

Positionspapier der Landesfachkommission Finanzmarktpolitik und Vorsorge

Wirtschaftsrat der CDU e.V.
Luisenstr. 44
10117 Berlin
Telefon: 0 30 / 240 87 - 213
E-Mail: info@wirtschaftsrat.de

Inflation und Altersvorsorge: Was sind die Handlungsnotwendigkeiten?

Ziel dieses Positionspapiers ist die Darstellung des sich aus der Fiskal- und Geldpolitik weiter verstärkenden Konfliktes innerhalb der Eurozone als Resultat der Krisenbewältigungsmaßnahmen. Ebenso diskutieren wir das „Moral Hazard“ der EZB, welches sich aus unserer Sicht aus der überzogenen Rettungspolitik und implizit einer zu expansiven Geldpolitik ergibt, was als Konsequenz zu einer Abhängigkeit der EZB von ihren Staatschuldnern geführt hat.

Zudem versuchen wir, die Konsequenzen für den deutschen Generationenvertrag abzuleiten und aufzuzeigen, welches die Konsequenzen für eine Volkswirtschaft mit unserer demographischen Situation sind, sowie welche politischen Konsequenzen und Handlungsnotwendigkeiten sich daraus ableiten.

Bei der Staatsverschuldung und der EZB-Politik handelt es sich heute um kommunizierende Röhren, da die Finanzierung der dargestellten Verschuldungsniveaus ohne die Interventionen der EZB und rein auf Basis des Kapitalmarktes voraussichtlich nicht möglich gewesen wäre. Zumindest hätte dies zu Risikoauflagen geführt, welche die hoch verschuldeten Länder und voraussichtlich insbesondere Italien und Frankreich auch aufgrund ihrer Bedeutung für die Eurozone an den Rand einer Verschuldungskrise geführt hätten.

Zudem war dieser Zustand nie gewollt, da dem Gesamtkonzept der Währungsunion eine klare Trennung von Finanz- und Geldpolitik zugrunde liegt und erstere eindeutig und ausschließlich in der Verantwortung der Länder liegt.

1. Die Wirtschaftskrisen seit 2008 und die Bedeutung für die Eurozone

Die Eurozone hat mit der Finanzkrise von 2007 – 2012 und der Covid-19 Pandemie zwei Wirtschaftskrisen durchlaufen, die eine deutliche Erhöhung der Staatsverschuldung in der Eurozone und eine expansive Geldpolitik der EZB in bisher unbekanntem Maße nach sich gezogen haben. Insbesondere für die bereits hochverschuldeten großen Industrienationen Frankreich und Italien hat dies zu - zum Zeitpunkt der Vereinbarung der Währungsunion unvorstellbaren - Verschuldungsniveaus und zu einer Abweichung von den Maastricht-Kriterien geführt. So liegt Frankreich 55% über dem Maastricht-Kriterium von 60% und Italien überschreitet dieses Kriterium sogar um 93%.

Ebenso muss festgestellt werden, dass die EU-Kommission als Hüterin der Verträge ihrer Verantwortung bisher nicht gerecht geworden ist und seit Beginn der Währungsunion nicht ein Defizitverfahren zu Ende geführt wurde, sondern alle ausgesetzt wurden.

Ein weiteres Element zur Krisenbewältigung stellte die Unterstützung der Bundesregierung des Solidaritätsfonds der Europäischen Union dar, was implizit auch als deutsche Rating- und Finanzunterstützung für die Eurozone gesehen werden kann. Gleichwohl führt auch der Solidaritätsfonds aggregiert betrachtet zu einer Erhöhung des Verschuldungsniveaus.

2. Die Bedeutung des Subsidiaritätsprinzips

Es sei hier nochmals an die Forderung des Wirtschaftsrates eines strengen Subsidiaritätsprinzips und damit die Eigenverantwortlichkeit der Länder erinnert. Eine Gemeinschaft kann langfristig nur im Rahmen eines klaren Wertekodex funktionieren, der die Partner nicht überfordert und ein „Free Rider Prinzip“ ausschließt. Wenn dieses Selbstverständnis verloren ginge oder bereits verloren wäre, muss aus unserer Sicht alles unternommen werden, um dies zum Wohle unserer Völker wiederherzustellen.

Der gute Europäer im Sinne der Gemeinschaft ist deshalb derjenige, der sich so verhält, dass er für sich Vorsorge trägt und nicht Partner aufgrund seiner fehlenden Verantwortlichkeit in eine Zwangssituation bringt, die langfristige Unterstützung notwendig macht.

