

Raffelhüschen, Bernd

**Working Paper**

## Altersvorsorge nach Corona: Damit müssen die kommenden Rentnergenerationen rechnen

Diskussionsbeiträge, No. 74

**Provided in Cooperation with:**

Research Center for Generational Contracts (FZG), University of Freiburg

*Suggested Citation:* Raffelhüschen, Bernd (2021) : Altersvorsorge nach Corona: Damit müssen die kommenden Rentnergenerationen rechnen, Diskussionsbeiträge, No. 74, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Forschungszentrum Generationenverträge (FZG), Freiburg i. Br.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/234600>

**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.

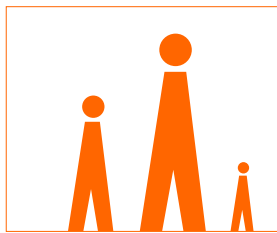
Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**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.*



FORSCHUNGS  
ZENTRUM  
GENERATIONEN  
VERTRÄGE

der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

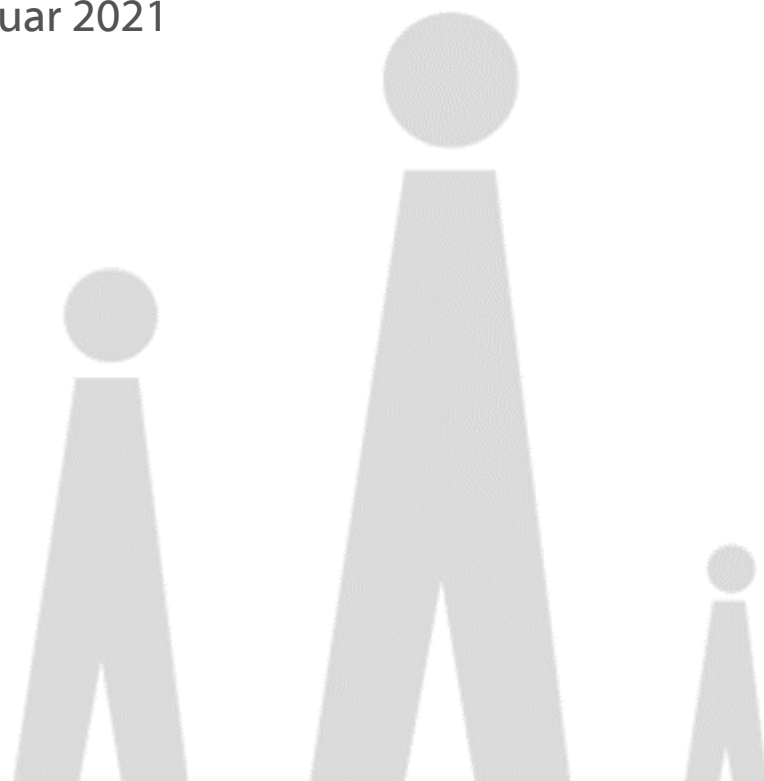
# DISKUSSIONSBEITRÄGE DISCUSSION PAPERS

## Altersvorsorge nach Corona

Damit müssen die kommenden Rentnergenerationen rechnen

Bernd Raffelhüschen

No. 74 – Januar 2021



# Altersvorsorge nach Corona – damit müssen die kommenden Rentnergenerationen rechnen\*

**Bernd Raffelhüschen\*\***

## **VORBEMERKUNG: VON EPIDEMIOLOGIE UND ÖKONOMIE**

Soviel scheint jedenfalls sicher: Das Jahr 2020 wird in vielerlei Hinsicht Rekorde schreiben. Folgt man den medialen und politischen Äußerungen, so wird es wohl in die Geschichtsbücher eingehen als das Jahr der schwersten Pandemie seit der „Spanischen Grippe“ in den Jahren 1918 bis 1920. Statistisch bestätigt sich dieser weit verbreitete Eindruck allerdings zumindest gegenwärtig nicht: Damals starben in Deutschland nach den vorliegenden Schätzungen weit mehr als über 400.000 Menschen – also über vierzigmal so viele wie heute an Covid-19 verstorben sind (Stand Oktober 2020). Die Dimensionen sind mithin nicht vergleichbar. Aber wahrscheinlich ist die Dimension auch deshalb eine andere geblieben, weil die Politik im Gegensatz zu den Zeiten nach dem ersten Weltkrieg handlungsfähiger war in dem Bemühen, das Infektionsgeschehen einzudämmen und zugleich das gegenwärtige Gesundheitssystem natürlich ebenso weitaus handlungsfähiger war als in jenen Tagen. Insgesamt wurde Deutschland bisher weitaus weniger stark getroffen als beispielsweise Italien oder Spanien. Und dies, obwohl die Bundesregierung hinsichtlich der Isolationsmaßnahmen und des ökonomischen Lockdowns deutlich moderatere Wege eingeschlagen hat als viele andere Länder der westlichen Welt. Sicher ist aber auch, dass weltweit – unabhängig vom Grad der verhängten Isolationsmaßnahmen – die wirtschaftlichen Aktivitäten durch den Ausfall der globalisierten Wertschöpfungsketten zwischenzeitlich quasi zum Stillstand gekommen sind. Dadurch bricht das Jahr 2020 zumindest aus ökonomischer Perspektive wirklich alle Rekorde: Fest steht, dass durch die internationalen Corona-Maßnahmen der stärkste Konjunkturreinbruch seit dem schwarzen Freitag des Jahres 1929 zu verzeichnen ist.

Diese Krise, die anfangs eine leichte Konjunkturdelle a la Finanzkrise 2008 zu sein schien, könnte sich zu einem echten langfristigen Wachstumseinbruch ausformen. Nach Ansicht von Teilen der medialen Öffentlichkeit könnte sie auch das Potential in sich tragen, die langfristige Bevölkerungsentwicklung zu beeinflussen. Sowohl der Wachstumseinbruch wie auch eine Übersterblichkeit in der

---

\* Mein Dank geht an die Union Investment e.G. für die finanzielle Unterstützung der Forschungsarbeiten und an Stefan Seuffert für wertvolle Hilfestellungen bei der Erstellung dieses Whitepapers.

\*\* Professor für Finanzwissenschaft und Sozialpolitik an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg und Vorstand der Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Bevölkerungsentwicklung hätten dann erheblichen Einfluss auf das System der umlagefinanzierten Altersvorsorge wie auch auf die private Alterssicherung, die beide in ihren Fundamenten erschüttert wären. Soweit die doch eher durch Panik und Hysterie geprägte mediale Auffassung hinsichtlich der katastrophalen Folgen der Pandemie.

Ähnlich wie der Gesundheitsökonom die Dimension der Pandemie nicht herunterspielt, sondern versucht, eine beruhigende realistische Abschätzung in die öffentliche Diskussion einzubringen, wird auch der Bevölkerungswissenschaftler die Auswirkungen der Pandemie auf die Bevölkerungsentwicklung in Deutschland eher relativieren. Keine noch so starke Wirtschaftskrise ändert etwas an dem, was die demographische Krise der letzten Jahrzehnte für die Zukunft vorgezeichnet hat – sie kann jedoch die daraus resultierenden Trends der gesellschaftlichen Alterung beschleunigen oder auch verzögern. In Hinblick auf die fiskalischen Belastungen zukünftiger Generationen durch die sozialen Sicherungssysteme ist die Corona-Krise mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ein Beschleuniger. Die Kernfrage ist jedoch, ob das, was ohnehin käme, nur schneller kommt, oder ob es sich auch substantiell verändern wird. Dazu muss in einem ersten Schritt die Auswirkung der Corona-Pandemie auf die demographische Entwicklung berechnet werden. Um es vorwegzunehmen – sie ist irrelevant. Sodann ist zu hinterfragen, ob und inwieweit die gesetzliche Rentenversicherung in ihrer Funktion verändert wird, oder ob die bereits im Vorfeld eingeleiteten Umschichtungen durch Corona nur beschleunigt werden. Wenn nämlich die Lebensstandardsicherung durch das bestehende System der sozialen Alterssicherung bereits jetzt schon nicht mehr gewährleistet werden kann – und nichts Anderes steht seit geraumer Zeit auf jedem Rentenauskunftsbescheid – dann gilt es, die Rolle der privaten und kapitalgedeckten Altersvorsorge vor und nach Corona zu untersuchen. Wird sie wichtiger und wenn, dann für wen? Müssen andere Refinanzierungsstrukturen der Alterssicherungsvermögen vor dem Hintergrund der Corona-Krise gewählt werden und mit was genau müssen künftige Rentner und die sie finanzierenden Erwerbstätigen in Zukunft rechnen? Hierzu nimmt der vorliegende Beitrag im Folgenden den Argumentationsfaden auf.

