

34/2017

„KAPITALDECKUNG“ DER RENTE – EIN IRRWEG?

AUF EINEN BLICK

Die Finanzmarktkrise hatte massive Auswirkungen auf „kapitalgedeckte“ Renten. Zwar folgte auf den Crash eine Erholung, aber die Fragilität der Finanzmärkte bleibt ein erhebliches Risiko. Vor diesem Hintergrund und angesichts des anhaltenden Niedrigzinsniveaus entpuppt sich die Verlagerung auf „Kapitaldeckung“ auch als langfristig problematisch.

KAPITALDECKUNG – EINE FIKTION

Zunächst sollte eine Begriffsklärung stattfinden: Der Begriff „Kapitaldeckungsverfahren“ suggeriert eine vermeintliche Sicherheit, die es nicht gibt. Es wird unterstellt, dass die Ansprüche der Rentner_innen mit „Kapital“ gedeckt und damit nicht von der Bereitschaft der „Jungen“ abhängig sind, künftige Renten zu finanzieren. Demgegenüber würden umlagefinanzierte Systeme bloß auf dem fraglichen Versprechen beruhen, dass die Erwerbsaktiven die Älteren erhalten werden. Diese Sichtweise ist ein Trugschluss. Jedes Alterssicherungssystem muss auf einem Ressourcentransfer von den Aktiven zu den nicht mehr Aktiven beruhen mit allen sich daraus ergebenden Abhängigkeiten. Es ist daher viel passender, von finanzmarktabhängigen als von „kapitalgedeckten“ Systemen zu sprechen.

FINANZMARKTABHÄNGIGKEIT ERLEICHTERT NICHT DIE FINANZIERUNG

Die Proponent_innen einer Teilprivatisierung von Rentensystemen (z.B. OECD, EU-Kommission, Weltbank, zahlreiche Regierungen und natürlich die Finanzindustrie) argumentieren, dass öffentliche Rentensysteme wegen der Alterung der Gesellschaft an ihre Finanzierungsgrenzen stoßen würden und eine Teilprivatisierung daher unumgänglich sei. Die Behauptung, die Gesellschaft könne sich öffentliche Renten auf dem bisherigen Niveau nicht mehr leisten, private Vorsorge hingegen schon, ist jedoch unplausibel. Ob sich eine Gesellschaft

ein bestimmtes Sicherungsniveau leisten kann, hängt von ihrer Fähigkeit und Bereitschaft ab, die dafür erforderlichen Mittel aufzubringen, und nicht davon, ob Leistungen vorrangig öffentlich oder privat finanziert werden. Entscheidend für die (künftige) „Leistungsfähigkeit“ ist vor allem die Höhe der (künftigen) Wertschöpfung (BIP).

MEHR SÄULEN – MEHR SICHERHEIT?

Als vermeintlicher Vorteil einer Mischung aus Umlagefinanzierung und „Kapitaldeckung“ wird häufig Risikodiversifikation ins Spiel gebracht (z.B. Rürup 2014; OECD 2013). Während umlagefinanzierte Systeme von der Entwicklung der Beschäftigung und der Erwerbseinkommen abhängen, sind für kapitalgedeckte Systeme Finanzmarkterträge entscheidend. Eine Mischung beider Komponenten würde daher die Sicherheit stärken, weil man von einer guten Lohnentwicklung und hohen Finanzmarkterträgen profitieren könne und nicht „alle Eier in einen Korb legt“.

Hier werden aber zwei Aspekte vermischt: Die Tatsache, dass in einem Umlagesystem die Beiträge nicht auf Finanzmärkten veranlagt werden, impliziert keineswegs, dass sich die Finanzierung auf die Lohnsumme oder die Erwerbseinkommen beschränken muss. Öffentliche Rentensysteme können auch andere Einkommensquellen heranziehen, wozu es lediglich eines ausreichend hohen steuerfinanzierten Beitrags bedarf.¹ Die Besteuerung von Vermögen und Kapitaleinkommen erschließt diese Finanzierungsquellen, ohne dass deswegen selbst Kapital veranlagt werden müsste.

