

Ristrutturazione del settore finanziario: qualche riflessione sull'Europa centrale e orientale*

MARIO SARCINELLI

1. Introduzione

Ha tutti i caratteri di una rivoluzione – politica, economica, sociale e culturale – la trasformazione che ha investito i paesi dell'Europa centrale e orientale e quelli dell'ex Unione Sovietica per effetto della "perestroika"; quest'ultima ha avuto il merito di far emergere tutta l'insoddisfazione per il cattivo funzionamento delle economie pianificate. Ne consegue che nessuna riforma specifica, di per sé presa, è sufficiente ad assicurare il successo della trasformazione, per quanto importante possa essere il settore, ad esempio quello finanziario; uno sforzo sinergico è necessario per far sì che il sistema muti il suo funzionamento e non si limiti a cambiare nome a processi che restano inalterati nella loro essenza economica e politica. Invero, v'è consenso sul fatto che vi debba essere una massa critica di riforme e una diversa composizione nel tempo delle medesime: la stabilizzazione macroeconomica e la liberalizzazione dei prezzi e del commercio estero sono certamente più rapide da attuare dei mutamenti istituzionali che richiedono leggi e di quelli nella struttura proprietaria e produttiva dell'economia. Molta attenzione ha attratto anche la sequenza critica delle riforme (McKinnon, 1991; Nuti, 1991)

□ Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, Londra (Gran Bretagna).

* Le opinioni espresse in questo testo sono quelle dell'Autore; esse non necessariamente riflettono le posizioni della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, né tampoco l'impegnano. Egli è grato a Pascal Lorot, Paolo Miurin, Andrea Ripa di Meana e Andrea Sommariva per aver letto una precedente stesura e fornito utili suggerimenti; resta l'unico responsabile, ovviamente, di ogni residuo errore.

che dipende, ovviamente, dalle condizioni iniziali (Fischer e Gelb, 1991); poiché queste ultime hanno una forte e variabile componente politico-sociale, ogni prescrizione di tipo rigido risulta azzardata.

Una tale, profonda palingenesi non è da attendersi che possa compiersi in tutti i suoi aspetti in alcuni mesi o, in parecchi casi, in pochi anni; i tempi dipendono fondamentalmente dal grado di preparazione al cambiamento che si era avuto prima dell'abbandono da parte sovietica dell'"impero esterno", come nel caso dell'Ungheria e della Polonia, o dalla tradizione capitalistica precedente l'occupazione sovietica postbellica, ad esempio nell'ex Cecoslovacchia. Soprattutto laddove quest'ultima è debole o inesistente, come in altri paesi dell'Europa orientale e nella stessa ex Unione Sovietica, v'è da chiedersi se la rivoluzione cui stiamo assistendo non sia basata su una grande illusione, quella che il mutamento di regime comporti più o meno automaticamente il raggiungimento dei livelli di vita occidentali.

Se ciò fosse possibile, anche nell'Est si avrebbe l'accettazione politica di un nuovo "trade-off" tra uguaglianza ed efficienza, come è accaduto sia pure su scala molto più ridotta in Europa e soprattutto in America negli anni '80. Attualmente è palese che anche in Polonia, sebbene la crescita sia colà ripresa nel 1992 (1 per cento), la caduta dell'attività avutasi tra il 1989 e il 1991 (5-10 per cento, contro un 18 stimato precedentemente) è tale che il reddito *pro capite* non potrà risalire prima di qualche anno al livello prevalente alla vigilia della trasformazione, anche se per il cambiamento di regime la comparazione intertemporale è tutt'altro che agevole; inoltre, l'assenza di informazioni sulla dimensione attuale e sulla dinamica dell'"economia irregolare" non permette di affermare quanto la caduta del prodotto sia stata frutto della difettosa misurazione statistica e soprattutto in quale misura quel tipo di economia contribuirà alla crescita del PIL, che il Governo stima nel 2 per cento per il 1993. Ne deriva che un gigantesco "expectation gap" si è formato o è in via di formazione nelle economie meno avanzate nel processo di trasformazione. In vari paesi si assiste alla disintegrazione delle coalizioni di forze che agli inizi animarono o governarono la palingenesi; i casi della Bulgaria e della Romania balzano subito alla mente. Più di recente, le elezioni hanno riportato in auge partiti che sono successori in linea retta del partito comunista nel vecchio regime. Poiché le istituzioni parlamentari sono giovani e i partiti politici troppo numerosi e con seguiti fluttuanti, il conflitto degli interessi si manifesterà e si comporrà probabilmente più sul piano sociale attraverso scioperi e accordi che

su quello politico. I rischi di una perdita di legittimità delle attuali forze o coalizioni di governo in alcuni paesi non sono da sottovalutare.

