

Raffelhüschen, Bernd

**Research Report**

## Altersvorsorge nach Corona - Quo vadis?

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 156

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Marktwirtschaft / The Market Economy Foundation, Berlin

*Suggested Citation:* Raffelhüschen, Bernd (2021) : Altersvorsorge nach Corona - Quo vadis?, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 156, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/236575>

**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.*

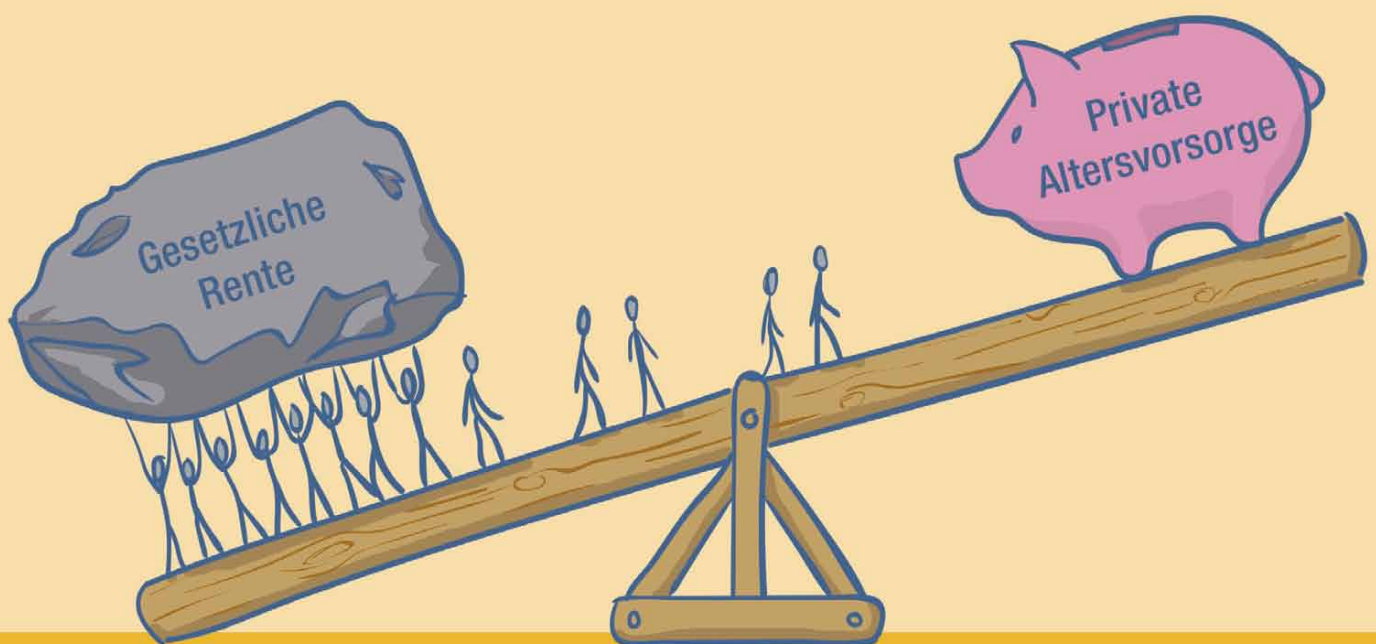
*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*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.*

# ALTERSVORSORGE NACH CORONA – QUO VADIS?

Argumente  
zu Marktwirtschaft  
und Politik

Nr. 156 | Juli 2021



# ALTERSVORSORGE NACH CORONA – QUO VADIS?

Bernd Raffelhüschen

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik Nr. 156

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort 03

- 1 Vorbemerkung: Von Epidemiologie und Ökonomie 04
- 2 Corona und Demographie: Eine Relativierung? 05
- 3 Die Rentenversicherung vor Corona: Von Flop zu Top und wieder zurück 08
- 4 Die Rentenversicherung nach Corona: Was kommt? 11
- 5 Corona und die Staatsverschuldung 12
- 6 Corona und der Niedrigzins: Kein Ende in Sicht 14
- 7 Altersvorsorge und Niedrigzins: Ein paar Tipps von einem, der nichts weiß 15

Literatur 19

Executive Summary 20

© 2021

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)  
Charlottenstraße 60  
10117 Berlin  
Telefon: +49 (0)30 206057-0  
Telefax: +49 (0)30 206057-57  
info@stiftung-marktwirtschaft.de  
www.stiftung-marktwirtschaft.de

ISSN: 1612 – 7072



Die Publikation ist auch über den QR-Code  
kostenlos abrufbar.

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen ist Professor für Finanzwissenschaft und Sozialpolitik an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg und Vorstandsmitglied der Stiftung Marktwirtschaft. Der Dank des Autors geht an Guido Raddatz und Stefan Seuffert für wertvolle Hilfestellungen bei der Erstellung der Publikation.

## Vorwort

So gut wie alle Politikbereiche werden derzeit durch die Brille der Corona-Pandemie betrachtet. Und das in den meisten Fällen zu Recht. Schließlich hat die Pandemie in den zurückliegenden Monaten zu mannigfaltigen Einschränkungen der persönlichen Freiheiten und zur zeitweisen Aussetzung von Grundrechten geführt sowie die schwerste weltweite Wirtschaftskrise seit vielen Jahrzehnten hervorgerufen. Vor allem aber zerrt die Corona-Pandemie Defizite und Schwachstellen in Politik und staatlicher Verwaltung schonungslos ans Licht. Exemplarisch sei an dieser Stelle nur auf Deutschlands Rückständigkeit bei der Digitalisierung erinnert, wodurch sich Probleme in anderen Bereichen – etwa bei Bildung oder im Gesundheitswesen – gerade in Pandemiezeiten potenzieren. Viele dieser Probleme werden zwar schon seit Jahren in der öffentlichen Diskussion hin und her gewälzt und auch in politischen Sonntagsreden immer wieder angemahnt. In der politischen Umsetzung hingegen wurde vieles davon bestenfalls halbherzig angegangen – sei es aufgrund politischer und gesellschaftlicher Bequemlichkeit, Trägheit oder unklarer Verantwortungsverteilung bis hin zur kollektiven Verantwortungslosigkeit. Ein entscheidender Faktor mag auch darin bestehen, dass sich manch negative Auswirkungen, wie beispielsweise von unzureichender Bildung und/oder rückständiger Digitalisierung, nicht sofort, sondern nur schleichend in der – jedenfalls gemessen an der Dauer einer Legislaturperiode – entfernten Zukunft bemerkbar machen.


