



Universität Potsdam

Detlev Hummel (Hrsg.)

Europäische Bank- und Finanzbeziehungen

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät

Europäische Bank- und Finanzbeziehungen

Protokollband
zum Deutsch-Russischen Workshop
am 8./9. Juli 2003 in Potsdam

herausgegeben von
Detlev Hummel

unter Mitarbeit von
Jörg Remde
Julia Plakitkina

Universitätsverlag Potsdam 2005

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar

© Universität Potsdam, 2005

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel, Universität Potsdam,
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät,
Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt
Finanzierung und Banken
Unter Mitarbeit von Dipl.-Kfm. Jörg Remde und
Dipl. oec. Julia Plakitkina

Druck: Audiovisuelles Zentrum der Universität Potsdam und
sd:k Satz Druck GmbH Teltow

Vertrieb: Universitätsverlag Potsdam
Postfach 60 15 53, 14415 Potsdam
Fon +49 (0) 331 977 4517 / Fax 4625
e-mail: ubpub@uni-potsdam.de
<http://info.ub.uni-potsdam.de/verlag.htm>

ISBN 3-937786-85-6
ISBN 978-3-937786-85-8

Dieses Manuskript ist urheberrechtlich geschützt. Es darf ohne vorherige Genehmigung der Autoren / Herausgeber nicht vervielfältigt werden.

Vorwort Workshop

Bank- und Finanzbeziehungen in Europa und die Integration Russlands

Sehr geehrte Damen und Herren,

Die Banken- und Börsensysteme Europas befinden sich in einem grundlegenden Wandel. Globalisierungsprozesse der Finanzmärkte, die Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen sowie neue Informationstechnologien stellen hohe Anforderungen.

Umfangreiche IT-Investitionen revolutionieren die Zahlungs-, Handels- und Abrechnungssysteme und verschärfen den Wettbewerb in der Finanzdienstleistungsindustrie. Die Integration Russlands in die Weltwirtschaft erfordert eine weitere Liberalisierung, Fortentwicklung und Anpassung der Banken- und Börsenstrukturen an internationale und europäische Standards, um die nationale und internationale Kapitalallokation effizienter zu gestalten.

Finanz-, Banken- und Börsenexperten aus deutschen und russischen Universitäten lehren und forschen seit Jahren zu diesen Fragestellungen. Der Potsdamer Workshop soll zunächst Ergebnisse verschiedener Lehrstühle aus Potsdam, St. Petersburg und Moskau zur Diskussion stellen und die Reihe gemeinsamer Konferenzen im Rahmen der bestehenden Kooperationsvereinbarungen fortsetzen.

Interessierte Teilnehmer und konstruktive Diskussionspartner aus Theorie und Praxis sind zu diesem Arbeitsdialog sehr willkommen.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Detlev Hummel

Inhaltverzeichnis

I. Europäische Kapitalmarktbeziehungen	1
Integration und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktes.....	3
<i>Detlev HUMMEL</i>	
Tax Competition, Tax Havens and Capital income Taxation.....	25
<i>Hans-Georg PETERSEN</i>	
Importance of the European Capital Market for Russia.....	47
<i>Yakov M. MIRKIN</i>	
Elektronische Systeme für den Wertpapierhandel in Europa und Entwicklungsmöglichkeiten für Russland – eine explorative Studie.....	65
<i>Christoph LATTEMANN</i>	
II. Entwicklungen in den Bankensystemen	87
Lage und Perspektiven des deutschen Bankensektors.....	89
<i>Hans-Joachim MASSENBERG</i>	
Russia’s Banking System, the Central Bank and the Exchange Rate Regime.....	97
<i>Ralf WIEGERT</i>	
Entwicklungsstrategie des russischen Bankensystems und die Rolle der Sberbank.....	123
<i>Galina BELOGLAZOWA</i>	
Wettbewerb im Bankensystem Russlands.....	133
<i>Anatole KOSMATCHEV</i>	
Auswirkungen von Basel II auf das russische Bankensystem.....	143
<i>Tatjana NIKITINA</i>	

Auslandsbanken in Russland.....	157
<i>Julia PLAKITKINA</i>	
III. Allgemeine Aspekte der wirtschaftlichen Entwicklung.....	179
Russian-German Economic Relations under Globalization.....	181
<i>Natalia DOUMNAYA.</i>	
Investitionen, Banken und Wirtschaftswachstum in Russland.....	189
<i>Tatjana NIKOLAJEWA</i>	
Die aktuellen Probleme der Außenverschuldung Russlands.....	199
<i>Alexej LINKOV</i>	

I. Europäische Kapitalmarktbeziehungen

Prof. Dr. Detlev Hummel *

Integration und struktureller Wandel des Europäischen Kapitalmarktes

1. Finanzmärkte und Euro
2. Aktienmärkte im Vergleich
3. Rentenmärkte im Wandel
4. Finanzintermediäre und Kapitalmarkt
5. Fazit

* Universität Potsdam, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken.

1. Finanzmärkte und Euro

1.1. Länderübergreifende Investments und Finanzierungen

Die Einführung des Euro brachte bereits in der Vorbereitungsphase während der 90er Jahre für die europäischen Finanzmärkte erhebliche Veränderungen. Die Einheitswährung bedeutete endgültige Abschaffung des Währungsrisikos sowie absolute Preistransparenz. Letzte Hemmnisse grenzüberschreitender Investments wurden damit beseitigt. Die historisch eher national geprägten Finanzierungs- und Geldanlagemärkte wachsen seither noch stärker zusammen.

Investoren aus Europa und Übersee müssen spätestens seit Beginn der dritten Stufe der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (01.01.1999) Aktien- und Anleiheportefeuilles über das gesamte Euro-Währungsgebiet diversifizieren. Dies hat weitreichende Konsequenzen für die Anlagestrategien der Institutionellen, z.B. wird eine branchenorientierte Strukturierung der europäischen Assets wegen der geringeren Möglichkeiten einer länderorientierten Risikodiversifikation erforderlich. Immer mehr Aktienfonds weltweit beobachten weniger die Kursentwicklung der nationalen europäischen Börsen, sondern investieren direkt in Werte, z.B. aus dem Euro-STOXX₅₀.

Der Wettbewerb institutioneller Anleger – einschließlich der Banken, Investmenthäuser und Finanzdienstleister im weitesten Sinne - erhält damit eine neue Qualität. Dies betrifft jedoch nicht nur die Anlageseite. Auch die Finanzierungsstrukturen von Unternehmungen und von Projekten wird - unter dem Einfluss von Verbriefung, Disintermediation und zahlreicher Finanzinnovationen –noch konsequenter europäisch ausgerichtet. Auch global orientierte Geldanlagen und Finanzierungen erhalten mit dem sich entwickelnden Europäischen Kapitalmarkt eine ernstzunehmende Alternative zu den US-Märkten. Die beispiellosen quantitativen, qualitativen und institutionellen Entwicklungen des Europäischen Kapitalmarktes sind wichtige Teilprozesse der Globalisierung der Finanzmärkte.

Ebenso wie die nationalen Geldmärkte der Eurowährungsländer in kurzer Zeit zu einem europäischen Geldmarkt verschmolzen, setzte sich auch auf den Kapitalmärkten die europäische Einheitswährung durch. Die Mitgliedsländer sowie der Mehrzahl der mittel- und osteuropäischen Länder präferierten sehr bald den Euro als Denominationswährung vor dem US-Dollar, aber auch die übrige Welt nutzt den Euro zunehmend als internationale Finanzierungs- und Anlagewährung. Die Währungsseite ist eine wichtige, jedoch nicht die einzige Seite der historisch einmaligen, integrativen Wandlungsprozesses. Mit dem Europäischen Kapitalmarkt entsteht eine neue Dimension der globalen Finanzmärkte, wie die Analysen zeigen.

1.2. Funktionaler und institutioneller Kapitalmarktbezug

In Wissenschaft und Praxis wird der Begriff "Kapitalmarkt" unterschiedlich verwendet. In der Literatur sind Finanzmärkte auch als Geld-, Kredit- und "Kapitalmarkt *im engeren Sinne*" definiert. Finanzmarktbezug dieser Art segmentieren Angebot und Nachfrage nach Geldkapital gemäß unterschiedlicher Finanzierungs- bzw. Anlageinstrumente oder nach Kriterien wie Laufzeit (kurz-, mittel- und langfristig) sowie danach, ob fungible Wertpapiere emittiert werden oder nicht.

In funktionaler Betrachtung wird über den *Kapitalmarkt* die Verbindung von finanzieller Ersparnis (aus laufenden Einkommen) mit der Finanzierung von Investitionen sowie die Mobilisierung von langfristig angelegtem Geldvermögen realisiert.¹ Ein solch weites Verständnis des Kapitalmarktes als Gesamtheit aller Transaktionen, durch die längerfristige Finanzierungsmittel der Bildung von Realkapital zugeführt werden, geht über die verengte Betrachtung – beispielsweise lediglich der organisierten Aktien- und Rentenmärkte sowie der dort ablaufenden Prozesse der Preisbildung – hinaus.

Auch die institutionelle Entwicklung der Finanzmärkte, die Veränderung der Organisationsformen von Finanzintermediären und ihrer Technologien, der Wettbewerb von Börsen sowie Handels- und Abwicklungssystemen, das Verhalten von Kapitalmarktakteuren, wie Maklerfirmen, Banken, Fondsgesellschaften und Finanzdienstleistern im weitesten Sinn, bestimmen deren Effizienz nicht unerheblich. Erst das institutionen-ökonomische Verständnis von Kapitalmärkten ermöglicht eine differenzierte Betrachtung sowie die qualitative Bewertung der Umbrüche sowie der strukturellen Wandlungen. Gerade die gravierenden währungspolitischen, rechtlichen sowie sonstigen institutionellen Veränderungen in Europa - in Verbindung mit den wettbewerblichen und technologischen Herausforderungen - verlangen ein umfassendes Verständnis des neu entstehenden Europäischen Kapitalmarktes. So können die Anpassungsprozesse hinsichtlich Trend und Konsequenz vollständig erfasst und als wissenschaftlich-fundierte Orientierungshilfe für strategische Entscheidungen genutzt werden.

Europäische Finanzmärkte bestehen in diesem Verständnis aus dem Euro-Geldmarkt sowie – wie bereits begründet - aus dem durch vielfältige Finanzinstitutionen geprägten Kapitalmarkt im Eurowährungsgebiet (hier: Europäischer Kapitalmarkt, auch Euro-Kapitalmarkt genannt)². Kern dieses Kapitalmarktes sind mit der zunehmenden Verbriefung (Securitisierung) auch in Europa die Teilmärkte für fungible Wertpapiere (Aktien, Anleihen, aber auch

¹ Thomas/Treutler (1993), S. 1206.

² Nicht zu verwechseln mit den traditionellen „Euro-Märkten“, als exterritoriale Finanzplätze, s.w.u., Vgl. auch Storck Handbuch sowie Kaiser/ Heilenkötter/ Hermann: Der Euro-Kapitalmarkt, 1999.

Mischformen sowie Derivate wie Swaps, Asset Backed Securities usw.). Die vielfältigen Marktsegmente werden über europäische Börsen, standortunabhängige elektronische Handelsplattformen, Banken und andere Finanzinstitutionen im Wettbewerb organisiert. Interessant hierbei aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht die unterschiedlichen Ziele, Präferenzen und Anreizsysteme der privaten, öffentlich-rechtlichen oder supranationalen Institutionen.

Der Euro-Geldmarkt als Markt für die sehr kurzfristige Geldversorgung von Banken und Wirtschaft - rsp. für die Liquiditätsdisposition erster Adressen - soll wegen seiner eigenständigen Bedeutung und hohen Wichtigkeit, hier gesondert charakterisiert werden. Alle anderen marktbezogenen Finanzgeschäfte werden im weiteren in die Definition des Europäischen Kapitalmarktes einbezogen.

1.3. Euro-Geldmarkt

Der *Euro-Geldmarkt* als Markt für kurzfristiges Kapital für die tägliche Liquiditätsdisposition der Banken und teilweise der Großunternehmungen mit erstklassiger Bonität, ist wichtig für die Funktionsfähigkeit des gesamten Kapitalmarktes. Entstanden aus den nationalen Interbankenmärkten, entsprechend der bis zur Euro-Einführung in Europa genutzten Währungen strukturiert, sind diese mittlerweile weitgehend standardisiert. Über die Hälfte der Transaktionen des Euro-Geldmarktes sind mittlerweile grenzüberschreitend. Obgleich in einzelnen Bereichen der Integrationsgrad noch unterschiedlich ist, sind hier die größten Fortschritte zu verzeichnen. Insbesondere der Markt für unbesicherte Bankeinlagen, wo kurzfristige Liquidität europaweit gehandelt wird, hat seine nationalen Schranken vollständig überwunden.

Ebenso bestätigt die Angleichung der risikogewichteten kurzfristigen Zinssätze der Euro-Teilnahmeländer den hohen Integrationsgrad des Euro-Geldmarktes. Geprägt und dominiert wird das Geschehen hier von den Großbanken, aber auch vom gebündelten Cash-Management größerer Nichtbanken. Die erreichte Homogenität und Liquidität des Euro-Geldmarktes gewährleistet ebenso günstige Refinanzierungsbedingungen für kleinere Banken.³

Die kurzfristigen festverzinslichen Wertpapiere der nationalen Schatzämter (sog. Schatzwechsel) bilden das größte Segment des Euro-Geldmarktes nach Umsatz und Umlauf. Allerdings wird der Euro-Geldmarkt zunehmend durch die Emission kurzfristiger Wertpapiere des privaten Sektors geprägt. Bruttoemissionen von Einlagenzertifikaten und Commercial Paper, also kurzfristige festverzinsliche Wertpapiere von Banken bzw. Kapitalgesellschaften, werden von konjunkturellen Belebungen sowie durch die Tendenz der Disintermediation im

³ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 44.

Finanzsektor verstärkt. Eine noch vorhandene Zersplitterung in Europa ist im Kontext der Gesamtentwicklung auf Dauer nicht haltbar.

Eine weitere Integration des Marktes für kurzfristige Wertpapiere erfolgt vor allem durch die Einführung adäquater Abwicklungsverfahren für grenzüberschreitende Geldmarktgeschäfte. Hierbei ist eine stärkere Harmonisierung auch der dafür maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen erforderlich. Dies könnte die Märkte für Schatzwechsel, der Einlagenzertifikate und Commercial Paper nochmals beleben und die grenzüberschreitende Diversifikation der Geldmarktanlagen weiter voranbringen.

Der Euro-Geldmarkt wurde in seiner Funktionsfähigkeit auch durch das TARGET-System für die Überweisung von Großbeträgen⁴ gestärkt. Als Ansatzpunkt für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und wegen der hier stattfindenden Geldversorgung bildet er eine wichtige Basis des Euro-Kapitalmarktes. Die zinspolitischen Instrumentarien der Europäischen Zentralbank setzen hier an und werden auf Kapitalmarkt und Wirtschaft übertragen. Der Referenzzinssatz EURIBOR ("Euro Interbank Offered Rate") fand eine schnelle Akzeptanz der Marktteilnehmer. Der einheitliche Referenzwert des Geldmarktes ist deshalb von zentraler Bedeutung auch für die Integration des Kapitalmarktes.

1.4. Abgrenzung zu den traditionellen Euro-Märkten

Eine gewisse begriffliche Unsicherheit entstand mit der Einführung des Euro als Einheitswährung für die Finanzmärkte inner- und außerhalb der Mitgliedsländer. Dies betraf einerseits die traditionellen Eurogeld, Eurokredit- wie auch die Eurokapitalmärkte, die seit den 60er Jahren als exterritoriale Finanzmärkte in London, Luxemburg, Frankfurt am Main oder Paris eine dynamische Entwicklung erfuhren. Andererseits wurden die nationalen Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte der Euro-Mitgliedsländer seit den 80er Jahren schrittweise liberalisiert. Mit der Internationalisierung der ehemals nationalen Finanzmärkte und rechtlichen Harmonisierung in Europa ist der im Verschmelzungsprozess entstehende Europäische Kapitalmarkt dennoch von den traditionellen Euro-Kapitalmärkten zu unterscheiden: Euro-Dollar-, Euro-Yen sowie Euro-Pfund-Sterling-Märkte usw. bestehen sehr wohl als exterritoriale Finanzmärkte fort, solange diese Währungen eine Rolle als Welthandels- und -reservewährungen spielen und außerhalb ihres Währungshoheitsgebietes gehandelt werden. Euro-DM-, Euro-Franc-Märkte usw. wurden zum "Europäischen Geld- und Kapitalmarkt"; hier auch Euro-Geldmarkt und Europäischer Kapitalmarkt genannt. Euro-Finanzierungs- oder Euro-Anlagegeschäfte außerhalb des Euro-Währungsgebietes, z.B. in New York oder derzeit noch in London, meint

⁴ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 43.

dagegen die Euromarktgeschäfte traditionellen Stils – diese müssten konsequent Euro-Euromarktgeschäfte genannt werden. Diese Seite der globalen Finanzmärkte kann hier nicht weiter untersucht werden

1.5. Repos: Bindeglied zwischen Euro-Geld- und Kapitalmarkt

Ogleich bisher noch nicht vollständig integriert, erhält mittlerweile der sog. Repo-Markt als Teilsegment des Euro-Geldmarktes zunehmend Bedeutung. Noch differenzierte Zinssätze, unterschiedliche rechtliche Rahmenbedingungen, grenzüberschreitende Verwaltungsaufwendungen und Abwicklungspraktiken für Sicherheiten und steuerliche Unterschiede begründen noch Handlungsbedarf bis zur vollständigen europäischen Integration.

Es handelt sich hier jedoch absehbar um eine wichtige Tendenz: unbesicherte Kredite werden zunehmend durch sog. Repurchase Agreements (Repos) ersetzt. Dabei verkauft derjenige Marktteilnehmer, der Liquidität benötigt, Wertpapiere aus seinem Besitz an einen Dritten und vereinbart gleichzeitig, diese Papiere zu einem späteren Zeitpunkt zu einem festgelegten Preis zurückzukaufen (repurchase), was einem mit Wertpapieren besicherten Kredit entspricht.

Die traditionellen Interbankkredite sind offensichtlich rückläufig. In Deutschland werden bis zu 85% der Handelsbestände in Wertpapieren über Repos finanziert. Im Jahre 1999 sind die Repo-Umsätze in Europa bis zu 30% gewachsen. Schätzungen gehen von Tagesumsätzen über 250 Mrd. Euro aus, das Bestandsvolumen wird auf mehr als 500 Mrd. Euro veranschlagt.⁵ Es entwickeln sich offensichtlich in Europa Techniken, die in Amerika seit langem und weiterhin in noch größeren Volumina üblich sind.

Hintergrund der Entwicklung ist ein gewachsenes Risikobewußtsein seit der Finanzkrise von 1998 und der Versuch, die Limite für unbesicherte Kredite an andere Banken zu reduzieren. Mit der Einführung des Euro können die Banken kleine, temporäre Zinsdifferenzen nutzen. Über Repos handeln die Banken Liquidität zwischen den "nationalen" Geldmärkten und gleichen Unterschiede schnell aus. Dies führt zur Einheitlichkeit des Euro-Geldmarktes und unterstützt somit die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Triebfeder ist dabei der verschärfte Ertragsdruck für die Banken. Die niedrigen Repo-Zinsen stellen eine günstigere Finanzierungsalternative für Wertpapier-Händler dar. Auch für Kreditgeber ergeben sich Vorteile, da wegen der Besicherung kein zusätzliches Eigenkapital erforderlich ist.

Der Repo-Markt wirkt als Drehscheibe zwischen dem kurzfristigen Geld- und dem langfristigen Kapitalmarkt. Arbitrage-Geschäfte - z.B. zwischen Repo- und

⁵ Repos – die stille Revolution am Geldmarkt, FAZ v. 16.6.2000, S.22.

Geldmarkt sowie zwischen Wertpapieren unterschiedlicher Bonität - tragen dazu bei. Ein Computersystem als Spezialmarkt, über das möglicherweise Anleihen, Bund-Futures und Repos integriert handelbar werden, könnte diesen Trend in Europa noch verstärken.

1.6. Derivate in Europa

An den Derivate-Märkten wurden die nationalen Grenzen Europas vollständig überwunden. Hier gehandelte Terminkontrakte und Swapgeschäfte sind für die Bewertung und das Hedging von Preisrisiken des Europäischen Kapitalmarktes außerordentlich bedeutsam.

Homogenität und Liquidität der Derivate in Euro-Währung waren nach kurzer Zeit ausgeprägt. Der Tausch fester gegen variable Zinszahlungen am Euro-Zins-Swapmarkt nahm gemessen an den tagesdurchschnittlichen Transaktionen überdurchschnittlich zu. Markttiefe und Marktliquidität europäischer Derivate erhöhten sich schnell.

Insbesondere die Angleichung der Sätze sowie eine einheitliche Zinsstrukturkurve für das gesamte Eurogebiet belegen den grenzüberschreitenden Charakter des neuen Euro-Marktes. Die Geld-Brief-Spreads verringerten sich mit Euro-Einführung, während das Volumen der Transaktionen deutlich anstieg. Sog. Übernacht-Index-Swaps (Festzins gegen variablen EONIA-Satz) und EURIBOR-Terminkontrakte haben frühere Derivate auf nationale Underlyings ersetzt.⁶

1.7. Marktgröße und Finanzierungsstrukturen

Das Eurowährungsgebiet umfasst den weltgrößten Binnenmarkt mit über 291 Millionen Menschen. Der Anteil am Welthandel ist mit 19,6 Prozent ebenso führend. Haupthandelspartner sind GB, USA, Schweiz und Japan, die fast 43 Prozent des Außenhandels der Euro-Länder ausmachen.⁷

Die Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebietes ist im Gegensatz zum angelsächsischen Raum traditionell bankorientiert. Im Jahre 1999 hatten inländische Bankkredite noch immer einen höheren Anteil als die Finanzierungen durch die Emission inländischer Schuldverschreibungen. Der Kapitalmarkt Europas wird von inländischen Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand dominiert. Die Aktienmarktkapitalisierung von 71 Prozent des BIP ist deutlich geringer als in den USA und in Japan.

⁶ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 46.

⁷ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 38f.

In den USA basieren die Finanzierungsstrukturen bereits historisch gesehen vorrangig auf Wertpapieremissionen. Während im Jahre 1999 die Aktienmarktkapitalisierung gemessen am BIP 163,3 Prozent betrug, hatten die Bankkredite nur einen Anteil von 48,4 Prozent. Die Finanzierungsstruktur in Japan weist im folgenden Vergleich eine geringere Verbriefung aus als in den USA, allerdings stärker als im Euro-Währungsgebiet.⁸

Finanzierungsstruktur in ausgewählten Industrieländern				
		Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bankkredite (Juni 1999)	Mrd. EUR	6136,1	4154,8	4280,8
	% des BIP	100,4	48,4	107,0
Aktienmarkt kapitalisierung (Okt. 1999)	Mrd. EUR	4346,0	13861,1	6275,8
	% des BIP	71,1	163,3	137,7

Abbildung 1:

Finanzierungsstruktur der Weltwirtschaftszentren im Vergleich

Quelle: EZB-Monatsbericht (Januar 2000), S. 42.

Der Trend der Verbriefung von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen wird hier sehr deutlich. Europäische Kapitalmärkte stehen dabei - bei den Kredit- wie bei den Einlagenpositionen - erst am Anfang, so dass die Integration der nationalen Kapitalmärkte des Euro-Währungsgebietes zum Europäischen Kapitalmarkt angesichts des globalen Trends der Securitisation gleichzeitig von diesem Strukturwandel geprägt ist.

Die Leistungsfähigkeit im Bereich Finanzmarktinvestitionen und der Finanzierungsbeitrag des Europäischen Kapitalmarktes für die Weltwirtschaft ist bereits Ende der 90er Jahre in einigen Bereichen führend. So übertraf der Euroraum im Jahre 1999 im Nettoabsatz internationaler Schuldtitel mit 438,1 Mrd. US-Dollar die USA deutlich. Der Umlauf internationaler Schuldtitel im Euroraum betrug Ende 1999 insgesamt 1,7 Billionen US-Dollar gegenüber knapp 1,3 Billionen in den USA, wie die folgende Übersicht zeigt.

⁸ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 42.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel (in Mrd. US-Dollar)			
	1998	1999	Umlauf (Stand Ende Dez. 1999)
Entwickelte Länder	573,0	1014,6	4371,4
Euroraum	211,7	438,1	1696,8
Japan	-18,1	-2,0	330,9
USA	284,3	423,6	1255,2
US-Dollar	409,4	470,1	2433,4
Yen	-27,2	-12,0	528,0
Währungen des Euro-Raums	221,3	522,3	1512,1
Sonstige Währungen	74,9	104,9	752,7

Abbildung 2:

Nettoabsatz an den Märkten für internationale Schuldtitel

Quelle: BIZ-Quartalsbericht (Februar 2000), S. 21.

Der Europäische Kapitalmarkt ist auch stark durch Veränderungen auf der Währungsseite geprägt. Obgleich globale Investoren und Emittenten unmittelbar nach Einführung des Euro – einem historisch einmaligen Experiment - naturgemäß zunächst eine gewisse Zurückhaltung zeigten, übertrafen bereits im Jahre 1999 die Währungen des künftigen Euro als Denominationswährung (mit 522,3 Mrd. US-Dollar) das Volumen der in US-Dollar begebenen internationalen Schuldtitel (470,1 Mrd. US-Dollar).

In Europa betrug das Verhältnis von Euro-Anleihen zu Dollar-Anleihen in 1999: 425,8 zu 32,8, während dies in Nordamerika erwartungsgemäß ebenfalls zugunsten der Heimatwährung zu Buche schlug. Weltweit dominierte der Euro mit 522,3 Mrd. US-Dollar gegenüber der bisherigen Hauptwährung US-Dollar. Letzterer wurde im Umfang von 470,1 Mrd. als Emissionswährung für internationale Schuldtitel verwendet. Noch ein Jahr zuvor verhielt sich die Relation umgekehrt. Am deutlichsten stieg der Absatz von in Euro denominierten internationalen Schuldtiteln jedoch in Europa. Er erhöhte sich gemessen in US-Dollar von 156,5 Mrd. in 1998 auf 425,8 Mrd. in 1999.

Die folgende Tabelle unterstreicht die bereits heute herausragende Bedeutung des Europäischen Kapitalmarktes im Kontext der globalen Finanzmärkte. Die

dynamischen Veränderungen im Vorfeld des Euro deuten auf die künftig führende Rolle des Europäischen Kapitalmarktes hin.

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Sitzregion (in Mrd. US-Dollar)			
		1998	1999
Europa	US-Dollar	68,6	32,8
	Euro	156,5	425,8
Nordamerika	US-Dollar	257,2	383,8
	Euro	24,8	34,8
Sonstige	US-Dollar	83,7	53,5
	Euro	39,9	61,8
Alle Länder	US-Dollar	409,4	470,1
	Euro	221,3	522,3

Abbildung 3:

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Sitzregion

Quelle: BIZ-Quartalsbericht (Februar 2000), S. 23.

2. Aktienmärkte im globalen Vergleich

Die Aktienkapitalisierung der Euro-Länder betrug Ende 1998 4 264 476 Mio. US-Dollar. Dem stand an der New York Stock Exchange (NYSE) ein Volumen von 10 271 900 Mio. US-Dollar gegenüber. Das Volumen der elektronischen Börse für Wachstumswerte in den USA (Nasdaq) erreichte 2 527 970 Mio. US-Dollar entsprach damit etwa der Börsenkapitalisierung der Börsen Japans oder der in GB/ Nord-Irland.⁹

Die Unterschiede der Weltbörsenumsätze zeigen, dass Europa derzeit hinter den USA und mit Abstand vor Japan liegt. Die Börsenumsätze der Euro-Länder plus GB/ Nord-Irland entsprechen bereits dem Transaktionsvolumen der weltgrößten Aktienbörse, der NYSE.

⁹ Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Frankfurt am Main 1999, Blatt 05-1.

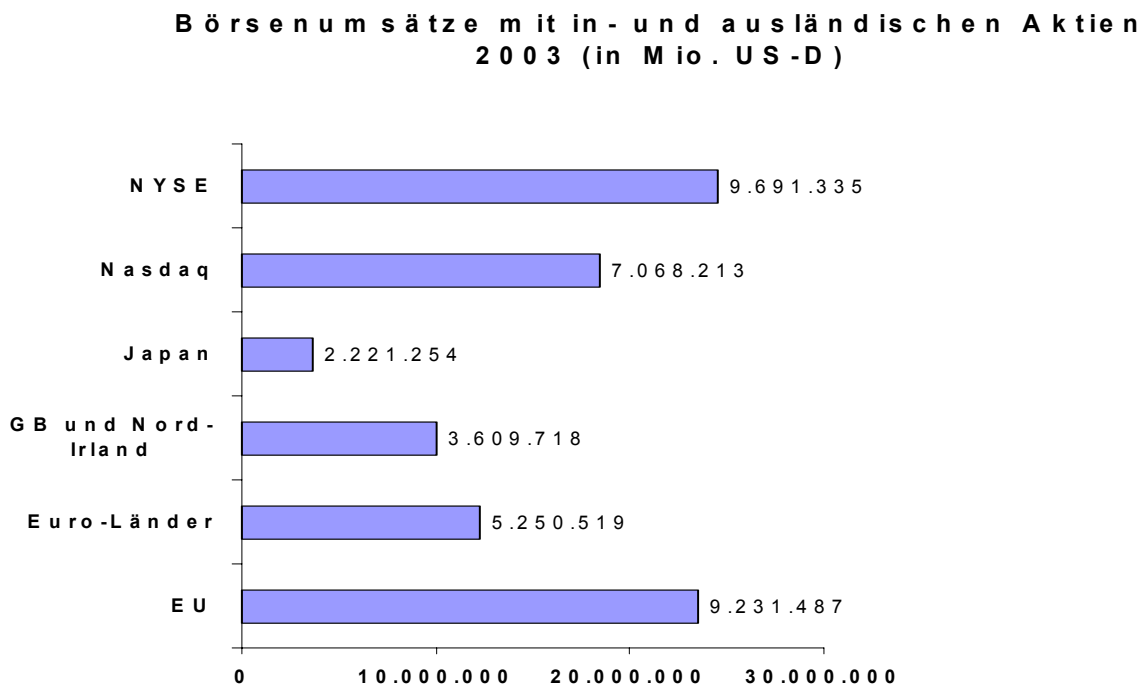


Abbildung 4:

Börsenumsätze mit in- und ausländischen Aktien im Vergleich

Quelle: Deutsches Aktieninstitut e. V. (Hrsg.), DAI-Factbook 2004, Frankfurt am Main 2004, Blatt 06-3-3.

Die Börsenumsätze mit in- und ausländischen Aktien bringen die Finanzkraft und Dynamik der europäischen Märkte angesichts der Entwicklungen in den 90er Jahren nur begrenzt zum Ausdruck. Vergleicht man die Kapitalerhöhungen und Neuemissionen in den Jahren 1989 bis 1998 weltweit, so liegen die europäischen Aktienmärkte mit über 900 Billionen US-Dollar dicht bei den amerikanischen, während Japan aus dieser Perspektive eher eine untergeordnete Rolle spielt.¹⁰ Die Anzahl der Börseneinführungen erreichte in diesem Zeitraum an der Nasdaq 5 896, während alle EU-Länder zusammen 5 398 IPO's (Initial Public Offerings) verzeichneten.¹¹

Interessant auch der Vergleich der Listings ausländischer Aktiengesellschaften an den wichtigsten Finanzplätzen. Gemessen an diesem Kriterium sind die europäischen Börsen – insbesondere durch die starke Stellung Deutschlands – weltweit ohne Konkurrenz. Während an der NYSE Ende 1998 lediglich 391 bzw. an der Nasdaq 441 ausländische Unternehmungen gelistet waren, betrug

¹⁰ Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Frankfurt am Main 1999, Blatt 03-4-3.

¹¹ Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Frankfurt am Main 1999, Blatt 03-3-1.

die Anzahl der börseneingeführten ausländischen Unternehmungen in den Euro-Ländern fast das Zehnfache 3 527 (darunter Deutschland allein 2 784).¹²

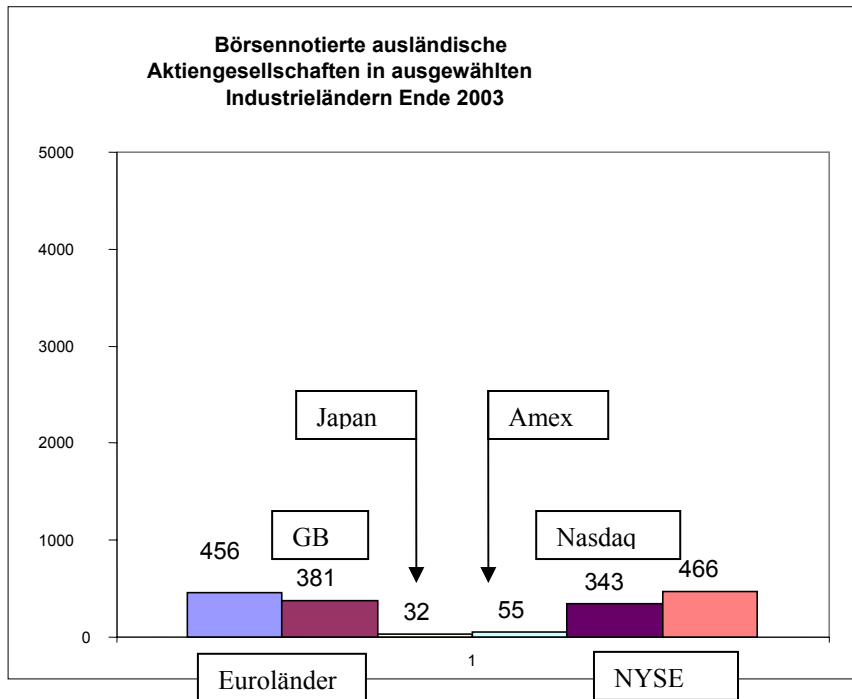


Abbildung 5:

Börsennotierte ausländische Aktiengesellschaften

Quelle: Deutsches Aktieninstitut e. V. (Hrsg.), DAI-Factbook 2004, Frankfurt am Main 2004, Blatt 02-2-2.

Insbesondere seit 1994 erreichten zahlreiche ausländische Unternehmungen eine Börsennotierung in Deutschland. In den Jahren 1994 und 1995 erfolgten hier 181 sowie 168 ausländische Listings, was die bisher üblichen Jahresdurchschnitte um ein Vielfaches übertraf. In den Folgejahren realisierten die deutschen Börsen jeweils neue Höchststände bei Neuzulassungen ausländischer Firmen (1996: 383, 1997: 730, 1998: 930). Solche Zuwächse sind beispiellos. Listings in Deutschland waren für internationale Unternehmungen offensichtlich besonders attraktiv, die Zulassungsvoraussetzungen weltoffen. Dies unterstreicht den langfristigen Prozess der Internationalisierung.

Es darf jedoch nicht übersehen werden, dass die Aktienmärkte der Mitgliedsländer der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in sich teilweise noch unterschiedlich strukturiert sind und deshalb eine differenzierte

¹² Deutsches Aktieninstitut e. V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Frankfurt am Main 1999, Blatt 02-2-2.

Betrachtung und Behandlung erfordern. Die Börsen und Finanzintermediäre – incl. der Banken - sind jedoch dabei, durch europäische Allianzen, Kooperationen und Nischenstrategien den europäischen Aktienmarkt durch institutionelle Veränderungen neu zu organisieren und weiter zu vereinheitlichen. Eine wichtige Rolle spielt dabei auch die Zusammenarbeit und Koordination der Aufsichtsbehörden, u.a. rechtliche Barrieren für Börsenfusionen beseitigen sowie weitere Harmonisierungen der Wertpapier- und Börsenaufsicht müssen.

Der Wandel am Europäischen Kapitalmarkt hat bisher weniger gravierende Auswirkungen auf das Emissionsverhalten Aktienmarkt. Hier spielen unternehmens- oder länderspezifische Ertrags- und Risikofaktoren eine wichtiger Rolle als beispielsweise die neue Einheitswährung in Europa. Dennoch sind die Aktienmärkte einem starken Wettbewerb ausgesetzt. Dieser begründet sich mit der allgemeinen Internationalisierung sowie der schrittweisen realwirtschaftlichen Integration. Branchenspezifische Anlagestrategien gewinnen gegenüber den länderspezifischen Anlagestrategien der Institutionellen an Bedeutung. Dies macht die Entwicklung der Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument in Europa - insbesondere in Deutschland - weiterhin zu einer erstrangigen Aufgabe.¹³

3. Rentenmärkte im Wandel

Das Zusammenwachsen der europäischen Anleihemärkte zeigte seit der Euro-Einführung viele Fortschritte. Bonitätsunterschiede für Staatsanleihen verschwanden fast völlig, was die Angleichung der Länderspreads dokumentiert.

Andere Bereiche stehen noch am Anfang drastischer Veränderungen. Im Gegensatz zu den bereits eng vernetzten Märkten für Staatsanleihen, zeigen verschiedene Marktsegmente hinsichtlich Tiefe, Effizienz und Vollständigkeit noch Entwicklungsbedarf.¹⁴ Das Potential ist jedoch groß, so dass Veränderungen mitunter sehr schnell voran gehen.

Die Emissionen der Staaten wurden seit Mitte der 90er Jahre erweitert, um die Liquidität der Schuldpapiere zu erhöhen und dem stärkeren Wettbewerb des europäischen Kapitalmarktes anzupassen. Beispielsweise führte Deutschland bei den Bundesobligationen – im Anschluss an den freihändigen Verkauf – regelmäßige Auktionen ein und machte verstärkt von der Aufstockung von Bundesanleihen und Bundesobligationen Gebrauch. Seit 1996 werden unterjährige Unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills) begeben. Die Emissionspalette wurde zudem erweitert durch die Einführung zweijähriger

¹³ Vgl. Sayn-Wettgenstein, Isabelle, 1999.

¹⁴ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 47/ 48.

Schatzanweisungen, regelmäßige Emissionen im dreißigjährigen Laufzeitsegment und die Möglichkeit zum "Stripping".¹⁵

Kreditinstitute – selbst teilweise im Asset Management tätig – haben ebenso die eigenen Emissionen liquider und damit für institutionelle Anleger attraktiver gemacht. Insbesondere die Finanzinnovation "Jumbo-Pfandbriefe" seit dem Jahre 1995 mit einem Mindestvolumen von 1 Mrd. DM bündeln diese ansonsten zersplitterte Marktsegment. Für Liquidität sorgt die Regelung, dass pro Emission mindestens drei Banken verpflichtet sind An- und Verkaufskurse zu stellen. Strukturverschiebungen brachte vor allem auch der Markterfolg Öffentlicher Pfandbriefe.

Die größten privaten Emittenten waren Banken, auf die mehr als die Hälfte des Emissionsvolumens insgesamt entfiel. Aber auch Kapitalgesellschaften der Industrie, sonstige Finanzierungsgesellschaften und Versorgungsunternehmen nutzten den neuen europäischen Markt für Corporate Bonds, um preiswertes Kapital für Investitionszwecke aufzunehmen.

Am Emissionsmarkt für in Euro denominierte private Anleihen vollzog sich im Jahre 1999 ein unerwartetes Wachstum, obgleich das Gesamtvolumen noch relativ gering ist. Dies zeigt der Vergleich zu auf Euro lautende Inlandskredite im Euro-Währungsgebiet. Einige große Anleihevolumina am Markt für (bisher kaum vorhandene) Corporate Bonds waren durch Fusionen und Übernahmen begründet. Diese wurden problemlos vom Markt aufgenommen, was eine bereits vorhandene Markttiefe in Europa zeigt. In den USA werden derzeit jedoch noch dreimal so viele Privatanleihen emittiert, wie gegenwärtig am privaten Euro-Anleihemarkt in Europa.

3.1. Restrukturierung und Kapitalmarkt

Der neu erwachte Markt für Corporate Bonds steht im Zusammenhang mit dem Finanzierungsbedarf für europäische Umstrukturierungen der Unternehmungen. Diese nutzen die mit der Einführung des Euro verbundene größere Finanzkraft. Über den erweiterten europäischen Markt kann der Kapitalbedarf preiswerter und flexibler gedeckt werden. Das Wachstum des privaten Euro-Anleihemarktes wurde durch die fortlaufenden Umstrukturierungen der europäischen Unternehmungen folglich zusätzlich befördert. Es handelt sich hier um einen wechselseitigen Prozess. Einerseits hat die Einführung des Euro das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte innerhalb des Euro-Währungsgebietes stimuliert. Andererseits sind die Unternehmungen im entstandenen Euroraum durch Fusionen und Übernahmen erfolgreich dabei, eine den neuen Märkten entsprechende Größe sowie adäquate Strukturen zu entwickeln.

¹⁵ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1998, S. 59.

Der Europäische Kapitalmarkt ermöglicht es, Synergien durch wirtschaftliche Verflechtung zu nutzen und wird dadurch selbst entwickelt. Beispielsweise werden die Strukturanpassungen der Unternehmungen risikoadäquat durch Finanzoperationen wie Leveraged Buy-Outs finanziert. Die Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch die Emission von Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) stimuliert das Wachstum des Euro-Anleihemarktes. Insbesondere das Segment der Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) vervollständigt zugleich den Europäischen Kapitalmarkt, zeugt von dessen wachsender Reife. Denn: entwickelte Kapitalmarktstrukturen benötigen ein breites Spektrum der Ertrags-Risiko-Profile für entsprechende Präferenzen der Investoren. High-Yield-Anleihen ergänzen diese und schaffen zum anderen die Finanzierungsmöglichkeiten für risikoreichere Projekte. Solche Alternativen fehlten in Europa bis in die 90er Jahre fast vollständig. Finanzintermediäre spielen bei diesen und anderen Corporate-Finance-Geschäften eine neue Rolle - beispielsweise als Investmentbanken. Das traditionelle Kreditgeschäft wird dabei teilweise ersetzt.

Wie sehr die Entstehung des Euro-Kapitalmarktes durch den Boom der M&A-Geschäfte geprägt wurde, zeigt sich auch darin, dass das Euro-Währungsgebiet im Jahre 1999 einen höheren Wert der unter Banken getätigten M&A-Transaktionen als die USA erreichte. Im Jahr zuvor wies die Statistik nur die Hälfte dessen aus, was die folgende Übersicht belegt.

M&A-Aktivitäten in ausgewählten Industrieländern							
		Euro-Währungsgebiet		Vereinigte Staaten		Japan	
		Banken	Nicht-banken	Banken	Nicht-banken	Banken	Nicht-banken
Wert der Transaktionen in Mrd. EUR	1997	41,1	174,3	86,0	857,9	1,9	15,2
	1998	110,2	335,3	271,7	1309,5	1,5	17,7
	1999	148,7	847,6	88,1	1645,7	7,9	40,4

Abbildung 6:

M&A-Aktivitäten im Euro-Währungsgebiet im globalen Vergleich

Quelle: EZB-Monatsbericht (Januar 2000), S. 49.

Auch ein verändertes Anlegerverhalten hat zum Wachstum des Marktes für in Euro denominated private Anleihen beigetragen. Die neuen Möglichkeiten der Diversifikation erlauben institutionellen Anlegern nunmehr auch Investments in

Hochzinsanleihen. Die verringerten Diversifikationsmöglichkeiten für eine Risikostreuung mittels nationaler Staatsanleihen wurden damit zugleich kompensiert.

Eine große Rolle spielte am europäischen Markt neben den Spezial- auch das Wachstum der Publikumsfonds. Auf Basis neuer Fondsprodukte und angesichts einer hohen Sparquote erfolgte eine Umschichtung der Geldvermögensbildung zu Investmentfonds, wobei die Spar- und Bankeinlagen geringere Zuwächse verzeichneten. Der Ausbau von Pensionsfonds hat die Nachfrage nach privaten Anleihen des Europäischen Kapitalmarktes ebenso unterstützt, wie die veränderten Anlagestrategien der Versicherungsgesellschaften im Rahmen der hier gemanagten Spezialfonds. Die traditionell sehr starken Versicherungsinvestments konzentrierten sich früher eher auf Unternehmenskredite sowie nicht börsennotierte Schuldverschreibungen (Schuldscheindarlehen). Mit dem Europäischen Kapitalmarkt dürften sich auch die Anlagestrategien und Investitionen der Versicherungswirtschaft weiterhin nachhaltig verändern, welche den Strukturwandel des Kapitalmarktes befördern. Die Assets aller Institutionellen unterliegen in diesem Prozess einem eigenen Strukturwandel.

In dem Maße, wie Kleinanleger das Investmentsparen präferieren sowie aus Liquiditätsüberlegungen Unternehmensanleihen über Fonds erwerben, wird die Finanzierungsstruktur in Europa weiter institutionalisiert. Dies erleichtert die Überwindung der Heterogenität der Anleger und die Plazierung großer Emissionen. Die technologische Entwicklung unterstützt den Aufbau tieferer, effizienterer Märkte auch für Unternehmensanleihen. So kann angenommen werden, dass viele Start-up-Unternehmungen nach einem Börsengang in der Phase einer Konsolidierung den privaten Anleihemarkt konsultieren werden.

Zusammenfassend ist zum Wandel an den europäischen Anleihemärkten festzustellen: Die Emission privater Anleihen im Euroraum ist zugleich eine Wahl zwischen direkter und indirekter Finanzierung. Die Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebietes verändert sich gemäß dem weltweiten Trend seit Beginn der 80er Jahre von der bankseitigen Finanzierung weg zur direkten Kapitalmarktfinanzierung, resp. zu Anleiheemissionen.

4. Finanzintermediäre und Kapitalmarkt

4.1. Bonitätseinbußen und Disintermediation

Trotz einer abnehmenden Kapitalallokation über den Bankensektor spielen Finanzintermediäre als institutionelle Akteure an den Wertpapiermärkten eine immer wichtigere Rolle.

Gerade die Tendenz der Verbriefung von Gläubiger- Schuldnerbeziehungen sowie die rückläufige Bedeutung des traditionellen Kreditgeschäfts erfordern eine komplexe, die institutionellen Entwicklungen einschließende Kapitalmarktanalyse. Integrationsprozesse und Strukturwandel sind in erster Linie institutionen-ökonomisch geprägt.

In den 90er Jahren sind die Risiken der Finanzinstitute aufgrund des stärkeren Wettbewerbs und der Deregulierung im Finanzdienstleistungssektor sowie aufgrund des wachsenden Kreditengagements der Banken in den Schwellenländern gewachsen. Finanzkrisen in verschiedenen Teilen der Welt führten dazu, dass die Bonitätseinstufung vieler Unternehmensschuldner im Eurogebiet über der von Finanzinstituten lag. Die Ratings von Banken wurden schlechter. Auch dies drängte zu einem vorrangigen Wachstum der Direktfinanzierungen und sowie zur Ausrichtung der Finanzstruktur im Euroraum hin zu einer stärkeren Unterlegung der Kredite durch Wertpapiere¹⁶.

Der Europäische Kapitalmarkt erweitert die internationalen Geldanlagemöglichkeiten und erhöht den Wettbewerb der Emittenten und Intermediäre. Insbesondere Anleger, welche über große Vermögen disponieren und professionelle Techniken des Asset Managements nutzen brauchen diesen Markt und prägen diesen zugleich.

Zur Gruppe der Institutionellen – welche an den Wertpapiermärkten die dominierende Rolle spielen - zählen insbesondere Versicherungsunternehmungen, Investment- und Pensionsfonds. Im weitesten Sinne gehören auch Banken und Großunternehmungen der Industrie dazu. In Deutschland ist der “Institutionalisierungsgrad” der Geldvermögensbildung über Versicherungen und Investmentfonds im internationalen Vergleich noch relativ gering. Ende 1996 befanden sich dennoch bereits 75% des ausstehenden Volumens inländischer Aktien sowie 85% der Anleihen in den Händen in- und ausländischer professioneller Anleger.¹⁷ Der Strukturwandel des Kapitalmarktes ist somit vorrangig von den Strategien und den Zwängen der institutionellen Investoren bestimmt. Insbesondere sind diese auf Anlageprodukte angewiesen, welche eine hinreichende Diversifizierung der Portefeuilles erlauben. Die verfügbaren Wertpapiere müssen ein breites Spektrum von Ertragsmöglichkeiten und Risiken abbilden. Dazu gehört auch die flexible Risikogestaltung mit Hilfe von Terminkontrakten. Gebühren, Provisionen u.a. Gebühren spielen als Transaktionskosten eine wichtige Rolle. Sie müssen im globalen Preisvergleich bestehen. Schließlich kann nur durch Institutionelle eine ausreichende Liquidität und Markttiefe erreicht werden. Ökonomisch fundierte Preise für die Wertpapiere verlangen allerdings auch eine genügend große

¹⁶ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 50.

¹⁷ Vgl. Monatsbericht der Deutsche Bundesbank, April 1998, 56.

Meinungsvielfalt sowie unterschiedliche Erwartungen und Anlagestrategien im Markt.

4.2. Konzentration im Banken- und privaten Finanzdienstleistungssektor

Die Intermediation über Banken ist wesentlich von der Kapitalallokation über Wertpapiermärkte – welche von Emissionen und Investitionen der Institutionellen geprägt sind - zu unterscheiden. Der Anteil der Privaten an allen Bankeinlagen dominiert in Deutschland. Somit ist hier – im Gegensatz zum Kapitalmarkt - das Verhalten der privaten Haushalte bestimmend. Die Tendenz ist jedoch rückläufig, da das Wachstum der Bank- und Spareinlagen geringer ist, als Vermögensanlagen in Wertpapieren und Investmentanteilen.¹⁸

Der Europäische Kapitalmarkt ist von der Konsolidierung des Finanzdienstleistungssektors geprägt. Nicht nur der relative Anteil der Termin- und Spareinlagen an der Vermögensbildung, auch die Zahl der Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet reduzierte sich auf 9 443 Institute. Die Zahl der Kreditinstitute als größte Gruppe innerhalb der sog. MFI's (Monetäre Finanzinstitute) verringerte sich in den 90er Jahren auf 7 906.¹⁹

Der Konsolidierungstrend im Bankensektor ist Folge der sich verändernden Verhältnisse des Kapitalmarktes. Eine Reihe von Faktoren haben diesen Prozess geprägt. Dazu zählen in letzter Zeit die technologische Entwicklung im Bank- und Kapitalmarktgeschäft, aber nach wie vor auch die Deregulierung in Europa sowie der härtere globale Wettbewerb. Die Einführung des Euro hat diese Triebkräfte nochmals gestärkt. Dies betraf – wie bereits angesprochen - die Schaffung eines großen, integrierten Interbankenmarktes im Euro-Währungsgebiet sowie Veränderungen im Großkundengeschäft.

Dagegen vollzieht sich der Wandel im Retail-Geschäft (Mittelstand und Privatkunden) eher in kleineren Schritte und zögerlich. Bisher findet der Konzentrationsprozess hier eher auf nationaler Ebene der Euro-Länder statt. Mit der Einführung des Euro und der einhergehenden beschleunigten wirtschaftlichen Integration wächst auch der Druck zur Konzentration und Konsolidierung des Banken- und Börsensektors. Unvermeidbar sind daher gravierende Umstrukturierungen. Fusionen sowie strategische Allianzen von Börsen sowie von Bank- Finanzinstitutionen werden daher die künftige Entwicklung des Europäischen Kapitalmarktes prägen. Universalbankkonzepte traditionellen Stils haben kaum eine Zukunft. Der Markt für Asset Backed Securities, Kreditderivate und weitere Verbriefungen machen auch Kreditrisiken handelbar. Kostendruck und Wettbewerb verlangen die Entwicklung von

¹⁸ Vgl. Hummel, Das Einlagengeschäft der Banken, in: Obst/ Hintner 40. Auflage.

¹⁹ Vgl. EZB, Monatsbericht, Januar 2000, S. 43.

„Nischenstrategien“ bzw. die Fokussierung auf Kernbereiche. Spezialisierte „Produktionsbanken“ mit dem kompletten Zugang sowie know how der Geld- und Kapitalmärkte sowie „Vertriebsbankkonzepte in der Fläche“ drängen in allen Bankengruppen zu Anpassungsprozessen.

Auch konkurrieren die Wertpapierbörsen auf dem Weg zu einer einheitlichen „Europabörse“ und suchen ihre Chance durch effektive Handlungsplattformen, beste Abwicklungssysteme und größtmöglichen Service. Neue Technologien und eine erweiterte Infrastruktur sind gefragt, um höheren Anforderungen des Europäischen Kapitalmarktes zu entsprechen.

Die Banken- und Börsensysteme Europas erleben nicht nur schlechthin einen Vereinigungsprozess. Die Integration der Märkte ist mit einem grundlegenden strukturellen Wandel verbunden, welcher die Finanzintermediäre vor völlig neue Aufgaben stellt. Angelsächsische Mitwettbewerber versuchen dabei in Europa Fuß zu fassen. Auch wenn die ehemals 23 Wertpapierbörsen und 32 Terminbörsen in ihrer Zersplitterung den Europäischen Kapitalmarkt gemessen an den globalen Standards nicht effektiv organisieren können, haben viele auch als „Regionalbörsen“ - wie überall in der Welt - durch Nischenstrategien sowie lokale Funktionen – ihre Chance, wie erfolgreiche Beispiele zeigen.

