



Kapitalgedeckte Rente: Ein neuer Anlauf?

Kapitalgedeckte Rente: Ein neuer Anlauf?

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen
Stellungnahme 02/2022 vom 17. Mai 2022

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| 1. Gegenwärtige Reformdebatte | 5 |
| 2. Ökonomische Begründungen einer staatlichen Intervention in Form des Aufbaus eines Kapitalstocks | 6 |
| 3. Orientierung in der gegenwärtigen Diskussion | 9 |
| Ausgestaltung einer kapitalgedeckten Alterssicherung | 9 |
| Governance | 11 |
| Finanzierung, staatliche Förderung und Staatsverschuldung | 12 |
| Einschub: Makroökonomische Erkenntnisse zur Staatsverschuldung | 15 |
| 4. Schlussfolgerung | 17 |
| Literatur | 18 |
| Mitgliederverzeichnis | 21 |

Kapitalgedeckte Rente: Ein neuer Anlauf?

Der Koalitionsvertrag zwischen SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP stellt die wirtschaftspolitischen Weichen für die kommende Legislaturperiode in Deutschland. Ein besonders wichtiger Punkt ist dabei die Frage nach der zukünftigen Gestaltung der Altersvorsorge im Zusammenspiel von gesetzlicher Rente, Betriebsrenten und privater Vorsorge. Damit verbindet sich die übergeordnete Frage, ob und wie der langfristige Vermögensaufbau breiter Bevölkerungsschichten systematisch vorangebracht werden soll. Deutschland liegt bei den Sparquoten der Bevölkerung in der europäischen Spitzengruppe, aber das durchschnittliche Finanzvermögen pro Kopf rangiert nur im Mittelfeld. Eine

starke Veranlagung von Mitteln in Sparanlagen und anderen Anlageklassen mit anhaltend geringer Verzinsung erschwert zunehmend den langfristigen Vermögensaufbau und damit die Altersvorsorge vieler Menschen. Die Frage des langfristigen Vermögensaufbaus stellt sich konkret bei der Reform der Riester-Rente. Trotz der Vereinbarung im Koalitionsvertrag des Jahres 2018 wurde eine solche Reform in der vergangenen Legislaturperiode nicht angegangen. Das Thema steht daher unter dem Stichwort der Kapitaldeckung der Gesetzlichen Rentenversicherung oder Aktienrente mit hoher Priorität auf der Agenda für die kommenden vier Jahre.

1. Gegenwärtige Reformdebatte

Nahezu alle Parteien haben sich zum Ziel gesetzt, sowohl auskömmliche Renten zu sichern als auch eine Überforderung der Beitragszahler zu vermeiden. Bisher wurde hierfür der Ansatz der doppelten Haltelinie gewählt, der im Koalitionsvertrag zumindest für diese Legislaturperiode fortgeschrieben wurde: Demnach soll der Beitragssatz zur Gesetzlichen Rentenversicherung nicht über 20% steigen¹ und das Rentenniveau soll gleichzeitig in Relation zu den Löhnen nicht unter 48% fallen können. Angesichts des demografischen Wandels und hier besonders der weiter steigenden Lebenserwartung kann diese politische Festlegung nur über einen stetig steigenden Zuschuss des Staates finanziert werden. Simulationsrechnungen zeigen, dass im Jahre 2050 nahezu 60% des Bun-

deshaushalts für Überweisungen an die Rentenkassen aufgewendet werden müssen (Ragnitz et al. 2021).² Die Politik der doppelten Haltelinie dürfte sich daher auf Dauer nicht durchhalten lassen.

Auskömmliche Alterseinkünfte lassen sich auch dadurch absichern, dass breiten Teilen der Bevölkerung zusätzliche Erträge aus Elementen der Kapitaldeckung zufließen – wie das mit der Riester-Rente ursprünglich geplant war. Der Koalitionsvertrag strebt eine umfassende Reform der privaten Altersvorsorge an. Dazu sollen die bisher vielfach als zu kompliziert wahrgenommenen Riester-Renten durch ein standardisiertes, einfaches Altersvorsorgeprodukt ersetzt werden können. Die Einfachheit eines solchen Angebots wird als zentraler Faktor für seine Marktakzeptanz betrachtet (Knabe und Weimann, 2017). Darüber hinaus soll im Jahr 2022

1 Schon für die laufende Legislaturperiode wird ein deutlicher Anstieg des Beitragssatzes erwartet, der aber voraussichtlich unter 20 % bleiben wird. Der Rentenversicherungsbericht vom Dezember 2021 weist einen Anstieg von derzeit 18,6 % auf 19,5 % im Jahr 2024 und weiter auf 19,7 % im Jahr 2025 aus.

2 Siehe auch Börsch-Supan und Rausch (2018).

die Rentenversicherung in einem ersten Schritt einen Kapitalstock von 10 Milliarden Euro erhalten, der von einer öffentlichen Stelle unabhängig verwaltet werden soll. Das gegenwärtige Umlagesystem würde sich langfristig umso geringerem Druck zur Anpassung ausgesetzt sehen, je stärker nachhaltig renditeträchtige, kapitalgestützte Elemente Einkünfte im Alter generieren.

Ein häufig diskutiertes Reformmodell ist die Ausgestaltung der Altersvorsorge in Anlehnung an das Modell Schwedens. Dort müssen Arbeitnehmer neben ihrem Beitrag zu einer umlagefinanzierten Rentenversicherung (derzeit 16%) als Anleger einen weiteren Beitrag (derzeit 2,5%)

in Kapitalmarktfonds investieren. Anders als bei der Riester-Rente in Deutschland ist die Anlage in einen Kapitalmarktfonds hier verpflichtend. Dabei stehen den Anlegern unterschiedliche Fonds zur Auswahl. Als Standard gibt es einen staatlichen Aktienfonds, der von den meisten Anlegern gewählt wird. Dieser Fonds zeichnet sich durch geringe Kosten und eine über die letzten Jahre signifikante Rendite aus. Aus dem schwedischen Modell oder ähnlichen Modellen, bei denen die Kapitaldeckung einen größeren Beitrag als die Riester-Rente in Deutschland liefert, ergeben sich eine Reihe grundsätzlicher Fragen zur Ausgestaltung, die in dieser Stellungnahme thematisiert werden.

2. Ökonomische Begründungen einer staatlichen Intervention in Form des Aufbaus eines Kapitalstocks

Der Aufbau einer kapitalgedeckten Altersvorsorge kann die Probleme, die eine sinkende Anzahl an Beitragszahlern und längere Rentenbezugsdauern für die umlagefinanzierte Rente mit sich bringen, nicht aus der Welt schaffen. Die Kapitaldeckung kann aber zusätzliche Alterseinkünfte hervorbringen und so die umlagefinanzierte Rente, die in den kommenden Jahrzehnten demographiebedingt langsamer wachsen wird als der allgemeine Wohlstand, ergänzen.

Die Bildung eines staatlichen Kapitalstocks in Höhe von zunächst 10 Milliarden Euro zur Investition in Kapitalmärkte, die Verpflichtung der erwerbstätigen Bevölkerung zur Ersparnisbildung oder die Schaffung eines öffentlich verantworteten Fonds mit einem Standardprodukt werfen die Frage nach der ökonomischen Recht-

fertigung solcher staatlichen Interventionen auf. Letztendlich geht es um die Entscheidung, wie viele Mittel jeder Haushalt während der Erwerbsphase bzw. der Rentenphase zur Verfügung haben will, wie diese Mittel über die Zeit angespart werden und wie viel Risiko dabei eingegangen wird. Grundsätzlich könnte der Staat diese Entscheidungen jedem Einzelnen überlassen und darauf setzen, dass die privaten Haushalte auch ohne staatliche Eingriffe Ersparnisse bilden, damit sie über hinreichende Alterseinkommen verfügen. Es gibt aber verschiedene Gründe, die staatliche Interventionen rechtfertigen könnten. Die folgende Diskussion der möglichen Markt- und Politikfehler, die durch kluge Politikmaßnahmen korrigiert werden könnten, zeigt, dass die erforderlichen Maßnahmen je nach Art der vorliegenden Fehlstellung

sehr verschieden sind.

