

No. 605

Volker Brühl

Plädoyer für einen „Rentenfonds Deutschland“

– warum ein kapitalgedeckter Investitionsfonds
ein wichtiger Beitrag zu mehr
Generationengerechtigkeit sein könnte

The CFS Working Paper Series

presents ongoing research on selected topics in the fields of money, banking and finance. The papers are circulated to encourage discussion and comment. Any opinions expressed in CFS Working Papers are those of the author(s) and not of the CFS.

The Center for Financial Studies, located in Goethe University Frankfurt's House of Finance, conducts independent and internationally oriented research in important areas of Finance. It serves as a forum for dialogue between academia, policy-making institutions and the financial industry. It offers a platform for top-level fundamental research as well as applied research relevant for the financial sector in Europe. CFS is funded by the non-profit-organization Gesellschaft für Kapitalmarktforschung e.V. (GfK). Established in 1967 and closely affiliated with the University of Frankfurt, it provides a strong link between the financial community and academia. GfK members comprise major players in Germany's financial industry. The funding institutions do not give prior review to CFS publications, nor do they necessarily share the views expressed therein.

Proposal of a “Pension Fund Germany” – why a capital-backed investment fund could make an important contribution to greater intergenerational equity

Volker Brühl*

October 24, 2018

Abstract:

The German government has recently adopted a reform package for the statutory pension insurance scheme to ensure that the pension level will not fall below 48% and that the contribution rate will not exceed 20% up to 2025. In addition, there are planned improvements in maternal pensions, pensions for people with reduced earnings capacity and relief for low-income earners. The total extra cost of these measures is estimated at approximately EUR 32bn, to be financed by funds of the statutory pension system and by increased federal subsidies. It is currently unclear how the German pay-as-you-go pension system will be reformed for the period after 2025. The author suggests establishing a “Pension Fund Germany” as a capital-backed fund with a highly diversified investment portfolio. A German sovereign wealth fund of this kind could make an important contribution to greater intergenerational equity. Financing could be provided by, for example, retaining part of the solidarity surcharge on German income tax rather than abolishing it entirely, as is currently envisaged.

JEL Classification: H54, H55

Plädoyer für einen „Rentenfonds Deutschland“

– warum ein kapitalgedeckter Investitionsfonds ein wichtiger Beitrag zu mehr Generationengerechtigkeit sein könnte

Volker Brühl

Die Stabilität der Rente ist angesichts des anhaltenden demografischen Wandels ein Dauerthema, das auch die gegenwärtige Bundesregierung beschäftigt. Am 28. August hat nun die Bundesregierung die Eckpunkte für ein neues Rentenpaket (RV-Leistungsverbesserungs- und Stabilisierungsgesetz) beschlossen. Dazu gehören:

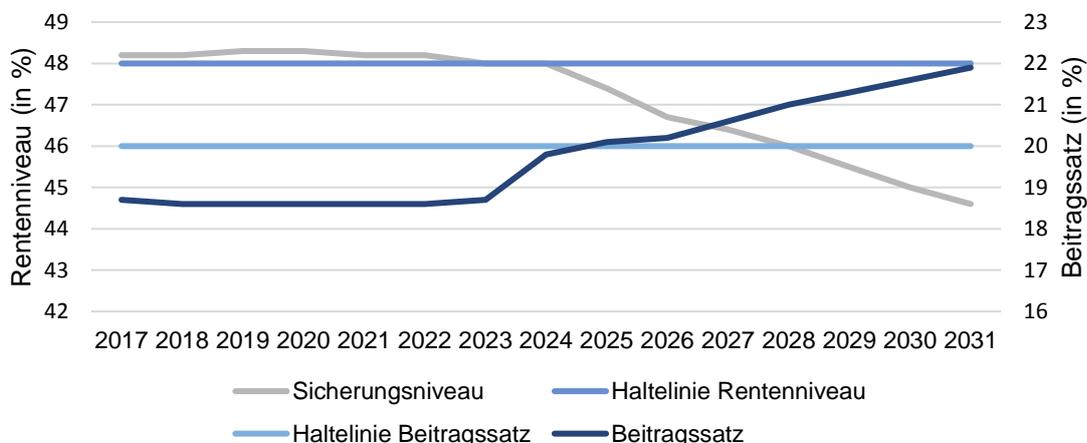
- Stabiles Rentenniveau (verstanden als Netto-Standardrentenniveau vor Steuern) in Höhe von 48% bis 2025.
- Stabile Beiträge durch Obergrenze des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung in Höhe von 20%
- Verbesserungen bei der Mütter- und Erwerbsminderungsrente

