonds – vor dem Hintergrund der von den Autoren gesteckten Ziele – als eher bescheiden zu bezeichnen. Selbst bei einer dauerhaften Renditedifferenz von beachtlichen 3 Prozentpunkten würden auf jeden Begünstigten im Alter von 67 Jahren nicht mehr als etwa 30 000 Euro entfallen. Dieser Betrag ist offenkundig zu gering, um eine relevante Verbesserung der Altersvorsorge zu gewährleisten. Dies umso weniger, da dieser Betrag ohne Verwendungsaufgabe ausbezahlt wird.

UNZUREICHENDE PRIVATE ALTERSVORSORGE

Vor dem Hintergrund des Mitte des nächsten Jahrzehnts einsetzenden irreversiblen, mehr als zwei Jahrzehnte anhaltenden Alterungsschubs war die Rentenpolitik in den vergangenen 30 Jahren – mit unterschiedlicher Intensität – darum bemüht, im Interesse der finanzwirtschaftlichen Nachhaltigkeit, die Ausgabendynamik des Systems zu dämpfen. Mit dem im Jahr 2002 in Kraft getretenen Altersvermögensergänzungsgesetz wurden erstmals Leistungsrücknahmen im Interesse expliziter Beitragssatzobergrenzen in der gesetzlichen Rentenversicherung eingeführt. Die umlagefinanzierte gesetzliche Rentenversicherung wurde so letztlich zu einem Basissystem. Dieses Basissystem sollte durch freiwillige kapitalgedeckte private oder betriebliche Renten ergänzt werden, die über das zeitgleich in Kraft getretene Altersvermögensgesetz gefördert werden sollten.

Der Erfolg dieser Förderung ist bislang allerdings überschaubar. Gegenwärtig besitzt nicht einmal die Hälfte aller Förderberechtigten einen entsprechenden Vertrag, und von den existierenden Verträgen werden nach Schätzungen des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales etwa 20% nicht mehr bespart. Dieser Befund belegt, dass der Versuch, die als notwendig erachteten Leistungsrücknahmen in der gesetzlichen Rentenversicherung durch freiwillige und staatlich geförderte kapitalgedeckte Renten zu kompensieren, gescheitert ist.

Zur Altersvorsorge ist der Vorschlag des Bürgerfonds allerdings ungeeignet, nicht zuletzt da der Bürgerfonds erst nach rund 50 Jahren seinen Reifegrad erreicht hat und sich die vorherigen Auszahlungen an die 67-Jährigen in überschaubaren Grenzen halten. Hinzu kommt, dass es sich bei den ausgeschütteten Summen um disponibles Vermögen handelt, das nicht zur Absicherung des Langleblichkeitsrisikos, also der Absicherung der unbekanntenen Zeitspanne zwischen dem Ausscheiden aus dem Erwerbsleben und dem Tod, geeignet ist. Dazu müsste dieses Vermögen zum Auszahlungstermin in eine lebenslange Rentenzahlung umgewandelt werden, um zu verhindern, dass dieses Vermögen konsumiert, veräußert, beliehen oder vererbt wird. Denn kapitalgedeckte Altersvorsorge besteht nicht in der Bildung von disponiblen Vermögen.

ALTERSARMUT WIRD STEIGEN

Zudem soll mit dem Bürgerfonds dem Risiko der Altersarmut begegnet werden. Altersarmut ist noch kein aktuelles gesellschaftliches Problem, wird es aber in der mittleren Zukunft werden. Über die Dimension dieses Problems informiert eine von der Bertelsmann Stiftung beim Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, in Auftrag gegebene Analyse (vgl. Haan et al. 2017). Diese Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Grundsicherungsquote, der Prozentsatz der über 65-Jährigen, die auf staatliche Fürsorgeleistungen angewiesen sind, in Westdeutschland von gegenwärtig 5,6% bis zum Jahr 2036 auf 6,1% ansteigen wird. In Ostdeutschland soll diese Quote von aktuell 5,1% auf 11,3% zulegen. Insbesondere aber wird die Armutsgefährdungsquote, nach der Menschen als arm gelten, wenn ihr verfügbares Einkommen geringer ist als 60% des verfügbaren Medianeinkommens, nach dieser Untersuchung in Westdeutschland von gegenwärtig 14,6% auf 16,6% zunehmen. In Ostdeutschland soll diese Armutsgefährdungsquote von gegenwärtig bereits 21,6% auf erschreckende 35,9% ansteigen.

Dieses Problem der zukünftig steigenden Altersarmut wird mit dem Bürgerfonds nicht adäquat adressiert. Zum einen sind die aus diesem Fonds zugeteilten Summen zu gering, um ein dauerhaft über der Armutsgrenze liegendes Alterseinkommen zu generieren. Zum anderen würde es sich um eine unzulängliche »End-of-the-pipe«-Maßnahme handeln; denn keine der Ursachen für Altersarmut wie Langzeitarbeitslosigkeit, unterbrochene Erwerbsbiographien, (Solo-)Selbständigkeit oder eine dauerhafte Beschäftigung im Niedriglohnbereich werden damit beseitigt oder auch nur verringert.

DIE BESSERE ALTERNATIVE: VORSORGEKONTEN FÜR JEDERMANN

Zielführender als der vorgeschlagene Bürgerfonds zur Förderung der individuellen Vermögensbildung wäre dagegen ein von einer staatsfernen Non-Profit-Organisation verwaltetes System von individuellen Vorsorgekonten. Dies sollte eine neu zu gründende Stiftung des öffentlichen Rechts sein, damit diese Vorsorgekonten dem Zugriff der Politik entzogen sind. Diese Stiftung würde die Spareinlagen nicht selbst managen, sondern – nach einer öffentlichen Ausschreibung – externe Asset-Manager und Versicherer betrauen, die für die Vermögensanlage und die spätere Verrentung des angesparten Kapitals zuständig wären. Gefördert werden könnte diese Ansparform analog zur geltenden Förderung des § 3 Nr. 63 Einkommensteuergesetz. Damit könnten jährlich 4% der jeweils geltenden Bemessungsgrundlage West der gesetzlichen Rentenversicherung – derzeit

3 216 Euro – steuerfrei angespart werden. Zudem könnte daran gedacht werden, auch Arbeitgeberzuschüsse im Rahmen der Möglichkeiten des Betriebsrentenstärkungsgesetzes als Einzahlungen auf die Vorsorgekonten zu berücksichtigen. Diese Möglichkeiten der Vermögensbildung sollten jedem volljährigen Einwohner des Landes offenstehen. Dies würde auch dem Problem einer Entmischung der Langlebighkeitsrisiken entgegenstehen.