5. Fazit

Seit Mitte der 90er Jahre erhielt der Kapitalmarkt Europas zunehmend globale Bedeutung. Homogenität, Integration und Leistungsfähigkeit des Europäischen Kapitalmarktes erreichten mit der Euro-Einführung und als Folge einer langen Vorbereitungsphase eine neue Qualität.

Die Finanzmärkte Europas sind jedoch weiterhin einem tiefgreifenden Strukturwandel unterworfen. Die Internationalisierung der Märkte in Europa und in der Welt, der umwälzende technologische Wandel durch elektronische Medien sowie der historische Schritt zur europäischen Einheitswährung stellen die Marktteilnehmer vor große Herausforderungen. Die Effizienz des Kapitalmarktes wie die Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre brauchen europäische Standards, um im globalen Wettbewerb zu bestehen. Bereits mit Beginn der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion formierte sich ein Europäischer Kapitalmarkt, der als Teil der Weltfinanzmärkte eine herausragende Rolle spielt und künftig eine wachsende Bedeutung erhält. Mit dem einheitlichen Kapitalmarkt in Europa verstärkt sich jedoch der Wettbewerb in allen Segmenten der Finanzindustrie mit erheblichen Konsequenzen für die Banken- und Börsensysteme. Handelsplattformen und Finanzintermediäre ordnen sich neu, um den neuen Dimensionen des Europäischen Kapitalmarktes zu entsprechen.

Die institutionellen Veränderungen der Börsen- und Bankenlandschaft Europas, neue rechtliche Rahmenbedingungen, insbesondere aber die wettbewerblichen Veränderungen, erfordern eine gründliche Analyse des Entwicklungsstandes der Finanzmärkte als Basis für strategische Managemententscheidungen. International orientierten Anlegern sowie Emittenten weltweit, aber auch Finanzdienstleistern im weitesten Sinne, bietet der Europäische Kapitalmarkt neue Perspektiven.

Literatur

1. DAI-Factbook 1999, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main 1999.
2. Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzierungsstruktur, EZB Monatsbericht, Januar 2000.
3. Dietl, Helmut/ Pauli, Markus/ Royer, Susanne: Internationaler Finanzplatzwettbewerb, Wiesbaden 1999.
4. Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, BIZ Quartalsbericht, Februar 2000, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel 2000.
5. Hummel, Detlev: Das Einlagengeschäft der Banken, in: v. Stein/.... (Hrsg.), Obst/ Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Auflage, vors. Stuttgart 2000.
6. Kaiser, Hermann/ Heilenkötter, Anja/ Herrmann, Markus/ Krämer, Werner: Der Euro-Kapitalmarkt, Wiesbaden 1999.
7. Krahen, Jan Pieter/ Rudolph, Bernd (Hrsg.): Globale Finanzmärkte und Europäische Währungsunion, Kolloquien-Beiträge, Center for Financial Studies, Frankfurt am Main 1998.
8. Ramm, Ulrich (Hrsg.): Challenges of Global Finance, Mainz 1991.
9. Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 1998.
10. Thomas, Karl / Treutler, Hans Jürgen: Kapitalmarkt, in Obst/Hintner: Geld-Bank und Börsenwesen (Hrsg. Kloten/ v. Stein), 39. Auflage, Stuttgart 1993, S. 1206.
11. Von Stein, Joh. Heinrich (Hrsg.): Handbuch Euro, Verlag C.H. Beck, München 1998.
12. Zu Sayn-Wittgenstein, Isabelle: Diversifikationspotentiale in einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt: Länder- versus Branchendiversifikation, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 5 (Hrsg. Prof. Dr. Rüdiger von Rosen), Frankfurt am Main 1999.

Prof. Dr. Hans-Georg Petersen *

Tax Competition, Tax Havens and Capital Income Taxation

1. Introduction
2. Problems of Traditional Income and Profit Taxation
 - 2.1. Basic Principles
 - 2.2. Consequences of the Existing Traditional Tax and Transfer Schemes
 - 2.3. Avalanche Effects
 - 2.4. Cumulative Effects
 - 2.5. Arbitrary Companies Taxation
3. The Last Resort: Easy Tax
4. Summary

* University of Potsdam and German Institute for Economic Research (DIW Berlin).

1. Introduction

The collapse of the Iron Curtain as well as the free mobility of persons and capital have strengthened international competition, which recently has also increased the pressures on the national tax and transfer schemes to reduce costs by abolishing existing inefficiencies. Even there is not much fear on a “race to the bottom”,²⁰ at least more or less large groups within the societies favoured by the old systems inevitably will become losers, loudly complaining in the public on the unjustified social dismantling. Globalisation pressures, recessions and accelerating structural problems have also forced several European and other extra-European countries to reform their direct tax systems, especially the taxation of capital income and companies.²¹ Sole traders, partnerships and legal entities but also capital income from capital investment, renting and leasing, and other entrepreneurial activities are or at least have been burdened by a whole basket of taxes, which are (were) more or less closely related to capital ownership or the connected income: income tax (for natural persons), corporation tax (for legal entities), property tax, business tax (or similar taxes), capital gains tax, and inheritance tax are taxes, which are levied on the earnings or the capital stock itself. Beside such general taxes on capital income and property further taxes do exist, which burden specific kinds of real and financial assets like land taxes, second habitation tax, motor vehicle tax, stock exchange tax, insurance tax, etc. By comparatively simple transformations all these taxes can be related to capital income, so that the total burden on capital income can be easily derived.²²

Taking the growth performance of different countries into consideration, obviously Germany is seriously lagging behind and recently France as the second core country of the EU is also confronted with stronger growth retardation.²³ Other EU countries like Austria, Belgium, Denmark, Finland, Greece, Italy, Ireland, the Netherlands, Portugal, Spain, Sweden, and last but not

²⁰ See, e.g., *Sinn* (2002 and 2003). Such fears are overwhelmingly unsubstantiated because much of the current income redistribution is not directed to the real poor but to middle and higher income brackets, which do not require public assistance; for more detail see *Petersen* (1989 and 2003).

²¹ Under the term capital income all kinds of income from real and financial assets are subsumed. Following the traditional income definitions of most of the existing income tax laws, capital income consists of profits from agriculture and forestry, trade and self-employment, income from financial assets, rents and leasing as well as capital gains. In a modern and simple income tax system principally only two main income sources do exist: beside capital income the income of the employees (wages) are the second source. For more details see *Rose* (2002) and *Petersen/Rose* (2003).

²² See *Anton/Petersen* (forthcoming).

²³ Since 1995 the growth performance in France has been much better than in Germany; see *OECD* (2003): Economic Outlook No. 73, Annex Table 1.

least the United Kingdom have been much more successful, partly dependent on fundamental economic reforms which have been applied since the mid 80s, the latter especially true for Denmark, Finland, Ireland, the Netherlands, Sweden, and the UK. In other countries like Austria, Luxembourg and Switzerland relatively stable economic framework conditions have successfully worked, while in Greece, Italy, Portugal and Spain the European Stability and Growth Pact (SGP) has created positive incentives for fiscal discipline.

On the whole fundamental reforms in the tax and transfer systems have led to a growth stimulation, which often were closely connected with tax privileges for foreign direct investment (e.g., Ireland and the Netherlands) or at least with a more favourable taxation of capital income (Austria, Denmark, Finland, Luxembourg, Netherlands, and Sweden).²⁴ In the same period these countries and the UK have substantially reduced the transfers and implemented measures against the poverty trap phenomenon, which enforced the reintegration of unemployed into the official labour markets.²⁵ The more efficient taxation of capital income and companies have improved capital formation as well as the assumption of risk, both being the most important prerequisites for a stable and increasing pattern of private investment.

Especially the dual character of the Scandinavian tax systems, the box system of the Netherlands and low source taxes on interest payments in Austria, Luxembourg, and some other EU countries have especially met critical scepticism of German and French politicians, obviously prejudiced by their thinking in patterns of traditional income taxation. Non-EU countries with a similar favourable taxation of capital income like Switzerland, Liechtenstein, countries in the Caribbean, Singapore, Hong Kong or at least partly Australia and New Zealand etc. have often be blamed as tax shelters due to their reserved and often comparatively low tax burdens on capital income and business profits. Obviously those countries have profited by enormous capital inflows, while the high tax countries are increasingly confronted with capital outflows. But even within the EU beside Ireland and the Netherlands some regions like Jersey, Guernsey, and Gibraltar do exist, which set similar tax incentives without being blamed by the high tax countries within the EU, perhaps because they play more a role as collecting bank than as competitor for productive investment.²⁶ However, the detour of capital to EU external or internal tax shelters increases capital costs.

²⁴ For details see *Bach/Seidel/Teichmann* (2000).

²⁵ This is especially true for the Netherlands, which has developed the most efficient integration of direct taxation and social security contributions; see *Petersen* (forthcoming).

²⁶ Malta as EU accession country 2004 is often named as most favourable tax shelter; but in the accession negotiations Malta has not been obliged to change its tax policy patterns. Therefore, inside the EU Malta might become a much stronger competitor for Switzerland and especially Liechtenstein.

The most effective way to avoid thus additional transaction costs would be to reform the own tax and transfer systems in the high tax countries at least to narrow the gap between low and high tax countries.²⁷ A total harmonisation in the direction of the lowest existing tax rates connected with an then inevitable dismantling of the social security system is not necessary, because the high tax countries in the EU are the largest countries with big internal markets and good infrastructures, which allow a higher level of taxation than in the small tax shelters, at least because of their advantages in scale and scope.²⁸

2. Problems of Traditional Income and Profit Taxation

2.1. Basic Principles

Mobility of persons and of capital are basic components of human rights; consequently the tax basis of wage and capital income taxation (both bases linked to traditional income and corporation taxes) are mobile as well. While high tax burdens push potential taxpayers away, high transfer payments attract potential transfer recipients. Due to the residence principle (unlimited tax liability) and the world income principle as cornerstones of direct taxation and (at least partly) for social protection, tax burdens and transfer generosity at residence determine the behavioural adaptations of citizen. In a world of almost legally unlimited mobility – or in other words in a globalised world – the outcome is local, regional and international competition of tax and transfer systems, setting pressures on efficient regulation and limiting the always threatening Leviathan.²⁹

Obviously the mobility is dependant on the individual endowment with human, monetary, and real capital. Because of free movement of capital, monetary capital has doubtlessly the highest mobility, even if physical persons are not mobile.³⁰ Regarding physical persons, people with overwhelming capital income are highly mobile, whilst employees with lower qualifications and mainly

²⁷ For an international comparison of tax pressures see *Lafay/Périvier* (2003).

²⁸ As mentioned above, such fears of inevitable downgrading in the social security systems due to the globalisation process are expressed by *Sinn* (1997, 2002, and 2003). This argumentation becomes invalid if differences in between risk sharing (insurance) and redistribution are taken into consideration, which are totally neglected by *Sinn*; see *Petersen* (2003, pp. 212).

²⁹ See *ibid.* and *Petersen* (1998).

³⁰ The shift of monetary capital and connected interest payments into foreign countries implies a breach of the world income principle and is to classify as tax evasion. The very limited control possibilities for the fiscal administrations as well as the lack in awareness and illusions on side of the taxpayers limit the factual and moral costs of such illegal behaviour; for the uninformed electorate with regard to taxation see *Lafay* (2003, pp. 10).

dependant on their wages have a comparatively low mobility. Realities and buildings are immobile by definition. In case of tax increases or transfer reductions the mobile owners naturally can sell real estate, but the additional burden is then shifted by lower prices as consequence of tax (and transfer) amortisation to the former owners.³¹ Therefore, the actual behavioural adaptations of the citizen are determined by tax and transfer policy patterns of the past and their expectations for the future burden developments. If their individual projections will make them to believe in further burden increases, then even immobile citizen will reconsider the location advantages (in form of personal and public infrastructure) and disadvantages (in form of factual or at least presumed future burden increases).

Lafay (2003) has correctly pointed to the problem that the absence of tax revolts in France as well as in Germany does not mean that the electorate are completely inactive. In the contrary, since decades they are active in the informal sector and increasingly voting by feet, even accelerated by the fastened globalisation as consequence of the changes after 1989. Already at the end of the 70s and the beginning 80s growing shadow economies have been observed with a permanent increase until today.³² Increased voting by feet is an expression of inefficiencies within the tax and transfer systems especially of high tax countries leading at least in short and mid term to expatriation of capital and in the long run even to migration of persons (especially the well-to-do). In spite of the above mentioned necessary adaptations in the national tax and transfer policy patterns, usually tax and social politicians in the respective countries are blaming the countries with immigration of capital and high skilled persons as tax havens or shelters, which they often denote as immoral political strategies. Such tax shelters with an obviously more attractive environment for capital income and investment are often ask to make any necessary adjustments for a harmonisation on the level of their inefficient regulations, neglecting the fact that because of the avalanche effects³³ described below their own capital income taxation by the existing traditional income and corporation taxes is highly questionable and immoral itself. The hope for an increased national and global capital formation partly due to overcome problems within the PAYGO pension systems at higher tax burdens on capital income is a contradiction in terms.

2.2. Consequences of the Existing Traditional Tax and Transfer Schemes

The existing tax and transfer schemes in Germany as well as in France include numerous regulations, which create enormous inefficiencies and behavioural

³¹ For details see *Petersen* (1993, pp. 309 and 324).

³² See *Feige* (1979 and 1984), *Petersen* (1981, 1982, and 1984), and *Schneider* (2000).

³³ See *Petersen* (2003a) and *Petersen/Rose* (forthcoming).

adaptations connected with tax avoidance and tax evasion – apart from the complexity that on the one hand discourages the taxpayers and impairs the compliance and on the other hand overstrains the fiscal administration. As result an increasing number of tax assessments are false, thus inducing arbitrariness, impairing equity and creating state sullenness (*Staatsverdrossenheit*) – all connected with harmful consequences for tax mentality and morality. Spreading moral hazard behaviour yields in accelerating tax evasion and transfer fraud.

Lifetime avalanche effects and the cumulative burdens of multiple capital income taxation (by income, corporation, firm, property, capital gains, and potentially inheritance taxes) cause behavioural adaptations: Capital, large enterprises (especially multinational corporations), and well-to-do people leave the high tax countries due to a strategy of tax optimisation. This double and multi-burdening of capital income has been justified for generations by the extra security, which is connected with property and funded income, and additionally with the fact that capital income at least in a very specific literature was characterised as “unearned”. Such justifications were overwhelmingly accepted as long as the property of real and financial assets was heavily concentrated on the happy few rich. Nowadays a majority of taxpayers dispose of different forms of capital income and property has become a usual income source of almost everybody; beyond that property was not created by overnights miracles but heavily earned by own hands work and personally saved by abnegation of consumption. No wonder that double and multi-burdening today is evaluated quite differently and has led to an enormous spectrum of behavioural adaptations from tax avoidance to tax evasion. Additionally capital risks are often comparable to labour market risks, so that the additional security of capital ownership is also very limited.

The negative impacts of high burdens on interest payments and profits have led many countries to overcome old ideological positions, which at least today still motivate many tax politicians to demand additional property taxes and surcharges on capital income. But in spite of such lip services, in many countries the corporation tax rates have been seriously decreased and source taxes on interest payments have been introduced with flat rates formerly only typical for the heavily hated tax havens. Dual income tax systems like in Scandinavia or even triple box systems with different tax schedules like in the Netherlands have been implemented, which favour interest payments, dividends and profits from real and financial assets compared to the marginal tax rates applied already for lower and middle wage earners. Connected with serious social and labour market reforms such measures have been comparatively successful, especially if the unemployment figures are taken as performance measure.

At least with regard to corporate taxation, in Germany the tax burden for legal entities was drastically reduced especially if the scheduled tax rates are taken into consideration. While in the mid 90s of the last century the average

corporation and business tax burden (including the solidarity surcharge) was often above 70 %, the reforms of 2000 have reduced that burden to about 43.5 %.³⁴ But even this tax cut has not yielded the expected expansive impacts on growth and labour markets, and this negative outcome is not only caused by the necessary but also heavily delayed social and labour market reforms.

2.3. Avalanche Effects

Due to historical reasons within the German income and corporation tax system many tax concessions and loopholes did exist, overwhelmingly motivated to reduce the effects of high marginal tax rates on certain kinds of profits and capital gains. For individual savings comparatively generous saving exemptions left a considerable amount of financial assets untaxed and especially favoured were (and are) different expenses for old age provision. Especially many tax theorists made the diagnose that the income and corporation tax base was heavily eroded and the switch to a more comprehensive tax base would yield that additional revenue, which would allow for a substantial decrease of the marginal tax rates. This argumentation, obviously in accordance with the mainstream theories of efficient taxation, overlooked the fact that many of the existing concessions have functioned like spiracles and mitigated the long-term burdens on capital income, which are connected with traditional income taxation.³⁵ If such concessions are abolished, the tax burden on such income parts remain an additional one even if the newly applied marginal rates are much less than the rates levied before on other kinds of (non-favoured) capital income.

Beyond that many of the abolished concessions were connected with long-term investment perspectives. Obviously many entrepreneurs at least partly invest in their companies in the intent to withdraw the invested amounts and the connected interest or profit in case of old age. Therefore, at least in case of long term investment and old age provision, the periodically orientated ability to pay argumentation seems not to be appropriate.³⁶ Instead, the accumulated burden over the whole investment period or active life span is of utmost relevance for such investment decisions. A simple example should shed some light on this argumentation.

Precautionary measures within private companies or insurance schemes are principally connected with capital formation and capital income. If a standard (traditional) income tax system is applied, this system exclusively depends on annual incomes. The previous history of the backgrounds of capital formation

³⁴ See *Bundesministerium der Finanzen* (2003).

³⁵ There to a quotation of Barry *Bracewell-Milnes*: „An economy breathes through its tax loopholes“ (see <http://www.taxanalysts.com/www/website.nsf/Web/TaxQuotes?OpenDocument>).

³⁶ See *Petersen* (2003a).

does not play any role. Therefore, capital formation is usually made from taxed income. In the following periods this capital itself forms a new tax base and the interest payments (or profits, dividends, rent, etc.) on that capital are taxed again. Capital itself and capital income is consequently several fold burdened.³⁷ Chart 1 demonstrates this so-called avalanche effect of capital income taxation in a simple example.

An income tax rate of 25 % (e.g., flat-rate) is assumed; an entrepreneur (or employee) is saving 1,000 Euro and invests that amount profitably at an interest rate of 5 % for 40 years in his company (or on the capital market). Without any taxation his interest earnings would grow to 6,040 Euro (see chart 1) and be to the disposal for his old-age consumption. In case of a traditional income tax saving is accumulated from taxed income, so that at the assumed wage tax rate of 25 % only 750 Euro can be invested for that 40 years period.

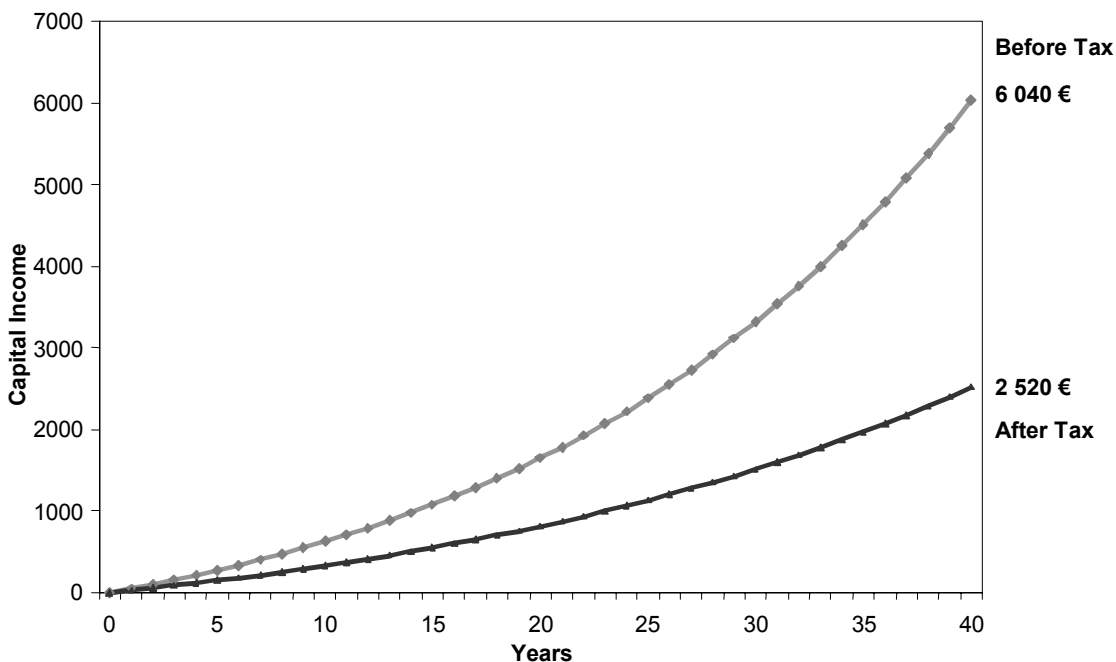


Chart 1:

Income Tax Burden of Interest Income in an Traditional Income Tax System (Flat-rate 25 %)

Due to the tax reduced investment amount, the interest payment for the first year is not any longer 50.00 Euro but only 37.50 Euro. In spite of that original 25 %-burden the gross interest payment of 37.50 Euro is taxed again by the 25 % flat-rate mentioned above; consequently his saving account is only growing by 28.13 Euro. The effective tax burden including the originally already paid amount is then after the first year 43,7 %. In all the following 39 years income tax has to

³⁷ See for more details *Petersen/Rose (forthcoming)*.

be paid on the annual interest income as well, so that his disposable amount for his old-age consumption is reduced to 2,520 Euro. Compared to the 6,040 Euro in the situation without any income tax, the effective lifetime tax burden on the interest income is 58,3 % (see chart 2), which is more than twice as much as the annual 25 % flat-rate.

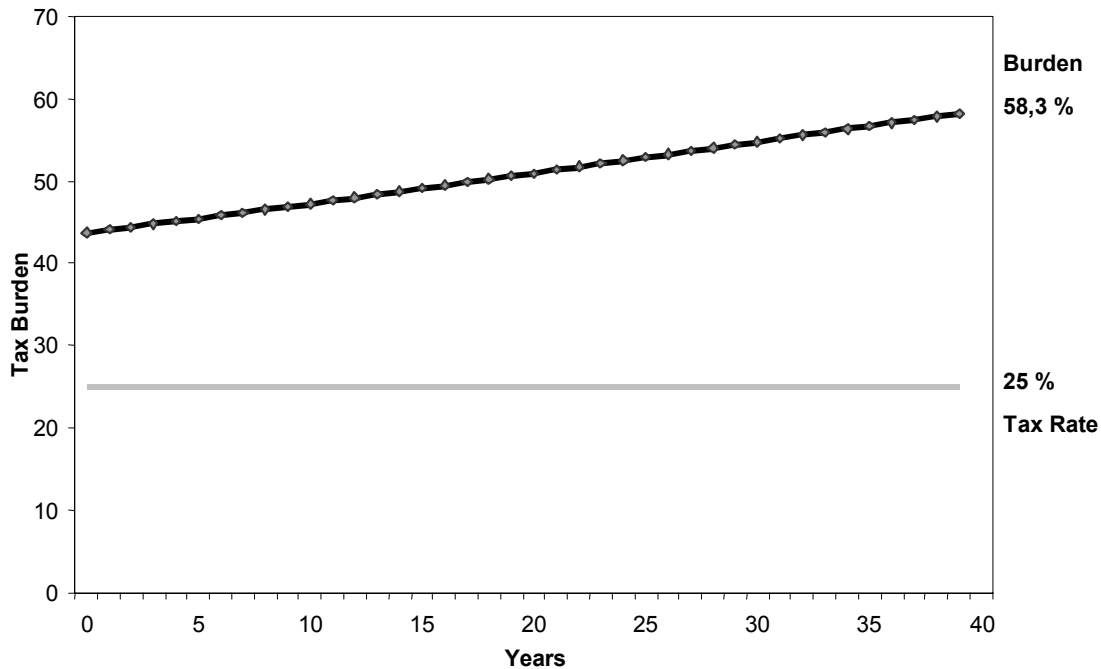


Chart 2:

Lifetime Burden on Interest Income of a Traditional Income Tax (Flat-rate 25 %)

In fact in most of the current traditional income tax systems small saving amounts are protected by special saving allowances or other tax privileges, but for savings beyond the exemptions much higher income tax rates are applied, so that the avalanche effects are even more severe. If we take the current German tax burden on corporate profits as estimated by the *Bundesministerium der Finanzen*, the above-mentioned average rate is about 43.5 %. For a 40 years investment period then the accumulated burden is with 80.8 % much higher than in the simple example – and this burden is not the end of the flagpole. Compared to the situation before the tax reform, at least for such investments the decrease of marginal rates has played no role, in the contrary an enormous increase in tax burdens has taken place. Dependent on the relevance of such investment at least a certain restraint with regard to long-term investments might be a likely consequence.

2.4. Cumulative Effects

The above described avalanche effects are even more intense if beside an income and corporation tax an additional property tax is levied on the personal property or equity capital. Due to reasons of simplicity we neglect all possible exemptions and deductions and argue just with flat-rates on capital income or property beyond such basic amounts. Problems of the appropriate definition of different kinds of property are also not taken into consideration. In the annual perspective the tax revenue of a property tax T_p results from

$$T_p = t_p \cdot C,$$

where t_p is the property tax rate and C the total amount of wealth or equity capital.

The capital income (profit) tax revenue is defined as follows:

$$T_c = t_c \cdot C \cdot r$$

with t_c as flat-rate on capital income ($C \cdot r$). In case of identical tax revenue ($T_p = T_c$) it follows for the two tax rates:

$$t_p = t_c \cdot r$$

and

$$t_c = t_p / r.$$

If we assume an interest rate of 5 %, a property tax rate of 1 % on total wealth corresponds with an income tax rate of 20 % on interest payments and profits. For lower effective interest rates this burden is even higher. Like the capital income tax also the property tax is connected with the above-mentioned avalanche effects. While in the annual perspective the property tax burden of a 1 % rate on investment returns is 20 %, in a lifetime perspective (over 40 years of investment) this burden increases to 38.6 %.

Capital gains taxes³⁸ and inheritance taxes create additional burdens, which in a lifetime perspective again show elements of the avalanche effects.³⁹ If in addition to the above-mentioned flat-rate of 25 % a 1 % property tax on total property is levied, the annual burden on capital income is increasing by 20 percentage points. The avalanche effect then produces a lifetime burden of both taxes, which is clearly above 70 %; in case of an additionally levied capital

³⁸ Capital gains are often taxed within the income and corporation tax systems (like in Germany) or by specific capital gains taxes (like in the UK and US).

³⁹ Not to forget the specific property taxes like the land taxes, motor vehicle taxes, etc.

gains tax and in consideration of the burdens of inheritance taxes the total lifetime burden of all income and property taxes often reaches more than 90 %.⁴⁰

Hence, in many contemporary tax systems capital income would be obviously overburdened if the numerous existing loopholes were abolished. It also becomes obvious that the frequently made proposal to broaden the tax base is a very dangerous advice, because the long-term burden of capital income taxation is heavily increased even if the annual tax rates are strongly decreased. The avalanche effects overcompensate short-term tax rate cuts as longer the investment period is. Therefore, one should not wonder that in countries with an extreme long-term burden on capital income, saving and capital formation is increasingly impaired. If in such countries (like Germany) comparatively high saving ratios still exist, this overwhelmingly depends on the fears of the working generations that the social pension system in view of the demographic development has a very gloomy perspective and a sufficient level of retirement income can only be secured by own capital formation. While capital formation at least in the short run might still be satisfactory, especially long term investment is avoided, so that the number of jobs is decreasing, thus creating an ever increasing number of unemployed people.

2.5. Arbitrary Companies Taxation

For the assessment simulation of the tax burden on the firm sector a data file of the German Institute for Economic Research (DIW Berlin) has been used, which contains the information of 51,458 small and large sole traders (SST and LST), 28,450 small, medium sized and large partnerships (SPS, MPS, and LPS) and 50,504 small, medium sized, and large limited liability companies and corporations (SC, MC, and LC).⁴¹ Sole traders and partnerships are burdened by the personal income tax (PIT), corporations by the corporation income tax (CIT), whilst both also have to bear the firms tax levied on the local level. Within the assessment simulation the single interrelations between the income, corporation and firms tax have to be taken into consideration; the comparison is done on the basis of the 2004 tax law, assumed that the last steps of the current tax reform process will have been implemented.⁴² For a correct comparison, the personal characteristics of the taxpayer (married, one child, voluntarily insured within the social insurance schemes, no other income sources) are kept constant

⁴⁰ See, e.g., *Anton/Petersen* (2003) und *Petersen* (2003a).

⁴¹ For the pros and cons of that data file see *Petersen/Fischer/Flach* (2003).

⁴² For details on the German tax reform process see *Petersen* (2000) and *Petersen/Bork* (2000).

for all firm types and the average local firm tax rate is applied. For sake of simplicity it is assumed that profits are not distributed but retained in the firms.⁴³

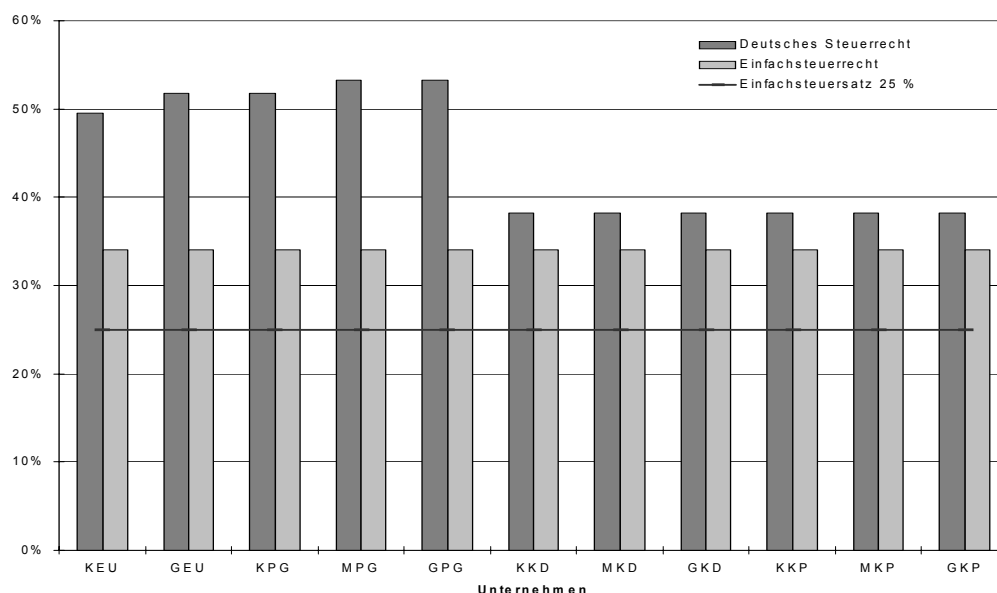


Chart 3:
Marginal Tax Burden of the Model Enterprises

Chart 3 represents the marginal annual tax burden of the different average firm types as defined above for the 2004 tax law (dark-grey columns).⁴⁴ While the profits in case of sole traders and partnerships are taxed by the PIT and firms tax at marginal rates of about 50 percent and more, the profits of corporations are burdened with marginal rates of the CIT and firms tax of less than 40 percent.⁴⁵ Hence, it becomes obvious that the average marginal burden of small sole traders (SST) and small as well as medium partnerships (SPS and MPS) is much higher than in case of corporations at completely retained profits. In case of fully distributed profits the marginal burden for the corporation increases but still remains more or less below the levels for the partnerships.⁴⁶ Therefore the 2004 tax law discriminates firms due to the different legal status and between the corporations those ones, which are distributing a remarkable part of their profits.

⁴³ Due to the fact that half of the dividends are treated as income within the PIT, the marginal and average tax burden of corporations also depends on the part of distributed profits to total profits; see *ibid.*

⁴⁴ The light-grey columns represent the corresponding marginal rates for the easy tax system, which will be discussed below.

⁴⁵ All tax rates also reflect the solidarity surcharge.

⁴⁶ For more detail see *Petersen/Fischer/Flach* (forthcoming).

Chart 4 displays the average tax rates for the different firm types under consideration. If the average tax burden on sole traders is compared to that of small corporations, it becomes obvious that in spite of lower marginal tax rates the latter do have a higher average tax rate. This result partly depends on the lower profits of the small corporations compared to the small sole traders, but also on the fact that the corporations are taxed on the firms level by the CIT; consequently the individual deductions of the PIT system do not apply, which leads to the higher average tax burden. Even within the same firm size, extreme discriminations due to the different legal status exist, which are especially turned against small and medium corporations.

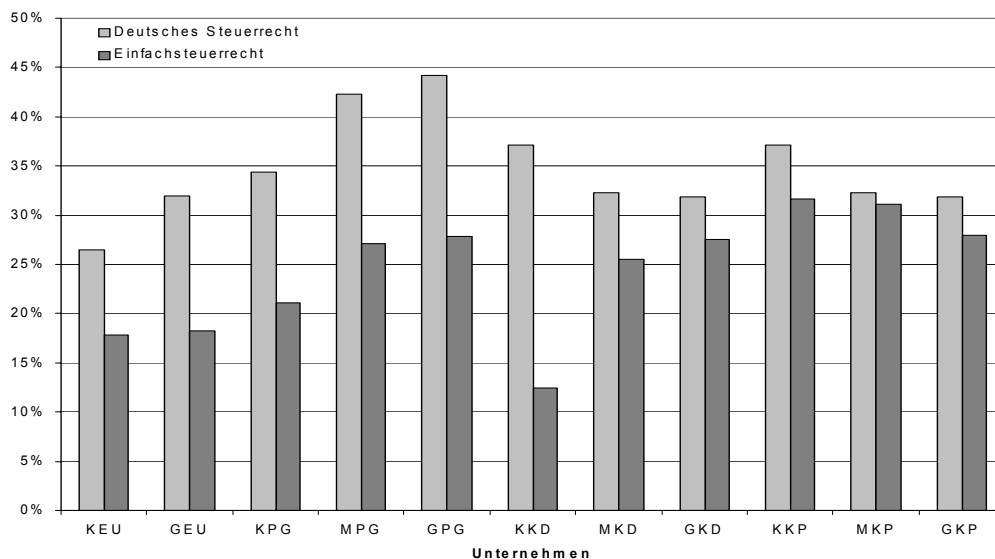


Chart 4: Average Tax Burden of the Model Enterprises

If all the problems of the traditional PIT and CIT are summarized, the fact remains that in spite of the long-termed almost constant macroeconomic tax ratio and a middle position within the usual OECD tax burden rankings the burden of ancillary wage costs and profit taxation has reached or even exceeded a critical level. This is especially true because the current firms tax burden is much more unequally distributed than before. The burdens have been shifted from the highly mobile large multinational corporations, which use all tax saving instruments, on the much more immobile small and medium enterprises (SME). Consequently the SME, whichever have been the backbone of the German economy, are more and more unable for positive net investment, so that new jobs are not created in Germany in a sufficient dimension. Therefore, a fundamental reform of capital income taxation is a necessary prerequisite for

additional growth dynamics, which is also inescapable to promote increasing capital formation to overcome the future demographic problems.

3. The Last Resort: Easy Tax

Almost all of the currently discussed proposals to reform the existing PIT and CIT systems in Germany do not address the above described problems of capital income taxation; despite the enormous long termed burdens on capital income especially in Germany certain political groups are still discussing the reintroduction of the 1997 abolished property tax or at least a strong increase in the inheritance tax rates. Political illusions and shady promises that the “rich” will be more severely taxed are clear signals for behavioural adaptations. Therefore, it is not astonishing that the mobility of capital and persons is further increased. If such political patterns would become dominant, the German perspective would become really gloomy. However, a sustainable relief from growth retardation and increasing unemployment figures is only possible if the above-mentioned problems are really tackled.

As mentioned above, many countries (like the Netherlands and the Scandinavian countries) have introduced a so-called dual income tax system, which taxes wages and capital incomes with different tax schedules.⁴⁷ While for wages overwhelmingly the traditional directly progressive tax schedules (with strongly increasing marginal rates) are applied, for capital gains usually a much lower flat-rate has been adopted, or like in Austria and Luxembourg a withholding tax on interest payments with a comparatively low flat-rate was introduced. The outcome is that at least middle and higher wage income is marginally taxed with rates, which are often much higher than for individual capital income or profits. Therefore, equal income amounts consisting of different sources are often unequally treated, so that the equality of treatment is hurt. Obviously the efficiency target (growth enhancement, capital formation, and job creation) is dominating fairness and justice of ability.

Such a fundamental breach of equality would at least in Germany raise serious constitutional problems. Thus alternative political patterns have to be developed. Because of the close relations between the tax and transfer schemes, an integrated approach is necessary to develop a long-term reform perspective. If for instance the pension system is reformed by expanding capital funding and at least partly substituting the PAYGO system, a harmonisation with the tax system (treatment of contributions as well as pension payments) is inevitable. A simplification of tax and transfer law is much that necessary to improve the

⁴⁷ For details see *Bach/Seidel/Teichmann* (2000).

information and knowledge of the electorate, which also will lead to a more efficient control over political actions.

But the core aims of tax reform for the household sector are equal treatment of lifetime income (from wages and capital), independent from the respective source, and the intertemporal neutrality on consumption. Within the enterprise sector neutrality is the most important target, so that at the end of the reform process all enterprises would be confronted with an equal marginal burden. Compared to the current German situation that would mean a lower marginal burden for sole traders and partnerships as well as for small corporations (the so-called S-corporations) and a strong decrease in the average tax burden for SME.⁴⁸

Therefore, the “Heidelberger Steuerkreis” has developed an “Easy Tax Proposal”,⁴⁹ which on the one hand integrates income and corporation tax into one law and on the other hand secures an equal treatment of wages and capital income as far as ever has been possible. The conflict between efficiency and justice is reduced to an absolute minimum. Here only the basic elements for capital income treatment are presented.⁵⁰ If the above-implied lifetime perspective for undistorted preferences is striven for, consequently an integrated income and corporation tax system has to be developed, which for wages and capital income applies the same tax criteria. The Easy Tax has two specific forms of tax collection: the personal income tax and the profit tax. The taxable income is composed of three sources: income from wages, income from self-employment, and retirement income. The expenses for vocational education are to be subtracted. The profits of the so-called small corporations, which are corporations with a small number of shareholders, are taxed as income from self-employment. The S-corporation is an element of the US corporation tax; the profits of the S-corporations, named as pass-through companies in the Easy Tax draft law, are distributed on the shareholders and taxed as their other personal incomes.

The integration of profits as far as possible into the personal income tax due to the pass-through company has the overall important feature that small and medium firms are taxed equally independent from their legal construction (neutrality of the legal construction). The big corporations (public companies) are taxed with the highest marginal rate of the income tax, whereas no personal deductions apply. For the equal treatment of wages and capital income in a

⁴⁸ See *Petersen/Fischer/Flach* (forthcoming).

⁴⁹ The members of the „Heidelberger Steuerkreis“ are *Joachim Lang* (Köln), *Hans-Georg Petersen* (Potsdam and DIW Berlin), *Bernd Raffelhüschchen* (Freiburg and Bergen), and *Manfred Rose* (Heidelberg); the permanently updated draft law and additional information are to be found under www.einfachsteuer.de.

⁵⁰ A short description is to be found in *Petersen* (2002); for more detail see *Petersen/Rose* (forthcoming).

lifetime perspective, the above-mentioned avalanche effects, in other words the multi-burdening of savings, have to be avoided. Two different methods could be applied, which in their impacts on capital income taxation are equivalent but would heavily influence the periodical distribution of the tax revenue. In case of the *interest adjustment method* a standard market interest rate must be subtracted from all capital income. If the *saving adjustment method* is applied, the saving itself has to be tax-free while the latter earnings in the payment period must be taxed. Consequently the saving adjustment procedure shifts the taxable base into the future, so that the fiscal administration at least for a longer chain of periods would be threatened by large tax revenue losses.

However, the Easy Tax provides pragmatic solutions: in case of all sources of capital income (interest, profits, rents, etc.) a basic rate of return – for instance the interest rate for a two years government bond – remains as remuneration for the abnegation of consumption tax-free. Consequently only capital incomes above this basic rate of return (also called protective interest rate) are taxed whereas a steady tax base on capital income remains. The protective interest rate avoids the avalanche effects, and in the dynamical perspective the equal treatment of wages and capital income is assured. The calculation of profits follows a modified cash-flow method, which defines the profit as (cash) surplus of earnings to business expenses. The modifications are related to the expenses for depreciations and the discount for the protective interest rate.

In case of retirement income (all forms of pensions) the saving adjustment method is preferable in which the premiums and contributions to old-age protection are tax-free. Interest and saving adjustment are the measures for a dynamical design of the annual taxation which necessary remains the basic tax period due to pragmatic reasons. Both methods assure that all components of lifetime income are taxed once and only once, independent from their sources. At the same time the equal burden on the whole lifetime income and the intertemporal neutrality for the consumption decision is guaranteed, which abolishes the discrimination of saving as consequence of the traditional income tax systems.

A consumption orientated enterprise taxation following the interest adjustment method is often objected to leave profits tax exempt; consequently the firm sector would be widely untaxed. In view of the return on equity within the firm sample for the assessment simulation such presumptions are totally unrealistic.⁵¹ For sole traders and partnerships the deduction of the protective interest rate

⁵¹ For the sample of 130,412 model firms the return on equity is between 314 % for the average SST, 40 % for the LST, 48 % for the SPS, 38 % for the MPS, 33 % for the LPS, 84 % for the SC, 68 % for the MC and 29 % for the LC; obviously this high rates of return are the result due to behavioural adaptations to the German income and corporation tax law, which favours a comparatively low input of equity capital. For more details see *Petersen/Fischer/Flach* (forthcoming).

(interest adjustment) amounts to a reduction of the profits between 2 % (SST) and 15 % (LPS); for corporations the reduction is between 6 % (SC) and 17 % (LC). If the firm sample would be taken as representative for the German firm sector, the deduction of the with 5 % adopted protective interest rate would reduce the taxable base in case of the Easy Tax by 7.4 % if the weighting is done with the respective fractions of firm types in the whole sample. The interest adjustment connected with the elimination of the avalanche effects is therefore much less costly than all the loopholes and tax concessions within the existing income and corporation tax systems, which have led to a strong erosion of the tax bases.⁵²

Regarding the enterprise taxation, the Easy Tax draft law also establishes the above-mentioned neutrality of the legal status for small and medium sized enterprises. Chart 3 above demonstrates that the marginal tax rate of the Easy Tax is equal for all legal forms, where the S-corporations are marked with S (SCS, MCS, and LCS) and the public companies with P. In case of the small corporations in chart 4 it becomes obvious that the average burden for the SCS is substantially reduced compared to their treatment as public companies (SCP). Furthermore in the annual perspective the average tax burden for all SME is strongly decreased so that the overall enterprise tax burden is shifted in the direction of the large public companies, which also would pay less profit tax than under the old regime.⁵³ Additionally the deductible protective interest rate secures neutrality for investment and financing as well as inflationary neutrality. The latter prevents from any taxation of pure inflationary windfall profits. Obviously, the Easy Tax is still a pragmatic approach, which enables the practical implementation but also corresponds to the theoretical demands of a second-best tax.

⁵² The “Heidelberger Steuerkreis” also recommends to replace the current German firms tax by a surcharge for the local communities on the Easy Tax yield. If the firms tax revenue at an average effective tax rate of currently 385 % should be substitute by such a surcharge, the necessary surcharge rate on business enterprises would be 29 %. If the tax base would be extended to self-employed and employees, the surcharge rate could be reduced to below 10 %. Such local surcharge would comprehend all local citizen and firms and could also be connected with a local surcharge rate autonomy. For more details see *Rose* (2002, pp. 29).

⁵³ The assessment simulation does not hold the tax revenue constant. This can only be done by an approach using microsimulation models, see e.g. *Anton/Brehe/Petersen* (2002). Because of the lack of micro data on the firms level in Germany, up to now such simulations cannot be realised.

4. Summary

In an efficient, integrated and consumption orientated tax and transfer system PAYGO financing has to be reduced to the basic security elements (social aid, minimum pensions, basic health care), which are financing the necessary redistribution to prevent society from in-acceptable poverty. Consequently capital shortage is avoided, which is one essential prerequisite for future growth. In the final stage upgrade insurance above the basic provisions has to be assured within the private insurance scheme. Because then basic security in all existing branches of social insurance would be tax financed, social security contributions can be substantially reduced and non-distortable indirect taxes be increased. Consequently ancillary wage costs are strongly reduced, which sets incentives for higher employment and additional investment.

Tax optimisation is a rational behaviour of well-informed individuals within the private sector, having also in mind the equivalence in between tax burdens and the efficient supply of public goods and services. In the sphere of private enterprises it is not an illegal behaviour, because capital owners, shareholders as well as the management have no national obligation but to secure the future existence of their equity capital (and the connected jobs for their employees). Pleas of politicians to remind the entrepreneurs for their national obligations are reminiscences of nationalism, which today should have been overcome at least in open societies, which are seriously profiting by their international relations and cooperation.

Politicians should not complain about the alleged costs of globalisation, but have to face the challenge of systems competition to take the full advantages from a global free trade and mobility of production factors. This challenge has to be put into practice by a fundamental tax and transfer reform, which improve the advantage of location of their countries in a sustainable manner. Politicians also have to become aware that tax and social security systems competition is a positive and necessary element of a fair global cooperation, thus limiting state activities to an efficient level and preventing from always possible developments in the direction of the Leviathan (more or less totalitarian tax state⁵⁴) with permanent rising tax burdens and ever increasing numbers of transfer recipients being on a drip of the state. The countries, which are falling back, will temporarily loose but also be given incentives for future reforms.

The notion reform should be limited to really fundamental changes; the many centennial reforms of the past have overwhelmingly stand for curing symptoms instead of sustainable therapy. The Easy Tax proposed by the “Heidelberger Steuerkreis” is such a fundamental reform. The integration of the PIT and the CIT would guarantee an equal treatment of wage and capital income in a

⁵⁴ See *Schumpeter* (1918).

lifetime perspective and make ad hoc interventions and political manipulations into income taxation far more difficult. The Easy Tax Proposal would guarantee neutrality of legal status, investment, financing, profit distribution and inflation as well.⁵⁵ Therefore, this proposal considers the most important elements of modern tax theory. At the same time this proposal gives evidence that modern theory can be implemented in realistic tax drafts. In some European countries discussions for an implementation are already flourishing⁵⁶ and even in Germany the number of supporters is steadily increasing. If the Easy Tax as core element of a fundamental tax and transfer reform would be implemented, the signals could be set for another German economic miracle.

⁵⁵ See *Petersen/Rose* (forthcoming).

⁵⁶ In a region of Bosnia and Hercegovina (Brcko County) a slightly modified Easy Tax has been implemented in 2003 in cooperation in between members of the “Heidelberger Steuerkreis”, the German “Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit GmbH (GTZ)” and the local government.

Literature

1. Anton, Stefan, Brehe, Mathias und Petersen, Hans-Georg (2002): II. *Die Einfachsteuer im empirischen Test*, in: Manfred Rose (Ed.): *Reform der Einkommensbesteuerung in Deutschland. Konzept, Auswirkungen und Rechtsgrundlagen der Einfachsteuer des Heidelberger Steuerkreises*. Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg, S. 42 – 121.
2. Anton, Stefan and Petersen, Hans-Georg (forthcoming): *Kapitaleinkommens- und Vermögensbesteuerung aus lebenszeitlicher Sicht*, in: *Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge*, Universität Potsdam.
3. Bach, Stefan., Seidel, Bernd, and Teichmann, Ulrich (2000): *Internationale Entwicklungstendenzen nationaler Steuersysteme – Von der direkten zur indirekten Besteuerung?* *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Sonderheft 172*, Berlin.
4. Bracewell-Milnes, Barry (1981): *The Taxation of Industry. Fiscal Barriers to the Creation of Wealth*. Panopticum Press, London.
5. Bundesministerium der Finanzen (2003): *Steuerpolitische Fakten für Deutschland*, Berlin.
6. Feige, Edgar L. (1979): *How Big is the Irregular Economy?* *Challenge*, November.
7. Feige, Edgar L. (1984): *Microeconomics and the Unobserved Sector*, in: Walter Block and Michael Walker (Eds.): *Taxation – An International Perspective*. The Fraser Institute, Vancouver B.C., 21 – 37.
8. Lafay, Jean-Dominique and Périvier, Hélène (2003): *Fiscalité : l'inertie française*, Institut de l'entreprise, University of Paris I Panthéon-Sorbonne, Paris.
9. Lafay, Jean-Dominique (2003): *French Tax Inertia : Its Causes and Consequences for Tax Reform*, Institut de l'entreprise, University of Paris I Panthéon-Sorbonne, Paris.
10. OECD (2003): *Economic Outlook No. 73*, Paris.
11. Petersen, Hans-Georg (1981): *Taxes, Tax Systems and Economic Growth*, in Herbert Giersch (Ed.): *Towards an Explanation of Economic Growth*. Mohr, Tübingen.
12. Petersen, Hans-Georg (1982): *Size of the Public Sector, Economic Growth and the Informal Economy – Development Trends in the Federal Republic of Germany*, *The Review of Income and Wealth* 28, 191 – 215.

13. Petersen, Hans-Georg (1984): *Impact of the Tax System. Federal Republic of Germany*, in: Walter Block and Michael Walker (Eds.): *Taxation – An International Perspective*. The Fraser Institute, Vancouver B.C., 283 – 320.
14. Petersen, Hans-Georg (1989): *Sozialökonomik*, Kohlhammer, Stuttgart, Berlin, Köln.
15. Petersen, Hans-Georg (1993): *Finanzwissenschaft I*, 3rd Ed., Kohlhammer, Stuttgart, Berlin, Köln.
16. Petersen, Hans-Georg (1998): Redistribution and the Efficiency/Justice Trade-off, in: *Discussion Papers Series, Department of Economics, Athens University of Economics and Business*, No. 92, Athens.
17. Petersen, Hans-Georg (2000): *The German Tax and Transfer System: A Problem Oriented Overview*, in: Hans-Georg Petersen and Patrick Gallagher (Eds.): *Tax and Transfer Reform in Australia and Germany*, Berliner Debatte Wissenschaftsverlag, Berlin, 13 – 40.
18. Petersen, Hans-Georg (2002): Die Einfachsteuer des Heidelberger Steuerkreises. In: *DSWR (Datenverarbeitung – Steuer – Wirtschaft – Recht)*, 257-260.
19. Petersen, Hans-Georg (2003): *Globalisierung und soziale Gerechtigkeit*, in: Stefan Reitz (Ed.): *Theoretische und wirtschaftspolitische Aspekte der internationalen Integration*. Festschrift für Helga Luckenbach zum 68. Geburtstag. Duncker & Humblot, Berlin, 187 – 221.
20. Petersen, Hans-Georg (2003a): *Werte, Prinzipien und Gerechtigkeit. Zu einem dynamischen Verständnis von Leistungsfähigkeit*, in: M. Ahlheim, H.-D. Wenzel und W. Wiegard (Eds.): *Steuerpolitik – Von der Theorie zur Praxis*. Festschrift für Manfred Rose. Springer, Heidelberg et al., S. 59 – 100.
21. Petersen, Hans-Georg (forthcoming): International Experience with Alternative Forms of Social Protection: Lessons for the Reform Process in Russia, *Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge*, Universität Potsdam.
22. Petersen, Hans-Georg and Bork, Christhart (2000): Revenue and Distributional Effects of the Current Tax Reform Proposals in Germany – An Evaluation by Microsimulation, in: Hans-Georg Petersen and Patrick Gallagher (Eds.): *Tax and Transfer Reform in Australia and Germany*, Berliner Debatte Wissenschaftsverlag, Berlin, 219 – 235.
23. Petersen, Hans-Georg, Fischer, Antje, and Flach, Juliane (forthcoming): Wirkungen der Einfachsteuer auf die Steuerbelastung von Haushalten und Unternehmen. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik (PWP)* 4.

