

# Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge: Welche innovativen Lösungen sind möglich?

Millionen Menschen in Deutschland sind von Altersarmut bedroht. Und das Risiko von Altersarmut betroffen zu sein, wird in den nächsten Jahren vor allem durch den bevorstehenden Eintritt der Babyboomer-Generation in den Ruhestand noch steigen. Die umlagefinanzierte gesetzliche Rentenversicherung stößt an ihre Grenzen. Und die private kapitalgedeckte Altersvorsorge ist in Deutschland bei weitem nicht in dem Maße verbreitet, um die entstehende Rentenlücke schließen zu können. Innovative Lösungen sind gesucht.

*Clemens Fuest\*, Christa Hainz\*\*, Volker Meier\*\*\* und Martin Werding+*  
**Die Schaffung eines deutschen Bürgerfonds**

## DAS KONZEPT

Die öffentlichen Finanzen in Deutschland profitieren seit mittlerweile fast zehn Jahren von der Kombination aus einer stetigen wirtschaftlichen Erholung nach der Finanzkrise, sinkender Arbeitslosigkeit und fallenden Zinsen. Derzeit sind selbst die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit negativ. Diese Konstellation hat es ermöglicht, ohne größere Konsolidierungsanstrengungen die Staatsschuldenquote erheblich zu senken. Während sie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise auf über 80% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen war, ist sie mittlerweile auf rund 60% gefallen. In den kommenden Jahren wird sie voraussichtlich weiter sinken.

Die Kombination aus Negativzinsen auf deutsche Staatsanleihen und sinkender Staatsverschuldung wirft die Frage auf, ob ein weiterer Abbau öffentlicher Verschuldung aus der Perspektive des volkswirtschaftlichen Vermögensmanagements die optimale Politik darstellt. Verschiedene Autoren haben vorgeschlagen, die niedrigen Zinsen auf deutsche Staats-

anleihen zu nutzen, um ein kreditfinanziertes Vermögensportfolio, also einen Staatsfonds, aufzubauen und die dadurch erwirtschafteten Erträge der Bevölkerung zukommen zu lassen (vgl. Corneo 2018; Fuest 2018). Zwar sind auch bei anderen Aktiva als Staatsanleihen die Renditen in den letzten Jahren vielfach gesunken, aber der Abstand zwischen Renditen mit hohen und niedrigeren Risiken hat zugenommen (vgl. Daly 2016). Für Aktien und Immobilien sind weiterhin ansehnliche Renditen erzielbar, auch wenn das in Folge von Kurs- und Wertschwankungen nicht in jedem Jahr gilt. Der besondere Status Deutschlands als *Safe Haven* innerhalb der Eurozone verstärkt die Renditedifferenz.

Die Frage, welche Auswirkungen ein solcher Staatsfonds auf das volkswirtschaftliche Vermögen und die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt hat, hängt stark von seiner Ausgestaltung ab. Es wäre denkbar, die Erträge aus einem solchen Fonds in den allgemeinen Staatshaushalt fließen zu lassen, sie privaten Haushalten mit niedrigen Einkommen zukommen zu lassen (vgl. Corneo 2018) oder sie zur Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge einzusetzen (vgl. Fuest 2018). Wichtiger als die Frage, wem die Erträge zukommen, ist allerdings das Investitionsvolumen und die Governance des Fonds. Auch hier sind sehr unterschiedliche Ausgestaltungen möglich.

In Fuest et al. (2019) wird ein Fondsmodell mit der Bezeichnung »Deutscher Bürgerfonds« untersucht, dessen Erträge zur kapitalgedeckten Altersvorsorge aller Bürger beitragen würden. Im Folgenden wird kurz erläutert, wie dieser Fonds funktioniert und welche Erträge man erwarten kann.

Das Konzept des Deutschen Bürgerfonds verfolgt die Idee, die oben erläuterte Renditedifferenz zu nutzen, um die deutschen Bürger bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge zu unterstützen. Dazu sollen in beschränktem Umfang zusätzli-



Clemens Fuest



Christa Hainz



Volker Meier



Martin Werding

\* Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

\*\* Dr. Christa Hainz ist Stellvertretende Leiterin des ifo Zentrums für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung.