Würde nur jeder zweite Erwerbstätige von dieser Möglichkeit gebrauchen machen und im Durchschnitt die Hälfte der oben genannten Bemessungsgrundlage einzahlen, so könnte unter den derzeitigen Bedingungen ein jährliches Anlagevolumen von beinahe 40 Mrd. Euro erreicht werden. Die Stiftung hätte damit eine enorme Verhandlungsmacht, um die Kosten für diese Vorsorgekonten gering zu halten und eine entsprechende Rendite auf das Anlagevermögen zu erzielen.

Dem Vorschlag zum Bürgerfonds – wie auch zur Deutschland-Rente – fehlt außerdem die Orientierung der Anlageentscheidungen nach Maßgabe des Lebenszyklus der Sparer. Denn die individuelle Risikotragfähigkeit hängt sehr stark vom Alter ab. Die bereits seit geraumer Zeit niedrigen Zinsen auf »sichere« Staatsanleihen und andere zinstragende Sparformen bedeuten nicht, dass es keine Sparmöglichkeiten gibt, die eine höhere Rendite erwarten lassen. Der Preis für diese höhere Rendite sind freilich stets größere Wertschwankungen der Anlage. Diese Wertschwankungen kann ein erst am Beginn seines Erwerbslebens stehender junger Mensch besser tragen als jemand, dem nur noch wenig Zeit bis zum Renteneintritt bleibt. Das bedeutet, dass die Volatilität der Anlagen umso geringer sein sollte, desto höher das Lebensalter der Sparer ist. Daher wäre es geboten, die Vorsorgekonten nach Lebenszyklusmodellen zu managen. Um dies zu erreichen, müsste die Ansparphase von der Rentenphase entkoppelt werden. Spätestens mit Eintritt in den Ruhestand müsste das angesparte Vermögen in einen versicherungsförmigen Auszahlplan umgewandelt werden, damit dieses über die einkommensteuerliche Begünstigung in der Ansparphase gebildete Kapital einer diskretionären Verwendung einschließlich der Vererbung seitens des Sparer entzogen wird.

Im Gegensatz zum Bürgerfonds könnte auf diese Art und Weise der seit geraumer Zeit stagnierenden privaten Altersvorsorge neuer Schub gegeben werden, da kostengünstig und renditestark über einen langen Zeitraum gespart werden kann.

LITERATUR

Brandmeir, K., M. Grimm, M. Heise und A. Holzhausen (2018), *Allianz Global Wealth Report 2018*, Allianz SE, München.

Deutsche Bundesbank (2019), »Geldvermögen und Verbindlichkeiten (unkonsolidiert)«, 14. April, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/794400/f6705b087ce0a71366111bdbe66995cd/mL/2019-04-16-geldvermoegen-anlage-data.pdf>.

Deutsches Aktieninstitut (2019), *Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018*, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main, verfügbar unter: https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2019-03-06%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202018.pdf.

Europäische Zentralbank (2016), *The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave*, Dezember, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

Fuest, C., Chr. Hainz, V. Meier und M. Werding (2019), *Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds*, ifo Studie, ifo-Institut, München.

Haan, P., H. Stichnoth, M. Blömer, H. Buslei, J. Geyer, C. Krolage und K.-U. Müller (2017), *Entwicklung der Altersarmut bis 2036 – Trends, Risikogruppen und Politiksenarien*, Gutachten im Auftrag der Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Merz, F. (2019), »Für eine neue Kultur des Sparens«, *Zeit Online*, 11. Juni, verfügbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-04/wirtschaftspolitik-deutschland-wohlstand-soziale-gerechtigkeit-demokratie-kapitalismuskritik>.

Andreas Knabe* und Joachim Weimann** Die Deutschlandrente: Mit automatischer Einbeziehung und staatlichem Fonds zu mehr kapitalgedeckter Altersvorsorge



Andreas Knabe



Joachim Weimann

UNZUREICHENDE VERBREITUNG KAPITAL- GEDECKTER ALTERSVORSORGE

Der in den nächsten Jahren bevorstehende Übergang der Babyboomer-Generation aus dem Erwerbsleben in den Ruhestand stellt die umlagefinanzierte Gesetzliche Rentenversicherung (GRV) vor große Herausforderungen. Die damit verbundene Erhöhung des sogenannten Altenquotienten muss dazu führen, dass Beitragssätze (oder Steuerzuschüsse) angehoben, das Rentenniveau gesenkt, die Lebensarbeitszeit verlängert oder eine Kombination aller dieser Maßnahmen umgesetzt wird. Die seit Ende der 1990er Jahre durchgeführten Rentenreformen haben das Sicherungsniveau der Gesetzlichen Rentenversicherung sukzessive abgesenkt, um den Beitragssatzanstieg in der GRV zu begrenzen. Die (relativ zu ihrem Niveau ohne Reformen) niedrigeren GRV-Beitragssätze sollten dazu genutzt werden, zusätzlich eine kapitalgedeckte private Zusatzvorsorge für das Alter aufzubauen.