Die Gemeinschaft muss deshalb von einem positiven Wettbewerbsverständnis getragen werden, welches die Volkswirtschaften der Eurozone langfristig stärkt und Wachstum durch Produktivitätsfortschritte und nicht durch ausuferndes Ausgabeverhalten anstrebt. Dies muss das Grundverständnis deutscher Politik sein, insofern man wirklich langfristig die Stabilität Europas sichern möchte.

3. Steigende Inflationserwartung – der Abschied aus der Rettungspolitik?

Im Kontext steigender Inflationsraten und in Verbindung mit der zunehmenden Überzeugung, dass diese nicht nur von vorübergehender Natur sind, stellt sich nunmehr zusätzlich die Frage, ob die Governance der EZB nur in wirtschaftlichen Krisenzeiten funktionsfähig ist. Eine weitere Frage ist, ob der Zentralbankrat auch die Kraft hat Maßnahmen zu ergreifen, die das Inflationsziel und nicht die Kontrolle der Verschuldungssituation einzelner Länder zum Zentrum der Entscheidungsfindung machen.

Zudem muss man sich der Dimension der Intervention bewusstwerden, da wir auf Basis der Bilanz der EZB in der Eurozone einer Überschussliquidität von EUR 4.500 Mrd. konfrontiert sind.

Es muss deshalb hinsichtlich des Ausstiegs aus der Rettungspolitik eine gewisse Skepsis bestehen, vergleicht man beispielsweise die Entscheidungen mit denen der FED in den USA, die bereits entschlossene Zinserhöhungen durchgeführt, weitere für das laufende Jahr angekündigt hat und zudem den Kauf von amerikanischen Staatsanleihen einstellt. Dies übt auch auf die EZB erheblichen Druck aus, da die Zinsunterschiede bei annähernd gleicher Inflationserwartung signifikant werden können.

Selbst wenn eine leichte Straffung der Geldpolitik stattfindet, verharrt die EZB auch in ihrer Kommunikation in dem alten Muster und redet die ausufernde inflationäre Entwicklung klein. Es besteht damit das Risiko, dass die EZB ihre Glaubwürdigkeit weiter verliert und die fehlenden Maßnahmen zur Reduktion des Liquiditätsüberschusses zu einer steigenden Verunsicherung und damit einer erhöhten Volatilität der Kapitalmärkte führen.

Dies wird inzwischen auch vom Kapitalmarkt so bewertet, was dazu geführt hat, dass bereits eine deutliche Zinserhöhung eingepreist ist und sich die Zinsaufschläge europäischer Staatsanleihen signifikant erhöht haben. Letzteres könnte dabei eine Eigendynamik entwickeln, wenn die Markteinschätzung die Inflationserwartung treibt und die EZB weiterhin der Preisdynamik hinterherläuft.

4. Governance – funktionsfähig auch für die eigentliche Aufgabe der EZB?

Die EZB wurde zunehmend sowohl von der Politik als auch von den Medien als die einzig funktionierende europäische Institution beschrieben. Dies ist schon aufgrund der fehlenden demokratischen Legitimation ein Paradoxon, gleichwohl muss hinterfragt werden, ob diese Einschätzung auch in dem neuen Kontext trägt.

Betrachtet man die Zusammensetzung des Zentralbankrates mit seinen 25 Mitgliedern (inklusive Direktorium) und bald 26 nach Beitritt Kroatiens, so kommt man zu mehreren Erkenntnissen und insbesondere der, dass die Wirtschaftskraft und der Anteil eines Landes am Bruttoinlandsprodukt der Eurozone eigentlich kaum eine Bedeutung haben.

So kann die Mehrheit, also 11 Stimmen unter Betrachtung des Rotationsprinzips, bereits von Ländern erreicht werden, die hinsichtlich des Bruttoinlandsproduktes deutlich unterrepräsentiert sind.

Betrachtet man dies aus Sicht deutscher Interessen, also einer auf fiskalpolitischer sowie Inflationsbegrenzung setzenden und unseren Generationenvertrag absichernden Wirtschaftspolitik, so stellt sich dieses Bild im ersten Eindruck eher positiv dar, da der größere Anteil der kleineren Länder niedrige Verschuldungsquoten aufweist. Beispielhaft hierfür sind insbesondere Estland, Luxemburg, Litauen und Lettland.