Per evitare che una "crisi da delusione" (Rosati, 1992) si innesti in una o più di queste realtà fragili sotto il profilo politico, economico e sociale, è indispensabile che le riforme procedano speditamente, che il rafforzamento della massa critica iniziale renda il processo riformatore non solo irreversibile ma anche produttivo di benefici che la popolazione sia in grado di apprezzare. Di tutti i cambiamenti istituzionali, quello che a mio avviso si presenta come strumentale sia nella fase di stabilizzazione macroeconomica, sia in quella di mobilitazione e di allocazione delle risorse secondo il modello occidentale, sia infine in quella di "controllo" della struttura produttiva, una volta che quest'ultima sia stata denazionalizzata e possibilmente privatizzata, è la riforma bancaria con la connessa istituzione di mercati finanziari; a questo riguardo, dove si è e soprattutto dove si sta andando?

La ricerca di una risposta si compie attraverso varie tappe. In primo luogo, si considerano il meccanismo di creazione di un sistema bancario a due livelli, l'emergere di una banca centrale con formali caratteristiche di indipendenza e la necessità di far divenire la concessione del credito un atto di allocazione efficiente (paragrafo 2). Successivamente, si passa ad analizzare il cammino percorso e quello ancora da fare perché l'allocazione del credito della banca centrale come di quelle commerciali non sia più basato su schemi di razionamento, ma su meccanismi di mercato, con una breve annotazione sul ruolo della politica monetaria nell'opera di stabilizzazione (paragrafo 3). I fattori che impediscono il buon funzionamento delle nuove banche commerciali, tra cui soprattutto la dimensione, il carattere pubblico e la scarsa concorrenza, sono l'oggetto del paragrafo 4, al quale segue un'analisi del problema più grave che le banche hanno, quello dei "cattivi prestiti". Nel paragrafo 5 si dà un breve cenno dello sviluppo dei mercati obbligazionari, necessari per il finanziamento dei disavanzi e per la conduzione di una politica monetaria di mercato, e delle borse valori, premesse o conseguenze della privatizzazione, soprattutto se attuata con metodi di massa. L'interrogativo che permea il paragrafo 6 è quello del "controllo" delle imprese dopo che esse saranno passate dal dominio pubblico a quello privato; la teoria delle informazioni asimmetriche costituisce il filo conduttore di una possibile risposta. Infine, insieme con brevi conclusioni trovano testimonianza nell'ultimo paragrafo l'azione della BERS nel settore finanziario e l'impegno che l'anima.

Per una dettagliata descrizione della riforma bancaria nei paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'ex Unione Sovietica si rinvia al numero di luglio 1993 della *EBRD Economic Review*.

2. Verso un effettivo sistema bancario a due livelli

Il primo, importante passo per la riforma del settore finanziario nelle economie già centralmente pianificate è stata l'istituzione di un sistema bancario a due livelli, nel quale la banca di stato o banca nazionale ha assunto le tradizionali funzioni della banca centrale, concentrando la propria azione sulla regolazione delle generali condizioni del credito e sui tassi dell'interesse, mentre alle banche commerciali di nuova istituzione sono state attribuite le funzioni di erogazione del credito e di raccolta dei depositi nei confronti sia delle imprese sia delle famiglie. Le esistenti banche specializzate, ad esempio nel campo delle esportazioni, sono state preservate e si sono viste aumentare il grado di autonomia operativa. Questa profonda ristrutturazione iniziò nel 1987 in Ungheria e negli anni immediatamente successivi nell'URSS, in Polonia, nella ex Cecoslovacchia, in Romania ecc., attraverso la scissione della monobanca in un gruppo di banche commerciali di proprietà pubblica e in una banca centrale. La moltiplicazione degli intermediari ha reso indispensabile e urgente, tra l'altro, creare un efficace sistema dei pagamenti con procedure di compensazione e di regolamento.