Häufig werden fehlende Kenntnisse über Finanzmärkte und Anlageformen in Teilen der Bevölkerung als Argument für den Staatseingriff genannt. Allerdings wäre dann weder die Schaffung eines Kapitalstocks noch ein staatlicher verwalteter Fonds das erste Mittel der Wahl. Der Staat könnte durch Bereitstellung von Informationen das Defizit beheben. Studien dazu, ob und wie solche Interventionen tatsächlich das Spar- und Anlageverhalten von Erwachsenen ändern, kommen allerdings zu unterschiedlichen Ergebnissen (Bruhn et al. 2014, Carpena et al. 2019, Collins und Urban 2016, Heinberg et al. 2014). Ein wichtiger Faktor ist die Vermeidung von Komplexität bei der Bereitstellung von finanziellen Informationen und Handlungsregeln; einfache Schulungsprogramme und Daumenregeln erhöhen die Wirksamkeit der Informationsbereitstellung gegenüber umfassenderen, komplexeren Ansätzen (Drexler et al. 2014). Komplementär zu einer erhöhten Finanzmarktcompetenz der Bevölkerung wirken Produktstandards, die die Orientierung im komplexen und vielschichtigen Anlagemarkt erleichtern.

Selbst wenn die Bevölkerung vollumfänglich über die Chancen und Risiken von Kapitalmärkten informiert wäre, könnte eine Rechtfertigung für eine staatliche Intervention in der Liquiditätsbeschränkung bei Investitionen am Kapitalmarkt liegen. Ein Haus lässt sich auf Kredit kaufen; dieser Kredit wird dann mit den späteren (Arbeits-)Einkommen getilgt. Vergleichbares ist bei Anlagen am Kapitalmarkt in der Regel nicht möglich, da Finanzinstitutionen finanzielle Vermögenswerte nicht im selben Umfang wie Immobilien als Sicherheiten für Kredite akzeptieren.³ Insofern

könnte diese Liquiditätsbeschränkung zu einer Unterinvestition und Verzerrung zuungunsten der Anlagen am Kapitalmarkt führen. Wenn der Staat einen Fonds bereitstellt und sich die dafür benötigten Mittel später über Steuern zurückholt, ersetzt er gleichsam diesen fehlenden Kreditmarkt. Studien zeigen, dass die Partizipation am Kapitalmarkt in Deutschland wie in anderen Ländern positiv korreliert mit Vermögen. Verschiedene empirische Studien zeigen zudem, dass Anlagerenditen positiv korreliert sind mit dem Vermögen der Anleger: Wohlhabende Anleger erzielen deutlich höhere Renditen als weniger wohlhabende Anleger, siehe zum Beispiel Bach, Calvet und Sodini (2020), Fagereng, Guiso, Malacrino und Pistaferri (2020) und Xavier (2021). Besonders die über die letzten Jahre zu verzeichnenden signifikanten Aktienrenditen und eine gleichzeitig weitgehend ausbleibende Verzinsung bei Sicht- und Spareinlagen können damit zu einer Vergrößerung der Vermögensungleichheit führen, der der Staat mit einem Angebot für die nicht am Kapitalmarkt investierten Bevölkerungsschichten entgegen möchte.

Ein dritter Grund für einen regulierenden Eingriff des Staates und die Einführung einer verpflichtenden Teilnahme kann die Überwindung eines Samariter-Dilemmas sein. Die ersten beiden möglichen Gründe für eine staatliche Intervention liegen im Fehlen von Informationen oder von Liquidität, berücksichtigen aber keine Anreize zur privaten Vorsorge. Denn diejenigen, die – wegen geringer gesetzlicher und betrieblicher Renten – am stärksten vorsorgen sollten, haben die geringsten Anreize zur Teilnahme, weil der Staat niedrige Alterseinkünfte aus sozialpolitischen Gründen aufstockt. Durch eine Sparpflicht kann sich der Staat aus dem Dilemma befreien, auch denen zu helfen, die die Möglichkeit zur Vorsorge aus freien Stücken un-

3 In Deutschland spielt die Aufnahme eines Kredits zum Aufbau eines Aktienportfolios, das dann als Sicherheit für diesen Kredit genutzt wird, praktisch keine Rolle. Eine Vielzahl von Banken lehnt einen derartigen Lombardkredit ab, andere bieten ihn nur mit restriktiven Beleihungsgrenzen und für einen kleinen Kundenkreis an.

genutzt gelassen haben.⁴ Möglicherweise trifft dieses Samariter-Dilemma nicht nur auf die Grundsicherung im Alter zu, sondern auch auf Alterseinkommen, die über diesem Niveau liegen. Der Druck auf die Politik, auch höhere Renten in Relation zu den Löhnen nicht absinken zu lassen, ist gewaltig. Da die Haushalte diese Haltung des Staates vorhersehen, sind die Anreize, selbst vorzusorgen, ineffizient niedrig. So spricht der Namensgeber Walter Riester davon, dass mit einer verpflichtenden Teilnahme 40 Millionen Geförderte hätten unterstützt werden können – und nicht nur die heutigen 16,5 Millionen Geförderten.⁵ Um das Samariter-Dilemma zu überwinden, muss der Staat indes keinen allgemein verpflichtenden, eigenen Fonds auflegen, sondern die Sparpflicht nur für diejenigen durchsetzen, die nicht aus anderen Quellen ein Mindestniveau an Alterseinkünften erreichen. Dabei geht es vor allem um Gruppen mit niedrigen Einkommen.

Fehlende Kenntnisse über Finanzmärkte und Anlageformen, eine mögliche Kreditbeschränkung sowie das Samariter-Dilemma sind plausible Gründe für effizienzsteigernde Eingriffe des Staates. Die genaue Art des jeweils erforderlichen Eingriffs ist jedoch sehr unterschiedlich. Im ersten Fall ist die Bereitstellung von Informationen nötig und die Bildungspolitik gefordert. Im zweiten Fall der Kreditrationierung könnte der Staat einen Kredit gewähren, der dann in einem regulierten, breit diversifizierten Portfolio angelegt wird, das vor dem Zugriff des Anlegers geschützt ist. Bei Renteneintritt würde das Portfolio aufgelöst und der Kredit zurückgezahlt; eine Sparpflicht wäre hier nicht nötig. Im dritten Fall des Samariter-Dilemmas ist die Sparpflicht das essentielle Element, während die Art der Anlage eine nachgeordnete Rol-

le spielt. Eine zwingende Notwendigkeit für flächendeckende Pflichtbeiträge zu einem staatlich verwalteten, kapitalgedeckten Fonds lässt sich durch die genannten Fehlstellungen mithin nicht begründen.