Die (potenzielle) Finanzierungsbasis eines umlagefinanzierten Rentensystems ist das BIP. Die Renten werden durch Beiträge der Einkommen sämtlicher Wirtschaftssektoren und aus

>

Steuermitteln finanziert. Diese breite Finanzierungsbasis lässt sich nicht dadurch erweitern, dass man die Rentenauszahlung organisatorisch auf mehrere Säulen aufteilt.

Mit zunehmender Gewichtung „kapitalgedeckter“ Renten steigt jedoch die Abhängigkeit von Finanzmarktentwicklungen und damit auch die Unsicherheit künftiger Rentenhöhen. Denn während sich die nominelle Wertschöpfung relativ stetig entwickelt, unterliegen Finanzmarkterträge extremen Schwankungen.

JEDES RENTENSYSTEM IST EIN TRANSFERSYSTEM

Die Proponent_innen kapitalgedeckter Renten betonen, dass man angesichts der Alterung jetzt über Ansparen für die Alterssicherung vorsorgen müsse. Das Argument beruht auf der Annahme, dass eine Gesellschaft als Ganzes durch jetziges Sparen künftige Zahlungen vorfinanzieren könne. Individuell lässt sich – allerdings unter Rahmenbedingungen, die man selbst nicht beeinflussen kann – durch Ersparnisse oder Verschuldung Einkommen bzw. Konsum zwischen verschiedenen Lebensabschnitten verschieben. Gesamtgesellschaftlich ist das unmöglich, weil den Zinserträgen bzw. Finanzvermögen der Sparer_innen die Zinsaufwendungen bzw. Finanzschulden der Schuldner_innen gegenüberstehen. Die individuelle Verteilung von Einkommen über die Lebenszeit ist gesamtwirtschaftlich betrachtet ein Ressourcentransfer zwischen Sparer_innen und Schuldner_innen. Sparen und Verschulden gleichen sich dabei stets simultan aus. Weder jetzt noch in der Zukunft kann mehr verbraucht werden, als produziert wurde. Renten lassen sich daher real nicht „vorfinanzieren“.

Rentensysteme haben stets dieselbe Funktion: Sie statten die Rentner_innen mit einem Geldeinkommen aus, das von den Erwerbsaktiven finanziert wird. Damit werden Verfügungsmöglichkeiten über die laufende Wertschöpfung von der Erwerbsgeneration zur Rentner_innengeneration transferiert. Der Aufrechterhaltung der Konsummöglichkeiten der nicht mehr erwerbstätigen Generationen muss ein entsprechender Konsumverzicht der jeweils „aktiven“ Generationen gegenüberstehen. Daran ändert auch die Anhäufung von Vermögenswerten während der Erwerbsphase nichts, denn auch diese stellt nur den Versuch dar, sich einen Anspruch auf einen Teil der zukünftigen Wertschöpfung zu sichern.

Das Einlösen dieses Anspruches erfolgt in finanzmarktabhängigen Systemen nicht zuletzt durch die Veräußerung der während der Erwerbsphase akkumulierten Vermögenswerte. Die Käufer_innen sind in der Regel wiederum Erwerbstätige, die ihrerseits durch den Erwerb von Vermögenswerten – etwa in der Absicht, für die Rente vorzusorgen – nichts anderes tun, als einen Teil ihres Einkommens auf die nicht mehr erwerbstätigen Generationen zu übertragen. Beide Alterssicherungssysteme sind davon abhängig, dass die nachfolgenden Generationen den Kreislauf aufrechterhalten, sei es in Form von Beitrags- und Steuerleistungen oder durch den Erwerb von Vermögenswerten und Zahlungen für Zinsen, Mieten etc.