Allerdings erreicht die kapitalgedeckte Altersvorsorge bei weitem nicht den Verbreitungsgrad, den sie bräuchte, um die entstehende Rentenlücke zu schließen und so das sozialpolitische Ziel der allgemeinen Lebensstandardsicherung im Alter zu erreichen. Die betriebliche Altersversorgung (bAV) wird vor allem von großen und mittleren Unternehmen, aber kaum von kleineren Betrieben angeboten. Nur etwa die Hälfte aller gegenwärtig Beschäftigten verfügt über bAV-Ansprüche (vgl. Riedmann und Heien 2016). Auch die Riester-Rente wird nur von einem kleinen Teil der Anspruchsberechtigten genutzt. Von den aktuell etwa 16,5 Millionen Riester-Verträgen sind schätzungsweise 20% ruhend gestellt (vgl. BMAS 2016), etwa die Hälfte wird nicht mit ausreichend hohen Beträgen bespart (vgl. Jaworek et al. 2017). Damit verfügen nur etwa 16% der abhängig Beschäftigten in Deutschland über eine Riester-Rente in der ursprünglich vorgesehenen Höhe. Natürlich gibt es auch andere Möglichkeiten als die Rentenversicherung, kapitalgedeckt für das Alter vorzusorgen. Man kann z.B. auch direkt Aktien kaufen oder in Immobilien investieren. Allerdings hat etwa ein Drittel der Bevölkerung selbst bei Berücksichtigung sämtlicher anderer Vermögens-

werte nicht genug privat für das Alter vorgesorgt, um die Rentenlücke schließen zu können (vgl. Börsch-Supan et al. 2016).

NACHFRAGE- UND ANGEBOTSSEITIGE HINDERNISSE

Ein wichtiger Grund für die zu geringe Verbreitung zusätzlicher Altersvorsorge liegt im Nachfrageverhalten. Die verhaltensökonomische Forschung liefert zahlreiche Hinweise, dass menschliches Entscheidungsverhalten durch eine Status-quo-Verzerrung beeinflusst wird (vgl. Kahneman et al. 1991). Menschen scheuen sich davor, aktiv Entscheidungen zu treffen, und bevorzugen den Verbleib im Status quo, insbesondere in Situationen, in denen entscheidungsrelevante Informationen erst aufwändig beschafft werden müssen und bei denen dann immer noch Unsicherheiten verbleiben. Bei der privaten Rentenversicherung treten genau diese Probleme auf. Außerdem neigen Menschen dazu, die Gegenwart übermäßig gegenüber der Zukunft zu bevorzugen. Entscheidungen wie die private Altersvorsorge, die heute zu Kosten führen und erst in der Zukunft Erträge einbringen, werden dadurch auf die lange Bank geschoben. Diese Faktoren tragen dazu bei, dass Menschen passiv im Status quo verharren und keine aktive Entscheidung für (oder gegen) die private Altersvorsorge treffen.

Auch die Angebotsseite weist Probleme auf. Das Angebot von Altersvorsorgeprodukten ist unübersichtlich, die Kostenstrukturen sind oft intransparent (vgl. Oehler 2009). Das staatliche Fördersystem mit seinem komplizierten Zusammenspiel von Zulagen und Sonderausgabenabzug ist für viele Menschen nur schwer zu durchschauen. Dies hat dazu geführt, dass viele Menschen ein generelles Misstrauen gegenüber privaten Finanzdienstleistern entwickelt haben (vgl. Oelmann und Scherfling 2012), sich vom System der privaten Altersvorsorge abwenden und stattdessen die Altersvorsorge vor allem als staatliche Aufgabe ansehen (vgl. Haupt und Yollu-Tok 2014).

Die kapitalgedeckte private Altersvorsorge wird nur dann stärkere Verbreitung finden, wenn die Probleme auf der Angebots- und der Nachfrageseite gelöst werden. Dazu haben wir, gemeinsam mit der Hessischen Landesregierung, das Konzept der »Deutschlandrente« entwickelt (vgl. Knabe und Weimann 2015; Al-Wazir et al. 2015). Die Deutschlandrente umfasst zwei Kernelemente. Das erste ist die Umstellung des Systems der zusätzlichen Altersvorsorge von einer Zustimmungs- zu einer Widerspruchslösung. Solange man nicht aktiv widerspricht, wird jeder sozialversicherungspflichtig Beschäftigte in die zusätzliche kapitalgedeckte Altersvorsorge einbezogen. Die Freiheit, sich aktiv für oder gegen die private Altersvorsorge zu entscheiden, bleibt aber unverändert erhalten. Das zweite Kernelement der Deutschlandrente ist der Deutschlandfonds, ein staatlich organisierter Investmentfonds, der ein einfaches, transpa-

* Prof. Dr. Andreas Knabe ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwissenschaft an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg.

** Prof. Dr. Joachim Weimann ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg

rentes und kostengünstiges Altersvorsorgeprodukt zur Verfügung stellt.

OPT-OUT STATT OPT-IN

Die Deutschlandrente ersetzt die aktuelle Zustimmungslösung (Opt-In), bei der man nur dann zusätzlich für das Alter vorsorgt, wenn man sich aktiv dafür entscheidet, durch eine Widerspruchslösung (Opt-Out). Die Deutschlandrente sieht vor, alle Arbeitgeber zu verpflichten sicherzustellen, dass ihre Beschäftigten über eine zusätzliche Altersvorsorge in ausreichender Höhe (vergleichbar mit dem Mindesteigenbeitrag bei der Riester-Rente von 4% des beitragspflichtigen Einkommens) verfügen. Arbeitgeber können dieser Verpflichtung nachkommen, indem sie eine Betriebsrente anbieten. Wenn die Beschäftigten nicht über eine bAV verfügen, muss der Arbeitgeber sie darauf hinweisen, dass sie automatisch in ein Programm zur zusätzlichen Altersvorsorge einbezogen werden. Die Arbeitnehmer können an dieser Stelle widersprechen oder selbst ein bestimmtes Altersvorsorgeprodukt wählen. Reagiert ein Arbeitnehmer nicht, dann wählt der Arbeitgeber ein Vorsorgeprodukt für ihn aus. Dazu stehen Produkte auf einer von einer neutralen Stelle erstellten Positivliste zur Verfügung. Die Positivliste enthält ausschließlich Produkte, die bestimmte Mindestanforderungen erfüllen, zu denen die bisherigen Vorgaben für zertifizierte Riester-Produkte, aber zusätzlich auch Kostentransparenz, das Angebot unkomplizierter Wechselmöglichkeiten zu anderen Verträgen und eine Kostenobergrenze gehören. Die Arbeitnehmer können zu jedem Zeitpunkt ihrer weiteren Einbeziehung in das gewählte Altersvorsorgeprodukt widersprechen.