Da es nicht offensichtlich ist, welche Fehlstellung die Regierung primär adressieren will, geht diese Stellungnahme von dem politischen Willen zu einer Reform der Riester-Rente, der Etablierung einer kapitalgedeckten Rente in der breiten Bevölkerung aus, und konzentriert sich auf die mögliche Ausgestaltung. Unstrittig dürfte sein, dass bislang spezielle Gruppen mit Partikularinteressen eine effizientere Anlage von Mitteln an Kapitalmärkten verhindern. Die Unzufriedenheit mit der bestehenden Ausgestaltung der Riester-Rente reicht unter den potentiellen Nachfragern weit. Diese wird einhellig als zu kompliziert und intransparent beschrieben. Trotz einer substantiellen staatlichen Förderung fallen die Renditen für die Berechtigten sehr niedrig aus. Finanzdienstleistern und ihren Provisionen wird eine wesentliche Rolle an diesem Befund zugeschrieben. Die Komplexität und die geringe Rendite führen dazu, dass die ursprünglichen Erwartungen zur Anzahl der abgeschlossenen Verträge deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind.

Vor diesem Hintergrund beleuchtet der Beirat in dieser Stellungnahme Ansatzpunkte zur Stärkung der kapitalgedeckten Rente. Der Beirat hatte in einem früheren Gutachten argumentiert, dass eine Mischung aus Kapitaldeckungs- und Umlageverfahren die präferierte Option ist (Wissenschaftlicher Beirat beim BMF, 2004). Diese Stellungnahme baut auf der damaligen Schlussfolgerung auf. Sie betrachtet, wie das Element der Kapitaldeckung am effizientesten implementiert werden kann.

4 Homburg (2000) weist darauf hin, dass der verpflichtend zu entrichtende Betrag von denjenigen, die im Alter aufstockende Transfers vom Staat erwarten, als Steuer wahrgenommen werden könnte. Diese zusätzliche Belastung auf dem Faktor Arbeit könnte zu einem Anstieg in der Arbeitslosigkeit führen oder aber Anreize zum vorzeitigen Eintritt in den Ruhestand schaffen. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass auch die Beiträge zur Gesetzlichen Rentenversicherung als Steuer empfunden werden, wenn später die Rente vollständig mit der Grundsicherung im Alter verrechnet wird. Allerdings verschwindet der Fehlanreiz in einem optimal gestalteten Steuersystem (von Weizsäcker 2003).

5 Siehe Interview in der FAZ vom 7. Juli 2021

3. Orientierung in der gegenwärtigen Diskussion

Ausgestaltung einer kapitalgedeckten Alterssicherung

Die Erfahrungen mit der Riester-Rente zeigen, dass das Fehlen einer verpflichtenden Teilnahme dazu geführt hat, dass weniger als die Hälfte der in Frage kommenden Anleger tatsächlich einen Vertrag abgeschlossen haben. Kritiker einer verpflichtenden Teilnahme wenden ein, dass man Anleger nicht in einen Vertrag zwingen sollte, der am Ende eine deutlich schlechtere Entwicklung als alternative Anlageprodukte aufweist, in die Anleger freiwillig investieren könnten.

Bei einer Verpflichtung zur Teilnahme sollte also garantiert werden, dass die veranlagten Mittel nach den Grundsätzen und Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie investiert werden. Eine wichtige Determinante für die Mischung aus Risiko und Ertrag der veranlagten Mittel ist die Entscheidung darüber, ob die Beiträge der Anleger einer Beitragsgarantie unterliegen. Diese Garantie vonseiten der privaten Anbieter ist zentraler Bestandteil der Riester-Rente und umfasst die geleisteten Beiträge sowie die Zulage, sie gilt hingegen nicht für das schwedische Modell. Eine Beitragsgarantie schützt die Anleger vor den Schwankungen des Kapitalmarkts, insbesondere vor signifikanten Kursverlusten. Solche Kursverluste sind insbesondere dann problematisch, wenn sie sich kurz vor dem Eintritt in das Rentenalter ereignen. Man stelle sich als Beispiel einen Anleger vor, der bei Beginn der russischen Invasion in der Ukraine im Frühjahr 2022 in Rente gegangen wäre und im schwedischen Modell partizipiert hätte. In diesem Fall hätten die Ersparnisse durch die Kursrückgänge an den internationalen Kapitalmärkten deutliche Verluste erfahren – ausgerechnet zu dem Zeitpunkt, in

dem der Anleger die Ersparnisse benötigt. Eine Beitragsgarantie hätte diese Verluste auf den Umfang der zuvor erzielten Kursgewinne reduziert. Die eingezahlten Beiträge wären in jedem Fall geschützt gewesen. Auch wenn diese Beitragsgarantie auf den ersten Blick wünschenswert erscheinen mag, weist sie mehrere gravierende Nachteile auf. Der größte Nachteil liegt darin begründet, dass eine Beitragsgarantie Investitionen in renditeträchtige Anlageklassen deutlich erschwert und damit gerade in Zeiten anhaltender Niedrigzinsen Renditechancen auslässt.⁶ Zu dieser Erkenntnis passt die Beobachtung, dass bei den Riester-Renten in den letzten Monaten neben die zurückbleibende Nachfrage ein schwindendes Angebot tritt. Mehrere Finanzdienstleister haben angekündigt, keine weiteren Riester-Renten verkaufen zu wollen. Sie argumentieren, dass die vollständige Beitragsgarantie der Verträge in Zeiten anhaltender Niedrigzinsen einen immer größeren Anteil von Investitionen in renditeträchtige Anlageklassen wie etwa Aktien erfordert, was es zunehmend schwieriger macht, eine solche Garantie zu geben.

Das Eintreten für die Beitragsgarantie verkennt auch die langfristige Perspektive bei der Vermögensbildung für das Rentenalter. Hierbei handelt es sich um Investitionsphasen von mehreren Jahrzehnten, für die die empirische Kapitalmarktforschung für die Vergangenheit zwar mitunter große Schwankungen, aber fast durchgehend höhere Renditen bei Investitionen in Aktien über diejenigen in Staatsanleihen und andere Schuldverschreibungen

⁶ Eine Renditegarantie ist auch deshalb problematisch, weil sie sich auf nominale Werte bezieht. Bei Phasen hoher Inflation erhält der Sparer trotz der Garantie wesentlich weniger als die eingezahlte Kaufkraft heraus.

dokumentiert. Die Beitragsgarantie weist in der Extrapolation der Erfahrungen aus der Vergangenheit also erhebliche Opportunitätskosten auf, gerade über lange Zeiträume. Selbst in einem System ohne Beitragsgarantien wären Vorkehrungen denkbar, die die Risiken für die Anleger reduzieren könnten. So könnten ab einem bestimmten Zeitpunkt vor dem Eintritt in das Rentenalter, zum Beispiel fünf Jahre vorher, die Ersparnisse sukzessive in Staatsanleihen und Schuldverschreibungen umgeschichtet werden, um so die Kursrisiken beim Eintritt in das Rentenalter niedrig zu halten. Zudem könnten trotz einer weitreichenden Standardisierung der Anlageprodukte individuelle Präferenzen der Anleger bei der Konzeptionierung der Portfolios berücksichtigt werden, insbesondere bei der Allokation zwischen Anlageklassen mit verschiedenen Risiken. In Gesamtbetrachtung spricht sich daher der Beirat dafür aus, dass es bei einer verpflichtenden Teilnahme in der zukünftigen Ausgestaltung der kapitalgedeckten Rente keine Beitragsgarantie mehr geben soll.