Nimmt man eine maximale Verschuldungsgrenze von 85% des Bruttoinlandsproduktes als Grenze und unterstellt, dass die Direktoriumsmitglieder, wenngleich als unabhängig angesehen, doch die Interessen ihrer Länder repräsentieren, so addiert sich dies auf 15 Stimmen. Rein theoretisch müsste es also möglich sein, eine Mehrheit zu finden, die das Umschwenken auf eine restriktivere Geldpolitik erlaubt und durchsetzt. Die nächsten Monate werden somit entscheidend sein, ob diese eigentlich gegebene Interessenidentität auch zu den notwendigen Entscheidungen führt und die Glaubwürdigkeit der EZB sichert.

Sieht man allerdings die nach wie vor große Zurückhaltung des Zentralbankrates, unpopuläre, die hoch verschuldeten Länder belastende Entscheidungen zu treffen, so stellt sich die Frage, warum nicht bereits heute eine deutliche restriktivere Geldpolitik angekündigt wird.

Hierfür könnten zwei Gründe vorhanden sein:

- Der Zentralbankrat hat für sich die Erkenntnis gewonnen, dass die eigene Rettungspolitik eine solche Dimension angenommen hat, dass eine adäquate Art von Abkehr hiervon automatisch signifikante Risiken für die hochverschuldeten Länder und die Eurozone in der Summe nach sich zieht und man damit Gefangener der eigenen Politik geworden ist.
- Die kleineren Länder mit niedrigen Verschuldungsquoten haben eine andere Prioritätensetzung, da sie in aller Regel und in relativer Betrachtung die großen Nettoempfänger im Finanzausgleich der Europäischen Union sind. Die Gesellschaften sind eher jung verglichen mit der deutschen Demographie und haben zudem eine Währungshistorie, die nicht die gleiche Inflationsangst wie in Deutschland nach sich zieht.

Es wäre also eigentlich zielgerichtet, unter deutscher Führung eine Interessengemeinschaft anzustreben, die wieder zu einer tragfähigen Finanzpolitik in der Eurozone führt, und dass durch eine restriktive Geldpolitik der EZB Druck auf die überkonsumierenden Länder ausgeübt und damit eine Konvergenz zu Stabilität durchgesetzt wird.

Zudem müsste zudem verhindert werden, dass über das heute noch nicht konkret definierte TPI (Transmission Protection Instrument) es zu einer Abweichung von den Kapitalschlüsseln und einem faktischen Rechtsbruch durch die EZB kommt.

Gleichwohl sinnhaft, sehen wir eher ein Szenario, welches auch durch die neue Bundesregierung unterstützt wird, dass die Verschuldungspolitik fortsetzt und die Geldpolitik überexpansiv belässt und somit zu einer nachhaltigen Steigerung der Inflation führt.

Was auch immer schlussendlich der Grund sein wird, sieht man das bisherige Nachlaufen der EZB, so bleibt leider zu erwarten, dass wir damit einer Zeit deutlich erhöhter Inflationsraten entgegengehen, die für Deutschland sowohl für den Generationenvertrag als auch die Altersvorsorge deutliche Spannungen bringen wird und somit aus deutscher Sicht eine umso höhere Notwendigkeit des Handelns nach sich zieht.

5. Inflation beschädigt die Altersvorsorge

Wenn es also politökonomisch nicht unwahrscheinlich ist, dass die Inflation weiter steigt, hat das weitreichende Folgen für die Altersvorsorge.

Inflation vermindert die Kaufkraft bei solchen Zahlungen, die nominal fixiert sind. Dazu gehören insbesondere Löhne und Rentenzahlungen. Es geht bei der Inflationsbekämpfung unter anderem gerade darum, keine Lohn-Preis-Spirale zu haben, so dass Lohnsteigerungen unterhalb der Inflationsrate liegen. Damit wiederum werden Löhne entwertet. Das gleiche gilt für Rentenzahlungen, die an die Lohnentwicklungen gekoppelt sind. Hinzu treten zeitliche Verzögerungseffekte vom Auftreten der Inflation über die Lohnsetzung bis zur Festlegung der Renten. Wenn sich dann die Inflation auch noch gerade dort zeigt, wo Rentner hohe Ausgaben haben – wie etwa für Heizung, Strom oder Gesundheitsleistungen –, ist der Kaufkraftverlust besonders hart.

Inflation führt zu höheren Zinsen. Selbst wenn die EZB und die Kapitalmärkte nicht jede Inflationsbewegung vollständig in höheren Zinsen abbilden, werden Zinsen tendenziell steigen. Das wiederum wird alle Refinanzierungen des Staates verteuern. In den letzten Jahren hat der Bundeshaushalt zunehmend Zuschüsse zur deutschen Rentenversicherung geleistet. Sie betragen jetzt über 100 Mrd. Euro. Es hatte zeitweise den Eindruck, dass man bei Niedrig-, Null- und am Ende gar Negativzinsen jede staatliche Ausgabe finanzieren könnte – ohne die Zinslast zu erhöhen. Geldpolitik konnte Staaten „unendlich“ indirekt finanzieren.