Ähnliches gilt für die Alterssicherungssysteme in Deutschland und insbesondere die gesetzliche Rentenversicherung. Ihre Unzulänglichkeiten, in ausreichendem Maße auf den demographischen Wandel zu reagieren und sich an diesen – im Sinne der Generationengerechtigkeit – anzupassen, sind seit Jahrzehnten bekannt. Der coronabedingte Wirtschaftseinbruch beschleunigt letztlich nur die (Finanzierungs-)Probleme, die bei Fortführung des Status quo ohnehin unabwendbar sind, und erhöht den Reformdruck auf die Politik. Noch aber sträuben sich viele politisch Verantwortliche, die Bürger mit unbequemen Wahrheiten zu konfrontieren. Das ist in mehrerer Hinsicht fatal, vor allem aber, weil es die Menschen in falscher Sicherheit wiegt, obwohl ohne mehr Eigenverantwortung in der Zukunft keine ausreichende Alterssicherung mehr möglich sein wird.

Hier setzt die vorliegende Publikation an und greift die Frage auf, wie eine für alle Menschen auskömmliche Alters-

vorsorge möglich ist. Nur wenn es gelingt, die kapitalgedeckte betriebliche und private Altersvorsorge zu stärken, hat auch die gesetzliche Rente eine Chance, als leistungs- und generationengerechtes Versicherungssystem dauerhaft weiterzubestehen. Der seit einiger Zeit um sich greifende „sozialpolitische“ Irrweg, die Alterssicherung der Menschen ausschließlich über die gesetzliche Rentenversicherung und dort über Sonderauszahlungen, denen keine Einzahlungen gegenüberstehen, „armutsfest“ zu machen, wäre hingegen der Anfang vom Ende einer verlässlichen und leistungsgerechten Rente, wie wir sie heute kennen. Mit der Grundrente wurden bereits erste fragwürdige Schritte in diese Richtung gemacht. Weitere könnten folgen. So wird beispielsweise vorgeschlagen, dass Bezieher niedriger Einkommen für jeden Euro Beitragszahlung höhere Rentenansprüche, also mehr Entgeltpunkte in der Rentenversicherung erhalten sollen als besserverdienende Arbeitnehmer. Damit würde das bewährte Äquivalenzprinzip in der Rentenversicherung weiter ausgehöhlt, mit der Folge, dass das Vertrauen in die gesetzliche Rente bei vielen leistungsbereiten, vollzeitarbeitenden Menschen schwindet, wenn nicht gar zerstört würde. Warum sich noch anstrengen, wenn sich Leistung immer weniger lohnt?

Es gibt bessere Alternativen, die Altersvorsorgesysteme in Deutschland zukunftsfähig zu machen. Wichtig ist, nicht alles auf eine Karte – die gesetzliche Rente – zu setzen, sondern die Herausforderung auf mehrere Systeme zu verteilen. Risikostreuung bewährt sich nicht nur bei der Kapitalanlage, sondern sollte auch als Leitlinie für die Altersvorsorge und die zur Verfügung stehenden Teilsysteme gelten.

Wir danken der informedia-Stiftung für die Förderung dieser Publikation.



Prof. Dr. Michael Eilfort

Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft



Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft

## 1 Vorbemerkung: Von Epidemiologie und Ökonomie

Soviel scheint jedenfalls sicher: Die Jahre 2020/21 und insbesondere der Jahreswechsel werden in vielerlei Hinsicht Rekorde schreiben. Folgt man den medialen und politischen Äußerungen, so werden sie wohl in die Geschichtsbücher eingehen als die schwerste 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 fast fünfmal so viele wie heute an Covid-19 verstorben sind (Stand Juni 2021) – und das bei einer deutlich kleineren Gesamtbevölkerung. Die Dimensionen sind mithin nicht vergleichbar. Aber wahrscheinlich ist die Dimension auch deshalb eine andere geblieben, weil die Bürger mittlerweile aufgeklärter und besser informiert sind sowie die Politik im Gegensatz zu den Zeiten nach dem ersten Weltkrieg handlungsfähiger in dem Bemühen war, das Infektionsgeschehen einzudämmen. Zugleich ist das gegenwärtige Gesundheitssystem natürlich weitaus leistungsfähiger als in jenen Tagen. Insgesamt wurde Deutschland bisher deutlich weniger stark getroffen als beispielsweise Italien oder Spanien. Und dies, obwohl die Bundesregierung hinsichtlich der Kontaktbeschränkungen 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 Kontaktbeschränkungen – 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: Durch die internationalen Corona-Maßnahmen ist der stärkste Konjunkturreinbruch seit dem schwarzen Freitag des Jahres 1929 zu verzeichnen.

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

lung hätten dann erheblichen Einfluss auf das System der umlagefinanzierten Altersvorsorge wie auch auf die private Alterssicherung. 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 ergänzenden privaten bzw. betrieblichen und damit 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.

## 2 Corona und Demographie: Eine Relativierung?

Wenn man Ende der 70er und zu Beginn der 80er Jahre in Deutschland prognostiziert hat, dass der erstmals aufgetretene „Pillenknicke“ 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 und 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 ein Alter von mehr als 64 aufweisen, im Verhältnis zu jenen, die im Jahr 2044 über 23 Jahre alt und damit im Durchschnitt erwerbstätig sein werden – steht heute schon fest. Dies ist schlichtweg auf die Tatsache zurückzuführen, dass selbst dann, wenn sich der Pillenknicke quasi ab sofort in sein Gegenteil verkehren würde, eine langsame finanzielle Entlastung der jüngeren Generationen erst mit einer Verzögerung von 23 Jahren erfolgen würde, wenn die ab heute Geborenen in das Berufsleben eintreten. Die niedrigen Geburtenziffern der letzten fünf Jahrzehnte sind nicht mehr zu korrigieren und die nicht geborenen Mütter werden kinderlos bleiben. Somit ist die Entwicklung des Altenquotienten bis 2044 bereits heute sicher vorhersehbar, da es sich schlicht um eine Reflektion der Vergangenheit handelt, die in der Zukunft liegt. Die einzige relevante Unsicherheit bei der demographischen Analyse herrscht hinsichtlich 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<sup>1</sup> kommt im Jahr 2030 auf zwei potenziell Erwerbstätige annähernd ein über 64-Jähriger. Dieser Altenquotient steigt dann von 47,0 auf 52,6 Prozent im Jahre 2040 und von 52,6 auf 57,5 Prozent in den folgenden zwei Jahrzehnten. Da das durchschnittliche Rentenzugangsalter bei 62,3 liegt, und von den potenziell Erwerbstätigen nur etwa 80 Prozent tatsächlich beschäftigt sind, würde sich bei Konstanz von Eintrittsalter und Erwerbsquote ab dem Jahr 2050 – überspitzt formuliert – quasi jeder Erwerbstätige um „seinen Rentner“