Eine weitere, für die Ausgestaltung wichtige Frage ist, wie das angesparte Kapital mit dem Eintritt in das Rentenalter ausgezahlt werden sollte. Die Ersparnisse könnten mit dem Eintritt in das Rentenalter in einer Summe ausgezahlt werden, oder sie könnten den Anlegern in monatlichen Raten als Annuität zufließen. Eine Auszahlung als Gesamtsumme birgt zum einen das Risiko, dass das angesparte Vermögen unmittelbar nach Renteneintritt verkonsumiert oder verschenkt wird. Wenn die sonstigen Einkünfte gering sind, könnten staatliche Leistungen notwendig werden und erneut zum Samariter-Dilemma führen.

Zum anderen ist bei einer Auszahlung in einer Summe das Risiko der Langlebigkeit nicht versichert. Vorzusehen, dass die Versicherten individuell entscheiden können, ob ihr Kapital in Annuitäten umgewandelt wird, ist wegen des Problems adverser Selektion problematisch. Eine Umwand-

lung in eine Annuität ist vor allem für Menschen attraktiv, die eine hohe Lebenserwartung haben. Im Annuitätenmarkt ist das Problem der adversen Selektion empirisch gut dokumentiert (Finkelstein und Poterba 2002, Finkelstein und Poterba 2004, McCarthy und Mitchell (2010)). Käufer von Annuitätenversicherungen leben länger als Nicht-Käufer mit ähnlichen, beobachtbaren Charakteristiken; sie wählen auch höhere spätere Zahlungen (back-loading) und weniger Zahlungen im Todesfall an Hinterbliebene. Falls der oder die einzelne besser über die eigene Lebenserwartung informiert ist als die Versicherer, werden sich letztere bei der Kalkulation an Personen mit besonders hoher Lebenserwartung orientieren. Für einen großen Teil der Bevölkerung sind die Bedingungen für die Annuitäten unattraktiv. Dieses adverse Selektionsproblem spricht dafür, eine verpflichtende Umwandlung in Annuitäten bei Renteneintritt für alle vorzusehen.

Fortschritte in der Informationstechnologie könnten unter Umständen das adverse Selektionsproblem auf Dauer eliminieren. Wenn die Daten, die den Versicherungsunternehmen über die einzelne Person zur Verfügung stehen, eine gute Einschätzung der Lebenserwartung erlauben, besteht auch keine nennenswerte asymmetrische Information mehr. Dann könnte es jeder einzelnen Person überlassen bleiben, ob sie das angesparte Vermögen bei Renteneintritt in eine Annuität umwandelt.⁷ Die Politik muss sich bei einer solchen Ausgestaltung jedoch auch bewusst sein, dass sich bei gleichem angespartem Vermögen die Annuität zwischen Personen unterscheiden wird. Frauen bekämen beispielsweise wegen der im Durchschnitt höheren Lebenserwartung eine niedrigere Annuität als Männer.

Die Ausgestaltung der Auszahlung hat auch Implikationen für die Frage, ob die Bürgerinnen und Bürger neben dem

⁷ Im schwedischen Modell ist sowohl die Möglichkeit der Vererbung – in diesem Fall gegen einen Abschlag – als auch die Versicherung gegen das Langlebkeitsrisiko vorgesehen.

Pflichtbeitrag auch freiwillige, zusätzliche Einzahlungen in den Fonds (Topping up) leisten können. Wenn man wegen des Problems der adversen Selektion eine für alle einheitliche Annuitätenlösung wählt, kann man auch keine Zuzahlungen über das verpflichtende Maß hinaus gestatten. Denn sonst würden diejenigen mit besonders langer Lebensdauer besonders viel einzahlen und würden aus den Pflichtbeiträgen der Zahler mit kürzerer Lebenserwartung quersubventioniert. Das adverse Selektionsproblem würde über die Zusatzbeiträge durch die Hintertür wieder auftreten. Wird hingegen das angesparte Vermögen in einer Summe ausgezahlt, können die Bürgerinnen und Bürger nach Belieben zusätzliche Einzahlungen leisten. Zusätzliche Einzahlungen wären auch möglich, wenn sich das Problem der asymmetrischen Information durch hinreichend detaillierte individuelle Daten lösen lässt und die Politik eine Differenzierung der Annuitäten nach individuellen Lebenserwartungen zulässt.

Will der Staat mit der Fondslösung die Langlebigkeit absichern und sich selbst aus dem Samariter-Dilemma befreien, dann ist ein Pflichtbeitrag für alle sowie eine verpflichtende Umwandlung in Annuitäten die geeignete Lösung. Steht hingegen das Ziel des langfristigen Vermögensaufbaus in der Bevölkerung (z.B. wegen der genannten Kreditrationierung) im Vordergrund, kommt auch eine freiwillige Lösung, eine flexible Wahl der Beitragshöhe und eine Auszahlung des akkumulierten Vermögens bei Renteneintritt infrage. Teile dieses Vermögens könnten dann auch an die Hinterbliebenen vererbt werden.

Governance

Die Attraktivität eines standardisierten Anlageproduktes hängt wesentlich von der Ausgestaltung der Governance ab.⁸ Diese umfasst insbesondere die Fragen, wer die veranlagten Mittel verwaltet, wer an den Kapitalmärkten investiert und wie der Fonds institutionell abgesichert werden kann, so dass die angesparten Mittel nicht zweckentfremdet werden können. Ein Kapitalmarktfonds kann im Grundsatz sowohl von privaten Finanzdienstleistern als auch vom Staat angeboten werden. In Deutschland können Riester-Renten aktuell nur bei privaten Unternehmen abgeschlossen werden. In Schweden sind die Kapitalmarktfonds hingegen sowohl bei Unternehmen als auch beim Staat erhältlich. Der Vorteil eines staatlichen Fonds besteht darin, dass Sorgen zerstreut werden, Anleger würden bei der Anlage überverteilt oder wären von einem Zahlungsausfall betroffen. Umgekehrt besteht bei einem staatlichen Fonds das Risiko, dass dieser für vorsorgefremde politische Ziele instrumentalisiert wird. Damit würde das Risiko von Fehlinvestitionen steigen mit entsprechenden Vermögens- und Vertrauensverlusten bei den Anlegern. Diamond (1996) betont indes, dass eine staatlich betriebene Mittelanlage zu geringeren Kosten durch Skaleneffekte, ausbleibende Aufwendungen für Marketing und Vertrieb sowie eine Verhinderung von Marktmacht bei privaten Anbietern führen kann.

Grundsätzlich sind verschiedene Möglichkeiten der Ausgestaltung denkbar: Der Staat könnte ausschließlich private Anbieter mit der Vermögensverwaltung be-

8 Unter Governance wird hier ein System von Regeln und Organisation verstanden, das dazu dient, dass die angelegten Mittel bestmöglich im Interesse der Anleger angelegt und vor dem Einfluss von Partikularinteressen geschützt wird.

auftragen und diesen transparente Regeln setzen, innerhalb derer sie die Verwaltung durchführen könnten. Diese Regeln müssten eine Zertifizierung von Anlagen umfassen. Falls die kapitalgedeckte Rente auf die Grundsicherung im Alter angerechnet wird, hätten anderenfalls diejenigen, die erwarten, in die Grundsicherung zu fallen, einen Anreiz, besonders riskante Portfolios zu wählen. Denn nur mit den damit verbundenen möglichen hohen Gewinnen könnten sie eine Aussicht haben, mehr als die Grundsicherung im Alter zu erhalten (vgl. Sinn 1982). Der Staat könnte auch selbst als Vermögensverwalter auftreten, den Anlegern aber die Möglichkeit lassen, auf private Verwalter auszuweichen (opt out). Auch in diesem Fall müsste der Staat die privaten Anbieter regulieren und Informationen zum regulatorischen Rahmen zur Verfügung stellen, um der Bevölkerung eine informierte Entscheidung über Anlageoptionen zu ermöglichen. Schließlich könnte der Staat als alleiniger Anbieter auftreten, also keine privaten Anbieter zulassen. Der Beirat spricht sich dafür aus, dass die Verwaltung des Anlagevermögens, dem schwedischen Vorbild folgend, sowohl von einem staatlichen Anbieter als auch von regulierten, privaten Anbietern durchgeführt werden sollte (opt out). Gleichzeitig betont der Beirat, dass der Verfolgung politischer Interessen bei der Gestaltung des Portfolios enge Grenzen gesetzt sein müssen.⁹ Die politische Unabhängigkeit eines staatlichen Anlageverwalters muss sichergestellt werden, zum Beispiel durch eine verfassungsrechtlich garantierte Unabhängigkeit vergleichbar zur Bundesbank. Im Zentrum muss das Interesse der Anleger an einem verlässlichen Vermögensaufbau stehen (Unabhängigkeit der staatlichen Vermögensverwaltung).