DER DEUTSCHLANDFONDS

Wie oben dargestellt, haben viele Menschen kein Vertrauen mehr in die private Altersvorsorge, insbesondere in die Riester-Rente. Die angebotenen Produkte und Förderkonditionen sind für Menschen ohne ausgeprägte Finanzkenntnisse nur schwer zu durchschauen, viele Produkte weisen hohe und oft versteckte Kosten auf, und das Vertrauen in die private Finanzwirtschaft hat nicht zuletzt durch die Finanzkrise stark gelitten. Um dieses angebotsseitige Problem zu beheben, schlagen wir vor, einen Deutschlandfonds einzurichten, der ein einfaches, kostengünstiges und transparentes Standardprodukt anbietet. Der Deutschlandfonds wird staatlich bereitgestellt, erhält aber keine Subventionen und befindet sich im fairen Wettbewerb mit den privaten Anbietern. Das Standardprodukt erfüllt die Fördervoraussetzungen des Altersvermögensgesetzes, ist damit als Riester-Produkt der privaten Altersvorsorge anzusehen und als solches förderfähig.

Mit der Deutschlandrente sollen die für Riester-Renten vorgeschriebenen Beitragsgarantien gelo-

ckert werden. Bereits bei der Rürup-Rente und seit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz auch in der bAV können Vorsorgeprodukte ohne Beitragsgarantien angeboten werden. Dadurch ist es möglich, einen größeren Teil des Vorsorgevermögens in zwar riskanteren, aber im Durchschnitt renditestärkeren Anlageformen zu investieren. Auch in der Leistungsphase soll die Möglichkeit bestehen, nur begrenzte Rentengarantien anzubieten, wodurch es auch nach Eintritt in den Ruhestand möglich ist, mit einem größeren Vermögensanteil an Kapitalmarktrenditen zu partizipieren. Verbraucher sollen aber in jedem Fall die Möglichkeit haben, sich aktiv für Vorsorgeformen mit oder ohne Beitrags- und Rentengarantien entscheiden zu können.

Die Anlage im Deutschlandfonds soll einem Lebenszyklusmodell folgen, bei dem in den Anfangsjahren zunächst weltweit in Aktien mit breiter Diversifizierung investiert wird. Je älter ein Versicherter ist, umso größer wird der Anteil seines Vorsorgevermögens, der in festverzinslichen Wertpapieren und anderen, weniger volatilen Anlageformen investiert wird. Hierdurch wird das Risiko begrenzt, kurz vor Renteneintritt Vermögensverluste zu erleiden.

Der Deutschlandfonds soll eine einfache und transparente Kostenstruktur haben. Die Gebühren werden ausschließlich über prozentuale Sätze der Beiträge bzw. des angesparten Vermögens erhoben. Provisionen, Abschlusskosten u.ä. werden nicht separat berechnet. Der Deutschlandfonds ist ein Non-Profit-Unternehmen, der entsprechend niedrige Verwaltungsgebühren verlangt.

Der Deutschlandfonds ist kein »Staatsfonds« im traditionellen Sinn, das in ihm angesparte Vermögen stellt kein öffentlich-rechtliches Sondervermögen, wie z.B. bei den Versorgungsrücklagen der Beamten, dar. Stattdessen bildet der Deutschlandfonds ein Sondervermögen im Sinne des Kapitalanlagerechts, an dem die Versicherten individuelle Ansprüche erwerben und das damit vor staatlichem Zugriff geschützt ist. Das operative Geschäft des Deutschlandfonds kann in einem wettbewerblichen Verfahren an Banken bzw. professionelle Fondsmanager vergeben werden. Die Regierung erhält keinen Einfluss auf die Anlagepolitik des Deutschlandfonds.

Der Deutschlandfonds ist so ausgestaltet, dass er nicht in Konflikt mit wettbewerbs- oder beihilferechtlichen Vorgaben steht. Der Fonds erhält keine staatlichen Subventionen. Es gibt keinen Automatismus, nach dem Versicherte, die keine eigene Entscheidung treffen, dem Deutschlandfonds zugewiesen würden. Wie oben dargestellt, entscheidet in diesen Fällen der Arbeitgeber über das Vorsorgeprodukt. Er wählt dazu ein zertifiziertes Produkt von der Positivliste aus. Auf dieser Liste wird, wenn er entsprechend kostengünstig anbietet, neben den Produkten der privaten Finanzwirtschaft auch der Deutschlandfonds stehen. Da der Deutschlandfonds damit in der gleichen Wettbewerbssituation ist wie private Wettbewerber und

weder finanziell noch regulatorisch durch den Staat bevorzugt wird, liegt keine unzulässige staatliche Beihilfe vor.

INTERNATIONALE ERFAHRUNGEN

Eine ganze Reihe von Ländern hat bereits positive Erfahrungen mit staatlichen Fondslösungen und Opt-Out-Verfahren gemacht (vgl. Knabe und Weimann 2017). So hat z.B. Schweden im Jahr 1999 seine gesetzliche, umlagefinanzierte Rente um eine zusätzliche kapitalgedeckte Komponente erweitert. Arbeitnehmer zahlen verpflichtend 2,5% des Bruttolohns in diese Zusatzversicherung ein. Im Gegensatz zu unserem Vorschlag gibt es in Schweden aber keine Widerspruchsmöglichkeit. Es gibt aber Wahlfreiheit bezüglich der Anlageform. Die Versicherten können zwischen den Produkten verschiedener Anbieter wählen, die überwiegend von privaten Finanzdienstleistern angeboten werden. All diejenigen, die sich nicht aktiv entscheiden, werden dem staatlichen Fonds AP7 SÅfa zugewiesen. Dieser Fonds legt die Gelder der Versicherten lebenszyklusorientiert in Aktien und festverzinslichen Wertpapieren an. Beitragsgarantien werden nicht gegeben. Die Rendite von AP7 SÅfa lag seit dem Jahr 2000 deutlich über, die Verwaltungskosten unter dem Durchschnitt der privaten Fondsanbieter.

