

Professor Christoph A. Schaltegger,

Vorsorgestaat in der Klemme?

*Die Rentensysteme geraten in Schieflage
und die Schuldenkrise ist ungelöst.
Individuelle Vorsorge ist in dem Umfeld
besonders gefragt, auch in der Schweiz.*

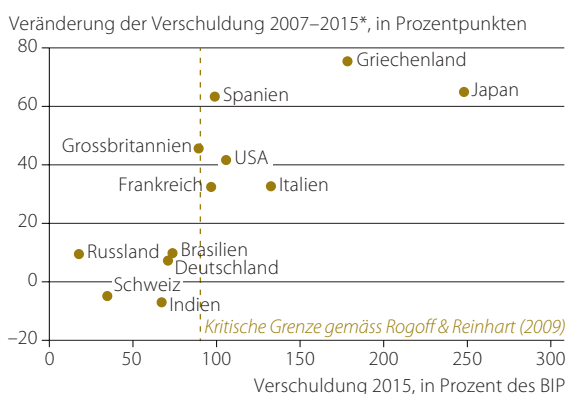


NOTENSTEIN
LA ROCHE

PRIVATBANK

Notenstein La Roche: «Schuldenabbau!» – so lautete die Devise nach der Finanzkrise 2008. Acht Jahre später stellen wir fest, dass das Gegenteil eingetreten ist. Das gilt nicht zuletzt für die Staatsverschuldung in praktisch allen Industrieländern, wie unsere Grafik zeigt. Es fragt sich, wie

Als wäre nichts gewesen...



* Schätzungen für 2015, Schweiz für 2014

Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), Bundesamt für Statistik (BFS)

viel Verschuldung zu viel ist. In einem breit beachteten Buch haben die Ökonomen Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart 2009 die Finanzkrisen von acht Jahrhunderten analysiert und sind zum Schluss gekommen, dass die Schuldenlast dann zum Problem wird, wenn sie mehr als 90 Prozent des BIP beträgt. Wachsen die Schulden weiter, droht das Ganze aus dem Ruder zu laufen. Unsere Grafik zeigt auch, dass sich viele Staaten über dieser kritischen Grenze befinden und die Verschuldung (genau dort!) rasant zugenommen hat.

Herr Professor Schaltegger, wie tief stecken wir bei der Verschuldung in der Klemme?

Christoph A. Schaltegger: Die Lage ist aus meiner Sicht durchaus besorgniserregend. Dies aus drei Gründen. Erstens wuchsen im Zuge der «grossen Rezession» die Haushaltsdefizite der meisten Industrieländer markant an. Die grossen Fehlbeträge waren zwar angesichts des starken wirtschaftlichen Einbruchs und der notwendigen Stützungsmaßnahmen der Regierungen absehbar. Für eine nachhaltige Finanzpolitik ist die Persistenz allerdings problematisch. Die durchschnittliche Verschuldung der OECD-Staaten hat zwischen 2007 und 2010 von 73 auf 97 Prozent des BIP zugenommen und bleibt seither steigend. Dabei verdeckt diese Entwicklung noch, dass die strukturellen Ungleichgewichte in den öffentlichen Haushalten bereits in der Hochkonjunktur bis 2007 nie vollständig eliminiert werden konnten. So waren bereits über 20 Prozent der Verschuldungszunahme während der «grossen Rezession» auf die Zinslast der bestehenden

Staatsschuld zurückzuführen – und dies in einem sehr günstigen Zinsumfeld. Es zeigt sich deutlich, dass die Politik in vielen Ländern einen Hang zur nicht nachhaltigen Defizitfinanzierung hat. Wir brauchen Fiskalregeln wie die Schuldenbremse, um dieses Problem adressieren zu können.

Zweitens unterschätzen diese Zahlen die tatsächliche Verschuldung vieler westlicher Demokratien, weil sich aus der Alterung der Gesellschaft und den eingegangenen Verpflichtungen in den Renten-, Gesundheits- und Pflegesystemen auch hohe implizite Schulden ergeben. Bei den OECD-Staaten gehen wir im Durchschnitt bis 2050 von einem zusätzlichen Ausgabendruck von etwa 10 Prozentpunkten des BIP aus. Der grösste Teil des demografischen Übergangs sollte dann zwar geschafft sein. Mit einem dannzumaligen Altersquotienten (also dem Verhältnis zwischen der Anzahl der Rentenberechtigten und der Zahl der Aktiven) von 50 Prozent stellt sich allerdings die Frage, wie reformfähig diese Gerontokratie noch ist. Auch für die Rentenpolitik brauchen wir somit geeignete Fiskalregeln.

Drittens bleiben seit der «grossen Rezession» die Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in vielen Ländern ungenügend – die Primärdefizite verharren auf nicht nachhaltigem Niveau. Mit der ultralockeren Geldpolitik und der faktischen Aussetzung des Stabilitäts- und Währungspakts hat man sich ausserdem ein moralisches Risiko eingehandelt, das sich in der Zukunft als Hypothek bei der Durchsetzung der Haushaltsdisziplin erweisen könnte.