## **CORONA UND DEMOGRAPHIE: EINE RELATIVIERUNG?**

Wenn man Ende der 70er und zu Beginn der 80er Jahre in Deutschland prognostiziert hat, dass der erstmals aufgetretene „Pillenknick“ von Dauer sein würde, wurde man in der öffentlichen Debatte wie auch in den Medien im besten Fall als nicht ganz ernst zu nehmender „Zukunftsforscher“ oder im schlimmeren Fall als Katastrophentheoretiker bezeichnet. Dieses Bild hat sich heute vollkommen verändert, denn der zu erwartende doppelte Alterungsprozess ist bereits in die Schulbücher eingeflossen. Inzwischen weiß jedes Kind, dass immer mehr Rentner, Kranke und Pflegebedürftige, die

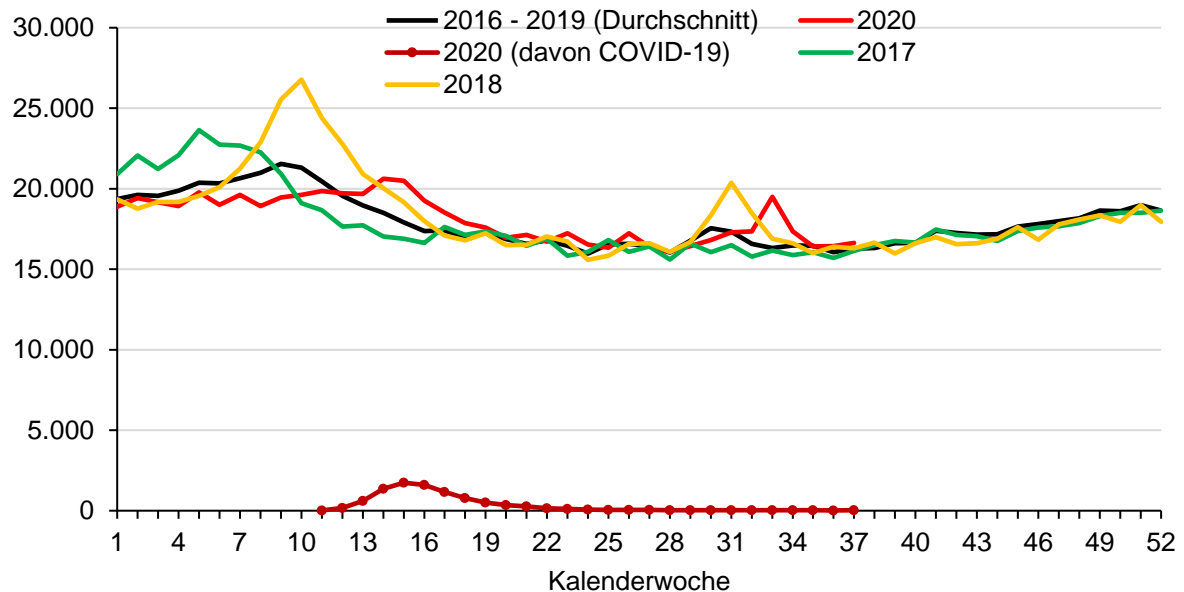
immer älter werden, von immer weniger Beitrags- und Steuerzahlern zu finanzieren sind. Was dennoch in der aktuellen Debatte vollkommen missverstanden wird, ist die Tatsache, dass die demographische Entwicklung über die nächsten Jahrzehnte mitnichten mit dem Adjektiv „zukünftig“ bezeichnet werden sollte. Der sog. Altenquotient, also die Anzahl derjenigen, die im Jahr 2043 über 23 Jahre alt und damit im Durchschnitt erwerbstätig geworden sind, im Verhältnis zu jenen, die ein Alter von mehr als 64 aufweisen, liegt heute schon fest. Dass dem so ist, liegt schlichtweg an der Tatsache, dass selbst, wenn sich der Pillenknick quasi ab sofort in sein Gegenteil verkehren würde, eine langsame Entlastung erst mit einer Verzögerung von 23 Jahren erfolgen würde. Somit ist die Entwicklung des Altenquotienten bis 2043 bereits sicher vorhersehbar und damit handelt es sich schlicht um eine Reflektion der Vergangenheit, die in der Zukunft liegt. Und da die niedrigen Geburtenziffern der letzten fünf Jahrzehnte nicht mehr zu korrigieren sind, werden die nicht geborenen Mütter kinderlos bleiben. Die einzige relevante Unsicherheit bei der demographischen Analyse herrscht bei der Einschätzung der Zuwanderungszahlen, die in der offiziellen Bevölkerungsprojektion annahmegemäß auf das durchschnittliche Niveau der letzten sechs Jahrzehnte gesetzt werden.

Nach den mittleren Vorgaben der 14. koordinierten Bevölkerungsprojektion des Statistischen Bundesamtes kommt im Jahr 2030 auf zwei potentiell Erwerbstätige ein über 64-jähriger. Dieser Altenquotient steigt dann von 50 auf 60 Prozent im Jahre 2040 und von 60 auf 70 Prozent in den folgenden zwei Jahrzehnten. Da das durchschnittliche Rentenzugangsalter bei 61,2 liegt, und von den potentiell Erwerbstätigen nur etwa 80 Prozent tatsächlich beschäftigt sind, würde sich bei Konstanz von Eintrittsalter und Erwerbsquote ab dem Jahr 2050 quasi jeder Erwerbstätige um „seinen Rentner“ kümmern. Tatsächlich werden im Deutschland des Jahres 2045 etwa doppelt so viele Rentner von etwa 75 Prozent der heutigen Erwerbstätigen zu finanzieren sein – und dies bei einer Rentenbezugszeit, die grob geschätzt nochmals um 2-3 Jahre länger ist als gegenwärtig.

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf diese drastische und in ihrer Dimension nicht zu überschätzende Entwicklung sind entgegen der öffentlichen Meinungsbildung extrem begrenzt. Keinerlei Auswirkungen zeigen sich hinsichtlich der Geburtenhäufigkeit. Diese ist zwar u. a. aufgrund der höheren Fertilität von zugewanderten Familien in den letzten Jahren leicht angestiegen, liegt aber mit einem Wert von etwas mehr als 1,5 Geburten pro Frau weit unter dem bestandserhaltenden Niveau. Auch hinsichtlich der Sterbeziffern ist die Corona- Pandemie aus statistischer Sicht von keiner besonderen Relevanz. Wie aus Abb. 1 hervorgeht, hat Covid-19 zumindest in Deutschland keine außergewöhnliche Übersterblichkeit erzeugt. Im Gegenteil, 2020 wird aller Voraussicht nach ein Jahr mit einer leicht unterdurchschnittlichen Sterblichkeit, die selbst in der Spitze nicht einmal halb so hoch war, wie die extremen Sterblichkeitsziffern der Monate Februar/März 2018 oder Januar/Februar 2017.

Sicherlich haben die Corona-Maßnahmen der deutschen Politik beigetragen, die Sterblichkeit abzumildern. Wie sich die Lage ohne den ökonomischen Lockdown entwickelt hätte, bleibt spekulativ.

**Abb. 1: Covid-19 und Übersterblichkeit**



Quelle: Darstellung des Forschungszentrums Generationenverträge auf Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes.

Während hinsichtlich der Fertilität wie auch der Mortalität keinerlei Auswirkungen der Corona-Pandemie zu befürchten sind, kann sich dies in Hinblick auf die Zuwanderung anders darstellen. Tatsächlich zeigte sich parallel zur ökonomischen Krise eine stark abnehmende Zuwanderung, so dass Deutschland in 2020 erstmals seit Jahren wieder eine abnehmende Bevölkerung aufweisen könnte. Ob dieser negative Trend jedoch anhält, bleibt vor dem Hintergrund der weltweiten Entwicklung fraglich.

**Fazit 1: Die Corona Pandemie hat keine relevanten Auswirkungen auf den doppelten Alterungsprozess in Deutschland. Im Jahr 2045 muss weiterhin jeder tatsächliche Erwerbstätige für fast einen Alten eintreten.**

## DIE RENTENVERSICHERUNG VOR CORONA: VON FLOP ZU TOP UND WIEDER ZURÜCK

Mit seinem bereits im Wahlkampf 1986 geäußerten Satz „Die Rente ist sicher“ hat sich der damalige Arbeitsminister Norbert Blüm in die Geschichtsbücher geschrieben. Objektiv betrachtet handelte es sich damals schlicht um einen Litfaßsäulenschurz, denn die Tragfähigkeit der umlagefinanzierten

gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) war vor dem Hintergrund des demographischen Wandels und vor allem aufgrund des stark angestiegenen Nettorentenniveaus keinesfalls gegeben. Hinzu kamen später dann die Lasten der deutschen Wiedervereinigung, die die bereits angespannte Finanzsituation nochmals verschärften. Am Ende der Ära Blüm kulminierte die Tragfähigkeitslücke auf über zwei Bruttoinlandsprodukte. Unter einer Tragfähigkeits- oder Nachhaltigkeitslücke versteht man die Differenz aus dem Barwert aller zukünftigen Ausgaben und dem Barwert aller zukünftigen Einnahmen unter der Annahme, dass sowohl der Beitragssatz als auch das Rentenniveau der GRV konstant bleiben. Die Nachhaltigkeitslücken werden mit Hilfe von Generationenbilanzen berechnet und beziffern quasi den Abstand vom Zustand der Nachhaltigkeit. Nachhaltig wäre eine Situation immer dann, wenn man weitermachen kann wie bisher und Rückstellungen für die zukünftigen Leistungsversprechen (abzüglich zukünftiger Beitragseinnahmen) vorhanden wären. Da die umlagefinanzierte Rentenversicherung allerdings nicht wie ein Unternehmen bilanziert, sondern buchhalterisch einem „Minderkaufmann“ gleicht, der nur seine jährlichen Einnahme-Ausgabeüberschüsse verbucht, fehlen diese versicherungsmathematischen Rückstellungen und bilden die sog. Hypothek zu Lasten zukünftiger Generationen. Fehlende Rückstellungen sind nämlich im Insolvenzrecht schlicht Schulden – im Fall der Rentenversicherung allerdings unsichtbare, nicht ausgewiesene Schulden.