\*\*\* Prof. Dr. Volker Meier ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am ifo Zentrum für Arbeitsmarkt- und Bevölkerungsökonomik.

+ Prof. Dr. Martin Werding ist Professor für Sozialpolitik und öffentliche Finanzen an der Ruhr-Universität Bochum und Fellow des CESifo Research Network.

che Staatsschulden aufgenommen werden, im Rahmen der geltenden nationalen und europäischen Staatsverschuldungsregeln.

Die Probleme der kapitalgedeckten Altersvorsorge bei niedrigen Zinsen spielen in der aktuellen politischen Debatte in Deutschland eine zentrale Rolle. Vor diesem Hintergrund analysieren Fuest et al. (2019) das Modell eines durch Verschuldung des Bundes aufgebauten Fonds, dessen Vermögen international in Aktien, Immobilien und Anleihen angelegt wird. Die Überschüsse werden dazu verwendet, jüngeren Jahrgängen beim Erreichen der künftigen Regelaltersgrenze für den Renteneintritt von 67 Jahren eine Kapitalleistung analog zu einer Lebensversicherung zu zahlen.

Wir konzentrieren uns hier auf eine Modellrechnung, in der die gesamte Wohnbevölkerung im erwerbstätigen Alter einbezogen ist, so dass es auch für aktuell rentennahe Jahrgänge Auszahlungen gibt, die allerdings eher gering ausfallen. Der Fonds erreicht nach 50 Jahren seinen Reifezustand mit dem ersten Altersjahrgang, für den im gesamten Erwerbsalter Erträge im Fonds angesammelt worden sind. Nach Tilgung der dafür aufgenommenen Verschuldung beträgt die Kapitalleistung beim Renteneintritt dann in Preisen von 2020 gut 16 000 Euro.<sup>1</sup>

Alle Varianten dieser Modellrechnung zeigen, dass die Idee, die hohe Bonität Deutschlands im Interesse der Bürger gezielt zu nutzen, ohne Verschuldungsregeln zu verletzen, nennenswerte Vermögenssteigerungen und speziell Verbesserungen bei der Altersversorgung ermöglicht. Dabei ist hervorzuheben, dass eine Belastung durch zusätzliche Beiträge, die vor allem für Menschen mit geringen Einkommen kaum zu leisten sind, entfällt. Es sollte nicht verschwiegen werden, dass auch breit gestreute Kapitalanlagen immer Risiken mit sich bringen, aber derartige Risiken bestehen bei jeder Form der kapitalgedeckten Altersvorsorge.

## MODELLRECHNUNGEN ZU FONDSVOLUMEN UND ERTRÄGEN

Für Modellrechnungen zu Aufbau und Ausschüttungen eines deutschen Bürgerfonds werden hier verschiedene Annahmen getroffen. Sie beziehen sich teilweise auf die Ausgestaltung des Fonds und können bei einer praktischen Umsetzung der Idee verändert werden. Teilweise betreffen sie die demographischen und ökonomischen Rahmenbedingungen, unter denen sich die Finanzen des Fonds in Zukunft entwickeln.

Das Hintergrundzenario zur Entwicklung von Demographie, Erwerbstätigkeit und gesamtwirt-

schaftlichem Wachstum in Deutschland im Zeitraum bis 2080 beruht sowohl für die Basisvariante als auch für alle Alternativvarianten der hier vorgestellten Berechnungen auf Langfristsimulationen, die mit Hilfe des Modells SIM.16 erstellt werden.<sup>2</sup> Details zu den Annahmen zur zukünftigen demographischen Entwicklung und zum angenommenen Wirtschaftswachstum finden sich in Fuest et al. (2019).