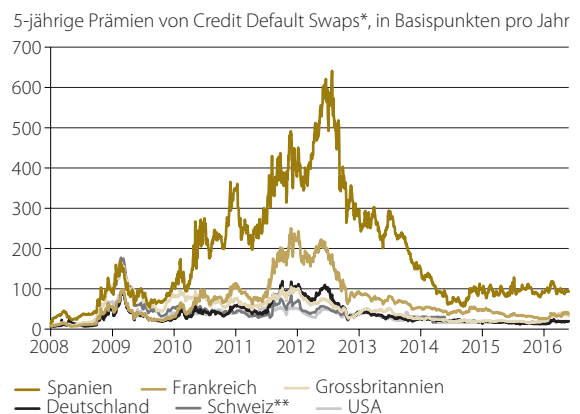
Es stellt sich die Frage, wie lange die Solvenz der westlichen Demokratien noch gewährleistet ist.

Wir müssen uns also nicht so sehr damit beschäftigen, ob die Staatsverschuldung in vielen westlichen Demokratien ein Wachstumshemmer sein könnte, sondern ganz grundsätzlich damit, wie lange die Solvenz des staatlichen Schuldners noch gewährleistet ist.

Notenstein La Roche: Eigentlich wüssten wir, wie wir aus der Klemme kommen: mit Haushaltsdisziplin, Konsolidierung und Fiskalregeln. Gleichzeitig scheinen Sie skeptisch, dass es der Politik gelingt, für gesunde Finanzen zu sorgen. Wir teilen diese Meinung. Unabhängig davon müssen wir uns auch von Berufs wegen zunächst mit dem ungünstigeren, risikoreicheren Fall auseinandersetzen. Allerdings stellen wir fest, dass dieses Szenario einer unkontrollierten Schulden Spirale an den Finanzmärkten kaum eine Rolle

spielt. Gingen die Märkte ernsthaft davon aus, dass die Staaten dereinst ihre Schulden nicht mehr zurückzahlen können, so müsste sich dies schon heute zeigen. Betrachtet man aber die Preise für Credit Default Swaps, also für Absicherungen gegen den Ausfall von staatlichen Schuldner, so scheinen diese – nach einem temporären Aufblähen während der Eurokrise – heute wieder niedrig.

Von Schuldenkrise keine Spur mehr



* Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Instrument zur Absicherung eines Zahlungsausfalls bei einem Kreditnehmer. Die entsprechende Versicherungsprämie (CDS Spread) stellt somit einen Indikator für die Bonität des Kreditnehmers dar.

** Schweiz: Daten ab 2009

Quelle: Bloomberg

Es stellt sich die Frage, ob Staaten – anders als Unternehmen – gar nie bankrottgehen können. Für überschuldete Unternehmen gibt es Insolvenzverfahren: Konkursämter verwerten noch vorhandene Aktiven, verbleibende Forderungen müssen sich die Gläubiger ans Bein streichen. Für Staaten fehlen sowohl Instanzen wie Prozesse. Oder wer könnte Autobahnen und Zentralbankreserven veräussern, um die Schulden abzutragen, und würde in letzter Konsequenz den Staat auflösen?

Wie auch immer: Die Credit Default Swaps zeigen keine Schuldenprobleme an. Machen wir uns zu Unrecht Sorgen?

Die europäische Schuldenkrise ist nicht gelöst. Sie ist nur auf eine nächsthöhere Ebene verschoben.

Christoph A. Schaltegger: Marktreaktionen sind gelegentlich mit einem Fiebermesser zu vergleichen. Das Fieber ist allerdings eine Begleiterscheinung einer vorangegangenen Infektion, die unter Umständen eine lange Inkubationszeit

kennt. Mich beeindruckt daher die aktuelle Marktmoderation nicht wirklich. Die europäische Schuldenkrise ist nicht gelöst, sondern wurde auf eine nächsthöhere Ebene verschoben. Es fand eine partielle Vergemeinschaftung der Haftungsrisiken statt, die man durchaus konsistent mit der Verschärfung des EU-Stabilitätspakts begleiten will. Leider gibt es heute Anzeichen, dass die EU-Kommission vor dem Hintergrund der politischen und ökonomischen Schwierigkeiten in Spanien und Portugal dem Ministerrat das Aussetzen der Regeln empfehlen wird. Sollte sich dies bestätigen, wird die Infektion über kurz oder lang zu erneuten Fieberschüben an den Märkten führen.

Man sollte aus meiner Sicht allerdings vorsichtig sein, vorschnell von einem Politikversagen zu sprechen. Im Grunde geht es um mangelhafte institutionelle Rahmenbedingungen, die das Haftungsprinzip untergraben. Nobelpreisträger James Buchanan meinte zu Recht: «Ein gutes Spiel wird durch gute Spielregeln bestimmt, viel weniger durch gute Spieler.» Dass staatliche Schuldner von Zeit zu Zeit Mühe bekunden, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen, ist bekannt. Wie die bereits erwähnten Ökonomen Rogoff und Reinhart in ihrem spannenden Buch «This Time is Different» ausführen, finden sich für den Zeitraum zwischen 1800 und 2007 mindestens 250 Fälle von Zahlungsausfällen auf Auslandsschulden und rund 70 Fälle, in denen ein Staat seine Inlandsschulden nicht mehr bedienen konnte. Die Konsequenzen waren für die betroffenen Staaten teilweise einschneidend. So verlor Neufundland seine Souveränität an Kanada, als es im Jahr 1936 seine Auslandsschulden nicht mehr zahlen konnte.

Ein Insolvenzverfahren muss mit harten Einschnitten für den Schuldner verbunden sein.