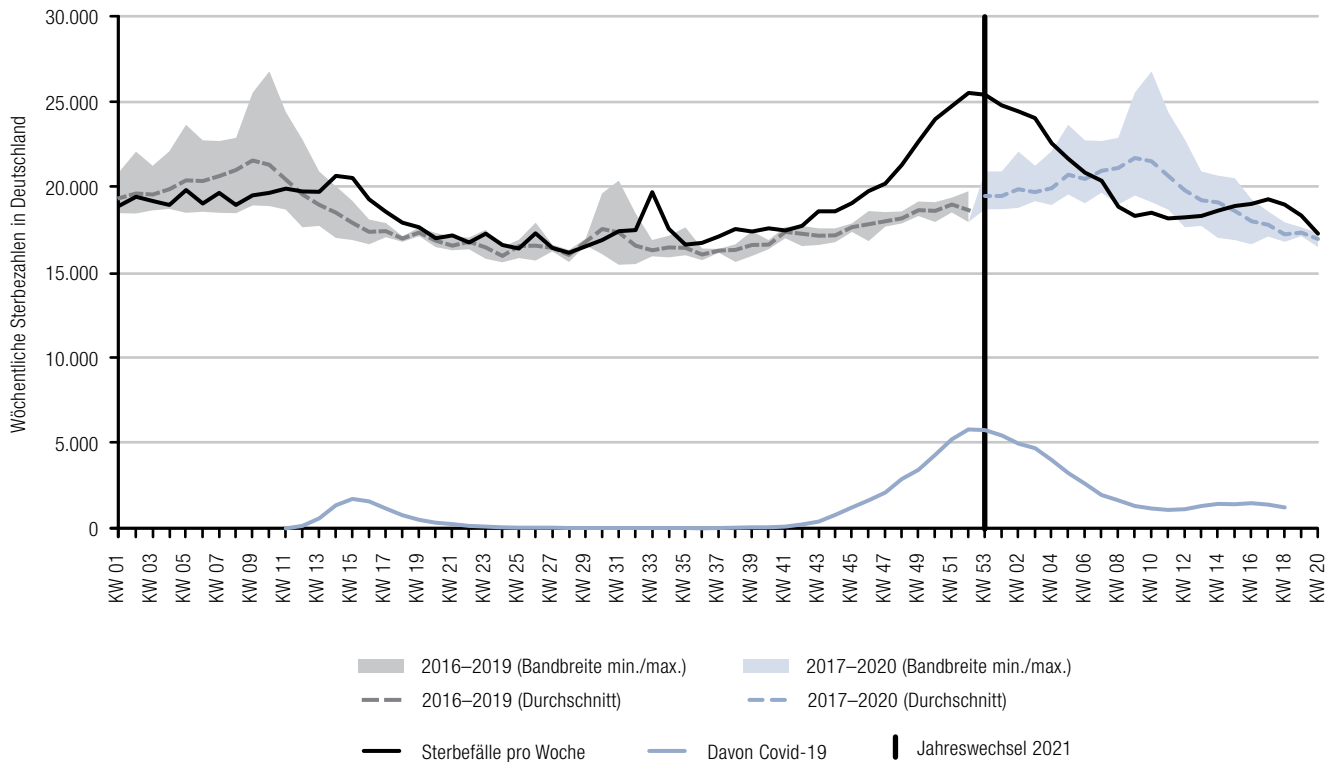
kümmern. Tatsächlich werden im Deutschland des Jahres 2045 etwa doppelt so viele Rentner von etwa 75 Prozent der heutigen Erwerbstätigen zu finanzieren sein – und dies bei einer Rentenbezugszeit, die grob geschätzt nochmals um 2-3 Jahre länger ist als gegenwärtig.

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf diese drastische und in ihrer Dimension nicht zu überschätzende Entwicklung sind entgegen der öffentlichen Wahrnehmung 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 mit Ausnahme der Monate Dezember 2020 und Januar 2021 keine außergewöhnliche Übersterblichkeit erzeugt. Im Gegenteil, das Jahr 2020 ist isoliert betrachtet ein Jahr mit einer leicht unterdurchschnittlichen Sterblichkeit, die nur in der Spitze am Jahresende die extremen Sterblichkeitsziffern der Monate Februar/März 2018 oder Januar/Februar 2017 erreicht hat. Die Todesfälle in der „ersten Welle“ des Frühjahres 2020 waren demgegenüber deutlich geringer und im Laufe des Sommers lagen die Todesfälle aufgrund von Insektenstichen an vielen Tagen oberhalb derjenigen, die durch Covid-19 ausgelöst wurden. Sicherlich haben die Corona-Maßnahmen der deutschen Politik beigetragen, die Sterblichkeit abzumildern. Wie sich die Lage ohne den ökonomischen Lockdown des Frühjahres 2020 entwickelt hätte, bleibt spekulativ. Allerdings wäre ein harter Lockdown nach Maßgabe der Übersterblichkeit weniger für das Frühjahr, sondern wenn überhaupt für den Dezember des Jahres 2020 angezeigt gewesen. Und auch die jüngste Entwicklung der Inzidenzzahlen, die eine dritte Welle geformt haben und nach deren Maßgabe nächtliche Ausgangsbeschränkungen etc. beschlossen wurden, ist vor dem Hintergrund der Sterblichkeitsziffern im Frühjahr 2021 kein wirklicher Ausreißer. Überspitzt formuliert ist die zweite Welle der Pandemie tatsächlich die erste und einzige geblieben – bleibt zu hoffen, dass sich dies in Zukunft weiterhin bewahrheitet. Sicher ist jedoch, dass aufgrund der hohen Impfquoten bei der älteren Bevölkerung das politische Handeln nicht mehr nur von statistisch ohnehin sehr umstrittenen Inzidenzzahlen geleitet sein darf, sondern die Sterblichkeit und die Belegzahlen der Intensivstationen die besseren Indikatoren wären.