Wir nehmen an, dass der deutsche Bürgerfonds ab 2020 Jahr um Jahr 0,5% des BIP am Kapitalmarkt aufnimmt und für seine Anteilseigner anlegt. Damit liegt man in der Größenordnung der aktuellen Schuldenbremse des Grundgesetzes, die ein strukturelles Defizit von 0,35% des BIP erlaubt, sowie des Europäischen Fiskalpakts von 2013, nach dem die strukturelle Neuverschuldung auf 0,5% des BIP zu begrenzen ist. Derzeit erwirtschaftet der deutsche Staat Überschüsse, so dass hinreichende Spielräume bestehen, ohne diese Grenzen zu verletzen. Gemessen an aktuellen Gegebenheiten und einschlägigen Erfahrungen treffen wir eher zurückhaltende Annahmen, nach denen der fällige Schuldzins ab 2020 real 1% p.a. beträgt, während der Fonds durch seine Anlagestrategie jeweils eine Rendite von real 3% p.a. erwirtschaftet. Vereinfachend werden diese Werte im gesamten Simulationszeitraum konstant gehalten. Für die korrekte Bestimmung von jährlichen Zinszahlungen und Erträgen sind zusätzlich Annahmen zur Höhe der Inflationsrate erforderlich. Diese wird auf konstant 2% p.a. gesetzt. Der Nominalzins für die vom Fonds aufgenommenen Mittel beläuft sich somit auf rund 3% p.a., und bei der Anlage des Fondsvermögens ergeben sich nominale jährliche Renditen von rund 5,1%. Diese liegen damit in der Größenordnung der durchschnittlichen Renditen des norwegischen Ölfonds. Alle in dieser Studie angegebenen Eurobeträge werden inflationsbereinigt ausgewiesen, in Preisen des Basisjahres 2020.

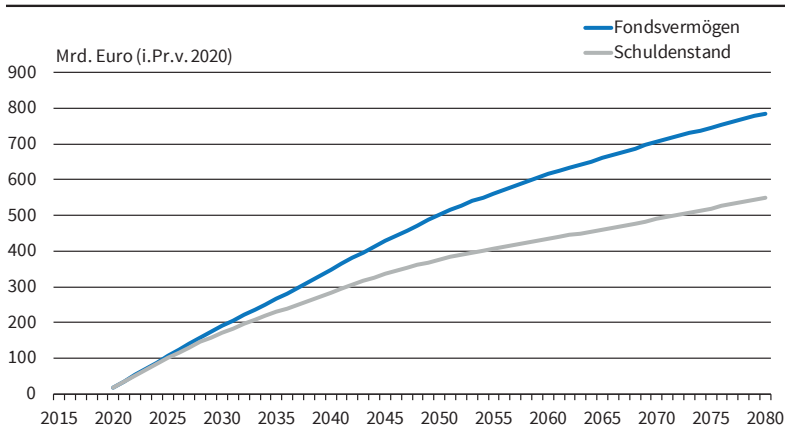
Die jährlichen Zuführungen zum Fonds werden stets zu gleichen Teilen auf alle Anteilseigner aufgeteilt und ihnen in individuellen Konten gutgeschrieben. Wir nehmen an, dass die Anteile an die Wohnbevölkerung im Alter von 15 bis unter 67 Jahren verteilt werden. Die individuellen Fondsanteile variieren mit der Dauer der Teilnahme. Sie bestimmen zugleich, welche Anteile an den Erträgen des Fonds auf individuelle Konten entfallen. Vorab werden aus den Erträgen allerdings auch die laufenden Schuldzinsen auf die Mittel gedeckt, die zur Finanzierung des Fonds aufgenommen wurden, damit sich die laufende Neuverschuldung nicht weiter erhöht.<sup>3</sup> Sobald die Anteilseigner die gesetzliche Regelaltersgrenze erreichen, werden ihre Konten aufgelöst. Aus dem letzten Kon-

<sup>1</sup> Die Analyse in Fuest et al. (2019) enthält neben dem hier dargestellten Basisszenario verschiedene Varianten mit anderen Prämissen bezüglich des Teilnehmerkreises und der Renditen. Mit einer durchschnittlichen Renditedifferenz von 3 Prozentpunkten statt 2 Prozentpunkten im Basisszenario kommt es beispielsweise nach 50 Jahren zu einer Kapitalleistungsauszahlung von etwa 30 000 Euro.

<sup>2</sup> Für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding (2013).