Die Erfahrungen würden aus meiner Sicht eine Debatte über die Notwendigkeit einer staatlichen Insolvenzordnung nahelegen. Der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble meinte noch 2010: «Wir müssen uns überlegen, wie im Extremfall Mitgliedsländer in die geordnete Insolvenz gehen können, ohne dass die Eurozone insgesamt gefährdet ist.» Leider wurde der Gedanke nicht weiterverfolgt. Die Thematik einer Insolvenzordnung für Staaten wurde bereits vor 15 Jahren im Rahmen der Krise um Argentinien 2001 vom IWF diskutiert, scheiterte dann aber am politischen Widerstand der USA.

Ich denke, dass eine zwischen Gläubiger- und Schuldnerinteressen gut austarierte gesetzliche Lösung von Vorteil

wäre. Die derzeitigen Ad-hoc-Entscheidungen sind der Rechtssicherheit abträglich und verstärken die Unsicherheit auf Seiten der Gläubiger wie auch der Schuldner – beredtes Beispiel ist der Verlauf der Griechenlandkrise im Sommer 2015.

Ein Blick auf die Schweiz könnte durchaus auch für die internationale Diskussion befruchtend sein. Seit über einem halben Jahrhundert existiert bei uns eine gesetzliche Regelung für überschuldete Gemeinden. In der Krise der 1930er Jahre wollten sich öffentliche Schuldner ihren Verpflichtungen missbräuchlich entziehen. Aufgrund der fehlenden Rechtssicherheit verschlechterten sich die Marktbedingungen für sämtliche öffentlich-rechtlichen Schuldner. Um die Märkte zu beruhigen und zu verhindern, dass die Gläubiger selber in finanzielle Bedrängnis gerieten, verabschiedete der Bundesrat – gestützt auf Notrecht – den Beschluss über den Schutz der Rechte der Anleihegläubiger von Körperschaften des öffentlichen Rechts. Diese Regelung wurde später ins ordentliche Recht überführt. Es dauerte rund fünfzig Jahre, bis sie ein erstes Mal zur Anwendung kam, nämlich als Ende der 1990er Jahre die Gemeinde Leukerbad unter der Schuldenlast zusammenbrach.

Die Auslösung des Insolvenzverfahrens muss mit harten Einschnitten für den Schuldner verbunden sein, um das moralische Risiko einzudämmen und sicherzustellen, dass der Schuldner keinen Anreiz hat, die Insolvenz für seine Zwecke zu missbrauchen. Der wohl entscheidende Vorteil einer gesetzlichen Insolvenzordnung besteht darin, dass sie allen Beteiligten bereits ex ante die Grenzen ihrer einklagbaren Ansprüche, die möglichen Rechtsfolgen und die finanziellen Konsequenzen aufzeigt. Damit kann sie dazu beitragen, dass sich die involvierten Parteien auf Verhandlungen einlassen. Unter dieser Bedingung hat eine Insolvenzordnung durchaus das Potenzial, beruhigend auf die wirtschaftliche Lage einzuwirken und ihren Anteil zur geordneten und speditiven Abwicklung einer Schuldenkrise zu leisten.

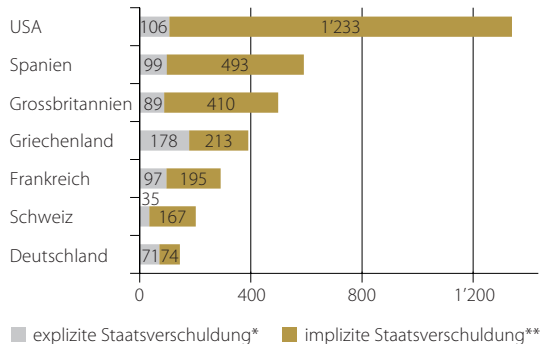
Vielfach haben Staaten Versprechungen gemacht, die sie kaum halten können.

Notenstein La Roche: Ein geordnetes Insolvenzverfahren würde also ein gewisses Mass an Rechtssicherheit für Gläubiger und Schuldner von verbriefter (expliziter) Staatsschuld schaffen. Nicht alle Gläubiger halten aber effektive Schuldtitel wie Obligationen für ihre finanziellen Ansprüche. Und vielfach haben Staaten Versprechungen gemacht, die sie unter Umständen nicht halten können. Aus solchen

Versprechungen – meist betreffen sie die Vorsorgesysteme – ergibt sich die sogenannte implizite Staatsverschuldung. Berechnet man diese, so zeigt sich das wahre Ausmass des Schulden-schlamassels, in dem sich grosse Teile der Welt befinden (siehe Grafik).