Großbritannien hat im Jahr 2008 eine Rentenreform durchgeführt, die in ihren Kernelementen unserem Vorschlag entspricht. Diese Reform verpflichtet jeden Arbeitgeber, eine betriebliche Altersvorsorge anzubieten und seine Beschäftigten automatisch in diese einzubeziehen. Arbeitnehmer haben ein Widerspruchsrecht und können jederzeit ihren Austritt erklären. Um allen Arbeitgebern, vor allem auch kleineren Firmen, eine einfache und kostengünstige Möglichkeit für die Durchführung der automatischen Einbeziehung zu geben, wurde der *National Employment Savings Trust* (NEST) geschaffen. Hierbei handelt es sich um einen staatlichen Anbieter betrieblicher Altersvorsorge, der im Wettbewerb mit privaten Anbietern steht. Die jährlichen Verwaltungskosten des NEST liegen bei 1,8% der in diesem Jahr geleisteten Beiträge sowie 0,3% des angesparten Kapitals. Etwa ein Drittel der automatisch einbezogenen Arbeitnehmer nutzen den NEST (DWP 2018).

FAZIT

Der Markt für private, kapitalgedeckte Altersvorsorge leidet unter nachfrage- und angebotsseitigen Problemen. Die Nachfrage bleibt aufgrund der Verharrung im Status quo hinter den Erwartungen zurück. Dieses Problem kann durch den Wechsel zu einer Widerspruchslösung gelöst werden, bei der jeder, der nicht aktiv widerspricht, in die Zusatzvorsorge einbezogen wird. Die Angebotsseite leidet unter einem Reputationsverlust privater Anbieter aufgrund oftmals kom-

plexer, intransparenter und überteuerter Produkte. Ein staatlicher Fonds, der ein einfaches, transparentes und kostengünstiges Produkt zur Verfügung stellt, kann im Wettbewerb mit privaten Anbietern zu einer insgesamt besseren Produktqualität aus Sicht der Versicherten beitragen. Unser Vorschlag einer »Deutschlandrente« verbindet den Wechsel zu einer Widerspruchslösung mit der Einrichtung eines staatlichen Investmentfonds für die private Altersvorsorge. Erfahrungen aus dem Ausland zeigen, dass damit eine deutlich stärkere Verbreitung der kapitalgedeckten Altersvorsorge zu vergleichsweise niedrigen Kosten erreicht werden kann.

LITERATUR

- Al-Wazir, T., St. Grüttner und Th. Schäfer (2015), »Einfach, sicher, günstig: Die Deutschland-Rente«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 23. Dezember.
- BMAS (2016), Alterssicherungsbericht 2016, Berlin.
- Börsch-Supan, A., T. Bucher-Koenen, I. Ferrari, V. Kutlu-Koc und J. Rausch (2016), »Die Entwicklung der Rentenlücke und das Sparverhalten deutscher Haushalte«, MEA Discussion Paper 02-2016, Munich Center for the Economics of Aging, München.
- DWP (2018), *Automatic Enrolment evaluation report 2018*, DWP Ad Hoc Research Report No 68, Department of Work and Pensions, London.
- Haupt, M. und A. Yollu-Tok (2014), »Ergänzende Altersvorsorge: Akzeptanz, Vertrauen und Ausgestaltung aus Verbrauchersicht«, *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 83(3), 19–39.
- Jaworek, A., E. Kruse und A. Scherbarth (2017), »Förderung der Riester-Rente durch Zulagen und Sonderausgabenabzug: Aktuell 10,9 Millionen geförderte Personen im Beitragsjahr 2013«, *RV aktuell* (3), 77–89.
- Kahneman, D., J. L. Knetsch und R. H. Thaler (1991), »Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias«, *Journal of Economic Perspectives* 5(1), 193–206.
- Knabe, A. und J. Weimann (2015), »Ein sanft paternalistischer Vorschlag zur Lösung des Rentenproblems«, *Wirtschaftsdienst* 95(10), 701–709.
- Knabe, A. und J. Weimann (2017), »Die Deutschlandrente: Ein Konzept zur Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge«, *ifo Schnelldienst* 70(18), 25–33.
- Oehler, A. (2009), *Alles »Riester«? Die Umsetzung der Förderidee in der Praxis*. Gutachten im Auftrag des Verbraucherzentrale Bundesverbandes e. V. (unter Mitarbeit von Daniel Kohlert). Bamberg.
- Oelmann, A. und R. Scherfling (2012), »Riester-Rente – Reformen und ein staatliches Basisprodukt sind dringend erforderlich«, *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 81(2), 245–253.
- Riedmann, A. und Th. Heien (2016), *Arbeitgeber- und Trägerbefragung zur Verbreitung der betrieblichen Altersversorgung (BAV 2015)*. Endbericht, Forschungsbericht 475, Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Berlin.

Christine Bortenlänger* und
Donato Di Dio**

Für einen Ruhestand in der Hängematte: Staatsfonds, Standardprodukte und andere effiziente Lösungen für eine bessere Altersvorsorge

Die jährliche Information der Rentenversicherung löst viele Reaktionen aus: Manche verspüren Panik, einige resignieren, und wieder andere sind eigentlich ganz zufrieden. Viele Menschen sind allerdings auch überfordert, legen den Brief weg und hoffen, dass der Staat zur Not im Alter einspringt, wenn das Geld nicht reichen sollte.

Gespräche im persönlichen Umfeld spiegeln dieses Bild wider. Der Tenor ist stets gleich. Es muss sich doch gelohnt haben, zu arbeiten. Die Angst, den Lebensstandard im Alter nicht mehr halten zu können oder in Altersarmut abzurutschen, ist real. Vor allem große Teile der jungen Generation haben das Vertrauen in die Rentenversicherung verloren. Gut zwei Drittel der Jungen sorgen sich um ihr Auskommen im Alter. Taten statt Debatten fordern sie von den politisch Verantwortlichen. 84% von ihnen sind nämlich davon überzeugt, dass eine gute Rente möglich ist, wenn die Politik es nur endlich angeht (vgl. Schreiber 2019, S. 1 f.).