<sup>3</sup> Alternativ könnten die anfallenden Schuldzinsen auch kreditfinanziert und die Neuzuführungen zum Fonds im Gegenzug so begrenzt werden, dass die gesamte Neuverschuldung – wie für die Basisvariante unterstellt – immer nur 0,5% des BIP beträgt. Die finanzielle Entwicklung des Fonds und die Höhe der Auszahlungen an die Anteilseigner blieben davon völlig unberührt.

Abb. 1

**Fondsvermögen und Schuldenstand**  
 2020–2080


Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

tostand werden zunächst die Schulden liquidiert, die auf die individuellen Anteile an den vorherigen Zuführungen zurückgehen. Verbleibende Überschüsse, die aus der Differenz zwischen Schuldzins und erwirtschafteter Rendite resultieren, werden den Anteilseignern für ihre Ruhestandsphase als Kapitalbetrag ausbezahlt. Wenn solche Kapitalbeträge nach einer gewissen Anlaufzeit ausreichend hoch werden, können sie im Prinzip auch in auf Lebenszeit gewährte Renten umgewandelt werden. Für den wenig wahrscheinlichen, aber nicht auszuschließenden Fall von Verlusten müsste man eine staatliche Ausfallgarantie vorsehen, die aus allgemeinen Steuermitteln finanziert wird.<sup>4</sup>

Im Basisjahr 2020 erhält der Fonds nach den hier geschilderten Regeln Zuführungen in Höhe von insgesamt 18,3 Mrd. Euro. Anschließend wächst er rasch an (vgl. Abb. 1). 2030 erreicht das Fondsvermögen – unter Berücksichtigung von Erträgen, fälligen Schuldzinsen und zunächst noch eher geringen Auszahlungen – einen Gesamtwert von rund 190 Mrd. Euro, 2040 dann einen Wert von knapp 350 Mrd. Euro (alle Angaben in Preisen von 2020). Wegen des realen Wachstums des BIP und zunehmender Zinszinseffekte beschleunigt sich das Wachstum in dieser Phase sogar noch. Ab 2050 verlangsamt es sich jedoch zusehends, weil die Auszahlungen an Anteilseigner, die die Regelaltersgrenze erreichen, immer mehr an Gewicht gewinnen. Gegen Ende des Projektionszeitraums geht das Ver-

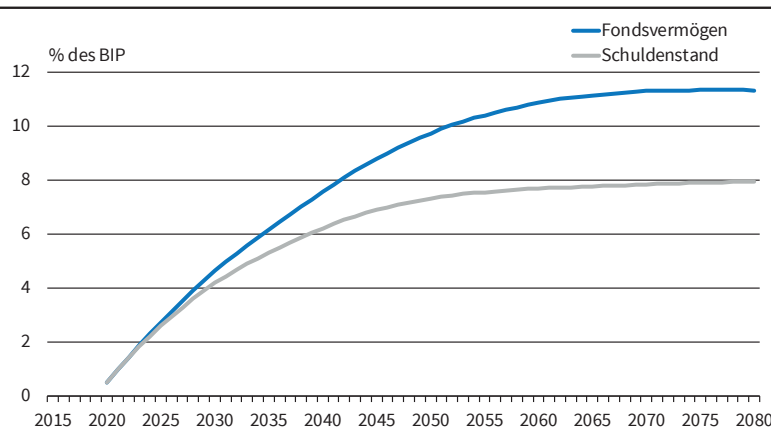
mögen des Fonds preisbereinigt auf 800 Mrd. Euro zu.

Einen ähnlichen Verlauf zeigt auch der Schuldenstand, der durch die jährlichen Zuführungen entsteht – abzüglich der Tilgungen, die gleichfalls immer dann vorgenommen werden, wenn Anteilseigner das Rentenalter erreichen (vgl. Abb. 1). Aufgrund der Differenz zwischen den bei Anlage der Mittel des deutschen Bürgerfonds erzielbaren Renditen und fälligen Schuldzinsen ergibt sich im Zeitablauf allerdings ein wachsender Abstand zwischen dem Fondsvermögen einerseits und dem dafür

aufgenommenen Schuldenstand. 2030 beträgt der erreichte Überschuss gut 18 Mrd. Euro und 2040 rund 62 Mrd. Euro (in Preisen von 2020). Nach 2070 steigt dieser Überschuss inflationsbereinigt auf über 220 Mrd. Euro und stabilisiert sich dann auf diesem Niveau. Diese Beträge stellen jeweils Kapitalreserven dar, die für zukünftige Auszahlungen an alle Anteilseigner zur Verfügung stehen – nicht nur im laufenden Jahr, sondern bis die zu diesem Zeitpunkt jüngsten Teilnehmer die Regelaltersgrenze erreichen.