Das kehrt sich um bei steigenden Zinsen, zumal verbunden mit wieder zurückgehendem Wachstum. Die Zuschüsse belasten den Staatshaushalt immer mehr und stehen in schärferer Konkurrenz zu anderen Ausgaben, bspw. für Digitalisierung, Bekämpfung des Klimawandels oder Verteidigung. Die Zuschüsse müssen bei stärker steigenden Zinsen reduziert werden, oder die Steuern müssen erhöht werden. Also steigt bei unveränderter Besteuerung die Verschuldung nur dann nicht, wenn die Zinsrate unterhalb der Wachstumsrate und Preissteigerungsrate gehalten werden kann. Das wiederum könnte der Inflationsbekämpfung konträr gegenüberstehen.

Auch bei der privaten Rentenversicherung vermindert die Inflation die Kaufkraft der garantierten Rentenzahlungen. Würden die Zinsen nicht steigen, verlören die Kunden bei Inflation doppelt: auf der Sparsseite und auf der Auszahlungsseite. Wenn die Zinsen steigen, werden im Zeitverlauf auch die Zinseinnahmen steigen und können somit als „Überschüsse“ neben den fixen, garantierten Renten ausgezahlt werden. Auch hier gibt es zeitliche Verzögerungseffekte vom Auftreten der Inflation über die Zinssteigerung bis zur Auszahlung der Renten, die durch große Versichertenkollektive und diversifizierte Kapitalvermögen abgefangen werden können. Generell ist die private

Rentenversicherung im Gegensatz zur heutigen staatlichen Rentenversicherung ausfinanziert.

Insofern ist es wünschenswert, wenn die Inflation niedrig und stetig gehalten wird. Es ist wünschenswert, wenn sich die Zinsen am Kapitalmarkt ohne starke Zentralbankeingriffe bilden können. Und es ist wünschenswert, wenn das staatliche Rentensystem in sich stabil ist und keine über die versicherungsfremden Leistungen hinausgehenden Zuschüsse aus dem Staatshaushalt benötigt.

6. Demografie ist das Problem in der staatlichen Altersvorsorge

Da das Rentensystem ein Generationenvertrag ist, der auf der Umverteilung von Einkommen beruht, muss notgedrungen bei immer mehr Rentenempfängern und älter werdenden Rentnern ein Ausgleich im System erfolgen – soll es nicht der Steuerzahler übernehmen. Alle wesentlichen Fakten zur Demografie und Systemstabilisierung sind aus einer ganzen Reihe von überparteilichen Rentenkommissionen, Gutachten von Beiräten oder wissenschaftlichen Erkenntnissen bekannt. Zwei Hauptaussagen können getroffen werden:

Unter den gegebenen Bedingungen in Deutschland ist die Verlängerung der Lebensarbeitszeit das wohl effektivste Instrument. Damit werden auf der einen Seite mehr Einzahlungen geleistet und auf der anderen Seite der Anstieg der Auszahlungszeiten begrenzt. Die Verlängerung der Lebensarbeitszeit wiederum kann durch Verschiebung, wenn nicht gar Aufhebung, des Renteneintrittsalters geschehen. Mindestens genauso wichtig, kann sie auch durch die Verlängerung des effektiven Renteneintrittsalters geschehen. Am besten beides und am besten baldmöglich.

Um das Rentensystem demografisch zu stabilisieren, müssen zudem alle Instrumente auf den Prüfstand, sei es auf der Einnahmenseite (Zuwanderung, Arbeitsanreize, Geburten- und Kinderförderung, Bemessungsgrenzen, Rentenbeitrag etc.), auf der Ausgabenseite (Herausnahme versicherungsfremder Leistungen, Äquivalenzprinzip, Rentenhöhe etc.) und auf der Organisationsseite (Digitalisierung, Vereinfachung etc.). Eine Quadratur des Kreises durch die Fixierung von Einnahmen und Ausgaben bei veränderter Demografie ist nicht machbar.

Es wäre zudem zu begrüßen, wenn der Staat mit gutem Beispiel vorangeht. Es ist an der Zeit, die Beamtenversorgung zu reformieren.