Mit Beginn der Ära Schröder im Jahr 1998 verschärfte sich die finanzielle Situation, zumal die im vorangegangenen Wahlkampf versprochene Rückabwicklung des als sozial unzumutbar empfundenen Blüm'schen demographischen Faktors – der einer Rentenniveaукürzung gleichkam – tatsächlich umgesetzt wurde. Kurze Zeit später und nach diversen Versuchen, die aufgetretenen Löcher im Rentenhaushalt ad hoc zu stopfen, trat ein deutlich geläuterter Arbeitsminister Walter Riester vor die Öffentlichkeit und erläuterte, dass die gesetzliche Rente in der etwas fernerer Zukunft keine Lebensstandardsicherung mehr gewährleisten könne, sondern es ergänzender privater und/oder betrieblicher Altersvorsorgeanstrengungen bedürfe. Damit leitete er einen fundamentalen Paradigmenwechsel ein: An die Stelle eines nicht mehr vollständig einhaltbaren umlagefinanzierten Generationenvertrages traten ergänzend die eher kapitalgedeckten Systeme der individuellen Altersvorsorge. Diese ergänzen ein Leistungsversprechen, das die kleiner werdende Gemeinschaft der Beitragszahler in Zukunft eben nur als Basisversorgung finanzieren kann – was dann noch zur Lebensstandardsicherung fehlt, ist der Eigenvorsorge überlassen. Mit der Einführung der „modifizierten Bruttolohnanpassung“ kürzte die Schröder-Administration folgerichtig das Rentenniveau, um kurzfristig eine Konstanz der Beiträge zu ermöglichen. Die „Riester-Rente“ fördert seitdem die privat ersetzende Altersvorsorge via vorgelagerter Steuerbefreiung im Sonderausgabenabzug und vollständig nachgelagerter Besteuerung der Renten. Tatsächlich subventioniert der Gesetzgeber damit die Riester-Rente nicht im eigentlichen Sinne, sondern stellt sie

zusammen mit der betrieblichen Altersvorsorge steuerrechtlich im Sinne des Gebotes der einmaligen Besteuerung (sog. Korrespondenzprinzip) der gesetzlichen Rentenversicherung gleich.

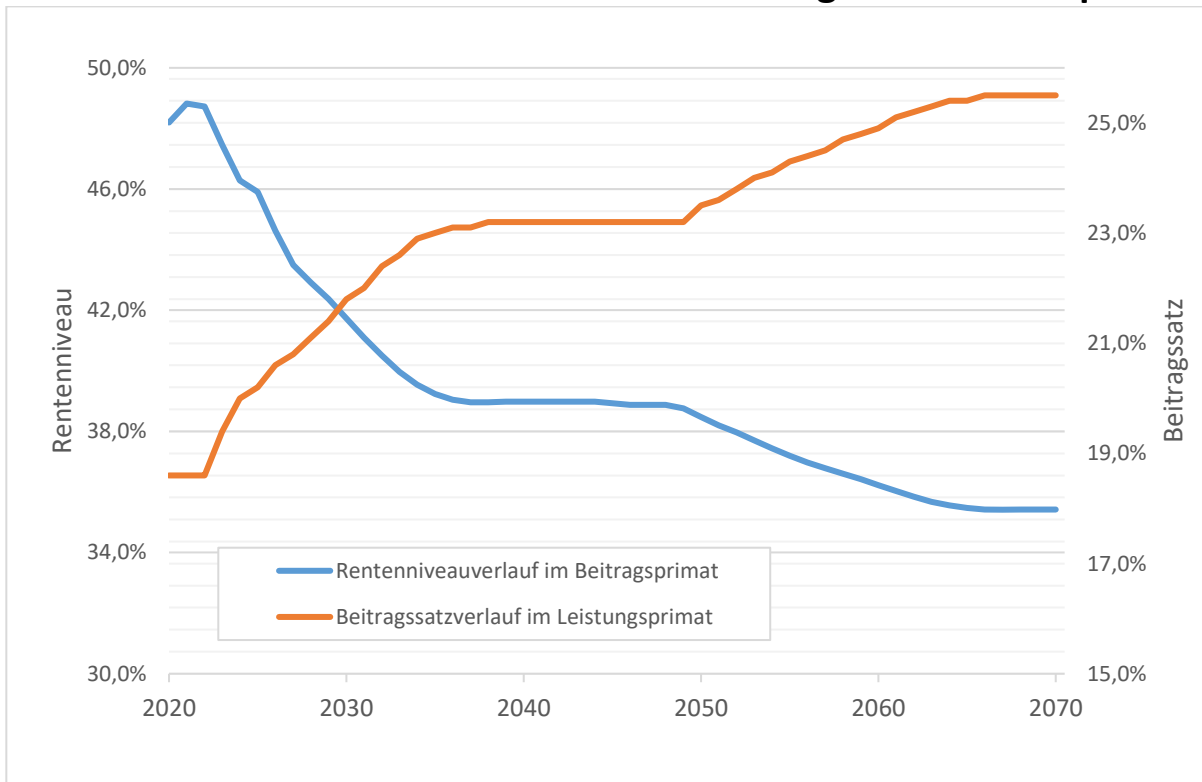
Obgleich damit der richtige Weg eingeschlagen wurde, stellte sich bereits am Ende der ersten Amtszeit der rot-grünen Koalition heraus, dass man zu kurz gesprungen war. Unmittelbar nach dem erneuten Amtsantritt wurde im Jahr 2002 die sog. Rürup Kommission beauftragt, für die Nachhaltigkeit in der Finanzierung der sozialen Sicherungssysteme zu sorgen. Federführend war neben dem Kommissionsvorsitzenden Bert Rürup die damalige Bundesministerin für Gesundheit und Soziale Sicherung Ulla Schmidt, wobei das Kanzleramt spürbar seine eigenen Vorstellungen hatte. Am Ende lagen hinsichtlich der Rentenfinanzierung zwei Vorschläge auf dem Tisch: Zum einen schlug die Kommission vor, das gesetzliche Renteneintrittsalter gemäß der zu erwartenden verlängerten Lebenszeit auf 67 zu erhöhen. Die Logik war und ist immer noch zwingend, denn wer länger lebt, darf nicht erwarten, dass er jeden Tag, den er länger lebt, vollständig im Ruhestand verbringen kann. Im Gegenteil, man wollte eher dafür sorgen, dass das Verhältnis von Beitragszeit zu Rentenbezugszeit (2:1) über die Generationen hinweg gleichbleibt. Allerdings wurde die „Rente mit 67“ in einer entschärften Version erst in der ersten großen Koalition unter Arbeitsminister Franz Müntefering beschlossen und wird bis 2030 schrittweise eingeführt.

Der zweite Vorschlag der Rürup-Kommission lag im Kern in einer Rentenadjustierung, die als Nachhaltigkeitsfaktor im Jahr 2004 durch das RV-Nachhaltigkeitsgesetz eingeführt wurde. Dieser sozio-demographische Faktor bewirkt, dass die Rentenentwicklung langfristig so hinter der Lohnentwicklung hinterherhinkt, dass die Rentenbeiträge nur noch unwesentlich auf maximal 22 Prozent nach 2030 ansteigen würden. Auch hierin lag ein weiterer Paradigmenwechsel – diesmal als Teil der mutigen Agenda 2010 von Bundeskanzler Schröder. Statt wie bislang eher die Leistungsgarantie unter Hinnahme steigender Beiträge für die Erwerbstätigen zu gewähren, stellte der Nachhaltigkeitsfaktor die Beitragsgarantie für zukünftige Beitragszahler in den Vordergrund. Dies hat allerdings seinen Preis in einer Entwicklung des Bruttorentenniveaus, das gemäß Abb. 2 von gegenwärtig 48 Prozent bis 2040 auf unter 40 Prozent sinken würde. Die Logik der Umstellung von Beitrags- auf das Leistungsprimat – im angelsächsischen oder in der betrieblichen Altersvorsorge spricht man vom defined benefit versus defined contribution system – ist zwingend und erschließt sich durch den Vergleich der Beitrags- oder Rentenniveaumentwicklung in Abb. 2. Verändert man weder den laufenden Bundeszuschuss noch das gesetzliche Rentenzugangsalter von 67, so müssten die Beiträge auf über 27 Prozent ansteigen, um das gegenwärtige Rentenniveau zu halten. Deckelt man allerdings die Beiträge, wie im Nachhaltigkeitsgesetz vorgesehen, dann tragen die zukünftigen Rentner die demographischen Belastungen durch das sinkende Rentenniveau. Dies wäre im Sinne der Verursachergerechtigkeit, denn es sind die zukünftigen Rentner, also die geburtenstarken Jahrgänge, die für zu wenig Beitragszahler



gesorgt haben. Sie haben sich das Problem selbst geschaffen, da ihre wenigen Kinder nicht in der Lage sein werden, ihnen den Lebensstandard zu sichern. Das Ausmaß der notwendigen ersetzenden Altersvorsorge erweitert sich durch diese Entwicklung erheblich. Etwas gemildert wird dies natürlich durch die Möglichkeit der verlängerten Lebensarbeitszeit und den damit verbundenen Zuschlägen.