Ein noch aussagekräftigeres Bild von der Entwicklung des Fondsvermögens und des dahinter stehenden Schuldenstands erhält man, wenn man die jeweiligen Werte in ein Verhältnis zum laufenden BIP setzt (vgl. Abb. 2). Die Schuldenstandquote steigt ab 2020 zunächst 20 Jahre lang recht ungebrochen an. Danach flacht ihr Verlauf allerdings zusehends ab. Auf 2080 zu stabilisiert sie sich bei etwas unter 8% des BIP. Für das Fondsvermögen ergibt sich in dieser Perspektive ab 2020 fast 30 Jahre lang ein steiler Anstieg, der erst ab 2050 erkennbar nachlässt. Nach 2070 liegt

Abb. 2

**Fondsvermögen und Schuldenstand je BIP**  
 2020–2080


Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werding 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

<sup>4</sup> Bei der Governance des Fonds ist darauf zu achten, dass diese Verlustausgleichsgarantie nicht mit exzessiver Risikoneigung beantwortet wird.

das Vermögen dann ebenfalls recht konstant bei 11,3% des BIP. Als Überschuss des Fondsvermögens über den Schuldenstand ergeben sich auf Dauer somit Werte von rund 3,4% des jeweiligen BIP.

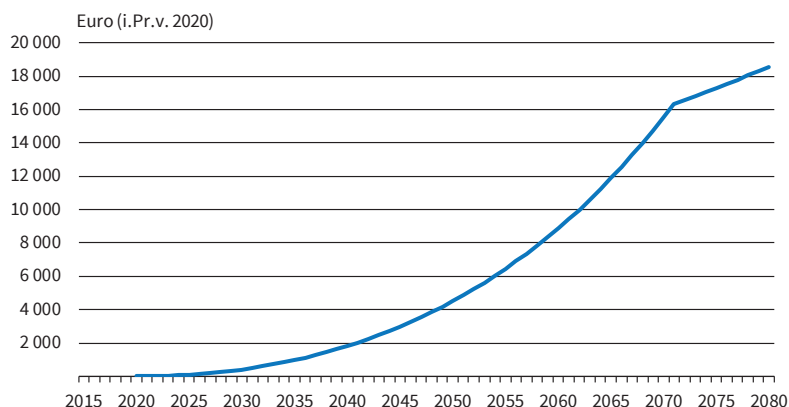
Für Personen, die bei Einführung des deutschen Bürgerfonds im Jahr 2020 zu den ältesten Anteilseignern zählen, führt die unterstellte Differenz zwischen Schuldzinsen und Fondserträgen bei baldiger Liquidierung ihrer Fondsanteile – mangels nennenswerter Zinseszinsseffekte – zunächst nur zu sehr kleinen Kapitalauszahlungen.

Verteilt man die Zuführung von 18,3 Mrd. Euro im ersten Jahr auf 54,4 Mio. Mitglieder, erhält jedes davon einen Anlagebetrag von knapp 340 Euro, der im Extremfall schon im nächsten Jahr zurückgezahlt werden muss, verzinst mit 3% bei einem Ertrag von gut 5%. In den Folgejahren steigt der Anlagebetrag je Mitglied an. Er erreicht 2030 knapp 500 Euro, 2040 knapp 700 Euro und wächst nach 2050 auf über 1 000 Euro im Jahr an (alle Angaben in Preisen von 2020). Da diese Beträge später jeweils zurückgezahlt werden müssen, ergeben sich höhere Auszahlungsbeträge in erster Linie über eine längere Anlagedauer. Diese beträgt maximal 52 Jahre, wenn der Mitgliederkreis die Wohnbevölkerung im Alter von 15 bis unter 67 Jahren umfasst, und wird erst ab 2071/2072 erreicht.