Der wesentliche Unterschied zwischen „Kapitaldeckungs-“ und Umlageverfahren liegt somit nicht im Transfercharakter,

sondern in den unterschiedlichen Transfermechanismen. Innerhalb eines umlagefinanzierten öffentlichen Rentensystems erfolgt die Aufteilung der realen Lasten auf Basis eines auf einen gesamtgesellschaftlichen Ausgleich bedachten, demokratischen Entscheidungsprozess. Demgegenüber wird die Entscheidung über die Lastenverteilung im Rahmen finanzmarktabhängiger Systeme den Marktmechanismen überlassen.

Der „Ausgleich“ erfolgt hier durch Anpassungen der Vermögenspreise und Renditen. Massive Verschiebungen in der Altersstruktur der Bevölkerung verändern auch das Verhältnis von Sparer_innen und Entsparer_innen und führen zu Anpassungen der Wertpapierkurse, Zinsen etc. Je mehr Personen gleichzeitig für das Alter ansparen wollen, desto stärker wird der Druck auf das Zinsniveau nach unten, während die Vermögenspreise (vorerst) in die Höhe getrieben werden. Je breiter auf Kapitaldeckung umgestellt werden würde, desto stärker wäre dieser Effekt. Die Entwertung der Vermögensbestände, die plausiblerweise dann eintritt, wenn stark besetzte Jahrgänge in Rente gehen, begrenzt das Ausmaß des Einkommenstransfers, der von den Aktiven zugunsten der Versorgung der Rentner_innen erfolgt („asset meltdown“). Darin manifestiert sich der nicht aus der Welt zu schaffende, notwendige intergenerative „Ausgleich“.

FINANZVERMÖGEN VERSUS REALKAPITAL

Aber befördert ein größerer Kapitalstock im „Kapitaldeckungsverfahren“ nicht die zukünftige Wertschöpfung und erleichtert dadurch die Rentenfinanzierung? In diesem Zusammenhang ist es wesentlich, zwischen Sach- bzw. Realkapital und Finanzkapital zu unterscheiden.

Eine vermehrte Sachvermögensbildung hilft der Gesellschaft tatsächlich, die „Kosten der Alterung“ besser tragen zu können, weil sie sich positiv auf die künftige Wertschöpfung auswirkt. Ein höherer Realkapitalstock ermöglicht eine höhere Arbeitsproduktivität, d.h. je Erwerbstätigen können mehr Güter bzw. Dienstleistungen hergestellt werden. Das Gleiche gilt für höhere Beschäftigungs- und Bildungsniveaus und technologischen Fortschritt. Dadurch steht der Gesellschaft ein größeres reales Volumen an Gütern und Leistungen zur Verfügung, das zwischen den Generationen verteilt werden kann.

Zusätzliche Investitionen in Sachkapital sind allerdings etwas gänzlich anderes als die Anhäufung von Finanzvermögen in Rentenfonds. Die Zunahme des Finanzvermögens bewirkt allenfalls eine Aufblähung der finanziellen Bewertung von Realkapital, ohne jedoch dieses selbst auszuweiten. Eine Aufblähung von Aktien- bzw. Wertpapierkursen macht weder Renten leichter finanzierbar noch die Wirtschaft produktiver. Tatsächlich ist ein Forcieren von „Rentensparen“ für eine Ausweitung des Realkapitals eher hinderlich als förderlich. Denn Realinvestitionen hängen nicht zuletzt von der Höhe der effektiven Nachfrage ab, die durch forciertes Sparen gedämpft wird. Zusätzliches Sparen des Haushaltssektors bedeutet zuallererst eine Einschränkung der Ausgaben der Privathaushalte und damit einen Einnahmefall für die Unternehmen. Die naheliegende Reaktion des Unternehmenssektors auf Umsatzeinbrüche, verringerte Kapazitätsauslastung und verschlechterte Absatzerwartungen wäre wohl eher eine Einschränkung der

Investitionen in Sachkapital als deren verschuldungsfinanzierte Ausweitung, mit entsprechend negativen Auswirkungen für den künftigen Realkapitalstock.