<sup>1</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2019); Variante 2 (G2-L2-W2).

Abbildung 1:  
Covid-19 und Übersterblichkeit – Sterbefälle nach Kalenderwochen

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von aktuellen Daten des Statistischen Bundesamtes.



Wie stark das Bild der Corona-Pandemie von der gerade durchgeführten Impfkampagne beeinflusst werden wird, ist unmittelbar anhand der alters- und geschlechtsspezifischen Sterblichkeit ablesbar (siehe Abb. 2). Fast 90 (70) Prozent aller Todesfälle sind älter als 70 (80) und die Wahrscheinlichkeit für unter 40-Jährige, an oder mit Covid-19 zu sterben, bewegt sich auf ähnlichem Niveau wie ein Millionengewinn im Lot-

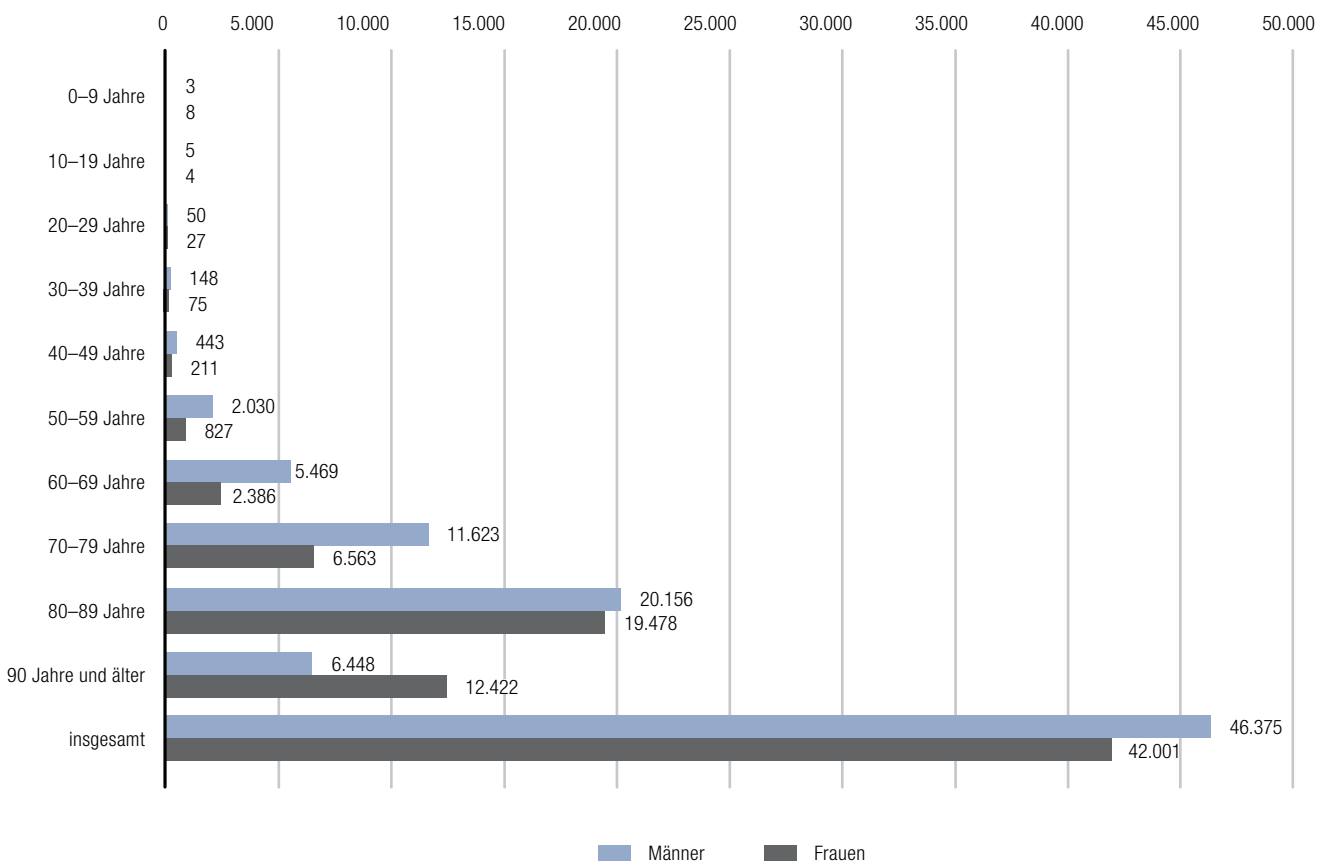
to. Da die meisten älteren Menschen bereits prioritär geimpft wurden, spricht vieles dafür, dass bis zum Sommer 2021 Covid-19 Todesfälle fast zur Gänze verschwinden werden. Einzelfälle wird es allerdings noch über Jahre hinaus geben – die Menschheit muss und wird lernen, mit Covid-19 bzw. dem Erreger SARS-CoV-2 und seinen Mutanten zu leben.

Während hinsichtlich der Fertilität wie auch der Mortalität keinerlei Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die demographische Entwicklung zu befürchten sind, kann sich dies im Hinblick auf die Zuwanderung anders darstellen. Tatsächlich zeigte sich parallel zur ökonomischen Krise eine stark

abnehmende Zuwanderung, sodass Deutschland 2020 nach vorläufigen Zahlen erstmals seit Jahren wieder eine abnehmende Bevölkerungszahl aufweisen könnte. Ob dieser negative Trend jedoch anhält, bleibt vor dem Hintergrund der weltweiten Entwicklung mehr als fraglich.

Abbildung 2:  
Alters- und Geschlechtsstruktur der Covid-19 Todesfälle

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von aktuellen Daten des Robert Koch-Instituts; Stand: 01.06.21.