Zudem sollen Geringverdiener bei den Sozialbeiträgen entlastet werden. Die damit verbundenen Zusatzkosten für die Allgemeine Rentenversicherung werden auf ca. EUR 32 Mrd. bis 2025 geschätzt.

Finanziert werden soll die "doppelte Haltelinie" nicht nur aus Beitragsmitteln. Ab 2022 bis 2025 soll der Bundeszuschuss um 500 Millionen Euro pro Jahr erhöht werden. Darüber hinaus sollen ab 2021 bis 2024 jährlich zwei Milliarden Euro Steuergelder in einen Demografiefonds fließen. Das Geld soll dann genutzt werden, wenn die Haltelinie zu reißen droht. Tatsächlich vermittelt ein Blick in den jährlich von der Bundesregierung veröffentlichten Rentenbericht keinen Grund zu Optimismus.

Nach § 154 Abs. 1 und Abs. 3 SGB VI decken die Berechnungen des Rentenversicherungsberichts die künftigen 15 Kalenderjahre ab. Für den Zeitraum bis zum Jahr 2031 werden unterschiedliche Entgelt- und Beschäftigungsannahmen den jeweiligen Modellrechnungen zugrunde gelegt, um mögliche Auswirkungen auf das Rentenversicherungssystem abschätzen zu können. Insgesamt werden neun Szenarien durchgerechnet, die sich aus der Kombination von drei Entgeltvarianten mit drei Beschäftigungsvarianten ergeben.¹ Legt man das mittlere Szenario zugrunde, so zeigt sich, dass schon vor Verabschiedung des Rentenpaketes nach den derzeitigen Hochrechnungen der Bundesregierung ohne zusätzliche Maßnahmen ein Bruch beider Haltelinien im Jahr 2025 droht (Abbildung 1).

Abbildung 1: Entwicklung Beitragssatz und Rentenniveau 2017 bis 2031



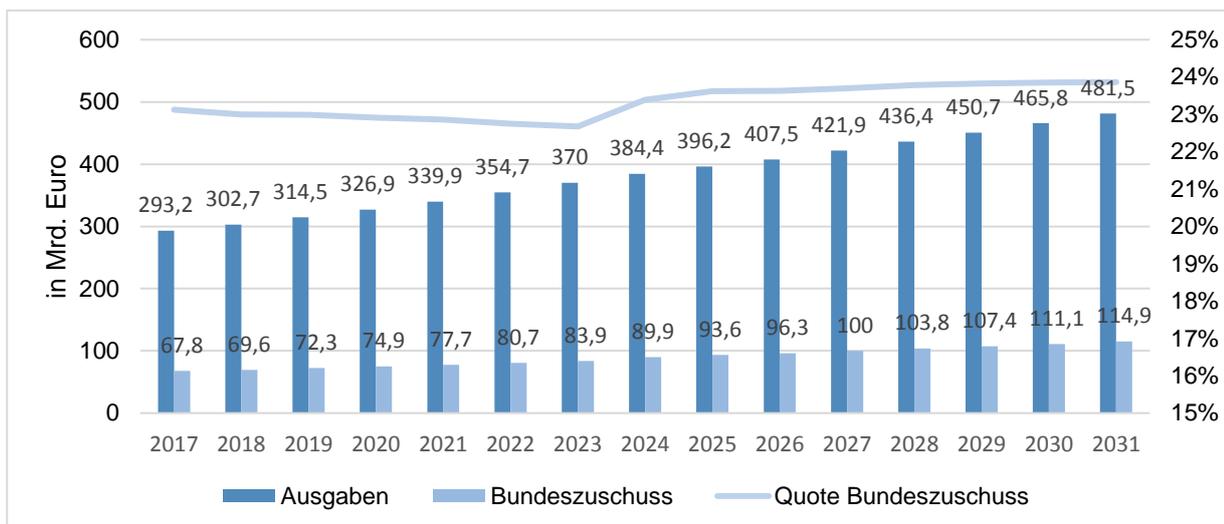
Quelle: Rentenbericht der Bundesregierung (2017)