24. Petersen, Hans-Georg, Fischer, Antje, and Flach, Juliane (forthcoming): Aufkommen und Wachstumsmöglichkeiten unter dem System der Einfachsteuer: Eine empirische Analyse der Haushalts- und Unternehmensbesteuerung. *Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge*, Universität Potsdam.
25. Petersen, Hans-Georg and Rose, Manfred (forthcoming): Zu einer Fundamentalreform der deutschen Einkommensteuer. Die Einfachsteuer des Heidelberger Steuerkreises. In: *Beiträge des RWI Essen*, Essen.
26. Rose, Manfred (Ed.) (2002): *Reform der Einkommensbesteuerung in Deutschland. Konzept, Auswirkungen und Rechtsgrundlagen der Einfachsteuer des Heidelberger Steuerkreises*. Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg.
27. Schneider, Friedrich (2000): *The Interaction of Taxes, Transfers and Growing Shadow Economies – What are the Causes? An Empirical (Public Choice) Orientated Analysis*, in: Hans-Georg Petersen and Patrick Gallagher (Eds.): *Tax and Transfer Reform in Australia and Germany*, Berliner Debatte Wissenschaftsverlag, Berlin, 319 – 350.
28. Schumpeter, Joseph (1918): *Die Krise des Steuerstaats*, Graz.
29. Sinn; Hans-Werner (1997): The Selection Principle and Market Failure in Systems Competition, *Journal of Public Economics* 66, 247 – 274.
30. Sinn; Hans-Werner (2002): *The New Systems Competition*. Yrjö Jahnsson Lecture 1999, Blackwell, Oxford.
31. Sinn; Hans-Werner (2003): Der neue Systemwettbewerb, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 3, 391 – 407.

Prof. Dr. Yakov M. Mirkin *

Importance of the European Capital Market for Russia

Introduction

1. The need for European financial resources in Russia
2. Financial policy in Russia: construction of roads for European investments
3. Stock exchanges in Russia: what helps and what prevents absorption of European investments
4. Stock exchanges in Russia: is it possible to use them “to open the roads” for European investments
5. European stock exchanges and perspectives of Russian market: long-term strategy

* Finance Academy under the Government of the Russian Federation, Moscow.

Introduction

Russia is potentially the largest economy in transition, being one of the key suppliers of raw materials for Europe, determining economic and political dynamics over the post-Soviet space to a great extent. To answer the question about the role of European capital market for Russia is to give an answer, which can be applied for a big group of transition economies, undergoing similar processes of changes in ownership structure, markets' creation, struggle with economic and financial crises.

1. The need for European financial resources in Russia

Russia remains the seat of instability in Europe, while being the important part of European economy as well as of its political and cultural life. It is not possible barricade away from its problems, Russia is too big in military, resource and geopolitical aspects. Industrial, modernized and market-oriented Russia is a member of the club, keeping zone of stability on its borders. Developing and weak Russia is the source of future European crises.

The crucial problems of Russia are: modernization of economy, investments, industrial growth. Accordingly, it is important to answer the question, how much money does Russia need to modernize its economy? And from which sources should this need for money be covered?

How much financial resources for investments? Regional (official) investment programs (there are 89 regions in Russia) normally constitute 2-3 billions USD for 4-5 years in advance. By simple multiplication the need of Russian economy for investments in the few coming years is 200- 250 billions USD. Roughly similar estimations (150-200 billions USD) were made by the Russian Ministry of Economy (1996).

Deficit of financial resources. The *challenge of thirties* was the deficit of domestic financial resources in the USSR for purposes of industrialization. Response to the deficit was creation of a command economy (in financial sphere it meant destruction of market, centralized allocation of financial resources).

The *challenge of nineties* came to be not only a big-scale crisis of short-term liquidity of Russia, but also a huge deficit of financial resources to modernize the Russian economy.

According to IMF (IFS) and Bank of Russia data USD equivalent of ruble money supply in Russia constitutes only 31.6 billions USD (October 1999). As the consequence of inappropriate financial stabilization policy of nineties the ratio of Russian economy's financial depth is one of the lowest in the world, being 20-22% (Money + Quasi-Money / GDP). More than 50% of these

financial resources are concentrated in Moscow. 65.4% of domestic credit (April 1999) are allocated to cover the claims of central and regional governments and only less than 1% are channeled in long-term investments. Approximately 50% of commercial transactions (1999) are executed by using money substitutes or barter.

Foreign currency savings of the population in cash (50-60 billions USD) and capital resources of Russians moved abroad (80-100 billions USD) can not be immediately accumulated for purpose of domestic investments under current political and economic risks existing in the country. Furthermore their significant share (according to estimate more than 50%) has non-liquid form (real estate, investments in business outside Russia and insurance reserves to cover family risks).

Foreign debt to Russia (approximately 120 billions USD) largely can not be repaid, and is factually frozen while in case of 160 billions of USD, which Russia owes, efforts of foreign creditors result in recognition, restructuring and serving the debt, even though problem one.

Modernization shall happen largely by virtue of the import of technologies, which shall be supplied at world prices (i.e. financial deficit can not be reduced because of domestic, artificially lower prices).

Thus the financial sources for initiation of economic growth, which are not related to foreign investments are practically absent in Russia. Financial deficit to cover long-term investments is as estimated 90-95% of their necessary size.

Dependency of modernization of Russian economy on foreign investments.

The final conclusion is that taking into account huge deficit of domestic financial resources the possibility of modernization of Russian economy itself, Russia's industrial future depends on foreign, first of all European direct investments in most acute way.

Deficit of direct foreign investments. According to IMF (IFS) in years 1994-97 Russia received 11.3 billions USD of direct investments, while for example Poland being significantly smaller economy received 26.0 billions USD (only over 1996-97), Hungary - 9.7 billions USD, the Czech Republic - 6.3 billions USD, China - 154 billions USD. "Defeated" Russia was not introduced to a new Marshall Plan, offered assistance package consisted primarily of loans and of often ineffective consultant services. Furthermore liberalized in nineties and crisis-stricken economy of Russia became the financial donor for Europe (capital flight) and USA (import of USD cash used by the most Russians as savings to avoid depositing money in problem banks).

Scenarios. The worst scenario for Europe is Russia turning into developing economy with high military and political risks, threatening with nationalism and religious fundamentalism, being sources of economic instability.

The best scenario is coming into being of post-industrial and market-oriented society in Russia on the basis of developed economy and matured financial market, resulting in gradual integration with European world.

This scenario presupposes carrying out of an aggressive government policy in Russia, stimulating economic growth (there was no such policy in nineties). And in financial respect gradual, partial and on voluntary basis accumulation of the domestic USD savings and Russians money abroad for purpose of modernization. On this basis significant growth of foreign, first of all European investments is to happen, which as estimated could become the key element of Russian economy modernization.

In its turn it means that there should be constructed safer (than in nineties) and more convenient “roads” in Russia for capital movement from Europe. In particular this requirement applies to *investment climate* to the degree to which it is determined by financial policy of the government, to *protection of ownership rights* and *protection of investments*, to rational and effective *organization* of financial market and financial sector inside Russia.

2. Financial policy in Russia: construction of roads for European investments

In nineties financial policy of the state was of the kind that provoked deepening of the crisis and financial instability. In financial sector deep distortions were created, which led to the fact that financial sector formed largely speculative assets, serving the “hot money” flows instead of investments into real sector. As a result market pricing mechanisms of financial assets were fully distorted. Financial sector of Russia needs deep restructuring, without which the main flow of European investments in Russia shall acquire particularly risky and speculative nature.

Financial deepening. In G7 countries this indicator is normally 55-100%, in developing countries it is 40-60%. In Russia in early nineties it equaled 40%, in 1994 it was 24%, with the commencing of the policy of financial stabilization it lowered to 12-16% by 1996 (20-22% in 1999). As the result, money substitutes (promissory notes) and barter grew abruptly (as estimated in 1997 the volume of promissory notes in circulation was equal to 50-60% of money supply, still in 1994 there were no such paper in circulation).

As the result a very significant domestic money deficit was created in Russia. As estimated, this deficit to a degree to which it is not determined by declining industry is of artificial nature. And is caused by the fact that Bank of Russia from the commencing of financial stabilization (1994-1995) carried out extremely tight monetary policy, artificially limiting the inflow of money into

circulation. By the artificial deficit of money supply (less than its needed amount, required for normal needs of national economy) there is “not enough money” in the country. The dependency on foreign investments becomes aggravated, financial position of government deteriorates, liquidity of banks drops abruptly (in Russia banks are among the “pettiest” in the world), financial market generates huge fluctuations (volume of the market is decreased, a share of the foreign participants and dependency on them grow, deficit of money resources causes artificially high interest rates, by the speculative outflows of foreign hot money the market undergoes abrupt shocks).

Artificial deficit of money and steadily high government expenses provoke rapid growth of the share of the domestic financial resources which is directed to cover government spendings. Working capital financing is decreased as well as even to the worst degree- investments in capital assets (according to “residual principle”, only after coverage of all current needs of companies).

To summarize, in this case volume and structure of money supply as macroeconomic factors stimulate permanent economic and financial crisis.

Accordingly, construction of the roads for European capital to Russia means, first of all gradual and careful growth of financial depth of the economy up to at least 30-35% (at the same time maintaining moderate inflation to stimulate economic growth).

Redistribution of domestic credit in favour of economy. 63.7% of domestic credit is distracted to cover the government needs (October 1999, it was only 19% in 1993). For the international practice this ratio is unprecedentedly high. In Russia these financial resources are used not to stimulate investments in capital assets, not for economic growth, but rather they cover only current needs of the public sector.

To pave the way for investments from Europe means in particular to restructure domestic credit in Russia. There should be a clear trend for growth of domestic credit's share which is allocated to finance industry and commerce.

Rejection of the interest rates distortion practice. Usage of the artificially high discount rates by Bank of Russia in nineties, shocking changes of their sizes which were made by the central bank, artificially high yields of government securities in 1996 and 1998 (when Bank of Russia and Russian Saving Bank dominated the market) influenced the possibility of economic growth in an extremely negative way. It all made the corporate bond market and bank loans to real sector incredibly minor and unattractive for investors.

If the distortion of interest rates on the Russian domestic market is not eliminated, and if artificially high demand for government bonds is not shortened, productive usage of European financial resources in Russia is impossible.

Decrease of tax burden. Tax burden (taxes+quasi-taxes) existing in Russia with its ratio of 33-40% GDP is excessively heavy to start the rapid economic growth. The burden is inadequate to the period of transition from financial stabilization to industrial growth and inevitably, accompanied by high current government expenses, leads Russia to the group of the countries with the lowest or negative rates of economic growth. Corresponding to tax conditions Russian companies are not interested in paying dividends, in establishing securities portfolios (tax incentives do not exist) and on the contrary they benefit from reporting low profits or artificial losses.

Construction of roads for European investments presupposes, that tax policy stimulating economic growth and development of capital market shall be introduced in Russia, tax burden decreasing at least to 27-30% of GDP.

Active investment and budgetary policy. In Russia there is a rare combination of high military expenses with non-investment character of the budget, ineffective system of public debt management and heavy taxation which doesn't stimulate investments in real sector. Economic revitalization would be promoted by large investment projects partly sponsored by the government (export goods manufacturing, roads and housing construction, car producing industry etc.), linked up with tax amnesty and amnesty for capital flight, careful refinancing of commercial banks to expand loans to real sector and other measures, which should stimulate domestic demand and create a new atmosphere of industrial upsurge.

Finally, all the experience of nineties shows that the transition economy of a large industrial country not supported by big-scale direct investments from the West (which economy of Russia is) can not be transformed and be modernized without direct influence of the government, without its powerful policy to stimulate economic growth, similar to the policies developed in Asian economies. The attempt undertaken in Russia to modernize industry on the basis of prices liberalization, cheap and mass privatization and very restrictive monetary policy, causing investment slump, was doomed to failure.

To promote new massive capital movements from Europe to Russia (before 1917 the significant share of domestic industry was based on the foreign ownership) means inside Russia to start a new government growth-oriented policy, which doesn't stimulate only a speculative component of European investments (how it was in 1994-98).

3. Stock exchanges in Russia: what helps and what prevents absorption of European investments

Ownership structure. In Russia there arises "stakeholder capitalism", which is closer to German and Japanese models, than to Anglo-Saxon model of

“shareholder capitalism”, in which stock ownership is of more fragmented and retail-oriented structure, the role of controlling shareholders is lesser. Table 1 shows well that more companies and governments and less people are shareholders, larger stakes of shares are concentrated in hands of one person (*from USA and Great Britain to Japan, France and Germany- see Ownership Structure Data in Table 1*), stock markets are more and more suppressed and real sector financing is of increasingly debt character (*see Securities Market Structure Data in Table 1⁵⁷*).

	USA	Great Britain	Japan	France	Germany
<i>Ownership Structure of Shareholder Equity, %, End of 1995*</i>					
Physical persons	36.4	29.6	22.2	19.4	14.6
Institutional investors, accumulating personal savings	44.3	50.1	22.5	3.9	20.0
Corporate investors	19.3	20.1	54.8	73.3	61.1
Central and regional governments, public enterprises	-	0.2	0.5	3.4	4.3
<i>Securities Markets Structure, End of 1996</i>					
Stock Market Capitalization (Domestic Issues) / GNP, %	117.2	151.0	60.0	38.5	28.4
Number of domestic companies with shares listed (1998)**	2278	1957	1838	914	741
Domestic Credit / Stock Market Capitalization, %	67.2	86.4	198.5	266.0	479.0
Market Value of Bonds Listed (Domestic Issues)/Stock Market Capitalization (Domestic Issues),%	33.1	44.4	122.8	148.8	285.6

Table 1

Ownership structure data - Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI- Factbook 1998; *Financial markets data* - International Federation of Stock Exchanges Annual Reports (1995-1997), IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997), International Financial Statistics.

** New-York, London, Tokyo, Paris, Frankfurt.

In Russia as estimated no less than 60-70% of the shareholders equity is concentrated in the large or controlling stakes of shares. Only 3-4% of the shares are available for the public trade, supply and demand in the stock market have a wholesale nature, people are largely separated from the organized stock markets.

It means that the stock market in Russia will have subordinated importance and that the debt instruments will for a long time play the main role in real sector

⁵⁷ * *Ownership structure data* - Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI- Factbook 1998; *Financial markets data* - International Federation of Stock Exchanges Annual Reports (1995-1997), IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997), International Financial Statistics.

**New-York, London, Tokyo, Paris, Frankfurt.

financing. Moreover, block trades will be very important to cover the deals with direct investments, mergers and acquisitions. Unstable ownership structure determines that the corporate governance in joint-stock companies shall remain an area of acute conflicts, constantly requiring strengthening of shareholder rights protection (minority rights as well as rights of majority in situations when small shareholders deliberately and in a hostile manner try to deteriorate functioning of a company).

Operational capability of Russian stock market. Up to autumn of 1997 stock market quickly increased its operational capability. After the crisis of autumn of 1997 - summer of 1998 key trading systems and major players were kept. Accordingly the Russian stock market continues to be elastic and capable to accept all fluctuations of capital flows passing through it. Operational capability and elasticity of the market are best of all characterized by the data for 1995 (beginning of market warm up), 1997 (peak) and August 1998 -1999 (cold, abruptly narrowed market (see Table 2).

	1995 (October)	1997 (September)	1999 (October)
Russian Stock Market Dynamics (Stock Index RTS- Interfax), %, 1.09.95 = 100	100 (August 1995)	572 (historical maximum 6.10.97)	90-100
Russian Stock Market Capitalization, billions of USD*	5-8	60- 65	≈ 20
Value of Share Trading, billions of USD**	0.5- 0.6 (1995)	14.5-14.7 (1997)	3.5 - 4.0 (1999, forecast)
Number of Issuers, Shares of which are Traded*	70-80	260-300	350-400
■ main market	x	100- 120	50 -60
■ parallel market	x	160-180	310-350
Number of Brokerage Companies	3176 (April 1995)	5045 (April 1997)	1628 (June 1999)
Number of Universal Commercial Banks	2295 (December 1995)	1719 (December 1997)	1385 (September 1999)
Stock Exchanges and Organized OTC Markets, on which more than 90% of Share Trading are concentrated*	2 (Moscow)	3 (Moscow)	3 (Moscow)

Table 2

* Moscow Interbank Currency Exchange, Russian Trading System, Moscow Stock Exchange.

** 1995 estimation- based on October- December 1995 Data; 1999 forecast- based on January- October 1999.

From October 1997 up to August 1998 the market experienced three increasingly severe crises and -as consequence- growing destruction of market structure (see Table 2). By November 1999 40-50% of regional “professional participants” (securities firms and securities businesses of banks) ceased to exist (compared with August 1998), so did 30-35% in Moscow and St.-Petersburg. Approximately 80-90% of licenses were withdrawn (estimate according to the data of the *Federal Commission for Securities Market (FCSM)*). The number of participants having deals in *Russian Trading System (RTS)* decreased in four times in 1999 (RTS, October 1999/January 1999). Mass resignations of financial people as well as outflow of venture capitals earlier invested in brokers-dealers and market infrastructure were observed.

At the same time two national-wide trading systems, *Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX)* and *RTS* were preserved and developed their facilities. The largest and more successful players survived (see Table 2), infrastructure of the Russian capital market did stand its ground and was concentrated in a few numbered companies (approximately 110 registrars, more than 100 depositories along with creation of the central depository by the government). Crisis contributed to “natural selection”.

Main markets are Moscow (more than 90% of stock market), St. Petersburg (2-5%), Ekaterinburg (Urals), Novosibirsk (Siberia), Kazan (Tatarstan) and Niznij Novgorod (Volga region).

Qualitative characteristics of Russian securities market. In nineties business and securities law, including investor rights protection, regulatory infrastructure of capital market were developed very fast. As a result securities rules and regulations are adequate to the international practice (apart from regulations in the area of unfair trading practices, unethical activities in “financial intermediary- client” relationships, rights of the regulatory bodies to investigate and to implement sanctions). Perhaps the regulatory infrastructure is even too developed for securities market, which is more dead than alive, imposing too high regulatory burden on securities industry. It is often the case that rules regulate financial creatures, which either do not exist in 1998-99 or they existing as unique cases (investment funds, trust companies, options and the like).

In 1998-99 unprecedented efforts were made to create information disclosure system in Russia and to provide publicly available databases in securities.

In nineties Russian capital market distinguished itself with especially *high risks* and *volatility* (in 1996- 1997 it was the best market in the world taking into account the market performance ratio, in 1998 it became the worst market). In comparison with maximum reached on the 6th of October 1997 securities’ prices slumped almost 13 times (October 5, 1998 / October 6,1997). Even in markets

of Asia and Latin America, being at that time in the deepest financial crisis the decrease in securities prices did not exceed 40-55%. The decrease in the securities market volume of trading (RTS, October 1998/ October 1999) was of 65 times, number of dealers-brokers dealing with each other - 5 times (RTS, October 1998/ January 1998). Yields of the government securities, listed on the exchanges fluctuated in nineties from 10-12% in USD value to more than 100%.

This market was and is *very speculative* along with the extremely strong *dependency* on foreign “hot money” (in summer of 1998 the participation of non-residents in the organized stock market was more than 65% of share trading (RTS), in the government bond market it was approximately 35% (MICEX). By the crisis of 1998 it was established a new very liberalized order to repatriate proceeds from the Russian government bonds (through MICEX). Approximately 95% of settlements in RTS (the main Russian shares market before the crisis and the second now) are made through off-shore bank accounts in USD, creating a really “good” basis for very quick and large movements of hot money.

The Russian securities market is not *retail* (only few thousands of Russians have their own brokers). Securities issues oriented on mass retail demand numbered only few cases (in the beginning of the decade famous financial pyramids were created). The *structure of ownership* in the country is *wholesale* and is oriented on *block trades*. The average size of a deal in RTS was 50-110 thousands USD, which was not accessible for retail investors. Not more than 1% of Russians’ personal incomes was invested in 1997- 99 in securities. Approximately 600 investment funds created during mass privatization de-facto ceased to exist before the crisis of 1998 or were reorganized (with huge losses for retail investors) After the crisis of 1998 the activity of the few tens of mutual funds created in the wake of securities market growth was fully frozen.

As it has been pointed out before, the *hyper-concentration* of securities market in Moscow leaves Russian regions without investment resources. Thus data in Table 3 attest steadily hyper-high share, which Moscow brokers-dealers have in securities trading (93-98%)

Share of Regional Brokers-Dealers in Value of Share Trading, %*			
Regions	January 1998	August 1998	October 1999
Moscow	96.64	97.71	93.3
St.-Petersburg	2.35	1.11	5.6
Ural	0.28	0.33	0.66
Siberia	0.53	0.4	0.4
Volga- Region	0.2	0.45	0.04
Total	100	100	100

Table 3

* Russian Trading System.

At the same time the degree of concentration of financial intermediaries in Moscow is steadily high, reaching in 1999 40-45% of their number in Russia (see Table 4).

<i>Economic Regions of Russia</i>	<i>Regional Distribution of Universal Commercial Banks, %</i> <i>1999 (September)</i>	<i>Regional Distribution of Securities Firms, %</i>		
		<i>1995 (April)</i>	<i>1997 (April)</i>	<i>1999 (April)</i>
Central Region, incl. Moscow	52.2	33.3	36.2	46.0
Northern, North-Western St.- Petersburg	45.0	27.5	28.5	40.1
Ural	5.9	15.4	12.8	11.3
Volga- Region	3.0	9.6	7.7	8.2
Northern-Caucasus	7.2	10.3	12.4	9.5
Western-Siberian	6.8	9.9	9.3	8.8
Volga- Viatski	10.3	7.5	6.8	4.0
Far Eastern	6.9	9.0	8.0	8.4
Central-Chernozemny	2.9	4.5	4.1	3.8
Eastern-Siberian	3.5	4.1	4.1	2.5
Total number of financial intermediaries	1.5	3.1	3.1	2.5
	2.8	2.9	3.2	3.2
	100.0	100.0	100.0	100.0

Table 4*

* Bank of Russia and FCSM data.

Other types of concentrations include: steadily *oligopolistic* character of the market and *over-concentration of deals* around few stocks. In particular as it follows from Table 5, 10-20 universal banks and brokerage companies (5-10% out of the number of RTS participants), form 60-80% of share trading turnover. Oligopoly (equal with huge information asymmetries and very small volumes of the market, when even sums of 1-10 millions of USD can create significant price fluctuations) determines the *manipulative nature* of the Russian stock market, development of *forbidden trading practices* and *insider deals*.

Before crisis of August 1998 г. - brokers-dealers which generated value of stock trading more than 25 millions USD per month			After crisis of August 1998 г. - brokers-dealers which generated value of stock trading more than 5 millions USD per month		
Number of companies	Share in total number of companies, which had deals in RTS, %	Share in value of stock trading in RTS, %	Number of companies	Share in total number of companies, which had deals in RTS, %	Share in value of stock trading in RTS, %
<u>January 1998</u>			<u>August 1998</u>		
22	5.7	60.5	20	7.7	71.8
			<u>October 1999</u>		
			11	11.3	83.3

Table 5*

* Russian Trading System data.

Notwithstanding the fact that up to 100 securities of the largest Russian companies are listed in the organized markets, deals steadily *concentrate around few issuers* (Table 6). Deals with 4-6 securities make 85-90% of the whole market turnover, deals with 2-3 securities (RAO EES, Lukoil, etc.) make 55-60%.

	January 1998 г.*	October 1998 г.*	October 1999 г.*
5 stocks share** in total number of stocks listed, %	4,7	5.7	11.4
5 stocks share** in daily value of stock trading, % incl.	91.3	90.4	84.4
RAO EES, %	37.3	36.9	42.7
Lukoil, %	33.7	22.5	14.0

Table 6

* RTS data.

** RAO EES, Lukoil, Mosenergo, Rostelekom, Surgutneftegaz.

Securities issues to attract new financial resources are practically absent inside Russia (in 1999 segment of corporate bonds, which got tax incentives began to develop) also in connection with insignificant number of investment projects and acute deficit of domestic financial resources. In 1998 about 97% of new securities issues (nominal value) were made by the reason of inflation-related revaluation of assets and- accordingly- of revaluation of the shareholders equity (FCSM data). It means that these issues were of technical character, being proportionally distributed between old shareholders. There are no special

procedures to issue growth companies securities (as well as specialized “new” markets for them).

In nineties the size of government securities market was many times more (more than 10 times) compared with shares. The market of corporate bonds and commercial paper exists in isolated and unique issues and only starts to develop (in 1998 according to FCSM report nominal value of stock issues was more than 1200 times as much as nominal value of newly issued bonds). There are no mortgage bonds. After August 1998 organized derivatives markets ceased to exist. As it was on 1.09.98 only 2.3% of sources of working capital of Russian companies were formed by own financial resources (including shares), only 6.9% by short-term bank loans, but- 90.8% by accounts payable. As estimated in summer of 1999 approximately 50% of payments for goods and services were made by promissory notes or through barter. Such is *the structure of the Russian debt economy* created in nineties.

Own financial base of the universal banks and brokerage companies is steadily weak (Table 7). The share of bad assets is very high (up to 40-50%), financial intermediaries are unprofitable on the mass and do not possess sufficient operational capability. According to estimate, not less than 50% of brokers-dealers are subsidiaries of industrial companies and banks, which increases their risks. In addition financial positions of them continue to deteriorate (see Table 7). If before the crisis of August 1998 approximately 18% of brokers-dealers were so small that their own capital invested in liquid assets did not exceed 0.5 millions of USD, in October 1999 the share of such securities market participants made 48.5%. Post-crisis mergers and restructuring of brokerage companies were not undertaken in securities industry.

Share of securities firms, having net liquid assets of determined size in a total number of RTS members, participating in trades, B %*				
Total number of securities firms, %	Including			
	Net liquid assets < 0.2 million of USD	Net liquid assets = 0.2-0.5 million of USD	Net liquid assets = 0.5--1 million of USD	Net liquid assets = 1- 2 millions of USD
100	3.7	<u>July 1998</u> (before crisis) 14.5	10.0	22.8
100	13.5	<u>October 1998</u> 23.6	15.7	4.5
100	22.7	<u>October 1999</u> 25.8	8.2	5.2

Table 7

* RTS data. Net liquid assets (RTS methodology) are calculated as difference between liquid assets of securities firm and it's short-term debt.

In nineties Bank of Russia developed the model of securities market based on universal banking , but FCSM simultaneously introduced the US model. As consequence the main trading, depository and settlement systems of securities market are duplicated, divided into “banking” and “non-banking” sectors (though since 1998 the process of convergence has been going on). The regulative expenses are very high.

4. Stock exchanges in Russia: is it possible to use them “to open the roads” for European investments?

Still even in the beginning of 1997 there were more than 70 “stock exchanges” in Russia (historical anecdote), absolute majority of which had fictive character. By the present moment only 11 of them remained (2 exchanges do not function though).

The largest are MICEX and RTS, which in 1998 were comparable with Amsterdam (MICEX, government securities market), exceeding a number of European exchanges, and with Vienna (RTS, share trading) (see Table 8).

Value of Trading, billions of USD	1997	1998
MICEX	217.9	71.6
-shares	1.0	1.5
-t-bills and government bonds	216.1	69.8
RTS (shares)	15.7	9.3

Table 8*

* MICEX, RTS data.

Since 1995-1997 MICEX and RTS are electronic markets, acting on national-wide scale. Technologies and information disclosure systems are in accordance with international level. Their operational capability was fully preserved and developed after the crisis of 1998.

MICEX (established as a securities market in 1993) exists as a national electronic market for interregional, online trading in corporate and government securities (in October 1999 this marketplace included approximately 500 financial intermediaries - banks and brokerage companies situated in Moscow, Novosibirsk, St.-Petersburg, Rostov-na-Donu, Ekaterinburg, Vladivostok, Niznij Novgorod and Samara, about 1500 distanced working stations). This is the market of double continuous auction based on automatic orders routing and

computerized matching (moreover the market supports automatic Holland auction to provide the primary market for the government securities and call auction to organize market's openings and closings). Given market exists in the form of exchanges network (MICEX + seven regional exchanges) with developed depository and settlement infrastructure which realizes "delivery vs. payment" principle.

In 1995 Russian Trading System (RTS) was introduced. It was designed as and it is an electronic exchange. The basis of RTS is the only in Russia self-regulatory broker-dealer organization, National Association of Securities Market Participants. RTS is a dealer market, which is based on quote driving system, functioning in online regime and binding major financial centers of the country (Moscow, St.- Petersburg, Ekaterinburg, Novosibirsk and so on) by the network of several hundreds of distanced working stations. As estimated, almost half of deals with Russian shares on organized markets are made through RTS.

Both MICEX and RTS are the markets, in which only Russian securities are now listed. They are the mixed markets which include both banks and non-bank brokerage companies as professional players (some brokers are the subsidiaries of banks). Despite of the growing convergence of participants "bank" origins of MICEX and "non-bank" origins of RTS are easily traced (see Table 9).

	Banks Share in a Total Number of Members	Securities Firms Share in a Total Number of Members
MICEX	69.6	30.4
RTS	35.4	64.6

Table 9*

* MICEX, RTS (November 1999).

On both MICEX and RTS a group of 10-15 securities firms and banks being subsidiaries of the large Western financial institutions, play an important role (Chase Manhattan Bank, Credit Lyonnais, ABN AMRO, Deutsche Morgan Grenfell, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Citibank, Republic National Bank of New-York, Dresdner Kleinwort Benson, ING Bank, Kreditanstalt, Societe Generale etc.).

"Competition" between European markets for ADRs and Russian stock exchanges. In 1996-1999 trading activities with Russian shares were moved from Moscow and St.-Petersburg to the Western markets (London, Berlin, Frankfurt) on which more than 50 Russian ADRs are listed now.

It is the unique situation. At the moment the volume of deals with depository receipts on Russian stocks in the Western markets exceeds the volume of shares market in Russia. In January - October 1999 turnover of depository receipts (underlying securities of which are the Russian shares) on the exchanges in Germany and Great Britain was approximately twice as big as the volume of

Russian shares trading directly in Russia (RTS, MICEX, Moscow Stock Exchange).

Markets of depository receipts largely determine (Table 10) dynamics of domestic stock market in Russia (on the strength of greater volumes of trading in Germany and Great Britain, of greater influence of foreign investors in comparison with domestic ones). Markets are synchronized.

	01.99	02.99	03.99	04.99	05.99	06.99	07.99	08.99	09.99	10.99	Total
London Stock Exchange	2.0	5.1	10.3	6.0	12.2	10.1	31.9	8.9	7.3	6.2	100.0
Russian Trading System	1.5	6.0	10.5	8.9	11.0	15.2	18.7	10.3	9.4	8.5	100.0

Table 10*

* Calculated on London Stock Exchange, RTS data.

The competitive challenge for the Russian stock exchanges is the NEWEX project in Vienna (being in joint ownership of Frankfurt and Vienna stock exchanges it is a specialized marketplace for securities from the Central and Eastern Europe). It is foretold that the Russian securities shall occupy a very high share of NEWEX listing (according to some estimates 60%), but not in the form of depository receipts- as securities directly. The direct competitors of Russian exchanges are Berlin, Istanbul and Vienna stock exchanges which proclaim their special role as the central marketplaces to trade the securities issued in Russia, FSU countries, in the Central and Eastern Europe.

5. European stock exchanges and perspectives of Russian market: long-term strategy

If to draw a conclusion, the Russian securities market is characterized by: a) very significant needs for investments, first of all foreign, European ones for modernization of economy, b) unfavorable policy of the Russian government, which only should be re-oriented in future on stimulation of the economic growth, c) extreme weaknesses of financial sector and of domestic investors equally with the acceptable and at times even excessive regulatory infrastructure (“many rules - weak supervision and sanctions”) g) sufficiently high operational capability and good technical level of the trading, depository and settlement systems, on the base of which the national electronic markets exists over the whole territory of Russia (MICEX and partly RTS), d) rapid improvement of information disclosure and shareholder rights protection.

So the final answers on the question how is important the European capital market and European exchanges for Russia (and for the majority of transition economies) are the following.

Without large-scale inflow of European financial resources to Russia, both direct investments (first of all) and long-term portfolio investments, corresponding to the size of financial resources deficit to modernize the Russian economy, this country with a high degree of probability, shall continue to move along politically and economically unpredictable path of development, being source of risks and instability in Europe. The precondition of the significant investments from Europe is initiation by the Russian government of a new policy, which has to stimulate the steady economic growth in the country.

But weaknesses and high risks of the financial sector in Russia presuppose that the securitized foreign investments will move (if move) into Russia largely through the European stock exchanges, through admission of the Russian securities for trading in the West. The best Russian stocks inevitably will (and it did already) be mostly traded on the European stock exchanges, following their aggressive strategy of development.

At the same time it would have been dangerous not to see that domestic Russian capital market possesses its own potential of development, that trading systems created in Russia (MICEX and RTS) may have in perspective (even though long-term one) not only national, but also international importance, being integrated into European and FSU markets.

Probability is high that measures of protectionism could be implemented by the Russians to prevent dying down of Moscow capital market and to create obstacles in the way of moving of Russian securities, investors and intermediaries to the West trading systems. These measures could sharply weaken capability of Russia to attract long-term foreign investments.

Taking into account all these considerations the optimum choice for the European exchanges is to develop the long-term strategy of “parallel mutual actions”, which is aimed to prepare future integration or “peaceful coexistence” with the Russian and other transition markets of the former Soviet Union.

From the side of Russian regulators - such steps as opening gates to list the Russian stocks abroad, gradual liberalization of the Russian brokerage companies activities in the foreign markets. From the side of Russian trading systems - any possible steps to be integrated into European world of stock exchanges, rejection of attempts to create walls of protectionism.

As for European stock exchanges there should be positive attempts to create agreements with the Russian exchanges, which have to:

- provide the growth of number of the Western financial institutions which are presented on stock exchanges inside Russia,

- increase trading activities of the Western players in Moscow and St.-Petersburg,
- create the strategic cooperation programs and inter-exchange interfaces (for example, Moscow + St. Petersburg - Frankfurt - Vienna),
- harmonize the markets and financial technologies,
- create the international segments in Russian capital market,
- support the long-term policy of creation of a new regional financial center in Moscow.

Elektronische Systeme für den Wertpapierhandel in Europa und Entwicklungsmöglichkeiten für Russland – eine explorative Studie

1. Einleitung
2. Transaktionskosten und Liquidität an elektronisierten Wertpapiermärkten
 - 2.1. Schwierigkeiten der Qualitätsmessung
 - 2.2. Wirkung der Transaktionskosten, Elektronisierung und Liquidität
3. Struktur im europäischen Wertpapierhandel
 - 3.1. Entwicklungstendenzen in der Organisation des europäischen Wertpapierhandels
 - 3.2. Auswirkung der Technologisierung und des horizontalen und vertikalen Wettbewerbs auf die Organisationen im Wertpapierhandel
 - 3.3. Zwischenfazit
4. Strukturen am russischen Kapitalmarkt
 - 4.1. Konzentrationsgrad im russischen Wertpapierwesen
 - 4.2. Wandel vom Marktplatzbetreiber zum Full-Service-Systemdienstleister - Innovative Geschäftsmodelle durch neue Mehrwertdienste
 - 4.3. Strukturen und Governance im Abwicklungssektor in Russland
5. Ausblick – Entwicklungsmöglichkeiten für Russland

* Universität Potsdam, Juniorprofessur für Corporate Governance und E-Commerce.

1. Einleitung

Die Organisation des Transmissionsprozesses im börslichen und außerbörslichen Wertpapierhandel in Europa ist seit Mitte der 1980er Jahre einem starken Strukturwandel unterworfen. Märkte fusionieren, wandeln sich von nicht-gewinnorientierten Veranstaltungen zu börsennotierten, wettbewerblich ausgerichteten Organisationen, neue Handelsplattformen etablieren sich. Das Ziel dieser Restrukturierung ist die Bildung eines effizienten, grenzüberschreitenden Kapitalmarktes in Europa.

Treibsatz für die globale Vernetzung und damit für die Integration von ehemals getrennten Wertpapiermärkten ist die Elektronisierung (vgl. Schuster, Rudolf [2001]). Leistungsfähige Hard- und Software verkürzen Prozesszeiten, Skalenerträge für Marktplätze und Teilnehmer entstehen, die Marktqualität nimmt zu (vgl. u.a. Schmidt et al. [1993] oder Grammig et al. [2001]). Wertpapiergeschäfte können sicher, kostengünstig und somit effizient ausgeführt und abgewickelt werden. Innovative Informations- und Kommunikationstechnologien (IuK) fördern die Entwicklung eines weltweit integrierten Kapitalmarktes und ermöglichen grenzüberschreitende Marktstrukturen.

Im Vergleich zu Europa erfolgt in Russland ein ähnlicher Umstrukturierungsprozess im Wertpapierhandel. Liegt das Problem in der EU im Zusammenwachsen und in der Integration der Märkte, hat Russland den vollständigen Wandel zu einem effizienten marktwirtschaftlich orientierten Wertpapierhandel mit dem kompletten Aufbau neuer Systeme zu lösen. Gerade für die russische Wirtschaft ist dieser Transformationsprozess von zentraler Bedeutung, denn als Teil eines marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems, kommt dem Kapital- und Wertpapiermarkt, neben dem Arbeits- und Gütermarkt, eine zentrale Rolle zu.

In Russland mussten sich seit dem Zusammenbruch der Sowjetunion Anfang der 1990er Jahre die Akteure am Handelsgeschehen (Handelsteilnehmer, Marktplatzbetreiber, Aufsichtsgremien etc.) von mit grundlegenden Fragen des Aufbaus, der Strukturen und den komplexen Mechanismen an Wertpapiermärkten befassen. Dass diese Fragen und der damit einhergehende Wandel in wirtschaftlichen wie auch sozialen Aspekten nicht innerhalb von Monaten und Jahren geklärt und abgeschlossen werden können, ist selbstverständlich. Der Fortschritt in der Gestaltung der Strukturen des russischen Wertpapierhandels ist hingegen nicht zu übersehen. Im Rahmen der Umstrukturierung wurden technologische State-of-the-Art-Architekturen implementiert. Die Marktkapitalisierungen und die Handelsumsätze an den russischen Wertpapiermärkten zeigen aber auch, dass der Umbau bis heute noch nicht auf allen Ebenen ergriffen wurde. Um den Finanzplatz Russland zu stärken, müssen weitere Maßnahmen ergriffen werden.

Die vorliegende explorative Studie wird die Effizienz und Strukturen an den Aktienmärkten in Europa und Russland vergleichen, um die Ursachen der Defizite und Entwicklungspotenzial für den russischen Wertpapierhandel aufzeigen.

Zur Effizienzanalyse werden im zweiten Kapitel implizite und explizite Transaktionskosten im Wertpapierhandel an den europäischen und russischen Börsen exemplarisch gegenübergestellt. Die Darstellungen werden durch theoretische Ausführungen zur Marktstrukturtheorie eingeleitet. Eine abschließende Analyse der Transaktionskosten kann im Rahmen dieser Arbeit jedoch nicht vorgenommen werden, da Datenmaterial für die russischen Börsen nicht in ausreichend detaillierter Form vorliegt. Weiterführende Untersuchungen auf Basis der dargestellten Systematik sollen mit diesem Beitrag angestoßen werden. Im dritten Kapitel werden Veränderungen der Strukturen der Marktorganisationen (Corporate Governance, Automatisierungs-, Diversifikations- und Konsolidierungsgrad) an ausgewählten europäischen Handelsplätzen analysiert und begründet. Das vierte Kapitel wird die Strukturen an den Aktienmärkten in Russland vergleichend darstellen.⁵⁸ Abschließend werden Entwicklungspotentiale für den russischen Kapitalmarkt abgeleitet und die bisher mikroökonomisch basierte Analyse in eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung eingebettet.

2. Transaktionskosten und Liquidität an elektronisierten

Wertpapiermärkten

2.1. Schwierigkeiten der Qualitätsmessung

Ziel eines Wertpapiermarktes ist die effiziente Zusammenführung von Angebot und Nachfrage von Wertpapiertransaktionen. Mit der Quantifizierung und Messung der Effizienz der damit verbundenen Prozesse beschäftigt sich seit Mitte der 1980er Jahre die Marktstrukturtheorie (vgl. u.a. Bienert [1996, S. 28]). In diesem Kontext werden in der Regel die Größen Transaktionskosten und Liquidität zur Quantifizierung der Qualität der Wertpapiermärkte herangezogen (Bortenlänger [1996, S. 35]). Die Transaktionskosten werden unterschieden in die *expliziten* Kosten, wie Gebühren und Kommissionen und die *impliziten* Kosten, die nicht direkt beobachtbar sind. Implizite Kosten entstehen, wenn ein Marktteilnehmer eine unmittelbare Ausführung wünscht (vgl. Schwartz [1991, S. 124]) und werden in den Untersuchungen zur Analyse

⁵⁸ Für die Bereitstellung von aktuellen Informationen zum russischen Aktienmarkt danke ich Herrn Dr. Bürger von der Deutschen Börse AG.

der Mikrostrukturen an Wertpapiermärkten häufig durch den Bid-Ask-Spread⁵⁹ gemessen (vgl. Brunner [1996] und Theissen [1998a]).

Die Quantifizierung von Transaktionskosten für Wertpapiergeschäfte im Rahmen empirischer Untersuchungen ist mit Schwierigkeiten verbunden. Ein direkter Vergleich der Höhe dieser Kosten für verschiedene Wertpapiermärkte wird durch komplexe und uneinheitliche Gebühren- und Preismodelle erschwert. Häufig bestehen die Komponenten der Gesamtkosten aus fixen und variablen Anteilen, die in Abhängigkeit vom Handelsvolumen und dem Status der Marktteilnehmer differieren. Zum Teil werden Bundling-Preise für Handels- und Abwicklungsdienstleistungen ausgewiesen⁶⁰, teilweise werden aber von Marktplatzbetreibern ausschließlich monatliche Teilnahmegebühren erhoben⁶¹. Für die Ermittlung der impliziten Kosten sind überdies Orderbuchinformationen notwendig, die nicht immer von Börsen veröffentlicht werden. Diese explorative Studie wird auf bestehende Arbeiten aufsetzen und daraus ableitbare Erkenntnisse in Bezug auf die Thematik darstellen.

2.2. Wirkung der Transaktionskosten, Elektronisierung und Liquidität

Aus wissenschaftlichen Untersuchungen ist abzuleiten, dass vor allem zwei Faktoren die Höhe der Transaktionskosten beeinflussen (vgl. Picot et al. [1996]). Erstens wirkt der Elektronisierungsgrad positiv auf die expliziten Transaktionskosten, da die technologische Abbildung von Prozessen im Wertpapierhandel direkt zur Senkung von Prozesskosten führt, und Bearbeitungsfehler vermieden werden. Zweitens werden die impliziten Kosten, die sich im Market Impact⁶² widerspiegeln, in entscheidender Masse durch die Höhe der Liquidität, also der Anzahl und Größe der Aufträge in einem Orderbuch, beeinflusst (vgl. Gomber, Schweickert [2002]): Je mehr Aufträge in einem Auftragsbuch konsolidiert werden, umso weniger sind adverse Preisbewegungen zu erwarten; c.p. hat dies eine Senkung der impliziten Kosten zur Folge. Die Höhe der Liquidität beeinflusst aber auch die expliziten Kosten im Wertpapierhandel, da bei der Bereitstellung und dem Betrieb von Handels- und Abwicklungsplattformen hohe Fixkosten gleichzeitig mit geringen variablen Kosten einhergehen (vgl. Lattemann, Neumann [2002]). Hohe Liquidität führt über Größen- und Netzeffekte zu Kostenreduktionen, die sich im einzelnen Auftrag niederschlagen.

⁵⁹ Differenz zwischen dem höchsten Kauf- und niedrigsten Verkaufgebot in einem Auftragsbuch.

⁶⁰ Z.B. bei Wertpapiertransaktionen über das Xetra System der Deutschen Börse AG.

⁶¹ Z.B. im Handel an der RTS (Russian Trading System). Abwicklungskosten werden an diesem Markt nicht von der Börse, sondern vom Depositar erhoben (vgl. Compaq World of Exchanges [2002]).

⁶² Auswirkungen großer Aufträge auf Preise am Markt.

Der theoretisch dargestellte Zusammenhang zwischen Economies of Scale, Technologisierungsgrad und Transaktionskosten wird im folgenden für ausgewählte europäische Börsen anhand einer Studie der Clearstream International, basierend auf empirischen Zahlenmaterial von Elkins und McSherry, dargestellt (Clearstream International [2002]).⁶³

Die Abbildung 1 zeigt, dass die Handels-, und Abwicklungskosten sowie weitere Gebühren im Wertpapierhandel (direkte Kosten) an den Börsen in Frankfurt, Mailand, Madrid, der Euronext⁶⁴ und an der MICEX⁶⁵ mit 1,0 – 1,4 Basis Punkten⁶⁶ wenig voneinander abweichen. Die Liquiditätskosten an den elektronisch unterstützten Wertpapierbörsen sind positiv abhängig vom Handelsvolumen.⁶⁷ Dieser, in der Analyse der Clearstream International dargestellte Zusammenhang, wird durch die gepunktete Linie in Abb. 1 verdeutlicht.

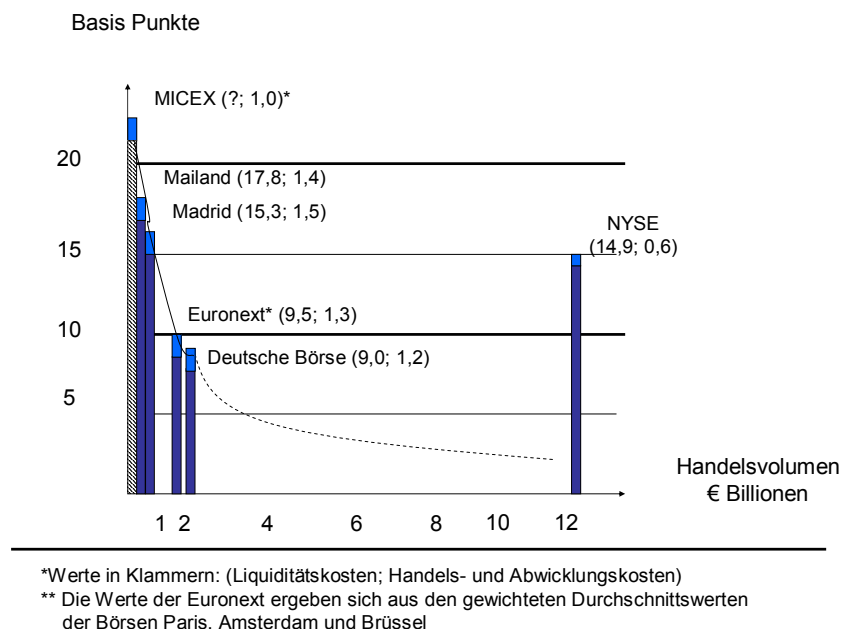


Abbildung 1:

Transaktionskosten im Aktienhandel; angelehnt an Clearstream International [2002, S.8]

⁶³ Auf die Analyse der Clearstream International wurde zurückgegriffen, da sie auf aktuellen Daten basiert. Ähnliche Arbeiten kommen zu leicht abweichenden Ergebnissen, wie z.B. die Analyse von Oppenheim Research [2002]. Nach deren Angaben liegen die impliziten Transaktionskosten der Euronext-Börsen zwischen 50 und 60 Basis Punkten (BP), die der Deutschen Börse AG bei 70 BP, die Kommissionen/Provisionen liegen an diesen Börsen auf einem ähnlichen Niveau zwischen bei 20-21 BP. Differenzen in den Ergebnissen entstehen zumeist durch unterschiedliche Berechnungsmethoden der impliziten Kosten oder den verwendeten Volumen-, Preis- und Gebührendaten.

⁶⁴ Börsen im Amsterdam, Brüssel, Paris.

⁶⁵ Quelle: The Compaq of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges [2002, S. 512].

⁶⁶ 1 Basis Punkt = 0,01 % .

⁶⁷ Zahlen für die Liquiditätskosten an der MICEX liegen nicht vor.

Die Experimente von Williams aus dem Jahr 1980 (vgl. Williams [1980, S. 256]) und die theoretischen Ausführungen von Picot et al. (vgl. Picot et al. [1996]) unterstützen diesen Befund. Sie zeigen auf, dass an Wertpapiermärkten eine inverse Beziehung zwischen Liquidität und Transaktionskosten zu beobachten ist, und „... eine Automatisierung der Informations-, Orderrouting-, Abschluss- und Abwicklungsphase [...] ohne Einschränkungen zu einer effizienteren Organisation des Transaktionsprozesses von Wertpapieren [führt]. Entsprechend ist die Automatisierung dieser Phasen ohne Einschränkung erstrebenswert ...“ (Picot et al. [1996], S. 168).

Wie die Daten der Clearstream International zeigen, sind an der New York Stock Exchange (NYSE), einer nicht elektronisierten Parkettbörse, die Gebühren verhältnismäßig gering (0,6 Basis Punkte), die Liquiditätskosten sind im Verhältnis zum Handelsvolumen jedoch sehr hoch (14,9 Basis Punkte). Eine Elektronisierung der Prozesse und die damit verbundene Verringerung der manuellen Schnittstellen und Eingabefehler würde – den theoretischen Ausführungen folgend - zu einer deutlichen Reduktion der impliziten Kosten an der NYSE führen.

In der Praxis stehen die Marktplatzbetreiber bei der Umsetzung der daraus ableitbaren Erkenntnisse zum Aufbau adäquater Handelssysteme vor einem Problem. Sie können den Automatisierungsgrad direkt beeinflussen, indem sie verschiedene Transaktionsprozesse im Wertpapierhandel elektronisieren; die Höhe der Liquidität können Sie hingegen nur indirekt beeinflussen, indem sie die Strukturparameter des Marktes flexibel auf die Bedürfnisse und Interessen der Anleger ausrichten.⁶⁸

Diese Probleme müssen von den Marktplatzbetreibern gelöst werden, denn durch die EU-Harmonisierung und die Globalisierung findet ein intensiver Verdrängungswettbewerb unter ihnen statt. Europa befindet sich derzeit in einem Spannungsfeld, das sich zwischen Konzentration und Fragmentierung bewegt. Einerseits fusionieren Marktplätze, andererseits etablieren sich neue Handelssysteme. Diese Entwicklungen im Umfeld des Wertpapierhandels in Europa werden im folgenden Kapitel genauer beschrieben.

⁶⁸ In der Gestaltung der Strukturparameter sind die Marktplatzbetreiber in der Regel aber auch nicht frei. Politische Interessen, wie Nationales Bewusstsein, Hemmnisse durch regulatorische Vorgaben oder Interessengegensätze bei den Eigentümern führen oft zu suboptimalen Strukturen (vgl. z.B. NYSE, NASDAQ).

3. Struktur im europäischen Wertpapierhandel

3.1. Entwicklungstendenzen in der Organisation des europäischen Wertpapierhandels

Die traditionell zersplitterte Struktur im europäischen Wertpapierhandel, indem jedes Land der EU mindestens eine eigene Börse betreibt, wird derzeit durch ein sich wandelndes regulatorisches und wettbewerbliches Umfeld bestimmt (vgl. Lattemann, Neumann [2001]). Zu den drei wichtigsten Faktoren, die den bisherigen Fortschritt im Wandel des Transaktionsprozesses im Wertpapierhandel in Europa prägten, zählen (a) die Entwicklung und der Einsatz innovativer Technologien im Wertpapierhandel und in der Abwicklung, (b) der, durch die EU-Harmonisierung und Globalisierung geschaffene internationale, horizontale Wettbewerb zwischen Systembetreibern auf allen Ebenen des Wertpapierhandels; im Kassahandel, an den Terminmärkten und im Abwicklungssektor und (c) der vertikale Wettbewerb zwischen Marktorganismen (wie Börsen) und anderen Finanzintermediären, wie z.B. Börsen und Abwicklungshäuser. Diese drei Einflussfaktoren werden im folgenden näher erläutert.

3.1.1. Hochentwickelte und innovative Technologien

Schon frühzeitig haben die europäischen Leitbörsen hocheffiziente elektronische Handelsplattformen entwickelt und betrieben. In Paris wurde 1995 das NSC System, 1997 SETS in London und XETRA in Frankfurt eingeführt, gefolgt von der elektronischen Plattform der Börse in Stockholm. Im Gegensatz zu den US-amerikanischen Börsen, die zum Teil noch heute ausschließlich auf Parkettsysteme (NYSE), bzw. auf teil-automatisierte Systeme (NASDAQ) setzen, haben die europäischen Leitbörsen die wichtige Hürde zur Elektronisierung und somit zur Effizienzsteigerung genommen. In den USA haben innovative Plattformbetreiber, so genannte Electronic Communication Networks – ECNs, dieses Defizit in der Organisation des US-amerikanischen Aktienmarkts genutzt. Mit ihren vollelektronisierten Handelssystemen haben sie konkurrierende Strukturen zu den Börsen dauerhaft etablieren können (vgl. Dornau [1999]). In Europa sind die ECNs aufgrund der frühzeitigen Elektronisierung der Leitbörsen weitestgehend bedeutungslos geblieben.

3.1.2. Innovation durch horizontalen Wettbewerb zwischen den Marktorganismen

Die Entwicklung in der Organisation des Wertpapierhandels in Europa ist getrieben durch einen starken horizontalen Wettbewerb, der zum einen zu einer Konsolidierung zwischen Marktplatzbetreibern führt und zum anderen zu einer Fragmentierung in Bezug auf die Entwicklung von Marktmodellen für unterschiedliche Kunden- und Produktgruppen.

