



Brauchen wir eine unabhängige Rentenpolitik in Zeiten von zunehmendem Populismus?

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Nachhaltige Staatsfinanzen leiden unter nicht-nachhaltigen Pensionszusagen. Die öffentlichen Rentensysteme zu stabilisieren, ist für viele Länder jedoch zunehmend schwierig. Populistische Regierungen versuchen teils sogar, vergangene Reformen zurückzunehmen. Da gleichzeitig das Durchschnittsalter der Wähler zunimmt, gewinnen Argumente für eine ähnlich der Geldpolitik unabhängige Rentenpolitik an Gewicht, bei der Politiker diskretionären Zugriff auf die Rentenkassen verlieren.

Der steigende Anteil der älteren Bevölkerung führt dazu, dass gewählte Politiker zunehmende Schwierigkeiten bekommen, eine nachhaltige Rentenpolitik durchzuführen

Die Regierungen in der Schweiz, Italien und Russland mögen nicht viele Gemeinsamkeiten haben, aber eine Herausforderung verbindet sie alle: Die Schwierigkeit, die Pensionssysteme ihrer Länder an den demografischen Wandel anzupassen. Höhere Renteneintrittsalter, die normalerweise mit einer längeren Lebenserwartung einhergehen sollten, sind extrem unpopulär. Selbst der in der Regel nicht durchsetzungsschwache oder um seine Wiederwahl fürchtende russische Präsident hat nach öffentlichen Protesten seine Rentenreform im letzten Jahr noch abgemildert. Im italienischen Wahlkampf haben populistische Parteien versucht, sogar explizit mit einer Rücknahme von Rentenreformen zu punkten. Zudem bedeutet das gleichzeitig ansteigende Durchschnittsalter, dass ein immer geringerer Anteil der Wahlbevölkerung von Rentenreformen profitiert, die beispielsweise das Renteneintrittsalter erhöhen. Es stellt sich daher die Frage, ob die Rentenpolitik in Händen gewählter Politiker noch am besten aufgehoben ist, oder ob sie besser ähnlich der Geldpolitik einer unabhängigen und technokratischen Institution übergeben werden sollte.

Verteilungspolitische Entscheidungen sollten in der Regel demokratisch legitimiert sein

In demokratischen Systemen spricht normalerweise alles dafür, wichtige sozialpolitische Entscheidungen in der Hand demokratisch legitimer Politiker zu belassen. Demokratische Legitimation beinhaltet die Möglichkeit, Entscheidungen zu revidieren, wenn sich die Präferenzen des Souveräns verändern. Technokratischen Institutionen ist dies nicht möglich. Sie folgen einem klaren Mandat, brauchen sich nur bedingt zu rechtfertigen und stehen dann am wenigsten in der Kritik, wenn sie keine Verteilungsfragen zu entscheiden haben – d.h. wenn sie politisch nicht abwägen müssen.

Kriterien für die Vorteilhaftigkeit technokratischer Institutionen (angelehnt an Alesina-Tabellini)

Allgemein gesprochen können technokratische Institutionen einem diskretionären Politikansatz dann überlegen sein, wenn

- (1) die Präferenzen der Bevölkerung eindeutig sind und sich nicht verändern, d.h. keiner regelmässigen Bestätigung durch demokratische Wahlen bedürfen
- (2) die Institutionen mit einem klaren Mandat oder Ziel ausgestattet sind
- (3) sie keine wesentlichen verteilungspolitische Fragen beantworten müssen
- (4) gewählte Politiker Glaubwürdigkeitsprobleme hätten, nachhaltige (zeitkonsistente) Verpflichtungen einzugehen.

Auch die Geldpolitik ist nicht vollständig verteilungsneutral

Bei der Geldpolitik ist all dies weitgehend der Fall. Allerdings betreffen Zins- und Wechselkursveränderungen Schuldner und Gläubiger sowie Importeure und Exporteure ebenfalls unterschiedlich. Auch die Geldpolitik ist daher nicht komplett verteilungsneutral.

(1) Dass sich die Präferenzen für ein stabiles Rentensystem ändern, ist unwahrscheinlich, schliesslich wird dies häufig in Umfragen als eine der Haupt-Sorgen der Bevölkerung genannt.

(2) Entsprechend der Preisniveaustabilität bei Zentralbanken könnte eine unabhängige Renteninstitution beauftragt werden, für die Stabilität der Rentenbeiträge und Ren-



tenleistungen zu sorgen. Das mag sogar die Kreditaufnahme einschliessen, wenn dadurch die Lasten des demographischen Wandels auf mehrere Generationen verteilt werden können.

Wiederum analog zur Geldpolitik könnte die Rentenpolitik als Nebenziel haben, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Regierung zu unterstützen. Das würde beispielsweise Beitragserhöhungen in einer schweren Wirtschaftskrise ausschliessen. Bei einem negativen externen Schock oder einer Finanzkrise wie 2008 würde stattdessen das zukünftige Rentenniveau angepasst. So bliebe das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen hoch und die Furcht vor einem langfristigen Kollaps des Rentensystems gering. Ein fiskalpolitischer Stimulus hätte in dieser Situation eine höhere Chance, nicht von Mechanismen wie der ricardianischen Äquivalenz konterkariert zu werden – also von einer bei Steuersenkungen steigenden privaten Sparquote.