¹ Vgl. Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Rentenversicherungsbericht der Bundesregierung 2017, Berlin 2018

Der Bundeszuschuss, der zurzeit bei ca. 67,8 Mrd. Euro (2017) liegt, wird nach den Prognosen der Bundesregierung bis zum Jahre 2031 auf deutlich über 100 Mrd. Euro ansteigen. Dabei sind die Auswirkungen des Rentenpaketes noch nicht berücksichtigt. Entwickelt man langfristige Szenarien bis zum Jahr 2060, so zeigt sich die ganze Dramatik der Situation. Die erforderliche Erhöhung des Bundeszuschusses bis zum Jahr 2030 entspräche einer Anhebung der Mehrwertsteuer von ca. 3 Prozentpunkten.²

Nach den Prognosen der Bundesregierung werden die Gesamtausgaben der allgemeinen Rentenversicherung von derzeit ca. 292 Mrd. Euro auf etwa 481,5 Mrd. Euro im Jahr 2031 ansteigen (Abbildung 2). Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 3,6%.

Abbildung 2: Entwicklung der Rentenausgaben und Bundeszuschüsse 2017 bis 2031



Quelle: Bundesregierung, eigene Berechnungen

Die Quote des Bundeszuschusses an den gesamten Ausgaben der Rentenversicherung liegt relativ stabil zwischen 22% und 23%.

Die von der Bundesregierung eingerichtete Kommission aus Vertreterinnen und Vertretern der Sozialpartner, Politik und Wissenschaft soll bis 2020 ein Gesamtkonzept für eine nachhaltige Alterssicherung ab dem Jahre 2025 erarbeiten. Es ist naheliegend, dass man in den künftigen Jahrzehnten bei Beibehaltung des Umlageverfahrens nicht umhin kommen wird, an den bekannten Stellschrauben zu drehen: Verlängerung der Lebensarbeitszeit, Erhöhung der Beitragssätze, Anhebung der Beitragsbemessungsgrenze, Verbreiterung der Basis der gesetzlich Versicherten durch Einbeziehung von Beamten und Selbständigen (Bürgerversicherung) und eine Erhöhung des Bundeszuschusses, der z. B. über eine Erhöhung der Mehrwertsteuer finanziert werden könnte. All dies ist nicht neu und würde letztlich nur zu einer Anpassung der bekannten Parameter führen, wenn man nicht neue Wege geht. Auch ein möglicher Demografiefonds wäre faktisch nichts anderes als ein weiterer verdeckter Bundeszuschuss, der zur kurzfristigen Schließung von Finanzierungslücken dienen würde.

2. Könnte ein kapitalgedeckter Staatsfonds nach dem Vorbild Norwegens einen Beitrag leisten?

In den anstehenden Diskussionen über die Zukunftssicherung des Rentensystems sollte man auch prüfen, ob und inwieweit das bestehende Umlageverfahren um eine Komponente ergänzt werden kann, die auf dem Prinzip des Kapitaldeckungsverfahrens beruht, bei dem die künftigen Ansprüche aus Rentenleistungen durch einen entsprechenden Kapitalstock gedeckt werden.

² Vgl. Börsch-Supan, A., Rausch, J., Die Kosten der doppelten Haltelinie, ifo-Schnelldienst 9/2018

Man könnte die Einrichtung eines „Rentenfonds Deutschland“ in Erwägung ziehen, der als Staatsfonds aus allgemeinen Steuermitteln ggf. ergänzt um eine moderate Verschuldungsquote finanziert wird. Werden die Mittel eines solchen Staatsfonds langfristig in ein breit gestreutes Portfolio mit einem hohen Aktienanteil investiert, lassen sich attraktive Renditen erzielen, die einen Teil der künftigen Rentenlasten abfedern könnten. Allerdings wären angesichts der Höhe der zu erwartenden Finanzierungslücke recht hohe jährliche staatliche Beiträge erforderlich. Darüber hinaus müsste man von einer Ansparphase von mindestens 15 Jahren ausgehen, bevor Ausschüttungen aus dem Fonds zur Teilfinanzierung der künftigen Renten erfolgen könnten.