Vorsorgeversprechungen sind auch finanzielle Verpflichtungen

Explizite und implizite Staatsverschuldung 2015, in Prozent des BIP



* Schätzungen für das Jahr 2015, basierend auf der Methodik des IWF (Schweiz: BfS)
 ** Schätzungen für das Jahr 2015 (USA: 2012, Schweiz: 2011) basierend auf der Methodik des Forschungszentrums Generationenverträge der Universität Freiburg im Breisgau
 Quelle: Stiftung Marktwirtschaft, IWF, Forschungszentrum Generationenverträge der Universität Freiburg im Breisgau, UBS

Beim Blick auf die Daten fällt auf, dass die Schweiz, sonst ja überall Klassenprimus, nicht mehr ganz so gut dasteht. Gemäss einer Studie des Forschungszentrums Generationenverträge in Freiburg im Breisgau geht die implizite Verschuldung der Schweiz (rund 167% des BIP) praktisch ausschliesslich auf die AHV zurück. 2015 hat die AHV zum zweiten Mal in Folge einen Verlust ausweisen müssen. Da die Anzahl Rentner weiter ansteigt, diese immer älter werden und gleichzeitig die Anzahl an Beitragszahlern stagniert, wird es wohl nicht das letzte Defizit gewesen sein – im Gegenteil! Bei Einführung der umlagefinanzierten AHV im Jahre 1948 lag die durchschnittliche Lebenserwartung für Männer und Frauen deutlich tiefer, während das Rentenalter fast gleich wie heute war. Zum Zeitpunkt ihrer Gründung lag der Zweck der AHV im Wesentlichen in der Absicherung des Langlebigerisikos, also des «Risikos», dass man länger lebt, als man erwerbstätig bleibt. Davon kann heute keine Rede mehr sein.

Kurz: Aufgrund der AHV, die zunehmend in Schiefelage gerät, weist auch die Schweiz eine hohe (implizite) Verschuldung auf. Wo führt das hin?

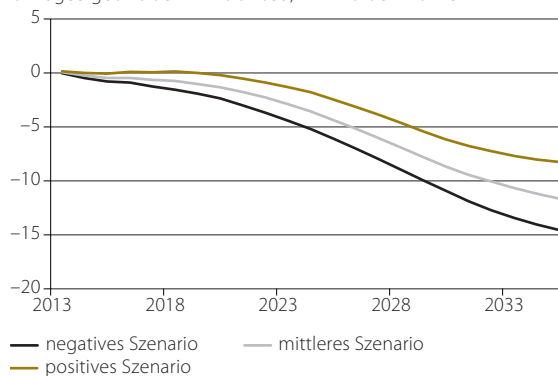
Die Schweiz steckt in der Rentenpolitik im Reformstau.

Christoph A. Schaltegger: Ich gebe Ihnen recht. Die Zukunftstauglichkeit der Rentenpolitik ist eine der wesentlichen Herausforderungen für die Schweiz. Während das Land bei der expliziten Verschuldung mit einer Schuldenquote von etwa 35 Prozent des BIP international zu den Musterschülern zählt, stecken wir in der Rentenpolitik im Reformstau. Da in einem umlagefinanzierten Rentensystem die laufenden Renten direkt von den Beitragszahlern geleistet werden, kommt es zu einem finanziellen Ungleichgewicht, wenn sich der Altersquotient verändert. Eine steigende Lebenserwartung verursacht ein zusätzliches Ungleichgewicht.

Gemäss den Berechnungen des Bundesamtes für Statistik (BFS) ist in den nächsten Jahrzehnten mit einem deutlichen Anstieg dieses Altersquotienten zu rechnen. Die AHV wird deshalb in absehbarer Zukunft vor sehr grosse finanzielle Herausforderungen gestellt.

Grosser Finanzbedarf, in jedem Szenario

Umlageergebnis der AHV bis 2035, in Milliarden Franken*



* zu Preisen von 2013, geglättet
 Quelle: Bundesamt für Sozialversicherungen

Das Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) publiziert regelmässig die Finanzperspektiven für die AHV. Das Umlageergebnis dürfte, wie die Grafik zeigt, auch im besten Szenario schon bald deutlich negativ ausfallen. Die heutigen Leistungen der AHV lassen sich ohne Gegenmassnahmen auf Dauer nicht mehr finanzieren. Je nach Entwicklung der Wirtschaft und Höhe der Zuwanderung müssen bis 2030 zusätzliche Einnahmen oder Einsparungen im Umfang von 5.1 bis 11.4 Milliarden Franken beschlossen werden. Auf der Finanzierungsseite würde dies eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um 1.3 bis 3.7 Prozentpunkte oder eine Erhöhung

der Versicherungsbeträge um 1 bis 2.9 Lohnprozent be-
deuten. Bei einer vollständigen Deckung über die Ausgaben
müsste das Rentenalter um 1.8 bis 4.2 Jahre erhöht werden.

*Es braucht Regeln, die
Politik und Stimmbürger an
ihre Versprechungen binden.*

Der Handlungsbedarf in der Schweiz ist also offensichtlich.
Mittelfristig sind Anpassungen bei den Einnahmen, bei
den Rentenansprüchen, beim Rentenalter oder eine Kombi-
nation davon notwendig. Aus meiner Sicht stellt die nun
im Parlament verhandelte Altersreform 2020 die richtigen
Fragen. Leider fehlte bisher der Mut, die konsequenten
Antworten zu liefern. Man bewegt sich im üblichen politi-
schen Kuhhandel innerhalb der heutigen Generation. Das
wird der Herausforderung nicht gerecht. Rentenpolitik
betrifft die lange Frist, Anpassungen wirken generationen-
übergreifend. Die Politik steht vor dem Problem, dass Re-
formschritte unpopulär sind. Eine Mehrheit hofft, die Anpas-
sungen liessen sich auf einen späteren Zeitpunkt aufschieben.
Es bedarf eines Mechanismus, der die Politik und die Stimm-
bürger auch später noch an die abgegebenen Versprechun-
gen bindet. Dabei ist klar, dass die für den ordentlichen
Bundeshaushalt bewährte Schuldenbremse nicht unbesehen
auf die AHV übertragen werden kann. Während beim Bun-
deshaushalt der Budgetausgleich über den Konjunkturzyklus
im Vordergrund steht, muss eine Schuldenbremse bei der
AHV die Liquidität des Fonds schützen, damit Renten lang-
fristig zuverlässig ausbezahlt werden können.