Kapitalauszahlungen an Personen, die bis 2030 die Regelaltersgrenze erreichen, fallen daher noch fast vernachlässigbar gering aus. Sie erreichen in diesem Jahr gut 400 Euro, steigen bis 2040 dann auf gut 1 800 Euro und bis 2050 weiter auf rund 4 500 Euro (alle Angaben in Preisen von 2020).<sup>5</sup> Wegen immer stärkerer Zinseszinsseffekte ist der Anstieg in diesem Zeitraum exponentiell. Für 2071 ergibt sich erstmalig eine Kapitalauszahlung, die preisbereinigt 16 000 Euro übersteigt (vgl. Abb. 3). Erst anschließend ist das System voll eingeführt. Die Auszahlungsbeträge erhöhen sich dann nur noch mit dem (realen) Wachstum der Anlagebeträge und den damit erzielten Erträgen. Alle diese Angaben gelten für Anteilseigner, die die maximale Anlagedauer für ihren Geburtsjahrgang realisieren. Wenn individuelle Fondsanteile erst ab einer Zuwanderung im Alter über 15 Jahren erworben werden, können sich im Ein-

Abb. 3

#### Kapitalauszahlungen bei Eintritt ins Rentenalter (2020–2080)



Quelle: Modell SIM.16 (für eine genauere Beschreibung von Datengrundlagen und Modellierungen vgl. Werdning 2013 sowie Fuest et al. 2019, Tab. A 3).

© ifo Institut

zelfall geringere Effekte ergeben. Dasselbe gilt, wenn sie im Falle einer (temporären) Auswanderung ruhen, bei Erreichen der Regelaltersgrenze aber gleichwohl abgerufen werden können. Für die aggregierte Entwicklung des Fonds sind Zu- und Abwanderungen, inkl. Rückwanderungen in jeder Richtung, dagegen neutral.

Unter Umständen erscheint es zwar nicht als lohnend, geringe Kapitalauszahlungen, wie sie in der Frühphase des Fonds erreicht werden, in Renten umzuwandeln, die ab Erreichen der Regelaltersgrenze auf Lebenszeit gewährt werden. Die aus einer solchen Verrentung resultierenden Ansprüche geben aber eine zusätzliche Vorstellung von der Größenordnung der Effekte des Bürgerfonds. Bei der Ermittlung entsprechender jährlicher Renten wird hier unterstellt, dass sie auf einer versicherungsmathematisch fairen Umwandlung basieren.

Mitglieder des Jahrgangs 2005, die die Regelaltersgrenze 2072 – erstmalig nach maximaler Anlagedauer – erreichen, erhalten nach einer solchen Verrentung ihrer Kapitalauszahlung eine jährliche Rente, die sich preisbereinigt auf knapp 1 270 Euro beläuft; dies entspricht 6,9% des nach Liquidierung der Fondsanteile ausgezahlten Kapitalbetrags bzw. einer Monatsrente von 105 Euro (in Preisen von 2020). Es erreicht damit die Größenordnung einer typischen Zusatzrente aus betrieblicher oder privater Vorsorge, die in der Erwerbsphase nicht jahrzehntelang, sondern nur phasenweise bedient wurde, im Alter aber einen willkommenen Beitrag zur Sicherung des Lebensstandards leistet. Zudem sind die Kapitalauszahlungen und die daraus erreichbaren Rentenbeträge vom sonstigen Einkommen der Bezieher völlig unabhängig. Für Personen, die wegen fragmentierter Erwerbsbiographien oder niedriger Löhne nur geringe Ansprüche auf gesetzliche Renten oder aus anderen Vorsorgesystemen erworben haben und daher von Altersarmut bedroht sind, können Beträge der hier ermittelten Größenordnung eine

<sup>5</sup> Falls Anteilseigner vor Erreichen der Regelaltersgrenze sterben, wird in den Berechnungen eine versicherungstechnische Vererbung aller ihrer bis dahin angesammelten Fondsanteile an andere Anteilseigner aus dem gleichen Geburtsjahrgang unterstellt. Das gleiche gilt für ihre Anteile an der zur Finanzierung des Fonds aufgenommenen Verschuldung und damit auch für die im Erlebensfall auszuzahlenden Überschüsse.

unverzichtbare Komponente ihrer Alterssicherung darstellen.