**Abb. 2: Verlauf von Rentenniveau oder Beiträgen im Status quo B**



Quelle: Darstellung des Forschungszentrums Generationenverträge auf Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes.

Mit Stand 2007 war die Nachhaltigkeitslücke der gesetzlichen Rentenversicherung durch die Reformen von über zwei BIP auf ein halbes BIP vermindert worden. Mit einer weiteren Erhöhung des gesetzlichen Rentenzugangsalters nach 2030 und einer Abschaffung der Schlupflöcher, die bei der Einführung der „Rente mit 67“ unnötigerweise eröffnet worden waren, hätte man eine tragfähige Lösung des Rentenproblems in Deutschland bewerkstelligt. Um es mit den Worten von Norbert Blüm zu sagen: Die Rente war 2007 zwar eine Basisversorgung, aber dafür (fast) sicher.

Was dann jedoch kam, war ein Rückschritt nach dem anderen, die allesamt das Nachhaltigkeitsproblem wieder auf die Schultern der zukünftigen Beitragszahler verlagerten. Bereits 2008 brach der damalige Arbeitsminister Scholz das Prinzip der Anpassung von Renten nach Maßgabe der Bruttolohnentwicklung. Fortan bestimmte die sog. „Rentengarantie“, dass eine Lohnerhöhung immer zugleich die Renten erhöhe, während eine Lohnsenkung keine Auswirkung auf die

Nominalrenten haben dürfen. Unter Solidarität verstand man bis zu diesem Zeitpunkt die Gleichbehandlung in guten wie in schlechten Zeiten.

Auch das Lebensleistungsprinzip der Rentenversicherung wurde durch die Arbeitsminister Nahles und Heil fundamental unterhöhlt. Im Kern besteht dieses Prinzip in der Bewahrung der relativen Einkommensposition im Alter. Ein Durchschnittsverdiener, der Durchschnittsbeiträge eingezahlt hat, erhält bei Renteneintritt eine Durchschnittsrente. Wer das doppelte Durchschnittseinkommen verdient hat, hat doppelt so viel bezahlt und bekommt die doppelte Durchschnittsrente. Und wer nur die Hälfte des Durchschnittseinkommens bezog, bezieht im Alter auch nur die Hälfte der Durchschnittsrente. Jeder bekommt also nach Maßgabe der sogenannten Teilhabeäquivalenz in Abhängigkeit von seinen Beiträgen eine die Lebensleistung reflektierende Rente. Dieses Prinzip wird sowohl durch die „abschlagsfreie Rente mit 63“ von Arbeitsministerin Nahles, als auch durch die vollkommen unsystematische „Grundrente“ von Arbeitsminister Heil gebrochen. Die erheblichen Mehrkosten führen zu einer deutlichen Verschärfung des Nachhaltigkeitsproblems. Noch unsystematischer war die Rentenreform im Jahr 2018 mit der Einführung der doppelten Haltelinie. Dabei handelt es sich im Grunde genommen um eine „eierlegende Wollmilchsau“, denn die große Koalition beschloss, dass immer weniger Beitragszahler immer mehr Rentnern ein konstantes Bruttorentenniveau finanzieren sollten, ohne mehr zu bezahlen. Denn die Finanzierung der doppelten Haltelinie geschieht über Bundeszuschüsse, die wiederum refinanziert werden müssen und schlussendlich in Form von Steuererhöhungen auf die scheinbar geschützten Beitragszahler zurückfallen oder als Schulden auf zukünftige Generationen abgewälzt werden. Im Effekt setzt die Bundesregierung mit der doppelten Haltelinie das RV-Nachhaltigkeitsgesetz bis 2025 aus und schließt die vorläufige Bilanz der „ehrbaren Rentenversicherung“ mit einer Nachhaltigkeitslücke von etwa 3 Billionen Euro ab. Darüber hinaus verletzt diese Politik langfristig auch den bislang geltenden Grundsatz, dass der Bundeszuschuss allein zur Abgeltung der versicherungsfremden Leistungen wie z.B. Mütterrenten, Vorruhestandsregelungen etc. dient. Zukünftig „versteinert“ er den Bundeshaushalt, von dem er immer größere Teile verschlingt und diese dann für die systemwidrige steuerliche Subventionierung der eigentlich allein durch Beiträge finanzierten Versichertenrenten nutzt. Allein 2020 machte die Bundesbezugsschussung 1/3 der gesetzlichen Rente aus und kostete über 100 Mrd. Euro. Für andere notwendige Ausgaben wie beispielsweise weiter unvorhersehbare Pandemie-Hilfen bleibt dann zunehmend wenig übrig.

**Fazit 2: Die Nachhaltigkeitslücke der gesetzlichen Rentenversicherung war mit 2,6 Billionen Euro bereits vor der Corona Pandemie beträchtlich – die zwischenzeitlichen Verbesserungen durch die Agenda 2010 sind durch unsystematische Reformen in den Jahren 2008-2020 größtenteils wieder verspielt worden.**

## **DIE RENTENVERSICHERUNG NACH CORONA: WIE GROSS IST DIE VORSORGE LÜCKE?**

Mit dem im Zuge der internationalen Corona-Maßnahmen erfolgten ökonomischen Lockdown bzw. den nachfolgenden Einschränkungen im alltäglichen Leben kamen die wirtschaftlichen Aktivitäten weltweit zeitweise quasi zum Stillstand. Der Totalausfall der globalisierten Wertschöpfungsketten löste für das Jahr 2020 und darüber hinaus den bislang stärksten Konjunkturerinbruch seit dem schwarzen Freitag des Jahres 1929 aus. Ob die Weltwirtschaft wirklich nur eine Delle im Konjunkturverlauf erhalten hat oder sie eher auf einen deutlich niedrigeren Wachstumspfad katapultiert wurde, bleibt eine offene Frage, die wohl erst in einigen Jahren beantwortet werden kann. In Hinblick auf die fiskalischen Belastungen zukünftiger Generationen durch die sozialen Sicherungssysteme ist die Corona Krise mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ein Beschleuniger des bestehenden Nachhaltigkeitsproblems. Dies gilt auch für die gesetzliche Rentenversicherung, obgleich die kurzfristigen Effekte eher gering ausfallen.

Hinsichtlich des Beitragsaufkommens ist je nach Entwicklung der Beschäftigtenzahlen mittel- bzw. langfristig mit erheblichen Ausfällen zu rechnen. Kurzfristig fangen die Kurzarbeitergeldzahlungen das Problem des Beitragsausfalls zum Großteil ab. Dadurch liegt die Größenordnung des Einnahmeausfalls lediglich zwischen ein bis zwei Prozent. Dieser Ausfall kann ohne große Probleme durch das Abschmelzen der Rentenreserven übertüncht werden, und das Kurzarbeitergeld wird ohnehin aus einer anderen Tasche bezahlt. Auch die Rentenanpassung des Jahres 2020 wurde ohne größere Diskussion nach Maßgabe des vorjährigen Lohnanstiegs weitergegeben, sodass zunächst das Rentenniveau konstant blieb bzw. bleiben wird.

Tatsächlich wird das Rentenniveau im Zuge der Corona Krise sogar ansteigen – und das kommt so: Aller Wahrscheinlichkeit nach wird im Jahr 2021 als Folge des wirtschaftlichen Einbruchs das rentenrechtlich relevante Durchschnittsentgelt der Beschäftigten sinken. Durch die Scholz'sche Rentengarantie wird dies nicht an die Ruhestandler weitergegeben, sondern die Senkungen würden nach Maßgabe des Nachholfaktors in den Folgejahren mit zukünftigen Rentenerhöhungen verrechnet. Dieser Nachholfaktor war ein Teil des RV-Nachhaltigkeitsgesetzes, das durch Arbeitsminister Heil 2018 außer

Kraft gesetzt wurde. Im Resultat fällt die Rentenanpassung nach unten damit zur Gänze aus und das Rentenniveau wird ab 2021 langfristig über dem Niveau liegen, das ohne Corona zu erwarten gewesen wäre. Zahlen müssen diesen Corona-Gewinn der Ruheständler in einer Größenordnung von fast dreistelligen Milliardenbeträgen die Beitragszahler, diejenigen also, die sich durch die Corona Krise auf jeden Fall auf der Verliererseite befinden werden. Allerdings sind auch die rentennahen Jahrgänge begünstigt – sie bilden gemeinsam mit den Rentnern bei allen kommenden Wahlen ohnehin die Mehrheit der Wähler.