Immer wieder wird auf die Entwicklung einer vereinten europäischen Handelsplattform mit einer Leitbörse für die größten europäischen Aktienwerte hingearbeitet⁶⁹. Dieser drohende Konsolidierungsdruck ist einer der wichtigsten Treiber zur Entwicklung innovativer Strukturen und Marktmodelle zur Befriedigung der Bedürfnisse der Marktteilnehmer.

3.1.3. Wettbewerb zwischen Marktplatzbetreibern und anderen Finanzdienstleistern

Neben der Konkurrenzsituation auf horizontaler Ebene, ist der Wettbewerb zwischen Marktplatzbetreibern und anderen Finanzdienstleistern für eine Fragmentierung im europäischen Wertpapierhandel verantwortlich. IuK führt im Finanzdienstleistungsbereich zu einem Disintermediationsprozess (vgl. Polster [2001]). Geschäftsbanken werden in ihren traditionellen Geschäftsfeldern durch andere Finanzdienstleister und durch die Entwicklung innovativer Finanzprodukte wie Asset Backed Securities verdrängt (vgl. Lattemann et al. [2003]). Sie sind gezwungen, neue Geschäftsmodelle und neue Ertragsmöglichkeiten aufzubauen. Durch Vorwärts- bzw. Rückwärtsintegrationen, angestoßen von Banken und Abwicklungshäusern, hat dies direkte Auswirkungen auf die Strukturen im Wertpapierhandel. Online Broker, ECNs (z.B. Jway von Morgan Stanley und OM) und Inhouse-Matching-Systeme (Internalisierungsplattformen wie PIP der Deutschen Bank) wurden in den letzten Jahren in gemeinsamen Projekten von Banken, IT-Häusern, Versicherungen und sonstigen Finanzintermediären entwickelt. Abwicklungsorganisationen drängen durch Rückwärtsintegration in den Wertpapierhandel. Dabei nutzen sie ihr Wissen aus dem Handel mit Repurchase-Agreements (Repos) und der Wertpapierleihe.

Finanzintermediäre, deren Kerngeschäft originär nicht im Börsenwesen zu finden ist, bieten andererseits komplementäre Mehrwertdienste an, die das Dienstleistungsspektrum im Wertpapierhandel vervollständigen und somit zur Gestaltung effizienter Strukturen beitragen⁷⁰.

⁶⁹ Vgl. Abschnitt 3.2.4.

⁷⁰ Vgl. Abschnitt 3.2.3.

3.2. Auswirkung der Technologisierung und des horizontalen und vertikalen Wettbewerbs auf die Organisationen im Wertpapierhandel

Die Nutzung der IuK sowie der dargestellte horizontale und vertikale Wettbewerb haben im europäischen Wertpapierhandel zu Strukturveränderungen geführt, die sich vor allem in den folgenden drei Bereichen widerspiegeln: a) Veränderung der Governance-Strukturen der Börsen, der so genannte Demutualization-Prozess (vgl. Schuster, Rudolf [2001 S. 384]), b) Aufbau neuer Geschäftsmodelle von Börsen und Abwicklungsorganisationen, c) Fragmentierung und Konsolidierung (vgl. Schulte [2001] sowie Schuster, Rudolf [2001]). Diese Strukturveränderungen werden im folgenden beschrieben.

3.2.1. Demutualization

Bei den Betreibern der Wertpapiermärkte in Europa und den USA zeichnet sich ein Prozess der Restrukturierung der Governance-Strukturen ab. Um dem dynamischen, hauptsächlich durch die IT getriebenen Umfeld im Börsenwesen gerecht zu werden, wandeln sich die führenden Börsenorganisationen von Verbandsstrukturen zu Public Companies (vgl. Schulte [2001] und vor allem Di Naio [2001]). Die Börsen in Stockholm, Helsinki, Kopenhagen, Frankfurt, Mailand, Paris, London und Amsterdam haben in den letzten 15 Jahren eine Trennung zwischen Eigentümerstruktur und Mitgliedschaft vorgenommen und einen Wandel zu nicht-börslich notierten Aktiengesellschaften durchgeführt. Eine vollständige Öffnung für fremde Eigenkapitalgeber haben die Börsen in Stockholm (1998), London (1999), Frankfurt (2000) und die Euronext (2000) vollzogen. Die Mailänder Börse hat ihren Börsengang für 2004 angekündigt. Die Ausrichtung der Eigentümer auf das gemeinsame Ziel der Gewinnmaximierung ermöglicht das notwendige schnelle und flexible Reagieren auf veränderte Marktbedingungen und Anforderungen der Investoren.

3.2.2. Aufbau neuer Geschäftsmodelle und Diversifikation der Produktpalette: Der Wandel der Börsen vom reinen Marktplatzbetreiber zu kundenorientierten IT Dienstleistern in Europa

Die neuen Governance-Strukturen und das wettbewerbliche Umfeld unterstützen die Börsen in ihrem notwendigen Prozess zur Umwandlung zu kundenorientierten Systemhäusern. Von den drei größten europäischen Börsen (London, Frankfurt

und Euronext) sowie der OM Group⁷¹ werden hoch automatisierte Straight-Through Prozesse im Wertpapierhandel und in der Abwicklung aufgebaut. Spezifische, auf einzelne Nutzergruppen ausgerichtete innovative hybride Marktmodelle werden angeboten, wie Xetra XXL für den Whole Sale-Handel oder Xetra-Best für Retail-Kunden. Handelszeiten werden angepasst und neue Geschäftskonzepte generiert. Mit der Steigerung der Qualität des Preisfindungsprozesses, der Reduktion der Transaktionskosten und der Generierung neuer Geschäftskonzepte werden zunehmend die unterschiedlichen Bedürfnisse der Anleger erfüllt. Wie die Umsatzentwicklungen an diesen Börsen zeigen, steigt mit der umfassenden und kontinuierlichen Anpassung der Marktmodelle an die Wünsche der Investoren die Liquidität, während kleine, traditionell verbundene Börsen, wie zum Beispiel die deutschen Regionalbörsen, an Bedeutung verlieren.⁷²

Nicht nur im Handel, auch in der Abwicklung und im Risikomanagement werden durch den Einsatz von Hochleistungsrechnern neue Dienstleistungen für Marktteilnehmer zur Verfügung gestellt. Die Bestrebungen zur Einführung eines gemeinsamen europäischen Kapitalmarktes und die damit erhöhte Anzahl teilnehmender Banken und sonstiger Finanzintermediäre, fordern z.B. in Europa neue Absicherungskonzepte (vgl. Zink [2002]). Bisher haben die größten und innovativsten Börsen vorausschauend auf diese Entwicklung hingewirkt und Zentrale Kontrahenten – meist getragen von den nationalen Clearinghäusern – eingeführt. Dieses Konzept wurde zuerst in 1997 am U.S Cash Market von der NSCC (National Security and Clearing Corporation) eingesetzt. In Europa haben die Euronext, die Börsen in London (2001), Mailand und die virt-X (2002)⁷³ sowie die Deutsche Börse in Frankfurt (2003) diese Funktionalität implementiert.

Weiterhin stellen sich die großen international agierenden Börsen, wie zum Beispiel die Deutsche Börse AG, zudem als Systemdienstleister für andere Märkte auf. Zum Beispiel wird das Xetra-System unter verschiedenen Rahmenbedingungen für den Wertpapierhandel den Börsen in Wien, Dublin und Helsinki und sogar für den Stromhandel an der European Energy Exchange zur Verfügung gestellt. Teilweise werden weitere Dienstleistungen, wie die Marktsteuerung, für fremde Märkte übernommen. Mit diesen innovativen Dienstleistungen schaffen sich Börsen und Abwicklungsinstitutionen Geschäftsfelder, mit denen sie den sinkenden Margen im Wertpapierhandel entgegen.

⁷¹ Betreiber der Börse Stockholm und Betreiber der Systeme für den Wertpapierhandel in Oslo und Kopenhagen.

⁷² Mittlerweile werden mehr als 92 % des gesamten deutschen Aktienhandelsvolumens über das Xetra-System gehandelt (vgl. Deutsche Börse [2003]).

⁷³ Gemeinsam betriebene Plattform der Schweizer Börse und der London Stock Exchange.

3.2.3. Fragmentierung

Das Auftreten von ECNs trägt entscheidend zur Fragmentierung im Wertpapierhandel bei, insbesondere in den USA. ECNs werden zumeist durch Joint Ventures betrieben, deren Partner aus dem Umfeld des Finanzwesens stammen, deren Kerngeschäft aber nicht im Börsenwesen zu finden ist. Hierzu gehören unter anderem Nachrichtenagenturen wie Reuters (Beteiligung an Archipelago und Instinet), Fondsgesellschaften wie Fidelity (Beteiligung an RediBook), Rating Agenturen oder IT-Häuser (vgl. Dornau [1999]).

In Europa haben sich verschiedene ECNs positioniert, zumeist ohne großen Erfolg. Die Mehrzahl dieser am europäischen Kapitalmarkt vertretenen Systembetreiber haben sich auf Retailkunden fokussiert und bieten Standardbörsenprodukte, wie Aktien, oder andere komplementäre Produkte an, wie Optionsscheine oder Neuemissionen. CATS OS und XEOS sind erfolgreiche Plattformen für den Optionsscheinhandel, Tradegate und Tradecross bieten den Handel mit Neuemissionen für Retailkunden an. Der Betrieb von JIWAY, Knight, MLX Market Access und Prime Access ist in Europa nach kurzer Zeit wieder eingestellt worden.

Eine neue Form des automatisierten Aktienhandels für Privatkunden etabliert sich derzeit in Gestalt von Internalisierungsplattformen (z.B. das PIP-System der Deutschen Bank). Mit diesen Systemen werden Angebot und Nachfrage von Kunden einer Bank, bzw. von einer Bankengruppen, unter Umgehung des Börsenhandels, zumeist zu Best-Execution-Bedingungen (vgl. Budimir et al. [2001]) zusammengeführt. Diese Systeme führen die Aufträge nicht als Börsengeschäfte aus, ein offizieller Börsenpreis wird in der Regel nicht ermittelt. Da die Börse als Intermediär ausfällt und die aufsichtsrechtlichen Regelungen weniger streng sind, es ist keine Börsenaufsicht involviert, werden Kosten eingespart; die Serviceleistung kann dem Kunden günstiger angeboten werden.

Einige deutsche Regionalbörsen haben auf diese Entwicklung mit dem Aufbau von Hybridsystemen (Xetra-Best der Frankfurter Wertpapierbörse, MaxOne der Münchener Börse, Nasdaq Deutschland der Börsen Berlin/Bremen) reagiert. Der Abschluss der Geschäfte erfolgt auf diesen Plattformen zu den aktuellen Preisen der Leitbörsen, wie z.B. Xetra. Die Gebühren sind aber deutlich geringer als am Hauptmarkt.

Welche Rolle diesen Plattformen in Zukunft einnehmen werden, ist derzeit nicht absehbar. Aufgrund der abnehmenden Anzahl privater Investoren (vgl. DAI [2003]) ist eine erfolgreiche Zukunft unwahrscheinlich. Die Einstellung der im Mai 2003 gestarteten Nasdaq Deutschland im August 2003 ist hierfür ein Indiz.

Handelssysteme, die sich auf den Abschluss von Geschäften institutioneller Investoren konzentrieren (z.B. wie POSIT, E-Crossnet, virt-x), können sich

bisher ebenso wenig am Markt behaupten. Die frühzeitige Entwicklung innovativer Marktmodelle durch die Leitbörsen, wie Xetra XXL⁷⁴ durch die Deutsche Börse und der traditionell starke OTC-Telefonhandel, verhinderten zumeist die Etablierung solcher ECNs.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass entgegen den Entwicklungen in den USA, der Trend zur Fragmentierung durch ECNs und Internalisierungsplattformen in Europa schwach ausgeprägt ist.

3.2.4. Konsolidierung

Erst der Wandel der Governance-Strukturen und die damit einhergehende Ausrichtung der Eigentümer der Börsen auf das Ziel der Gewinnmaximierung flexibilisiert die Strukturen im europäischen Börsenwesen und fördert die Konsolidierung von Handelsplätzen und -plattformen. Ökonomische Aspekte rücken dadurch in Fusions- und Kooperationsverhandlungen in den Vordergrund.

Die traditionelle Verquickung von Eigentümer- und Mitgliederbeziehungen an europäischen Börsen haben in der Vergangenheit immer wieder zu Misserfolgen im Konsolidierungsprozess geführt, da politische Aspekte in Verhandlungsprozessen dominiert haben. Hierzu ist die in 2000 geplante Fusion der London Stock Exchange mit der Deutschen Börse AG zur iX, die Schaffung der Easdaq in 2001, und die geplante Fusion der Euroclear und Clearstream in 2002 zu zählen. Zu den erfolgreichen Fusionen gehören der Zusammenschluss der schweizer und der deutschen Terminbörsen (Suffix und DTB) zur Eurex, der Cedel International mit der Deutschen Börse AG, der Crest mit der London Stock Exchange und die Euronext als Verbund der Börsenplätze Paris, Amsterdam und Brüssel sowie der LIFFE.

Neben dem Konsolidierungsdruck unter den „Big Playern“, ist ein grundlegender Trend in Europa zu erkennen: Kleine Börsen mit wenig Umsatz und geringem IT-Know-How bedienen sich der Technologien großer Börsen mit hohem IT-Know-How wie der Deutschen Börse AG oder der OM-Group. Beispiele hierfür sind die Börsen in Wien, Helsinki und Dublin, die für ihren elektronischen Wertpapierhandel das Xetra-System der Deutschen Börse nutzen. Die Börse in Lissabon ist dem Euronext-Verbund beigetreten.

⁷⁴ Xetra XXL stellt ein Marktmodell für die Zusammenführung von Großaufträgen zur Verfügung, deren Ausführung in Xetra zu adversen Preisbewegungen führen würde. Der Handel mit institutionellen Großaufträgen wird trotz der Möglichkeit der elektronischen Unterstützung traditionell über den Telefonhandel durchgeführt. (vgl. Gomber [2002]).

3.3. Zwischenfazit

Die Strukturen im Wertpapierhandel in Europa ist gekennzeichnet durch einen Konsolidierungsprozess unter oligopolistischen Wettbewerbsbedingungen.⁷⁵ Kooperationen und Fusionen in Europa finden nicht nur auf horizontaler Ebene, sondern auch zwischen Akteuren verschiedener Wertschöpfungsstufen (z.B. zwischen Börse und Banken) statt. Der Disintermediationsprozess drängt Handelsplattformbetreiber dazu, neuartige Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln und anzubieten; auf Gewinnrealisierung ausgerichtete Plattformbetreiber können diesen Anforderungen durch ihre Governance-Struktur gerecht werden. Dieses Umfeld verbindet die positiven Effekte einer Konsolidierung (Konzentration des Orderflusses) mit den positiven Aspekten des Wettbewerbs (Innovationsdruck).

4. Strukturen am russischen Kapitalmarkt

4.1. Konzentrationsgrad im russischen Wertpapierwesen

In Russland konkurrieren derzeit zwei maßgebende Märkte für den Aktienhandel. Die Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) ist die größte russische Börse. Ihre etwa 480 Mitglieder generieren einen durchschnittlichen täglichen Umsatz von über 400 Millionen US\$. Damit vereint die MICEX etwa 80 % des russischen Devisen- und Aktienhandels und nahezu 100 % des Handels mit Unternehmensanleihen und Staatsanleihen. An dieser als Aktiengesellschaft konstituierten Börse sind mehrheitlich die russische Zentralbank (> 50 %) und russische Geschäftsbanken beteiligt.

Das Russian Trading System (RTS) ist die Handelsplattform mit dem zweithöchsten Umsatzvolumen in Russland. RTS ist eine Non-for-profit Organisation. Dieser Over-the-Counter Handel⁷⁶ ist ähnlich wie der NASDAQ-Handel in den USA organisiert. Das ursprünglich auf dem elektronischen Handelssystem der NASDAQ aufgebaute System wurde zwischenzeitlich durch eine vollelektronische Eigenproduktion ersetzt.

Der Umsatzanteil gehandelter Aktien auf dem RTS hat in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen, die der MICEX entsprechend zugenommen (siehe Abb.2). Noch im Oktober 1998 lag der Anteil gehandelter Aktien auf dem RTS-System bei etwa 42%, über die Moskau Stock Exchange (MSE) wurden etwa 38 % des Aktienumsatzes, über die MICEX 20 % gehandelt. Im Oktober 1999 lag

⁷⁵ Die drei europäischen Big Player, Deutsche Börse, London Stock Exchange und Euronext vereinen zusammen knapp 78 % des gesamten europäischen Aktienhandelsvolumens (vgl. Deutsche Börse [2000]).

⁷⁶ Der Over-the-Counter Handel ist ein außerbörslicher Handel.

der Anteil der MICEX bei knapp 68 %, der Anteil der RTS bei 25 %, der Anteil der MSE bei 7 %. In 2002 wurde an der MSE durchschnittlich nur noch 1 % des gesamten russischen Aktienumsatzes gehandelt, RTS konnte einen Marktanteil von 20 % halten, der dominierende Handelsplatz ist seit 2000 die MICEX. Der RTS-Index gilt - trotz des geringen Marktanteils - noch immer international als Benchmark für das russische Wertpapiergeschäft.

Eine ähnliche Entwicklung wechselnder Marktanteile konnte in 1997 im Handel mit dem BUND-Future an der LIFFE und der Eurex in Europa beobachtet werden. Innerhalb eines Jahres (März 1997 bis März 1998) ist der Marktanteil der LIFFE von 70% auf 30% gesunken, der Marktanteil der Eurex hat sich entsprechend positiv verändert. Im August 1998 wurde der Handel mit Bund-Futures an der LIFFE zwangsläufig eingestellt (vgl. Franke, Walch [2001]).

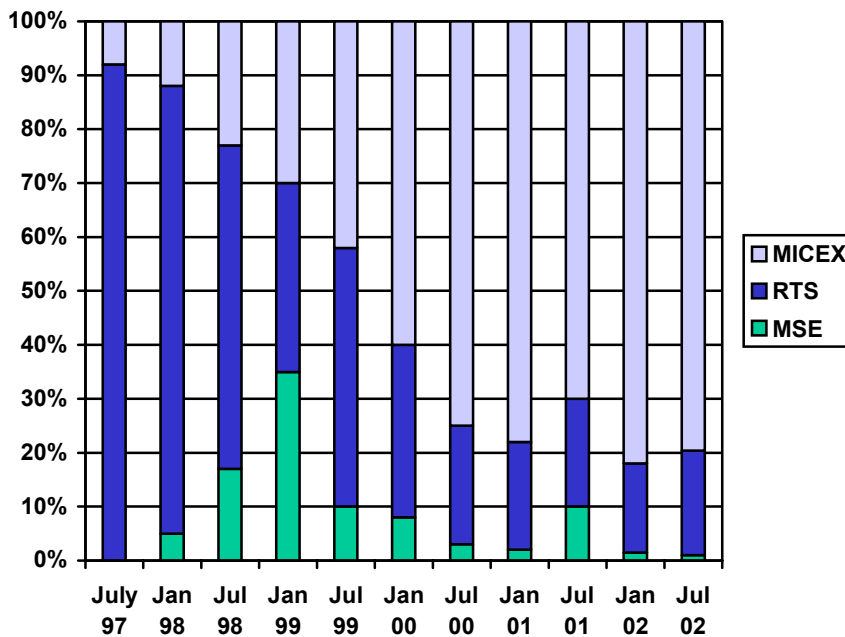


Abbildung 2:

Marktanteile im russischen Aktienhandel

Die Entwicklungen der Umsatzvolumina im europäischen Bund-Future Handel sowie am Aktienhandel in Russland sind begleitet worden von Veränderungen der jeweiligen Marktmodelle; vor allem von den Gebühren- und Preismodellen, dem Elektronisierungsgrad und der Gestaltung des Preisfindungsprozesses. Wie diese Entwicklungen zeigen, sind Pattsituationen, bei denen sich zwei Systeme jeweils 50 % des gesamten Marktanteils teilen, selten stabil. Spieltheoretische Überlegungen mit Modellen der Netzwerkeffekte aus der Industrieökonomik bestätigen diese Beobachtungen (vgl. Di Noia [2001]). Marktteilnehmer sind nicht - wie z.B. traditionelle Bankkunden - loyal gegenüber den

Systemanbietern. Banken, Fondsgesellschaften, Retailkunden und sonstige Akteure am Kapitalmarkt suchen das Marktmodell aus, das ihren Präferenzen entspricht. Die Liquidität spielt dabei eine entscheidende Rolle. Auch in Russland kann sich also kein Marktplatzbetreiber auf dem erreichten Status Quo ausruhen und auf die Kundenloyalität setzen. Die Konkurrenzsituation erfordert eine ständige Weiterentwicklung der Systeme und Rahmenbedingungen.

Das wettbewerbliche Umfeld im russischen Börsenwesen und die unterschiedliche Ausgestaltung der Eigentümer-/Mitgliederstrukturen der Marktplatzbetreiber sind mit denen in Europa vergleichbar. Sie fördern Innovationen und bilden die Basis für Weiterentwicklungen der Organisationsstrukturen im Wertpapierhandel.

4.2. Wandel vom Marktplatzbetreiber zum Full-Service-Systemdienstleister - Innovative Geschäftsmodelle durch neue Mehrwertdienste

Die MICEX hat sich, ähnlich wie die europäischen Leitbörsen, als System- und Finanzdienstleistungsanbieter positioniert. Neben ihrem Kerngeschäft, dem Betreiben einer Handelsplattform, unterhält die MICEX sieben Regionalbörsen (St. Petersburg, Nishny Nowgorod, Rostow am Don, Samara, Jekatarinenburg, Wladiwostok, Nowosibirsk). Sie bietet Abwicklungsdienstleistungen über ihr Settlementhouse an, an dem sie zu 64 % beteiligt ist. Sie verfügt über 51 % des Zentralverwahrers, dem National Depository Center (NDC) und besitzt eine 38%-Beteiligung an der IT Firma E-Stock, die Handelssysteme entwickelt und betreut. Ferner verfügt die MICEX über ein eigenes Marktüberwachungssystem (SMARTS).

Auch RTS bietet mehr als nur eine Handelsplattform für den Aktienhandel an. Sie stellt Funktionalitäten für die Abwicklung zur Verfügung, (z.B. für die an der Börse St. Petersburg gehandelten Gazprom-Aktien) und besitzt ein eigenes Systemhaus. Das von RTS in 2000 gegründete RTS Settlement Chamber dient seit 2002 dem russischen electric energy market als Settlementhouse. RTS bietet den Handelsteilnehmern verschiedene Marktmodelle an, die die spezifischen Rahmenbedingungen am russischen Wertpapiermarkt berücksichtigen. Im Guaranteed Trading System (GTS), einem Marktmodell von RTS, werden ausschließlich Transaktionen ausgeführt, die durch Geld- und Wertpapierdepots abgesichert sind.⁷⁷

Ähnlich wie die Deutsche Börse AG, stellt RTS ihr System fremden, umsatzschwachen Börsen mit geringem IT-Know-How (Georgien, Bulgarien, Armenien) als Handelsplattform entgeltlich zur Verfügung. RTS positioniert

⁷⁷ Analog zum Central-Counterparty-Konzept werden Kontrahentenrisiken durch diesen Mechanismus reduziert.

sich mit dieser Geschäftsstrategie als Finanzdienstleister und Systemanbieter im Wertpapierhandel und eröffnet somit neue Ertragsmöglichkeiten. Somit werden auch in dieser Hinsicht Parallelen zwischen den Strukturen der Börsenorganisationen in Europa und Russland deutlich.

4.3. Strukturen und Governance im Abwicklungssektor in Russland

Wie in Europa gibt es in Russland neben einer Vielzahl kleiner Abwicklungsinstitutionen zwei große Organisationen, die Depository Clearing Company (DCC) sowie das National Depository Center (NDC)⁷⁸. Die Abwicklungsinstitutionen sind in der Regel von Börsen abhängige Gesellschaften. Die DCC wurde 1993 als Aktiengesellschaft konstituiert. Zu den Mehrheitsaktionären gehören die DCC und RTS. Größter Wettbewerber im Clearing und Settlementgeschäft in Russland ist die 1996 von der MICEX und der Zentralbank gegründete und im Jahr 2000 lizenzierte „Not-For-Profit-Partnership“ NDC.

In Russland bietet die DCC sämtliche Depositar- und Settlement-Services für alle auf RTS gelisteten Wertpapiere an. Die Abwicklung erfolgt, wie international üblich, „delivery versus payment“ (DvP) und beim GTS (Guaranteed Trading System) auf Vorauszahlungsbasis. DCC unterhält das automatische Settlement und Depository System (SDS). Mit dem NDC und den MICEX Handelsteilnehmern wurde eine gemeinsame Abwicklungsmöglichkeit geschaffen, die sich auf T+1⁷⁹ verkürzt.

Das Hauptproblem in der Abwicklung in Europa ist die Kopplung der verschiedenen Abwicklungssysteme und die Schaffung von Standards, die Zusammenarbeit der Depotstellen und die Vereinheitlichung der Abwicklungszeiten (vgl. Lattemann, Neumann [2002]). Studien der Deutschen Börse AG und der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) weisen für den Abwicklungssektor in Europa auf Einsparpotenziale durch die Schaffung eines grenzüberschreitenden IT-basierten Straight-Through-Processings von 1 Mrd. bis 5 Mrd. Euro jährlich hin (vgl. ESF [2000, S. 9]). Zur Überwindung der Defizite in der europäischen, grenzüberschreitenden Abwicklung wurden in den letzten Jahren auf EU-Ebene einige Maßnahmen ergriffen (vgl. CPSS [2001] und Expert Group [2002]).

Wie auch in Europa, gibt es in Russland eine Vielzahl von kleinen Settlementorganisationen. Neben der DCC und NDC stehen dem russischen

⁷⁸ In Europa dominieren die beiden Settlementorganisationen Euroclear und Clearstream International. Euroclear ist eine 100-% Tochter der Euronext, Clearstream International gehört zur Gruppe Deutsche Börse.

⁷⁹ Die Lieferung der Wertpapiere und die Gegenwertverrechnung erfolgt am ersten Wochentag nach dem Handelstag.

Wertpapiermarkt noch mehr als 500 unabhängige Depositare und 140 Registrare zur Verfügung, die jedoch eine unbedeutende Rolle spielen.

In beiden Wirtschaftsräumen wäre die Gründung eines zentralen Depositors und zentraler Abwicklungsstrukturen aus ökonomischer Perspektive sinnvoll. Bisher ist dieses jedoch in beiden Systemen zumeist an politischen Widerständen gescheitert.

5. Ausblick – Entwicklungsmöglichkeiten für Russland

Wie die Ausführungen zeigen, sind die Mikrostrukturen an den Handelsplätzen in Europa und Russland hinsichtlich des Technologisierungsgrads vergleichbar.

In Europa, wie auch in Russland, werden hoch technologisierte Handelsplattformen eingesetzt. Zwischen den Marktplatzbetreibern herrscht ein starker Wettbewerb, der zu hohen Innovationsraten im Einsatz der IT an den Marktplätzen und in der Gestaltung der Marktmodelle führt, und die Plattformbetreiber veranlasst, neue Dienstleistungen rund um den Wertpapierhandel anzubieten.

Der Konsolidierungsgrad der Wertpapierhandelsplätze in Europa und in Russland entsprechen sich. In Russland existieren zwei, in Europa drei dominierende Börsen, die ihre Dienstleistungen kleineren Marktplatzbetreibern anbieten. Die Governance Strukturen der führenden Börsen und die Abhängigkeitsverhältnisse zwischen Börsen und Abwicklungsgesellschaften sind in Europa und in Russland nahezu identisch. Die Deutsche Börse AG, Euronext, London Stock Exchange und die MICEX sind gewinnorientierte Aktiengesellschaften. Kleinere Marktplatzbetreiber sind in beiden Systemen zum Teil als Non-for-profit Gesellschaften organisiert. Abwicklungsorganisationen sind abhängige Gesellschaften der Börsen.

Das Auftreten von ECNs und Internalisierungsplattformen kann in Russland nicht in dem Maße festgestellt werden wie in Europa. Es ist zu vermuten, dass die Gründe für die Abwesenheit konkurrierender Marktplatzbetreiber in Russland an den relativ geringen Umsatzvolumina im Wertpapierhandel, der geringen Beteiligung von Retail-Investoren, dem hohen Technologisierungsgrad der existierenden Marktplätze und den Unsicherheiten im rechtlichen Umfeld liegen.

Eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung der Kapitalmärkte beider Wirtschaftsräume decken weitere Unterschiede auf: Die seit 2000 zunehmende Marktkapitalisierung in Russland (in 1999: ca. 32 Mrd. US\$, 2003: 120 Mrd. US\$) konzentriert sich zu 90% auf 16 russische Aktiengesellschaften. Die Marktkapitalisierung ist im Vergleich zu den europäischen Märkten (Deutschland 993 Mrd. US\$, London Stock Exchange 2.060 Mrd. US \$,

Euronext 1.629 US \$ in 2001) und dem US-amerikanischen Aktienmarkt (NYSE 10.241 Mrd. US \$) sehr gering. Auch die Entwicklung der Umsatzvolumina an den Wertpapiermärkten in Russland ist im Vergleich zu Europa (hier im Vergleich zu Deutschland) und den USA (Beispiel: New York Stock Exchange – NYSE) wenig ausgeprägt.

	Gross Domestic Product ⁸⁰	Marktkapitalisierung (MK)	Umsatzvolumen der Leitbörsen (UV)	MK/GDP *1000	UV/GDP	UV/MK* 1000
Russland (MICEX)	355 Mrd. US \$	122 Mio. US \$	104 Mrd. US \$ ⁸¹	0,343	0,293	0,852
USA (NYSE)	10.446 Mrd. US \$	10.247 Mio. US\$	14.000 Mrd. US \$ ⁸²	1,172	1,34	1,14
Deutschland (XETRA)	2.181 Mrd. US \$	996 Mio. US\$	1.800 Mrd. US \$ ⁸³	0,456	0,825	1,8

Tabelle 1:

Gesamtwirtschaftliche Kenngrößen

Die Relativierung einiger Kenngrößen aus dem Wertpapierhandel zu gesamtwirtschaftlichen Größen erlaubt einen Vergleich der Märkte. Wie die Tabelle 1 zeigt, ist die Marktkapitalisierung russischer Aktiengesellschaften im Verhältnis zum GDP im Vergleich zu den USA sehr gering. Maßnahmen zur Stärkung der marktwirtschaftlichen Strukturen und der Kultur zur Eigenkapitalbeschaffung bei Unternehmen könnten den Finanzplatz Russland diesbezüglich stärken.

Das in Tabelle 1 dargestellte Verhältnis von Umsatzvolumen zu GDP spiegelt die Aktienhandelskultur in den Volkswirtschaften dar. Im Gegensatz zu den USA (Faktor 1,34) weist Russland (Faktor 0,343) diesbezüglich eine sehr gering ausgebildete Kultur auf. Im Interesse eines funktionierenden Sekundär- und Tertiärmarktes⁸⁴ ist die Steigerung der Liquidität erforderlich, womit implizit die Qualität der Preise und die Effizienz des Gesamtmarktes zunehmen. Die Steigerung des Vertrauens der Bürger in den Aktienhandel und die Förderung der Aktie als Kapitalanlage sollte somit eines der primären Ziele im russischen

⁸⁰ Quelle: www.Deutsche-Bank.de.

⁸¹ Quelle: The Compaq Handbook of World Stock, Derivatives and Commodity Exchanges [2002], S. 504.

⁸² Quelle: www.NYSE.com.

⁸³ Quelle: Deutsche Börse AG [2003, S. 13].

⁸⁴ Derivatehandel.

Wertpapierhandel sein, um höhere Umsatzvolumina und damit eine effizientere Preisbildung an den Wertpapiermärkten zu erhalten.

Auch in der Umschlagshäufigkeit der Aktien, die durch das Verhältnis Marktkapitalisierung zu Umsatzvolumen gemessen werden kann, ist zu erkennen, dass Russland im Vergleich zu den europäischen und US-amerikanischen Märkten zu den Entwicklungsländern zu zählen ist.

Die Ausführungen zeigen, dass im russischen Wertpapierhandel weniger die Mikrostrukturen an den Wertpapiermärkten einen revolutionären Wandel nötig haben. Vielmehr ist zu erwarten, dass der vorherrschende Innovationsdruck eine kontinuierliche Anpassung der Marktmodelle an die Investorenwünsche und die Rahmenbedingungen mit sich bringen wird. Maßnahmen sind auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zu ergreifen, die eine Aktienhandelskultur fördern. Das Vertrauen der Anleger in den Aktienhandel sollte gestärkt werden. Ebenso sollten Unternehmen zunehmend die Möglichkeit wahrnehmen, Eigenkapital über den Aktienmarkt zu beschaffen. Nur mit solchen Maßnahmen wird der Finanzplatz Russland in der Weltliga der Wertpapiermärkte eine Rolle spielen.

Literatur

1. Bienert, H. [1996]: Der Marktprozess an Aktienbörsen: Bewertungseffizienz und Umverteilung, Gabler Verlag, Wiesbaden.
2. Brunner, A. [1996]: Messkonzepte zur Liquidität auf Wertpapiermärkten, Nummer 132 in Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte, Frankfurt am Main, Institut für Kapitalmarktforschung.
3. Budimir, M., Holtmann, C., Neumann, D. [2002]: The Design of a Best Execution Market, in: Revue Bancaire et Financiere / Banken Financiewezen 66 (2-3), S. 138-146.
4. Clearstream International [2002]: Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe, White Paper. Frankfurt am Main.
5. CPSS [2001]: Recommendation for Securities Settlement Systems - Report of the CPSS-IOSCO Joint Task Force on Securities Settlement Systems, Bank of International Settlement Systems, Basel Switzerland.
6. Compaq [2002]: The Compaq Handbook of World Stock, Derivatives and Commodity Exchanges [2002], 12th Edition, Monde Visione.
7. DAI [2003]: Stabilisierung der Aktionärszahlen - aber keine Entwarnung, DAI Kurzstudie 1/2003, Frankfurt am Main.
8. Deutsche Börse [2000]: Fact Book 2000/I, Frankfurt am Main.
9. Deutsche Börse [2003]: Fact Book 2003, Frankfurt am Main.
10. Di Nao, C. [2001]: Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access, in: European Financial Management 7(1), März 2001, S. 39-72.
11. Dornau, R. [1999]: Alternative Handelssysteme in den USA und in Europa: Entstehung, Regulierung und Marktpotenzial, Deutsche Börse AG, Market Policy.
12. Expert Group on Cross Border Voting in Europe [2002]: Cross Border Voting in Europe – Final Report on the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, Dutch Ministry of Justice, Amsterdam.
13. ESF - European Securities Forum [2000]: EuroCCP – ESP's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty.
14. Franke, J., Walch, E. [2001]: Europäische Terminbörsen – Institutionelle und Produkt-Entwicklungen; in: Hummel, Breuer [2001]: Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Gabler Verlag, Wiesbaden.
15. Gomber, P., Schweickert, U. [2002]: Der Market Impact: Liquiditätsmaß im elektronischen Wertpapierhandel, in: Die Bank (7), S. 485–489.

16. Gomber, P. [2000]: Elektronische Handelssysteme – Innovative Konzepte und Technologien im Wertpapierhandel, Physika Verlag, Heidelberg.
17. Grammig, J., Schiereck, D., Theissen, E. [2001]: Knowing Me, Knowing You: Trader Anonymity and Informed Trading in Parallel Markets; in: Journal of Financial Markets 4(4), S. 385-412.
18. Lattemann, C., Neumann, D. [2002]: Struktur des europäischen Clearing und Settlements, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nov. 2002, Heft 21/02, 52. Jg., S.1159-1164.
19. Lattemann, C., Zuber, P. [2001]: Eine marktmikrostrukturtheoretische Analyse der deutschen Strombörsenlandschaft, in: Zeitschrift für Energiewirtschaft 25 (2001) 2, S. 75-87.
20. Lattemann, C., Sandrock, J., Weinhardt, C. [2003]: E-Finance - Eine Definition, forthcoming 2003.
21. Oppenheim Research [2002]: Finanzdienstleistungen – Internationale Börsen, Januar 2002, Frankfurt am Main.
22. Picot, A., Bortenlänger, C., Röhl, H. [1996]: Börsen im Wandel: Der Einfluß von Informationstechnologie und Wettbewerb auf die Organisation von Wertpapiermärkten, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.
23. Polster, D. [2001]: Finanzintermediation und institutioneller Wandel: Finanzsystem, Universalbank, Kreditgenossenschaften, Shaker Verlag, Aachen.
24. Schmidt, H., Iversen, P., Treske, K. [1993]: Parkett oder Computer? Die Kosten sofortigen Abschlusses an der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg und im elektronischen Handelssystem IBIS, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 5 (4), S. 209-221.
25. Schulte, J. [2001]: Von der Börse zum Wertpapiermarktorganisor: Wertsteigerung durch Corporate Governance aus ökonomischer Sicht, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden.
26. Schuster, R., Rudolf, S. [2001]: Europäische Börsenlandschaft im Wandel, S. 374, in: Hummel, Breuer [2001] Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Gabler Verlag, Wiesbaden.
27. Schwartz, R.A. [1991]: Reshaping the Equity Markets: A Guide for the 1990s, o.O.: Harper Business.
28. Theissen, E. [1998]: Parketthandel versus Computerhandel: Ergebnisse für den deutschen Aktienmarkt, in: Weinhardt, C, Meyer zu Selhausen, H., Morlock, M. [1996]: Informationssysteme in der Finanzwirtschaft, Berlin, Springer Verlag.

29. Theissen, E. [1998a]: Market Structure, Informational Efficiency and Liquidity: An Experimental Comparison of Auction and Dealer Markets, in: Journal of Financial Markets 3(4), S. 333-363.
30. Williams, A. W. [1980]; Computerized Double-Auction Markets: Some Initial Experimental Results, in: Journal of Business 53 (3, Part I), S. 235-258.
31. Zink, H. [2002]: Quantifizierung des Risikos von Finanzmarktrisiken im Kreditmanagement von Banken, S. 59 ff., in: Oehler, A. [2002]: Kreditrisikomanagement – Kernbereiche, Aufsicht und Entwicklungstendenzen, 2. Auflage, Schäfer-Poeschel, Stuttgart.

32. Internetseiten:

www.deutsche-bank.com

www.nasdaqdeutschland.de

www.nyse.com

II. Entwicklung in den Bankensystemen

Dr. Hans-Joachim Massenber^{*}

Lage und Perspektiven des deutschen Bankensektors

^{*} Geschäftsführer, Bundesverband deutscher Banken.

Sehr geehrte Damen und Herren,

für die freundliche Einladung, mit Ihnen im Rahmen dieses Deutsch-Russischen Workshops über die Lage und Perspektiven des deutschen Bankensektors zu sprechen, danke ich Ihnen herzlich. Gerne nutze ich diese Gelegenheit, am Ende meiner Ausführungen auch noch kurz auf einige Aspekte einzugehen, die uns im Hinblick den russischen Bankenmarkt beschäftigen.

Doch zunächst einige Worte zum Bundesverband deutscher Banken. Der Bundesverband vertritt ausschließlich die Interessen des privaten Bankgewerbes in Deutschland, die öffentlich-rechtlichen Landesbanken und Sparkassen sowie die Genossenschaftsbanken zählen nicht zu unseren Mitgliedern. Sie haben eigene Verbände. Dem Bankenverband sind derzeit 274 private Banken angeschlossen. Dazu zählen die vier Großbanken, 93 Regionalbanken, 42 Privatbankiers, 27 Hypothekenbanken und Schiffsbanken, 4 Kreditinstitute mit Sonderaufgaben sowie 104 Auslandsbanken. Mit der Ost-West-Handelsbank AG zählt auch eine russische Bank zu unseren Mitgliedern. Der Marktanteil der privaten Banken beträgt gemessen am Geschäftsvolumen der gesamten Kreditwirtschaft gut 37 %. Unsere Mitgliedsinstitute beschäftigen mehr als 200.000 Mitarbeiter.

Deutschland und die deutschen Banken stehen seit einiger Zeit unter besonders kritischer Beobachtung. Leider ist der Anlass nicht erfreulich. Seit drei Jahren befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer Stagnationsphase und auch die Aussichten für dieses Jahr sind nicht gut. Von Seiten des Bankenverbandes rechnen wir mit einem weiteren Jahr der Stagnation. Einige internationale Beobachter sehen bereits das Risiko einer Deflation, wobei die deutschen Banken als besonders schwach gelten.

Ihren Höhepunkt erreichte die kritische Diskussion über die Lage der deutschen Kreditwirtschaft im vergangenen Herbst, als in vielen internationalen Medien über eine „Liquiditätskrise im deutschen Bankgewerbe“ spekuliert wurde. Die vom Internationalen Währungsfonds im Frühjahr dieses Jahres im Rahmen seines Financial Sector Assessment Programs durchgeführten Stresstest zeigen allerdings, dass für die deutschen Banken selbst unter noch erheblich härteren Bedingungen als heute keine fundamentalen Risiken bestehen.

Und dies, obwohl 2002 das mit Abstand schlechteste Jahr für die deutschen Banken nach dem Zweiten Weltkrieg war. Nach unserer Schätzung dürfte die Eigenkapitalrendite aller Kreditinstitute in Deutschland im vergangenen Jahr auf rund 5 % gesunken sein, die Rendite der privaten Banken lag noch niedriger. Die wesentlichen Ursachen für diese Entwicklungen sind ein anhaltend sinkender Zinsüberschuss, ein stagnierender Provisionsüberschuss und massive Wertberichtigungen. Zwar wurden Verbesserungen beim Verwaltungsaufwand erzielt, das reichte aber nicht aus, um die Einbußen auf der Ertragsseite und die

Verluste aus Abschreibungen auszugleichen. Die Aufwands-/Ertrags-Relation konnte zwar leicht verbessert werden, aber mit über 70 % ist diese Quote bei den privaten Banken weit von einem befriedigenden Niveau entfernt.

Auch in diesem Jahre rechnen wir nicht mit einer grundlegenden Wende zum Positiven. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld wird sich gegenüber 2002 nicht verbessern. Nach unserer Einschätzung wäre ein Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts um 0,5 % schon eine positive Überraschung. Auch für das Jahr 2004 rechnen wir mit einer nur geringen Beschleunigung der Aufwärtsbewegung auf gut 1,5 % BIP-Wachstum.

Unter diesen gesamtwirtschaftlichen Umständen wird die inländische Kreditnachfrage nicht stark zunehmen, zumal viele Unternehmen zurzeit eher darauf bedacht sind, ihren Cashflow zu steigern. Außerdem werden von den Firmen zunehmend alternative Finanzierungsformen genutzt. Wegen der extrem niedrigen Kapitalmarktzinsen sind die deutschen Unternehmen – und dies gilt vor allem für große Unternehmen – in wachsendem Umfang auf die Finanzierung über Anleihen übergegangen. Außerdem werden in hohem Umfang Darlehen im Ausland aufgenommen.

Dennoch rechnen wir damit, dass im Durchschnitt die Institute einen leichten Anstieg des Zinsüberschusses realisieren werden. Denn den Banken gelingt es zunehmend, risikoadäquate Konditionen durchzusetzen. Zudem wird die umfangreiche Finanzierung der Unternehmen über Anleihen dazu beitragen, die Provisionseinnahmen wieder etwas zu verbessern.

Erfreulich sind die Fortschritte der Institute bei der Senkung ihres Verwaltungsaufwands. Die Kosten konnten schon im Vorjahr kräftig abgebaut werden und dieser Prozess geht ungebrochen weiter. Zudem haben unsere Mitgliedsinstitute die begründete Hoffnung, dass sie ihre Risikovorsorge zurückfahren können. Zwar sind die gesamten Risiken und Ausfälle noch nicht erkennbar und in Anbetracht des schwachen Wachstums muss mit einer weiter steigenden Zahl von Insolvenzen gerechnet werden. Auf der anderen Seite lag die Ursache für den extremen Anstieg der Wertberichtigungen im Jahre 2002 weniger bei dem Zuwachs der Insolvenzzahlen als vielmehr bei den Zusammenbrüchen einiger Großunternehmen.

Insgesamt sind wir also zuversichtlich, dass es in diesem Jahr zu einer Erholung der Erträge kommen wird bzw. dort, wo im vergangenen Jahr Verluste hingenommen werden mussten, wieder ein zumindest ausgeglichenes Ergebnis erzielt werden kann. 2003 wird auch kein einfaches Jahr für die deutschen Banken sein, aber immerhin die Talfahrt scheint gestoppt zu sein und es geht wieder leicht aufwärts.

Bis zu einem befriedigenden Ertragsniveau ist aber noch eine erhebliche Wegstrecke zurückzulegen. Damit bessere Erträge sprudeln, muss hart gearbeitet werden. Hier sind in erster Linie die Banken selbst gefordert. Unter

den speziellen Bedingungen des deutschen Bankenmarktes sind aber auch bestimmte Strukturen zu hinterfragen und seine Schwächen zu beseitigen.

Zunächst möchte ich auf die Umstrukturierungen innerhalb der Gruppe der privaten Banken eingehen. Ich erwähnte bereits, dass wir 274 Mitgliedsinstitute haben, die sehr heterogen sind. Der Bankenverband vereinigt unter seinem Dach sehr große, welt- bzw. europaweit operierende Institute auf der einen Seite sowie viele kleine lokal oder regional ausgerichtete Banken, die sich z.T. stark spezialisiert haben, auf der anderen Seite. Von daher gibt es keine einheitliche Problemlage und dementsprechend auch keine einheitliche Strategie, der alle Banken folgen. Außerdem unterscheiden wir uns von Sparkassen, Landesbanken und Genossenschaftsbanken dadurch, dass wir kein Verbundsystem mit einem einheitlichen Auftritt darstellen. Unsere Mitgliedsinstitute befinden sich in einem intensiven Wettbewerb untereinander, wobei jede private Bank für sich selbst entscheidet, welche Strategie und welches Geschäftsmodell für sie am besten passt. Dabei gibt es äußerst unterschiedliche Vorgehensweisen. Trotzdem lassen sich einige grundlegende Gemeinsamkeiten erkennen.

So zeigen die Entwicklung im vergangenen Jahr und die erwarteten Tendenzen für 2003, dass für alle Banken aktuell Kosteneinsparungen und die Reduzierung der Risikovorsorge im Vordergrund stehen. Konsequentes Kostenmanagement ist für alle Institute tägliche Übung geworden. In dieser Hinsicht sind schon erhebliche Fortschritte gemacht worden, wie sich beispielhaft an der Entwicklung von Bankstellen und Mitarbeiterzahlen aufzeigen lässt.

So ist die Zahl der Bankstellen in Deutschland im vergangenen Jahr um 3.200 zurückgegangen. In den letzten zehn Jahren wurden insgesamt 12.500 Bankstellen geschlossen. Inzwischen gibt es in Deutschland gerade noch so viele Bankstellen wie 1970 in West-Deutschland. Dennoch gibt es immer noch zu viele Bankstellen. Die optimale Bankstellendichte haben wir noch nicht erreicht. Bei uns entfallen auf jede Filiale 1.500 Einwohner. Die entsprechende Vergleichszahl der Vereinigten Staaten liegt bei z.B. 3.500 Einwohnern. Auch bei den Mitarbeitern haben die Institute schmerzhafte Einschnitte vorgenommen. Alleine bei den privaten Banken wurden im vergangenen Jahr etwa 15.000 Arbeitsplätze abgebaut. Das sind mehr als 2 %. Dabei haben die privaten Banken ein deutlich höheres Tempo vorgelegt, als die Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Wir werten das als Indiz dafür, dass die privaten Banken die Herausforderungen früher und offensiver angenommen haben, als die anderen Gruppen. Auch in diesem Jahr werden die Beschäftigtenzahlen sinken.

Erhebliche Anstrengungen werden zurzeit unternommen, um die internen Abläufe und Entscheidungsstrukturen zu rationalisieren. Dabei geht um mehr als um eine Effizienzsteigerung im Rahmen bestehender Strukturen. Das Bankgewerbe verfügt über eine hohe Fertigungstiefe. Im Durchschnitt der Institute werden etwa 80 % der Wertschöpfungskette im eigenen Haus

abgewickelt. In der Industrie beträgt dieser Wert je nach Branche zwischen 20 und 50 %. Hier besteht bei den Banken also noch ein beachtliches Rationalisierungspotenzial. Die Erkenntnis, dass Produktion, Vertrieb und Abwicklung nicht in einem Haus zusammen betrieben werden müssen, setzt sich mehr und mehr durch. Dieser Prozess wird naturgemäß noch einige Zeit in Anspruch nehmen.

Ein wichtiger Aspekt hierbei ist die Zentralisierung von sogenannten Back-Office-Aufgaben, also die gemeinsame Abwicklung von Zahlungsverkehr, Wertpapierhandel und Kreditkartenabwicklung. Hier hat es Fortschritte, aber auch Rückschläge gegeben, weil entsprechende gemeinschaftliche Vorhaben umfangreiche Investitionen erfordern. Diese sind in einer wirtschaftlich angespannten Lage nicht immer einfach umzusetzen. Leichter fallen würden derartige Vorhaben auch, wenn alle deutschen Banken miteinander kooperieren könnten. Das ist wegen der Drei-Säulen-Struktur im deutschen Kreditgewerbe, auf die ich später noch näher eingehen werde, leider nicht der Fall.

Umfangreiche Aktivitäten gelten ferner der Reduzierung der Risikoaktiva. Dazu gehört an erster Stelle eine risikoadäquate Kreditvergabe, die den deutschen Instituten, insbesondere von Seiten des Mittelstandes und der Politik, erhebliche Kritik eingebracht hat. Im Interesse der Rentabilität der Institute und der Zukunftssicherung des Finanzstandortes sind diese Schritte aber unumgänglich. Viele unserer Mitglieder sind auch dazu übergegangen, die Risikoaktiva in höherem Maße über den Einsatz von Kreditderivaten bzw. über Asset Backed Securities zurückzufahren. Die in diesem Zusammenhang in die Wege geleitete True-Sales-Initiative ist auf großes Interesse in der Öffentlichkeit gestoßen. Wir sehen hierin vor allen Dingen eine Maßnahme, den in Deutschland noch unterentwickelten ABS-Markt zu etablieren. Dieser Markt wird dazu beitragen, die Kreditrisiken besser zu diversifizieren und indirekt zusätzliches Potenzial für die Mittelstandsfinanzierung zu eröffnen.

Kosteneinsparungen alleine reichen natürlich nicht aus, um die Profitabilität der Banken dauerhaft zu sichern. Dafür kommt es auf strategische Weichenstellungen an, mit denen neue Ertragspotenziale erschlossen werden können. In Anbetracht der Vielfalt des privaten Bankensektors ist es allerdings noch schwieriger als auf der Kostenseite, ein Bild von dem zu zeichnen, was die Institute zurzeit in dieser Hinsicht unternehmen. Einheitliches Merkmal ist die Konzentration auf Aktivitäten, die eine auskömmliche Rendite erwirtschaften und ein Verzicht auf Tätigkeiten, die auf Dauer nicht ausreichend rentabel sind. Die Banken wenden sich von unrentablen Geschäftsfeldern und von Randaktivitäten ab. Zudem veräußern sie Beteiligungen. Der Ausbau bzw. die Sicherung von ertragreichen Geschäftsfeldern erfordert dabei erhebliche Investitionen. Neue Kunden lassen sich nur durch attraktive und wettbewerbsfähige Produkte sowie durch bessere oder neue Vertriebswege gewinnen. Außerdem sind Anforderungen an die Dienstleistungen der Banken

gestiegen. Viele Häuser entwickeln dabei neue Angebote oder bauen neue Vertriebswege – wie das Online-Banking – systematisch aus.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die deutschen Banken die Herausforderungen angenommen und aus ihren Fehlern gelernt haben. Die Reaktionen der Institute sind nicht nur defensiv. Vielmehr wird versucht, durch Konzentration auf die eigenen Stärken im Wettbewerb mit Spezial- und Nischenanbietern eine starke Marktposition zu erlangen, die entsprechende Kostenvorteile ermöglicht. Das Bild einer Branche, die sich in einem Umstrukturierungsprozess befindet, ist von außen betrachtet oftmals verwirrend. Von daher ist durchaus verständlich, wenn das Geschehen am deutschen Bankenmarkt noch mit Skepsis betrachtet wird. Aber insgesamt sind die Banken auf einem guten Weg.