*Eine Schuldenbremse schafft
ein Sicherheitsnetz und macht
die Politik nicht überflüssig.*

Der Vorschlag, den mein Kollege Lars P. Feld und ich ge-
macht haben, sieht eine je hälftige Korrektur bei den
Ausgaben (über die Erhöhung des Rentenalters) und bei
den Einnahmen (durch Erhöhung der Lohnprozente für
die AHV oder durch Mehrwertsteuererhöhungen) vor. Der
Mechanismus beinhaltet drei Schritte: Zuerst soll der Bun-
desrat innert Jahresfrist eine Vorlage zuhanden des Parla-
mentes ausarbeiten, sobald der Fondsbestand der AHV
unter 70 Prozent einer Jahresausgabe sinkt. Fällt der Fonds-
bestand gemäss den Perspektiven des BSV unter die
Schwelle von 50 Prozent, werden auf Anfang des nächsten
Jahres das Rentenalter und die Mehrwertsteuer oder die
Lohnbeiträge so stark erhöht, dass das Umlageergebnis

nicht mehr negativ ausfällt. Liegt der Fondsbestand am
Ende des Jahres unter 50 Prozent einer Jahresausgabe, so
werden dieselben Parameter so angepasst, dass sich die
Finanzierungslücke wieder schliesst. Mit diesem Mechanis-
mus wird die Liquidität des Fonds immer über 50 Prozent
einer Jahresausgabe gehalten. Dies ist der Fall, weil das
Rentenalter nicht erst in der fernen Zukunft angehoben
wird. Die Erhöhung erfolgt zudem in Monatsschritten und
die Beitragserhöhung in Zehntelprozentpunkten, was die
Massnahmen gesellschaftlich ausgewogen und verkraftbar
macht. Die von uns vorgeschlagene Schuldenbremse in
der AHV schafft keine Finanzpolster auf Vorrat, sondern
korrigiert adäquat, wenn die Liquidität im AHV-Fonds
bedrohlich absinkt. Somit macht die Schuldenbremse die
Politik nicht überflüssig, sie schafft ein Sicherheitsnetz
zur langfristigen Stabilisierung der AHV.

Notenstein La Roche: Bei der AHV, der ersten Säule des
Schweizer Vorsorgesystems, besteht also Reformbedarf.
Immerhin ruht unser Vorsorgesystem aber auf drei Säulen:
Droht die eine Säule an Tragkraft zu verlieren, so fällt das
Gebäude nicht gleich in sich zusammen. Ein Blick auf die
zweite Säule, die berufliche Vorsorge, zeigt aber, dass auch
hier nicht alles zum Besten bestellt ist. Anders als die um-
lagefinanzierte AHV funktioniert sie nach dem Kapital-
deckungsverfahren. Sie ist damit abhängig von den Bedingun-
gen an den Finanzmärkten – und diese sind zurzeit durch
extrem tiefe Zinsen geprägt. Die Aussicht auf ein Andauern
dieses Zustandes veranlasst die Pensionskassen dazu, ihre
Projektionen zu revidieren und die zu erwartenden Renditen
nach unten anzupassen. Ein Teil des angesparten Vermögens
muss aber weiterhin mit einem vom Staat vorgegebenen
Mindestsatz verzinst werden. Er liegt bei 1.25 Prozent und
ist damit deutlich höher als die heute mit sicheren Anlagen
erzielbare Rendite. Eine zehnjährige Staatsanleihe der
Schweizerischen Eidgenossenschaft rentiert aktuell –0.4 Pro-
zent: Das kann auf Dauer nicht funktionieren.

*Es wird erst jetzt richtig klar,
dass auch in der beruflichen
Vorsorge quersubventioniert wird.*

Auch der demografische Wandel wirkt sich negativ auf die
berufliche Vorsorge aus. Das von einer erwerbstätigen
Person angesparte Kapital kann zum Zeitpunkt der Pensi-
onierung in eine lebenslängliche Rente umgewandelt werden.
Da wir immer länger leben, muss der geschaffene Vorrat
auf immer kleinere Jahresrationen aufgeteilt werden. Und

wenn der Kapitalstock vor dem Ableben aufgebraucht ist, entsteht eine Lücke. Eine finanziell gesunde Versicherung gleicht diese Lücken mit dem übrig gebliebenen Kapital all derjenigen aus, die «zu früh» ableben, also vor Erreichen der durchschnittlichen Lebenserwartung. Nun schreibt das Gesetz den Pensionskassen aber vor, zu welchem Satz sie einen Teil des Kapitals in Renten umwandeln müssen, also wie gross die Jahresrationen auszufallen haben. Dieser sogenannte Umwandlungssatz wird durch die Politik definiert und bemisst sich nicht unmittelbar nach objektiven Kriterien wie der effektiv zu beobachtenden durchschnittlichen Lebenserwartung. Aktuell liegt der Mindestsatz im sogenannten Obligatorium bei 6.8 Prozent. Realistisch wäre wohl näher bei 5 Prozent. Auch das kann auf Dauer nicht funktionieren.