Auf was genau sollte sich der Rentner der Jahre 2030-2060 vorbereiten? Klar ist, dass die durch Corona nochmals angewachsene Nachhaltigkeitslücke der Rentenversicherung zukünftige Politiker zum Handeln zwingen wird. Überspitzt formuliert, werden wir wieder vor der Entscheidung des Jahres 2004 stehen: Bringt die Zukunft aufgrund der altersspezifischen Wählermehrheiten eine Leistungsgarantie und bleibt damit die Notwendigkeit zur ersetzenden Altersvorsorge eher gering? Oder gehen wir den entgegengesetzten Weg des Beitragsprimates und passen das Rentenniveau so an, dass zukünftige Beitragszahler denselben relativen Anteil ihres Lohnes an die Ruheständler abgeben, wie die es seinerzeit auch getan haben. Im Sinne einer generationengerechten Verteilung der Lasten spräche alles für die Gleichbehandlung – ein Fünftel für die Alten, weil das schon immer so war! Dann wären aber die notwendigen Altersvorsorgeanstrengungen um eine Lebensstandardsicherung zu erzielen – je nach unterstellter Rendite – beträchtlich. Tatsächlich ist jedoch davon auszugehen, dass die zukünftigen Bundesregierungen, dem Vorschlag der Kommission „Verlässlicher Generationenvertrag“ folgen und weiter den eingeschlagenen Weg der Haltelinien gehen werden. Zukünftig soll diesem Vorschlag zufolge jeweils für sieben Jahre sowohl für das Rentenniveau als auch für den Beitragssatz eine neue Haltelinie beschlossen werden. Diese Entscheidungen werden jedoch durch Corona unter größerem finanziellen Druck getroffen werden. Die ausufernde Bundesbezuschussung, dank der für den Zeitraum von 2019 bis 2025 scheinbar die Quadratur des Kreises gelang, wird dann wohl nicht mehr so großzügig ausfallen können. Letztendlich bleibt dann wieder die Frage, wie viel Leistungsprimat können wir uns leisten und wie viel Beitragsprimat müssen die Rentner verkraften.

Zwar wird politökonomisch die Wählermehrheit die Leistungsgarantie bevorzugen, aber zum einen würde jenen Ruheständlern, die Kinder haben, auffallen, dass diese auch und gerade durch die kinderlosen Transferempfänger hoffnungslos überlastet werden. In der Spitze läge deren Beitragssatz nach Maßgabe von Abb. 2 bei über 25 Prozent. Viele zukünftige Beitragszahler werden sich fragen, warum sie denn, statt einem knappen Fünftel wie ihre Eltern, nun mehr als ein Viertel ihres Lohnes für die Rentner im Umlageverfahren abgeben müssen. Damit droht ein massives Akzeptanzproblem, das jene mit der gesetzlichen Rentenversicherung haben, deren interne Ertragsätze aus den Beitragszahlungen aller Voraussicht nach deutlich im negativen Bereich liegen. Die Kündigung des

Generationenvertrages durch zukünftige Beitragszahler ist die unmittelbare Konsequenz und erfolgt durch den Gang in die Selbständigkeit, in den Beamtenstatus oder durch die Auswanderung der Eliten. Man sollte sich an die alte Weisheit erinnern, dass derjenige, der den Bären erlegt hat, sein Fell verteilt.

**Fazit 3: Die Notwendigkeit zu jener Altersvorsorge, die das ehemals bestehende Versprechen der Rentenversicherung auf Lebensstandardsicherung ersetzt, wird durch die Corona-Krise nicht kleiner. Im Gegenteil: Um die Akzeptanz des Generationenvertrages nicht zu gefährden, muss das Rentenniveau bei weiter steigendem Rentenzugangsalter auf unter 40 Prozent gesenkt werden.**

#### **CORONA UND DIE STAATSVerschULDUNG:**

Für den wahrscheinlichen Fall, dass der Generationenvertrag von den zukünftigen Trägern weiter akzeptiert wird und die Beiträge damit auf etwa ein Fünftel gedeckelt werden, ist mit einem zukünftigen Rentenniveau von unter 40 Prozent (vgl. Abb. 2) zu rechnen. Liegt die zur Lebensstandardsicherung notwendige Ersatzquote, also das Verhältnis von Rentenanspruch zu letztem Lohn, je nach persönlichem Kalkül, zwischen 60 und 80 Prozent des letzten Bruttolohnes, ist eine Vorsorgelücke von 20-40 Prozent vorgezeichnet. Gegeben, dass in Zukunft Renten (bis 2040 fast) vollständig in die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer einfließen, der Grad der Progression jedoch geringer sein dürfte – liegen die Nettoersatzquoten etwas darunter – bei ca. 15-35 Prozent. Wie hoch und in welcher Anlageform müssen die Ersparnisse gebildet werden, um diese Lücke zu schließen? Die Antwort auf diese Frage hängt entscheidend davon ab, welche Zinsen die Vorsorgeanstrengungen in Zukunft erwirtschaften. Hinsichtlich der Ergiebigkeit gegenwärtiger Zinserträge, kann man den Sparern zur Zeit nicht viel Mut machen. Fraglich ist jedoch, wie persistent das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld ist. Wie lange es noch anhält, ist entscheidend davon abhängig, ob sich die internationale Verschuldung weiterhin auf einem extrem hohen Niveau bewegt. Faktisch sind die meisten Staaten schlichtweg nicht mehr in der Lage, auf die ausstehende Staatsschuld „normale“ Zinsen zu zahlen. Dies gilt nicht nur für die „üblichen Verdächtigen“ – auch deutsche Länder wie Bundeshaushalte sind bei Normalzinsniveau nicht finanzierbar. Die Corona-Krise beschleunigt auch diese Situation und führt zu einem drastischen Anstieg der ohnehin schon hohen Staatsverschuldung.

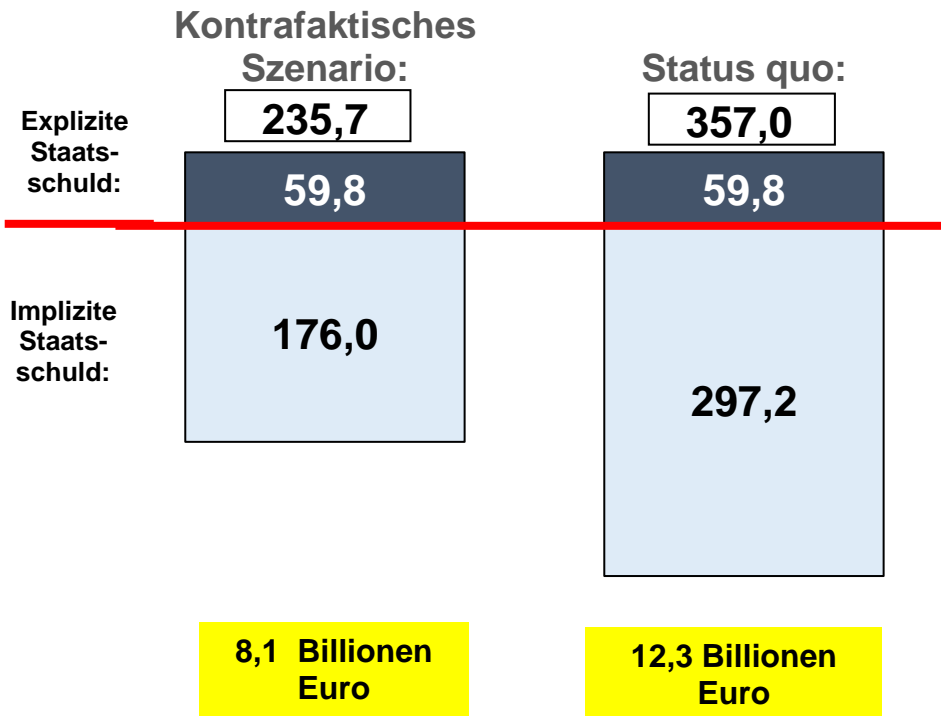
Hinsichtlich der sichtbaren Staatsverschuldung, also der Summe aller von den Gebietskörperschaften emittierten Bundesobligationen, Landesschuldverschreibungen und kommunalen Schuldbriefen, hat die seit 2012 anhaltende Konsolidierungsphase mit der Corona-Krise ein abruptes Ende gefunden.

Unmittelbar vor der Corona-Pandemie lag die durch Schuldverschreibungen verbriefte Staatsschuld bei 59,8 Prozent des BIP (1. Januar 2019, vgl. Abb. 3). Die Bundesgarantien für die Kurzarbeiterzahlungen, die Zuschüsse zu den Krankenhausfinanzierungskosten durch Bund und Länder, die direkten Transferzahlungen, aber auch der massive Abbruch der Steuereinnahmen führen bereits unmittelbar während des Jahres 2020 zu einem Anstieg der expliziten Staatsverschuldung auf wahrscheinlich knapp 80 Prozent – dies entspricht dem hohen Ausgangsniveau vor der Konsolidierung ab 2010. In den Folgejahren sind allerdings weitere Defizite durch die Corona Krise zu erwarten und spätestens, wenn die massiv steigenden Beamtenversorgungslasten die gegenwärtigen Haushaltsdefizite explodieren lassen, dürften sich die im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen auf mehr als ein BIP aufaddieren.