Der Anpassungsprozess fiele leichter und wäre sehr wahrscheinlich auch schon weiter vorangeschritten, wenn die Umfeldbedingungen günstiger wären. Das gilt zum einen für die gesamtwirtschaftliche Lage, die – vorsichtig ausgedrückt – die Umstrukturierungsbemühungen der Banken nicht unterstützt. Ein weiteres und für die Zukunft des deutschen Bankgewerbes ebenso wichtiges Problem ist die

Drei-Säulen-Struktur, also die Aufteilung der Banken in einen privaten, einen öffentlich-rechtlichen und einen genossenschaftlichen Sektor. Hierdurch gibt es praktisch unüberwindbare Hemmnisse gegen gemeinsame Aktivitäten, zumal die beiden anderen Gruppen einem ausgeprägten Regionalprinzip unterworfen sind. Insgesamt ist diese Struktur ineffizient und verzerrt den Wettbewerb. Insbesondere die öffentlich-rechtlichen Institute kommen vor dem Hintergrund der staatlichen Garantien zu hervorragenden Refinanzierungskonditionen. Im Zusammenspiel mit dem fehlenden Ausschüttungszwang führt dies dazu, dass die öffentlichen Kreditinstitute ihre Dienstleistungen im Markt zu Konditionen anbieten können, die den privaten Banken nicht zur Verfügung stehen. Da rund 45 % des deutschen Bankenmarktes von staatlichen Instituten bedient werden, hat dies natürlich beträchtliche Auswirkungen auf die Ertragsentwicklungen im Gesamtmarkt. So ist der Marktanteil der Landesbanken von 14,5 % im Jahre 1990 auf über 20 % im Jahre 2002 gestiegen.

Die Verständigung zwischen Deutschland und der Europäischen Kommission über die Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung stellt deshalb unseres Erachtens einen ersten wichtigen Durchbruch auf dem Weg zu gleichen Wettbewerbsbedingungen zwischen privaten und öffentlichen Kreditinstituten dar. Den Landesbanken werden die durch die Garantien verursachten Refinanzierungsvorteile zu einem großen Teil verloren gehen. Das heißt, sie müssen sich strategisch neu orientieren und in diesem Zusammenhang Teile ihres Geschäftes aufgeben. Damit werden zwischen privaten Banken und Landesbanken in etwa vergleichbare Wettbewerbsverhältnisse hergestellt. Bis der Fortfall der Garantien in vollem Umfang wirken wird, wird allerdings noch

einige Zeit vergehen. Anstaltslast und Gewährträgerhaftung entfallen erst ab Juli 2005. Wegen der großzügigen Übergangsfristen haben die Landesbanken dann auch über viele Jahre hinweg diese Refinanzierungsvorteile. Insgesamt werden unverzerrte Wettbewerbsbedingungen erst nach dem 31. Dezember 2015 bestehen. Aber auch danach werden, wenn sich bis dahin nichts Grundlegendes ändern sollte, die Landesbanken und Sparkassen wegen der staatlichen Eigentümerschaft weitere Wettbewerbsvorteile genießen. Private Banken müssen ihren Eigentümern regelmäßig Dividenden ausschütten, wenn sie nicht Gefahr laufen wollen, dass ihnen Kapital entzogen wird. Bei Sparkassen und Landesbanken hat dies keine derartigen Konsequenzen. Hilfreich wäre es sicherlich, wenn man sich bereits heute zu Kooperationen über die Grenzen der Bankengruppen hinweg bereit finden würde. Wir haben immer wieder darauf hingewiesen, dass es sowohl aus Sicht der beteiligten Banken als auch mit Blick auf die Effizienz des gesamten Bankenmarktes keine optimale Lösung sein kann, die Zusammenarbeit auf Gebieten, die nicht dem Wettbewerb unterliegen, ausschließlich auf die eigene Gruppe zu beschränken. Auf Dauer werden aber die Marktkräfte ein ökonomisch sinnvolles Verhalten erzwingen.

Soweit mein Überblick über die Lage und Perspektiven des deutschen Bankenmarktes. Lassen Sie mich zum Abschluss noch einige Worte zum russischen Bankensektor sagen.

Wir haben mit dem russischen Bankenverband enge Arbeitsbeziehungen aufgenommen und dabei in vertrauensvoller Atmosphäre auch die Lage und Aussichten des dortigen Bankensystems erörtert.

Überdies engagieren sich die in Russland niedergelassenen deutschen Banken und der Bundesverband deutscher Banken in einer Arbeitsgruppe, die sich im Rahmen regelmäßiger offizieller deutsch-russischer Konsultationen den Fragen des Finanzsektors widmet.

Auch in die WTO-Beitrittsverhandlungen der EU mit der russischen Regierung bringt der Bankenverband die Sichtweise seiner Institute ein.

Aus diesen Quellen ergibt sich für uns folgendes Bild.

Deutliche Fortschritte konnten in Russland bereits auf zahlreichen Feldern erzielt werden.

So wurden die nach der Finanzkrise von 1998 verstärkten Devisenrestriktionen gelockert, wenn auch noch nicht im wünschenswerten Umfang. Die bestehenden Beschränkungen behindern übrigens auch deutsche Exportfinanzierungen, auch wenn der Bund sein Deckungsangebot für solche Finanzierungen kürzlich durch Abschaffung der bisherigen plafondmäßigen Begrenzung ausgebaut hat.

Am russischen Bankenmarkt sind die Rechte der russischen Tochterbanken ausländischer Institute deutlich verbessert worden. Andererseits bleibt ihnen weiter die Niederlassung als rechtlich unselbständige Filiale in Russland

verwehrt. Hier sehen wir dringenden Handlungsbedarf, den wir auch kürzlich in einem Schreiben an den Vizepräsidenten der russischen Zentralbank, Herrn Kozlov, zum Ausdruck gebracht haben. Ohne diese Möglichkeit können wir uns einen Beitritt Russlands zur WTO nur schwer vorstellen.

Auch im Wertpapierbereich schrecken noch viele Restriktionen ausländische Firmen von einem Engagement ab.

Im Konkursrecht hat es Verbesserungen für russische wie ausländische Gläubiger gegeben, nun kommt es vor allem auf eine wirksame Durchsetzung dieses Rechtes an.

Eindrucksvoll nimmt sich das Vorhaben aus, die International Accounting Standards für russische Banken ab 2004 und Unternehmen ab 2007 einzuführen. Dies würde die Transparenz deutlich erhöhen und könnte so die derzeit noch unterentwickelte Kreditvergabe an russische Unternehmen steigern helfen.

Außerdem verbreitet sich unter russischen Banken und Unternehmen zunehmend eine positive Beurteilung für eine gute Corporate Governance, da erkannt wird, dass Transparenz sich letztlich auszahlt.

Schließlich dürfte die Einführung einer Einlagensicherung für alle russischen Banken sich auch auf der Kreditseite mittelfristig positiv auswirken.

Sie sehen, meine Damen und Herren, insgesamt ist somit mein Ausblick für das deutsche wie das russische Bankensystem verhalten optimistisch.

Dr. Ralf Wiegert *

Russia's Banking System, the Central Bank and the Exchange Rate Regime

1. Introduction
2. Original Sin and Beyond: Sources for Banking System Instability
3. The Unofficial Peg of the Ruble
4. The Central Bank, Competition in the Banking System and Allocative Efficiency
5. Conclusions and Policy Options

* EIIW Centre, Potsdam University.

1. Introduction

Since the collapse of the Russian financial system, banking reform has been one of the main priorities on the political agenda. Yet little progress has been achieved thus far. All the more, Russian banks still seem quite ill-prepared for the consequences of further integration and opening-up to the world economy, which will come up with future Russian membership in WTO. Many of Russia's banks are not able to cope with the minimum capital requirement set by the Central Bank, which in turn has therefore given them additional time for compliance – rules will be applied not earlier than 2005.

In contrast to almost all other central banks in the world, the Russian Central Bank performs a fourfold role with mixed experience of independence from government and legislature. First, it performs monetary policy. Second, it regulates the foreign currency market (and determines more or less the exchange rate regime). It also hands out and cancels banking licences and acts therefore as a banking supervisory body. Finally, with its majority ownership of Sberbank, it is *de facto* the single most important player in the banking market itself.

This fourfold role brings about a wide array of conflicts of interest. Thus, as we will argue in the following, it seems reasonable to separate the functions within the Russian Central Bank for four primary reasons:

- Appropriate design of the exchange rate regime of the Ruble (against the US-Dollar)
- Effectiveness of monetary policy
- Introduction of competition to the banking system and pushing ahead reform
- Minimizing rent seeking and corruption in the banking system

As long as the Russian economy is highly dollarized, the choice of the exchange rate system affects control over monetary policy directly. Furthermore, the actual choice of the exchange rate system – a *de facto* peg against the US-Dollar, as will be shown below – has consequences of a more indirect nature for banking system stability, its reform and the introduction of competition as well. Thus this choice features prominently in our discussion on the many powers the Central Bank enjoys.

About half of Russia's exports are related to energy resources and raw materials. Thus price fluctuation on the international market for crude oil affects export earnings and the supply of foreign currency considerably (international gas price usually follows oil price rather closely). Shocks on the international oil market therefore have consequences for the external value of the Ruble, making the prediction of the future exchange rate quite difficult; even more problematic, the conduct of monetary policy in the face of fixed exchange rates is burdened with

the duty to intervene on the foreign exchange market when the market rate is in danger of passing the floor or the ceiling of the band previously announced.

The following paper is divided into four sections. Section 2 will consider theoretical aspects of fixing the exchange rate as a means to secure financial system stability, while Section 3 empirically analyses Russian exchange rate policy vis-à-vis the US-Dollar before, during and after the financial crisis of 1998 until recently. The Central Bank's powers and decision-making are discussed in Section 4 with respect to competition and efficiency considerations for the banking sector. Finally, the fifth section concludes and provides some policy options.

2. Original Sin and Beyond: Sources for Banking System Instability

Basically, banks face three kinds of risk with respect to their balance sheet when regarding the necessity for liquidity. First, the liquidity risk that appears in the case of a maturity mismatch between assets and liabilities; second, in the event of an interest rate change when either flexible and fixed exchange rates contracts are distributed unevenly between assets and liabilities or when assets (liabilities) have to be rolled over, assuming that there is no corresponding item according to the maturity on the liabilities' (assets') part of the balance sheet; third – and most important for the following considerations – in case of a mismatch between the currency denomination of assets and liabilities.

In developed economies with sophisticated financial markets, banks are able to cover or hedge any of these risks through a countervailing transaction. In most countries in the world and in almost all transition countries, such a highly-developed financial market with transactions denominated in local currency does not exist. A common feature is a maturity structure for transactions in local currency that is restricted to one or two years or even less. Often the country lacks a government bonds market that usually provides a landmark for the issuance of long-term corporate bonds. Regularly, like in many transition countries, basic institutional conditions for such bonds markets are not in place. Thus banks cannot finance long-term projects (more than one or two years) in local currency without maturity mismatch due to the absence of a long-term capital market segment.

Maturity mismatch is one consequence of incomplete financial markets. The other one is a currency mismatch and the inability of banks to hedge foreign exchange risks due to missing futures markets or the availability of hedging instruments only at rather high costs. EICHENGREEN/HAUSMANN (1999, p. 3) called this situation where “the domestic currency cannot be used to borrow abroad or to borrow long-term, even domestically” the original sin of financial markets – a situation, in which financial fragility is unavoidable by the structure of financial markets.

MCKINNON (2000, pp. 223-224) points out an established stylised fact that in most of these incomplete financial markets, private borrowing is mostly short-term and denominated in foreign currency, very likely in US-Dollars. Medium or long-term borrowings occur only when sovereign bonds (or the largest blue chip companies) issue bonds, again almost all of which are denominated in foreign currency and traded at a premium several percentage points higher than the international bonds market average. But private borrowing is restricted to the short-term and usually to foreign exchange denomination – interest rates for foreign exchange denominated loans appear to be much lower than for loans in domestic currency – and thus prone to maturity mismatch and exchange rate risks. Hedging or covering these risks is unlikely, because the opportunity cost of doing so would nullify the interest rate gains from the interest rate differential between foreign and domestically denominated loans, provided the borrower ever finds someone on the other side of the market who is willing to take the hedging risk.

With high interest rate differentials and in case of fixed exchange rates between the centre country and the country with incomplete financial markets, overborrowing is very likely. If the US is assumed to act as such a centre country, low interest-bearing Dollar deposits are taken in order to extend high-yielding Ruble loans, but only as long as the risk premium for a sudden and unexpected change with respect to the exchange rate regime is lower than the interest rate differential between loans denominated in the anchor currency and in the domestic currency. With a sudden shift of confidence, the risk premium increases considerably and the conditions for capital inflows therefore no longer exist; hence short-term loans are not rolled over, and the country might eventually slide into financial and currency crisis. This is more or less the explanation MCKINNON (2000) gives for the outbreak of the financial crisis in East Asia in 1997.

As incomplete financial markets and a considerable interest rate differential are expected to persist in the medium-term, the question arises of how the exchange rate risk together with the overborrowing syndrome can be remedied. According to MCKINNON (2000, pp. 223-226), either tight regulations on open foreign exchange positions of banks may be imposed – virtually no open positions on day-to-day trading should be allowed –, or, as long as a tight grip of the banking supervisor is not a realistic option, a very short-term-oriented peg for the domestic currency might help to extinguish exchange rate risk.

The short-term peg is governed as an intra-day management of the exchange rate and thus as a quasi-peg in the short-term, in order to avoid sudden changes – he calls that kind of fixing “high frequency exchange rate pegging”; in the medium-term, smaller fluctuations may occur. MCKINNON (2000, pp. 212-217) empirically shows that the crisis countries of East Asia have indeed resorted to

such high frequency pegging somewhat after the immediate symptoms of the crisis were over.

To what extent are such considerations valid for Russian financial markets? Of course, before August 1998 and in particular during 1996/1997, Russia experienced short-term capital inflows in its government bonds market (GKO) and a loss of confidence during the months before the crisis broke out; Russian banks thus already had the experience of failure due to currency mismatch on a large scale. But the difference between Russia and the East Asian countries is the fact that overborrowing was not attributed to private loans, but to the (unsustainable) borrowing on the part of the public sector and in particular the federal government. This is documented in the vast literature on the liquidity problems of the Russian private sector, where loss-making enterprises struggled to survive by introducing non-monetary forms of payment. Yet even profitable enterprises find it hard to get external finance as well (COMMANDER/MUMMSEN, 1999; EBRD, 1999; AUKUTSIONEK, 1998; YAKOVLEV, 2000).

Quite remarkably, this situation seems to be about to change as regards the total volume of loans extended by credit institutions. In the immediate aftermath of the 1998 crisis, the total amount of loans denominated in Ruble recovered soon. Between the second half of 1998 and the second half of 2002, the total amount of Ruble loans increased more than tenfold, with data from 2003 suggesting that this growth still persists, according to the CENTRAL BANK OF RUSSIA (2003). Loans denominated in foreign currency (mostly in US-Dollar) experienced an increase far more modest in comparison to the development of Ruble loans. Basically, this reflects higher monetization of the financial system and growing confidence into the domestic currency. With respect to our original sin considerations, it is important to take look on the development of foreign debt.

The existence of original sin on a broad-based macroeconomic scale should lead to a large increase of Ruble loans together with an increase in short term borrowing in hard currency, such as US-Dollar deposits and other financial instruments, relative to borrowing in Ruble. The latter occurred in the pretext to the Asian financial crisis in 1997, as pointed out by MCKINNON (2000), but this clearly is not the case in Russia *for now*, in 2002/2003, at least not on the macroeconomic scale as a possible cause for a near future financial crisis. This conclusion is confirmed by examining the development of Russia's foreign debt (Fig. 1). Total debt (not shown, it amounts to the aggregated total of the four items displayed in Fig. 1) has decreased from 1999 to 2003, largely thanks to a settlement for debt inherited from the Soviet era and further debt repayments. Only corporate foreign debt shows a distinct upward trend, reflecting the improved access of a few major Russian enterprises to international financial markets. But the chart line for foreign debt of the banking sector remains

virtually flat. In contrast, original sin would suggest an increase in banking and corporate foreign debt. Even net international reserves – the difference between liquid foreign assets and short term liabilities – show a high positive value, mostly due to the stock of foreign currency reserves with the Central Bank (RECEP, 2002).

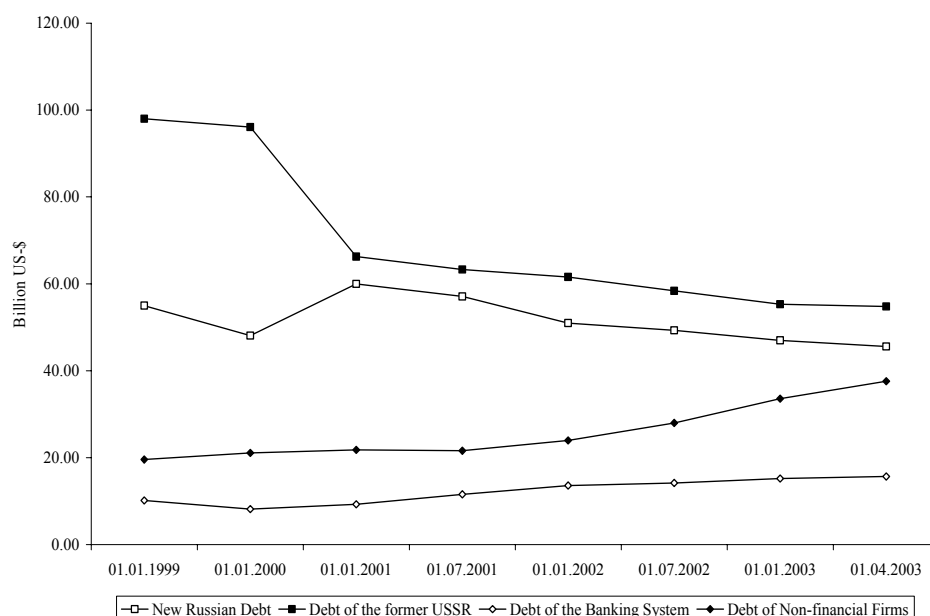


Figure 1:
Russian Public and Corporate Foreign Debt

Source: CENTRAL BANK OF RUSSIA, Bulletin of Statistics, various issues.

However, the possibility for any such developments in the financial sector any time soon cannot be ruled out. Up until 2003, the Russian banking sector has simply lacked opportunities to exploit the interest rate differential and to create original sin on a broad scale. This is attributed to the much-acclaimed underdevelopment of the financial sector, with unsecure property rights and associated hesitance of banks to lend money at all (TOMPSON, 2000). Despite that, however, the total volume of Ruble loans has seen an unprecedented rise; from the perspective of original sin considerations and hence exchange rate risk, this is not necessarily cause for worrying, at least as long as this upswing is not financed through an inflow of foreign funds.

Despite that, there might be considerable concern for original sin on a microeconomic basis, given interest rate differentials and an unofficial peg of the Ruble/US-Dollar-exchange rate, as will be shown later. Probably the double monetary standard alone suggests that there is considerable exchange rate risk for single banks, in particular in the face of low supervisory pressure and the absence of strictly-enforced rules restricting open foreign exchange positions of financial institutions. However, since the term original sin refers to

incompleteness of entire financial markets, for the sake of clarity it would be more appropriate to speak of currency mismatch with banks as a cause for liquidity problems.

For a single bank, it is quite attractive to finance its Ruble loan portfolio with cheap US-Dollar deposits, in particular if the exchange rate is supposed to be stable. A likely candidate for such a behaviour would be Sberbank, which has increased its loan portfolio largely and is known for its loose internal control mechanisms, not to mention external supervision. With the banking supervision and regulation record of the Central Bank in mind (WORLD BANK, 2002), all this is quite worrying with respect to the stability of the Russian banking sector.

Following the arguments of MCKINNON (2000), pegging the Ruble exchange rate against the currency of the second monetary standard in Russia – the US-Dollar – on a high frequency basis might be a temporary solution to the problem of currency mismatch. At least the exchange rate risk would be eliminated, if the peg is credible and sustainable. One prime argument against such a peg is that in the face of currency mismatch (original sin), it might trigger moral hazard on the part of banks, leading to an even higher increase in the overborrowing syndrome, with interest rates remaining much different. With a fixed exchange rate, banks will have an incentive not to care about the remaining risk of regime change and thus will continue to exploit the interest rate differential. Others claim there is a stabilizing effect of a fixed exchange rate which will eventually narrow the interest rate differential and hence the very reason for overborrowing, leading to a completion of financial markets in the longer run. A fixed exchange rate might even have a disciplining effect on politicians (EICHENGREEN/ROSE, 1998) implying that they pursue a transparent policy without major unexpected changes. The next chapter will show that the Russian Central Bank has indeed adopted an unofficial, short term-oriented peg of the Ruble to the US-Dollar.

3. The Unofficial Peg of the Ruble

In a financial system where original sin prevails, a certain degree of stability can be achieved when the associated risks are reduced externally, that means outside the banks which ultimately face the risks. The exchange rate risk may therefore be reduced by fixing the exchange rate or, alternatively, by pursuing very tight management of the foreign exchange market, which brings about a stable development of the exchange rate at least in the short-term and allows only for appreciations in the medium perspective. MCKINNON (2000) has shown that the latter case applies for most of the former crisis countries in East Asia, and his empirical analysis, which builds upon considerations and a related regression model of FRANKEL/WEI (1994), will be applied to the Russian case in the following.

This model consists of a multiple regression equation, which is estimated for each respective country at any time by OLS. It is necessary to find a suitable currency, which is required not to be fixed in a direct or indirect manner to any of the other currencies in question and which exchange rate changes against the anchor currency (the US-Dollar, USD) can be explained by changes against other major international currencies or possible anchor currencies. In the case of the Ruble, the Swiss Francs (CHF) can be accepted as such a reference currency. Apart from the potential anchor currency, the Japanese Yen (YEN) and the Euro (EUR; before 1999, the German Mark) are taken into the regression as explanatory variables. Each currency appears with its value against the reference currency, the respective exchange rate. The exchange rate data are on a daily basis with first difference of logarithms. The equation is as follows, in general form:

$$(2) \quad \text{Local currency/CHF} = \beta_0 + \beta_1 \text{ EUR/CHF} + \beta_2 \text{ YEN/CHF} + \beta_3 \text{ USD/CHF} + \varepsilon$$

and in order to look for an anchor currency of the Ruble:

$$(2a) \quad \text{Ruble/CHF} = \beta_0 + \beta_1 \text{ EUR/CHF} + \beta_2 \text{ YEN/CHF} + \beta_3 \text{ USD/CHF} + \varepsilon$$

with β_0 , β_1 , β_2 and β_3 as regression coefficients of the constant, the exchange rates of Euro, Yen and US-Dollar to the Swiss Franc and ε as an error term which fulfills the usual assumptions.

	B_0 (constant)	b_1 (EUR) ⁴	b_2 (YEN)	b_3 (USD)	R^2	partial R^2 *(USD)	F-statistics
<i>Pre-crisis¹ (observations: 159 (Ruble), 889 (Yuan, Won))</i>							
Ruble	0.000 (0.000)	0.043 (0.056)	0.009 (0.017)	1.007 (0.027)	0.911	0.897	528.09
Yuan (China)	0.000 (0.000)	0.012 (0.007)	0.000 (0.003)	0.996 (0.003)	0.996	n.a.	67 142.17
Won (Korea)	0.001 (0.001)	-0,032 (0.041)	0,006 (0.017)	1.021 (0.016)	0.883	n.a.	2 236.68
<i>During the crisis² (observations: 99 (Ruble), 412 (Yuan, Won))</i>							
Ruble	0.012 (0.010)	6.639 (3.600)	-0.498 (0.860)	-1.567 (1.763)	0.042	0.008	1.39
Yuan (China)	0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	1.001 (0.000)	1.000	n.a.	1 289 001.65
Won (Korea)	0.001 (0.001)	0.179 (0.413)	0.160 (0.139)	1.086 (0.226)	0.087	n.a.	12.95

*Russia's Banking System, the Central Bank and the
Exchange Rate Regime*

	<i>Post-crisis³ (observations: 1195 (Ruble), 350 (Yuan, Won))</i>						
Ruble	0.000 (0.000)	-0.095 (0.088)	-0.086 (0.031)	1.038 (0.037)	0.498	0.403	393.21
Yuan (China)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)	1.000	n.a.	1 492 141.09
Won (Korea)	0.000 (0.000)	0.147 (0.090)	0.070 (0.030)	0.957 (0.045)	0.706	n.a.	276.75
Ruble (1999/2000)) ⁵	0.001 (0.000)	-0.335 (0.240)	-0.146 (0.065)	1.069 (0.092)	0.277	0.225	58.90
Ruble (2000/2002)) ⁶	0.000 (0.000)	0.013 (0.026)	0.021 (0.011)	0.989 (0.011)	0.958	0.929	4398.00
Ruble (2003) ⁷	0.000 (0.000)	0.033 (0.054)	-0.036 (0.029)	1.009 (0.023)	0.959	0.928	1157.44
	<i>Monthly Data (observations: 54)</i>						
Ruble (Jan 1999- July 2003)	-0.007 (0.003)	- 0.0010 (0.370)	-0.163 (0.115)	0.975 (0.135)	0.569	0.516	21.99

Table 1:

Exchange Rate Regimes in Russia, China and South Korea on Basis of Daily Data

Standard deviation is given in brackets. Values of t-statistics are not included in the table due to high error probability with respect to the fact that the data of MCKINNON (2000) is given only to the thousandth part.

* See text below.

¹ For the Russian Ruble: 06.01.1998 - 16.08.1998, for the other currencies: January 1994 - May 1997.

² For the Russian Ruble: 17.08.1998 - 31.12.1998, for the other currencies: June 1997 - December 1998.

³ For the Russian Ruble: 01.01.1999 - 31.07.2003, for the other currencies: January 1999 - May 2000.

⁴ Coefficient β_1 is related to ECU/Euro in case of the Ruble, in case of the other currencies to the D-Mark (DEM).

⁵ For the period 01.01.1999 - 14.10.2000, observations: 466.

⁶ For the period 15.10.2000 - 31.12.2002, observations: 578.

⁷ For the period 01.01.2003 - 31.07.2003, observations: 152.

Source: MCKINNON (2000), pp. 214-218; own calculation on basis of Datastream data.

With the Ruble being pegged to one of the currencies in question (Euro, Yen or US-Dollar), the estimate of the respective regression coefficient will be approximately one. The estimate of the other coefficients should therefore be somewhere near zero, because Euro, Yen and US-Dollar are assumed to float freely against each other (FRANKEL/WEI, 1994). Thus, if the Ruble is pegged

de facto to the US-Dollar, the estimated value of β_3 will approximate one, whereas β_1 and β_2 will be around zero.

Tab. 1 displays the regression results for the exchange rates on a daily basis. In order to be able to compare the results of the Ruble regression, the results from MCKINNON (2000) are shown for the case of China and South Korea, of which the former maintained a fixed parity of the Yuan to the US-Dollar during the whole period; the results for China act therefore as a point of reference. The period covered in the analysis – January 1994 to May 2000 for Yuan and Won and January 1998 to July 31, 2003 for the Ruble – is divided into three subperiods, whereas the first represents the pre-crisis period, the second the time of crisis itself and the third the period after the crisis.

For the pre-crisis period, rather clear results can be obtained. Whereas the estimated values of Euro and Yen, b_1 and b_2 , are near zero, the estimated value of coefficient b_3 for the US-Dollar is near one; this is what was predicted in case of a peg of the local currency to the US-Dollar. According to the results of MCKINNON's estimation, the Chinese Yuan shows the strongest pegging against the Dollar with a value of b_3 at 0.996, a standard deviation of 0.003 and a t-value (hypothesis $b_3 = 0$) of the estimated coefficient of 332. South Korea has a similar, but less strict pegging of the Won to the US-Dollar with a b_3 -value of 1.021, standard deviation of 0.016 and a t-value of 64. Russia, which in contrast to most of the East Asian countries had a officially announced exchange rate peg to the US-Dollar, shows a value for b_3 of 1.007 and a t-value of 36.66 (standard deviation 0.027) for the period before August 17, 1998. This is also consistent with a strong peg of the Ruble to the US-Dollar, but somewhat less strict than that of South Korea. It might be attributed to a rather broad exchange rate corridor within which the Ruble was allowed to float.

All t-values of the currencies in question point to a rejection of the hypothesis $b_3 = 0$ and hence to a significant influence of the US-Dollar on the development of their exchange rates. The peg to the US-Dollar is confirmed when testing the hypothesis $b_3 = 1$, where we obtain t-values for South Korea and China of around 1 and for Russia of 0.262, which means that this hypothesis cannot be rejected with a level of probability α of 5% or 1%. The high values of R^2 point out that the estimated equation fits quite well for explaining the mean variation of the observations.

The period during the crisis is displayed in the middle part of Tab. 1. In MCKINNON's (2000) analysis, the crisis period lasts 18 months; for Russia, this can be shortened considerably, albeit somewhat arbitrarily. The entire crisis period is assumed to last from August 17, 1998 to the end of that year (the comparably short period might be justified by the fast recovery of the Russian economy). The only currency that maintains a strict peg to the US-Dollar is the Yuan. For the Korean Won, there is still a significant influence of the US-Dollar, but the peg is much looser than before. For the Ruble, an influence of

any of the three currencies in questions – Euro, Yen and US-Dollar – cannot be obtained at standard significance levels.

Quite interesting are the results for the post-crisis period. China still maintains its fixing to the Dollar, and Korea resurrected its unofficial Dollar-standard. The estimate b_3 is 0.957 and the hypothesis $\beta = 0$ cannot be rejected at usual levels of significance, which confirms the influence of the US-Dollar on the Won exchange rate. Even more interesting, the Ruble seems to have returned *de facto* (not officially) to its pre-crisis exchange rate regime, hesitating a bit however. For the period from January 1, 1999 to the end of July 2003, we obtain an estimate b_3 near one, that is 1.038, with a t-value of 28.327 (standard deviation = 0.037). Therefore, the US-Dollar exerts a significant influence on the Ruble exchange rate as well. This confirms a *de facto* pegging of the Ruble to the US-Dollar on a daily basis after the financial crisis of 1998.

However, the pegging of the Ruble got closer between 1999 and 2003. It is even possible to mark a point of change in the development of the Ruble exchange rate by means of the residuals from the equation cited above (January 1999 to July 2003). The model probably is misspecified somehow, because by estimating the period from January 1999 to July 2003, we obtain residuals which differ according to their altitude in largely two subsequent subperiods. The first one runs from the beginning of 1999 up to October 2000, while the second one starts there and ends with the observation period. Running of a CUSUM-test provides evidence for a structural break, however, including a dummy variable whose value is one for the period from January 1, 1999, to October 14, 2000 and zero leads to the same result. Thus the assumption of homoskedasticity seems to be violated for the whole period. This leads to the conclusion that during the respective subperiods, several external shocks happened which the model cannot explain. Probably this simply refers to a temporarily looser policy strategy towards the US Dollar exchange rate by the Russian Central Bank. It is worthwhile to check the model for other influential factors, e.g. the trading volume on Moscow foreign currency exchange. Factors like the oil price or the stock of international reserves do not seem to have an influence on the shape of the two subperiods.

Simply dividing the total period into three subperiods, whereby the first runs from January 1, 1999, to October 14, 2000, the second from October 15, 2000, to December 31, 2002, and the third from January 1, 2003, until the end of the observation period, yields interesting results as well. With regard to the first period, we obtain an estimate b_3 of 1.069 with a t-value of 11.571 (standard deviation 0.092). For the second period starting on October 15, 2000, the estimate b_3 is even closer to unity with 0.989, and a t-value of 86.431 (standard deviation 0,011). This represents a period of an ever closer relationship between the Ruble and the US-Dollar which lasts until the end of our observation period on July 31, 2003. To have an impression of how close the daily peg of the Ruble

to the US-Dollar still was in the first half of 2003, we ran the regression for the first seven months of 2003, with the result of an estimated b_3 -value of 1.009 and a t-value of 43.696. Besides, the different R^2 's indicate that the estimated values for the coefficients fit quite well for explaining the mean variation of the observations (0.958 and 0.959 for 2000/2002 and 2003, respectively, in contrast to 0.227 for 1999/2000).

The influence of the US-Dollar can still be made clearer by excluding the Dollar from the regression equation above. The value of R^2 for the modified equation shows that part of the mean variation of the observations which the remaining estimation parameters are able to explain. The relative contribution of the US-Dollar to the explanation of the Ruble exchange rate – the partial R^2 – can thus be obtained by the following equation:

$$(3) \quad R^2_{\text{USD}} = (R^2 - R^2_{\text{mod}})/(1 - R^2_{\text{mod}}); \text{ with } R^2_{\text{USD}} \text{ as partial } R^2 \text{ for the US-Dollar, } R^2 \text{ for the original and } R^2_{\text{mod}} \text{ for the modified regression equation.}$$

The values of partial R^2 for the US-Dollar (last-but-one column, Tab. 1) point out that the coefficient attributes a large contribution to the explanation of mean variation of observations, in particular before the crisis and during the period 2001/2002. Before the crisis, the partial R^2 was 0.897, and for 2000/2002 it increased to 0.929 (for 2003, 0.928); immediately after the crisis, R^2_{USD} was comparably low but was still far from being dismissible.

With a close relationship between the Ruble and the US-Dollar demonstrated on a daily basis, it seems reasonable to take a look at a longer term perspective. Estimating the same regression model employed above with monthly data (simple monthly average of the respective exchange rates) for the period from January 1999 to July 2003 yields similar results (see Tab. 1): we obtain an estimate b_3 once again near one, that is 0.975, with a highly significant t-value of 7.300 (standard deviation = 0.135). Therefore, the US-Dollar exerts significant influence on the Ruble exchange rate in a longer term – monthly – perspective as well.

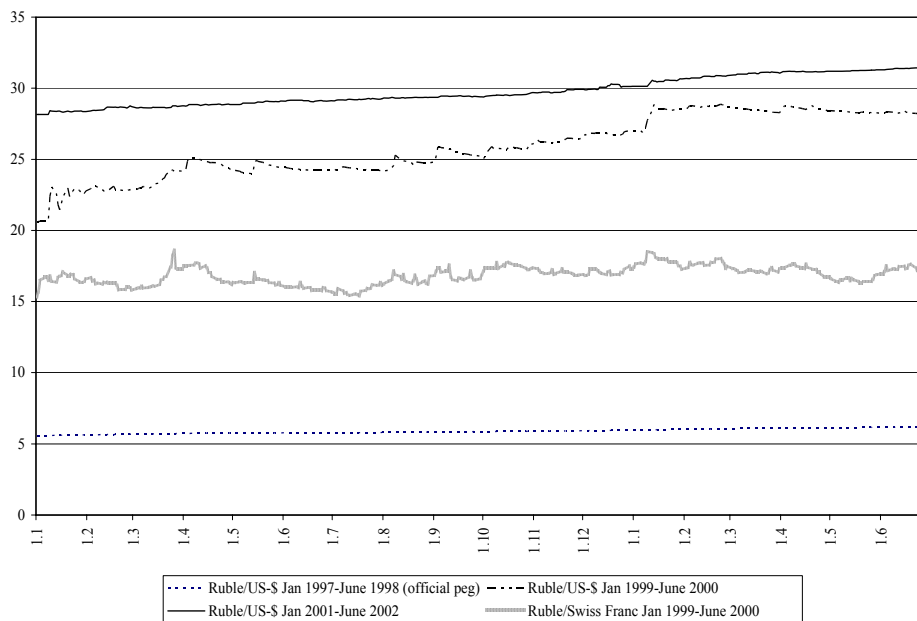


Figure 2:

Exchange rate development Ruble/US-Dollar for selected periods (daily data)

Source: Datastream.

Fig. 2 displays the Ruble/US-Dollar exchange rate (daily data) in chart form, with different periods (each lasting one and a half years) and with the Ruble/Swiss Franc exchange rate as a means of comparison. The first-but-one chart from above shows the Ruble/US-Dollar exchange rate for January 1999 to June 2000; the exchange rate is comparably volatile and resembles more of the development of the Ruble/Swiss Franc exchange rate (second chart from below) rather than to the Ruble/US-Dollar exchange rate during the official pegging (January 1997 to June 1998 shown here, chart furthest below). Keep in mind the nevertheless existing influence of the US-Dollar. The picture changes as regards the Ruble/US-Dollar exchange rate if we take the period from January 2001 to June 2002 into consideration. Now the chart is almost as flat as is seen in the official pegging – and slightly increasing, too, meaning a slow depreciation of the Ruble. By and large, deviations from the underlying imaginary trend line are almost non-existent here.

Taking all this into consideration, we can conclude that after October 2000 in particular and until the end of the period under observation, the exchange rate of the Ruble was pegged closely to the US-Dollar *on a daily basis* by the Russian Central Bank. According to the results of our estimation, the daily peg for this period was at least as tight as during times of the official fixing of the Ruble before the crisis. This is somewhat different from the kind of exchange rate system BUBULA/ÖTKER-ROBE (2002) assumed for the Russian Ruble; they put it as “other managed floating” instead of “tightly managed floating”. One must keep in mind, however, that Russia has *not* officially adopted any kind of

peg of the Ruble to the US-Dollar. Yet *de facto*, the Russian Central Bank has installed an exchange rate regime which empirically shows the same results like a slowly depreciating crawling peg within a band of reasonable width.

4. The Central Bank, Competition in the Banking System and Allocative Efficiency

Before discussing implications of the daily peg, it is worthwhile to consider the rationale for the Central Bank to intervene on the foreign exchange market to such a scale. Basically from the perspective of the Russian Central Bank, one may consider the following three aspects relevant:

- Exchange rate as a tool for industrial policy: In particular during an oil price boom, the Russian Ruble is bound to appreciate, making it harder for the Russian industry to compete on the world market with a real exchange rate still more appreciating due to the high inflation rate at home. Therefore the Central Bank intervenes on the foreign exchange market to lower the appreciation of the real exchange rate by letting the nominal rate depreciate. This was already acknowledged by DABROWSKI/PACZYNSKI/RAWDANOWICZ (2002, p. 10) and resembles in a way the strategy of the Chinese government in 2003, which keeps the Yuan undervalued against other major currencies, in particular the US-Dollar, in order to give their industry an advantage on the world market.
- Avoiding liquidity problems on behalf of financial institutions: As already discussed above, high-frequency exchange rate pegging can partly switch off exchange rate risk for banks with open foreign exchange positions (currency mismatch). Such a peg may act as a temporary alternative to tighter regulations.
- Fixing the exchange rate as a nominal anchor and a stabilizer for the economy: This basically refers to the standard argument for resurrecting a fixed exchange rate system as was in existence from 1994 to 1997 for stabilizing the monetary sphere in order to minimize distortions for the real sector of the economy. In the case of Russia, fixing the Dollar exchange rate should also have a stabilizing effect on the current account, because Russia's trade balance is highly disproportionate, first as regards the kind of goods exported – more than half of exports are related to the raw materials sector – in contrast to imports, second as regards exports earnings – which are received mostly in US-Dollar – in comparison to imports, most of which must be paid in Euro.

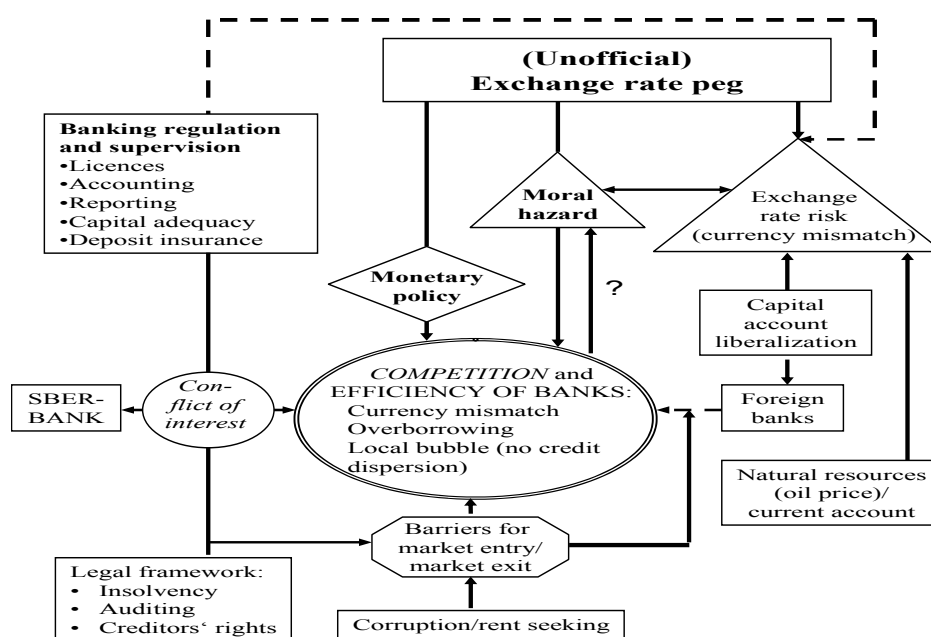


Figure 3:

Decision-Making by the Russian Central Bank, Competition and Efficiency in the Russian Banking System

What are the implications of the tight tracking of the US-Dollar for financial stability and efficiency, given the state of the banking sector? Fig. 3 summarizes an answer to the questions raised above. Basically, one can divide the figure into three main parts, of which the first one consists of external influences (components of balance of payments: current account and capital account aspects) on the right hand side in the middle and below; these translate into effects on the Russian financial sector (the second part of the story) via both the exchange rate and the foreign exchange market, including its effects on monetary policy (area above the center). The third part are legal, regulatory and supervisory affairs, on the left hand side.

In short, the argument runs as follows: Efficiency in the Russian banking sector is spoiled by a large monetary expansion triggered by the Central Bank's policy to manage an unofficial exchange rate peg in times of a natural resources boom, leading to negative real interest rates and local asset bubbles. Efficiency is distorted as well by moral hazard behaviour when banks have access or simply rely on the Central Bank's exchange rate policy, which allows for currency mismatch. Different knowledge of the Central Bank's strategic decisions in this respect, however, hurts competition, because a prudent bank will avoid open foreign exchange positions and therefore hedge any such risks at a certain cost (or leave operations aside which lead to open positions), something a bank that is aware of the Central Bank's strategy is not supposed to do, provided the Central Bank's strategy is considered sustainable. Instead of a daily peg,

banking supervision and regulation should enforce adequate hedging or provision for risks from currency mismatch (dotted line in Fig. 3), but supervision and banking regulation in general is still weak. Together with problems in the overall legal environment and corruption (rent seeking activities), regulatory rules provide for barriers for market entry, which hurts again competition and therefore in the end leads to deteriorating banking sector efficiency. The status quo is preserved by a conflict of interest within the Central Bank as regards Sberbank and the introduction of competition, with politicians having little interest in changing the situation. Foreign banks, that might enhance competitive pressure and thus the efficiency level, are therefore very reluctant to enter the Russian banking market. One has to be careful, of course, that further opening up of Russian financial markets will enhance the probability for currency mismatch (or even original sin) and might force established banks to engage in even more risky investments in the face of lowering interest margins (arrow from competition back to moral hazard).

Let us focus first on the implications of the daily peg for the conduct of monetary policy and the monetization of the Russian economy. With comparably high oil prices during the period from 1999 to 2003, the daily peg is associated with considerable costs and uncertainty on behalf of monetary policy. As Fig. 4 shows, Ruble money supply (M2) increased more than fivefold in nominal Ruble terms from January 1999 to May 2003; this mostly reflects the large increase in foreign exchange reserves with the Central Bank, which saw an increase of more than seven times during the same period and indicates that the Russian Central Bank was unwilling (or simply unable) to sterilize monetary expansion via the foreign exchange market on such a grand scale. However, the expansionary effect was only partially transmitted into the real sector, because Russian banks still hold large compulsory and voluntary reserves with the Central Bank. In May 2003, a total of roughly 18% in relation to the Ruble money supply (M2) was held as banks' reserves with the Central Bank, given a (still comparably high) reserve requirement ratio of 10% (for foreign exchange funds and Ruble funds from legal entities) and 7% (for other Ruble funds, see CENTRAL BANK OF RUSSIA, 2003, pp. 29-32, for details). The fact that Russian banks hold voluntary reserves with the Central Bank can be explained by a general lack of other investment opportunities, which shows the underlying structural weaknesses of the Russian financial markets.

Russia's Banking System, the Central Bank and the Exchange Rate Regime

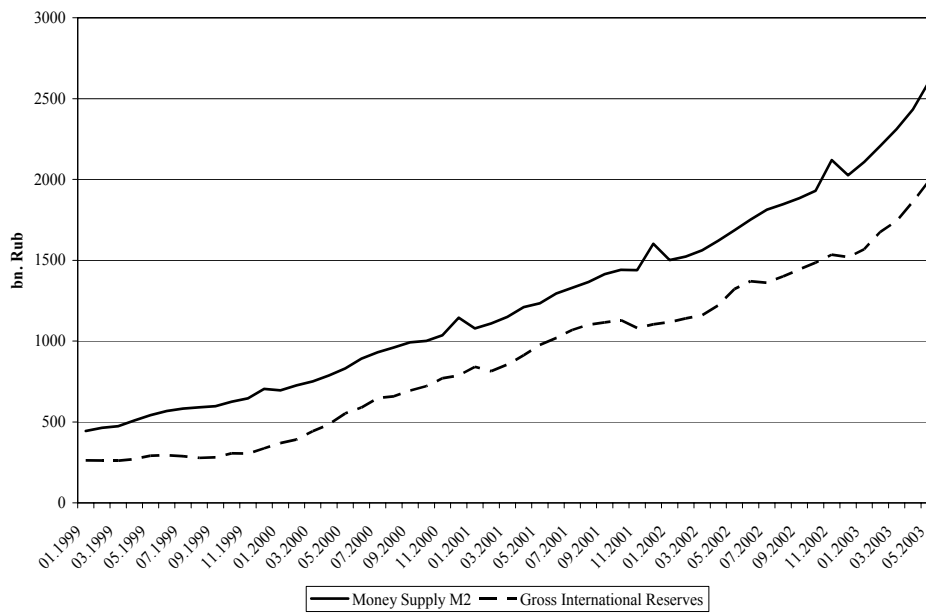


Figure 4:
Money Supply Aggregates 1999-2003 in billion Ruble

Source: CENTRAL BANK OF RUSSIA, Bulletin of Banking Statistics, various issues.

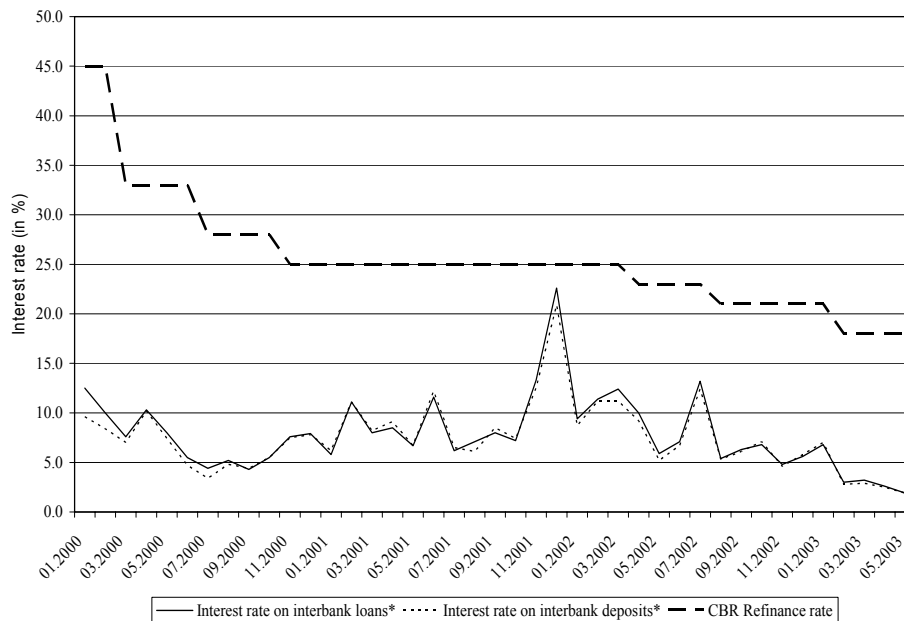


Figure 5:
Selected Interest Rates 2000-2003

Source: CENTRAL BANK OF RUSSIA, Bulletin of Banking Statistics, various issues.

The effects on the conduct of monetary policy and the effectiveness of its market-related instruments can be seen by looking at interest rates on the

interbanking market vis-a vis the official interest rate for refinancing from the Russian Central Bank (see Fig. 5). The refinancing rate is quite high and came down to 18% at the beginning of 2003, but in fact, this has no major effect on money supply, because interbanking rates (in particular the lending rate) are much lower (around 2-3% p.a. in Spring 2003). Judging from this, one may conclude that Russia has experienced too large a monetary expansion.

The Russian banking sector suffers from several structural and legal flaws that restrict its role as financial intermediary to a comparably small degree, but with increasing liquidity and the monetization of the economy, the economic costs of its backwardness increase as well, in terms of allocative inefficiencies and loss of growth potential. Negative real interest rates like in Russia in 2003 do not contribute to improving allocative efficiency of the financial sector; investment is only held back by a lack of investment opportunities, largely due to insecure property rights and bad corporate governance schemes as well as unreliable accounting methods that make decision-leading facts like credit records unavailable.

Once this situation changes – and it is likely to change with still strong growth and rising investment in 2003 (WORLD BANK, 2003) –, Russia will experience features of a bubble economy, including overborrowing on both the corporate and the consumer side, overheating consumer demand, asset prices too high, etc. To say Russia as a whole will experience this is not quite correct, because a bubble can only be created in areas where too much liquidity is available. This might be the case in Moscow, where signs of a bubble are already visible, but not in most of the other parts of Russia, where banking services are still pretty much underdeveloped and corporate or consumer credits from ordinary banks very rare. Allocative inefficiencies may result in local bubbles, but also in a very unequal regional distribution of financial funds, that is largely due to the legal and supervisory problems, some of which are displayed on the left part of Fig. 3. Banks in the regions are often too small and inexperienced to cope with banking business of the financial centre in Moscow and the big banks in Moscow in return are reluctant to invest and operate in Russia's regions.

At least partially, pursuing the daily peg is responsible for a large monetary expansion and distortions on the money market, leaving the Central Bank without market-related instruments for monetary policy and the banks with too much liquidity. While aggregated monetary figures for the entire country suggest there is even more monetization and amount of credit needed – compared to other transition countries –, Russian banks face only a very limited range of investment opportunities, probably all of which will show signs of a bubble without further bank restructuring and improving the banking and investment environment in most of Russia's regions.

Another consequence of the daily peg refers to a typical moral hazard-argument and brings us back again to the discussion on original sin and currency

mismatch-related problems. The exchange rate policy of the Central Bank and in particular the high-frequency peg have not been announced thus far; there is no clear sign as to the perspectives of this kind of exchange rate regime. Banks may be able to exclude foreign exchange risk on a day-to-day basis, but cannot be sure if this regime might be changed in the near future. In addition, even if there is a significant tracking of the US-Dollar as regards monetary exchange rate data, simply looking at the exchange rate chart reveals that there is no comfort in relying on a longer term oriented peg of the Ruble to the US-Dollar. Thus banks have to make provisions for open foreign exchange provisions with a maturity of more than two to four weeks.

Such a need for provision probably does not apply to state-owned banks and in particular banks associated with the Central Bank, like Sberbank. They enjoy an advantage over their competitors, given the uncertainty of the future of the currency peg and the fact that there is no official commitment to the exchange rate regime. It is very likely that those banks can rely on information asymmetry to their favour over their private competitors. The knowledge of the strategy enables Sberbank to exploit an interest rate differential between Ruble and US-Dollar denominated loans, disregarding currency mismatch considerations and related provisions. Thus the unofficial daily peg distorts competition in the banking sector.

The playing field in the Russian banking sector is quite uneven, and disadvantages for private banks do not stop with information asymmetries regarding exchange rate developments. Public guarantee for deposits with Sberbank is one of the major distortions detrimental to the expansion of private banks on the retail banking market. While competition in the banking market is hurt by disguising the Central Bank's exchange rate strategy on the one hand, the Central Bank even used its monetary policy tools for giving Sberbank an advantage on the other. Until 2002, Sberbank's reserve requirements with the Central Bank were about half as high as those for other banks. The list of competition-distorting factors could continue: the current public deposit guarantee valid only for deposits at Sberbank or the government's decision to use Sberbank as its payment channel for various public funds, e.g. the pension system (WORLD BANK, 2002). Usually Sberbank's public duty to provide banking services in Russia's regions and more remote areas outside the big centres of Moscow and St. Petersburg, which is supposed to be associated with extra-costs for the maintenance of a large branch network, is used to defend such measures. But it is never clear how much the branch network really costs and if it is really such a kind of liability for Sberbank. It may even be an asset that gives the bank a much broader base for activities compared to their new founded rivals.