### 3 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 Litfaßsäulenscherz, denn die Nachhaltigkeit 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 die Lasten der deutschen Wiedervereinigung, die die bereits angespannte Finanzsituation nochmals verschärften. Am Ende der Ära Blüm kulminierte die Nachhaltigkeitslücke der GRV auf über zwei Bruttoinlandsprodukte. Unter einer 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 bzw. sich entsprechend der aktuellen gesetzlichen Beschlüsse entwickeln. Die Nachhaltigkeitslücken werden mit Hilfe von Generationenbilanzen berechnet und beziffern quasi den Abstand vom Zustand der Nachhaltigkeit.<sup>2</sup> 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, welche die sog. Hypothek zu Lasten zukünftiger Generationen bilden. 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 erklärte, 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: Ein nicht mehr vollständig einhaltbarer, umlagefinanzierter Generationenvertrag wurde ergänzt durch 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 Brutto Lohnanpassung“ 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.

Obleich 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: 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 im Jahr 2007 in der Großen Koalition unter Arbeitsminister Franz Müntefering beschlossen und wird bis 2030 schrittweise eingeführt.

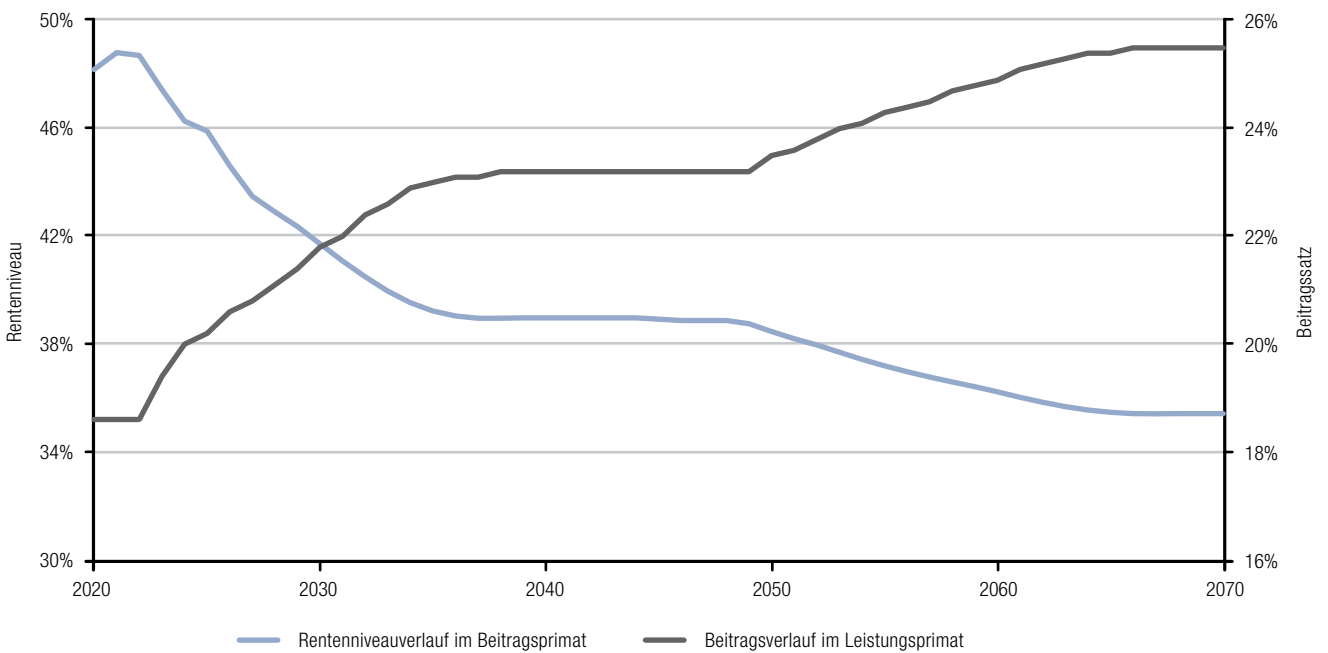
<sup>2</sup> Vgl. zur Methode der Generationenbilanzierung Auerbach/Gokhale/Kotlikoff (1991, 1994) sowie zur hier verwendeten Variante Raffelhüschen (1999).

Zum anderen stellte der zweite Vorschlag der Rürup-Kommission im Kern eine Rentenadjustierung dar, die als Nachhaltigkeitsfaktor im Jahr 2004 durch das RV-Nachhaltigkeitsgesetz eingeführt wurde. Dieser sozio-demographische Faktor soll bewirken, dass die Rentenentwicklung langfristig so hinter der Lohnentwicklung hinterherhinkt, dass die Rentenbeiträge nur noch 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. 3 von gegenwärtig 48 Prozent bis 2040 auf unter 40 Prozent sinken würde. Die Logik der Umstellung vom Leistungs- auf das Beitragsprimat – im angelsächsischen oder in der betrieblichen Altersvorsorge spricht man vom defined benefit versus defined contribu-

tion system – ist zwingend und erschließt sich durch den Vergleich der Beitrags- oder Rentenniveauentwicklung in Abb. 3. Verändert man weder den laufenden Bundeszuschuss noch das gesetzliche Rentenzugangsalter von 67, so müssten die Beiträge – trotz steigendem Bundeszuschuss – auf fast 26 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 auch schon gegenwärtige Möglichkeit der verlängerten Lebensarbeitszeit und den damit verbundenen Zuschlägen.

Abbildung 3:  
Verlauf von Rentenniveau oder Beiträgen im Status quo

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 verkleinert worden. Mit einer weiteren Erhöhung des gesetzlichen Rentenzugangsalters nach 2030 und einer Abschaffung der Schlupflöcher, die bei der Einführung der „Rente mit 67“ unnötigerweise geschaffen 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.<sup>3</sup>

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 erhöht, während eine Lohnsenkung keine unmittelbare Auswirkung auf die Nominalrenten haben darf. Bis zu diesem Zeitpunkt hatte man unter Solidarität eine Gleichbehandlung in guten wie in schlechten Zeiten verstanden.