Diese Idee ist keineswegs neu. Norwegen wird hier gewöhnlich als leuchtendes Beispiel genannt, aber das Modell Norwegen eignet sich nur bedingt als Blaupause für Deutschland. Zwar beruht das staatliche Altersvorsorgesystem in Norwegen ebenfalls auf einem Umlageverfahren, jedoch spielt die betriebliche Altersvorsorge eine wesentlich größere Rolle als in Deutschland. Neben einer auf einkommensabhängigen Beiträgen beruhenden Rente und einer staatlich garantierten Mindestrente wurde im Jahr 2006 eine verpflichtende betriebliche Altersvorsorge eingeführt.³ Dennoch lohnt eine Analyse der Renditeentwicklungen des „Government Pension Fund“ Norwegen, der zum 1. Januar 2006 durch die Zusammenführung von zwei zuvor eigenständigen Fonds, dem sog. „Ölfonds“ und dem Nationalen Versicherungsfonds entstanden ist. Der Government Pension Fund ist dem norwegischen Finanzministerium unterstellt, das auch über die strategische Ausrichtung entscheidet. Der für die Verwaltung der Einnahmen aus den Ölreserven zuständige „Government Pension Fund Global (GPF Global)“ gehört mit einem verwalteten Vermögen (Assets under Management) von ca. 1 Trillion USD zu den größten Staatsfonds der Welt: Abbildung 3 gibt einen Überblick über die derzeit größten Sovereign Wealth Funds (SWF). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die chinesischen Staatsfonds primär industriepolitischen Interessen dienen und die SWF in den arabischen Staaten vor allem für die Reinvestition der langfristig versiegenden Einnahmen aus Öl und Gas zuständig sind.

Abbildung 3: Die größten Sovereign Wealth Funds (Assets under Management zum 31.12.2017)

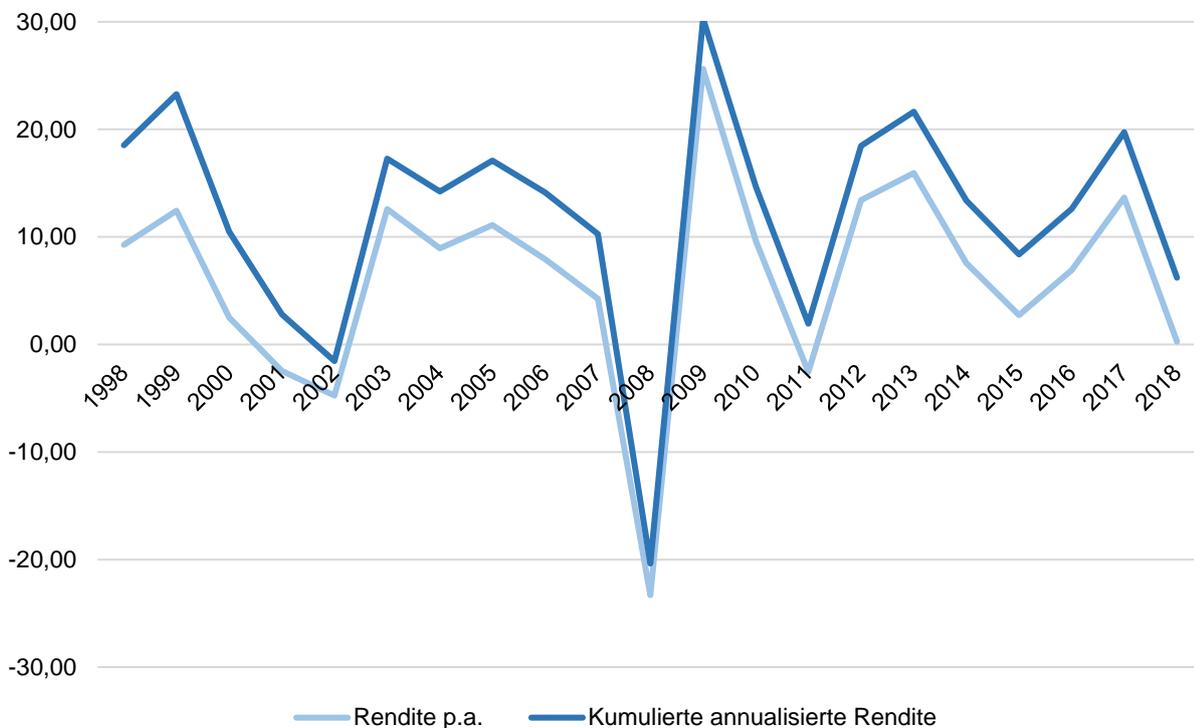
Fund	Country	Origin	Assets
Government Pension Fund – Global	Norway	Oil	\$1t
Abu Dhabi Investment Authority	UAE	Oil	\$828b
China Investment Corporation	China	Non-Commodity	\$814b
Kuwait Investment Authority	Kuwait	Oil	\$524b
SAMA Foreign Holdings	Saudi Arabia	Oil	\$514b
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hong Kong	Non-Commodity	\$457b
SAFE Investment Company	China	Non-Commodity	\$441b
Government of Singapore Investment Corporation	Singapore	Non-Commodity	\$359b
Qatar Investment Authority	Qatar	Oil & Gas	\$320b
National Social Security Fund	China	Non-Commodity	\$259b