In der zweiten Säule reissen somit Löcher auf, die von der heutigen Erwerbsbevölkerung gestopft werden müssen. Diese Umverteilung kam schleichend, und erst jetzt wird uns richtig bewusst, dass auch in der beruflichen Vorsorge quersubventioniert wird: Schätzungen zufolge beträgt die Finanzierungslücke pro Neurentner heute 20 bis 30 Prozent. Zwar steigt mit dem Problembewusstsein auch die Wahrscheinlichkeit, dass Reformen eingeleitet werden. Die Erfahrung zeigt aber, dass man vom Staat diesbezüglich nicht zu viel erwarten darf. Die Vorsicht gebietet es, sich auch zu überlegen, was passiert, wenn die Reformen der staatlichen Rentensysteme nicht rechtzeitig eingeleitet werden. Auch das heisst Vorsorgen.

*Im überobligatorischen Teil
der beruflichen Vorsorge
sind flexible Lösungen möglich.*

Das Korsett bei Zinsen und Umwandlungssatz gilt allerdings nicht für die gesamte berufliche Vorsorge, sondern nur für den sogenannten obligatorischen Teil (Jahreslöhne bis CHF 84'600). Oberhalb dieser Grenze sind flexiblere Lösungen möglich, unter der Voraussetzung, dass der überobligatorische Teil in eine separate Vorsorgeeinrichtung überführt wird. Mit diesem Schnitt kann die Quersubventionierung zu hoher Rentenversprechen im obligatorischen Teil vermieden werden.

Weiter ist in der Schweiz die steuerbefreite dritte Säule nicht von strukturellen Problemen betroffen. Die eigene Vorsorge zu diversifizieren bedeutet somit, auch diese angemessen zu berücksichtigen. Nicht zuletzt aber ist natürlich auch das freie Privatvermögen ein wichtiger (vierter) Pfeiler der Vorsorge. Wenn auf staatliche und Teile der beruflichen Vorsorge kein Verlass mehr ist, so gilt es, ausserhalb

des Pensionssystems zu sparen. Individuelles Vorsorgen: Ist das die Antwort auf die Herausforderungen staatlicher und staatlich regulierter Vorsorgesysteme?

*Die persönliche Vorsorge schafft
einen Ausgleich zum politischen
Risiko gesetzlicher Rentensysteme.*

Christoph A. Schaltegger: Grundsätzlich ist die durch den gesellschaftlichen Alterungsprozess ausgelöste Problemlage bei allen gesetzlichen Vorsorgesystemen ähnlich. Die Art der Finanzierung – über das Umlageverfahren in der ersten oder das Kapitaldeckungsverfahren in der zweiten Säule – ändert nichts an der Notwendigkeit zur Deckung des zusätzlichen Finanzierungsbedarfs. Es gibt leider keine «schmerzlosen» Lösungen: Wir können den Zusatzbedarf aus der höheren Lebenserwartung nur durch eine Zusatzbelastung bei den Beiträgen oder durch einen Leistungsabbau ausgleichen. Politisch mehrheitsfähig ist wohl am ehesten eine Kombination der Massnahmen, um die Opfersymmetrie zu wahren. Natürlich gibt es Zeiten, in denen die interne Rendite des Kapitaldeckungsverfahrens – typischerweise in einem Hochzinsumfeld – höher ist als im Umlageverfahren. Umgekehrt schneidet in einem Umfeld, in dem das Lohnwachstum hoch ist und mit dem Bevölkerungswachstum ein «biologischer Zins» wirkt, das Umlageverfahren besser ab. Weil Rentenpolitik generationenübergreifend stabil sein soll, macht es Sinn, die gesetzlichen Systeme auf beide Verfahren abzustützen.

Führt man diesen Diversifikationsgedanken konsequent weiter, sollte zusätzlich privat in die persönliche Vorsorge investiert werden. Man schafft damit einen Ausgleich zum politischen Risiko gesetzlicher Rentensysteme. Neben der althergebrachten «biologischen» Vorsorge durch das Aufziehen von Kindern bietet natürlich auch der Finanz- und Immobilienmarkt Möglichkeiten – freilich derzeit in einem makroökonomisch unsicheren Nullzinsumfeld nicht ohne Risiko.

Notenstein La Roche: Wie man es auch dreht und wendet – wir scheinen uns den Grenzen der Verschuldung zu nähern. In der Geschichte haben sich Staaten vielfach von einer solchen Last zu befreien versucht, indem sie ihr Geld entwertet haben. Die Geschichte der Inflation ist so alt wie die Geschichte des Geldes. Sie vereinfacht die Rückzahlung von Schulden natürlich enorm und geht zu Lasten der Gläubiger beziehungsweise Sparer. Geldentwertung ist auch weniger beschwerlich als die Erklärung von Zahlungsunfähigkeit.

Zwar sind aktuell kaum Anzeichen von Inflation zu erkennen. Sollte sie dennoch stattfinden, wären Rentner und Anleger gleichermaßen tangiert: Renten sind ja selten bis nie komplett an die Preisentwicklung gekoppelt; bei den Anlagen würden vor allem festverzinsliche an Wert verlieren. Die Diversifikationsstrategie, sowohl über den Staat wie auch privat vorzusorgen, wird dadurch untergraben. Wie realistisch ist ein Inflationsszenario?