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 sei-

nen 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“, da die Große Koalition beschloss, dass immer weniger Beitragszahler immer mehr Rentnern ein konstantes Bruttorentenniveau finanzieren sollten, ohne mehr zu bezahlen. 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 Endeffekt 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 den bislang geltenden Grundsatz, dass der Bundeszuschuss allein zur Abgeltung versicherungsfremder Leistungen wie z.B. Mutterrente, 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 Infrastrukturinvestitionen, Bildung und Digitalisierung bleibt dann zunehmend wenig übrig.

<sup>3</sup> Vgl. Raffelhüschen/Seuffert (2020).

## 4 Die Rentenversicherung nach Corona: Was kommt?

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 dieses Problem 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 überbrückt 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 Ruheständler 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 eines fast dreistelligen Milliardenbetrages die Beitragszahler und damit diejenigen, die sich durch die Corona-Krise auf jeden Fall auf der Verliererseite befinden werden. Allerdings sind auch die rentennahen Jahrgänge begünstigt, die gemeinsam mit den Rentnern bei allen kommenden Wahlen die Mehrheit der Wähler bilden werden.

Auf was genau sollte sich der Rentner der Jahre 2030-2060 vor diesem Hintergrund 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 immer älter werdenden 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 ihrerzeit 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 finanziellem Druck getroffen werden. Die ausufernde Bundesbezuschussung, dank der für den Zeitraum von 2019 bis 2025 scheinbar die Quadratur des Kreises gelingt, 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 bei über 25 Prozent (vgl. Abb. 3). 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 Ertragssätze aus den Beitragszahlungen aller Voraussicht nach deutlich im negativen Bereich liegen. Die Kündigung des Generationenvertrages durch zukünftige Beitragszahler wäre die unmittelbare Konsequenz und könnte durch den Gang in die Selbständigkeit, in den Beamtenstatus oder durch die Auswanderung der Eliten erfolgen. Man sollte sich an die alte Weisheit erinnern, dass derjenige, der den Bären erlegt hat, sein Fell verteilt.

## 5 Corona und die Staatsverschuldung

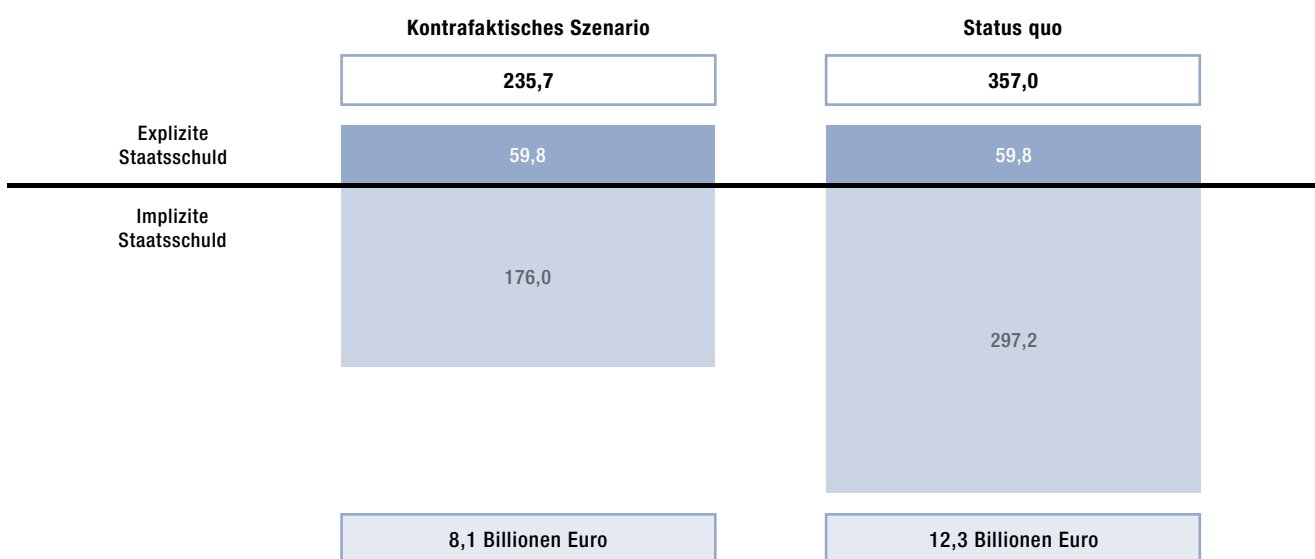
Für den sachrationalen Fall, dass der Generationenvertrag von den zukünftigen Trägern weiter akzeptiert wird und die Beiträge damit auf etwa ein Fünftel gedeckelt werden, ist mit einem zukünftigen Rentenniveau von unter 40 Prozent (vgl. Abb. 3) zu rechnen. Liegt die zur Lebensstandardsicherung notwendige 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 zurzeit 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 kaum 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 verbrieftete Staatsschuld bei etwa 60 Prozent des BIP (vgl. Abb. 4). Die Bundesgarantien für die Kurzarbeiterzahlungen, die Zuschüsse zu den Krankenhausfinanzierungskosten durch Bund und Länder, die direkten Transferzahlungen, aber auch der massive Abbruch der Steuereinnahmen führten bereits während des Jahres 2020 unmittelbar zu einem Anstieg der expliziten Staatsverschuldung auf gut 70 Prozent. In den Folgejahren sind weitere

Abbildung 4:  
Anstieg der Gesamtverschuldung durch die Corona-Krise  
(in Prozent des BIP\*)

Quelle: Eigene Berechnungen.



\* Referenz-BIP (2019) = 3,435 Billionen Euro.

Defizite durch die Auswirkungen der Corona-Krise zu erwarten und spätestens dann, 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 Nachhaltigkeitslücke der Rentenversicherung in Höhe von einem BIP auch jene der Kranken-, Pflege- und Arbeitslosenversicherung sowie der Gebietskörperschaften hinzu, so erhält man den Barwert aller dem Staat zukünftig fehlenden Nettoeinnahmen. Die für die zukünftigen Jahre prognostizierte Differenz aus Einnahmen abzüglich 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 als fehlende Rückstellungen sichtbar. Zusammen mit den expliziten Schulden ergibt sich damit die sog. Nachhaltigkeitslücke des Gesamtstaates, also aller Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen zusammen.

