

Die Reform des Fiscal Investment and Loan Program: „Big Bang“ der öffentlichen Finanzen oder alter Wein in neuen Schläuchen?

Ab dem Fiskaljahr 2001 wird das sogenannte Fiscal Investment and Loan Program (FILP) in seiner heutigen Form der Vergangenheit angehören. Dieses auch als „zweiter Haushalt“ bezeichnete Programm hatte bisher aus zwei Gründen eine erhebliche Bedeutung für den öffentlichen Sektor: Erstens wegen seiner finanziellen Größenordnung (ca. zwei Drittel des normalen Staatshaushaltes) und zweitens wegen seiner häufig kritisierten Funktion als billiger Kreditgeber für öffentliche Finanzinstitutionen und Unternehmen. Im folgenden werden die anstehenden Veränderungen des FILP erläutert und einer kritischen Analyse unterzogen.

Funktion und Aufbau des FILP

Das FILP (gegründet 1953) ist eine gemessen am Volumen gigantische öffentliche Institution des japanischen Finanzsystems, deren Hauptaufgabe es ist, für öffentliche Zwecke Kredite mit langer bis sehr langer Laufzeit bereitzustellen. Hauptfinanzierungsquellen sind die von den privaten Haushalten in Postspareinlagen gehaltenen Guthaben sowie die öffentlichen Rentenreserven. Bisher werden diese Gelder in Höhe von 514 Billionen Yen (dies entspricht 103 Prozent des japanischen Bruttoinlandsproduktes aus dem Jahr 1998) vom Trust Fund Bureau des Finanzministeriums verwaltet und den Einlegern einschließlich einer Verzinsung gutgeschrieben. Das Trust Fund Bureau vergibt die Mittel dann seinerseits in Form von Krediten an öffentliche Unternehmen (z.B. die Japan Regional Development Corporation), öffentliche Finanzinstitutionen (z.B. die Housing Loan Corporation), lokale Gebietskörperschaften (z.B. Local Road Public Corporation) sowie an „förderungswürdige Privatunternehmen“ (vgl. Abbildung). Neben dem Fonds des Trust Fund Bureaus bestehen noch eine Reihe sogenannter „Special Accounts“ (z.B. Nationaler Forstdienst, Münzbüro), die sich u.a.

durch die Einlagen der Postlebensversicherungen und staatlich garantierte Anleihen finanzieren. Im Gegensatz zu steuerfinanzierten Projekten des allgemeinen Haushalts dürfen die Guthaben des Trust Fund Bureaus prinzipiell nur in gewinnbringende Projekte angelegt werden, da die Gelder verzinst an die Quellen zurückfließen müssen. Andererseits besteht die erklärte Aufgabe des FILP darin, weniger profitable Projekte zu finanzieren, denen zwar aus öffentlicher Sicht eine besondere Bedeutung zukommt, die sich aber am privaten Kapitalmarkt nur schwer finanzieren können.

Reformgründe

Für die anstehende Reform können im wesentlichen zwei Gründe angeführt werden. Die Verzinsung der Finanzmittel im Rahmen des FILP blieb regelmäßig hinter der Alternative eines gemischten Portfolios aus Aktien und Anleihen zurück. Die zunehmend unter den Druck der Bevölkerungsalterung geratene öffentliche Rentenversicherung muss in Zukunft eine marktgerechtere Verzinsung realisieren, um eine effiziente Verwendung der derzeit noch beträchtlichen Reserven zu gewährleisten. Ähnliches gilt für die Postsparkassen, die systematisch Defizite erwirtschaften, weil der Einlagen-

zinssatz des FILP niedriger ist als der Habenzinssatz auf längerfristige Postsparguthaben. Der zweite wichtige Reformgrund basiert auf der Hoffnung, dass zukünftig Kosten-Nutzen-Überlegungen bei öffentlichen Investitionen eine größere Berücksichtigung erfahren sollen. Bisher wurde das FILP nämlich häufig zur Finanzierung von politisch motivierten Infrastrukturprojekten im ländlichen Raum missbraucht.