Politik neigt in Zeiten hoher Staatsverschuldung zur Inflation. Sie ist ein süßes Gift und die Dosierung gerät schnell ausser Kontrolle.

Christoph A. Schaltegger: Sie beschreiben die politökonomischen Gefahren eines staatlichen Geldmonopols. Ein Blick in die Währungsgeschichte bestätigt: Die Politik neigt in Zeiten hoher Staatsverschuldung zur Inflation. Sie ist ein süßes Gift und die Dosierung gerät schnell ausser Kontrolle. Hyperinflationen hatten stets ihren Ursprung in zerrütteten Staatsfinanzen, die wesentlich durch Geldschöpfung finanziert werden mussten. Deshalb sind Checks and Balances in der Politik so wichtig. Eine von der Tagespolitik unabhängige Zentralbank kann sich dem politischen Druck zur Monetisierung der Staatsschuld eher entziehen.

Einige Beobachter bezweifeln, dass diese Zusammenhänge heute noch Gültigkeit hätten. Wir befänden uns in einer Phase «säkularer Stagnation» – einer langanhaltenden wirtschaftlichen Schwächephase mit steigender Arbeitslosigkeit und permanentem Ersparnisüberschuss, der tiefe Zinsen und Spekulationsblasen nähre. Diese vom ehemaligen US-Finanzminister Lawrence Summers vorgetragene These sieht eine schrumpfende Bevölkerung, wachsende Einkommenskonzentration, allgemeine Sättigungstendenzen, hohe Kapitalausstattung und fehlende staatliche Investitionen als Ursachen der inhärenten Stagnationstendenz. Um das zu überwinden, bedürfe es einer Geldpolitik, welche die Inflationserwartungen direkt und stark erhöhe. Inflation ist in dieser Logik nicht mehr ein gefährlicher Geist, den man nicht aus der Flasche lassen sollte, sondern das mit aller Kraft anzustrebende Ziel. Mich beeindruckt, mit welcher Sorglosigkeit historische Erfahrungen und die potenziell enorm hohen Kosten der Inflation beiseitegeschoben werden. Das Inflationsszenario ist vielleicht realistischer, als wir denken.

Notenstein La Roche: Professor Christoph A. Schaltegger, wir danken Ihnen für dieses Gespräch.

Notenstein La Roche Kommentar

Die Schuldenkrise ist nicht gelöst, die Solvenz der westlichen Demokratien ist in Frage gestellt – so lautet das erste Fazit dieses Gesprächs. Wo auch immer die Grenzen der Staatsverschuldung genau liegen: Die hohen und weiter steigenden Schuldenstände schränken die Handlungsfähigkeit der öffentlichen Hand zusehends ein. Gleichzeitig wird deutlich, dass die Rentenversprechungen nicht mehr finanzierbar sind. Das gilt selbst für die Schweiz, deren Vorsorgesystem immerhin auf drei unterschiedlich funktionierenden Säulen aufbaut. Vor allem die nach dem Umlageverfahren organisierte AHV steht wegen der demographischen Entwicklung vor gewaltigen Herausforderungen. Die Erhöhung von Rentenalter und/oder Beiträgen ist auch hier unumgänglich. In der zweiten Säule sparen wir Kapital an – hier macht uns aber das politische Korsett von Umwandlungssatz und einer weltfremden Mindestverzinsung zu schaffen. Immerhin sind flexiblere Formen wie die individuelle Kadervorsorge in der zweiten Säule oder die steuerlich begünstigte dritte Säule nicht von Umverteilungseffekten betroffen – obwohl auch sie im Tiefzinsumfeld zu kämpfen haben.

Der Vorsorgestaat steckt also in der Klemme. Angesichts der hohen Unsicherheit, so das zweite Fazit, darf der Einzelne nicht alles auf eine Karte setzen. Wie beim Anlegen ist Diversifizieren auch bei der Vorsorge das Gebot der Stunde. Zwar sind die Beiträge für AHV und obligatorische zweite Säule fix vorgegeben, doch besteht bei den Einkäufen in die zweite Säule, bei der überobligatorischen beruflichen Vorsorge (wo vorhanden), bei der steuerprivilegierten dritten Säule sowie schliesslich beim freien Vermögen individueller Handlungsspielraum. Diese Flexibilität gilt es gezielt zu entwickeln und zu nutzen. Und wer sich gegen das politische Risiko gesetzlicher Rentensysteme schützen möchte, sollte bewusst auf freies Vermögen setzen.

Nicht zuletzt, so das dritte Fazit, sollten sich Anleger bewusst sein, dass sich die hohe Staatsverschuldung negativ auf ihre Anlagen auswirken kann. Professor Schaltegger spricht von latent vorhandenen Inflationsrisiken und Fieberschüben, die an den Märkten jederzeit möglich sind. Betroffen sind davon in erster Linie festverzinsliche Anlagen. Grundsätzlich ist aber das Risiko bei allen staatsnahen Gegenparteien erhöht. Die gute Nachricht ist immerhin, dass die öffentliche Hand in der Schweiz trotz allem noch solide finanziert ist und im internationalen Vergleich weiterhin gut dasteht.