In diesem Zusammenhang ist die Frage des Vertrauens von besonderer Bedeutung. Dies betrifft zum einen den Umgang mit

den existierenden 16,5 Millionen Verträgen der Riester-Rente. Bestehende Zusagen dürfen durch eine Neuregelung nicht tangiert werden. Zum anderen setzt die Überwindung der im internationalen Vergleich zurückhaltenden Partizipation der Bevölkerung in Deutschland an Kapitalmärkten voraus, dass es einen hohen Grad von Vertrauen in die neu angebotenen Fonds und in die Funktionsweise der Kapitalmärkte geben muss. Dies stellt hohe Anforderungen an die mit der Vermögensverwaltung beauftragte Institution. Unabhängig von der institutionellen Ausgestaltung des Fonds selbst müsste gewährleistet sein, dass Kapitalmärkte und Aufsicht in Deutschland weiter gestärkt werden, um die Mittel effizient und mit langfristig attraktiven Renditechancen anlegen zu können. Die negativen Erfahrungen aus dem Platzen der Dotcom-Blase zu Beginn des neuen Jahrtausends¹⁰, mit dubiosen Anbietern in Graubereichen des Kapitalmarktes und mit dem Wirecard-Fall zeigen die dauerhafte Bedeutung guter Kapitalmarktregulierung.

Finanzierung, staatliche Förderung und Staatsverschuldung

Vielfach wird auch gefordert, das Programm zum Vermögensaufbau durch staatliche Zuschüsse zu fördern. Durch eine Schuldenfinanzierung könnte der Vermögensaufbau deutlich beschleunigt werden (siehe z.B. Fuest et al. 2019). Deutsche Staatsanleihen erfreuen sich großer Beliebtheit bei in- und ausländischen Investoren. Diese sind bereit, geringe oder sogar negative Renditen in Kauf zu nehmen, um die mit deutschen Staatsanleihen verbundenen Vorteile einer liquiden und sicheren Anlage in Anspruch nehmen zu können. Der deutsche Staat könnte bei Erwartung langfristig tragfähiger staatlicher Finanzen

9 Die schließt selbstverständlich nicht aus, dass sich der Fonds transparent formulierte Grundsätze ethisch akzeptabler Investitionen gibt.

10 Die Idee, die Privatisierung der Telekom zu nutzen, um die Deutschen an Aktien zu gewöhnen, war von Anfang an zum Scheitern verurteilt. Schließlich verstieß die Politik gegen die Maßgabe, niemals „alle Eier in einen Korb zu legen“.

Staatsanleihen emittieren, ohne die Finanzierungslasten durch Zinsen in absehbarer Zeit wesentlich zu steigern. Während die Finanzierungskosten durch den derzeit sehr niedrigen Zinssatz auf staatliche Schuldtitel bestimmt sind, entspricht der erwartete Ertrag der Anlagen des Staatsfonds der höheren Rendite privater Investitionen. Volkswirtschaftlich gesehen reflektiert die daraus resultierende Möglichkeit zur Erzielung einer Rendite durch den Staatsfonds die Imperfektionen des Kapitalmarktes, zum Beispiel in der Form von Liquiditätsprämien für Staatsanleihen und anderen mit Staatsanleihen verbundenen Vorteilen, wie die regulatorische Sonderbehandlung von Staatsanleihen. Im Ergebnis liegt die Grenzproduktivität des in der Volkswirtschaft eingesetzten Kapitals auch im Kapitalmarktgleichgewicht über dem Zinssatz auf Staatsanleihen. Eine ausführliche Diskussion der makroökonomischen Evidenz findet sich im Einschub. Eine deutliche Ausweitung der Staatsverschuldung dürfte diese Renditedifferenz zwar verringern, gleichwohl besteht die Möglichkeit, durch staatliche Verschuldung eine Anschubfinanzierung für private Altersvorsorgekonten in Deutschland zu leisten, die das private Vermögen über die staatliche Verschuldung hinaus vergrößert.

Eine Möglichkeit, diese Renditedifferenz auszunutzen, besteht darin, Altersvorsorgekonten für jeden Erwerbstätigen einzurichten. Diese Konten werden durch eine einmalige staatliche Einlage bei Eintritt in die Erwerbstätigkeit und durch laufende Eigenbeiträge während des Erwerbslebens befüllt. Über einen langfristigen Investitionshorizont bis zum Eintritt in das Rentenalter können dann die Möglichkeiten einer breit diversifizierten Anlage im Kapitalmarkt genutzt werden. Beim Renteneintritt würde die zu Beginn des Erwerbslebens bereitgestellte staatliche Finanzierung zurückgezahlt. Die Differenz zwischen den über die Jahrzehnte erzielten Erträgen aus dem Kapitalmarkt und

dem Zinsdienst für die hier ausgegebenen Staatsanleihen verbliebe neben den eigenen Beiträgen als Vermögensbestand und könnte für eine Erhöhung der Altersbezüge genutzt werden.

Falls die Politik wegen der anstehenden Verschiebung zwischen Beitragszahlern und Rentenempfängern in der gesetzlichen Rentenversicherung frühere Auszahlungen aus der neuen kapitalgedeckten Säule erreichen möchte, könnte die Staatsverschuldung auch für die heute Erwerbstätigen genutzt werden. Der Staat könnte den bereits Erwerbstätigen einen schuldenfinanzierten Kapitalstock zur Verfügung stellen, der die Beitragszahlungen zwischen dem Eintritt in das Erwerbsleben und der Einführung der Altersvorsorgekonten abdeckt; vom jeweiligen Anspruchsberechtigtem, wären dann nur die Beitragszahlungen zwischen der Einführung eines solchen Modells und dem Eintritt in das Rentenalter zu entrichten. Die schuldenfinanzierte Anschubfinanzierung müsste dann bei Renteneintritt zurückgezahlt werden; die Erträge aus der Differenz zwischen Kapitalmarktrendite und Zinsen auf die Staatsanleihen verbliebe bei den geförderten Erwerbstätigen.