Reformmaßnahmen

Im April 2001 wird die geltende Verpflichtung zur Einlage der Postsparguthaben und Rentenreserven beim Trust Fund Bureau aufgehoben. Die Postsparkasse und die öffentliche Rentenversicherung werden hiernach ihre Mittel unabhängig am Kapitalmarkt anlegen können. Das gleiche gilt für die Postlebensversicherung, die bisher bis zu einem gewissen Grad zur Kooperation mit dem FILP verpflichtet war. Die FILP-Institutionen, d.h. die öffentlichen Unternehmen, Finanzinstitutionen sowie Gebietskörperschaften, an deren Aufgabenstellung sich im Prinzip nichts ändern wird, werden sich in Zukunft auf anderen Wegen finanzieren müssen. Zunächst sollen sie in Abhängigkeit von ihrem Finanzbedarf sogenannte FILP-

Institutionsanleihen am Kapitalmarkt emittieren. Aufgrund der durchgängig geringen Rentabilität der Emittenten ist jedoch damit zu rechnen, dass die Märkte eine relativ hohe Risikoprämie fordern und die Emissionen entsprechend teuer werden. Gegenwärtig geht man deshalb davon aus, dass diese Anleihen bestenfalls im Vorfeld von Privatisierungen begeben werden oder durch Vermögenswerte gesichert sein müssen. Grundsätzlich sollen diese Anleihen nicht mit einer staatlichen Ausfallgarantie versehen sein. Der nicht gedeckte Finanzbedarf soll durch staatlich garantierte sogenannte FILP-Anleihen ausgeglichen werden. Diese werden vom Fiscal Loan Fund, der an die Stelle des Trust Fund Bureaus rückt, begeben. Die so erzielten Erlöse werden in Form von Krediten an die FILP-Institutionen weiter verliehen. Hinsichtlich ihrer Kreditwürdigkeit sollen die FILP-Anleihen mit japanischen Staatsanleihen vergleichbar sein. Eine Reihe von „Special Accounts“ werden auch nach der Reform noch Bestand haben.

Problembereiche und Kritik

Wie werden sich die oben beschriebenen Veränderungen auf den Kapitalmarkt, die Effizienz der FILP-Institutionen sowie auf die Finanzen von Postsparguthaben und Rentenreserven auswirken?

- Angesichts des Umfangs des frei werdenden Anlagekapitals in einer Höhe von 514 Billionen Yen, die zukünftig erstmals frei am Kapitalmarkt angelegt werden, könnte man heftige Markteffekte erwarten. Damit ist jedoch aus folgenden Gründen nur bedingt zu rechnen: Die derzeit im FILP im Durchschnitt für sieben Jahre gebundenen Mittel werden erst über einen längeren Zeitraum schrittweise frei werden. Hinzu kommt, dass diese Einlagen für eine Übergangszeit teilweise erneut dem Trust Fund Bureau zur Verfügung gestellt werden müssen, weil diese sehr lange Kreditlaufzeiten von im Durchschnitt 17 bis 18 Jahren eingegangen ist. Außer-