From a politico-economic perspective, there are three reasons why state ownership of Sberbank and in particular ownership by the Central Bank as well

as a dominant role of Sberbank is preferential for politicians and Central Bankers and the introduction of a level playing field as a necessity for competition quite unlikely:

- Tool for industrial and social policy issues or rent-seeking activities in general: State-owned Sberbank can be used as a tool for pursuing industrial or social policy goals without respecting commercial issues, e.g. by directing large-scale credit to enterprises or credit programmes to private households. Given the level of corruption in Russia, private rent-seeking activities are likely as well.
- Control of financial system: A dominant state-owned Sberbank allows politicians direct control over the development of the banking system, something post-Soviet politicians still might favour. From this point of view, a dominant state-owned Sberbank is the best means for blocking a Hungary-style foreign takeover of large parts of the Russian banking sector.
- Restoring trust in banks by preserving Sberbank's role: A much touted argument is that Sberbank is currently the only bank which enjoys a necessary amount of trust among people, so that they are willing to put their money in its accounts. According to this view, changing anything, including ownership or public deposit guarantee, will endanger this trust and set back efforts for building up the banking sector in Russia.

Especially the first and second aspects are supported by the comparably intransparent structure as regards accounting and publishing data on Sberbank's activities. This makes things particularly easy when trying to hide the true cost of financial support for industrial or social issues or other rent-seeking activities, including fraud. Without transparency and tight supervision, Sberbank's managers and interfering politicians simply cannot be charged for their activities.

It should be acknowledged that the Russian economy is characterized by widespread rent-seeking activities, related to the phenomenon of public authorities as grabbing hands (FRYE/SHLEIFER, 1997) and state capture by enterprises (HELLMAN/JONES/KAUFMANN, 2000). Whereas certain exemptions for Sberbank act as competition-distorting factors and hence as barriers for market entry and expansion for its rivals, barriers for market entry occur through rent-seeking activities as well; the banking sector therefore is probably one the most active rent-seeking sectors in Russia (PLEINES, 2002; ALLAN, 2002). Competition may be badly hurt or even prevented from its very beginnings (particularly in more remote areas) with large-scale corruption and rent-seeking activities in place (WIEGERT, 2003). An enterprise panel revealed the Russian Central Bank as the prime target for state capture as regards public institutions in Russia (HELLMAN/JONES/KAUFMANN, 2000, p. 9). Regulatory rules may therefore be abused to prevent the market entry of likely

competitors, a consideration often associated with the apprehension of foreign banks with respect to entering Russia's banking market.

The three reasons raised above show that considerable forces exist that might hinder reform, mainly efforts associated with the introduction of transparency and competition in the banking sector. The ultimately political goal of keeping the Russian banking sector in Russian ownership sets an important obstacle for a large-scale participation of high reputable foreign banks. This could be an alternative for the argument in favour of keeping Sberbank within its dominating position, that is the view that only a large Sberbank with public deposit guarantee can restore trust in banking services. But opening up the Russian banking sector and an associated large-scale entry of foreign banks will not only lead to an enhancement of trust in private banks – no matter whether to whom they belong – but also to an enhancement of service quality and availability; foreign ownership usually improves the overall quality of banking services considerably in underdeveloped banking markets (CAPRIO/HONOHAN, 2001, p. 167). But without political support, foreign banks are quite reluctant to come to Russia on a large scale. Lack of support and the uneven playing field therefore act as major barriers for market entry and expansion.

Further lifting of regulations preventing the inflow of foreign capital, in particular of foreign participation in the Russian banking sector and a deeper integration into world financial markets through liberalization efforts (capital account and foreign exchange market) – associated with likely membership in the WTO in the near future – might help to lower these barriers for market entry and eventually enhance competitive pressure, while at the same time this possibly increases threats for financial sector stability. Higher competition will lead to decreasing interest margins, which in turn will probably force banks to engage in riskier investment projects. Hence a tighter supervisory control and enhanced information processing from banks to the Central Bank is required. This holds particularly for Sberbank.

Apparently, with increased financial integration following liberalization, high oil prices and – almost equally important – ongoing economic growth well above 4% per annum, financial risks in the sense of currency mismatch will increase, most likely also in the sense of original sin, especially if the Central Bank maintains its exchange rate strategy. This is due to continued high export earnings as well as to an increased inflow of foreign capital given such a scenario, both factors contributing to an appreciation of the Ruble exchange rate, which the Central Bank at its current stance might be willing to prevent. Given loose control efforts such an exchange rate policy will inevitably lead to further excess liquidity in the financial system, asset price bubbles and overborrowing, something that might turn out painfully unsustainable in the event of a changing economic environment.

A bursting asset price bubble in a highly intransparent environment is the imminent danger Russia's financial sector will face today, not in the least for the largest actor, Sberbank. With negative real interest rates caused by excess liquidity, allocative efficiency of the financial sector is at odds, and Russian banks will have to cope a large debt write-off once an economic downturn occurs or the current account deteriorates. If this happens, the Central Bank might again be tempted to stabilize the economy by maintaining the exchange rate peg on a daily basis. Thus, as nominal interest rates at home rise again, Russian banks will increasingly look for financing abroad. This might lead to a situation similar to the classical original sin paradigm MCKINNON (2000) identified as a root cause for the Asian financial crisis.

5. Conclusions and Policy Options

The Central Bank of Russia today faces the challenge of building up a sound financial sector. It has more power than most of the other central banks in the world, but at the same time is captured in a serious conflict of interest that possibly prevents her from creating the conditions for such a sound banking sector, first of which is to address the lack of enforcement of prudential regulation and the level playing field for competition. Still far behind the goal of enforcing tough regulatory rules, the Central Bank has resurrected a sort of exchange rate peg to the US-Dollar on a daily basis. As we have briefly discussed, there are several arguments for such a peg in a transition economy with a low developed financial sector. Indeed, it may help to switch off exchange rate risk in the short-term, but it is doubtful whether this works due to the unofficial nature of the peg. Whether it helps to encourage import substitution and export-oriented sectors is highly disputable. Still, there are considerable costs: the lower degree of control of the money supply and allocative distortions on the banking market leading to signs of an asset price bubble. Banks with adequate liquidity management with respect to exchange rate risk will have higher costs compared to banks which simply neglect this risk, either because they are associated with the Central Bank and therefore have an informational advantage or because they simply pursue a riskier business strategy.

Until proper regulations and reporting standards are in place and enforced, resorting to high frequency pegging or to a fixed exchange rate is a remedy for the exchange rate risk problem in the short- to medium-term. With higher pressure for abolishing regulations concerning foreign exchange and capital account transactions in the near future in the wake of WTO membership, time is probably running out for that option. In 2003, however, open exchange rate positions do not seem to endanger financial stability. But the issue of currency mismatch and even original sin may become more relevant in a future economic

downturn. By then, Russian banks and their regulatory and supervisory environment should be prepared.

Therefore, action on the field of prudential regulation is required, because fluctuations in the exchange rate market will accelerate after the Central Bank abolishes most of its administrative measures currently regulating the market and making the task of high frequency pegging comparably easy. During the period of reform, a high frequency peg may be justified, but as there are high costs for maintaining such a peg, reform efforts thus have to speed up. In any case, an official announcement of the peg and related future commitments of the Central Bank would be desirable. The peg should not be realigned at a level artificially low, leading to massive interventions by building up foreign exchange reserves.

In any case, the Central Bank should stop pursuing industrial policy by keeping the Ruble well below its true value. The task of smoothing the negative effects of the oil price boom on the tradables sector should be left to other instruments, such as a public stabilization fund that collects parts of natural resource revenues in good times to spend them in bad times. From 2004 onwards, such a fund will be created on the federal level.

Parallel to an enhanced quality of supervision of banks' lending activities, institutional and legal problems – such as improving creditor rights and establishing instruments for tracking the records of debtors – have to be solved to let the money disperse more evenly across the country, giving enterprises in more remote regions access to external financial means. One must admit, however, that even with reforms and measures enacted on paper, access to external financing will at best only gradually improve in the medium term.

For the sake of a competition-oriented banking sector and in order to resolve the conflict of interest within its own holding structure, the Central Bank should sell its stake in Sberbank. In the short-term, a full-fledged separation of Sberbank from the Central Bank is desirable, with a possible privatization of Sberbank in the medium term after an accounting for a true and fair view of Sberbank's operations, costs and earnings has been set in place. Rules governing the admission of foreign-owned banks to the Russian banking market have to be relaxed; ideally Russian and foreign banks should be treated equally.

Stripping the Central Bank of its supervisory and regulatory powers may also be desirable, given its poor record on this field and the high potential for rent seeking activities associated with that function. But there is no real alternative in sight that might be able to replace the Central Bank in the near future. A clear separation of its monetary and supervision departments as regards all accountable aspects is therefore necessary (if that is ever really an option); possibly a new independent agency on the basis of the supervisory department should be founded.

Literature

1. ALLAN, D. (2002), Banks and the Loans-for Shares Auctions, in: LANE, D. (ed.), *Russian Banking: Evolution, Problems and Prospects*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 137-159.
2. AUKUTSIONEK, S.P. (1998), Barter i Rossijskoj Prom'yshlennosti, in: *Voprosy ekonomiki*, Nr. 2/1998, 51-60.
3. BUBULA, A., ÖTKER-ROBE, I. (2002), The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto-Policies, IMF Working Paper No. 155, Washington D.C.
4. CAPRIO, G., HONOHAN, P. (2001), Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, World Bank Policy Research Report, Washington D.C.
5. CENTRAL BANK OF RUSSIA (2003), Bulletin of Banking Statistics, No. 7 (122), Moscow.
6. COMMANDER, S., MUMSSEN, C. (1999), Understanding Barter in Russia, EBRD Working Paper Nr. 37, London.
7. DABROWSKI, M., PACZYNSKI, W., RAWDANOWICZ, L. (2002), Fighting Inflation in Russia, in: *Russian Economic Trends*, Vol. 11. No. 2, pp. 7-14.
8. EBRD (1999), Transition Report 1999, London.
9. EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R. (1999), Exchange Rates and Financial Fragility, NBER Working Paper Nr. 7418, Cambridge, Mass.
10. EICHENGREEN, B., ROSE, A. (1998), Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crisis, NBER Working Paper No. 6370.
11. FRANKEL, J.A., WEI, S.J. (1994), Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies in the East Asian Economies, in: ITO, T., KRUEGER, A. (Hg.), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER-East Asia Seminar on Economics 3, Chicago: University of Chicago Press.
12. FRYE, T., SHLEIFER, A. (1997), The Invisible and the Grabbing Hand, in: *The American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 87, 354-358.
13. HELLMAN, J.S., JONES, G., KAUFMANN, D. (2000), "Seize the State, Seize the Day". State Capture, Corruption and Influence in Transition, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2444, Washington D.C.

14. MCKINNON, R.I. (2000), After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected, in: STIGLITZ, J.E., YUSUF, S. (Hg.), Rethinking the East Asian Miracle, Oxford: Oxford University Press, Kap. 5, 197-246.
15. PLEINES, H. (2002), Banks and Illegal Activities, in: LANE, D. (ed.), Russian Banking: Evolution, Problems and Prospects, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 119-136.
16. RECEP (2002), Russian Economic Trends – Monthly Update: October, Moscow.
17. TOMPSON, W. (2000), Financial Backwardness in Contemporary Perspective: Prospects for the Development of Financial Intermediation in Russia, in: Europe-Asia Studies, Vol. 52, No. 4, pp. 605-625.
18. WIEGERT, R. (2003), Transformation, Wachstum und Wettbewerb in Russland, Heidelberg und New York: Springer.
19. WORLD BANK (2002), Building Trust. Developing the Russian Financial Sector, Washington D.C.: The World Bank.
20. WORLD BANK (2003), Russia Economic Report, Moscow, August.
21. YAKOVLEV, A. (2000), Barter in the Russian Economy: Classifications and Implications (Evidence from Case Study Analysis), in: Post-Communist Economies, Vol. 12, No. 3, pp. 279-291.

Prof. Dr. Galina Beloglazowa *

Entwicklungsstrategie des russischen Bankensystems und die Rolle der Sberbank

Zusammenfassung

Die nach der Finanzkrise 1998 erhöhte Stabilität des russischen Bankensystems hatte leider keine Effizienzsteigerung zur Folge. Um die Effizienz des Bankensystems Russlands zu erhöhen, sollte man vor allem den Wettbewerb der Bankenmarktteilnehmer fördern. Dafür müssen adäquate rechtliche Rahmenbedingungen geschaffen sowie strukturelle Reformen im russischen Bankensektor durchgeführt werden. Es gibt zwei Probleme, deren Lösung einen positiven Einfluss auf die Schaffung der Wettbewerbsrahmenbedingungen für die Finanzdienstleister ausüben könnten. Dazu gehören vor allem die Monopolstellung der Sberbank sowie die gleichzeitige Durchführung kommerzieller und nichtkommerzieller Geschäfte bei Banken mit staatlicher Beteiligung. Die nach der Krise verstärkte Monopolstellung der Sberbank widerspricht den gültigen rechtlichen Rahmenbedingungen (bspw. dem Gesetz "Über den Wettbewerb am Finanzdienstleistungsmarkt"). Eine Umstrukturierung der Sberbank stellt eine schwierige Aufgabe dar, weil sie die Grundlage für die Stabilität des gesamten russischen Bankensystems bildet. Andererseits ist die Monopolstellung der Sberbank als Hindernis für den Wettbewerb im russischen Bankenmarkt zu betrachten.

* Staatliche Universität für Wirtschaft und Finanzen, St. Petersburg.

Г.Н. Белоглазова, д.э.н., профессор*

Стратегия развития российской банковской системы и роль Сберегательного банка

1. Структура российской банковской системы после кризиса 1998 г.
2. История создания Сберегательного Банка
3. Проблемы и опасности монопольного положения Сберегательного банка в банковской системе России
4. Варианты реформирования Сберегательного банка и их возможные последствия

* Санкт-Петербургский Университет Экономики и Финансов.

1. Структура российской банковской системы после кризиса 1998г

Восстановление стабильности банковской системы России, нарушенной в период финансового кризиса 1998 года, не повлекло за собой повышения ее эффективности и роли в экономике страны. По размерам капиталов, активам, объемам предоставленных кредитов, и особенно по показателям в отношении к внутреннему валовому продукту, российская банковская система существенно отстает от европейских стран. На 1.06. 2003 года зарегистрированный уставный капитал всех банков составил 331 млрд. рублей, при этом более 60% действующих в России банков обладают капиталом до 2 млн. евро. и только 25% банков (327 банков) имеют капитал свыше 5 млн. евро. Совокупные активы банковского сектора на 1.06 составили 4809,6 млрд. руб., (38% к ВВП), задолженность по кредитам, предоставленным нефинансовым предприятиям – 1848,9 млрд. руб. (15% к ВВП). При этом доля банковских кредитов в источниках финансирования инвестиций не достигает 5%.

Наиболее действенным инструментом повышения эффективности банковского сектора является развитие конкуренции на рынке банковских услуг. На укрепление конкурентных начал направлены усилия в области законодательного регулирования банковской деятельности, структурные реформы в финансовом секторе экономики, совершенствование банковского надзора. При этом четко обозначились две проблемы, решение которых может оказать решающее воздействие на формирование условий для свободной, добросовестной конкуренции между банками – это совмещение рыночной и нерыночной деятельности некоторыми банками, особенно банками с государственным участием, и монопольные позиции Сберегательного банка в банковской системе России.

Подавляющее большинство банков с государственным участием в настоящее время не имеют четкой концепции развития, понятных и открытых целей участия государства в их капиталах. Не выработаны транспарентные принципы размещения бюджетных средств и средств государственных внебюджетных фондов в коммерческих банках, не определены условия привлечения банков к финансированию целевых государственных программ и программ, финансируемых из бюджетов субъектов Федерации.

Монопольное положение Сберегательного банка, заметно усилившееся в результате финансового кризиса 1998 года, не позволяет реализовать основные положения Федерального Закона «О развитии конкуренции на рынке финансовых услуг». Оно искажает структуру рынка частных депозитов, на котором Сберегательный банк является фактическим

монополистом. На его долю приходится около 80% рублевых и примерно 50% валютных вкладов физических лиц. В руках Сберегательного банка сосредоточено около 40% расчетов с использованием банковских карт, он аккумулировал на своих расчетных, текущих и бюджетных счетах более 70% средств юридических лиц, предназначенных для текущих расчетов. Во многих регионах Российской Федерации отделения Сберегательного банка являются единственным банковским учреждением, осуществляющим банковские операции. Заккрытие отделения Сбербанка по существу означает прекращение банковских операций на данной территории.

Реформирование Сберегательного банка представляет собой сложную задачу, поскольку, с одной стороны, он является основой стабильности банковской системы России, а с другой – основным препятствием на пути ее динамичного развития на принципах рыночной конкуренции.

2. История создания Сберегательного Банка

Сберегательный банк России был создан в ходе реформирования централизованной государственной банковской системы на базе Государственных трудовых сберегательных касс, которые входили в состав Государственного Банка СССР. В 1987 году был образован государственный специализированный Сберегательный банк СССР, который в 1991 году был акционирован. Причем некоторые территориальные филиалы этого банка были акционированы как самостоятельные банки с участием органов власти на местах и средств бюджетов субъектов Федерации. В дальнейшем доли капитала, находившиеся в руках органов государственной власти, были выкуплены, и Сберегательный банк восстановил свое организационное единство на территории Российской Федерации. В ходе кризисов на межбанковском и валютном рынках в 1994 и 1995 годах Сберегательный банк понес существенные убытки. Восстановление его платежеспособности произошло за счет увеличения доли Центрального Банка Российской Федерации в его уставном капитале. С 1996 года начался процесс активной реструктуризации банка, выразившийся в централизации управления, укреплении внутренней дисциплины, диверсификации деятельности и преимущественной ориентации на рыночные условия работы. В 1998 году Сбербанк был одним из крупнейших, но далеко не самым крупным российским банком. Превращение его в фактического монополиста произошло в период финансового кризиса 1998 года, когда Сберегательному банку Указом Президента были переданы частные вклады из большинства так называемых «структурообразующих» банков, которые стали фактическими банкротами. На его счета были переведены средства бюджетов различных уровней и бюджетных организаций. Многие

предприятия и организации, утратив доверие к другим банкам, предпочли хранить свои свободные денежные средства в Сбергательном банке как более надежном, поскольку он находился под контролем Банка России. В 2002 году на обслуживании в Сбергательном банке находились 59 крупнейших корпоративных клиентов, 44 исполнительных органов власти, 920 управлений и отделений Федерального казначейства.

С 2000 года осуществляется программа по реформированию Сбергательного банка, рассчитанная до 2005 года. Содержание дальнейшего реформирования сводится к окончательному освобождению банка от сохранившихся черт прежней системы гострудсберкасс и превращению его в рыночно – ориентированный современный универсальный банк, усиление позиций банка на внутреннем и особенно на международном рынке.

Сегодня Сбергательный банк – крупнейший банк по величине активов, имеющий наивысшую доходность капитала в Центральной и Восточной Европе. В 2002 году доходность активов Сбербанка (ROA) составляла 3,85%, доходность капитала (ROE) – 41,96%.

1. Проблемы и опасности монопольного положения Сбергательного банка в банковской системе России

Особое положение Сбергательного банка в банковской системе определяется, во-первых, тем, что 64% его голосующих акций принадлежат Центральному банку РФ, во-вторых, его фактическим господством на ряде сегментов финансового рынка. На долю Сбергательного банка приходится около 25% активов и 15% капитала банковской системы страны. Причем, монопольные позиции этого банка с каждым годом усиливаются. На наш взгляд, это обусловлено следующими причинами.

1. В соответствии с действующим в России законодательством в банках, где доля государственного участия в капитале превышает 50%, государство несет субсидиарную ответственность за сохранность вкладов граждан. Несмотря на то, что механизм реализации этой ответственности до сих пор не прописан, ее формальное наличие определяет высокое доверие населения к Сбергательному банку.
2. Усиление позиций Сбергательного банка и доли контролируемого им рынка банковских услуг произошло в результате принятых в 1998 году административных решений по переводу в этот банк вкладов населения, бюджетных счетов, средств, предназначенных на финансирование целевых государственных программ и др. Административный ресурс, хотя и в меньших масштабах, до сих пор используется для закрепления

приоритетного положения Сберегательного банка на финансовом рынке.

3. В посткризисный период значительно возрос рыночный потенциал банка. Размеры его собственного капитала позволяют осуществлять широкомасштабные финансовые проекты, открывать широкие лимиты крупнейшим российским предприятиям – экспортерам. Банк обладает самой разветвленной в стране филиальной сетью, насчитывающей более 1100 филиалов, что позволяет ему, кроме всего прочего, реализовывать выгодные и эффективные вексельные программы. Исключительное доверие к Сберегательному банку в условиях экономического подъема и роста реальных доходов населения обеспечивает постоянное увеличение доли долгосрочных пассивов, что, в свою очередь, создает предпосылки для расширения инвестиционного кредитования. В 2002 году на долю Сберегательного банка приходилось более 70% инвестиционных кредитов, предоставленных сырьевым и экспортно ориентированным отраслям.

В последние годы существенно повысилось качество управления банком: улучшается планирование бизнес – процессов, внедрена эффективная система управления рисками, система контроллинга, постоянно совершенствуется организационная структура банка. Сберегательный банк создал эффективно функционирующую расчетную сеть, через которую проходит более 30% всех безналичных платежей в экономике. Накопленный банком потенциал позволяет ему на равных конкурировать с входящими на российский рынок иностранными банками. В тоже время сохранение особого статуса и укрепление монопольного положения Сберегательного банка таит в себе опасности для российской банковской системы.

Прежде всего, существует моральный риск, связанный с тем, что главным акционером Сберегательного банка выступает Банк России, который, как известно, является органом банковского регулирования и надзора. Таким образом, надзор за деятельностью Сберегательного банка осуществляет его основной акционер, владелец контрольного пакета акций банка. Нельзя забывать и о том, что Банк России активно участвует в операциях на межбанковском и валютном рынке, оказывая воздействие на динамику процентных ставок, движение курса рубля и т.п. Возможность манипулировать подконтрольным ему крупнейшим национальным банком таит опасность текущего нивелирования диспропорций в денежной сфере, накапливания скрытых угроз стабильности денежного рынка, которые с большой вероятностью могут перейти фазу открытого кризиса.

Закрепление монопольного положения Сберегательного банка на рынке банковских услуг крайне негативно отражается на развитии межбанковской конкуренции и на эффективности банковской системы в целом. Именно наличие Сберегательного банка дает основание для оценки российского банковского рынка как неконкурентного, не позволяющего использовать традиционные инструменты его антимонопольного регулирования.

Деятельность Сберегательного банка служит одной из весомых причин усиления неравномерности регионального развития Российской Федерации. Во многих, особенно так называемых «депрессивных» регионах территориальные банки Сберегательного банка России перекачивают и без того скудные ресурсы в центр, где они приносят банку более высокие прибыли, чем на местах. До 40% работающих активов территориальных банков составляют средства межфилиальных расчетов, т. е., по существу, средства, переданные местным филиалом центральному управлению банка. Пользуясь государственными гарантиями и государственными средствами банк стремится максимально освободиться от решения социально значимых, но коммерчески выгодных задач. Так, в ходе его реорганизации были закрыты нерентабельные филиалы в отдаленных и малодоступных районах, в результате чего многие населенные пункты практически лишились возможности пользоваться банковскими услугами. Отделения банка на местах не проявляют заинтересованности в финансовой поддержке инвестиционных проектов, необходимых для сбалансированного развития территориальных хозяйственных комплексов, но имеющих низкую эффективность и длительные сроки окупаемости. Учитывая, что иных, кроме Сберегательного банка, государственных кредитных учреждений, которые могли бы финансировать подобные проекты, в большинстве регионов не существует, местные власти упускают реальные шансы преодолеть отсталость и «депрессивность» своих регионов.

3. Варианты реформирования Сберегательного банка и их возможные последствия

Один из широко обсуждаемых вариантов реформирования Сберегательного банка – передача контрольного пакета его акций от Центрального банка Правительству, подобно тому как это имело место в отношении контрольного пакета акций Внешторгбанка. Такая передача в известном смысле снимает моральный риск, связанный с проведением банковского надзора и реализацией денежно – кредитной политики, но порождает новые риски и не решает многих других проблем, связанных с коммерческой направленностью деятельности крупнейшего национально банка, контролируемого государством.

Реализация другого варианта реформирования, который заключается в создании на базе Сберегательного банка 17 независимых территориальных банков, в капитале которых будут участвовать местные органы власти, будет означать ликвидацию крупнейшего, эффективно функционирующего и конкурентоспособного на международном рынке национального банка. Это ослабит национальную банковскую систему, и сократит потенциал внутренних инвестиционных механизмов.

Приватизация Сберегательного банка на рыночных условиях, скорее всего, будет означать сохранение накопленного им потенциала развития современных банковских услуг и финансирования инвестиций, но поставит его под контроль иностранного капитала либо российских сырьевых олигархов. В любом случае государство лишается рыночного рычага воздействия на движение финансовых потоков в экономике, остается без структуры, способной решать государственные задачи, не нарушая достигнутого баланса.

Dr. Anatole Kosmatchev *

Wettbewerb im Bankensystem Russlands

Zusammenfassung

Die Finanzmärkte Russlands befinden sich zurzeit noch in einem Entwicklungsprozess. Die Wettbewerbsstrukturen des russischen Bankensektors werden sehr spontan gestaltet, weswegen man zurzeit kaum über eine in Russland existierende Wettbewerbspolitik für den Bankensektor sprechen kann. Heutzutage sollen vor allem die wettbewerbsunterstützenden gesetzlichen Rahmenbedingungen für das Bankensystem Russlands geschaffen sowie die konkurrenzbeschränkenden Strukturen eliminiert werden. In diesem Aufsatz konzentriert sich der Autor auf die zwei folgenden Schwerpunkte: die Feststellung der bestehenden Schwachstellen in der bankspezifischen Gesetzgebung sowie die Analyse der einzelnen Kennzahlen der Wettbewerbsteilnehmer des russischen Bankensektors.

* Staatliche Universität, St. Petersburg.

Космачев А.Н.*

Конкуренция в банковской системе России

1. Законодательные условия для «работоспособной» конкуренции в кредитной системе России
 - 1.1 Введение
 - 1.2 Недостатки Закона РФ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг»
2. Состояние и развитие конкуренции в кредитной системе России
 - 2.1 Теоретические проблемы оценки конкуренции в кредитной системе
 - 2.2 Конкурентные структуры на рынке финансовых услуг в России

* Санкт-Петербургский Государственный Университет.

1. Законодательные условия для «работоспособной» конкуренции в кредитной системе России

1.1 Введение

Финансовые рынки в России находятся еще в стадии начального развития. Конкурентные структуры оформляются, и этот процесс протекает спонтанно. Едва ли можно говорить об обоснованной конкурентной политике в отношении финансовых институтов. Необходимо, прежде всего, создать подходящие законодательные условия для «работоспособной» конкуренции в кредитной системе России и «разрушить» структуры, которые препятствуют развитию конкуренции. В данной статье преследуются вместе с тем две цели. Во-первых, проливается свет на некоторые недостатки законодательного базиса и, во-вторых, анализируются отдельные показатели конкурентных структур в кредитной системе России.

1.2 Недостатки Закона Российской Федерации «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг»

Хотя кредитная система в России в рыночной форме возникла в начале 90-х годов предыдущего столетия, исходные законодательные условия для развития конкуренции были созданы только в конце того же столетия. Государственная Дума приняла Закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» в 1999г. (в дальнейшем по тексту – ЗЗКРФУ).

Этот Закон имеет все же некоторые недостатки, которые существенно затрудняют деятельность Министерства по антимонопольной политике (в дальнейшем по тексту – МАП). Здесь будут приведены лишь отдельные принципиальные недостатки.

Прежде всего, следует упомянуть некорректное копирование соответствующего Закона в отношении товарных рынков⁸⁵. Несмотря на то, что определенное сходство двух законов необходимо и неизбежно, ЗЗКРФУ не в достаточной степени отражает особенности конкуренции на финансовых рынках. Законодатель поступил очень упрощенно с содержанием, а именно: вычеркнул все положения Закона для товарных рынков, которые не в полной мере подходят для ЗЗКРФУ. Хотя ЗЗКРФУ содержит понятие «недобросовестная конкуренция» и приводит его интерпретацию, он вовсе не учитывает отдельные существенные действия компетентных государственных органов, которые вызывают к жизни

⁸⁵ Закон РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», который вступил в силу в 1991г.

такой тип конкуренции. Речь идет о преимуществах, которые предоставляются государством отдельным банкам. В первую очередь можно упомянуть предоставление права обслуживания бюджетных счетов ряду так называемых «системообразующих» банков, в настоящее время исключительно Сбербанку РФ.

В последние годы происходит постепенный процесс передачи обслуживания бюджетных счетов к Министерству финансов (Казначейству) России. Но все же на Сбербанк РФ приходится еще примерно 1,5% обслуживания бюджетных счетов (ранее было существенно больше). Таким образом, этот банк получает в свое распоряжение практически «бесплатные» деньги. Другие банки вынуждены осуществлять рефинансирование через Банк России или брать межбанковские кредиты.

В ЗЗКРФУ отсутствует интерпретация некоторых важных понятий, которые характеризуют угрожающее конкуренции поведение участников финансовых рынков, а также структуры, которые препятствуют развитию конкуренции. Например, в Законе часто употребляется понятие «антимонопольное регулирование» без определения понятий «монополистическое поведение» и, соответственно, «монопольное положение» на финансовых рынках. Несмотря на то, что понятию «господство на рынке» в ЗЗКРФУ уделено большое значение, не показано, как его «измерять».

К тому же, происходит смешение двух похожих, но в принципе различных процессов, которые приводят к росту капитала отдельных участников финансовых рынков, а именно: концентрации и централизации финансового капитала. Такие процессы, как слияния и приобретения, ошибочно причисляют к концентрации финансового капитала, хотя в действительности их следовало бы назвать формами централизации⁸⁶. Концентрация финансового капитала осуществляется обычно путем внутреннего развития финансового института, т.е. через увеличение прибыли. Различение двух обсуждаемых понятий имеет, по моему мнению, большое значение для МАП, так как укрепление конкурентных позиций в ходе соответствующих процессов должно рассматриваться различно.

Рост капитала в результате концентрации должен рассматриваться как положительное развитие кредитной системы, если он не приводит к чрезмерной концентрации капитала, т.е. не повреждает «совместимые с конкуренцией рыночные структуры». Централизация финансового капитала часто, напротив, противоречит принципам конкуренции.

⁸⁶ Одновременно понятно, что централизация создает более благоприятные условия для концентрации.

Сбербанк РФ, по-видимому, достиг монопольного положения через централизацию, осуществленную государством. Однако в настоящее время, как будет показано ниже, для российской кредитной системы централизация необходима.

2. Состояние и развитие конкуренции в кредитной системе России

2.1 Теоретические проблемы оценки конкуренции в кредитной системе

Следует отметить, что отсутствует общепризнанная большинством исследователей теория конкуренции, не говоря уж о финансовой сфере. Разработанная Майклом Портером теория применима, прежде всего, для определения оптимальных конкурентных стратегий предприятий. Имеется также расширение этой теории на финансовую сферу⁸⁷. Что же касается теории конкурентных структур, то существующий теоретический базис ненадежен. Основная проблема состоит в том, что оптимальная для какого-либо предприятия (или банка) стратегия может быть несовместимой с приемлемым для народного хозяйства и, соответственно, антимонопольных органов конкурентным поведением, если оно ведет к вытеснению других предприятий с рынка и его монополизации.

В качестве примера для сравнения можно привести следующие ситуации. Слияние двух процветающих банков, которое обуславливает монополизацию рынка, должно, по-видимому, рассматриваться МАП как угрожающее конкуренции. Но если доминирующий на рынке банк приобретает обанкротившийся банк, то такая ситуация не может быть оценена однозначно с точки зрения антимонопольных органов.

Следует отметить, что в настоящее время большой популярностью пользуется концепция «работоспособной конкуренции» Е. Кантценбаха и Дж. Кларка. В ней утверждается, что оптимальная интенсивность конкурентных отношений достигается в области широкого олигополя с умеренной дифференциацией продукта и ограниченной прозрачностью рынка. Здесь шансы получения прибыли, риски существования и возможности финансирования инноваций и изобретений хорошо сочетаются. Но эта концепция была разработана применительно к товарным рынкам. Насколько она применима к финансовым рынкам, остается неясным.

⁸⁷ Day G., Wensley R. Assessing Advantage: A Framework for Diagnosing Competitive Superiority, in: Journal of Marketing, Apr. 1988.

2.2 Конкурентные структуры на рынке финансовых услуг в России

МАП использует для определения степени монополизации на рынке определенной финансовой услуги один показатель – индекс Харфинделя-Хиршмана (далее по тексту – ИХХ), который рассчитывается как сумма квадратов процентных долей всех кредитных институтов на рынке соответствующей финансовой услуги. Этот показатель заимствован из практики ФРС США. ИХХ можно также использовать для определения уровня концентрации кредитной системы страны в целом, если принять во внимание процентные доли активов или капитала всех кредитных институтов. Рассчитанный таким образом ИХХ отражает в действительности *предпосылки* для монополистического поведения некоторых (или одного единственного) кредитных институтов. Отдельно рассчитанные в отношении конкретной услуги ИХХ представляют *результат* монополистической или олигополистической деятельности этих кредитных институтов.

В табл. 1 представлены некоторые обобщающие показатели концентрации и централизации на рынках важнейших банковских услуг.

Показатели	Дата			Отклонение	
	1/4/1994	1/4/1998	1/5/2003	Абсолют.	%
	1	2	3	4 (= 3 – 1)	5 (=3:1)
1. Всего действующих банков	2434	1607	1332	- 1002	54,7
2. Максимальная доля (%) одного банка (с учетом Сбербанка)					
- на рынке кредитов	20,75	16,10	15,80	- 4,95	76,1
- на рынке депозитов юридических лиц	Нет данных	14,70	13,10	-	-
- на рынке вкладов населения	40,62	75,91	71,24	30,62	175,4
3. Максимальная доля (%) одного банка (без учета Сбербанка)					
- на рынке кредитов	19,01	7,91	6,55	- 12,46	34,5
- на рынке депозитов юридических лиц	Нет данных	8,56	9,44	-	-
- на рынке вкладов населения	28,51	15,3	11,90	- 16,61	41,7

4. Индекс Харфинделя–Хиршмана (с учетом Сбербанка), %					
- на рынке кредитов	378	466	507	129	134,0
- на рынке депозитов юридических лиц	Нет данных	517	519	-	-
- на рынке вкладов населения	2586	5797	5221	2635	201,9
5. Индекс Харфинделя–Хиршмана (без учета Сбербанка), %					
- на рынке кредитов	161	291	305	144	189,4
- на рынке депозитов юридических лиц	Нет данных	631	515	-	-
- на рынке вкладов населения	812	575	438	-374	53,9

Таблица 1:

Степень монополизации в банковском секторе России (измеренная для важнейших банковских услуг).⁸⁸

На основе таблицы 1 можно сделать ряд выводов. Очевидная монополизация со стороны Сбербанка РФ прослеживается на рынке депозитов для физических лиц. Как известно, предназначение Сбербанка РФ состоит в преимущественном обслуживании населения. Но этого факта недостаточно для объяснения монопольного положения Сбербанка РФ как раз на рынке депозитов для физических лиц. Многие коммерческие банки предлагают в сравнении со Сбербанком РФ более высокие депозитные ставки, более качественное обслуживание и более широкий спектр депозитов. Основная причина для чрезмерной монополизации рассматриваемого рынка Сбербанком РФ заключается в «оттоке» сбережений населения в Сбербанк РФ после финансового кризиса 1998г., когда обанкротились многие коммерческие банки. К тому же, как известно, Сбербанку РФ государством предоставляются существенные преимущества. Среди прочего государственные гарантии распространялись только на вклады населения в Сбербанк РФ. В последние годы происходит постепенный, но медленный процесс возрастания процентной доли других банков на рынке вкладов для физических лиц.

Абсолютную монополию Сбербанка РФ можно также наблюдать и на рынках других финансовых услуг. Так, процентная доля Сбербанка РФ на рынке кредитных карт составляет в настоящее время около 35% (в табл. 1

⁸⁸ По данным автора.

данные не приведены). Как результат, верхняя граница ИХХ (1000) существенно превышена.

Несмотря на то, что нельзя говорить об абсолютной монополии Сбербанка РФ на рынках кредитов, депозитов для юридических лиц, можно утверждать, что этот банк является очевидным лидером на этих рынках.

Примечательно, что если не принимать во внимание Сбербанк РФ при вычислении ИХХ, то ситуация выглядит иначе, что также ясно видно из табл. 1.

Монопольное положение Сбербанка РФ должно, по моему мнению, достигаться не через его разукрупнение и/или разгосударствление путем продажи долей государства в акционерном капитале, а через предоставление государством большинству банков равных прав в обслуживании населения и, соответственно, фирм. Но и этого, конечно, недостаточно. Необходима разработка системы мер на законодательном уровне и в Банке России, которые приведут к слияниям и приобретениям, способствующим увеличению капитала действующих банков. Несмотря на то, что эти процессы относятся к централизации, в будущем они создадут лучшие возможности для концентрации. Эти процессы в современной фазе развития российской кредитной системы (низкий уровень капитала) банков должны оцениваться с точки зрения антимонопольных органов позитивно.

Стоит упомянуть, что непосредственно перед переходом российской экономики к рыночным отношениям наряду со Сбербанком существовали и некоторые другие крупные банки (всего со Сбербанком – пять). Если бы это была рыночная экономика, то конкурентную структуру можно было бы характеризовать как олигополистическую.

В настоящее время имеет смысл подумать о том, каким образом создать в российской кредитной системе частично олигополистическую структуру. В этом случае в кредитной системе будет несколько крупных банков (3 – 5) и множество средних и, соответственно, мелких.

Такие рыночные структуры существуют во многих развитых странах, включая Германию, и они доказали свою эффективность.

Литература

1. Clark, J.M.: Competition as a Dynamic Process, Washington 1961.
2. Day G., Wensley R. Assessing Advantage: A Framework for Diagnosing Competitive Superiority, in: Journal of Marketing, Apr. 1988.
3. Kantzenbach, E. Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs (1966), 2 Aufl., Göttingen 1967.
4. Самойлов Г.О., Бачалов А.Г. Банковская конкуренция. – М.: Экзамен, 2002.
5. Лунтовский Г.И. Банковский сектор России: совершенствование условий банковской деятельности //Деньги и кредит. – 2003 – №5.
6. Мишин Г.И. Некоторые аспекты банковской конкуренции //Деньги и кредит. – 2001. – №1.
7. Ковзанадзе И.К. Некоторые вопросы развития конкурентной среды банковского рынка //Банковское дело. – 2001. – №4.

Auswirkungen von Basel II auf das russische Bankensystem

Zusammenfassung

Die russischen Banken, selbst wenn sie im Vergleich zu europäischen, struktur- und größenmäßig nicht wettbewerbsfähig sind, müssen im Reformprozess des russischen Bankensektors unbedingt die Entwicklungen der internationalen Bankenaufsicht in Betracht ziehen. Nur in diesem Fall kann Russland sich zu einem gleichberechtigten Mitglied der internationalen Finanzgemeinschaft entwickeln.

Im vorliegenden Beitrag werden zunächst die aktuellen Entwicklungen und Besonderheiten des russischen Bankensystems sowie Basel II im Überblick vorgestellt. Des Weiteren analysiert die Autorin die möglichen Anwendungen und Auswirkungen von Eigenkapitalregelungen (Basel II) auf das heutige Bankensystem Russlands.

Im Vergleich zu anderen Wirtschaftssektoren entwickelt sich das Bankensystem Russlands und der Darlehensmarkt dynamischer und schneller und verfügt über ein hohes Potential zur Finanzierung des realen Wirtschaftssektors, wodurch das gesamte Investitionsumfeld beeinflusst wird. Die frühzeitige Einführung der Neufassung des Eigenkapitalakkords wird in Russland zu negativen Auswirkungen führen. Es ist zu berücksichtigen, dass die Anwendung von Basel II zu einem erhöhten Risiko der Kreditnehmer, Herabsetzung des Investitionsumfanges sowie Kapitalflucht führen könnte. Offensichtlich ist jedoch, dass die Anpassung an die Empfehlungen des Basler Ausschusses mittel- und langfristig positiv auf das Vertrauen zur nationalen Wirtschaft und den nationalen Wirtschaftssubjekten, sowie die Verbesserung der Geschäftsreputation wirken kann.

* Staatliche Universität für Wirtschaft und Finanzen, St. Petersburg.

Никитина Т. В., к.э.н., доцент*

Влияние Базеля II на развитие банковской системы РФ

1. Введение
2. Состояние и особенности развития российского банковского сектора на современном этапе.
3. Обзор нового Базельского Соглашения о собственном капитале
Влияние Базельских рекомендаций для Российской Федерации.
4. Влияние Базельских рекомендаций для Российской Федерации
5. Проблемы и перспективы российских банков, связанные с переходом к новым стандартам, разработанным Базельским комитетом по банковскому надзору
6. Заключение

* Санкт-Петербургский Университет Экономики и Финансов.

1. Введение

В данном докладе предлагается кратко остановиться на том, какие последствия может иметь принятие Нового Базельского Соглашения о собственном капитале, так называемого Базеля 2, на дальнейшее развитие российской банковской системы. Лишь на первый взгляд может показаться, что российские банки в силу своей небольшой величины и неконкурентоспособности по сравнению с банками ведущих европейских стран останутся незатронутыми нововведениями в отношении собственного капитала. Однако процессы глобализации на финансовом рынке приобретают такие масштабы, и становится понятным, что дальнейшее реформирование и развитие банковского сектора должно учитывать международный опыт, следовать основным тенденциям в развитии международного банковского надзора, для того чтобы постепенно становиться полноправным членом международного финансового сообщества.

2. Состояние и особенности развития российского банковского сектора на современном этапе

Особенностью развития российской банковской системы и рынка кредитов являются их опережающие темпы роста по сравнению с другими секторами экономики. По активным операциям наиболее быстрыми темпами развивалось кредитование реального сектора экономики, что является следствием продолжающейся инвестиционной активности предприятий и организаций. Кредиты, предоставленные банками реальному сектору экономики, за 2001 год увеличились до 1223 миллиардов рублей или на 53.4%, а за 2002 год – до 1654 миллиардов рублей или на 34%⁸⁹.

Глобализация мирового рынка ссудных капиталов, сопровождаемая обширными кризисными явлениями в банковской сфере, обусловила развитие новых финансовых продуктов и программ управления рисками в коммерческих банках и других финансовых организациях. В условиях объективного существования банковских рисков и связанных с ними потерь возникает потребность в специальных инструментах, позволяющих комплексно учитывать риск при принятии управленческих решений. Согласно отчетности банков динамика показателей, характеризующих выполнение банками требований по покрытию кредитных рисков, свидетельствует о дальнейшем повышении защитного потенциала

⁸⁹ <http://www.cbr.ru>.

банковского сектора. Вместе с тем в 2002 году продолжился рост просроченной задолженности, прежде всего по рублевым кредитам реальному сектору экономики. Так по рублёвым кредитам доля просроченной задолженности составила 1.9% (1.8% в 2001 году). Величина крупных кредитных рисков по банковскому сектору в 2002 году выросла с 982,3 миллиардов рублей до 1328,9 миллиардов рублей. В результате удельный вес крупных кредитов (кредитных рисков) в активах банковского сектора увеличился с 31,1 до 32,1%. Доля безнадежных ссуд, несмотря на снижение до 3,8% к началу 2003 года, остаётся на довольно высоком уровне⁹⁰.

Объем операций по кредитованию реального сектора экономики вырос у 74% действующих кредитных организаций. Но по продолжительности кредиты по-прежнему короткие и поэтому речь идет об опосредованном стимулировании экономического роста со стороны банков.

Несмотря на то, что обозначились положительные тенденции в развитии банковского сектора, связанные с увеличением золотовалютных резервов (на июнь 2003 года их объем составил \$ 64,9 млрд, что на 17, 1 млрд больше чем на начало года) и началом девальютизации экономики (ввоз валюты за май- апрель превысил вывоз на \$ 300 млн., существуют еще множество проблем, которые тормозят проведение реформирования банковской системы.

Первая из них – низкая капитализация банков.

Вторая проблема- отсутствие у банков длинных пассивов, что сдерживает долгосрочное финансирования экономики.

Третья проблема связана с медленным продвижением реформ со стороны ЦБ РФ. Подтверждением чему является не принятые законы «О гарантировании вкладов населения», «О кредитных бюро». Кроме того, банки недовольны сложившейся системой рефинансирования со стороны ЦБ, вследствие которой банки боятся оказаться без денег и поэтому образуется избыточная ликвидность на корсчетах в ЦБ.

Поэтому в настоящее время тема оценки и управления кредитным риском и, в особенности с использованием зарубежного опыта, является чрезвычайно актуальной. В связи с этим особую актуальность приобретают рекомендации Нового Базельского соглашения (Базель II), предлагаемого к рассмотрению Базельским комитетом по банковскому надзору.

Оценка текущего состояния банка – вопрос исключительно важный для деятельности кредитного учреждения. При этом центральное место в управлении рисками принадлежит методам оценки, анализа и

⁹⁰ <http://www.cbr.ru>.

прогнозирования кредитного риска. Под этим понятием понимается всесторонний анализ качественных и количественных показателей финансового и рыночного состояния предприятия заёмщика.

Однако на данный момент в этой области существует и ряд нерешённых проблем. Как уже отмечалось, единой методики не выработано и по сей день. Так, в Российской Федерации часть коэффициентов является обязательной для расчёта и регламентирована соответствующими нормативными актами Банка России. Были созданы и альтернативные методики, которые несмотря на сходство в названии зачастую отличались друг от друга. Это объяснялось, во-первых, различием методик расчета, а во-вторых, несходством систем бухгалтерского учета страны-разработчика методики и страны, в которой производилась ее адаптация для конечного пользователя. Поэтому возникла необходимость в международной унификации основных принципов расчета наиболее важных показателей.

3. Обзор Нового Базельского Соглашения о собственном капитале

В 1988 году было заключено Базельское соглашение, которое устанавливало единые стандарты банковской деятельности. Методика расчета коэффициентов, разработанная экспертами Банка международных расчетов в г. Базеле (Швейцария), предназначалась для координации аналитических данных о деятельности банков и их подразделений в различных странах. При этом наибольшее внимание было уделено алгоритму расчета собственного капитала и оценке рискованности капиталовложений. Новация соглашения 1988 состояла в том, что традиционная мера достаточности собственным капиталом (иногда называемый коэффициентом Кука), определяемая как отношение капитала к активам, заменена на более совершенную, определяемую как отношение капитала к активам с учётом риска. Таким образом, в Новом соглашении получил применение механизм взвешивания активов (в том числе внебалансовых) с учетом степени риска, то есть различные категории активов умножались на весовые коэффициенты (0%, 10%, 20%, 50%, 100%, 150%) в зависимости от принадлежности заёмщика банка к той или иной группе контрагентов. На сегодняшний день методика коэффициентного анализа Базельского комитета является одной из самых известных и авторитетных в мире и составляет основу рекомендаций Базельского комитета по банковскому надзору (Basel Committee on Banking Supervision).

Несмотря на определённые технические сложности, связанные с внедрением Базельских рекомендаций, Новое Соглашение получило

высокую оценку и стало активно внедряться как в странах-участниках, так и в других странах.

Россия, внедряясь в мировое банковское сообщество, приводит свои национальные стандарты в соответствие международным. Примером тому может служить Положение ЦБ РФ «О методике расчета собственных средств (капитала) кредитных организаций» от 1 июня 1998 г. № 31-П, которое по существу представляет собой адаптированную к особенностям российского рынка методику коэффициентного анализа Базельского комитета по банковскому надзору. Действующая Инструкция №1 Банка России, также опирается на рекомендации Базельского Соглашения от 1988 года. Однако в Инструкции №1 от 1991 года коэффициенты риска были более дробными. Позднее в Инструкции от 1996 года часть коэффициентов была унифицирована.

К недостаткам Соглашения 1988 года относят недостаточно полное исследование и оценка забалансовых операций банков и других видов риска (кроме кредитного риска). В результате этого банкам зачастую выгоднее кредитовать высокорисковые операции под большие процентные ставки, так как они требуют такого же капитала, что и более надёжные клиенты. В Новом соглашении подобные проблемы были решены посредством применения совершенно новой системы определения достаточности капитала.

Подобная системы включает три элемента:

- 1) Минимальная потребности в капитале, определяемая по новой методике расчёта коэффициента достаточности;
- 2) Процесс надзорной проверки, позволяющий надзорным органам контролировать степень достаточности капитала в банке, требовать более высокого коэффициента риска, чем минимально установленный, вмешиваться в управление коммерческим банком при падении капитала до критического уровня;
- 3) Рыночная дисциплина – предоставление банком полной информации о структуре капитала и принятых рисков, на основании которых рейтинговые агентства, эксперты и другие уполномоченные органы могут сделать вывод о минимально необходимом уровне достаточности капитала.

Комитет подчёркивает, что Новое Соглашение содержит три взаимно усиливающих друг друга основных элемента. В совокупности эти элементы обеспечивают более высокий уровень безопасности и прочности финансовой системы.

Три элемента считаются комплексом. Следовательно, новый вариант соглашения не может считаться использованным в полном объёме, если не

применены все три его элемента. Минимальная или частичная реализация одного или двух элементов не ведёт к адекватному уровню надёжности.

Однако центральным звеном Нового Соглашения является методика расчёта коэффициента достаточности капитала. При этом новая редакция соглашения не предусматривает изменения в порядке расчёта коэффициента достаточности капитала. Изменения касаются лишь знаменателя данного коэффициента, который корректируется на величину риска. Взвешивание активов в Новом соглашении происходит посредством стандартного подхода и подхода, основанного на использовании внутренних рейтингов. Также при расчёте коэффициентов риска во внимание принимается кредитный риск заёмщика, а не только принадлежность к определённому сектору экономики. Распределение коэффициентов риска по различным категориям активов в зависимости от рейтинга заёмщика представлен в таблице 1.

Вид заёмщика	От AAA до AA-	От A+ до A-	От BBB+ до BBB-	От BB+ до B-	Менее B-	Нет рейтинга
Суверенные заёмщики	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Банки (ст. подход)	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Банки (внут. рейтинги)	20%	50%	100%	50%	150%	50%
Предприятия	20%	100%	100%	100%	150%	100%

Таблица 1:

Коэффициента риска по различным категориям активов в зависимости от рейтинга заёмщика

Источник: Бизнес и банки, №45, 2002

Предполагается, что подход на основе внутренних рейтингов будет применяться только в отношении крупных и развитых банков, имеющих комплексные системы оценки и минимизации риска. Такие банки получат право самостоятельно устанавливать рейтинги заёмщикам, а в перспективе – и количественную вероятность потерь для определения коэффициента достаточности банка.

4. Влияние Базельских рекомендаций для Российской Федерации

Для Российской Федерации на данный момент наиболее привлекательным представляется стандартный подход, предполагающий изменение

коэффициента риска от кредитного рейтинга, выставяемого заёмщику и признаваемого органами надзора.

В целом для Российской Федерации внедрение Базельских рекомендаций носит весьма неоднозначный характер. В настоящий момент суверенный рейтинг страны находится по методологии Standart and Poor's на уровне ВВ+, то есть на уровне, при котором требования к заёмщику должны взвешиваться с коэффициентом риска 100%. По оценке этого же агентства более половины требований к заёмщикам являются нестандартными или высоко рискованными. Таким образом, более половины обязательств имеют рейтинг, не превышающий В-, что подразумевает взвешивание с коэффициентом риска 150%.

Следовательно, в результате внедрения Базельских рекомендаций произойдёт:

- 1) Повышение коэффициентов риска для российских банков с 20% до 100% или 150%. 100%-ый коэффициент риска будет применяться для ведущих российских банков, таких как Сбербанк, Внешторгбанк, Альфабанк, Межпромбанк, Газпромбанк. К менее крупным банкам будет применяться коэффициент риска в 150%;
- 2) Увеличение коэффициентов, применяемых к обязательствам российских банков сроком до 1 года с 20% до 100%; сроком более года останутся на прежнем уровне в 100%
- 3) Повышение коэффициентов риска по требованиям иностранных банков, прежде всего на территории СНГ, не имеющих высоких рейтингов с 20% до 100%, а для большинства банков, имеющих рейтинги до 150%;
- 4) Повышение коэффициентов риска для предприятий, имеющих международные рейтинги, коэффициент риска увеличится до 150%, оставшись неизменным для предприятий, не имеющих международный рейтинг и имеющих максимально высокие рейтинги для российских резидентов;
- 5) Рост коэффициента риска российского правительства с 0% до 100% (исключением является оговорка о возможности установления национальным регулирующим органом коэффициента риска, который он сочтёт наиболее целесообразным);
- 6) Увеличение коэффициента риска по требованиям местных органов власти до 150% (для наиболее надёжных и стабильных заёмщиков до 100%).

Очевидно, что применение данной методики в России, СНГ и других развивающихся странах приведёт к повышению коэффициента риска практически всех заёмщиков вне зависимости от их типа. Для заёмщиков с высоким международным рейтингом или без него повышение достигнет уровня 100%, для менее привлекательных заёмщиков – 150%. Для России и её торговых партнёров из развивающихся стран применение Базельских рекомендаций может привести к ухудшению инвестиционной привлекательности и оттоку капитала, что объясняется повышением коэффициентов риска. Таким образом, коэффициент достаточности капитала фактически превращается в отношение капитала к активам со страховой премией за размещение капитала в других (как правило, развивающихся) странах.