Die Vorstellung, dass Renten umso sicherer seien, je mehr Geld auf Finanzmärkten veranlagt wird, ist daher ein Trugschluss. Das gilt auch für Indices, die die Höhe von „Rentenvermögen“ in Relation zum BIP als Gradmesser für die Sicherheit von Rentensystemen heranziehen (Mercer 2016; Allianz 2016). Gerade in Ländern mit einer ausgeprägten Skepsis gegenüber Staatsverschuldung sollte auch nicht übersehen werden, dass in aller Regel ein Gutteil des „Rentenkapitals“ aus Staatsanleihen besteht (OECD 2015: 193).

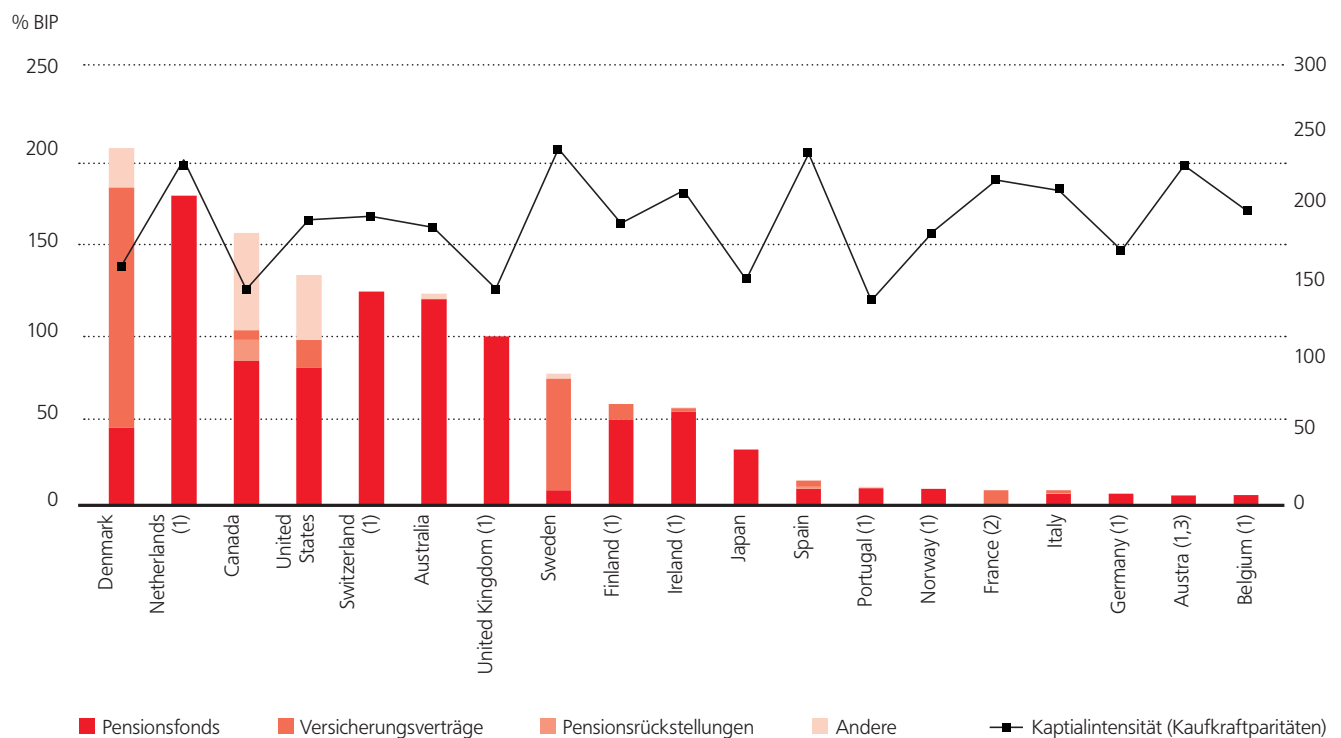
Letztlich zeigt auch die Realität (s. Abbildung 1), dass es zwischen dem Volumen des von Rentenfonds verwalteten Vermögens und der Realkapitalbildung keinen Zusammenhang gibt. Anhand eines Vergleichs der Realkapitalintensität (gemessen durch den Nettokapitalstock je Erwerbstätigen in Kaufkraftparitäten) und des Rentenvermögens (gemessen durch die Relation des Altersvorsorgekapitals zum BIP) lässt sich deutlich zeigen, dass es zwischen beiden Größen keine positive Korrelation gibt. Die Höhe der Realkapitalintensität hängt offensichtlich von anderen Faktoren als der relativen Höhe des Rentenvermögens ab.