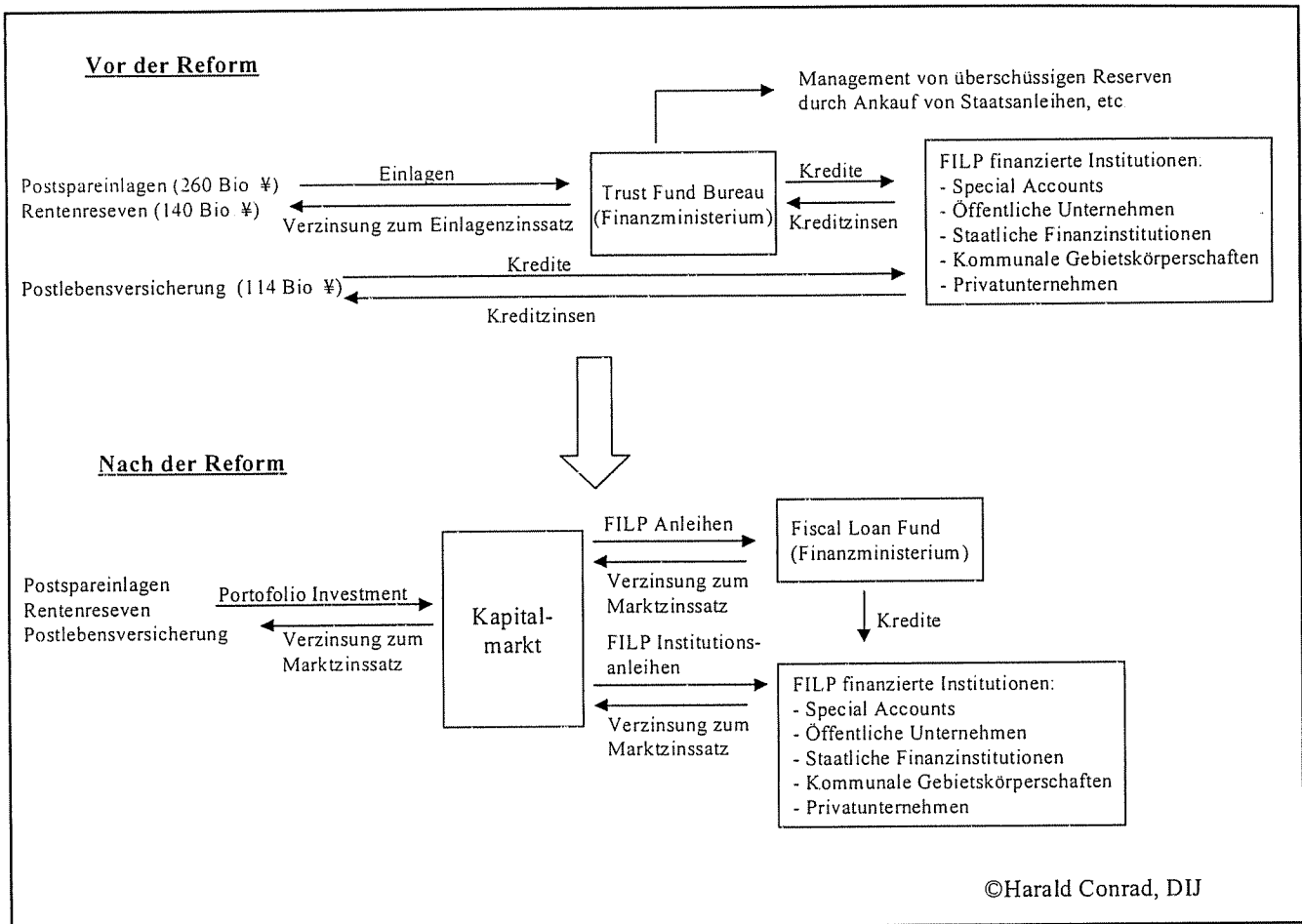
dem wurde beschlossen, dass die Hälfte der neuen *FILP-Anleihen* zunächst von den Postsparkassen und dem neu zu gründenden *Fonds für Rentenreservenmanagement* gezeichnet werden müssen. Diese Institutionen werden dann die Anleihen (gegebenenfalls) sukzessive wieder abstoßen. Auf diese Weise werden sich Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt mehr oder weniger die Waage halten. Im Gegensatz zum Anleihemarkt ist man im Aktienhandel aber recht positiv gestimmt, weil voraussichtlich ca. 10 Prozent der Rentenreserven zukünftig in inländische Aktien angelegt werden sollen.