Помимо этого, серьёзным препятствием при получении кредита является низкий (не инвестиционный рейтинг страны). Таким образом, российские резиденты вне зависимости от их надёжности и сбытовой ориентации не могут получить рейтинг, превышающий суверенный рейтинг страны. А значит, инвестору при равном требуемом капитале выгоднее будет предоставлять кредитные средства более рискованному заёмщику под более высокий процент, нежели менее рискованному. В этом случае не достигается первоочередная задача Базельских рекомендаций по снижению кредитного риска и повышению надёжности банковской системы, так как более рискованное кредитование в развивающихся странах станет более привлекательным, а значит рисковая направленность в кредитовании сохранится.

Наиболее адекватным выходом из подобной ситуации могло бы стать развитие системы национальных рейтинговых агентств. Пользование услугами международных агентств доступно лишь незначительной части предприятий, а их экспертные оценки не отличаются высокой градацией в виду присутствия странового риска. Кредитные рейтинги национальных рейтинговых агентств, напротив, могут использоваться для определения сравнительной кредитоспособности заёмщиков, причём национальные агентства предлагают большую градацию значений рейтинга за счёт исключения страновой составляющей риска. Соответственно корректировка внутреннего рейтинга на страновой риск позволяет добиться эквивалентности подходов международного и внутреннего рейтинга. Очевидно, что именно страновой риск является сейчас главным препятствием для применения Нового Соглашения в российской практике. Однако без применения рекомендаций Нового Соглашения трудно рассчитывать на повышение доверия к национальной банковской системе и экономики страны в целом. В настоящий момент к Базельскому соглашению присоединилось большинство развитых стран мира. Нормативы и рекомендации Базельского комитета имеют международный

статус, поэтому внедрение их внедрение в России имеет особое значение для банков, заинтересованных в международном сотрудничестве. При работе с национальными предприятиями соблюдение Базельских рекомендаций способствует улучшению деловой репутации кредитной организации и более активному вовлечению в международные экономические отношения, особенно в свете сближения российского банковского законодательства с западными стандартами.

5. Проблемы и перспективы российских банков, связанные с переходом к новым стандартам, разработанным Базельским комитетом по банковскому надзору.

В концептуальных вопросах развития банковской системы, разработанных ЦБ РФ совместно с Правительством РФ указана следующая стратегическая цель- формирование банковской системы, соответствующей международным требованиям. Таким образом, если не будут разработаны более упрощенные требования к российским банкам, как системе развивающихся банков, они должны будут применять стандарты, определенные Базелем 2. При этом необходимо решить следующие проблемы: 1) разработка внутренних методик оценки рисков; 2) проверка методик органами банковского надзора. Применение так называемой второй колонны – проверки внутренних методик оценки рисков органами банковского надзора, может столкнуться с такими проблемами, как недостаток специалистов, необходимость модернизации компьютерного и программного обеспечения. Эти проблемы были названы банком России при анализе деятельности созданного им Центра мониторинга предприятий, который занимался оценкой изменений экономической конъюнктуры, финансового положения и инвестиционной деятельности предприятий. Подобный анализ является также основой оценки уровня риска. Что касается разработки внутренних методик оценки уровня рисков, то основной проблемой здесь является недостаток информации. Оценка уровня риска при предоставлении кредитов юридическим лицам основывается, прежде всего, на анализе кредитоспособности заемщика, при котором анализируемые предприятия относятся к соответствующему классу. Основой оценки кредитоспособности является анализ балансов. Для балансов российских банков характерным является то, что они не отражают действительное экономическое положение предприятия благодаря применению различных методов снижения налогового бремени. При этом большинство действительно кредитоспособных предприятий могут относиться к низкому классу кредитоспособности. Решение данной проблемы возможно лишь путем снижения налогового бремени. При разработке внутренних методик оценки уровня риска банки должны

учитывать методы, предлагаемые Центральным банком. До последнего времени у российских банков не было стимулов для разработки методик оценки кредитного риска. Банк России требует создания банками резервов на возможные потери по ссудам. Несмотря на то, что в действующей инструкции указано, что оценка кредитного риска производится исходя из оценки финансового положения заемщика, все предоставленные кредиты классифицируются исходя лишь из двух критериев – уровня обеспеченности (наличия залога) и несоблюдения предусмотренных договором срока возврата кредита и уплаты процентов. Таким образом, банки привыкли к тому, что согласно нормативным документам орган банковского надзора, финансовое положение заемщика не играет практически никакой роли при оценке уровня риска. Для решения данной проблемы необходимо изменить эти установленные нормы.

В настоящее время существует проект новой инструкции «О порядке формирования и использования резерва на возможные потери по ссудам». Согласно новой инструкции, все выданные ссуды будут классифицироваться в зависимости от финансового положения заемщика, определенного на основании данных бухгалтерской отчетности.

Данный проект является во многом спорным. Если он вступит в силу, то практически не останется кредитов, выданных заемщикам, относящихся к высокому классу кредитоспособности. В настоящее время проводятся консультации с коммерческими банками, которые позволят решить спорные моменты.

Важным источником информации о заемщиках во многих странах являются кредитные бюро. При вступлении в силу новых требований банковского надзора их роль возрастает, т.к. многие кредитные бюро предоставляют своим клиентам, пользователям информации, хорошие статистические данные. Несмотря на очевидную необходимость принятия закона об институте кредитных историй, этот закон как мы уже отмечали до сих пор не принят.

И последнее. В настоящее время в Германии идет оживленная дискуссия об удорожании кредитов для заемщиков при введении Базеля 2. в условиях России это представляется вряд ли возможным. Российским банкам практически невозможно переложить возросшие издержки на плечи клиентов. Для российской банковской системы характерна концентрация активов в крупнейших коммерческих банках. Так, на 200 крупнейших банков приходится приблизительно 90% активов, 86% привлеченных средств предприятий и организаций, 91% кредитов реальному сектору экономики. Небольшие банки располагают дорогими активами, процентные ставки по предоставляемым ими кредитам соответственно высоки. В условиях уменьшения банковских прибылей, снижения процентной маржи именно установление процентных ставок является

жестким орудием конкурентной борьбы и поэтому вряд ли Базель 2 может привести к росту процентных ставок в РФ.

6. Заключение

Из всего вышесказанного следует, что для России, как и для большинства развивающихся стран краткосрочный экономический эффект от внедрения новых рекомендаций международного комитета по банковскому надзору может носить негативный характер. Результатом внедрения Нового Соглашения может стать снижение инвестиционной привлекательности страны и национальных предприятий и организаций, сокращение объема посреднических услуг, оказываемых российскими организациями при осуществлении международных экономических отношениях. Однако, несомненно, что среднесрочное и долгосрочное следование рекомендациям Базельского комитета должно способствовать повышению доверия к национальной экономике и национальным экономическим субъектам, улучшению их деловой репутации.

Литература

1. Вестник Банка России.- № 1-6, 2003-07-08.
2. Экономика и жизнь, №26, 2003-07-08.
3. Бизнес и банки, №45-50/2002; 24-25/ 2003.
4. <http://www.matov.narod.ru/regul.htm>).
5. <http://www.shandi.narod.ru/articles/ratio/coefl.htm>).
6. <http://www.cbr.ru>.

Dipl. oec. Julia Plakitkina *

Auslandsbanken in Russland

1. Einleitung
2. Entwicklungen im russischen Bankensektor seit 1998
3. Rechtliche Rahmenbedingungen für die Auslandsbanken
4. Beteiligungs- und Geschäftsstrukturen
5. Geschäftsfelder und Marktanteile der Auslandsbanken
6. Ausblick: Perspektiven im Vergleich zu Mittel- und Osteuropa

* Universität Potsdam, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken.

1. Einleitung

Stabilität und Leistungsfähigkeit des russischen Geschäftsbankensystems verbesserten sich durch eine Reihe von Veränderungen seit Ende der 90er Jahre. Das Depositengeschäft mit Privatkunden sowie Kreditfinanzierungen für Wirtschaft und Regionen erreichten beträchtliche Wachstumsraten; allerdings ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Die Ertragslage der in- und ausländischen Geschäftsbanken konnte stabilisiert werden, da zugleich der Abschreibungsbedarf für notleidende Kredite begrenzt wurde. Defizite und strukturelle Risiken im russischen Geschäftsbankensystem bestehen jedoch fort, welche gerade in Boomphasen allgemein unterschätzt werden.

Die Wettbewerbschancen der Auslandsbanken in Russland sind eng mit deren Akzeptanz bei russischen Behörden und Kunden sowie mit dem erwarteten Nutzen für die Wirtschaft aber auch mit den befürchteten Nachteilen und psychologischen Ängsten zu sehen.

Die Chancen stehen im Zusammenhang mit dem guten Ruf ihrer Mutterbanken in Bezug auf Bonität und Wettbewerbsfähigkeit. Zudem werden die ausländischen Geschäftsbeziehungen der Auslandsbanken in der russische Wirtschaft geschätzt und für internationale Transaktionen dringend benötigt. Erwartet wird die Akquisition ausländischer Wirtschaftsunternehmen für Russland aus dem Kundenportfolio der Auslandsbanken. Diese werden in der Regel zunächst in Moskau eingeführt und könnten dann künftig bei Expansion, zusammen mit russischen Partnern, Dienstleistungen von russischen Banken in den Regionen nachfragen. Wenn Auslandsbanken einen westlichen Bankservice in Russland etablieren, wird zugleich eine höhere Akzeptanz marktgerechter Entgelte für einen qualitätsgerechten Bankservice erreicht. Angesichts der Dumpingpreispolitik vieler russischer Banken im Girogeschäft, bei der Emission und dem Service von Zahlungs- und Kreditkarten (sog. Plastikkarten) sowie in anderen Bereichen ist dieser Aspekt nicht zu unterschätzen. Russische Banken werden zudem angeregt, ihre Vertriebswege und Bankleistungen, die Überweisungsnetze im Zahlungsverkehr und die Qualität der Kundenbetreuung zu verbessern. Die Produktpalette des gesamten Bankensystems wird durch den Wettbewerb der Auslandsbanken schneller internationalen Standards angepasst.

Zugleich bestehen gegenüber Auslandsbanken gewisse Vorurteile aufgrund der u.U. bestehenden Abhängigkeit von der Muttergesellschaft im Ausland. Dies könnte zu Einschränkungen im Wettbewerb um die russischen Kunden führen. Begrenzend ist – zumindest im klassischen Kreditgeschäft – das geringe Eigenkapital im Verhältnis zum Finanzierungsbedarf russischer Großunternehmen. Auslandsbanken haben zudem weniger Möglichkeiten im Retailbanking, da Filialnetze für die Kundenbetreuung in den Regionen fehlen. Im Gegensatz zu russischen Banken erfolgt üblicherweise keine Steuerberatung

durch Auslandsbanken. Weitere Wettbewerbsnachteile der Auslandsbanken sind anzuführen. Einerseits bringen Auslandsbanken eine härtere Konkurrenz und verringern die Marktanteile nationaler Banken. Andererseits haben ausländische Banken kaum eine positive Wirkung auf die russische Wirtschaft, da die risikoreichen Geschäftsbereiche gemieden werden. Bevorzugt werden von den Auslandsbanken die gut etablierten und umworbenen Gas- und Ölkonzerne sowie Stromanbieter (Gasprom, Lukoil, RAO EES). Solche Großunternehmen sind damit weiterhin alleinige Gewinner der Liberalisierung, was deren Monopolstellung eher verstärkt. Daraus folgt insgesamt eine gewisse Skepsis und Zurückhaltung russischer Behörden und Kunden gegenüber Auslandsbanken, was im übrigen in Ländern mit vergleichbaren Entwicklungsproblemen ebenso anzutreffen ist.

Insgesamt lässt es sich zu bemerken, dass die Geschäftsmöglichkeiten von Auslandsbanken in Russland erweitert wurden, wobei internationale Institute ihre Präsenz und Aktivitäten in verschiedenen Geschäftsfeldern verstärkten. Reine Auslandsbanken sind russischen Instituten noch nicht gleichgestellt, um deren Wettbewerbsnachteile (geringere Bonität, russische Reservesätze) auszugleichen.

2. Entwicklungen im russischen Bankensektor seit 1998

Die Gefahr eines Zusammenbruchs des russischen Bank- und Finanzwesens Ende der 90er Jahre sowie die akute Schuldenkrise konnten überwunden werden. Zudem konnte die Kapitalflucht gestoppt und teilweise umgekehrt werden. Dazu trugen folgende Entwicklungen bei:

- Das Bankensystem wurde von nichtlebensfähigen sowie unrentablen Teilen weitgehend bereinigt und rekapitalisiert,
- der Bevölkerung und Wirtschaft werden mittlerweile eine Reihe grundlegender, für Russland innovative Finanzdienstleistungen angeboten,
- das Vertrauen der Privatkunden wurde - teilweise über dem Vorkrisenniveau - wiederhergestellt; allerdings dominieren die Sberbank und wenige Institutsgruppen weiterhin das Geschäftsbankensystem,
- vor allem einige Großbanken wurden grundlegend restrukturiert, wobei die Technologie- und Vermögenskomplexe ehemals maroder russischer Banken zu neuen Einheiten fusionierten,
- eine Stärkung der Kapitalbasis russischer Banken konnte teilweise durch neue Beteiligungen und Eigentümerstrukturen erreicht werden.

Der Stabilisierungsprozess wird zunächst in der Ertragslage der Geschäftsbanken deutlich. Vergleicht man deren Nettoergebnis seit 1998, so

zeigt sich eine wesentliche Verbesserung vor allem seit dem Jahr 2000. Nettogewinn der in Russland tätigen Kreditinstitute (incl. der Auslandsbanken in Russland) betrug 2493,6 Mio. US-Dollar im Jahre 2003.⁹¹ Nach einer Erholungs- und Restrukturierungsphase kann der russische Bankensektor deutliche Überschüsse erwirtschaften, so dass auch die Nachwirkungen der Verschuldungs- und Bankenkrise von 1998/99 überwunden sind.

Steigende Depositen der Bevölkerung sind Ausdruck der erreichten monetären Stabilisierung. Einkommenszuwächse und ein neues Vertrauen in das nationale Bankensystem, bessere rechtliche Rahmenbedingungen wie auch professionellere Marketingaktivitäten der Banken Russlands – darunter eine Reihe von Auslandsbanken und Joint Ventures - trugen dazu bei.

Etwas anders präsentiert sich das ebenso prosperierende Kreditgeschäft der Banken in Russland. Hier dominiert jedoch wegen der hohen Nachfrage der russischen Wirtschaft die Dynamik des Rubelgeschäftes gegenüber Fremdwährungskrediten. Das Volumen der Bankkredite in Rubel verzehnfachte sich seit 1999. Die lukrative Ertragslage im russischen Kreditgeschäft aufgrund des Wirtschaftswachstums im Zusammenhang mit den Restrukturierungen der russischen Industrie führten zur Neuorientierung russischer Banken. Im Vergleich zum Rubelkreditboom im Firmenkundengeschäft weisen Fremdwährungskredite vergleichsweise geringere Zuwächse auf.

Es bestehen trotz erheblicher Entwicklungen seit der Finanzkrise von 1998 weitere Defizite im russischen Bankensystem. Zusammenfassend sind folgende Probleme der Bankpraxis nicht zu übersehen:

- Rund ein Drittel der russischen Bankaktiva waren bisher liquide Auslandsanlagen. Einen großen Anteil daran hatten die Rohstoffbanken, vornehmlich im «Erdöl- und Gassektor». Dies sind beträchtliche Finanzierungspotentiale für die russische Wirtschaft.⁹²
- Russische Banken nehmen bisher nur in geringem Maß an der Bereitstellung von langfristigen Ressourcen für die Wirtschaft teil. So ist der Kreditbestand mit einer Laufzeit über ein Jahr stark unterentwickelt. Große Teile der russischen Bankaktiva waren und sind an internationalen Finanzmärkten investiert.
- Der Beitrag der Banken zum Wirtschaftswachstum war daher insgesamt eher unbedeutend. Die Banken profitierten zwar von der allgemeinen Wirtschaftsbelebung seit 2001, sie wirkten jedoch bisher noch nicht ausreichend als Triebkraft der Entwicklung.

⁹¹ Vgl. Statistik der Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands): Bulletin der Bankenstatistik (Bjulleten Bankowskoj Statistiki), Moskau, 2003.

⁹² Koslow, A.: „Für die Modernisierung des Bankensystems hat man 3 Jahre“, in: Bankwesen in Moskau (Bankowskoje Djelo w Moskwe), Heft 7 (91), 2002, S. 7.

- Der Großteil der Bankkredite finanziert exportorientierte Branchen. Die Struktur der Bankenkredite an die Wirtschaft war noch zu wenig auf den Kapitaltransfer in das verarbeitende Gewerbe gerichtet.
- Russische Geschäftsbanken sind in hohem Maß von den exportorientierten Industriekomplexen abhängig. Exportabhängige Bankaktiva machen rund 35-40 % der Bilanzsummen aus.⁹³
- Der Kapitaltransfer aus den Rohstoffsektoren in die verarbeitenden Bereiche wird durch den «gebundenen» und geschlossenen Charakter der Kreditgewährung in den Finanz- und Industriegruppen gehemmt. Kredite innerhalb der Gruppen belaufen sich auf ca. 40-45 % des Kreditbestandes des Bankensystems (ohne Sberbank und Vneshtorgbank),⁹⁴
- Die verminderten Zuwachsraten liquider Mittel der Betriebe (durchlaufende Mittel auf Giro- und Verrechnungskonten) als Bankpassiva gehen einher mit der Erhöhung der Bankeinlagen einer zunehmend zinsensiblen Bevölkerung, wodurch sich das Passivgeschäft im Wettbewerb verteuern wird.
- Auslandsbanken sind im russischen Geschäftsbankensystem aus verschiedenen Gründen noch relativ wenig präsentiert. Allerdings bereiten sich zahlreiche Banken bereits auf größere Aktivitäten, auch im Retail sowie im Investment Banking vor.

Mit den wachsenden Kredit- und Einlagengeschäften des Bankensystems werden die Grundfunktionen der Kapitalallokation des monetären Sektors für die Wirtschaft - nach einseitiger Orientierung auf die Staatsfinanzen – zunehmend erfüllt. Am Wachstum der klassischen Bankgeschäfte sind 75% der noch bestehenden Institute beteiligt, rund 90% der Banken konnten die Gewinnzone erreichen. Die Zuwachsraten der Bankaktiva überstiegen seit 2001 das reale Wirtschaftswachstum fast um das Dreifache, was der Aufholphase des monetären Sektors adäquat ist. Die verbesserte Teilnahme der Banken am Wirtschaftsleben entspricht deren Funktion als Finanzintermediäre. Eine Nutzung der entstandenen Ertragsmöglichkeiten im klassischen Kreditgeschäft verlangt allerdings – anders als bei Kapitalmarktgeschäft mit Staatspapieren - eine schnelle Entwicklung resp. Nutzung professioneller Instrumenten der Risikobewertung und –steuerung. Die derzeit schnell anwachsenden Kreditportfolios der Banken könnten sich ansonsten als Damoklesschwert erweisen. Die internationalen Erfahrungen verschiedener nationaler Bankensysteme – wo nach längeren Wachstumsphasen im Kreditgeschäft

⁹³ Ebd., S. 8.

⁹⁴ Ebd.

massiver Wertberichtigungsbedarf entstand – sollten rechtzeitig berücksichtigt werden.

3. Rechtliche Rahmenbedingungen für die Auslandsbanken

Die Vorurteile über die Reglementierungen der Tätigkeit von Auslandsbanken durch administrative und bürokratische Hindernisse, sind bei genauer Betrachtung nur teilweise berechtigt:

- *Ehemaliges 12%iges Limit der Beteiligung an russischer Banken*

Die maximale Höhe (Quote) der Auslandskapitalbeteiligung am Bankensystem der Russischen Föderation war per Zentralbankbeschluss vom 29. März 1993 begrenzt. Das Verfahren zur Berechnung der Quote von 12% wurde im Art. 18 des Föderalen Gesetzes "Über die Banken und Banktätigkeit" geregelt.

Die Zentralbank war danach berechtigt, die Erhöhung des Stammkapitals eines Kreditinstitutes mit den Geldmitteln von Devisenausländern sowie die Veräußerung von Aktien (Anteile) an Devisenausländer zu verbieten, wenn die Auslandskapitalbeteiligungsquote am Bankensystem Russlands dieses Limit überschreitet.

Das 12%ige Limit wurde niemals ausgeschöpft. Zum 1. Januar 2003 betrug der Anteil der Devisenausländer am Stammkapital aller Kreditinstitute lediglich 5,29%. Diese Einschränkung war also bisher keine wirtschaftliche Restriktion, sondern hatte eher eine psychologische Wirkung. Zentralbank und Regierung haben sich von derartigen Restriktionen grundsätzlich distanziert. Laut Entwicklungskonzept für den Bankensektor Russlands wurde diese Begrenzung mittlerweile aufgehoben.⁹⁵

Darüber hinaus sind die Errichtung von Auslandsbanken, die Kapitalerhöhungen einer Auslandsbank, Aktienverkäufe (Anteils-) einer Auslandsbank an Devisenausländer sowie die Veräußerung von Beteiligungen von Deviseninländern an Devisenausländer bei der Zentralbank weiterhin genehmigungspflichtig.

- *Differenzen hinsichtlich der quantitativen Anforderungen an Auslandsbanken*

Seit 1991 waren Sonderanforderungen an die Mindesthöhe des Stammkapitals der Auslandsbank oder des Joint Ventures (10 Mio. Euro) in Kraft. Ab 1. Januar 2002 wurden die Anforderungen hinsichtlich der Mindesthöhe des Stammkapitals der Auslandsbank sowie der Joint Ventures den geltenden Anforderungen für russische Banken angeglichen, d. h. auf 5 Mio. Euro herabgesetzt.

⁹⁵ Vgl. Paragraf 4.3.3 des Entwicklungskonzeptes für den Bankensektor Russlands vom 30.12.2001, <http://www.cbr.ru>.

Darüber hinaus kann die Sonderkontrolle auf das Kapital der in einer Offshore-Zone registrierten Devisenausländer der Russischen Föderation angewendet werden. Das Geschäft mit Offshore-Banken ist durch die russische Zentralbank genehmigungspflichtig. Voraussetzung ist, laut Verordnung Nr. 634 vom 26.08.1999 ein exzellentes Rating sowie eine Mindestgröße der Bilanzsumme von 100 Mio. US-Dollar.

Ferner ist die Zentralbank Russlands berechtigt Einschränkungen für die Banktätigkeit der Auslandsbanken und Joint Ventures einzuführen, sofern in den betreffenden Staaten gegenüber russischen Banken Restriktionen dieser Art bestehen. Das ist in WTO-Länder nicht üblich.

- *Formelle Anforderungen der Zentralbank Russlands an Aktionär, Manager und Bankangestellte*

Nach Maßgabe der geltenden Gesetze Russlands hängt die Genehmigung zur Etablierung einer Auslandsbank unter anderem von folgenden Faktoren ab:

- von der Finanzlage und der Reputation der Gründer

Die Bestätigung der Zahlungsfähigkeit einer ausländischen natürlichen Person wird von einer erstklassigen Auslandsbank ausgestellt, deren kurzfristige Ratings nicht unter AA, prime-1 gemäß Fitch-IBCA, Moody's bzw. Standard and Poor's sind. Solchen Anforderungen genügen die meisten Auslandsbanken.

- von den bilateralen Beziehungen zwischen der Russischen Föderation und dem Domizilland der Devisenausländer (Gründer).

Von der Zentralbank Russlands werden gleichfalls Anforderungen an die Bankangestellten und Manager gestellt. Es gilt unter anderem, dass das kollegiale Exekutivorgan einer Auslandsbank zu mindestens 50% aus Bürgern Russlands (laut der Bestimmung der Zentralbank Russlands Nr. 437) bestehen soll. Darüber hinaus soll die Zahl der angestellten Bürger der Russischen Föderation mindestens 75% aller Mitarbeiter einer Auslandsbank betragen.

Freiheit für Finanzdienstleistungen

Laut Erklärungen der Zentralbank Russlands⁹⁶ während der Verhandlungen über den WTO-Beitritt sind für den freien Geschäftsverkehr von Bankleistungen, neue Regelungen über die Einführung bzw. Aufhebung von grenzüberschreitenden Restriktionen vorgesehen. In Russland zugelassene Auslandsbanken sollen schrittweise die gleichen Rechte zum Bankgeschäft gewährt werden wie russischen Banken.

⁹⁶ Koslow, A.: „Fragen der Modernisierung des Bankensystems Russlands“, in: Geld und Kredit (Dengi i Kredit), Heft 6, 2002, S. 12.

Hintergrund der Diskussionen ist die Tatsache, dass Auslandsbeteiligungen an Geschäftsbanken in Russland relativ kleiner werden, obgleich das Auslandskapital in Russland absolut wächst. Der Auslandsanteil wird geringer, weil die russische Wirtschaft schneller wächst. Der Anteil des Auslandskapitals am Stammkapital des Bankensystems betrug in den 90-er Jahren 12%, derzeit im Jahre 2003 waren es noch 5,2%. Der Anteil des Auslandskapitals am gesamten Eigenkapital des Bankensystems betrug in 2002 noch 9,5%, im Jahre 2003 waren es nur noch 7,2%.

Eine reale Begrenzung der Tätigkeit der Auslandsbanken besteht in Russland durch das Verbot von *Filialgründungen*. Die russische Zentralbank beschränkt die Tätigkeit der Auslandsbanken derzeit auf Tochterbanken, während Filialen von Geschäftsbanken mit Sitz im Ausland nicht zugelassen sind. Die Gründungen von Auslandsfilialen sind bekanntlich die preiswerteste Markteintrittsstrategie. Tochterbankgründungen dagegen sind aufgrund der Eigenkapitalvorschriften sowie sonstiger Investitionen (back office usw.) aufwendiger.

Im Jahre 2003 gab es ein überdurchschnittliches Wachstum der Bankaktivitäten, auch der Auslandsbankgeschäfte. Daher sieht die russische Zentralbank im Moment keinen Anlass, ihre Politik gegenüber den Auslandsbanken zu verändern. Die o.g. Restriktionen gegenüber Auslandsbanken sollen vorerst bestehen bleiben.

Die russische Zentralbank hat *zwei Argumente* zur Begründung einer solchen Politik der Abschottung des russischen Bankenmarktes gegen eine ungehemmte Auslandskonkurrenz:

- erstens haben die in Russland tätigen Banken eine Belastung durch die Mindestreservspflicht bei der Zentralbank, was Filialbanken des Auslandes nicht hätten,
- zweitens haben die russischen Banken Nachteile bei der Refinanzierung im Ausland wegen des schlechteren Standings bzw. wegen ihrer geringeren Akzeptanz an den internationalen Märkten. Auslandsbanken, welche sich im Ausland auf Grund ihrer guten Bonität preiswerter refinanzieren, würden den Wettbewerbsvorteil massiv zum Nachteil der russischen Banken nutzen.

4. Beteiligungs- und Geschäftsstrukturen

Anfang des Jahres 2003 waren 123 Kreditinstitute mit Auslandskapital (122 Banken und 1 Nichtbankenkreditinstitut) Teil des russischen Geschäftsbankensystems.

Der überwiegende Anteil der Auslandsbanken und Joint Ventures (84,6%) sind Kapitalgesellschaften (ZAO).

Die Mehrheit der Auslandsbanken und Joint Venture besitzt eine Generallizenz für sämtliche Bankgeschäfte. Andere dieser Kreditinstitute (35,8%) sind im Besitz von Teillizenzen, welche die Durchführung von Rubelgeschäften und Fremdwährungsgeschäften in einzelnen Geschäftsfeldern erlauben. Fast alle Auslandsbanken und Joint Ventures (93,5%) sind im Besitz von Lizenzen auch für das Einlagengeschäft mit der Bevölkerung. Edelmetallgeschäfte dürfen dagegen nur 32 dieser Kreditinstitute durchführen.

Die zugelassenen Auslandsbanken und Joint Ventures sind in 25 Regionen der Russischen Föderation angesiedelt. Davon sind 68,3% in Moskau und 5,7% in Sankt Petersburg ansässig. Weniger begehrte aber ebenso wichtige Standorte für Auslandsbanken sind Tjumen, Nischnij Nowgorod, Orenburg, Samara, Primorje und die Republik Udmurtien. Auslandsbanken sind außerhalb Moskaus jedoch kaum präsent.

Die Beteiligungshöhe der Devisenausländer an den Auslandsbanken und Joint Ventures in Russland sind bei genauerer Betrachtung differenziert. Wir unterscheiden hier ebenfalls verschiedene Gruppen.

Reine Auslandsbanken

Nur 27 Auslandsbanken (21,9%) sind 100%ige Töchter von Devisenausländern. Erst im Jahre 2002 sind vier solche Auslandsbanken hinzugekommen: Natexis Banques Populaires, BNP Paribas Bank, Mezhdunarodnij Bank Azerbajdžana (International Bank of Azerbaijan) und die Bank Melli Iran. Darüber hinaus haben inländische Aktionäre die ihnen gehörenden Aktien der Asija-Invest Bank an ihre ausländischen Aktionäre veräußert. Infolgedessen wurde das Joint Venture in eine Auslandsbank umgewandelt. Die Einlagen der Devisenausländer in diesen Bankengruppen belaufen sich auf 320,7 Mio. US-Dollar (63,7% der ausländischen Beteiligungen).⁹⁷ Im Jahre 2003 neu zugelassen wurde auch die „Standard Bank“.

Der Anteil der Banken mit 100% Auslandsbeteiligung hat sich seit 1999 fast verdoppelt (s. Abbildung 1). Dies hängt mit der Reduzierung der Banken mit geringer Auslandsbeteiligung (weniger als 50%) zusammen, da Ausländer insgesamt eine Verstärkung der Einflussmöglichkeiten angestrebten.

Wichtige Beschlüsse, z.B. die Annahme einer Banksatzung, die Durchführung von Großgeschäften und Bankenrestrukturierungen, sind in Russland nur möglich, wenn mehr als 75% der Stimmrechte vereint sind. Die Sperrminorität beträgt hier 25%. Die zunehmende Kreditversorgung der russischen Wirtschaft erhöht das Risiko einer Haftung der ausländischen Aktionäre. Eine Auslandsbank hat in Russland Wettbewerbsvorteile durch ihren Ruf und ihre internationale Bonität, verbunden mit psychologischen Nachwirkungen der

⁹⁷ Vgl. Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands): „Information über die Kreditinstitute mit Auslandsbeteiligung zum 01.01.2003“, <http://www.cbr.ru>.

Krise von 1998. So ist Wachstum relativ einfach durch Kundenakquisition möglich. Die differenzierte Ausnutzung solcher Wachstumsmöglichkeiten unter Berücksichtigung erkennbarer Risiken erfordert eine intensivere Kontrolle der internationalen Kapitalgeber. Daher rührt ein zunehmender Anteil 100%iger Auslandsbanken (preiswerte Auslandsfilialen lässt die russische Zentralbank noch nicht zu).

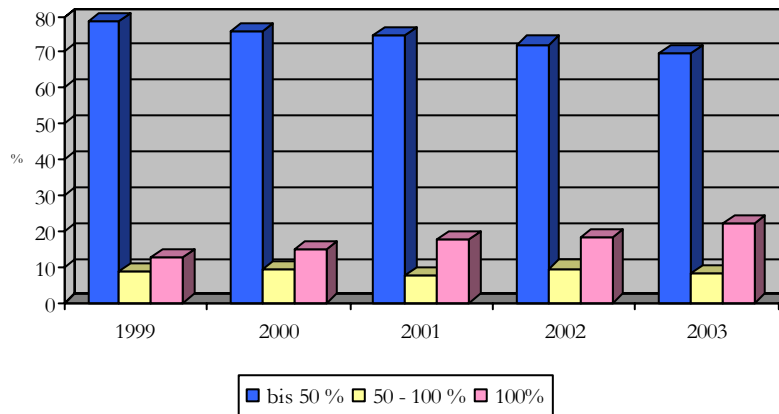


Abbildung 1.

Struktur der zugelassenen Auslandsbanken und Joint Ventures (Stand 2003)

Quelle: Die Abbildung ist von den Autoren anhand der Angaben auf der Web-Seite der Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands) erstellt worden, <http://www.cbr.ru>.

Joint-Ventures mit starkem Auslandseinfluss

Bei **10** Kreditinstituten beträgt die Auslandsbeteiligung **50% bis 100%**. Die Anzahl hatte sich um 2 Kreditinstitute verringert. Die AIG Investitionsbank stellte Ende 2002 nach vielen Jahren ihre Tätigkeit ein. Im Ergebnis einer Eigenkapitalerhöhung durch Deviseninländer sind die Eurofinanz und die Slawinvestbank hier ausgeschieden, ebenso wie Asija-Invest Bank, wo russische Aktionäre verkauften. Gleichzeitig gelangten die Alef-Bank und die Investitionsbank Technopolis durch entsprechende Transaktionen zugunsten der Devisenausländer in diese Gruppe.

Die Mittel der Devisenausländer in dieser Bankengruppe betragen 129,4 Mio. US-Dollar. Dies entspricht etwa einem Viertel aller Auslandsbankbeteiligungen in Russland.⁹⁸

Joint-Ventures Banken mit Auslandsminderheitsbeteiligung

⁹⁸ Ebd.

Bei **15** Kreditinstituten liegen die Auslandsbeteiligungen **zwischen 20% und 50%**. Die Einlagen von Devisenausländern in russische Banken betragen 29,3 Mio. US-Dollar bzw. 5,8% aller Auslandsbankbeteiligungen in Russland.⁹⁹

Die bisher betrachteten 52 Auslandsbanken und Joint Venture mit Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen repräsentieren 42,3 % der Institute mit Auslandskapital. Diese verfügten Anfang 2003 über Eigenmittel im Umfang von 479,4 Mio. US-Dollar, das sind 5,03% des Eigenkapitals des gesamten Bankensystems.

Die übrigen 71 Institute mit Auslandsbeteiligung (57,7%) haben Auslandsbeteiligungen von weniger als 20%. Hier handelt es sich eigentlich um russische Bankinstitute, da der Auslandseinfluss verschwindend ist. Hier sind eher die internationalen Geschäftsbeziehungen als Wettbewerbsfaktor interessant.

5. Geschäftsfelder und Marktanteile der Auslandsbanken¹⁰⁰

Die heutige Geschäftsfelder der Auslandsbanken in Russland lassen sich durch folgenden Kennziffern darstellen.¹⁰¹ Auf die Auslandsbanken entfallen 5,1% des gesamten Finanzierungsvolumens der Privatkunden. Sie verfügen über 1,5% der gesamten Depositen der Privatkunden sowie 5,5% der Finanzmittel der Firmenkunden. In Folge der positiven Entwicklungen nach der Finanzkrise von 1998 sowie der zunehmenden Professionalität und Geschäftsfelddiversifikation bei den russischen Geschäftsbanken herrscht bereits eine deutliche Konkurrenz um attraktive Firmenkunden, auf die sich Auslandsbanken einstellen müssen.

Die Außenhandelsfinanzierung ist derzeit eines der lukrativsten Geschäftsfelder für Auslandsbanken. Deren Anteil auf dem russischen Finanzierungsmarkt ist von ca. 9% bei der Exportfinanzierungen und ca. 8,5% bei der Importfinanzierungen im Jahre 1999 auf ca. 19,5% und 21% im Jahre 2004 angestiegen (s. Abbildung 2). Die Auslandsbanken bieten verschiedene Finanzierungsprodukte an, wie bspw. Pre-Export und Local Sales - Finanzierung des Rohstoffhandels (Rohöl- und Aluminiumverarbeitung usw.) oder Importfinanzierung, inkl. Finanzierung der Lagerkosten für Importwaren (Zucker, Autos, Pharmazie usw.).

⁹⁹ Ebd.

¹⁰⁰ Auswertung diverser Geschäftsberichte und Publikationen der betreffenden Banken sowie der Zentralbank.

¹⁰¹ Raiffeisenbank Austria Research (2004).

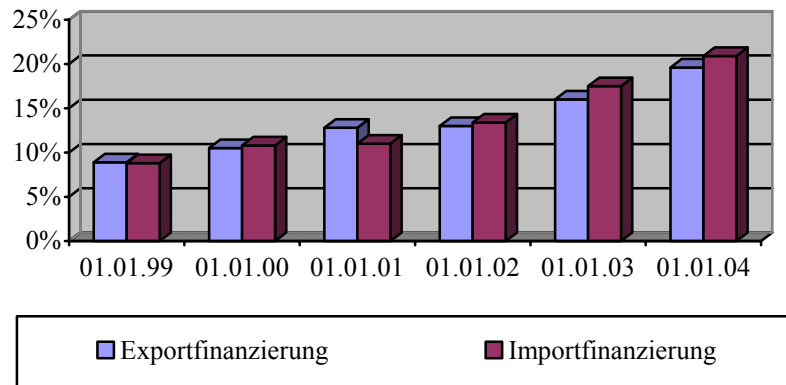


Abbildung 2.

Export- und Importfinanzierung durch Auslandsbanken (in % der Außenhandelsfinanzierung insgesamt).

Quelle: Raiffeisenbank Austria Research (2004).

Die Auslandsbanken gewähren in diesem Zusammenhang auch syndizierte Kredite für russischen Großkunden in beträchtlichem Umfange, bereits 11 Mrd. US-Dollar im Jahre 2003 (s. Abbildung 3). Hier bietet sich besonderes Kooperationspotential mit den russischen Finanzinstitutionen.

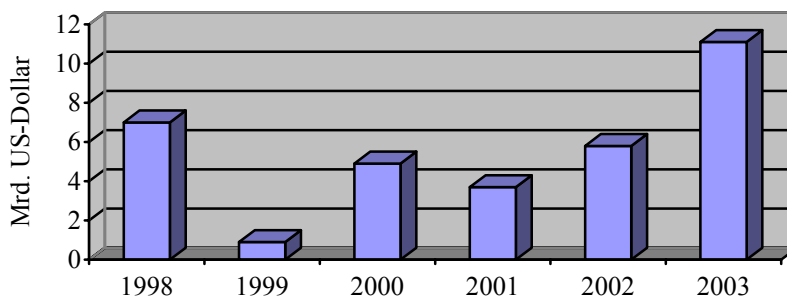


Abbildung 3.

Volumen der durch Auslandsbanken eingeräumten syndizierten Kredite.

Quelle: Raiffeisenbank Austria Research (2004).

Die folgenden Abbildungen zeigen die 15 größten Auslandsbanken bzw. -gruppen anhand aggregierter Finanzdaten.

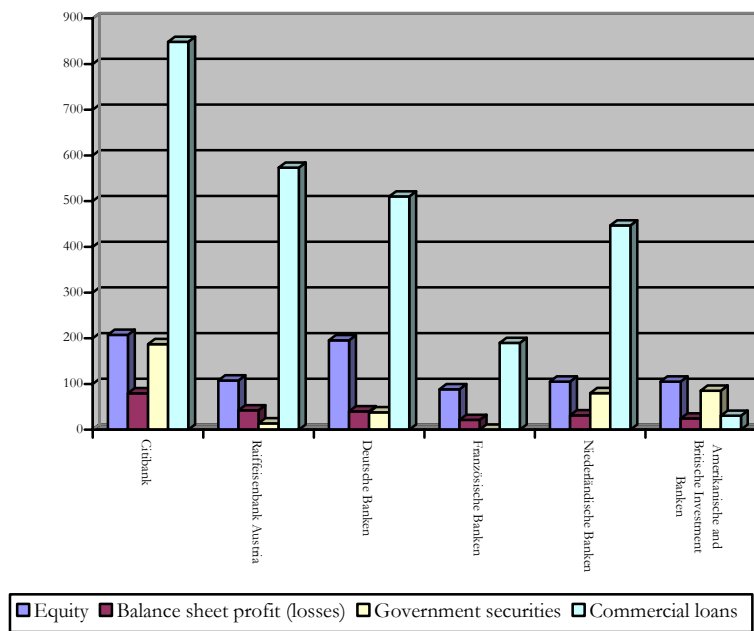


Abbildung 4.

Ausgewählte Geschäftsdaten (Aktiva) in Mrd. US-Dollar von reinen Auslandsbanken in Russland (teilweise nach Herkunftsländern aggregiert)

- **Deutsche Banken** (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank (Euroasia), Westdeutsche Landesbank Vostok)
- **Französische Banken** (BNP Paribas Bank, Credit Lyonnais Rusbank, Bank Societe General Vostok, Natexis Banques Populaires)
- **Niederländische Banken** (ABN AMRO Bank, ING Bank (Euroasia))
- **Amerikanische and Britische Investment Banken** (Credit Suisse First Boston, J. P. Morgan Bank International, HSBC Bank)

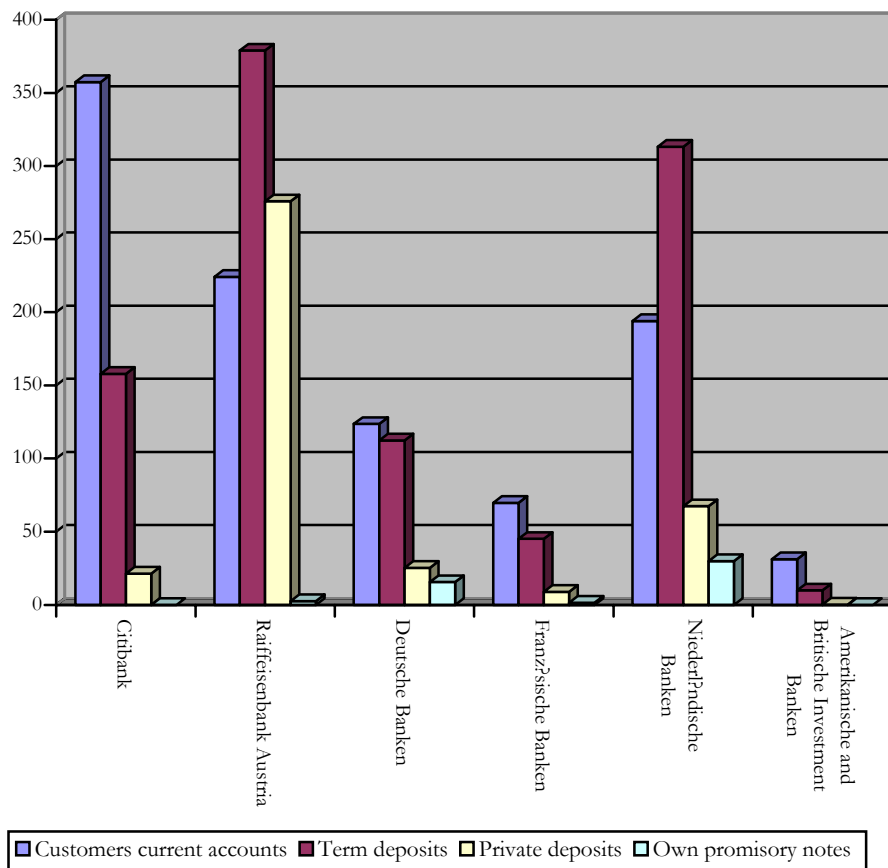


Abbildung 5.

Ausgewählte Bilanzdaten (Passiva) in Mrd. US-Dollar von reinen Auslandsbanken in Russland (teilweise nach Herkunftsländern aggregiert)

- **Deutsche Banken** (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank (Euroasia), Westdeutsche Landesbank Vostok)
- **Französische Banken** (BNP Paribas Bank, Credit Lyonnais Rusbank, Bank Societe General Vostok, Natexis Banques Populaires)
- **Niederländische Banken** (ABN AMRO Bank, ING Bank (Euroasia))
- **Amerikanische and Britische Investment Banken** (Credit Suisse First Boston, J. P. Morgan Bank International, HSBC Bank)

Unter den 15 untersuchten Auslandsbanken (ohne Joint Ventures) nimmt die **Citibank** nach Geschäftsvolumen und ausgereichten Krediten – wie auch nach erzielten Gewinnen - eine Spitzenposition ein. Die gesamten Assets von über 2,4 Mrd. Euro sowie der Gewinn von 80 Mio. Euro sind ca. doppelt so hoch wie die Ergebnisse der Raiffeisenbank Austria auf dem zweiten Platz. Im Depositengeschäft liegen die folgenden Auslandsbanken vorn.

Die **Raiffeisenbank Austria** erreichte unter den Auslandsbanken das größte Volumen an privaten Depositen. Zum 1. Januar 2003 betragen die Guthaben der russischen Bevölkerung 9 Mrd. Rbl. (275,9 Mio. Euro). Im Jahre 2002 stieg die

Anzahl der Privatkunden von 20.500 auf 36.000. Eigene Prognosen der Bank gehen mittelfristig von 60.000 Kontoverbindungen aus.

Die Raiffeisenbank spielt auch eine bedeutende Rolle am Markt für Unternehmensfinanzierungen. So wurden von der Raiffeisenbank in den Jahren 2001 - 2002 in Kooperation mit anderen Banken insgesamt 12 Emissionen von Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) durchgeführt. Seit Januar 2003 arbeitet die Raiffeisenbank mit der Moskauer Interbanken Währungsbörse (MIWB) zusammen und wurde zur ersten Adresse auch beim Handel von Unternehmensanleihen. Die Raiffeisenbank ist für acht große russische Unternehmen (Aeroflot, Hüttenkombinat Wyksa, Investitions- und Finanzunternehmen «Sistema», Russkij Aljuminij, Tjumenskaja Neftjanaja Kompanija, Zentrtelekom) verantwortlich. Im Februar 2003 wurde von der Raiffeisenbank die Zeichnung der ersten Ausgabe der Obligationen des Gusstahlwerkes Tscheljabinsk (METSCHEL) durchgeführt. Diese Ausgabe, mit einem Nennwert von 1 Mrd. Rbl. (30,2 Mio. Euro), wurde an der MIWB innerhalb eines Tages platziert.

Die **ABN AMRO Bank** behauptete zum 01.01.2003 nach Geschäftsvolumen den dritten Platz unter den Auslandsbanken (826 Mio. Rbl. – 24,9 Mio. Euro). Bei Privatdepositen liegt die Bank auf Platz zwei. Die Bank der Holländer in Russland akquirierte das drittgrößte Einlagenvolumen der Auslandsbanken insgesamt (3,9 Mrd. Rbl. – 119 Mio. Euro). Hervorzuheben sind spezielle Finanzdienstleistungen, wie Corporate und Structural Finance. Besonders seit 1998 profilierte sich die ABN AMRO Bank im Bereich der Betreuung von institutionellen Kunden. Derzeit werden rd. 1.200 internationale und russische Firmen betreut.

Im Jahre 2002 erreicht die **ING Bank (Eurasia)** nach Aktiva (16,5 Mrd. Rbl. – 498,4 Mio. Euro) ebenfalls einen der vorderen Plätze, wobei die Depositen der Privatkunden (913,8 Mio. Rbl. – 27,6 Mio. Euro) beitrugen. Nach Umfang der Kreditgewährung an Betriebe und Anzahl der Sichteinlagen belegt die Bank den vierten Platz unter den ersten 15 Auslandsbanken. Die ING Bank (Eurasia) arbeitet auf dem russischen Markt in erster Linie mit Großunternehmen bei der Finanzierung von Investitionsprojekten zusammen. Die Bank bietet ihren Kunden ebenfalls eine breite Dienstleistungspalette, incl. Cash Management, Structural- und General Loans sowie Investment Services. Sie betreut im Konsortialgeschäft russische Ölfirmen und Hüttenkombinate, wie Lukoil, Sibneft, Tjumenskaja Neftjanaja Kompanija sowie Norilsk Nickel. Allein in den letzten 12 Monaten hat die ING Bank (Eurasia) mittelfristige Kredite im Wert von über 1 Mrd. Rbl. (30,2 Mio. Euro) vergeben. Anfang 2003 sorgte die ING Bank (Eurasia) erstmals für ein Listing von Aktien der russischen Firma «Wimm-Bill-Dann» an der New York Stock Exchange (NYSE). Seit 1998 war dies die zweite russische Emission in den USA mit Notierung an der NYSE (238

Mio. US-Dollar). Es gab weiterhin unter Federführung dieser Auslandsbank eine Erstemission von Aktien aus der russischen Konsumgüterproduktion.

Die **Deutsche Bank Ltd.** fungiert nach Eigenkapital an dritter Stelle (2,8 Mrd. Rbl. – 83,2 Mio. Euro). Im Jahre 2002 war die Bank, besonders am Interbankmarkt sowie auf dem Staatspapiermarkt (GKO – OFZ) aktiv. Im Januar 2003 kündigte die Deutsche Bank und die Chicago Mercantile Exchange (CME) die Umsetzung eines gemeinsamen Programms zur Emission von Rubel-Termingeschäften am Devisenmarkt an. Gemäß diesem Programm werden die Deutsche Bank (London) und Deutsche Bank (Moskau) für ausreichend Rubelliquidität am Devisenkassamarkt bei Ablauf aller vier Quartalsterminabschlüsse sorgen. Die Terminkontrakte werden im elektronischen Welt-Handelssystem GLOBEX der Chicago Mercantile Exchange gehandelt. Das neue Derivat ist insbesondere zur Absicherung von Währungsrisiken im Geschäft mit russischen Firmen und Banken notwendig, da bisher genutzten Terminabschlüssen keine ausreichende Marktliquidität erreichten.

Credit Swiss First Boston belegt den vierten Platz unter den Auslandsbanken nach Bilanzgewinn (782,5 Mio. Rbl. – 23,6 Mio. Euro) sowie Eigenkapital (2,2 Mrd. Rbl. – 65,4 Mio. Euro). Im Jahre 2002 war diese US-Auslandsbank vorwiegend auf dem russischen Staatspapiermarkt (GKO – OFZ) tätig.

Die **Dresdner Bank ZAO** wurde bereits im Jahre 1993 in St. Petersburg als Joint Venture gemeinsam mit der Banque Nationale de Paris (BNP) gegründet. Damit war sie die erste ausländische Bank in Russland mit einer Generallizenz. Die jahrzehntelange Russlanderfahrung erweist sich unter veränderten Rahmenbedingungen als vorteilhaft und ausbaufähig. Heute befindet sich das Hauptquartier auch dieser Auslandsbanken in Moskau. Der Schwerpunkt liegt nach der Trennung von der BNP im Jahre 2002 weiterhin im größeren Firmenkundengeschäft. Der Aufbau eines Retailgeschäfts ist in sorgfältiger Planung.

Die **BNP Paribas Bank** hat ihre Banklizenz nach der Trennung von der Dresdner Bank ZAO im Juli 2002 erhalten. Sie beabsichtigt nach einem kleinen Gewinn im ersten Jahr den Ausbau ihrer Geschäftstätigkeit in Russland. Gegenwärtig werden von der BNP Paribas Bank bedeutende russische Produzenten und Exporteure von Elektroenergie, Metallen, Getreide sowie Außenhandelsfirmen betreut. Von der BNP Paribas Bank werden Handelsgeschäfte sowie Anlagenimporte finanziert. Dazu gehören auch internationale Versicherungsgeschäfte für diese Bereiche.

Die **HSBC Bank** ist in Russland seit 1996 aktiv. Ihr Geschäft in Moskau umfasst strukturierte Finanzierungen für in- und ausländischen Unternehmungen und Finanztransaktionen mit Institutionellen. Die Bank befasst sich vornehmlich

mit Wechselkurs- und Zinstermingeschäften sowie Staatspapiergeschäfte und Wertpapierhandel.

Die *HSBC Investment Bank* hat ihre Stützpunkte für Russland in London und Moskau. Von dort aus konzentriert sich die Bank auf das Investmentbanking, beispielsweise Wertpapieremissionsgeschäfte, Garantiegeschäfte bei der Exportfinanzierung sowie Internationale Projektfinanzierungen. Geplant sind vor allem stärkere Engagements bei Merger & Akquisitions sowie im Konsortialgeschäft mit Großkunden.

Als erfolgreicher Global Player war diese Bank allerdings in 2002 die einzige Auslandsbank mit Verlusten in Russland (59,3 Mio. Rbl. – 1,8 Mio. Euro). Ungeachtet dessen zeigt die Bank in jüngster Zeit starkes Interesse am Russlandgeschäft und verlagerte personelle Ressourcen von London nach Moskau.

6. Ausblick: Perspektiven im Vergleich zu Mittel- und Osteuropa

Der Anzahl der Auslandsbanken in Russland liegt über dem ost- und mitteleuropäischen Durchschnitt (s. Abbildung 6). Diese betrachten den russischen Bankenmarkt folglich zumindest ebenso attraktiv wie die Geschäftsaussichten in den anderen Ländern Mittel- und Osteuropas.