Bei alternativen Ansätzen würde das Altersvorsorgekonto schon bei Geburt oder sukzessiv von Geburt bis zum Erreichen der Volljährigkeit eingerichtet. Gegenüber der Riester-Rente würde damit der Kreis der Begünstigten insofern erweitert, als alle Bürger und nicht nur die Pflichtversicherten in der gesetzlichen Rente unmittelbar begünstigt wären. Zugleich wäre der Kreis der Begünstigten aber enger, weil zugewanderte Erwerbstätige nicht berücksichtigt würden. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Freizügigkeit in Europa ergeben sich bei dieser Ausgestaltung daher besondere Abgrenzungsfragen. Zudem ist zu beachten, dass sich bei einer am Bürger anknüpfenden Ausgestaltung andere Migrationsanreize ergeben als bei einer an der Erwerbstätigkeit ausgerichteten Konstruktion.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre eine Verschuldung zum Erwerb von Wertpapieren anders und weniger kritisch als die reguläre Staatsverschuldung zu betrachten. Es müsste sichergestellt sein, dass diese Art der Verschuldung nicht für andere politische Zwecke und als Aushebelung bestehender Schuldenregeln missbraucht werden könnte, sondern allein für das Ziel des Vermögensaufbaus der Bürgerinnen und Bürger im Alter genutzt würde.

Beispielrechnungen zur Quantifizierung möglicher Effekte hängen maßgeblich von den Annahmen zu kritischen volkswirtschaftlichen Größen ab. Wenn man zum Beispiel eine Staatsverschuldung von 35% des Bruttoinlandsprodukts für die Vermögensbildung, eine über den Zeitablauf konstante Renditedifferenz von 2,5 Prozentpunkten zwischen den Kosten für die Staatsanleihen und den Renditen für den am Kapitalmarkt investierten Fonds sowie ein nominales Wachstum von 2,6% annimmt, dann kann der Fonds langfristig, d.h. über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten, ein Vermögen von etwa 75% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts aufbauen. Bei einer Renditedifferenz von ca. 3 Prozentpunkten würde das Anlagevolumen des Fonds sogar auf knapp 90% des Bruttoinlandsprodukts anwachsen. In diesem Fall würde die Altersrente um 275 Euro oder 18% höher ausfallen als in der bisherigen Alterssicherung, bei einer Renditedifferenz von zwei Prozentpunkten wäre es immerhin noch eine Erhöhung um 120 Euro oder 8%.¹¹

Bei Nutzung staatlicher Verschuldung zum Aufbau eines Vermögensbestands sind im Rahmen der Fiskalregeln enge Vorgaben zu beachten. Im Rahmen der Schuldenbremse muss sichergestellt sein, dass aus haushalterischer Perspektive eine finanzielle Transaktion vorliegt. Der Verschuldung müsste also ein Erwerb von Vermögensansprüchen gegenüber-

stehen; sie kann nicht zur Finanzierung von Auszahlungen herangezogen werden. Allerdings sind die Grenzen für die Verschuldung im Rahmen der europäischen Fiskalregeln zu beachten, bei denen eine derartige Verschuldung als Teil finanzieller Transaktionen Berücksichtigung findet. Aufgrund der erheblichen Ausweitung der öffentlichen Verschuldung seit dem Jahr 2020 dürften die Spielräume indes zuletzt deutlich gesunken sein.

Die genannten Punkte zeigen die großen Chancen, die mit einer umfassenden Reform der Riester-Rente verbunden sind. Diese Reform könnte mit einer schuldenfinanzierten staatlichen Förderung sogar deutlich über das schwedische Modell hinausgehen. Die Diskussion zeigt aber auch, dass gerade die Schuldenfinanzierung weitreichende Fragen aufwirft und über einige der makroökonomischen Risiken noch kein wissenschaftlicher Konsens besteht. Die Möglichkeiten für die Einrichtung eines staatlichen Fonds und die damit verbundenen Risiken sollten sorgfältig abgewogen werden, bevor eine Entscheidung getroffen wird.

11 Der Beirat dankt dem Kollegen Christian Bayer von der Universität Bonn für die Berechnungen und deren bereitwillige Überlassung.

Einschub: Makroökonomische Erkenntnisse zur Staatsverschuldung

In vielen Volkswirtschaften ist der Zins auf Staatsanleihen niedriger als die Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes bei gleichzeitig hohen privaten Kapitalrenditen (Blanchard, 2019; Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick, & Taylor, 2019; Mehrotra & Sergeyev, 2021; Reis, 2021).¹² Aktuelle makroökonomische Studien betonen die Rolle von Staatsanleihen als liquide und sichere Anlageform, um diese empirische Beobachtung ökonomisch zu erklären und die resultierenden Implikationen für die Staatsverschuldung zu diskutieren.¹³

Die Tragfähigkeit der Staatsschulden wird wesentlich durch das Verhältnis von Zins und Wirtschaftswachstum bestimmt (Blanchard, 2019). Reis (2021) argumentiert, dass darüber hinaus die Grenzproduktivität des Kapitals eine maßgebliche Rolle spielt. Die Differenz zwischen der Grenzproduktivität des Kapitals und dem Zins generiert eine sogenannte „Bubble-Prämie“, die die staatliche Budgetrestriktion lockert und ein Defizit finanzieren kann. Im Rahmen eines neoklassischen Wachstumsmodells zeigt Reis (2021), dass die Bubble-Prämie aufgrund von unvollständigen Finanzmärkten entsteht. Da Unternehmen in ihrer Kreditaufnahme beschränkt sind und nicht ausreichend in ihre Produktionstechnologie investieren können, entsteht eine Fehlallokation von Kapital, die im Gleichgewicht dazu führt, dass die Grenzproduktivität des Kapitals die Wachstumsrate der Produktion übersteigt.

12 Ein Erklärungsansatz liegt im sogenannten Equity Premium Puzzle von Mehra und Prescott (1985). Danach liegt die Renditedifferenz zwischen risikobehafteten Wertpapieren wie Aktien und der Annahme nach risikofreien Wertpapieren wie Staatsanleihen höher, als diese unter gängigen Annahmen zur Risikoaversion für die Vergütung des Risikos ausfallen sollte. In der weiteren Argumentation für einen mit staatlicher Verschuldung betriebenen Kapitalaufbau spielt dieser Erklärungsansatz eine nachgelagerte Bedeutung.

13 Die im Folgenden beschriebenen Studien sind Teil einer umfangreichen Literatur und bauen u.a. auf Woodford (1990), Aiyagari und McGrattan (1998) und Holmström und Tirole (1998) auf. Ältere Literaturbeiträge, die die fiskalpolitischen Implikationen des Zins-Wachstums-Differentials untersuchen, sind u.a. Diamond (1965), Tirole (1985), Ball, Elmendorf und Mankiw (1998) und Wigger (2009).

Während private Investitionen mit Risiko behaftet sind, bieten Staatsanleihen einen sicheren Hafen und zusätzliche Liquidität. Die Prämien für Sicherheit und Liquidität implizieren, dass im Gleichgewicht der Zins auf Staatsanleihen niedriger als die Grenzproduktivität des Kapitals ist.¹⁴

Reis (2021) betont, dass die Höhe der Bubble-Prämie von der Geld- und Fiskalpolitik sowie dem Ausmaß der Finanzmarktfriktion abhängt. In diesem Zusammenhang weisen Angeletos, Collard und Dellas (2021) auf einen Zielkonflikt der Fiskalpolitik hin: Einerseits bieten Staatsanleihen Liquidität und Sicherheit und mindern damit die Unvollkommenheiten der Finanzmärkte, doch andererseits reduziert ein erhöhtes Angebot an Staatsanleihen die Liquiditätsprämie und steigert die Kosten der staatlichen Kreditaufnahme. Aguiar, Amador und Arellano (2021) argumentieren, dass der Staat mit Hilfe der Fiskalpolitik Pareto-Verbesserungen erreichen kann, wenn der Zins unterhalb der Wirtschaftswachstumsrate liegt, doch muss berücksichtigt werden, dass eine Erhöhung der Staatsverschuldung über steigende Zinsen private Investitionen verdrängen und Löhne wie Gewinne senken kann.