Quelle: SWF Institute 2018

³ Vgl. OECD, Pensions at a Glance 2017, OECD Publishing Paris, 5.12.2017

Der Fonds investiert seit 1998 auch in Aktien und hat in den vergangenen 20 Jahren trotz diverser Einbrüche an den internationalen Aktienmärkten eine durchschnittliche Rendite von 5,9% p.a. erwirtschaftet. Zieht man Kosten für die Verwaltung ab, liegt die inflationsbereinigte durchschnittliche Rendite des Fonds bei ca. 4% p.a.⁴ Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der jährlichen bzw. der kumulierten Renditen des GPFNG für den Zeitraum 1998 bis 2018.

Abbildung 4: Rendite des Staatsfonds Norwegen 1998 bis 2018 (p.a. und kumuliert in %)



Quelle: Norge Bank, eigene Berechnungen

Das Management des GPFNG obliegt der Norges Bank. Dabei fließen nach wie vor alle direkten und indirekten staatlichen Einnahmen aus dem Ölgeschäft Norwegens in diesen Fonds. Umgekehrt sind Entnahmen beschränkt auf die erwartete reale Verzinsung des Fonds, die derzeit bei 3% p.a. liegt.⁵ Mit dem Fonds sollen die staatlichen Öl-Einnahmen so investiert werden, dass die Wirtschaft in Norwegen auf das Post-Öl-Zeitalter vorbereitet wird und auch künftige Generationen an den Erträgen aus den natürlichen Ressourcen partizipieren. Ende 2017 waren 66,8 % des Fondsvermögens in Aktien, 30,6 % in Anleihen und sonstige Wertpapieren sowie 2,6 % in Immobilien investiert.⁶

Der zweite Teilfonds (Government Pension Fund Norway, GPFN) verwaltet seit 1967 die Mittel der Sozialversicherung und untersteht ebenfalls dem Finanzministerium. Dieser Teilfonds wird von Folketrygdforbundet verwaltet, einem staatlichen Investment Manager, der zu 85 % in Norwegen und zu 15 % in anderen nordischen Ländern investiert, wobei 60 % in Aktien und 40 % in Anleihen angelegt werden. Das Kapital des zweiten Teilfonds stammt insbesondere aus den in den 1960er und 1970er Jahren noch vorhandenen Überschüssen der gesetzlichen Rentenversicherung Norwegens. Neuinvestitionen werden aus den Erträgen des thesaurierenden Fonds finanziert.⁷ Das Volumen des GPFN ist deutlich geringer als das des GPFNG und beträgt per Ende 2017 ca. 24 Mrd. Euro. Die durchschnittliche Performance dieses Fonds liegt inflations- und kostenbereinigt seit 1998 bei ca. 5% p.a.⁸

⁴ Vgl. Norge Bank, The Fund - Returns, Oslo, 21/8/2018

⁵ Vgl. Ministry of Finance Norway, The Norwegian Fiscal Policy Framework, Oslo, 5/15/2018