Abb. 4. 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, 297,2 Prozent des BIP, schlummern als fehlende Rückstellungen des Sozial-

staats 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 Pflegeversorgungen etc., werden Stück für Stück die unsichtbaren Staatsschulden sichtbar. 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 bisher 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.

## 6 Corona und der Niedrigzins: Kein Ende in Sicht

Mit weiter steigenden Schuldenbergen stellt sich die Frage, ob die Zentralbanken sich 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 (mehr) auf einem Markt, wo Angebot und Nachfrage zusammenkommen. Er ist vielmehr zu einem (geld-)politisch gesetzten Preis geworden, den die staatliche Institution Zentralbank für die staatlichen Papiere festsetzt. Und wenn die Schulden ausufernd 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 zumindest partiell 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 wenig wahrscheinlich, 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. Man bedenke: Es ist schwierig, die erst einmal ausgedrückte Zahnpasta wieder in die Tube zurück zu bekommen.

## 7 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 beste 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 Rentenniveaumentwicklung in Abb. 3 für die jeweiligen Jahrgänge ab 2030 zwischen 15 und 35 Prozent liegen dürfte. Für jemanden, der zu Beginn der 2030er Jahre in Rente geht, läge die Lücke zur Lebensstandardsicherung also noch unter 20 Prozent, in den 2040er Jahren steigt sie am steilsten an, um im Laufe der 2050er 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.

Intuitiv 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 klar 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? 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

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, das angesichts der demographischen Entwicklung nicht mehr zu haltende Versprechen der gesetzlichen Rentenversicherung auf Lebensstandardsicherung doch noch einzulösen.

Tatsächlich ist das pauschale Bild der „Renditehölle 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 Eltern und Großeltern 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 Aktien und Immobilienkörbe gefüllt haben, haben eine teils prächtige, teils sehr 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 Zufall ist oder ob die Ursache für diese Preisentwicklung bei den sinkenden Zinsen zu suchen ist, bleibt dahingestellt. Der großelterliche 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 Durchschnitt an-



nähern. 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 großelterliche Anleger überhaupt nicht dafür, ob er gerade zufällig reich und vermögend ist oder eben nicht. Und der eigentliche Wert der selbstgenutzten Immobilie ist sowieso bis zum Verkauf immer der 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. Dadurch erzielt man ein laufendes Zusatzeinkommen, das die zurückgehenden Zahlungen der gesetzlichen Rente ausgleicht und hilft, den Lebensstandard zu sichern. Und auf wie viele 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. Hätte man aber 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. 5).<sup>4</sup> 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 (Wohnungsgesellschaften, Fonds etc.) einen reinen Mietzins von knapp sechs Prozent abgeworfen. Auch hier gilt: Die Gesamtperformance unter Einschluss der Wertentwicklung liegt beträchtlich darüber. Dennoch sind die laufenden Erträge das Kriterium, nicht die situativ eher zufälligen Werte.

Im letzten und dritten Korb hätten wir dann die Anleihen, deren Zins auf historischem Tiefstand 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. 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.

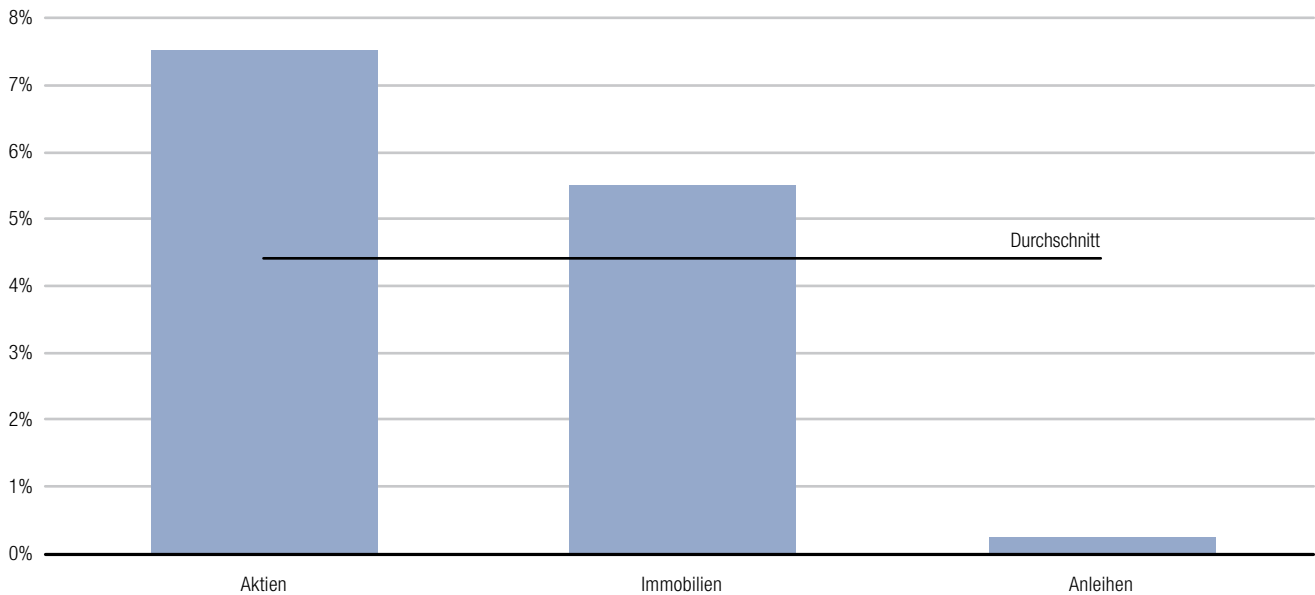
Und wie verteilt nun der gut beratene Anleger die Eier am besten auf die drei Körbe, wenn man nicht weiß, wie sich Renditen von Aktien, Immobilien und Anleihen über den Lebenszyklus entwickeln? Weil man die Zukunft eben nicht kennen kann, verteilt man die Ersparnisse gleichmäßig auf die drei Körbe. Diese Mischung überzeugt bei Betrachtung der Gesamtperformance des Portfolios, das jeweils zu einem Drittel aus Unternehmensbeteiligungen, Immobilien und Anleihen besteht. Die laufenden Erträge beziffern 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 1960er 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 5 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

<sup>4</sup> Vgl. zu den Renditeberechnungen auch Raffelhüschen/Siegert (2018).