Gefährlicher noch als die sichtbare Staatsschuld ist die unsichtbare, die sog. implizite Staatsverschuldung. Rechnet man zu der Tragfähigkeitslücke der Rentenversicherung in Höhe von einem BIP auch jene der Kranken, Pflege, Arbeitslosenversicherung und der Gebietskörperschaften hinzu, so erhält man den Barwert aller an den Staat fließenden zukünftigen Nettoeinnahmen. Die für die zukünftigen Jahre prognostizierte Differenz aus Einnahmen abzüglich den Ausgaben wird auch als implizite oder unsichtbare Schuldenlast des Staates bezeichnet. Würde der Staat nämlich seine zukünftigen Versprechungen durch Rückstellungen bilanzieren, dann wären diese impliziten Schulden eben als fehlende Rückstellungen sichtbar. Zusammen mit den expliziten Schulden ergibt sich damit die sog. Nachhaltigkeitslücke des Gesamtstaates, also aller Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen zusammen.

### Abb. 3: Anstieg der Gesamtverschuldung durch die Corona-Krise

in Prozent des jeweiligen BIP\*



Update 2019 (BIP 2018) = 3,386 Billionen Euro; Status quo / Kontrafaktisches Szenario (BIP 2019) = 3,435 Billionen Euro.

Hinweis: Werte für 2019 korrigiert.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Abb 3. beziffert die gesamte Nachhaltigkeitslücke für das Jahr 2020 im Status quo auf 357 Prozent des BIP. Weniger als ein Fünftel der tatsächlichen Verschuldung wird offiziell ausgewiesen – über vier Fünftel, 285 Prozent des BIP, schlummern als fehlende Rückstellungen des Sozialstaats im Verborgenen. Welche massiven Auswirkungen die Corona Pandemie auf die Verschuldung hat, wird durch einen Vergleich mit den ebenfalls abgebildeten Zahlen des kontrafaktischen Szenarios ersichtlich: Ohne die Pandemie läge die Nachhaltigkeitslücke um mehr als ein Bruttoinlandsprodukt unter dem faktischen Niveau. Der Lockdown kostet Deutschland im Fall einer Konjunkturdelle eine Jahreswirtschaftsleistung. Unterstellt man, dass wir dauerhaft auf einen niedrigeren Wachstumspfad einschwenken, so wird es noch deutlich höhere Staatsschulden geben. Kommt es zu keiner Revision der Leistungshöhen von Beamtenpensionen, Rentenzahlungen, Kranken- und Pflegeversicherungen etc., würden Stück für Stück die unsichtbaren Staatsschulden sichtbar werden. Dies kann man gut am Beispiel der Beamtenversorgungslasten illustrieren: So wie die rapide steigenden Pensionslasten in den nächsten Jahrzehnten sukzessive anfallen und nicht durch Steuereinnahmen zu refinanzieren sind, würden die entsprechenden Defizite bei z.B. den Landesbeamten im Wesentlichen als Landesschuldverschreibungen zu einer sichtbaren Schuld umfirmiert. Damit würden dann aber die expliziten Staatsschulden weit über jemals erreichte Niveaus anwachsen. Im Ergebnis heißt dies, dass

Reformen der Rentenversicherung, die auf ein sinkendes Rentenniveau abzielen, unvermeidbar sind. Der deutliche Anstieg der Staatsverschuldung ist somit bereits demographisch vorgezeichnet und wird durch die Corona Krise nur beschleunigt.

**Fazit 4: Die Corona-Pandemie führt zu einem beschleunigten Anwachsen der Staatsverschuldung, deren unsichtbarer Teil sich mehr und mehr in eine verbrieft Form von Schuldtiteln umwandeln wird.**

#### **CORONA UND DER NIEDRIGZINS: KEIN ENDE IN SICHT**

Mit weiter steigenden Schuldenbergen stellt sich die Frage, ob sich die Zentralbanken von ihrer Niedrigzinspolitik überhaupt abwenden können? Diese Frage ist schlicht zu verneinen. Schon der bereits im Vorfeld beschriebene hohe Schuldenberg hat die Notenbanken der Welt dazu gebracht, das Halten von „Wertpapieren“ mit Zinskosten statt Zinserträgen auszustatten. Wie das geht? Recht einfach, denn der Zins auf Staatsschulden bildet sich nicht auf einem Markt, wo Angebot und Nachfrage zusammenkommen. Er ist vielmehr ein politisch gesetzter Preis, den die staatliche Institution Zentralbank für die staatlichen Papiere festsetzt. Und wenn die Schulden ausufern und man den Zins beliebig festsetzen kann – dann setzt man ihn eben auf Null oder sogar darunter. Das ist zur Haushaltskonsolidierung zwingend notwendig und zwar nicht nur für Italien oder Spanien, sondern gleichfalls für die deutschen Gebietskörperschaften. Zahlen muss die Rechnung am Ende dann der Sparer und zwar durch den erzwungenen Verzicht auf jene Zinsen, die er unter normalen Umständen für seinen geleisteten Konsumverzicht bekommen hätte.

Verwunderlich ist allerdings, dass der Staat für das Versprechen, das geliehene Geld zwar nicht zu verzinsen aber dennoch zumindest teilweise zurückzuzahlen, überhaupt Gläubiger findet, die derartige Anleihen zeichnen. Welcher vernunftbegabte Mensch würde sein mühsam erspartes Geld so anlegen? Die Antwort ist einfach: Keiner. Und warum gibt es eine Nachfrage für diese Papiere? Weil das Angebot sich seine Nachfrage selbst schafft und zwar durch hoheitlichen Zwang! Jede Versicherung oder jeder versicherungsförmige Durchführungsweg der betrieblichen Altersvorsorge unterliegt dem Versicherungsaufsichtsgesetz und seinen sehr restriktiven Anlagerichtlinien, die eine hohe Anlagequote in „sichere“ (Staats-)Anleihen erzwingen. Zugleich müssen Kapitalanlagen nach dem Niederstwertprinzip bilanziert werden, was in den jährlichen Gewinn- und Verlustrechnungen nur bei geringer Volatilität umsetzbar ist. Und letztlich sind die Eigenkapitalhinterlegungen selbst im Falle „sicherer“ griechischer Staatsanleihen quasi gleich Null. Dies alles induziert eine recht einseitige Allokation der Refinanzierungsstrukturen des Finanzsektors in reinen Staats- und sonstigen Anleihen, deren Quote oft bei über 90 Prozent liegt. Der Kauf einer Lebensversicherung, einer Rentenversicherung oder einer versicherungsförmigen Riester-Rente ist mithin nichts anderes als der



Kauf von Staatsanleihen und/oder mit jenen hoch korrelierten Finanzprodukten. Dies gilt auch für die versicherungsförmigen Durchführungswege der betrieblichen Alterssicherung und etwas eingeschränkter für die Pensionsfonds und Pensionskassen. Garantien wie bei den Riester-Renten, Anlagerichtlinien im Sinne des Versicherungsaufsichtsgesetzes, Niederstwertprinzip des Bilanzrechts und Eigenkapitalhinterlegungsvorschriften ergeben eine doch recht einseitige Anlagestruktur. Der Staat treibt also Anleger durch starre Regeln in scheinbar sichere Anlagen. Dadurch können Sparer jedoch kaum noch Rendite erzielen. Eine Reform der zusätzlichen Vorsorge, insbesondere der Anlage- und Refinanzierungsvorschriften ist daher unerlässlich.

Damit aber nicht genug: Jede von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht beaufsichtigte Bank – und das sind alle – investiert ihre Eigenanlagen ebenfalls zu großen Teilen in „mündelsichere Anleihen“. Ähnlich ergeht es letztlich auch vielen Stiftungen und sogar den öffentlichen Versorgungsfonds für die Landesbeamten. Wo immer man hinschaut – überall schafft der Staat sich selbst die Nachfrage für seine eigenen Schuldverschreibungen. Und die weiter ausufernde Staatsverschuldung durch die Corona-Krise verschärft die Notwendigkeit zur angebotsinduzierten Nachfrage. Eine Abkehr von der Niedrigzinspolitik ist ausgeschlossen, vielmehr muss der sich verschuldende Staat den Zwang zur Zeichnung seiner negativ verzinsten Titel eher noch verschärfen. Ansonsten droht unmittelbar der Zwang zur Währungsreform oder zum Rückkauf der Titel mithilfe frisch gedruckten Geldes. Merke: Es ist schwierig, die erst einmal ausgedrückte Zahnpasta wieder in die Tube zurück zu bekommen.