Die überalternde Gesellschaft schränkt den Entscheidungsspielraum gewählter Regierungen bei der Rentenpolitik de facto stark ein. Die intergenerative Verteilungsgerechtigkeit bleibt so leicht auf der Strecke

(3) Die verteilungspolitische Wirkung eines jeden Rentensystems ist traditionell sicherlich der Hauptgrund dafür, dass darüber demokratisch legitimierte Politiker entscheiden. Der Vorteil einer von der Regierung aktiv gestalteten Rentenpolitik schwindet in einer überalternden Bevölkerung aber dahin, wenn de facto (i) das verteilungspolitische Abwägen über ein höheres Renteneintrittsalter nicht mehr adäquat stattfindet und (ii) die politischen Prozesse eine nachhaltige Finanzierung von Rentensystemen so gut wie unmöglich machen.

(4) Bei der Rentenpolitik haben auch kurzfristig motivierte Entscheidungen langfristige Auswirkungen. Verbindliche und irreversible Zusagen können so die Verteilungsgerechtigkeit zwischen Generationen massiv beeinträchtigen. Damit schwindet auch die Glaubwürdigkeit in eine nachhaltige Rentenpolitik. Sofern dies der Fall ist, sollte überlegt werden, ob eine unabhängige Institution nicht eher in der Lage ist, eine zeitkonsistente Rentenpolitik zu gewährleisten.

Die Anreize, mittels einer diskretionären und zeitinkonsistenten Rentenpolitik Wahlausgänge zu beeinflussen, steigen in einem Umfeld, in dem die Politik den Einfluss auf die Geldpolitik und den Bankensektor verliert und die Fiskalpolitik stärker regelgebunden ist

Es liegt in der Natur von allen gewählten Politikern, sich um ihre Wiederwahl zu sorgen. Der Anreiz, „Wahlgeschenke“ zu verteilen oder die Konjunktur in Wahljahren zu stimulieren war immer entsprechend hoch. Im gegenwärtigen Umfeld stehen Regierungen dafür aber immer weniger Instrumente zur Verfügung. Den Einfluss auf die Geldpolitik haben sie schon lange verloren. Die Fiskalpolitik sieht sich zumindest in Europa einem engen Korsett aus fiskalpolitischen Regeln und hohen Staatsschuldenquoten gegenüber. Der teils unterkapitalisierte Bankensektor lässt sich auch aufgrund europäischer Regulierungen ebenfalls immer schlechter einspannen und hat seine Schattenhaushaltsfähigkeit weitgehend eingebüßt.

Dagegen unterliegt die Rentenpolitik eines Landes selbst in Europa keinen Restriktionen. Dies ist angesichts der starken finanziellen Verflechtung und der steigenden Staatsverschuldung vor allem in der Währungsunion erstaunlich. Schliesslich bekommt bei abnehmender Zahlungsfähigkeit eines Landes der Zahlungswillen einer Regierung eine zunehmende Bedeutung. In der Realität kann das bedeuten, dass eine Regierung sich zwischen Pensionszahlungen und der Bedienung von teilweise ausländischen Gläubigern entscheiden muss. Vor allem populistische Regierungen mögen einen Anreiz verspüren, nicht-nachhaltige Pensionssysteme weiter zu alimentieren und die Nachhaltigkeit der gesamten Staatsfinanzen zu vernachlässigen. Letztlich sind aber alle dem öffentlichen Druck ausgesetzten Regierungen nur begrenzt in der Lage, eine nachhaltige Rentenpolitik durchzuführen, bei der die Bedürfnisse der arbeitenden und nicht-arbeitenden Bevölkerung gleich gewichtet werden. So nehmen die Argumente für eine unabhängige Rentenpolitik immer weiter zu.



Finanzmarktkolumne

01. Februar 2019

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person innehat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen («Market Maker») erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

01. Februar 2019

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäusserten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentliche Grundlagen und Massstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority («DFSA») bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

01. Februar 2019

Luxemburg: Diese Publikation wird in Luxemburg von der Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (die "Luxemburger Bank") mit Sitz in 17-21, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxemburg verteilt. Sie unterliegt der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF. Die Luxemburger Bank stellt dieses Dokument ihren Kunden in Luxemburg zur Verfügung und ist nicht der Autor dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung in Bezug auf die darin genannten Finanzinstrumente oder Produkte oder Anlagestrategien dar, noch stellt es eine Aufforderung zum Abschluss eines Portfolioverwaltungsmandates mit der Luxemburger Bank oder ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf eines der darin genannten Produkte oder Instrumente dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Grundlage für eine Investitionsentscheidung dar.

Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für individuelle Umstände geeignet oder angemessen ist. Jeder Kunde hat seine eigene Bewertung vorzunehmen. Die Luxemburger Bank übernimmt keine Haftung im Zusammenhang mit einer Anlage-, Veräußerungs- oder Aufbewahrungsentscheidung des Kunden resultierend aus der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Der Kunde trägt alle Risiken von Verlusten, die durch diese Entscheidung möglicherweise entstehen. Insbesondere haften weder die Luxemburger Bank noch ihre Aktionäre oder Mitarbeiter für die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Strategien.

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00