Bayer, Born und Lueticke (2021) unterscheiden in einem Neu-Keynesianischen Modell mit heterogenen Agenten und unvollständigen Finanzmärkten explizit zwischen Staatsanleihen als liquide und Sachkapital als illiquide Anlageform. Wenn der Staat zusätzliche Schulden aufnimmt, werden private Investitionen in Sachkapital nur begrenzt verdrängt, da liquide und illiquide Anlageformen nicht voll substituierbar sind. Aufgrund des höheren Angebots an liquiden Staatsanleihen sinkt jedoch im Gleichgewicht die Differenz zwischen dem Ertrag auf illiquiden und liquiden Anlageformen, so dass die fiskalischen Kosten der staatlichen Verschuldung steigen. Bayer et al. (2021) zeigen, dass, wenn das Angebot an Staatsanleihen knapp ist und der Zins unterhalb der

14 Weitere Studien, die das Entstehen von Bubble-Prämien auf Staatsanleihen analysieren, sind u.a. Brunnermeier, Merkel und Sannikov (2022), Kocherlakota (2021) und Brunnermeier, Merkel und Sannikov (2021).

Wirtschaftswachstumsrate liegt, die fiskalischen Kosten der staatlichen Verschuldung negativ sein können und der Staat durch die Aufnahme weiterer Schulden eine „Liquiditätssteuer“ einnehmen kann, die für die Finanzierung öffentlicher Ausgaben verwendet werden kann.¹⁵

Auch Mian, Straub und Sufi (2021) argumentieren, dass Staatsschulden einerseits fiskalische Kosten generieren, wenn sie zu hoch sind und der Zins die Wirtschaftswachstumsrate übersteigt. Andererseits gefährden zu niedrige Staatsschulden jedoch das Wirtschaftswachstum, wenn der Nominalzinssatz die Untergrenze von Null erreicht. Im Rahmen eines makroökonomischen Modells mit nominalen Rigiditäten leiten Mian et al. (2021) den Bereich für die Staatsverschuldung her, in dem ein permanentes staatliches Defizit finanziert werden kann. Maßgeblich für diesen Bereich ist nicht nur die Differenz zwischen dem Zins und der Wirtschaftswachstumsrate, sondern auch die Elastizität des Zinssatzes auf Änderungen

in der Staatsverschuldung. Elenev, Landvoigt, Shultz und van Nieuwerburgh (2021) analysieren den Einfluss unkonventioneller Geldpolitik auf die Tragfähigkeit der Staatsschulden und argumentieren im Rahmen eines Neu-Keynesianischen Modells, dass die quantitative Lockerung den fiskalischen Spielraum erhöht.

Die oben beschriebenen Studien zeigen Konstellationen, unter denen durch Staatsverschuldung vorteilhafte Effekte generiert werden können, ohne die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gefährden. Die Studien liefern wichtige Erkenntnisse für die akademische Forschung und die praktische Politik. Die quantitative Größenordnung der beschriebenen Mechanismen unterliegt jedoch erheblichen Unsicherheiten und makroökonomischen Risiken, sodass sich aufgrund der vorliegenden Studien nicht abschließend beurteilen lässt, ob man der deutschen Politik eine massive Ausweitung der Staatsverschuldung zum Aufbau einer großangelegten, kapitalgedeckten Rente empfehlen kann.

15 Wie in Brunnermeier et al. (2022) folgen die Einnahmen aus dieser Liquiditätssteuer dem Verlauf einer Laffer-Kurve.

4. Schlussfolgerung

Der Beirat ermutigt die Politik, die anstehenden Gespräche zur Reform der Altersvorsorge als Chance für langfristige Weichenstellungen in Deutschland wahrzunehmen. Die sozialen Alterssicherungssysteme müssen zukunftssicher gestaltet werden, was durch den Vermögensaufbau der Bürgerinnen und Bürger über den Kapitalmarkt erheblich erleichtert wird. Die Möglichkeit einer langfristig orientierten und breit diversifizierten Anlage in die Kapitalmärkte bieten zusätzliche Möglichkeiten der Alterssicherung. Bei geeigneter Ausgestaltung und guter Governance lässt sich beispielsweise mit einer verpflichtenden Einzahlung in einen Fonds der Druck, die Rentenformel zur Lösung des Samariter-Dilemmas immer wieder aufzuweichen, mindern und der Aufbau privaten Vermögens befördern. Kursrisiken lassen sich durch geeignete Umschichtung des Portfolios rechtzeitig vor Renteneintritt abmildern. Der Beirat empfiehlt daher die folgenden konkreten Punkte:

- 1) Es gibt gute Gründe, das gegenwärtige System der freiwilligen Riester-Rente zu reformieren und in Richtung eines verpflichtenden Beitrags zu einem kapitalgedeckten System zu entwickeln.
- 2) Der Staat kann dazu ein breit gestreutes Anlageprodukt anbieten, das in seinen Anlagen den Grundsätzen der modernen Portfoliotheorie folgt. Diese Grundsätze beinhalten vor allem einen Schutz gegenüber politischem Einfluss, zum Beispiel durch die Schaffung oder Nutzung einer entsprechend abgesicherten Institution.
- 3) Es sollte die Möglichkeit des Opt-out in eine begrenzte Zahl von zertifizierten, ähnlich breit gestreuten Anlageprodukten geben, die transparent ihre Gebühren ausweisen.
- 4) Der über die Anlagedauer akkumulierte Wert des Vermögensbestands sollte wegen des Samariter-Dilemmas bei Eintritt in den Ruhestand verrentet werden.
- 5) Falls die Annuitäten in Abhängigkeit von der individuellen Lebenserwartung differenziert werden können, sind freiwillige Zusatzbeiträge in den Fonds möglich (topping up). Wenn die Beitragszahler jedoch über deutlich bessere Einschätzungen der eigenen Lebenserwartung verfügen als die verrentende Gesellschaft oder wenn eine Differenzierung der Annuitäten (z.B. zwischen Männern und Frauen) politisch nicht erwünscht ist, muss auf freiwillige Zusatzbeiträge verzichtet werden.
- 6) Zu prüfen ist, ob das kapitalgedeckte System durch eine mit den Fiskalregeln kompatible öffentliche Schuldenfinanzierung ausgebaut werden sollte. Aus Sicht des Beirats hat sich in der wissenschaftlichen Debatte noch kein abschließender Konsens herausgebildet, um eine klare Empfehlung zugunsten einer schuldenfinanzierten Rentenkomponente abzugeben.