Angesichts der Fakten verwundert es, dass der Reformdruck auf die Politik in Deutschland noch nicht hoch genug zu sein scheint. Die in Zukunft steigenden Beiträge bei gleichzeitig sinkendem Rentenniveau unterminieren das Vertrauen in die Rentenversicherung. Der heute schon notwendige Zuschuss aus dem Bundeshaushalt in die Rentenversicherung wird durch den demographischen Wandel immer höher. Bereits heute trägt der Steuerzahler 94 Mrd. Euro zur Stabilisierung der Rente bei, knapp ein Drittel des Bundeshaushaltes. Im Jahr 2022 soll der Zuschuss des Bundes zur Rentenversicherung 110 Mrd. Euro betragen. Wenn die geburtenstarken Jahrgänge ihren Ruhestand antreten, werden sich die finanziellen Schwierigkeiten massiv verschärfen. Von Generationengerechtigkeit kann im Rentensystem keine Rede sein.

Vorschläge zur Verbesserung der Rente kommen von vielen Seiten, von jungen Unternehmern, von Gewerkschaften und aus den Bundesländern. Bei allen Unterschieden im Detail stimmen doch fast alle Reformvorschläge in einem Punkt überein: Die deutsche Altersvorsorge ist zu komplex. Kein Wunder: Zwischen Riester, Rürup und den fünf Durchfüh-

rungswegen in der betrieblichen Altersvorsorge verläuft man sich schnell im Dschungel der Altersvorsorge und Zulagensysteme.

Was also tun, um die Rente zu retten? Viele Menschen wünschen sich einfache Lösungen, die am Ende mehr Rente bringen. Eine Vorsorge, bei der man sich entspannt zurücklehnen kann, mit hohen Erträgen und niedrigen Kosten. Eine Vorsorge, die das Siegel »made in Germany« verdient. Neue, effiziente Lösungen sind gefragt, die gewährleisten, dass die Menschen ihren Lebensstandard im Alter sichern können. In diesem Zusammenhang wird in der deutschen Rentendebatte immer häufiger die Einführung von Staatsfonds im Rentensystem gefordert. Oft gehen die neidischen Blicke dabei gen Norden, wo Staatsfonds feste Bestandteile der Altersvorsorge sind. Doch was sind eigentlich Staatsfonds, und muss es immer ein Staatsfonds sein?

DER BEGRIFF STAATSFONDS

Die Wissenschaft versteht unter Staatsfonds klassischerweise Investmentfonds, die langfristig im In- und Ausland Geld anlegen (vgl. Megginson und Fotak 2015, S. 737). Das Vermögen stammt aus staatlichen Einnahmen, wie beispielsweise aus den Erlösen der Ölexporte im Fall von Norwegen.

In der internationalen Rentendebatte wird der Begriff allerdings weiter gefasst. Staatsfonds sind hier auch solche Fonds, die Vorsorgebeiträge der Versicherten am Kapitalmarkt anlegen. Doch sind es international nicht immer Staatsfonds, die in der Altersvorsorge zum Einsatz kommen. Häufig haben sich die Länder, die Aktien in der Altersvorsorge nutzen, dafür entschieden, Standardprodukte anzubieten. Diese sind staatlicherseits so reguliert, dass sie einfach, verständlich und kostengünstig sind.

Was machen andere also besser? In unserer aktuellen Studie »Altersvorsorge mit Aktien zukunfts-fest machen – Was Deutschland von anderen Ländern lernen kann« haben wir verschiedene Länder untersucht, in denen die Versicherten über die staatlichen Rentensysteme oder die betriebliche Vorsorge mit Aktien fürs Alter sparen. Dabei haben wir mit Blick auf den Einsatz von Staatsfonds beziehungsweise Standardprodukten drei Modelle identifiziert: (1) Bürgerfonds ohne Wettbewerb, (2) staatlich organisierte Standardprodukte mit privatwirtschaftlicher Konkurrenz und (3) rein privatwirtschaftliche Lösungen mit regulierten Standardprodukten. Diese sollen im Folgenden anhand von Praxisbeispielen erläutert werden.

DER BÜRGERFONDS

Bei sogenannten Bürgerfonds handelt es sich um öffentlich-rechtliche Anlagefonds. Das politisch unabhängige Fondsmanagement legt im



Christine Bortenlänger



Donato Di Dio

* Dr. Christine Bortenlänger ist Geschäftsführender Vorstand des Deutschen Aktieninstituts.

** Donato Di Dio ist Junior-Referent für Kapitalmarktpolitik und Digitalisierung am Deutschen Aktieninstitut.

staatlichen Auftrag die Altersvorsorgebeiträge aller Bürgerinnen und Bürger am Kapitalmarkt an. Wettbewerb von privaten Anbietern gibt es nicht. Alle, auch Geringverdienende, sollen damit risikoarm und preiswert für ihr Alter vorsorgen können.

In Kanada lässt sich dieses Modell in der Praxis beobachten. Dort ist der Canada Pension Plan (CPP) das zentrale Vorsorgeelement neben der steuerfinanzierten Grundrente. Beschäftigte und Unternehmen teilen sich derzeit den Beitragssatz von 10,2%. Der Fonds trägt zu einem Viertel zu den Rentenleistungen bei.

Für die Investitionsentscheidungen ist das Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) zuständig. Das CPPIB ist eine von der Regierung eingesetzte, aber unabhängige Non-Profit-Organisation. Ihre Vorstandsmitglieder werden von der Bundesregierung in Abstimmung mit den Provinzen benannt. Sie müssen einschlägige Berufserfahrung sowie Finanzkompetenz nachweisen und dürfen nicht Teil der Regierung oder des öffentlichen Dienstes sein. Das CPPIB berichtet vierteljährlich an das kanadische Parlament. Es hat allein die Aufgabe, maximale Erträge zu erzielen, ohne ein übermäßiges Verlustrisiko einzugehen. Mit einem jährlichen Ertrag von 11% auf das investierte Vermögen in der Zeit von 2008 bis 2018 setzt das CPPIB seine Vorgaben erfolgreich um (vgl. Canada Pension Plan Investment Board 2019, S. 2).