Die Geschäftsintensität in den Auslandsstützpunkten sowie die Volumina in einzelnen Geschäftsfeldern bedarf einer gesonderten Untersuchung. In jedem Falle dürften die Marktpotentiale der übrigen Transformationsländer in Vergleich zu Russland deutlich geringer sein, welche die folgende Grafik nicht berücksichtigt.

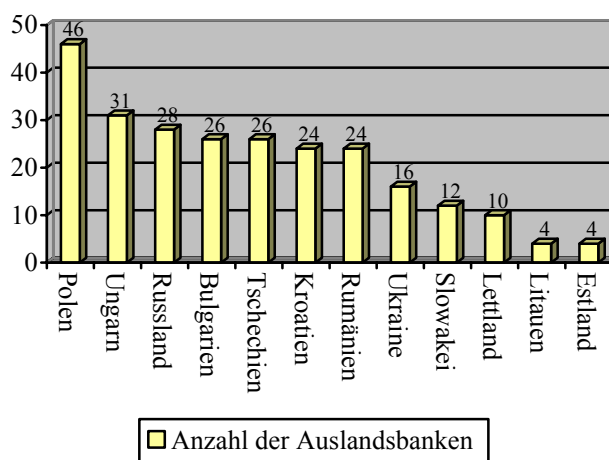


Abbildung 6.

Anzahl der Auslandsbanken in Mittel- und Osteuropa

Quelle: Raiffeisenbank Austria Research (2004).

Internationale Vergleiche im Verhältnis zu weiteren Kennziffern geben Aufschluss darüber, wie hoch der Anteil von Auslandsbanken sein sollte, um der Wirtschaft und Bevölkerung eines Transformationslandes ausreichend Bankdienstleistungen bieten zu können. Interessant ist deshalb das Verhältnis der Anzahl der Auslandsbanken zum Bruttoinlandsprodukt zwischen den ost- und mitteleuropäischen Ländern. Die Präsenz von Auslandsbanken in Russland ist danach eher gering. In Ost- und Mitteleuropa entfallen auf eine Auslandsbank ca. 3 Mrd. US-Dollar Bruttoinlandsprodukt des Gastlandes (s. Abbildung 7).

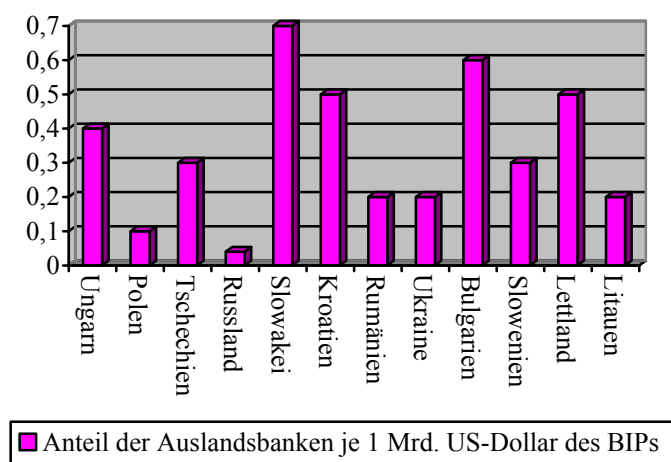


Abbildung 7.

Anzahl der Auslandsbanken in Ost- und Mitteleuropa je 1 Mrd. US-Dollar des BIPs

Quelle: IBRD (2002), Zentralbank der russischen Föderation (2002), eigene Berechnungen.

In Russland ist dieser Wert um das 7fache geringer. Der für Osteuropa geltende Durchschnitt wird in Russland noch weit unterschritten, was ein enormes Entwicklungspotential verdeutlicht. In solchen Ländern wie Ungarn, Slowenien und Kroatien, die bereits in höherem Maß marktwirtschaftlich ausgerichtet sind, unterscheidet sich dieser Wert um mehr als das 10fache. Obgleich Russland im Transformationsprozess eine andere Größenordnung einnimmt, ist zu erwarten, dass die Marktdurchdringung von Auslandsbanken – übrigens auch pro Kopf der Bevölkerung – in nächster Zukunft ein deutlich höheres Niveau erreichen wird. Dies ist erforderlich, um das neue Geschäftsbankensystem durch internationale Liquiditätszuflüsse sowie Einlagen von Bevölkerung und Wirtschaft dauerhaft zu stabilisieren und interne Kreditfinanzierungen in entsprechenden Größenordnungen für den Wirtschaftsumbau zu ermöglichen. Inwiefern die Auslandsbanken zum Wirtschaftsaufschwung einen Grundstandard beitragen können, zeigen internationale Relationen und die russischen Wirtschaftsperspektiven.

Laut der Prognosen wächst das BIP zum Jahr 2020 auf das 2,3fache bis 3,3fache. Geht man von den osteuropäischen Erfahrungen aus, könnte Russland für die Finanzierung seiner aufstrebenden Wirtschaft ca. 189 (27 im Jahre 2003 zugelassene Auslandsbanken * 7 (osteuropäischer Standard)) benötigen. Damit sind deutliche Wachstumschancen für das Bankgeschäft verbunden.

Allerdings ist es aufgrund der Besonderheiten Russlands nicht in jeder Hinsicht möglich, die Erfahrungen der ost- und mitteleuropäischen Transformationsländer linear auf Russland zu übertragen. Hier handelt es sich nicht nur quantitativ um andere Dimensionen, sondern auch qualitative Merkmale und strukturelle Eigenheiten des Bankensystems und der Wirtschaft Russlands müssen beachtet werden, die bereits gezeigt wurden. Beispielsweise bietet die dominierende Stellung der Sberbank auch Gestaltungsmöglichkeiten und Stabilitätspotential für die Weiten Russlands. Die unternehmenseigenen Bankgründungen (sog. Pocket Banks) sind ein weiteres typisch russisches Phänomen, welches eigenständige Entwicklungen zur Folge hat.

In der russischen Wirtschaft und Bevölkerung gibt es darüber hinaus bisher keine umfassenden Erfahrungen mit der Kreditwirtschaft, insbesondere in der Bevölkerung. So betragen die Bankkredite für die Privatkunden in Russland nur 2% des Bruttoinlandsproduktes. In Deutschland beläuft sich dieser Werte auf 96% (s. Abbildung 8).

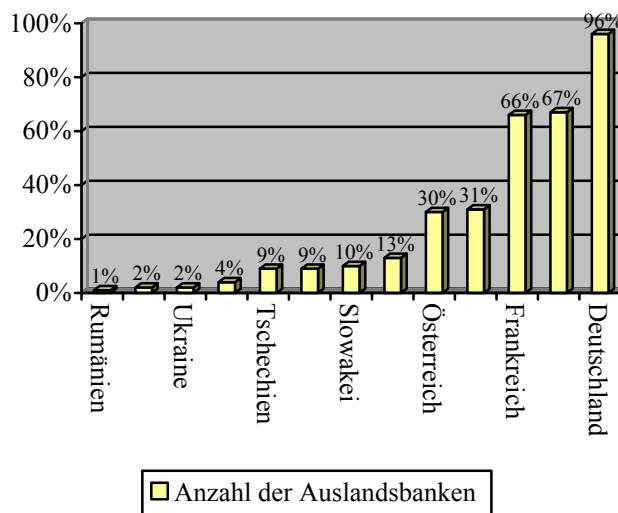


Abbildung 8.

Kredite für Privatkunden in europäischen Vergleich (in % des BIPs)

Quelle: Raiffeisenbank Austria Research (2004).

Die bisherige „Cash Economy“ sowie der fehlende einheitliche Interbankenmarkt machen es Kreditinstituten noch schwer, ertragreiche

Finanzierungsprodukte zu verkaufen, weshalb die hier vorgestellten Wachstumsraten im russischen Bankensystem besondere Beachtung verdienen.

Die schnellen wirtschaftlichen Veränderungen in Russland sowie die neuen westlichen Standards, aufgrund der internationalen Erfahrungen mit der Risikodynamik globaler Banken- und Finanzmärkte, erzeugen einen enormen Druck auf die russische Regierung und Zentralbank, um den neuen Anforderungen zu entsprechen. Es geht um die Integration der russischen Kapitalmärkte und der wichtigsten Banken in globale Finanzmarktstrukturen. Damit können finanzielle Ressourcen und die Systemstabilität als Basis für den weiteren Wirtschaftsumbau geschaffen werden. Die Phase der Stabilisierung des Geschäftsbankensystems von 1998 bis 2003 war ein wichtiger Schritt für die wirtschaftliche Wiederbelebung.

Um den Normalisierungsprozess zu stabilisieren, sollten die Auslandsbanken auch in Russland nationalen Kreditinstituten gleichgestellt werden, da diese den internationalen Kapital- sowie Know-how Transfer unterstützen sowie den Wettbewerb und eine weitere Integration des russischen Bankensystems befördern werden. Die betrifft vor allem die Zulassung von Auslandsfilialen, welche für ausländische Institute die attraktivere Lösung aufgrund der klaren Kostenvorteile ist. Eine solche Gleichbehandlung entspricht den internationalen Standards entwickelter Industrieländer. Die Aktivitäten der Raiffeisenbank Austria sowie der Citibank im Retail Banking zeigen die stimulierende Wirkung des Wettbewerbs im russischen Bankensektor.

Literatur

1. *Hummel, D./ Plakitkina, J.*: „Russisches Bankensystem: Wachstum und Strukturrisiken“, in: Österreichisches BankArchiv, voraussichtlich Juni 2004.
2. *Hummel, D./ Plakitkina, J.*: „Wettbewerbsumfeld für Auslandsbanken in Russland“, Diskussionsbeitrag Nr. 14, Potsdam 2004.
3. *Hummel, D./ Plakitkina, J.*: „Banken in Russland“, Diskussionsbeitrag Nr. 11, Potsdam 2003.
4. *Hummel, D.*: „Strategien für Auslandsbanken in Osteuropa und Russland“, in: *Welfens, P./ Gloede, K./ Strohe, H. G./ Wagner, D. (Hrsg.): Systemtransformation in Deutschland und Russland: Erfahrungen, ökonomische Perspektiven und politische Optionen*, Heidelberg 1999, S. 359-390.
5. *Hummel, D.*: „Konsequenzen der Russlandskrise für den europäischen Kapitalmarkt“, in: Tagungsband, St. Petersburg, Juni 1999.
6. *International Monetary Fund*: „Russia: Financial System Stability Assessment“, IMF Country Report No. 03/147, Washington D.C., May 2003.
7. *Koslow, A.*: „Für die Modernisierung des Bankensystems hat man 3 Jahre“, in: *Bankwesen in Moskau (Bankowskoje Djelo w Moskwe)*, Heft 7 (91), 2002, S. 6-10.
8. *Koslow, A.*: „Fragen der Modernisierung des Bankensystems Russlands“, in: *Geld und Kredit (Dengi i Kredit)*, Heft 6, 2002, S. 10-15.
9. *Raiffeisenbank Austria Research*: „Priority Directions for Foreign Banks in Russia“, Moskau, März 2004.
10. *Standard & Poor's Research*: „Bank Industry Risk Analysis: Russia“, April 2003.
11. *Standard & Poor's Research*: „Search for Sustainable Profits Key for Russia's Banks“, September 2003.
12. *Statistik der Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands)*: Bulletin der Bankenstatistik (Bjulleten Bankowskoj Statistiki), Moskau, verschiedene Jg.
13. *Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands)*: „Information über die Kreditinstitute mit Auslandsbeteiligung zum 01.01.2003“, <http://www.cbr.ru>.
14. *Zentralbank der russischen Föderation (Bank Russlands)*: Entwicklungskonzept für den Bankensektor Russlands v. 30.12.2001 u. 11.02.2004, <http://www.cbr.ru>.

III. Allgemeine Aspekte der wirtschaftlichen Entwicklung

Prof. Dr. Natalia Doumnaya *

Russian-German Economic Relations under Globalization

* Finance Academy under the Government of the Russian Federation, Moscow.

Globalization of the world economy is the modern stage in the internationalization of production and capital which began and is under way for about 100 years. After the Second World War the internationalization process gained speed and became deeper which found its reflection, on the one hand, in the dramatic expansion of the transnational banks' activities and , on the other hand, in the facilitation of the integration economic process which raised from the micro level to the macro level and took the shape of regional integration associations.

In the 90s of the XXth century there happened a conversion into the new quality which allows to speak about the beginning of the next stage in the internalization and call it globalization. Its immediate task is the establishment of the global world economy with some specifics, features and structures which never existed before.

Functionally, the global economy manifests itself in the following:

- global financial system which is gradually becoming as such thanks to the advance in electronic communication and computer technologies;
- global exchange in intellectual activities beginning from the traditional trade in technology licenses and ending in computer information nets;
- global commodity and service promotion including transportation, insurance, marketing, advertising and commodity flow structuring, as well as other required transactions.

At the same time some trends in globalization are not worth being overestimated. Euphoria over the globalization positive consequences which, to a greater extent, were initiated by the famous "The End of the Nation State" and "A Borderless World: Power and Strategy in the Interlinked Economy" by K. Ohmae, is over.¹⁰²

It is clear now that the level of globalization has been overrated in respect to some trends. Thus, the international production didn't become its main trend. On the whole, the global commodity system still bases itself on the results of the national productions. Specialization and cooperation are likely to develop further in the same way, meanwhile it would be more correct to speak about the international commodity produced in one country but on the basis of international factors of production such as capital, technologies, information, labour force, etc.

Other spheres have been put to the forefront: the global financial system; global exchange in intellectual activities, including Internet; global promotion of commodities and services.

¹⁰² See: The End of the Nation State. N.Y., Free press, 1995; *Ohmae K.* A Borderless World: Power and Strategy in the Interlinked Economy. N.Y., Harper Business, 1999.

Globalization has covered finance and banking to the utmost degree. Financial globalization is fraught with a number of risks which are able to undermine the stability of the world economy. The most important aspect of globalization consists in the advance in communication facilities and information networks, while the financial sphere, through making use of them, may transit to the new stage of globalization and certain self-sufficiency which leads to new possibilities in investments and credit, as well as to the new possibilities for the unseen in scale speculations.

The globalization hasn't yet radically influenced the world flows of direct foreign investments. To a comparatively higher degree it has told on portfolio investments. On the whole, we may even observe the so-called "home shift" to some preference for investments into the national economies on the part of the leading world investors. Most noticeable is the growth of speculative movement of capital which plays the negative role undermining the stability of the world economy.

A new stage in the world trade cardinal liberalization acts as a powerful lever of globalization.

The meaning of the national border has been sharply reduced. Former external factors of the economic development became a kind of internal ones not only for the transnational business but also for the national entrepreneurs and national governments. Globalization has demanded from countries to pass over a part of their national functions of government to the above-nation bodies. Most vividly it may be traced on the example of the World Trade Organization (WTO).

In connection with this a question arises as to who administers the process of globalization in general and in financial sphere in particular. To a greater extent WTO standardizes and unifies the movement of international commodity flows, results of intellectual activities as well as investments in the export field. Regarding the main investments flows, it turns out that there is no such a center at the moment.

Do we require a single international center of the type of the World Financial Organization? At first sight we do. Still the answer to this question is not so simple provided you analyze the financial sector of the world economy from the point of view of the self-organization theory which deals with complex non-linear systems where market systems belong to.

The market system acts as a self-organizing system. First, economic institutions exist in a concrete environment which covers it as blood vessels going to the brain: they are commodity, money and information flows. Second, it has an internal controversial beginning – integration and disintegration. Third, it is an open system. In the course of functioning the market system as a self-organizing system is able to change its internal interrelations, order and

structure depending on the affecting factors on condition they do not exceed some limits critical for it .

Presently, after a big group of former socialist countries with the command and administrative systems and a number of developing countries joined the world economy, it has primarily become the market one.

All the market economy features as those of a self-organizing system with inefficient process regulation and, consequently, instability, crises, etc., are spreading more and more over the world economy. This is exactly the main systemic factor of risk under globalization which is pertinent to the financial system as well.

Under such conditions the role of beyond the nation regulation should grow but up to which level? If it goes too far, then the world economy features as those of the market economy and, accordingly, self-organization abilities will be frustrated, which is inadmissible. Thus, the sacred issue of the economic theory and economic policy which consists in the proper combination of the market and state, and in our case it is beyond the state, regulation is again put on the agenda. Should the World Financial Organization be established, it is to be done very carefully in terms of its competence and functions.

Another type of risk for financial globalization is related to the specifics of the network structures in financial and information systems. It is M. Castells who writes about the network form of their organization.¹⁰³ In his opinion, network structures comprise new morphology of societies. A network structure in general is a complex of interrelated knots. The modern financial system is built around information network structures. In any case, the network form of organization undoubtedly plays a prominent role in the international financial system. In such a way risks of such a type of organization become the risks of the financial system.

First, in the financial and information system there exists a seeming surplus of information. In reality it is not available for everybody and is distributed unevenly. Asymmetric spread of information may be viewed as a risk of financial globalization.

Second, noninvolvement of countries, organizations and institutions in the financial and information system is another risk . A peculiar paradox lies here: involvement under insufficient information leads to instability and crises, while noninvolvement deprives in the perspective of hope to develop along the market economy.

Third, the speed of information circulation among the knots of the network system (financial centers) is so high that time of its transfer is practically equal to zero. Thus, currency and stock exchanges operate in the real time regime.

¹⁰³ Castells M., *The power of Identity*, Oxford, Blackwells, 1997.

As a result, abuses in one part of the system are immediately disseminated over the whole system.

In such a way it is possible to arrive at the conclusion that financial globalization is an avoidable product of the continuous process of internationalization and, consequently, it is of objective character. Developing within the market system, it unavoidably bears the risks and contradictions of the given type of the economic organization. At the same time, financial globalization also has a subjective side, in other words, it is some sort of a regulated process and as result there are possibilities of reduce the risks of financial globalization, though it is impossible to overcome them completely.

Following the above, a question arises as to the role of bilateral economic relations between such countries as Germany and Russia.

As we see it, under globalization, such relations are of special importance because the world economy is entering the phase of **geo-economic development**. It means that in line with the new scenario **competition among the key zones of economic interaction** will become the leading factor in the XXIst century. **In the long-term perspective this process means the establishment and enlargement of new regional "nuclei of development" which would combine high technologies and natural recourses.** Economic competition will primarily develop not on the national and state level but among internationally organized enterprises and "nuclei of development".

In the XXIst century Russia may play an extremely important and independent role of the participant in the new geo-economic process which will spread around Germany as an initiator and stabilizer of global political and economic processes in the European region. With regard to Russia's tremendous territory and abundance of natural recourses, its joining to the system of economic relations of the European "nucleus of development" will be of huge international importance and will in principle influence the placement of economic forces in the world economy.

As experts in geopolitics state, " nuclear and, in general, military predominance, in which Europe will further on never be able to compete with the USA, will in the visible future cease to be the main factor of the world leadership, giving way to the priority of the "soft force", that is to the economic might. And it is exactly in the part of the economic might that Europe as a whole, and Germany in particular, becomes the competitor of the USA".¹⁰⁴

Economic relations between Germany and Russia go far back to history. They began in 1697, the year of Peter I Great Embassy to the western countries. The first German-Russian project also dates back to that time. Famous scientist Leibniz produced a memorandum containing a plan of transformations in Russia

¹⁰⁴ Nezavisimaya Gazeta No 181 (2243), 26 September 2000.

which stipulated the establishment of a network of research and educational institutions as well as a whole number of projects in the field of economy, prospecting of the natural resources, etc.

It is well-known, that there were different periods in the history of Russian-German relations. Presently the FRG holds the leading position among commercial partners of Russia. The FRG is the most prominent supplier to Russia of machines, equipment and modern technologies (more than 25% of the 2002 total Russian import of these goods), clothes and footwear (more than 50%), food stuffs (14%). It covers about 14% of Russia's total foreign trade turnover.

In 2002 the leading items of Russian export to the FRG included:

- energy sources – 77% (of the total exports);
- raw material and semi-manufactured goods – 15%;
- ready-made commodities – 7% , out which 1% falls to machinery and equipment.

Deliveries from Russia cover the FRG import requirements in the natural gas by 35%, in oil – by 28%, in non-ferrous metals – by more than 11%, in fertilizers – by 13%.

The main types of commodities presented in the import from the FRG in 2002 comprise:

- machinery and equipment – 53% (of the total imports);
- chemicals –17%;
- metals and metal wares – 7%;
- textile fabrics – 4%;
- products of woodworking and pulp-and-paper industries – 3%.³

Strategic landmarks should change: if, up till now, commerce was the main branch in the chain of our economic ties, then in future investments could become as such.

Prospects for the Russian-German economic relations depend , to a greater extent, on mutual confidence among the Germans and the Russians. A special review was held for this purpose.⁴ The attitude to Germany among the Russians of different ages is seen from the table below (the data is in %).⁵

³ Russian Trade Representative office in the FRG, 2003.

⁴ Russia and Germany. What the Russians think about the Russian-German relations and prospects for their development//http://www.fesmos.ru/Rus_part1.html.

⁵ Ibid.

The feelings caused among the Russians at the mentioning of Germany	Up to 30	31-50	51-60	Older than 60
Generally positive feelings	72.9	71.3	62.9	60.3
Generally negative feelings	10.7	12.1	19.0	22.2
Found it difficult to answer	16.4	16.6	18.1	17.5

The majority of the Russians and Germans approach the prospects for the Russian-German relations rather optimistically. At the same time the review shows that this optimism has a tendency to growth. According to the poll held by the Allensbach Institute of Demoscopy in April 2002, the number of the Germans who believe in good relations between Russia and Germany in the perspective, grew from 36 % in 1996 up to 55% in 2002.

The highest level of optimism about the possible forms of the long-term Russian –German relations is demonstrated first of all by the Russian well-off respondents. Among them those who believe that the relations will be positive make 71.3%, meanwhile, the Russians living beyond the poverty line, are more reserved in their assessments. Among them a bit more than a half have a positive attitude (53.8%) and, on the contrary, there are more skeptics than in other walks of the society (31.1%).⁶

⁶ Ibid.

Investitionen, Banken und Wirtschaftswachstum in Russland

Zusammenfassung

Die Entwicklung des Bankensystems, der Investitionsprozess und das Wachstumstempo in einem Staat stehen in einem engen Zusammenhang. Eng verbunden sind auch qualitative Parameter von Investitionen, Bankinstituten und der wirtschaftlichen Entwicklung des Staates. Für Russland ist die schnellstmögliche Modernisierung der Industriezweige, der Industrieproduktion sowie der Technologiestruktur der gesamten Wirtschaft notwendig. In diesem Beitrag wird der Investitionsaspekt der Gesundung der russischen Wirtschaft diskutiert, und besonders die Rolle der Banken in diesem Prozess. Die Aktivierung der Investitions- und Innovationsprozesse ist ohne Beteiligung der Banken nicht möglich, weil die Eigenmittel der Betriebe sehr begrenzt und in der Regel an die laufende Produktion gebunden sind. Momentan wird das Wirtschaftswachstum zu mehr als 50% aus Mitteln der Industrieunternehmen selbst finanziert und der Anteil der Bankkredite (einschließlich der ausländischen Banken) bildet nur ca. 3,5% im Gesamtumfang. Dadurch wird die verhältnismäßig hohe Industrieentwicklung nicht vorbestimmt. Die Autorin analysiert die Gründe für fehlende mittelfristige und langfristige Investitionen und Bankkrediten in dem realen Wirtschaftssektor. Der Branchenstruktur nach wird primär in die Rohstoffgewinnungsindustrie investiert, was Russland zu einem vom Rohstoffexport abhängigen Land macht. Die Analyse von Investitionen in den Industriesektor der russischen Wirtschaft, ihrer Branchenstruktur, des Anteils der Bankkredite an den gesamten Kapitalanlagen und das industrielle Wachstumstempo lassen Schlussfolgerungen über die notwendige Transformation des Investitionsprozesses zu.

* Herzen Universität, St. Petersburg.

Т.П. Николаева, д.э.н., профессор*

Инвестиции, банки и промышленный рост в России.

* Универстет им. Герцена, Санкт-Петербург.

Существует четкая положительная связь между развитостью банковской системы, инвестициями и темпами экономического роста в стране. Тесно взаимосвязаны также качественные параметры инвестиций, банковских институтов и экономического развития государства. В частности, формы и направления внутренних и зарубежных инвестиций, формы и условия предоставления банковских кредитов оказывают воздействие на отраслевую структуру национальной экономики, включая промышленное производство, отсюда – на структуру внешней торговли страны и, таким образом, на место последней в международном разделении труда и ее положение в мировом сообществе.

Эффективность общественного производства, его устойчивость и национальная безопасность государства определяются структурой экономики. Для России в настоящее время крайне актуально и наращивание объемов производства, и скорейшая модернизация отраслевой структуры промышленного производства и технологической структуры экономики в целом. Решение этих взаимосвязанных проблем в значительной степени определяется тем, насколько успешно государство и предпринимательский сектор сумеют привлечь собственные и заемные средства, т.е. банковские кредиты, причем, как внутренние, так и зарубежные. За годы реформ российская экономика претерпела драматические изменения:

- в институциональном аспекте она из жестко централизованной превратилась в рыночную, получив демократические свободы и утратив значительную часть социальных гарантий;
- в отраслевом разрезе она деградировала: в ее структуре возрос удельный вес добывающих отраслей и упал - обрабатывающих, выпускающих продукцию с высокой долей добавленной стоимости;
- в технологическом отношении она также ухудшилась: доля производств на базе пятого и четвертого технологических укладов снизилась до 2% в среднем по национальному хозяйству, а на базе третьего и даже реликтовых укладов, соответственно, возросла;
- количественно к 1999 г. она «потеряла» примерно 40% своего ВВП (по сравнению с 1992 г.).

Безусловно, восстановление дореформенных объемов общественного производства, модернизация отраслевой и технологической структур национального хозяйства, облагораживание структуры экспорта и достойная интеграция в мировую экономику – это комплексная проблема, требующая для своего решения самых разнообразных способов, инструментов и соответствующего нормативного обеспечения. Рассмотрим

здесь один аспект проблемы оздоровления российской экономики и создания условий для ее устойчивого роста – инвестиционный.

Возможности дальнейшего экономического роста страны за счет внешнего спроса на базе существующих производственных мощностей к началу 2003 года оказались фактически исчерпанными. Задача удвоения ВВП за 10 лет, сформулированная Президентом РФ в его последнем послании Федеральному Собранию, органично содержит в себе и главные средства своего решения – инвестиции и инновации. Активизация инвестиционного и инновационного процессов невозможна без участия банков, так как собственные средства предприятий ограничены и, как правило, связаны текущим производством. Для развития же необходимы сравнительно свободные средства. По данным российских экспертов, в настоящее время экономический рост в стране более чем на 50% финансируется за счет средств самих производственных предприятий, в то время как доля банковских кредитов (включая кредиты иностранных банков) в общем объеме инвестиций составляет около 3,5%. Это предопределяет сравнительно невысокие темпы промышленного развития, в то время как России требуется их ускорение до примерно 10% в год.

Столь незначительное участие банков в экономическом развитии России можно объяснить, но нельзя признать достаточным. Так, суммарные активы российских банков достигли почти 37% ВВП, но это совершенно несопоставимо с аналогичными показателями развитых стран (например, в США – около 8000%, в Германии – 680%), а также явно недостаточно для относительно рискованного кредитования отечественных предприятий. Кроме того, потенциальные кредитные возможности банков зависят от структуры их активов. Здесь также наблюдается качественное отличие от возможностей западных банков: более 70% средств российских предприятий находятся на расчетных и текущих счетах, а свыше 80% вкладов населения привлечено на сроки до полугода. Это означает, что банки просто физически не способны на сколько-нибудь крупные инвестиции в реальный сектор экономики даже на средний срок, не говоря уже о долгосрочных кредитах.

Весьма важна для темпов и качества экономического роста отраслевая структура инвестиций. А она в России в настоящее время такова, что способствует закреплению сырьевой направленности промышленного развития. Скорость и качество технического прогресса в значительной степени определяются состоянием такой отрасли как машиностроение, но эта отрасль в нашей стране в 90-е годы не только не развивалась, а, напротив, в значительной степени утратила свой потенциал. Проанализируем некоторые цифры.

Годы \ Показатели	1999	2000	2001	2002
Прирост реального ВВП, в % к пред. году	5,4	9,0	5,0	4,3
Прирост объема промышленной продукции, в % к пред. году	11	11,9	4,9	3,7
Прирост инвестиций в основной капитал, в % к пред. году	5,3	17,4	8,7	2,6
Экспорт, в млрд. долл. США	75,5	105,0	101,6	106,9
Импорт, в млрд. долл. США	39,5	44,9	53,8	60,5
Торговое сальдо, млрд. долл. США	36,1	60,1	47,8	46,4

Таблица 1:

Динамика некоторых макроэкономических показателей России

При среднегодовых темпах роста ВВП в 5,9% наблюдалось приращение инвестиций в среднем на 8,5% в год за рассматриваемый период. Темпы роста промышленного производства составили в среднем 10,6% в год. Товарооборот вырос за 1999-2002 гг. в 1,5 раза. Иными словами, отдача от инвестиций в промышленности оказалась выше, чем в среднем от национальной экономики. Это, конечно, позитивный результат инвестиционного процесса. Однако развитие промышленного сектора экономики явилось крайне неравномерным и не вполне удовлетворительным с точки зрения обеспечения ускоренного роста. Одной из главных причин такой неравномерности выступает инвестиционная диспропорциональность. Инвесторы, как российские, так и зарубежные предпочитают отрасли, продукция которых ориентирована на экспорт и отличается быстрым оборотом, т.е. это преимущественно сырье и топливо, а также пищевая промышленность.

Так, за последние два года структура российских инвестиций в основной капитал практически не изменилась и демонстрировала явное доминирование отраслей первичного сектора. А именно: 42,7% от всего объема капиталовложений в 2002 г. пришлось на промышленность, в том числе на топливную промышленность – 20,6%, черную и цветную металлургию – более 5%, а на машиностроение – лишь 3,2%. В структуре иностранных инвестиций львиная доля – 44,5% приходится на торговлю и общественное питание, а в промышленность поступило в 2002 г. только 37,1% вложений.

Динамика внутренних и зарубежных инвестиций в российскую экономику неодинакова. Все последующие за августовским кризисом 1998 г. годы объем вложений в национальное хозяйство возрастал, однако темпы роста иностранных инвестиций оказались выше. Соответственно, разрыв между внутренними и внешними вложениями, сокращался. Так, если в 2001 г. он составлял 3,8 раза (1722 млрд. руб. против 14,3 млрд. долл.), то в 2002 г. –

2,8 (1758,2 млрд. руб. против 19,8 млрд. долл.). Следует признать, что динамика иностранных инвестиций в российскую промышленность в какой-то степени более чутко отреагировала на изменение стратегических целей в государственной экономической политике, нежели динамика внутренних вложений.

Как видим из Таблицы 2, заметно снизилась доля вложений, идущих в топливную промышленность. Причем, она ниже доли вложений российских инвесторов: 18,1% против 22,1% в 2001 г. Не столь разительно, но зато поступательно растут иностранные инвестиции в российское машиностроение: их доля в 2001 г. превысила 12% от всего объема вложений в промышленность и 4-кратно превзошла долю российских вложений в эту отрасль. Свыше 82% всех иностранных инвестиций в российскую промышленность приходятся на европейские страны, США и Японию, в т.ч. 19% - на Германию (2002 г.).

Отрасль	% к итогу			Темп прироста, % к предыдущему году		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Промышленность, всего	100	100	100	3,8	-3,2	19,9
в том числе: Топливная	34,9	13,2	18,1	-9,5	-63,5	65,2
Металлургия	19,0	23,2	27,2	79,5	17,9	40,8
Машиностроение	8,1	10,0	12,3	-	19,0	48,5
Пищевая	29,0	37,8	27,5	-3,7	26,2	-12,9
Деревообработка	4,0	5,4	4,3	-	33,2	-5,8
прочие отрасли	5,0	10,4	10,6	-70,5	101,2	21,7

Таблица 2:

Динамика отраслевой структуры иностранных инвестиций в российскую промышленность

В целом анализ таких показателей, как суммарный объем инвестиций в промышленный сектор российской экономики, их отраслевая структура, доля банковских кредитов в общих капиталовложениях, с одной стороны, и темпы роста отдельных отраслей промышленности, всей экономики, с другой, подводит к выводу о необходимости трансформации инвестиционного процесса.

Во-первых, необходимо увеличение доли банковских кредитов, особенно в части средне- и долгосрочных.

Во-вторых, требуется переориентирование инвесторов, прежде всего – банков, на отрасли высокотехнологического комплекса, где отдача от инвестиций выше, чем в добывающих отраслях, но требует большего времени.

В-третьих, усиление роли банков в процессе обеспечения промышленного и в целом экономического роста невозможно без увеличения кредитного

портфеля российских банков. Последнее означает, что банки должны активнее работать с населением, привлекать его сбережения. А трансформация сбережений в инвестиции в конечном итоге определяется надежностью банков, которая в России пока не имеет адекватного правового обеспечения. Во всех странах Европы, кроме России и Албании, практикуется страхование вкладов, что формирует доверие населения к банкам и определяет надежность последних. Таким образом, достижение высоких темпов роста экономики в России в настоящее время в значительной степени зависит от того, насколько успешно и в каком направлении будет развиваться ее банковская система.

Литература

1. Барон Л., Захарова Т. Диспропорции в развитии банковского и нефинансового секторов экономики России // Вопросы экономики. 2003. №3. С.106.
2. Любимцева С. Структурная модернизация экономики // Экономист. 2003. №2. С.12-31.
3. Российская экономика: прогнозы и тенденции. 2003. №3. С.4.
4. Российская экономика в 2001 году: тенденции и перспективы. Вып. 23, март 2002. С.85.
5. Саркисянц А. О роли банков в экономике // Вопросы экономики. 2003. №3. С.91-102.
6. Эксперт. 2003. №18 от 19 мая. С.116-117.

Die aktuellen Probleme der Außenverschuldung Russlands

Zusammenfassung

Russland, das nach dem Umbruch der UdSSR, die sowjetischen Außenschulden übernommen hatte, überschritt im Laufe der marktwirtschaftlichen Reformen 1991-2000 das weltdurchschnittliche Tempo des Außenverschuldungszuwachses. Momentan beträgt die russische ausstehende Außenverschuldung über 150 Mrd. USD. Die Ausdehnung der Außenverschuldung und die Schwierigkeiten bei der Schuldenbegleichung stehen im engen Zusammenhang mit innen- und außenwirtschaftlichen Faktoren. Im vorliegenden Beitrag werden die schwerwiegenden Einflüsse wie z. B. die makroökonomische Instabilität, das kontinuierliche Haushaltsdefizit, hohe Staatsausgaben, der unterentwickelte Finanzmarkt sowie die unangemessene Schuldenverwaltung, indem der Schuldenzuwachs nicht von dem Wirtschaftszuwachs begleitet wurde, geschildert. Der Autor analysiert die für Russland anwendbaren Verwaltungsverfahren der Außenverschuldung, vor allem den Ansatz der abkommensmäßigen oder sogar vorzeitigen Tilgung aus Haushaltsmitteln. Des Weiteren werden andere mögliche Schemata der Verwaltung beschrieben: Umschuldung und neue Verhandlungen mit dem Pariser Klub, sowie Schuldenkonversion. Momentan ergeben sich die Voraussetzungen zur effizienten Verwaltung und Begleichung der Außenverschuldung aus Haushaltsmitteln, wie z.B. angemessenes Wirtschaftswachstum, von Exportzöllen bedingter Haushaltsüberschuss, aktive Handelsbilanz sowie die gesunkene Neuverschuldung. Der Autor betont die positiven Entwicklungen in den Verwaltungsverfahren, z.B. die Gründung eines Stabilitätsfonds und die Tendenz zur Kürzung der Außenschulden.

* Herzen Universität, St. Petersburg.

А. Я. Линьков, д.э.н., профессор *

Актуальные проблемы управления внешним государственным долгом в России

* Университет им. Герцена, Санкт-Петербург.

В условиях рыночных реформ 1991-2000 гг. Россия по темпам роста внешнего долга (310%) существенно превысила среднемировой показатель (250%). В настоящее время размеры внешнего долга России весьма значительны (см. табл.1).

	2002	2003
Всего (мрд. долл.)	150,8	153,5
Органы государственного управления	113,2	104,7
Федеральные органы управления	112,2	103,6
Новый российский долг	51,0	48,4
Кредиты международных финансовых организаций	14,4	13,3
МВФ	7,4	6,5
МБРР	6,7	6,6
Прочие (2)	0,2	0,2
Прочие кредиты (3)	6,4	5,7
Ценные бумаги в иностранной валюте (4), в том числе:	26,9	26,2
Еврооблигации Минфина	7,1	7,1
Еврооблигации Правительства РФ для реструктуризации ГКО	1,4	1,4
Еврооблигации Правительства РФ для реструктуризации задолженности перед Лондонским клубом кредиторов	17,4	16,3
ОВГВЗ и ОГВЗ	1,7	1,7
Ценные бумаги в рублях (ГКО-ОФЗ) (3)	0,6	0,5
Долг бывшего СССР	61,2	55,3
Парижский клуб кредиторов	36,3	39,2
Бывшие социалистические страны	11,5	4,1
Прочая задолженность	11,8	10,2
Субъекты РФ	1,0	1,0
Банковская система (без участия в капитале) (5)	13,6	15,2
Нефинансовые предприятия (без участия в капитале)	24,0	33,6

Таблица 1:

Внешняя задолженность России (по международной методологии 1), на 1 января соответствующего года)

1. В соответствии с международной методологией, или методологией платежного баланса, внешний долг трактуется как сумма обязательств нерезидентам. В рамках другой методологии, использованной в Бюджетном кодексе РФ, внешний долг - это задолженность в иностранной валюте. Обязательства перед нерезидентами в национальной валюте в рамках этой методологии трактуются как внутренний долг. Такая методология оценки внешнего долга удобна для обслуживания долга из бюджетных средств. Она отличается от внешнего долга в платежном балансе на

сумму рублевой задолженности перед нерезидентами и валютной задолженности перед резидентами.

2. Кредиты ЕБРР и Nordic Investment Bank
3. Кредиты правительств иностранных государств
4. В части задолженности перед нерезидентами, по номиналу.
5. Включая обязательства Банка России*

Наращение внешнего государственного долга к началу XXI века и определенные трудности с его обслуживанием вызваны комплексом внутренних и внешнеэкономических факторов.

Во-первых, это длительный период макроэкономической нестабильности 90-х годов и связанный с этим систематический дефицит бюджета при слабой фискальной политике и высоких государственных расходах на социальные цели.

Во-вторых, это стратегически неверное решение российских властей о принятии на себя долга СССР, который стремительно вырос с 22,5 млрд. долл. в 1985г. до 95 млрд. долл. в начале 1992 г., в том числе правительствам—57 млрд. долл и иностранным банкам и фирмам - 38 млрд. долл. Долг вырос в связи с увеличением зависимости от импорта иностранных инвестиционных и потребительских товаров при снижении доходов от экспорта нефти. При этом стоимость активов за рубежом, включая зарубежное имущество, была переоценена.

После распада СССР в конце 1991 г. потребовалось проведение серии переговоров с кредиторами. В их результате был заключен ряд соглашений с Парижским клубом о реструктуризации задолженности в обмен на обязательства обслуживать долг бывшего СССР (1993-1995), а затем всестороннее соглашение (1996) о выплате долга Парижскому клубу в сумме, превышающей 38 млрд. долл. США (с началом погашения реструктуризованного номинала долга в 2002 г.). Более 40% задолженности приходится на долг Германии, около 40% - на долю Италии, США, Японии, Франции и Австрии. Кроме того, было заключено соглашение (1996) с Лондонским клубом о реструктуризации задолженности на условиях выплаты долга за 25 лет, а в конце 1997 г. были выпущены долговые инструменты PRIN (на сумму основного долга) и IAN (на сумму накопленных процентов) со сроками погашения соответственно в 2020 и 2015 гг.

В-третьих, рост внешнего долга связан с низким качеством управления полученными заемными средствами, когда прирост долга не сопровождается экономическим ростом и, как следствие, ростом

* Источник: (1).

поступлений средств в государственный бюджет, который, исходя из существующей структуры долга, является основным источником платежей внешним кредиторам. Финансирование государственных расходов за счет увеличения государственного долга как альтернатива повышению налогов может рассматриваться лишь как относительно кратковременная мера стимулирования экономического роста, так как рост госдолга может создавать эффект crowding-out и ослабление стимулов к инвестициям.

В-четвертых, проблема внешнего долга осложняется неэффективным управлением зарубежными активами с крайне невысокими поступлениями средств от заемщиков. Оценка стоимости только советских имущественных активов за рубежом составляет более 500 млрд. долл. Кроме того, ряд стран не признают Россию преемницей СССР по долгам либо не признают курсов перевода инвалютных рублей, в которых предоставлялись кредиты, в доллары США (1 долл. = 0,58 руб. на конец 1991 г.).

В-пятых, чрезмерные лимиты заимствований на внутреннем рынке в условиях мягкой фискальной политики середины 90-х годов и при ограничениях на лимит внешнего долга, устанавливаемых в 1995-1998 гг. в законодательном порядке на очень низком уровне, вызвали исчерпание внутренних источников финансирования. Это сделало неизбежным допуск нерезидентов на внутренний рынок в 1996 г. для финансирования дефицита государственного бюджета. При этом не была использована благоприятная конъюнктура заимствований на внешних финансовых рынках, короткие ГКО не были своевременно конвертированы в еврооблигации с длинным сроком погашения. Нарастание задолженности перед нерезидентами по ГКО в преддверии финансового кризиса 1998 г. привело к дилемме, вставшей перед Центральным Банком. Он должен был либо продолжить жесткую кредитно-денежную политику в форме политики сохранения фиксированного номинального валютного курса для того, чтобы поддержать коммерческие банки, либо поддержать рынок государственных бумаг, что привело бы к снижению ставки процента и уменьшению стоимости обслуживания долга, но потребовало бы мягкой денежной политики и создало бы угрозу инфляции. Центральный Банк выбрал политику сохранения фиксированного номинального валютного курса скорее для того, чтобы поддержать банковскую систему, чем продолжать снижать инфляцию. Из-за повышения стоимости обслуживания государственного долга это привело к дефолту по ГКО, введению моратория на выплаты внешней задолженности банковской системой и потере Россией репутации первоклассного заемщика.

Дефолт 1998 г. привел к резкому нарастанию рублевого эквивалента внешнего долга и бюджетных расходов на его обслуживание. Доля внешнего государственного долга превышает 80% суммарного объема

долга. Это потребовало проведения новых переговоров как с Парижским клубом о реструктуризации платежей по суверенному долгу, так и с Лондонским клубом о списании части долга, увеличении сроков погашения оставшейся части и новой реструктуризации задолженности с помощью эмиссии еврооблигаций.

В-шестых, трудности с обслуживанием государственного внешнего долга до недавнего времени были связаны с тем, что у корпоративных заемщиков отсутствовали возможности выхода на внешние финансовые рынки, где цена и условия заимствований намного благоприятнее.

В-седьмых, усложнение управления внешним долгом обусловлено относительной неразвитостью финансового рынка и, в частности, недостаточной долей секьюритизованных заимствований. По оценкам, лишь около трети задолженности оформлены в долговые инструменты, а остальная часть представляет собой межгосударственные обязательства.

Все вышеизложенное свидетельствует о необходимости разработки целостной стратегии управления внешним долгом, которая была бы интегрирована в макроэкономическую политику страны. Методы и инструменты управления внешним долгом и зарубежными активами несовершенны. Не развита институциональная система привлечения заемных средств, система нормативно-правового и экономического регулирования размеров долга, стоимости его обслуживания, параметров привлечения заемных средств, их распределения между внутренними и внешними заимствованиями, определения временной структуры обязательств. Невелико число регуляторов внешних заимствований.

В литературе не существует единства мнений относительно логики управления внешним долгом. С точки зрения одних авторов (2), долги следует платить по действующему графику платежей (и даже с его опережением, при благоприятных условиях торговли товарами традиционного экспорта), используя бюджетные доходы. Из-за нежелания правительства погашать долги досрочно и при чрезмерно высоких темпах накопления золотовалютных резервов Россия, по оценкам А. Илларионова, потеряла за два последние года 15-17 млрд. долл. на падении курса доллара относительно евро (3).

Действительно, именно этим в большой степени объясняется прирост задолженности Парижскому клубу в 2002 году, исчисленный в долларах США (см.табл.1.). Вывод из страны, в том числе в виде платежей по внешнему долгу, «излишней валюты», с точки зрения Илларионова, отрицательно влияющей на реальный валютный курс, повышает эффективность экспорта и ускоряет экономический рост в целом (см., напр., 4).

В настоящее время имеются предпосылки для эффективного обслуживания и погашения долга за счет бюджетных средств. Это вполне удовлетворительная динамика экономического роста, профицитный бюджет, доходы которого увеличиваются из-за роста поступлений от экспортных пошлин, устойчиво положительное сальдо торгового баланса, сокращение масштабов бегства капитала, резкое ограничение новых заимствований. Важное значение в этом контексте имеет также укрепление рубля относительно доллара. Только в течение первого квартала 2003г. это сэкономило бюджету 5,6 млрд. руб., т.к. при выплатах 83,3 млрд. руб. государственный долг сократился на 88,9 млрд. руб.(4).

Улучшение кредитного суверенного рейтинга создало дополнительные возможности размещения на мировых рынках как государственных бумаг, так и бумаг корпораций при снижении стоимости заимствований. В 2002 году существенно увеличились долгосрочные ссуды и займы нефинансовым предприятиям (до 9,6 млрд.долл. из 12 млрд.долл. инвестиций, поступивших в реальный сектор экономики).

Показатели платежеспособности России вполне приемлемы. Даже в посткризисном 1999 г. Россия не являлась страной с экстремально высокой долговой нагрузкой среди 130 стран, статистика которых представлена в базе данных Всемирного Банка о внешнем долге. Показатели отношения государственного внешнего долга к ВВП, к экспорту товаров и услуг, полным и процентным платежам по внешнему долгу к экспорту и ВВП вполне удовлетворительны и улучшились со времени финансового кризиса (табл.2) .

Показатели	1997	1998	1999	2002 (оценка)
Внешний долг/ВВП	31	58	83	36
Внешний долг/ Экспорт	131	181	188	119
Внешний долг/Доходы федерального бюджета	251	543	658	212
Обслуживание внешнего долга/ (% +номинальная стоимость, факт)/ВВП	4	3	5	4
Обслуживание внешнего долга/ (% +номинальная стоимость, факт)/Экспорт	15	9	11	13
Обслуживание внешнего долга/ (% +номинальная стоимость, факт)/ Доходы федерального бюджета	28	27	39	24

Таблица 2: Некоторые показатели платежеспособности России по внешнему долгу (%)

Источник: А Вавилов. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. 2-е изд., перераб. И доп.-М.:ООО Городец-издат, 2003. С.169.

Особенно значимы для России показатели долга и его обслуживания, отнесенные к доходам государственного бюджета, так как доля долга федеральных органов государственного управления в сумме внешней задолженности доминирует.

Временные характеристики внешнего долга РФ также вполне удовлетворительны, так как доля долгосрочных заимствований весьма высока и имеет тенденцию к росту (табл.3):

	01.01.2002	01.01.2003
Всего:	100,0	100,0
Краткосрочные долговые обязательства	20,36	18,37
Долгосрочные долговые обязательства	79,64	81,63
Органы государственного управления:	100,0	100,0
Краткосрочные долговые обязательства	15,19	14,23
Долгосрочные долговые обязательства	84,81	85,77
Банковская система (без участия в капитале):	100,0	100,0
Краткосрочные долговые обязательства	82,35	71,05
Долгосрочные долговые обязательства	17,65	28,95
Нефинансовые предприятия (без участия в капитале)	100,0	100,0
Краткосрочные долговые обязательства	9,16	9,17
Долгосрочные долговые обязательства	90,84	90,83

Таблица 3: Структура внешнего долга Российской Федерации по срокам погашения
Источник: www.cbr.ru

В результате отмеченных положительных тенденций происходит уменьшение суммы внешней государственной задолженности. Для роста возможностей бюджета по обслуживанию долга сформирован стабилизационный фонд, отчисления в который привязаны к цене нефти. Фонд аккумулирует дополнительные доходы бюджета, которые могут быть использованы для погашения возможных пиковых нагрузок в обслуживании внешнего долга, хотя масштабы изъятия у экспортеров природной ренты, в том числе с использованием введенного в 2002 году налога на добычу полезных ископаемых, явно недостаточны.

Таким образом, перспективы для эффективного обслуживания внешнего долга весьма благоприятны. Тем не менее, вряд ли правы те экономисты, которые настаивают на досрочном погашении долгов в условиях благоприятной внешнеторговой конъюнктуры. Деловые обычаи не всегда позволяют осуществить досрочный выкуп государством своих обязательств на вторичном рынке, так как это может привести к нарушению прав части инвесторов на получение средств должника.

В российской литературе представлена и точка зрения ряда авторов (напр,б), которые считают, что следует продолжать политику урегулирования долга, добиваясь частичного списания долга, реструктуризации текущих платежей с целью уменьшения жесткости обязательств и пересмотра графика для снижения нагрузки на бюджет (по типу соглашения с Лондонским клубом). Это соглашение по глобальной реструктуризации задолженности на сумму более 31 млрд. долл. со списанием долга на сумму более 10 млрд. долл. и рефинансированием остальной части в 30-летние и 10-летние еврооблигации с продлением срока выплат действительно привело к существенному улучшению временной структуры внешнего долга.

Ряд авторов считает, что внешние обязательства, в частности, обязательства перед Парижским клубом, подлежащие погашению в ближайшие годы в соответствии с рамочным соглашением о реструктуризации задолженности, слишком велики и приведут к изъятию крупных ресурсов из экономики. С точки зрения этих экономистов, целесообразно продолжить переговоры с Парижским клубом о возможности выкупа советского долга (с дисконтом), а также еврооблигаций с высокой стоимостью обслуживания. Для этого могли бы быть привлечены новые кредиты МВФ, средства, полученные от новых эмиссий еврооблигаций, а также валютные резервы ЦБ РФ. Это существенно снизило бы долговую нагрузку России и увеличило бы возможности роста.

Необходима дальнейшая работа по уточнению размеров внешней задолженности различным категориям официальных и коммерческих кредиторов. В качестве примера следует назвать урегулирование во многом искусственного долга бывшей ГДР в размере 6,35 млрд. долл., в результате чего достигнуто пакетное соглашение о выплате ФРГ 500 млн. долл. до 1 февраля 2004г. и размораживании гарантийной линии по страхованию кредитов «Гермес» с ее увеличением до 1 млрд. евро.

Широко известны также методы снижения долговой нагрузки, не связанные с использованием доходов бюджета, в том числе конверсия долга в собственность, акции, права на недвижимость и другие активы, погашение долга товарными поставками и т.п. При этом, однако, следует учитывать существующий уровень и перспективу динамики цен активов, используемых как средство платежа. При существующем положении вещей нет альтернативы выплате долга за счет бюджетных доходов с переводом наличных денежных средств, так как капитализация российских компаний низка. Поэтому у российской стороны имелись основания для отказа от предложения Германии (2000 г.) об обмене части долга на акции «голубых фишек», которые явно недооценены. Как показал опыт, к большим потерям государства приводит и использование услуг предприятий-посредников

при выкупе ими внешних государственных долговых обязательств с последующим урегулированием задолженности перед бюджетом.

Резервы снижения внешнего долга связаны также с совершенствованием управления зарубежными активами. Приходится признать, что вступление в Парижский клуб в 1997 г. принесло России не только преимущества (включение России в коллективные механизмы воздействия на должников), но и определенные потери, связанные со списанием части задолженности развивающихся стран, наиболее отягощенных внешним долгом. Кроме того, Парижский клуб не признает долгов, образовавшихся в связи с военными поставками, а доля таких заемщиков России очень велика. Вместе с тем, не используются возможности, связанные с конверсией долга этих стран в активы (акции, недвижимость) и переуступкой долга российским корпорациям с привлечением их к хозяйственной деятельности в этих странах.

Решение задач, поставленных выше, ряд экономистов справедливо связывают с созданием двухуровневой системы управления внешним долгом, включающем Министерство финансов как орган, вырабатывающий стратегию его урегулирования, так и специальное долговое агентство по текущему обслуживанию долга (7).

Литература

1. www.cbr.ru.
2. Илларионов А. Платить или не платить. Альтернативные стратегии снижения бремени государственного внешнего долга // Вопросы экономики.-2001.-№10.
3. Известия, 29 мая 2003.
4. Илларионов А. Экономическая политика в условиях открытой экономики со значительным сырьевым сектором // Вопросы экономики.-2001.-№4.
5. Ясин Е., Гавриленков Е. О проблеме урегулирования внешнего долга России // Вопросы экономики.-1999.-№5, с.71-77.
6. Хейфец Б. О формировании единой системы управления государственным долгом и зарубежными активами // Экономист.-№9, с.74.