## KRITISCHE WÜRDIGUNG

Die Einrichtung eines Staatsfonds, wie er hier skizziert wird, wäre für Deutschland eine grundlegende Neuerung. Die Idee, in großem Umfang neue Staatsschulden aufzunehmen und die Mittel am Kapitalmarkt zu investieren, erscheint schwer vereinbar mit der grundlegenden Einsicht, dass die Bürger am besten selbst für ihre Altersvorsorge sorgen und selbst entscheiden sollten, wie sie ihre Ersparnisse investieren. Aus ökonomischer Sicht ist es allerdings durchaus sinnvoll, eine allgemeine Pflicht zur Altersvorsorge vorzugeben, um zu verhindern, dass sich Einzelne auf sozialstaatliche Unterstützung im Alter verlassen. Darüber hinaus ist es auch aus ökonomischer Sicht durchaus sinnvoll, die sehr guten Verschuldungskonditionen des Staates bei der Gestaltung der Staatsfinanzen nicht außer Acht zu lassen. Theoretisch wäre es denkbar, dass der Staat Schulden aufnimmt und die Mittel direkt an die Bürger ausschüttet (oder Steuern senkt) und jeder Bürger verpflichtet wird, eine angemessene Altersvorsorge vorzuweisen. Diese Lösung käme dem hier vorgeschlagenen Staatsfonds aber sehr nahe. Das wichtigste politökonomische Risiko eines Staatsfonds liegt sicherlich darin, dass die Mittel zweckentfremdet werden, beispielsweise indem mit der Anlagepolitik politische Ziele (*greening the economy*, Stützung maroder Unternehmen) verfolgt werden, die mit der Renditemaximierung in Konflikt stehen. Hier ist es entscheidend, für eine institutionelle Absicherung zu sorgen, die den Fonds dem politischen Tagesgeschäft entzieht. Beispielsweise könnte die Deutsche Bundesbank beauftragt werden, die Aufsicht über den Bürgerfonds zu übernehmen.

Zu den wesentlichen sonstigen Risiken des deutschen Bürgerfonds zählen Kursschwankungen, die gegebenenfalls den Auszahlungsbetrag der Anteilseigner noch im letzten Jahr vor der Auszahlung negativ beeinflussen können. Dies ließe sich allerdings ähnlich der Vorgehensweise bei vielen fondsbasierten privaten Rentenversicherern intern reduzieren, indem ein fiktiver Handel zwischen alten und jungen Anteilseignern stattfindet, wobei die alten Anteilseigner Aktien verkaufen und Anleihen erwerben. Von der Finanzierungsseite her kann es über die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen ebenfalls zu Schwankungen der Nettoerträge kommen. Zwar sind die in der Simulation angesetzten Nominalzinsen von 3% gegenwärtig klar zu hoch angesetzt, so dass aktuell eine höhere Renditedifferenz der Anlagen des Fonds zu den Finanzierungskosten als realisierbar erscheint. Umgekehrt hat es in der Vergangenheit aber längere Phasen gegeben, in denen auf deutsche Anleihen ein Zinssatz von 3% überschritten wurde, was das Erwirtschaften eines Überschusses erschwert. Hierzu erscheint es

angemessen, eine Stoppregel vorzusehen, sobald ein kritischer Zinssatz von zum Beispiel 6% erreicht ist, zu dem es unwahrscheinlich erscheint, dauerhaft eine höhere Rendite auf dem Kapitalmarkt zu erwirtschaften.