Was spricht gegen den Staatsfonds ohne privatwirtschaftlichen Wettbewerb? Bei Bürgerfonds besteht die Gefahr, dass es zu Fehlentwicklungen kommt. Wegen der staatlichen Unternehmensbeteiligungen ist es denkbar, dass der Staat seiner Aufgabe als Wettbewerbshüter nur eingeschränkt nachkommt. Auch könnten Unternehmen in der Regulierung bevorzugt werden, die im eigenen Portfolio gehalten werden. Außerdem ist es nicht ganz auszuschließen, dass sich die Anlagestrategie statt an finanziellen, an politischen Erwägungen ausrichtet. Die verwalteten Mittel könnten so in politisch präferierte Bereiche gelenkt werden. Schließlich hätte der Staat ein erhebliches Mitspracherecht an der Strategie der Unternehmen. Diese könnte die Regierung dann nach Gutdünken beeinflussen. Das widerspricht klar marktwirtschaftlichem Denken.

STANDARDPRODUKT IM WETTBEWERB

Staatlich organisierte Standardprodukte mit privatwirtschaftlicher Konkurrenz gibt es unter anderem in Schweden und im Vereinigten Königreich. Von der schwedischen Altersvorsorge haben schon viele gehört, weil sie gerade in der deutschen Debatte immer wieder als Vorbild genannt wird. Dagegen ist das in der britischen Betriebsrente zu verortende NEST-Modell eher weniger bekannt.

Schweden

In Schweden müssen die Beschäftigten einen Teil der Abgaben für die gesetzliche Altersvorsorge – 2,5% des Bruttolohns – automatisch in Anlagefonds investieren. Sie können zwischen rund 800 Fonds mit unterschiedlichen Anlagestrategien frei wählen. Entscheiden sich die Sparenden nicht aktiv, werden ihre Gelder automatisch im staatlichen Standardprodukt AP7 angelegt. Der politisch unabhängige AP7 verteilt die Mittel, je nach Alter der Beschäftigten, auf Aktien und Anleihen. Bis zum 55. Lebensjahr legt der Fonds 100% der Beiträge in Aktien an, danach wird der Anteil schrittweise reduziert. Mit dieser Strategie kommt das schwedische Standardprodukt auf 20-Jahressicht auf 9% Rendite pro Jahr (vgl. Better Finance 2018, S. 457). Da das Modell so erfolgreich ist, findet es international immer mehr Nachahmer.

Vereinigtes Königreich

Das Vereinigte Königreich hat mit dem National Employee Savings Trust (NEST) einen ähnlichen Weg eingeschlagen. Während die Schweden das staatliche Standardprodukt in der gesetzlichen Altersvorsorge verankert haben, setzen die Briten auf die betriebliche Rente. Abhängig Beschäftigte werden automatisch in einen Betriebsrentenplan einbezogen, solange sie nicht aktiv widersprechen (Opt-Out-Regelung). Um die Einführung insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen zu erleichtern, wurde mit dem NEST ein öffentlich-rechtlicher Treuhänder geschaffen, der die Gelder der Versicherten anlegt. Die Mittel werden zum Großteil in Aktien angelegt, wobei der Fonds einer Lebenszyklusstrategie folgt. Die Teilnahme am Fonds ist für Unternehmen kostenfrei und bietet den Versicherten eine einfach strukturierte Altersvorsorge. NEST steht im direkten Wettbewerb mit privatwirtschaftlichen Alternativen, da Unternehmen für den Betriebsrentenplan auch auf andere Anbieter zurückgreifen können.

Die Zahlen sprechen auch für das britische Modell. So warf das Betriebsrentensystem zuletzt zwischen 5 und 8% Rendite jährlich ab. Seit der Einführung des Opt-Outs im Jahr 2012 ist es gelungen, die Zahl der Sparenden von 55 auf 84% erhöhen. Bei jüngeren Menschen im Alter von 22 bis 29 Jahren verdreifachte sich die Quote auf 77%. Damit kommen mehr als drei Viertel der britischen Beschäftigten in den Genuss von Betriebsrenten (UK Department for Work & Pensions, 2018, S. 1 f.)

Der klare Vorteil von Standardprodukten im Wettbewerb: Die staatlichen Fonds stehen in direkter Konkurrenz zu privaten Anbietern. Sollten die staatlichen Standardprodukte schlechtere Renditen erwirtschaften, können die Versicherten jederzeit den Fonds wechseln. Die Konkurrenz stellt auch sicher, dass der staatliche Vorsorgefonds das Vermögen der Versicherten in deren Interesse verwaltet. Mit einfa-

chen und kostengünstigen Standardangeboten wird zudem der Wettbewerb intensiviert. Auch die Vorteile des britischen Opt-Out-Systems liegen auf der Hand. Viele profitieren vom Ansparverfahren, gleichzeitig besteht die Möglichkeit, der Teilnahme zu widersprechen. Die Freiwilligkeit bleibt also erhalten.

Dennoch ist es aus mehreren Gründen problematisch, wenn der Staat wie in den beschriebenen Modellen zugleich als Wettbewerber und Schiedsrichter auftritt. Zum einen muss die politische Unabhängigkeit des Standardproduktanbieters sichergestellt werden. Zum anderen muss ein fairer Wettbewerb bestehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die staatliche Lösung als Auffanglösung für alle gilt. Was fair ist und was nicht, ist jedoch oft schwer zu definieren. Welche Kosten kann beziehungsweise muss das Fondsmanagement an die Versicherten weitergeben? Welche Kosten gelten als marktüblich? Hat die staatliche Lösung schon deshalb einen Wettbewerbsvorteil, weil sie als Standardlösung für alle vorgesehen ist? Diese und andere Fragen müssen gut abgewogen werden, sollte man sich für diese Lösung in Deutschland entscheiden.

REGULIERTES PRIVATWIRTSCHAFTLICHES STANDARDPRODUKT

Ohne jegliche Form eines Staatsfonds kommt das Rentensystem in Australien aus. In Down Under setzt der Staat stattdessen auf regulierte Standardprodukte, die von privaten Anbietern, wie Banken oder Versicherungen, angeboten werden.

In der australischen Altersvorsorge spielt die obligatorische Betriebsrente eine zentrale Rolle. Unternehmen sind verpflichtet, mindestens 9,5% des Bruttolohnes ihrer Beschäftigten auf deren persönliche Altersvorsorgekonten einzuzahlen. Derzeit kann dort aus rund 200 Fonds gewählt werden, die die Beiträge zum größten Teil in Aktien investieren. Gesetzliche Anlagevorschriften oder gar eine Beitragsgarantie existieren in der Regel nicht.