⁶ Vgl. Norge Bank, The Fund - Portfolio Holding as of 31/12/2017, Oslo, 27/2/2018

⁷ Vgl. Ministry of Finance Norway, The Management of the Government Pension Fund in 2015, Oslo 2015

⁸ Vgl. Ministry of Finance Norway, Fund Performance Government Pension Fund Norway (GPFN), Oslo, 4/10/2018

3. Ein „Rentenfonds Deutschland“ könnte aus den Mitteln des Solidaritätszuschlages aufgebaut werden

Aufgrund der spezifischen Voraussetzungen vor allem mit Blick auf die Bedeutung der endlichen Rohstoffvorkommen verbietet sich eine analoge Übertragung des norwegischen Modells auf deutsche Gegebenheiten. Dennoch gäbe es auch hierzulande durchaus Finanzierungsoptionen, einen „Rentenfonds Deutschland“ zu gründen und diesen im Laufe der Zeit zu einer tragenden Säule des staatlichen Altersvorsorgesystems zu entwickeln.

Beispielsweise wird seit geraumer Zeit über eine vollständige oder teilweise Abschaffung des Solidaritätszuschlages diskutiert. Das durchschnittliche jährliche Steueraufkommen aus dem Solidaritätszuschlag lag im Zeitraum 2003 (10,29 Mrd. Euro) bis 2017 (17,95 Mrd. Euro) bei ca. 13,18 Mrd. Euro. Weiterer finanzieller Spielraum dürfte sich aufgrund deutlich rückläufiger Migrationsbewegungen perspektivisch bei den Integrationskosten insbesondere infolge der Flüchtlingsbewegung in den Jahren 2014/2015 ergeben, die sich auf Bundesebene im Jahr 2017 insgesamt auf mehr als 20 Mrd. Euro beliefen. So hat der Bund Länder und Kommunen im Jahr 2017 im Bereich der Flüchtlings- und Integrationskosten mit insgesamt rd. 6,6 Mrd. Euro unterstützt. Darüber hinaus hat der Bund im Jahr 2017 weitere Ausgaben in Höhe von rd. 14,2 Mrd. Euro getragen, von denen rd. 6,8 Mrd. Euro auf die Bekämpfung der Fluchtursachen entfielen.⁹ Insgesamt dürften die finanziellen Belastungen aus den Migrationsbewegungen durch eine fortschreitende Integration in den Arbeitsmarkt sowie anderer migrationspolitischer Maßnahmen mittelfristig deutlich nachlassen.¹⁰

Vor diesem Hintergrund sollte es bei einem Ausgabenvolumen von ca. 330 Mrd. Euro im Bundeshaushalt und der generationenübergreifenden Bedeutung eines nachhaltigen Rentensystems durchaus möglich sein, in den kommenden Jahrzehnten für den Aufbau eines „Rentenfonds Deutschland“ einen jährlichen Beitrag in Höhe von 10 Mrd. Euro zu mobilisieren. Weitere Zuführungen könnten durch eine moderate Fremdfinanzierung auf Bundesebene finanziert werden.

Ein Rentenfonds Deutschland, der ähnlich dem Staatsfonds von Norwegen mit einem Aktienanteil von ca. 65%, einem Anteil von Anleihen von ca. 30% und einem Anteil von Immobilien von ca. 5% operiert, könnte durchaus langfristig eine inflationsbereinigte Verzinsung von 4% p.a. erzielen. Dies zeigen die Erfahrungen aus Norwegen. Gestützt wird diese Annahme ebenfalls durch die Marktrisikoprämie – also die langfristige annualisierte Differenz zwischen der Rendite eines breit diversifizierten Aktienportfolios (in Deutschland häufig approximiert durch den DAX) und einer sicheren Verzinsung –, die derzeit in Deutschland bei ca. 5% p.a. liegt¹¹ Dabei wäre es wichtig, ein möglichst hohes Maß an Risikodiversifikation zu erreichen, indem auch Korrelationen zwischen den jeweiligen Assetklassen berücksichtigt werden.