Hinsichtlich des Ertrags bestehen zusätzliche Risiken vor allem bei Anlagen im Ausland, es ergeben sich aber auch Chancen und Risikominderungen durch Diversifizierung. Außerhalb des Bereichs der Eurozone ist mit Wechselkursschwankungen zu rechnen. Ferner ergeben sich Probleme durch eine ausländische Quellensteuer, die möglicherweise nicht einholbar ist, sowie politische Risiken, die im Extremfall den Charakter von Enteignungen haben können. Gleichzeitig ist eine breite internationale Streuung der Anlagen notwendig und sinnvoll, weil natürlich auch Anlagen im Inland Risiken aufweisen. Für den unwahrscheinlichen Fall, dass bei einzelnen Kohorten die Schulden des Fonds die Aktiva übersteigen, müsste der Bund den Ausfall übernehmen, da negative Auszahlungen kaum denkbar sind. Es wäre auch möglich, in diesem Fall die Verluste auf mehrere Kohorten zu verteilen. Dazu sollten bei Gründung des Fonds eindeutige Regelungen getroffen werden, damit der Fonds nicht zum Gegenstand von politischen Verteilungskämpfen wird.

Zu den positiven Anreizwirkungen zählt die Disziplinierung der Fiskalpolitik. Soweit die Neuverschuldungsregeln tatsächlich beachtet werden und beim Aufbau des deutschen Bürgerfonds greifen, kann die volle Zuführung in den Fonds nur dann erfolgen, wenn der Staat ansonsten einen ausgeglichenen Haushalt aufweist. Daher besteht ein besonderes Interesse der Wähler, insbesondere der Ärmere, für die die Kapitalleistung eine bedeutende Einnahmequelle darstellt, das Verschuldungspotenzial in voller Höhe zu erhalten, damit die Zuführung in den Kapitalstock so hoch wie möglich ausfallen kann. Ebenso ist ein Widerstand der Wähler zu erwarten, falls die Politik auf die Konten der Anteilseigner oder etwaige Reserven im Fonds zugreifen möchte oder die Anlagepolitik des Fonds beeinflussen will. Um dieses Risiko weiter zu verringern, wäre aber eine Ansiedlung des Fonds an einer gegen einen derartigen Zugriff geschützten Stelle ratsam, wobei sich insbesondere die Bundesbank anbietet. Um ein professionelles Vermögensmanagement zu gewährleisten, wäre ein Rückgriff auf Expertise des Finanzsektors naheliegend, wobei strikt darauf zu achten ist, die Verwaltungskosten gering zu halten. Die vom norwegischen Staatsfonds ausgewiesenen Kosten in Höhe von acht Basispunkten können dabei als Orientierung dienen.

Nicht unwesentlich erscheint die Möglichkeit der Imitation durch andere Staaten, insbesondere aus der Eurozone, die gegenwärtig ebenfalls von der Niedrigzinsphase profitieren. Nach den Erfahrungen aus dem laxen Umgang mit den Maastricht-Kriterien könnten auch höher verschuldete Länder die hier skizzierte Möglichkeit nutzen, sich womöglich höher verschul-

den und gemessen am BIP einen noch größeren Fonds aufbauen. Vom deutschen Fonds in der hier dargestellten Größe ist angesichts der geplanten weltweiten Anlage nicht zu erwarten, dass die internationalen Aktien- und Anleihemärkte dadurch erheblich gestört werden. Dies kann sich ändern, wenn viele Staatsfonds beachtlicher Größe aufgelegt werden. Die Preise der Anlagen könnten dadurch derart nach oben getrieben werden, dass die Renditedifferenz zwischen den Anlagen und den Finanzierungskosten auf die Dauer niedriger ausfällt als hier dargestellt.

## LITERATUR

---

Corneo, G. (2018), »Ein Staatsfonds, der eine soziale Dividende finanziert«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 19(2), 94–109.

Daly, K. (2016), »A Secular Increase in the Equity Risk Premium«, *International Finance* 19(2), 179–200.

Fuest, C. (2018), »Der Schatz der Deutschen«, *Handelsblatt*, 5. Dezember, 48.

Fuest, C., Chr. Hainz, V. Meier und M. Werding (2019), *Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds*, ifo Studie, ifo Institut, München.

Werdning, M. (2013), *Modell für flexible Simulationen zu den Effekten des demographischen Wandels für die öffentlichen Finanzen in Deutschland bis 2060: Daten, Annahmen und Methoden*, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.