RISIKODIVERSIFIKATION DURCH AUSLANDS-VERANLAGUNG?

Als weiterer Vorteil einer „kapitalgedeckten“ Altersvorsorge gilt, dass diese die Möglichkeit eröffnet, auch im Ausland zu veranlagen. Dadurch ist die Finanzierungsbasis nicht auf die nationale Volkswirtschaft begrenzt wie in umlagefinanzierten Systemen. Durch eine Veranlagung im Ausland (und deren realwirtschaftlichen Deckung durch entsprechende Exportüberschüsse) lässt sich der oben beschriebene Transferprozess um grenzüberschreitende Transfers erweitern und der Alterung besser begegnen.

Damit eröffnen sich gewisse Chancen. Aber letztlich wird damit Risiko nicht nur breiter gestreut, sondern es werden auch zusätzliche Risiken eingegangen. Die zentrale Frage dabei ist, wo veranlagt werden soll. Bekanntlich stellt die Alterung (auf Basis unterschiedlicher Ausgangsniveaus) eine verbreitete Entwicklung dar, die insbesondere die wirtschaftlich starken Regionen betrifft. Sinnvollerweise sollte in Ländern veranlagt werden, die eine deutlich geringere Alterung aufweisen. Den Kapazitäten der Kapitalmärkte von Entwicklungs- und einigen Schwellenländern, die Kapitalströme in sinnvolle und rentable Investitionsprojekte zu leiten, sind aber Grenzen gesetzt. Wer-

Abbildung 1
Altersvorsorgekapital in Prozent des BIP und Realkapitalintensität 2015



Anmerkungen: (1) Daten beinhalten nicht das gesamte private Pensionssystem. (2) Daten aus 2014. (3) Daten aus 2013.

den diese überschritten, drohen instabile Entwicklungen, bei denen es im Zuge großer Kapitalzuflüsse zu Überhitzungen und Übertreibungen kommen kann, die dann nach einem „sudden stop“ zu panischen Gegenbewegungen und plötzlichen Kapitalabflüssen führen können. Diese Entwicklungen waren etwa bei der schweren Finanzmarktkrise in Südostasien 1997/98 zu beobachten, die in eine mehrjährige Wirtschaftskrise mündete (Stiglitz 2002).

Eine Strategie, die darauf beruht, jahrzehntelang Vermögenspositionen im Ausland aufzubauen, um diese danach jahrzehntelang wieder abzubauen, ist sehr riskant. Denn das Schicksal der Vermögen im Ausland ist von wirtschaftlichen und politischen Faktoren abhängig, die außerhalb des Einflussbereiches nationaler Politik liegen.

Das Beispiel der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse verdeutlicht auch die ökonomischen Kosten, die mit einer „internationalen Diversifikation“ einhergehen können. Der Anstieg des deutschen Netto-Auslandsvermögensstatus seit der Euroeinführung lag etwa ein Drittel unter dem Wert, der sich aus den Leistungsbilanzüberschüssen errechnet (Joebges 2014). Dies ist auf Änderungen der Wechselkurse und Wertschwankungen der Wertpapiere zurückzuführen. Eine Strategie der Veranlagung im Ausland, bei der man ein Drittel der Vermögenswerte durch Entwertung verliert, kann kaum als ökonomisch sinnvoller Beitrag zur Alterssicherung empfohlen werden.

In diesem Zusammenhang sollte nicht übersehen werden, dass der massive Anstieg der Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland und die damit einhergehende gestiegene Verschuldung des Auslands noch gar nichts mit zusätzlicher Akkumulation von Auslandsvermögen für die „Rentenvorsorge“ zu tun haben. Denn der steigenden Verschuldung des Auslands steht nicht eine gestiegene Sparquote des Haushaltssektors, sondern eine Verminderung der Verschuldungsbereitschaft des Unternehmenssektors und des Staates gegenüber (Flassbeck 2017).