**Fazit 5: Die Corona-Pandemie verschärft die Notwendigkeit, den bereits im Vorfeld eingeschlagenen Weg der Niedrigzinspolitik auch langfristig beizubehalten. Dies wiederum erfordert eine Verschärfung der angebotsinduzierten Nachfrage nach Staatstiteln für institutionelle Anleger.**

#### **ALTERSVORSORGE UND NIEDRIGZINS: EIN PAAR TIPPS VON EINEM DER NICHTS WEISS**

Wie genau sieht unter den skizzierten Rahmenbedingungen eine vernünftige Vorsorgestrategie für das Alter aus? Und unterscheidet sich die Strategie je nachdem, zu welchem Jahrgang man gehört und wann man plant, in Rente zu gehen? Und welchen Einfluss hat eigentlich die Corona-Pandemie? Der Schleier der Unsicherheit und des Nichtwissens scheint undurchdringlich. Ganz so nebulös ist die Sache allerdings nicht. Dazu folgende Überlegungen: Zunächst sollte man davon ausgehen, dass zukünftige Beitragszahler den zukünftigen Versorgungsempfängern ein Fünftel ihres Einkommens zur Verfügung stellen. Sollten die Versorgungsempfänger hieran Kritik üben und mehr für sich einfordern, so würden die Beitragszahler selbstbewusst antworten, dass die nachfragenden Rentner ja auch nicht mehr

gegeben haben, als sie selbst jung waren. Unterstellt man darüber hinaus, dass die politisch Verantwortlichen zur Aufrechterhaltung der Akzeptanz des Generationenvertrages die künftigen Beiträge konstant halten, so führt dies zu einer Versorgungslücke, die nach Maßgabe der Rentenniveauentwicklung in Abb. 2 für die jeweiligen Jahrgänge ab 2030 zwischen 15 und 35 Prozent liegen dürfte. Für jemanden, der zu Beginn der 30er Jahre in Rente geht, läge die Lücke zur Lebensstandardsicherung also noch unter 20 Prozent, in den 40er Jahren steigt sie am steilsten an, um im Laufe der 50er Jahre dann ein Plateau von etwa 45 Prozent zu erreichen. Für die Menschen bedeutet dies, dass sie aufgrund der mittelbaren Folgen der Corona-Krise noch mehr für ihre private Altersvorsorge tun müssen.

In einer ersten Intuition würde man vermuten, dass derjenige, der später in Rente geht und eine größere Versorgungslücke hat, nun größere Teile seines Einkommens auf die Seite legen müsste. Dies war in der Vergangenheit aber nicht nötig. Denn damals konnte derjenige, der später in Rente geht, mit seiner Ersparnis den Zins und Zinseszins effekt der Kapitaldeckung deutlich besser ausnutzen, als derjenige, dem die Zeit ohnehin schon etwas davongelaufen ist. Um es ganz deutlich zu sagen: In Normalzinszeiten sind die Anstrengungen zur Ersetzung der wachsenden Altersvorsorgelücke relativ robust und erfordern über alle Jahrgänge hinweg eine Sparquote von durchschnittlich 5-7 Prozent des Bruttolohnes. Wer früher in Ruhestand geht hat nur geringe Lücken, muss aber ohne großen Zinseffekt Kapital ansparen; wer später geht, dessen Lücke ist zwar größer, aber er kann auf den Zinseszins effekt bauen. Und der „normale Zins“ liegt im langfristigen Durchschnitt etwa bei 1,5 Prozent Realzins plus Inflationsrate.

Wie allerdings sieht die Sache heute aus, wo kaum jemand sich noch an Zinsen erinnern kann und fast jeder inzwischen weiß, dass es sie gar nicht mehr gibt. Ob zur Altersvorsorge oder für andere Zwecke gespart wird – eines ist selbst dem mathematisch nicht besonders Versierten klar: Bei einem Zins von Null bleibt die Hoffnung auf den Zinseszins tendenziell auf der Strecke. Sparen lohnt sich also nicht mehr, denn ob betriebliche Altersvorsorge, Lebens- oder Rentenversicherungen – alles ist ohne Zins und Zinseszins. Die Frustration ist groß, lag doch die Hoffnung vieler darin, dass die private Altersvorsorge helfen könnte, dass angesichts der demographischen Entwicklung nicht mehr zu haltende Versprechen der gesetzlichen Rentenversicherung auf Lebensstandardsicherung doch noch einzulösen.

Tatsächlich ist das pauschale Bild der „Renditehöhle ohne Zins und Zinseszins“ aber eine Mär. Denn zwischen den Zinsen auf Staatspapiere bzw. den anderen Anleiheformen und den Erträgen auf Realkapital, wie Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien, sollte strikt unterschieden werden. Die Werte von Finanz- und Realkapital sind zwar über den Finanzmarktzins wie kommunizierende Röhren eng miteinander verknüpft. Allerdings gilt dies nicht für die laufenden Renditen, die sich aus den

Unternehmensgewinnen oder den Immobilienerträgen ergeben. Für die Rendite des festverzinslichen Finanzkapitals gibt es dagegen nur eine Leitvariable, den Zins auf Staatspapiere. Da bekanntlich im Euro-Europa alle Staatspapiere aufgrund der Nichtbefolgung der „No-bail-out“-Vereinbarung in die gleiche Risikoklasse fallen, gibt es quasi nur einen „sicheren (Null-)Zins“ – und der wird eben in Frankfurt in der EZB gemacht.

Der (Null-)Zins auf Anleihen ist jedoch nur eine Form von Rendite – die anderen sind Dividenden, Mieterträge etc. Und wer das Glück gehabt hat in Familien aufzuwachsen, in denen man mit den Kindern über Geld und die Anlage von Geld gesprochen hat, der erinnert sich Zeit seines Lebens an die alten Weisheiten der Mütter und Großväter und hat Ratierlichkeit bzw. Diversifikation zur Leitlinie seines Anlegerverhaltens gemacht. Allerdings klangen die finanzwirtschaftlichen Fachtermini bei unseren Großeltern noch anders: Sie sprachen davon, nicht alle Eier in einen Korb zu legen und alle Körbe langsam und gleichmäßig zu füllen. Gemeint war dasselbe – nur bodenständiger ausgedrückt. Anleger, die ratierlich über die letzten 25 Jahre gleichmäßig die Aktien und Immobilienkörbe gefüllt haben, haben eine teils sehr prächtige, teils prächtige Wertentwicklung erzielt.

Will heißen: Das Aktienportfolio dürfte sich mehr als verdoppelt haben, und auch der Immobilienkorb hat einen ähnlichen Wertzuwachs verzeichnet. Ob dies ein bleibender Zufall ist oder ob die Ursache für diese Preisentwicklung bei den sinkenden Zinsen zu suchen ist, bleibt dahingestellt. Der großväterliche Rat war immer klar: Werte kommen und gehen und die Beständigkeit sucht man vergebens. Gemeint war in diesem Fall, dass man ruhig bleiben soll, das Auf und Ab der Werte aussitzen und eigentlich gar nicht auf die Wertentwicklung schauen sollte. Mit steigenden Zinsen werden sich die Kurse bzw. Werte wieder ihren langfristigen Durchschnitten annähern. Nur weiß keiner genau wann und wie schnell dies geht bzw. wo überhaupt die entsprechenden Durchschnittswerte liegen. Damit verbieten sich zwar nicht grundsätzlich Gewinnmitnahmen oder Verlustrealisationen, aber sie sollten die absolute Ausnahme sein. Grundsätzlich interessiert sich der großväterliche Anleger überhaupt nicht dafür, ob er gerade zufällig reich und vermögend ist oder eben nicht. Und der Wert der selbstgenutzten Immobilie ist sowieso bis zum Verkauf immer der eigentliche Nutzwert, der keiner großen Veränderung unterliegt.