- Hinsichtlich der erwarteten Effizienzsteigerung bei den FILP-Institutionen sind erhebliche Zweifel angebracht. Die beabsichtigte Kontrolle durch den Kapitalmarkt setzt voraus, dass sich diese Institutionen in Zukunft hauptsächlich frei am Markt finanzieren und die Anleihen nicht mit einer staatlichen Ausfallgarantie versehen sind. Zwar ist letzteres auch beabsichtigt, die Märkte werden aber wahrscheinlich dennoch unterstellen, dass diese Anleihen einer impliziten staatlichen Garantie unterliegen, weil die Emittenten direkt staatlicher Weisung unterstehen. Da die FILP-Institutionen aufgrund ihrer geringen Rentabilität nicht im großen Umfang in der Lage sein werden, sich über eigene Anleihen Gelder zu verschaffen, steht zu befürchten, dass die indirekte Finanzierung über staatlich gedeckte FILP-Anleihen und daran anknüpfende Kredite lediglich eine Fortsetzung des Status quo bedeutet.
- Die geplanten Änderungen werden unter Umständen die bisher noch wenig zur Kenntnis genommene Problematik der notleidenden Kredite im FILP ans Tageslicht bringen. Es gibt Hinweise darauf, dass viele der Kredite des

Trust Fund Bureaus nach dem Zusammenbruch der „Bubble Economy“ Anfang der 90er Jahre notleidend geworden sind. Eine 1998 veröffentlichte Studie der Paul H. Nitze School of Advanced International Studies schätzt, dass die tatsächliche Staatsverschuldung im Jahr 1996 nicht, wie offiziell angegeben, 87,1 Prozent des Bruttoinlandsproduktes, sondern tatsächlich, unter Einschluss der „versteckten Verbindlichkeiten“ des FILP, eine Höhe von 150 Prozent des BIP erreicht hat. Während die absolute Zahl angesichts der Undurchsichtigkeit der öffentlichen Finanzen mit Vorsicht betrachtet werden sollte, veranschaulicht sie doch die Größenordnung des Problems. Es besteht der begründete Verdacht, dass die Einlagen des Trust Fund Bureaus auch zur Zahlung von Überwälzungskrediten unrentabler Projekte verwendet worden sind (sogenannte „Ponzi-Finanzierung“). Die Existenz solcher Projekte wurde in jüngster Vergangenheit deutlich, als das Trust Fund Bureau die Schulden der Japan National Railways Abwicklungsgesellschaft übernehmen musste, die tatsächlich schon mehrere Jahre bankrott war. Außerdem hat in den letzten Jahren, begründet durch den Kreditstop der Privatbanken, die durch FILP-Mittel finanzierte Kreditvergabe ohne Sicherheiten an Klein- und Mittelbetriebe stark zugenommen. Da das Trust Fund Bureau in den kommenden Jahren die Einlagen sukzessive an die Mittelgeber zurückzahlen muss, werden solche Kreditausfälle wahrscheinlich ans Tageslicht kommen.

- Ein anderer Problembereich steht im Zusammenhang mit der Anlage der Postsparguthaben und der Rentenreserven am Kapitalmarkt. Bisher ist noch unklar, welchen Anlagestrategien diese Finanzmittel im einzelnen unterliegen werden. Auf jeden Fall stellen sich aufgrund der erheblichen Größen-

Das Fiscal Investment und Loan Program vor und nach der Reform



ordnung des verfügbaren Kapitals Fragen nach Marktmacht, Qualifizierung der ministeriellen Anlage-manager, politischer Einflussnahme sowie angemessener Sicherung gegen Anlageverluste. Alle diese Fragen sind bisher nicht geklärt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die geplanten Änderungen im Rahmen des FILP-Programms wahrscheinlich nur begrenzt effizienz-

steigernd sind. Man darf gespannt sein, wie hoch die notleidenden Kredite im FILP wirklich sind und wie die internationalen Finanzmärkte reagieren werden. Was die freien Anlagemöglichkeiten der Postsparguthaben und Rentenreserven angeht, können derzeit noch keine verlässlichen Aussagen über Anlagestrategien, Sicherungsinstrumente sowie Marktwirkungen getroffen werden. Sollten jedoch bei den öffentlichen Renten, wie bei den japanischen Betriebsrenten

geschehen, unzureichende rechtliche Regelungen für treuhänderische Verwaltung und Ausfallsicherung getroffen werden, wird man sich vielleicht noch einmal die Zeit zurückwünschen, als die öffentlichen Rentenreserven noch mit einer gesicherten Rendite aus dem FILP rechnen konnten. •

*Harald Conrad,
Deutsches Institut für Japanstudien,
Tokyo*