REALISTISCHERE EINSCHÄTZUNG DER „KAPITALDECKUNG“ NÖTIG

Finanzmarktabhängige Systeme sind keineswegs resistenter gegen demografische Veränderungen. Sie sind aber weit weniger in der Lage, auch unter deutlich verschärften demografischen Rahmenbedingungen flächendeckend angemessene Alterseinkommen sicherzustellen.

Für die künftige Finanzierbarkeit von Rentensystemen ist maßgeblich, ob heute die Rahmenbedingungen so gestaltet werden, dass künftig eine hohe und qualitativ hochwertige Erwerbsbeteiligung, hohe Bildungsniveaus und ein hoher Realkapitalstock eine entsprechend hohe Wertschöpfung pro Kopf ermöglichen. Ein Forcieren von Rentensparen liefert dafür keinen Beitrag. Der Glaube, durch „Kapitaldeckung“ der Rentensysteme für die Alterung vorsorgen zu können, verstellt letztlich den Blick auf tatsächlich zielführende Strategien, um der demografischen Entwicklung ökonomisch und sozial sinnvoll zu begegnen.

Anmerkungen

1 – Abgesehen davon, dass eine aufgabenadäquate Finanzierung von versicherungsfremden Leistungen eine entsprechende Steuerfinanzierung erfordert, ergibt sich allein aus Fairnessgründen aufgrund des Phänomens der „differenziellen Mortalität“ – also der positiven Korrelation zwischen (fernerer) Lebenserwartung und sozioökonomischen Status (gemessen an Einkommen, Vermögen etc.) – ein starkes Argument dafür, in grundsätzlich beitragsfinanzierten Systemen auch für die Finanzierung von Altersrenten zumindest teilweise Steuermittel heranzuziehen.

Autoren

David Mum, Ökonom; Leiter der Grundlagenabteilung in der Gewerkschaft der Privatangestellten/DJP(GPA-djp) in Wien.

Erik Türk, Mag., Ökonom und Rentenexperte in der Kammer für Arbeiter und Angestellte, Wien.

Literaturverzeichnis

Allianz 2016: International Pension Papers 1/2016 2016 Pension Sustainability Index, http://projectm-online.com/app/uploads/Allianz_2016_Pension_Sustainability_Index.pdf

AMECO Database, http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm (30.6.2017).

Flassbeck, Heiner 2017: Verteilung, Arbeitslosigkeit und Arbeitszeit, Linz, 16. Januar 2017, https://media.arbeiterkammer.at/ooe/arbeitszeitkonferenz/TK8_Verteilung_Arbeitslosigkeit_Arbeitszeit_Heiner_Flassbeck.pdf (30.6.2017).

Joebges, Heike 2014: Zur Problematik der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse, in: WISO direkt, Juni 2014, <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10823.pdf> (30.6.2017).

Mercer 2016: Melbourne Mercer Global Pensions Index, 2016.

OECD 2013: Pensions at a Glance 2013, Paris.

OECD 2015: Pensions at a Glance 2015, Paris.

OECD 2016: Global Pension Statistics. Pension Markets in Focus 2016, Paris.

Rürup, Bert; Huchzermeier, Dennis; Böhmer, Michael; Ehrentraut, Oliver 2014: Die Zukunft der Altersvorsorge vor dem Hintergrund von Bevölkerungsalterung und Kapitalmarktentwicklungen, Düsseldorf.

Stiglitz, Joseph 2002: Die Schatten der Globalisierung, Berlin.

Impressum

© 2017

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeberin: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik

Godesberger Allee 149, 53175 Bonn

Fax 0228 883 9202; 030 26935 9229, www.fes.de/wiso

Für diese Publikation sind in der FES verantwortlich:

Thomas Absmayr, Severin Schmidt, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Bestellungen/Kontakt: wiso-news@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-95861-972-2