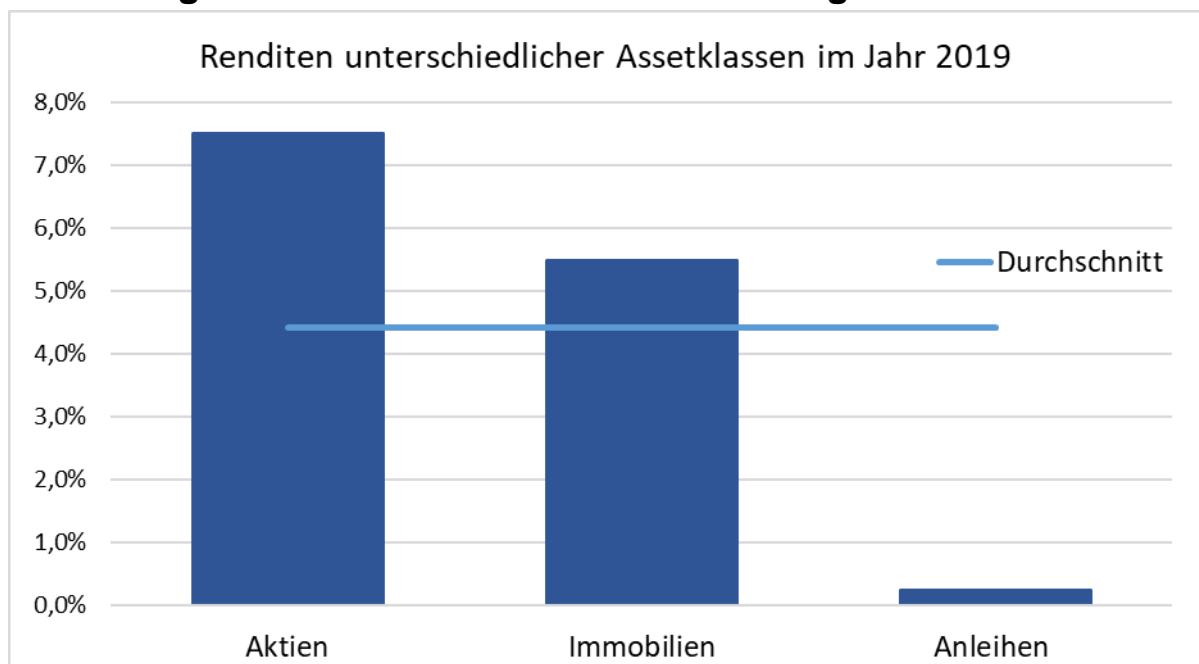
Wenn in der langen Frist die Gewinnerzielungsabsicht durch Wertzuwächse nur zufällige Randerscheinung sein kann, worauf sollte der Sparvorgang dann abzielen? Die Antwort auf diese Frage ist immer die gleiche geblieben: Letztlich geht es um die laufenden Einkommen, die ein gut gestreutes und vor allem ratierlich akkumuliertes Portfolio generiert. Denn dadurch erzielt man ein laufendes Zusatzeinkommen, das die zurückgehenden Zahlungen der gesetzlichen Rente ausgleicht und hilft, den Lebensstandard zu sichern. Und auf welche Körbe sollte man die Anlagen verteilen? Auch die Antwort auf diese Frage ist über Jahrhunderte immer die gleiche geblieben: Drei Körbe.

Der erste Korb, umfasst die Unternehmensbeteiligungen bzw. Aktienwerte. Deren Dividenden sind bezogen auf das gegenwärtig recht hohe Kursniveau zwar relativ gering. Aber hätte man ratierlich in den letzten 25 Jahren den Korb gefüllt, dann läge allein die Dividendenrendite, bezogen auf das gleichmäßig aufgebaute und über beispielsweise den DAX gestreute Portfolio bei fast 8 Prozent (siehe Abb. 4). Die Performance unter Einschluss der Wertentwicklung ist deutlich höher, aber wohlgermerkt – Werte können sich auch wieder in die andere Richtung bewegen. Genau dies hat die Corona-Krise mit dem deutlichen Kurseinbruch Anfang des Jahres 2020 gezeigt. Die auf die Haltefristigkeiten bezogenen (durationsgewichteten) Dividenden blieben hiervon jedoch unberührt und der Einbruch ist ohnehin schon Schnee von gestern. Gegenwärtig liegen die Aktienkurse auf etwa dem Niveau wie vor der Pandemie und die laufenden Ausschüttungen sind zwar etwas geringer als vor der Krise, dürften sich aber im Nachgang wieder normalisieren .

Im zweiten Korb, den Immobilienrenditen, sieht es ähnlich aus. Beim gegenwärtig hohen Preisniveau läge der zu erzielende Mietzins auf einem recht bescheidenen Niveau. Allerdings hätte ein über die letzten 25 Jahre akkumuliertes Portfolio von Mietwohnungsbeständen einen reinen Mietzins von knapp sechs Prozent abgeworfen. Auch hier gilt, die Gesamtperformance unter Einschluss der Wertentwicklung liegt beträchtlich darüber. Dennoch, die laufenden Erträge sind das Kriterium, nicht die situativ eher zufälligen Werte.

Im letzten und dritten Korb hätten wir dann die Anleihen, deren Zins auf historischem Tiefststand liegt. Bezogen auf einen gleitenden Durchschnitt der letzten fünf Jahre, was der durchschnittlichen Restlaufzeit der Bundesobligationen entspricht, liegt die Rendite hier bei eher bescheidenen 0,2 Prozent – Tendenz abnehmend. Selbst die laufenden Aktien- und Immobilienrenditen würden, bezogen auf die aktuellen Kurse bzw. Preise, deutlich darüber liegen. Allerdings ist der nominale Werterhalt bei Obligationen (fast) garantiert.

## Abbildung 4: Renditen unterschiedlicher Anlageklassen



Und wie verteilt nun der gut beratene Anleger die Eier am besten auf die drei Körbe wenn man nicht weiß, wie sich Renditen von Aktien, Immobilien und Anleihen über den Lebenszyklus entwickeln? Weil man die Zukunft eben nicht kennen kann, verteilt man die Ersparnisse gleichmäßig auf die drei Körbe. Diese Mischung überzeugt bei Betrachtung der Gesamtperformance des Portfolios, das jeweils zu einem Drittel aus Unternehmensbeteiligungen, Immobilien und Anleihen besteht. Die laufenden Erträge belaufen sich gegenwärtig auf etwa 4,5 Prozent nominal, was bei der derzeitigen Inflationsrate von annähernd Null immer noch einer der höchsten realen Renditen auf Kapitalanlagen entspricht, die Deutschland seit den 60er Jahren realisiert hat. Bedenkt man darüber hinaus, dass auch Gewinnthesaurierungen der Unternehmen einzubeziehen wären, so dürften die laufenden Nominalerträge eher in der Größenordnung von etwas über fünf Prozent liegen. Von Renditehölle ist also keine Spur, eher finden wir ein Renditeparadies vor, allerdings momentan unter Ausschluss der historischen Niedrigzinsen.

Dennoch, das Niedrigzinsumfeld ist in aller Munde und wird aufs heftigste beklagt, insbesondere von großen Teilen des Finanzsektors hinsichtlich ihrer Refinanzierungsstrukturen, die oftmals durch die Aufsicht vorgegeben sind. Und genau hier sollte eine Politik ansetzen, deren Leitlinie eben nicht die angebotsinduzierte Nachfrage nach den eigenen Staatsschuldtiteln ist. Auch den institutionellen Finanzdienstleistern muss ein Weg in die stärkere Diversifikation eröffnet werden. Dazu ist es notwendig das starre Niederstwertprinzip in der kurzfristigen Bilanzierung durch eine dynamische Bilanzierung zu ersetzen und von erzwungenen Garantien abzusehen. Auch die Regeln bei der Hinterlegung von Eigenkapital müssen überprüft werden und sollten eben nicht die Refinanzierung

durch Staatsanleihen quasi erzwungen werden. Entsprechendes gilt für die Diversifikationsregeln des Versicherungsaufsichtsgesetzes. Im Ergebnis muss den Finanzdienstleistern der privaten und betrieblichen Altersvorsorge ein Stück mehr Freiheit und Mut zum Risiko eingeräumt werden – ansonsten können sie nicht die Erträge erwirtschaften, die die Anleger für ihre Lebensstandardsicherung im Alter benötigen.

Auf Anlegerebene ist wie oben beschrieben eine Streuung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen für eine optimale Altersvorsorge unerlässlich. Zwar ist hinsichtlich der Immobilien mit einer Eigentumsquote von knapp 50 Prozent schon einmal von fast der Hälfte der Bevölkerung ein Schritt in die richtige Richtung gemacht worden. Allerdings sieht es bei der Eigentümerquote von Aktien in privaten Depots ganz düster und bei fondsgebundenen Anlageformen nicht wirklich hell aus. Will der Staat, dass die Menschen vermehrt mit Kapitalanlagen vorsorgen, geht es offensichtlich nicht ohne staatliche Anreize.

Was genau bedeutet dies nun für die Altersvorsorge in den Zeiten nach der Corona-Pandemie? Und welchen Rat gibt man den verunsicherten Sparern mit auf den Weg? Zunächst einmal lautet die Devise ganz einfach: „Ruhe und Zuversicht bewahren“. Panik und Hysterie waren noch nie gute Ratgeber. Also keine Angst, und vor allem auch keine Angst vor der Geldanlage. Wer in Zukunft 5-7 Prozent seines Einkommens ratierlich und diversifiziert bei auskömmlichen Zins und Zinseszinsseffekt von allen Anlageformen investiert, wird im Alter seinen Lebensstandard sichern können. Zwingend erforderlich ist jedoch ein politisches Umdenken: Statt des Zwangs zur (Null-)Zins Staatsanleihe muss der Gesetzgeber der Finanzindustrie die Freiheit zur Diversifikation eröffnen und die private Altersvorsorge reformieren.

**Fazit 6: Die Corona-Pandemie ändert nichts in Hinblick auf die rationale Altersvorsorgeersparnis. Auch in Zukunft gilt es, ratierlich und diversifiziert etwa 5-7 Prozent des Einkommens für die Sicherung des Lebensstandards im Alter zurückzulegen. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen wie auch die Finanzaufsicht sollten in Zukunft diese Diversifikation zulassen, statt sie wie bislang durch diverse Regelungen und Beschränkungen zu verhindern.**

Forschungszentrum Generationenverträge  
Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

Fon. 0761. 203 23 54

Fon. 0761. 203 22 90

[www.generationenvertraege.de](http://www.generationenvertraege.de)

[info@generationenvertraege.de](mailto:info@generationenvertraege.de)

ISSN 1862-913X