7. Private und betriebliche Altersvorsorge sind notwendig

Als neue Idee wird die Einführung einer kapitalgedeckten Komponente im staatlichen Rentensystem diskutiert, wobei unter Kapitaldeckung vereinfacht nur Aktieninvestments verstanden werden. Hier müssen jedoch die Größenordnungen und die Probleme der Umstellung herausgestellt werden.

Die deutsche Rentenversicherung hat heute Ausgaben von ca. 340 Mrd. Euro. Wenn man nun annimmt, dass diese Leistungen vollständig aus einem Kapitalstock bedient werden sollen, müsste dieser bei einer durchschnittlichen Verzinsung von 5% (also Faktor 20) ca. 6.800 Mrd. Euro betragen. Dies muss ins Verhältnis gesetzt werden:

- Dafür müsste für zwei Jahre das gesamte deutsche Bruttoinlandsprodukt von ca. 3,6 Billionen Euro p.a. nur für die staatliche Rente zur Seite gelegt werden. Bei einer Staatsquote (Anteil am BIP) von 50% sind das schon vier Jahre des gesamten Staatshaushaltes.
- Dafür müsste die staatliche Rente nochmal so viel Geldvermögen bilden, wie alle privaten Haushalte in den letzten Jahrzehnten bei Banken, Versicherungen und in Wertpapieren

gebildet haben. Von den ca. 7,3 Billionen Euro sind übrigens nur ca. ein Drittel in Wertpapieren angelegt, und auch diese nicht alle in Aktien.

- Die staatliche Rentenversicherung würde den DAX 40 mit einer Marktkapitalisierung von ca. 1,6 Billionen Euro (Stand Februar 2022) mindestens vier Mal komplett kaufen.

Damit wird deutlich, dass es einer gewaltigen, disziplinierten und jahrzehntelangen Sparanstrengung des Staates bedürfte, einen solchen großen Kapitalstock aufzubauen. Jeder, der schon einmal ein Haus finanziert hat, weiß wovon die Rede ist.

Es wird auch deutlich, dass für Investitionen des Kapitalstocks der deutschen Rentenversicherung der internationale Aktienmarkt genutzt werden müsste. Internationale Aktieninvestments wiederum sind nicht risikolos zu haben, womit entschieden werden müsste, wer die Risiken trägt. Das ist umso herausfordernder, wenn am Ende des Investments feste Rentenzahlungen stehen. Und in einer alternden Gesellschaft mit immer mehr Rentenbeziehern würde auch das kapitalgedeckte Rentensystem zunehmend sicherere Anleihen halten müssen.

Auch aus ordnungspolitischen Gesichtspunkten ist zu überlegen, ob neben staatlichen Zentralbanken als große Wertpapierkäufer der Staat zusätzlich zu seiner Rolle als großer Schuldner nun auch noch als großer Kapitalanleger auftreten sollte.

Die korrespondierende Nichteinzahlung in das deutsche Rentensystem lässt den Generationenvertrag weiter in Schieflage geraten. Jeder nicht in das Umlageverfahren eingezahlte Euro muss woanders gegenfinanziert werden, bspw. durch staatliche Zuschüsse oder Rentenabsenkungen der Verbliebenen. Und das just in einer Zeit, in der die Babyboomer in Rente gehen. Die Umstellung des staatlichen Systems würde enorme Herausforderungen mit sich bringen.

Warum aber umstellen, wenn es doch schon eine kapitalgedeckte Altersvorsorge gibt? Allein die deutschen Lebensversicherungen zahlen ca. 80 Mrd. Euro Leistungen jährlich aus. Dahinter steht ein Kapitalstock von ca. 1,1 Billionen Euro. Hinzu kommen noch die betriebliche Altersvorsorge und eine Reihe weiterer kapitalgedeckter Sondersysteme. Zudem sorgen Bürger auch durch die Bildung von eigenen Wertpapier- und Immobilienvermögen für das Alter vor.

Eine Erkenntnis der früheren Reformen sollte somit nicht vergessen werden. Es ist gut, Mischsysteme in der Altersvorsorge zu haben, um sowohl gegen demografische als auch gegen Kapitalmarkt-Probleme gewappnet zu sein. Hinzu kommt eine klare Trennlinie von verpflichtender Umlagefinanzierung im staatlichen Rentensystem und freiwilliger, teilweise geförderter Kapitaldeckung im privaten und betrieblichen Rentensystem. Jede Säule der Altersvorsorge tut gut daran, ihre Reformen voranzureiben, denn am Ende benötigen wir alle Säulen, um ein auskömmliches Leben der Menschen im Alter gewährleisten zu können.