Gesprächspartner

Prof. Dr. Christoph A. Schaltegger ist an der Universität Luzern Gründungsdekan der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät seit 2015 und Professor für Politische Ökonomie seit 2010. Seit 2011 ist er zudem Direktor am Institut für Finanzwissenschaften und Finanzrecht der Universität St. Gallen. Zuvor leitete er als Geschäftsleitungsmitglied des Wirtschaftsdachverbands Economiesuisse den Bereich Finanzen und Steuern und war als Referent von Bundesrat Hans-Rudolf Merz im Eidgenössischen Finanzdepartement tätig. Christoph A. Schaltegger ist Autor zahlreicher Publikationen und Beiträge.

Notenstein La Roche

Das Gespräch wurde geführt von Dr. Michael Zurkinden, Anlageberatung & Vermögensverwaltung, in Zusammenarbeit mit Dr. Ivan Adamovich, stellvertretender CEO und Chefstrategie, Diego Rugo, Investment House, und Lotti Gerber, Kommunikation. Kommentar von Dr. Ivan Adamovich.

Das Notenstein La Roche Gespräch

Das Gespräch soll zum Nachdenken über die wesentlichen ökonomischen und gesellschaftlichen Trends anregen und mögliche Konsequenzen für den Anleger erörtern. Alle zwei Monate führen die Experten von Notenstein La Roche einen Dialog mit einer Persönlichkeit aus Wirtschaft oder Wissenschaft. Dabei möchten wir unsere Gesprächspartner mit unseren Erkenntnissen und Thesen herausfordern und dadurch Wissen generieren, das sich letztlich auch in der Praxis umsetzen lässt. Wir sind offen für kontroverse Meinungen, die den Gedankenaustausch lebendig machen. Das Gespräch wird über mehrere Tage als schriftlicher Dialog geführt. Diese Art von Austausch ermöglicht ein unaufgeregtes, fundiertes Hinterfragen von Argumenten – und das in einer Zeit, die oft von einer atemlosen Informationsflut geprägt ist.

Impressum

Ausgabe Notenstein La Roche Gespräch Nr. 25, Juni 2016

Herausgeber Notenstein La Roche Privatbank AG, Bohl 17, Postfach, CH-9004 St. Gallen, info@notenstein-laroche.ch, www.notenstein-laroche.ch

Leserservice Das Gespräch können Sie auf unserer Website als Podcast hören. Rückmeldungen und Bestellungen für alle Publikationen nehmen wir unter www.notenstein-laroche.ch/kontakt oder per Post entgegen. Die Notenstein La Roche Privatbank publiziert neben dem Gespräch unter anderem die Hintergrundinformation Fokus Asien.

ISSN 2297-6612

Archiv

Alle bisherigen Ausgaben des Gesprächs sind unter www.notenstein-laroche.ch/gespraech einsehbar. Eine Übersicht der letzten Gesprächspartner finden Sie hier:



«Der Kalte Krieg war viel gefährlicher als unsere heutige Zeit.»

Prof. Niall Ferguson, Mai 2016



«Die chinesische Wirtschaft hat eine neue Entwicklungsstufe erreicht.»

Dr. Yu Yongding, März 2016



«Der Staat sollte die regulatorischen Kosten für die Unternehmen nicht weiter erhöhen.»

Heinz Karrer, Dezember 2015



«Unser Gesichtsfeld hat sich um Dimensionen erweitert, der Spielraum für Erneuerungen ebenso.»

Dr. Rolf Soiron, November 2015



«Die Versuchung ist gross, sich einfach auf Experten zu verlassen, statt selbst Informationsjäger zu werden.»

Professor Noreena Hertz, September 2015



«Der Euro wurde zum Gefängnis, in dem sich die Gefangenen streiten. Vom Friedensprojekt keine Spur.»

Prof. Dr. Hans-Werner Sinn, Juni 2015



«Ein Riesenthema wird die digitale Selbstbestimmung: Mehr und mehr Menschen wollen ihre Daten wieder zurückhaben.»

Matthias Horx, April 2015



«Die weltweite Tiefzinspolitik ist von den Zentralbanken geschaffen worden, sie kann nur von ihnen beendet werden.»

Prof. Dr. Ernst Baltensperger, Februar 2015



«Unsere permanenten, historisch gesehen harmlosen Krisen halten uns wach.»

Dr. Hans Widmer, Dezember 2014



«Eine starke Mittelschicht wird auf Dauer nicht auf demokratische Mitwirkungsrechte und Rechtsstaat verzichten.»

Joschka Fischer, Oktober 2014



«In der Tat erstaunt, dass die DNA der Genossenschaft den heutigen Zeitgeist gut trifft.»

Prof. Dr. Franco Taisch, August 2014



«Die Welt wird Polizeitruppen benötigen – nicht nur einen einzelnen Polizisten.»

General Stanley McChrystal, Juni 2014

Weitere Gesprächspartner seit 2012:

Prof. Dr. Aymo Brunetti, Prof. Dr. Reiner Eichenberger, Dr. Severin Schwan, Prof. Dr. Thomas Straubhaar, Prof. Dr. Laurence J. Kotlikoff, Dr. h.c. Beat Kappeler, Dr. Gerhard Schwarz, Prof. Harold James, Prof. Dr. Gerd Gigerenzer, Peter Voser, Prof. Miriam Meckel, William R. White



NOTENSTEIN
LA ROCHE

PRIVATBANK

ST.GALLEN BASEL BERN CHUR GENF LAUSANNE LOCARNO LUGANO
LUZERN OLTEN SCHAFFHAUSEN WINTERTHUR ZÜRICH