Abbildung 5:  
Durationsgewichtete Renditen unterschiedlicher Anlageklassen

Quelle: Eigene Berechnungen.



Bilanzierung zu ersetzen und von erzwungenen Garantien abzusehen. Auch die Regeln bei der Hinterlegung von Eigenkapital müssen überprüft werden und sollte 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 ermöglicht 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 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 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 auskömmlichem Zins- und Zinsezinseffekt 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 allen Beteiligten die Freiheit zur Diversifikation eröffnen und die private Altersvorsorge entsprechend deregulieren.



## Literatur

**Auerbach, A. J., Gokhale, J. und L. J. Kotlikoff** (1991). Generational Accounts: A Meaningful Alternative to Deficit Accounting, *Tax Policy and the Economy* 5, 55–110.

**Auerbach, A. J., Gokhale, J. und L. J. Kotlikoff** (1994). Generational Accounting: A Meaningful Way to Evaluate Fiscal Policy, *Journal of Economic Perspectives* 8 (1), 73–94.

**Bahnsen, L., Kohlstruck, T., Raffelhüschen, B., Seuffert, S. und F. Wimmesberger** (2021). Was kann sich der ehrbare Staat noch leisten? Corona, Schulden – und noch eine Pflegereform?, *Argumente zu Marktwirtschaft und Politik* 154, Stiftung Marktwirtschaft.

**Raffelhüschen, B.** (1999). Generational Accounting: Method, Data and Limitations, *European Economy, Reports and Studies* 6, 17–28.

**Raffelhüschen, B. und T. Siegert** (2018). Renditehöhle oder Großelternparadies, *Börsenzeitung*, 1. Mai 2018.

**Raffelhüschen, B. und S. Seuffert** (2020). Ehrbarer Staat? Wege und Irrwege im Lichte der Generationenbilanz, *Argumente zu Marktwirtschaft und Politik* 148, Stiftung Marktwirtschaft.

**Statistisches Bundesamt** (2019). Bevölkerung im Wandel – Annahmen und Ergebnisse der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden.

## Executive Summary

Seit Anfang des Jahres 2020 hält die **Corona-Pandemie** die Welt in Atem. Dabei liegen die Herausforderungen nicht allein im epidemiologischen und medizinischen Bereich, sondern inzwischen auch maßgeblich in der Bewältigung der negativen ökonomischen Folgen der Krise. Schließlich ist es aufgrund der Pandemie und der zu ihrer weltweiten Bekämpfung ergriffenen Maßnahmen zum stärksten Konjunkturreinbruch seit dem schwarzen Freitag des Jahres 1929 gekommen. Darüber hinaus kann zum derzeitigen Zeitpunkt noch nicht ausgeschlossen werden, dass sich der temporäre konjunkturelle Schock zu einem langfristigen Wachstumseinbruch entwickelt.

Doch was bedeutet die Corona-Pandemie für die **Altersvorsorgepolitik in Deutschland**? Insgesamt betrachtet erstaunlich wenig – insbesondere was die ohnehin problematische Ausgangslage angeht. Tatsächlich verursacht die Corona-Pandemie in Sachen Altersvorsorge **keine neuen Probleme – verschärft jedoch die alten**: Die **fehlende Nachhaltigkeit** und **Generationengerechtigkeit** der gesetzlichen Rentenversicherung aufgrund des demographischen Wandels, und die daraus folgende Tatsache, dass die gesetzliche Rente in Zukunft **immer weniger eine Lebensstandardsicherung** wird leisten können, aber auch die in Deutschland zu geringe Nutzung **ergänzender betrieblicher und privater kapitalgedeckter Altersvorsorge** sind alle nicht neu, sondern waren schon lange vor der Corona-Pandemie offenkundig.

Gleichwohl besteht kein Grund zum erleichterten Aufatmen: Zum einen ist eine Fortführung des Status quo gegen die „Gesetze“ der Mathematik und Ökonomie – mit oder ohne Corona – keine auf Dauer funktionierende Handlungsoption; zum anderen wirken die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie tendenziell als **Problembeschleuniger** und erhöhen so den politischen Handlungsdruck noch mehr. Gerade in der Renten- und Altersvorsorgepolitik sind „Fahren auf Sicht“ und Reformen auf den letzten Drücker aber denkbar schlechte Optionen. Angesichts der demographiebedingt **langen Wirkungszusammenhänge** hätte man die – absehbaren – Probleme der Zukunft im besten Fall schon in der Vergangenheit gelöst.

Vor diesem Hintergrund kommt die vorliegende Studie zu den folgenden zentralen Ergebnissen:

- Unbeeinflusst von der Corona-Pandemie wird sich das **Verhältnis von Erwerbstätigen zu Älteren** in Deutschland aufgrund des doppelten Alterungsprozesses weiter verschlechtern – bis etwa zum Jahr 2040 in hohem Tempo, danach etwas langsamer.
- 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. In Folge des deutlichen Wirtschaftseinbruchs ist die **Nachhaltigkeitslücke der Rentenversicherung auf 3,2 Billionen Euro angestiegen**.
- Die Notwendigkeit zu einer Altersvorsorge, die das ehemalige 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. Eine Lebensstandardsicherung im Alter ist daher nur mit ergänzender kapitalgedeckter Altersvorsorge möglich.
- 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.
- Für die Politik erhöhen sich durch die Corona-Pandemie die Anreize, den bereits im Vorfeld eingeschlagenen Weg der Niedrigzinspolitik trotz der damit einhergehenden Probleme auch langfristig beizubehalten. Nur bei sehr niedrigen Zinsen lässt sich ein finanzieller Kollaps der öffentlichen Haushalte bei hohen und steigenden Staatsschulden verhindern. Dies wiederum erfordert eine **Verschärfung der angebotsinduzierten Nachfrage nach Staatstiteln für institutionelle Anleger**. Dauerhaft zukunftsfähig ist eine solche Strategie gleichwohl nicht.
- Die Corona-Pandemie ändert nichts im Hinblick auf die rationale Altersvorsorgeersparnis. Auch in Zukunft gilt es, **ratierlich** und über unterschiedliche Anlageklassen **diversifiziert etwa 5-7 Prozent des Einkommens** zusätzlich 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.