Literatur

- Aguiar, M. A., Amador, M., & Arellano, C. (2021). Micro Risks and Pareto Improving Policies with Low Interest Rates. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 28996.
- Aiyagari, S. R., & McGrattan, E. R. (1998). The Optimum Quantity of Debt. *Journal of Monetary Economics*, 42(3), 447-469.
- Angeletos, G. M., Collard, F., & Dellas, H. (2021). Public Debt as Private Liquidity: Optimal Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 22794.
- Bach, L., Calvet, L. E., & Sodini, P. (2020). Rich Pickings? Risk, Return, and Skill in Household Wealth. *American Economic Review*, 110(9), 2703-2747.
- Ball, L., Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (1998). The Deficit Gamble. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(4), 699-720.
- Bayer, C., Born, B., & Luetticke, R. (2021). The Liquidity Channel of Fiscal Policy. *CEPR Discussion Paper*, 14883.
- Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.
- Börsch-Supan, A. & Rausch J. (2018). Die Kosten der doppelten Haltelinie. *ifo Schnelldienst*, 9/2018, 23-30.
- Bruhn, M., Lara Ibarra G., & McKenzie, D. (2014). The Minimal Impact of a Large-scale Financial Education Program in Mexico City. *Journal of Development Economics*, 108, 184-189.
- Brunnermeier, M. K., Merkel, S. A., & Sannikov, Y. (2021). The Fiscal Theory of the Prive Level with a Bubble. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 27116.
- Brunnermeier, M. K., Merkel, S. A., & Sannikov, Y. (2022). Debt as Safe Asset. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 29626.
- Buettner, T., & Werding, M. (2021). Optionen zur Stabilisierung der Einnahmesituation der Sozialversicherungen. *WIP Kurzanalyse, Berlin, im Erscheinen*.
- Carpenter, F., Cole S., Shapiro, J., & Zia, B. (2019). The ABCs of Financial Education: Experimental Evidence on Attitudes, Behavior, and Cognitive Biases. *Management Science*, 65(1), 346-369.
- Collins, J. M., & Urban, C. (2016). The Role of Information on Retirement Planning: Evidence From a Field Study. *Economic Inquiry*, 54(4), 1860-1872.
- Diamond, P. A. (1965). National Debt in a Neoclassical Growth Model. *The American Economic Review*, 55(5), 1126-1150.

- Diamond, P. A (1996). Proposals to Restructure Social Security. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(3), 67–88.
- Dolls, M., Doerrenberg, P., Peichl, A., & Stichnot, H. (2017). Do Retirement Savings Increase in Response to Information About Retirement and Expected Pensions? *Journal of Public Economics*, 158, 168-179.
- Drexler, A., Fischer, G., & Schoar, A. (2014). Keeping It Simple: Financial Literacy and Rules of Thumb. *American Economic Journal: Applied Economics*, 6 (2), 1-31.
- Elenev, V., Landvoigt, T., Shultz, P. J., & van Nieuwerburgh, S. (2021). Can Monetary Policy Create Fiscal Capacity? *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 29129.
- Fagareng, A., Guiso, L., Malacrino, D., & Pistaferri, L. (2020). Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth, *Econometrica*, 88(1), 115–170.
- Finkelstein, A., & Poterba, J. (2004). Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from the U.K. Annuity Market. *Journal of Political Economy*, 112(1), 183–208.
- Finkelstein, A., & Poterba, J. (2002). Selection Effects in the United Kingdom Individual Annuities Market. *The Economic Journal*, 112(476), 28–50.
- Fuest, C., Hainz, C., Meier, V., & Werding, M. (2019). Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds. *ifo Institut, München*.
- Heinberg, A., Hung, A., Kapteyn, A., Lusardi, A., Samek, A. S., & Yoong, J. (2014). Five Steps to Planning Success: Experimental Evidence From Us Households. *Oxford Review of Economic Policy*, 30(4), 697-724.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1998). Private and Public Supply of Liquidity. *Journal of Political Economy*, 106(1), 1-40.
- Homburg, S. (2000). Compulsory Savings in the Welfare State. *Journal of Public Economics*, 77(2000), 233–239.
- Jordà, Ò., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2019). The Rate of Return on Everything, 1870–2015*. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225-1298.
- Knabe, A., & Weimann, J. (2017). Die Deutschlandrente: Ein Konzept zur Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge. *ifo Schnelldienst*, 18 / 2017.
- Kocherlakota, N. R. (2021). Public Debt Bubbles in Heterogeneous Agent Models with Tail risk. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 29138.
- McCarthy, D., & Mitchell, O. S. (2010). International Adverse Selection in Life Insurance and Annuities. In: *Tuljapurkar, S., Ogawa, N. & Gauthier, A. (Hrsg.), Riding the Age Wave: Responses to Aging in Advanced Industrial States. Elsevier. New York: Springer: 119-135.*
- Mehra, R., & Prescott, E. C. (1985). The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15, 145–161.

-
- Mehrotra, N. R., & Sergeyev, D. (2021). Debt Sustainability in a Low Interest Rate World. *Journal of Monetary Economics*, 124, 1-18.
- Mian, A., Straub, L., & Sufi, A. (2021). A Goldilocks Theory of Fiscal Policy. *Manuskript, Princeton University*.
- Ragnitz, J., Rösel, F., Thum, M., & Werding, M. (2021). Rentenpolitik im Schatten der Babyboomer. *Gutachten im Auftrag der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit, Potsdam*.
- Reis, R. (2021). The Constraint on Public Debt when $r < g$ but $g < m$. *CEPR Discussion Paper*, 15950.
- Sinn, H. W. (1982). Kinked Utility and the Demand for Human Wealth and Liability Insurance. *European Economic Review*, 17, 149-162.
- Tirole, J. (1985). Asset Bubbles and Overlapping Generations. *Econometrica*, 53(6), 1499-1528.
- Xavier, I. (2021). Wealth Inequality in the US: the Role of Heterogeneous Returns. *Working Paper*.
- von Weizsäcker, J. (2003). The Hayek Pension: An efficient minimum pension to complement the welfare state. *CESifo Working Paper*, 1064.
- Wigger, B. U. (2009). A Note on Public Debt, Tax-exempt Bonds, and Ponzi Games. *Journal of Macroeconomics*, 31(3), 492-499.
- Wissenschaftlicher Beirat beim BMF (2004), Nachhaltige Finanzierung der Renten- und Krankenversicherung vom Juli 2004.
- Woodford, M. (1990). Public Debt as Private Liquidity. *The American Economic Review*, 80(2), 382-388.

Verzeichnis der Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen

| | |
|---|-------------------|
| Prof. Marcel Thum (Vorsitzender) | Dresden |
| Prof. Jörg Rocholl (Stellv. Vorsitzender) | Berlin |
| Prof. Klaus Adam | Mannheim |
| Prof. Thiess Büttner | Nürnberg-Erlangen |
| Prof. Lars P. Feld | Freiburg/Br. |
| Prof. Lutz Fischer | Hamburg |
| Prof. Clemens Fuest | München |
| Prof. Klaus-Dirk Henke | Berlin |
| Prof. Joachim Hennrichs | Köln |
| Prof. Johanna Hey | Köln |
| Prof. Bernd Friedrich Huber | München |
| Prof. Martin Jacob | Vallendar |
| Prof. Wolfgang Kitterer | Köln |
| Prof. Kai A. Konrad | München |
| Prof. Jan Pieter Krahen | Frankfurt/M. |
| Prof. Dominika Langenmayr | Ingolstadt |
| Prof. Andreas Peichl | München |
| Prof. Helga Pollak | Göttingen |
| Prof. Wolfram F. Richter | Dortmund |
| Prof. Nadine Riedel | Münster |
| Prof. Almuth Scholl | Konstanz |
| Prof. Ronnie Schöb | Berlin |
| Prof. Ulrich Schreiber | Mannheim |
| Prof. Christoph Spengel | Mannheim |
| Prof. Klaus Stern | Köln |
| Prof. Christoph Trebesch | Kiel |
| Prof. Christian Waldhoff | Berlin |
| Prof. Alfons Weichenrieder | Frankfurt/M |
| Prof. Dietmar Wellisch | Hamburg |
| Prof. Volker Wieland | Frankfurt/M. |
| Prof. Berthold Wigger | Karlsruhe |
| Prof. Horst Zimmermann | Marburg/Lahn |

Stand: 12.04.2022

Impressum

Herausgeber

Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97, 10117 Berlin

Stand

August 2022

Redaktion

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen

Weitere Informationen im Internet unter

www.bundesfinanzministerium.de
www.bundesfinanzministerium.de/wissenschaftlicher-beirat