Nachfolgend soll eine Modellrechnung vorgestellt werden, die die mögliche inflationsbereinigte Wertentwicklung eines „Rentenfonds Deutschland“ beispielhaft illustriert. In den ersten 15 Jahren seines Bestehens werden alle Erträge des Fonds thesauriert. Ab dem Jahr 2036 beginnen die jährlichen Ausschüttungen an die Allgemeine Rentenversicherung, die schrittweise erhöht werden. Die Zuführungen zum Fonds sollen zum einen aus allgemeinen Steuermitteln in Höhe von 10 Mrd. Euro pro Jahr geleistet werden und zum anderen durch die Ausgabe von Anleihen finanziert werden, die ggf. durch die Vermögenswerte des Fonds besichert werden könnten. Die fremdfinanzierten Fondsbeiträge beginnen ebenfalls mit einem Betrag von 10 Mrd. Euro und werden jährlich an das reale Wachstum des BIP angepasst, um das bestehende Rating von Bundesanleihen nicht zu gefährden.

⁹ BMF, Bericht der Bundesregierung über Maßnahmen des Bundes zur Unterstützung von Ländern und Kommunen im Bereich der Flüchtlings- und Integrationskosten und die Mittelverwendung durch die Länder im Jahr 2017, Berlin 2018

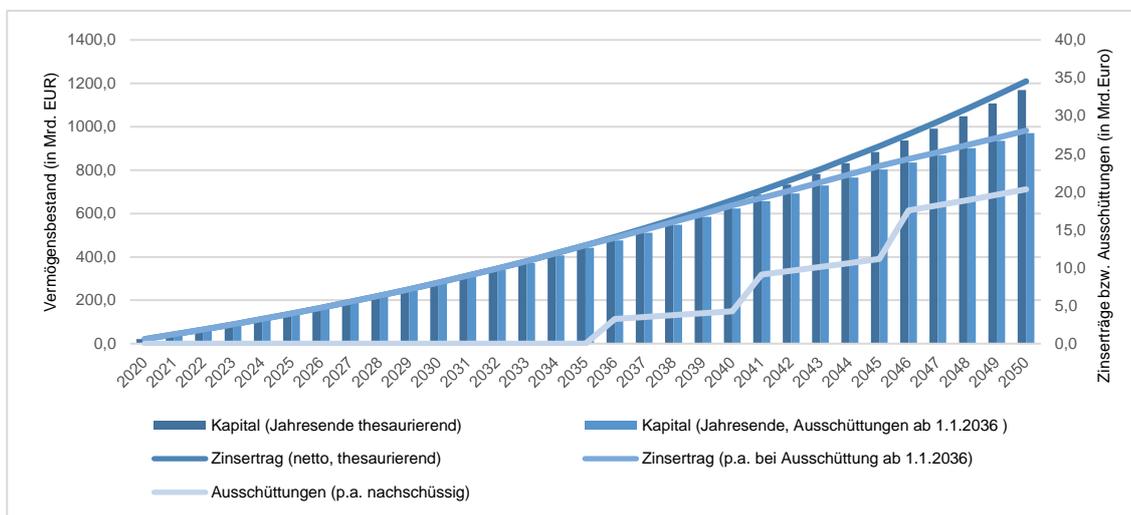
¹⁰ Vgl. z.B. Brühl, V., Die Kosten der Flüchtlingskrise in Deutschland – eine Investition in die Zukunft?, Wirtschaftsdienst, 7/2016

¹¹ Vgl. Fernandez, P., Pershin, V., Acín, I., Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey, Working Paper IESE, 2018 oder Damodaran, A., Country Default Spreads and Risk Premiums, New York University, New York, January 2018

Die folgenden Annahmen liegen der Modellrechnung zugrunde:

- Gründung des Fonds zum 1.1.2020
- Jährliche Zuführung zum Fonds in Höhe von 10 Mrd. Euro aus allgemeinen Steuermitteln
- Zusätzliche Zuführung zum Fonds in Höhe von 10 Mrd. p.a. durch Fremdfinanzierung des Bundes; schrittweise Erhöhung des fremdfinanzierten Fondsbeitrages in Höhe der erwarteten realen Wachstumsrate von 1,75% p.a. des BIP
- Langfristige durchschnittliche Realverzinsung des Fondsvermögens nach Kosten aber vor Fremdkapitalzinsen in Höhe von 4% p.a.
- Langfristige durchschnittliche Realverzinsung nach Zinsen (Marge) in Höhe von 2% p.a.
- Entnahmen aus dem Fonds ab dem Jahr 2036
- Schrittweise Erhöhung der Ausschüttungsquote von 25% des Jahresergebnisses des Fonds für den Zeitraum 2036 bis 2040, auf 50% 2041 bis 2045 bzw. auf 75% von 2046 bis 2050 sowie 100% ab 2051
- Bis auf weiteres keine Entnahmen aus dem Kapitalstock des Fonds
- Künftige Entnahmen aus dem Kapitalstock frühestens bei Erreichung eines vorab definierten Volumens (z.B. 1 Billion Euro). Höhe der Entnahmen abhängig von der demografischen Entwicklung. Darüber hinaus sollten Entnahmen einem Parlamentsvorbehalt unterliegen.

Abbildung 5: Szenariorechnung für einen „Rentenfonds Deutschland“



Quelle: Eigene Berechnungen

Abbildung 5 veranschaulicht, dass es bei den gewählten Parametern bis zum Jahre 2050 durchaus realistisch erscheint, einen deutschen Rentenfonds mit einem Fondsvermögen von 1 Billion Euro aufzubauen, ohne die Solidität der öffentlichen Haushalte zu gefährden. Die inflationsbereinigten Ausschüttungen des Fonds würden von ca. 3 Mrd. Euro im Jahr 2036 auf deutlich über 20 Mrd. Euro p.a. ab dem Jahr 2050 ansteigen können.

4. Fazit

Es sei darauf hingewiesen, dass es sich hierbei nur um eine exemplarische Szenariorechnung handelt, die aber durchaus auf realistischen Finanzierungs- und Renditehypothesen beruht. Angesichts der Größenordnung der in Folge des demografischen Wandels zu erwartenden Finanzierungslücke in den deutschen Rentenkassen in den kommenden Jahrzehnten könnte ein „Rentenfonds Deutschland“ zwar nicht das Gesamtproblem lösen, aber doch zumindest einen Beitrag zur Stabilisierung des deutschen Rentensystems leisten. Abgesehen von der rentenpolitischen Komponente würde ein solcher „Rentenfonds Deutschland“ auch wichtiges Investitionskapital für die deutsche Wirtschaft bereitstellen können, das dringend benötigt wird.

Frankfurt am Main, 24. Oktober 2018

Recent Issues

All CFS Working Papers are available at www.ifk-cfs.de.

No.	Authors	Title
604	Lizethe Méndez and Steven Ongena	<i>“Finance And Growth” Re-Loaded</i>
603	Marco Pagano and Luca Picariello	<i>Talent Discovery, Layoff Risk and Unemployment Insurance</i>
602	Andrew Ellul, Marco Pagano, and Annalisa Scognamiglio	<i>Career Risk and Market Discipline in Asset Management</i>
601	Klaus Adam, Michael Woodford,	<i>Leaning Against Housing Prices As Robustly Optimal Monetary Policy</i>
600	Klaus Adam, Dmitry Matveev, Stefan Nagel	<i>Do Survey Expectations of Stock Returns Reect Risk-Adjustments?</i>
599	Aleksandar Andonov, Roman Kräussl, and Joshua Rauh	<i>The Subsidy to Infrastructure as an Asset Class</i>
598	Roman Kräussl, Zsofia Kräussl, Joshua Pollet, and Kalle Rinne	<i>The Performance of Marketplace Lenders: Evidence from Lending Club Payment Data</i>
597	Roman Kräussl, Joshua Pollet, and Denitsa Stefanova	<i>Signaling or Marketing? The Role of Discount Control Mechanisms in Closed-End Funds</i>
596	Luiz Félix, Roman Kräussl, and Philip Stork	<i>Predictable Biases in Macroeconomic Forecasts and Their Impact Across Asset Classes</i>
595	Renée Adams, Roman Kräussl, Marco Navone, and Patrick Verwijmeren	<i>Is gender in the eye of the beholder? Identifying cultural attitudes with art auction prices</i>