Treffen die Beschäftigten keine Auswahl, fließen die Mittel in die staatlich regulierten Standardprodukte, die sogenannten MySuper-Fonds. Die von der Privatwirtschaft angebotenen Vorsorgeprodukte müssen festgelegte Produktstandards erfüllen und unterliegen einer Lizenzierungspflicht. Unter anderem dürfen die MySuper-Produkte nur eine Investment-Strategie verfolgen, die in der Regel auf passive Anlageprodukte setzt. Weiterhin müssen MySuper-Fonds transparent sein und niedrige Gebühren aufweisen. Die konkrete Auswahl des MySuper-Fonds übernimmt das Unternehmen. Der Clou: Auch hier stehen die Anbieter im Wettbewerb.

Auch die restlichen Rahmenbedingungen stimmen. So erhält der berechtigte Förderkreis automatisch und ohne Bürokratieaufwand die staatliche Förderung. Die Angabe der Steuer-ID beim Fondsanbieter reicht aus. Soll der Fonds gewechselt wer-

den, braucht es nur wenige Klicks im staatlichen Onlineportal. Auch für Unternehmen ist das System denkbar einfach. Die Abwicklung der Beiträge erfolgt zentral und in digitaler Form. Unternehmen überweisen nur einen Gesamtbeitrag für die gesamte Belegschaft, das System übernimmt die individuelle Zuordnung. Das australische Fördersystem für Geringverdienende lässt Riester alt aussehen.

Nach Abzug von Gebühren und Steuern erzielen die australischen Super-Fonds im Zeitraum von 1996 bis 2017, nach Kosten und Steuern, eine jährliche Rendite von 5,9% (vgl. Australian Government Productivity Commission 2019, S. 6). Personen, die 2006 ins Berufsleben gestartet sind und 40 Jahre lang arbeiten, können zum Renteneintritt im Schnitt mit 330 000 Euro Fondsvermögen rechnen (vgl. KPMG 2017, S. 1 f.) Nicht überraschend sind die Australier hoch zufrieden mit dieser Lösung. Mit solchen Summen zum Rentenbeginn würden sich auch die deutschen Versicherten glücklich schätzen. Insgesamt zeigt das australische Modell, dass es keiner staatlich organisierten Standardprodukte oder Bürgerfonds bedarf, um eine überzeugende und nachhaltige Altersvorsorge zu gestalten.

FAZIT

Australien, Schweden, Großbritannien oder Kanada setzen in ihrer Altersvorsorge ganz klar auf den Kapitalmarkt, um ihren Bürgern ein gutes Auskommen im Alter zu sichern. Auch wenn die Modelle grundsätzlich alle erfolgreich sind, zeigt unsere Studie doch, dass effizientere Lösungen als Staatsfonds existieren. Zwar suggerieren staatliche Produkte den Menschen ein stärkeres Sicherheitsgefühl und erhöhen unter Umständen die Akzeptanz in der Bevölkerung, doch werden sie von einer Reihe Nachteilen begleitet, die es zu bedenken gilt.

Die schwedische und britische Altersvorsorge oder das Modell Australien bieten mit ihren Wettbewerbsmechanismen dagegen einen klaren Mehrwert für die Bürgerinnen und Bürger. Private Anbieter können ihren Kunden ein vielfältiges, maßgeschneidertes Angebot anbieten. Und die zukünftigen Rentner erwirtschaften damit stattliche Erträge.

Auch Deutschland sollte endlich mehr Aktien in der Altersvorsorge nutzen und so den Bürgerinnen und Bürgern eine bessere Rente ermöglichen. In der noch zu führenden Rentendebatte muss jedoch zunächst die Politik von den Chancen der Aktienanlage in der Altersvorsorge überzeugt werden. Das Ziel muss dann natürlich sein, dass möglichst viele Menschen von einem Ansparverfahren mit Aktien profitieren. Eine automatische Einbeziehung der Beschäftigten in Verbindung mit einer Opt-Out-Regelung ist dabei das Mittel der Wahl. So zahlen Beschäftigte automatisch in ihre Spartöpfe ein und profitieren von ihren weltweiten Aktieninvestments, sofern sie nicht ausdrücklich widersprechen. Psychologen und

Verhaltensökonominnen bezeichnen diesen Prozess als »Nudging«. Es braucht einen kleinen Schubs, damit Menschen mit den richtigen Anlageinstrumenten für ihre Altersvorsorge sparen. Oder in anderen Worten: Wir Deutschen brauchen einen kleinen Schubs für einen Ruhestand in der Hängematte.

LITERATUR

Australian Government Productivity Commission (2019), *Assessing Efficiency and Competitiveness*, verfügbar unter: <https://www.pc.gov.au/inquiries/completed/superannuation/assessment/report/superannuation-assessment-overview.pdf>.

Better Finance. European Federation of Investors and Financial Services Users (2018), »Pensions Savings. The Real Return. 2018 Edition«, verfügbar unter: <https://betterfinance.eu/publication/pension-savings-the-real-return-2018-edition/>.

Canada Pension Plan Investment Board (2019), *2019 Annual Report*, verfügbar unter: <https://www.cppib.com/documents/2048/F2019-annual-report-june-6-2019-EN.pdf>.

KPMG (2017), Super Insights Report, verfügbar unter <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/super-insights-report-2017.pdf>.

Meggison, W. und V. Fotak (2015), »Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research«, *Journal of Economic Surveys* 29(4), 733–778.

Schreiber, A. (2019), *Jugend, Vorsorge, Finanzen – wird das Vertrauen einer Generation verspielt? Das Magazin zur Jugendstudie 2019*, verfügbar unter: https://www.jugendstudie.info/fileadmin/docs/documentLibrary/Jugendstudie_-_Downloads/Jugendstudie_-_2019/Sonstiges/MR_Studie_2019_Magazin.pdf.

UK Department for Work & Pensions (2018), *Workplace Pension Participation and Savings Trends of Eligible Employees Official Statistics. 2007 to 2017*, verfügbar unter: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/712812/workplace-pension-participation-and-saving-trends-2007-2017.pdf