Sulla base della legislazione varata in Ungheria, in Polonia e nell'ex Cecoslovacchia – i tre paesi (divenuti quattro nel 1993) cui si farà quasi sempre riferimento per essere i più avanzati nell'opera di trasformazione e per i quali si forniscono alcuni indicatori economici (Tabelle 1, 2, 3) in appendice – ai loro istituti di emissione sono stati attribuiti i caratteri fondamentali di una moderna banca centrale. Ad esempio, tra gli obiettivi da perseguire assumono preminenza la stabilità del potere d'acquisto della moneta, il rafforzamento del sistema dei pagamenti, lo sviluppo e l'integrazione internazionale dell'economia. Sul finanziamento del Tesoro, la legge ungherese specifica che esso non può eccedere in nessun momento il 3 per cento delle entrate previste in bilancio e va remunerato al tasso base fissato per i crediti all'economia. L'obiettivo di stabilità e la limitazione nel

finanziamento del Tesoro danno fondamento alle disposizioni sull'autonomia che, ad esempio nel caso ungherese e in quello cecoslovacco, vietano al Governo di impartire istruzioni alla banca centrale nello svolgimento dei suoi compiti istituzionali e impongono alla banca di riferire agli organi parlamentari. Disposizioni simili sono state dettate anche dal legislatore polacco.

Ovviamente, il precetto legale ha posto il seme, ma non si può dire che quest'ultimo abbia già fruttificato. Per le difficoltà della trasformazione sia al livello macroeconomico sia a quello organizzativo, la netta separazione delle funzioni bancarie commerciali da quelle centrali ha richiesto più tempo di quanto non fosse previsto inizialmente; inoltre, le banche centrali hanno continuato a svolgere attività con caratteristiche soprattutto fiscali. Sino a quando le preoccupazioni per l'andamento dell'economia e per la situazione delle imprese e delle banche faranno premio sulla stabilità monetaria, le banche centrali finiranno con l'allentare il vincolo di bilancio attraverso la gestione del credito, ma nessuna durevole riforma sarà possibile senza l'introduzione e il rispetto dello "hard budget constraint" (Kornai, 1980; Campbell, 1991). La loro identità come pure il loro ruolo sono in corso di definizione, un processo che potrà richiedere, secondo i diversi ambienti politico-costituzionali, tempi più o meno lunghi; le vicende che portarono alla non conferma del Governatore Suranyi al vertice della banca centrale ungherese e l'arresto del Governatore polacco Wójtowicz, accusato di non aver impedito che attraverso un gioco di valute fossero danneggiate le banche pubbliche e quindi il Tesoro, offrono esempi del travaglio cui le nuove istituzioni sono soggette. Sia pure in un contesto istituzionalmente meno chiaro, politicamente molto più instabile e quindi meno facilmente interpretabile come quello russo, non si può tralasciare di menzionare la sostituzione del Governatore Matiukin, più incline ad accettare i severi precetti del FMI in tema di stabilizzazione, con l'ex Governatore della Gosbank Gherashchenko, più attento alle conseguenze depressive sui ritmi produttivi di una drastica politica creditizia. E in Ucraina il Governatore Hetman è stata l'ultima vittima per non aver eseguito gli ordini del nuovo Primo Ministro ...

Nella scelta del tipo di sistema bancario, il legislatore nei tre paesi più avanzati si è orientato verso quello incentrato sulla banca universale quale appare configurata nella Seconda Direttiva Bancaria CEE. Almeno in Polonia il concetto di banca universale non è stato pienamente definito e di fatto sembra sinora coincidere con quello di

banca commerciale. Il "securities trading", che in Ungheria deve però essere effettuato da un apposito intermediario, è talmente agli albori che non ha ancora permesso alle banche di assumere la configurazione che pure la legge per esse prevede.

Al di là di questi aspetti sistematici, l'incognita maggiore è il *modus operandi* delle nuove banche commerciali, rispetto alle funzioni che gli uffici della monobanca svolgevano nei confronti delle imprese sotto il passato regime. La concessione del credito, da atto amministrativo che rendeva operante una decisione programmatica, deve diventare allocazione verso gli usi più efficienti. Ciò richiede che: *a)* il rischio rappresentato dal prestatore sia accuratamente e professionalmente valutato; *b)* la concessione di un prestito, che ha da contribuire positivamente al conto economico della banca, non sia dettata da relazioni speciali col prestatore, né rappresenti di norma la conseguenza inevitabile di un'altra decisione di erogare credito presa in precedenza; *c)* il ricorso alle procedure fallimentari sia la naturale sanzione per chi non onora i debiti alla scadenza (Tanzi, 1992).

Nessuno di tali compiti veniva svolto dalla monobanca, sicché il personale di quest'ultima assegnato alle banche commerciali pubbliche deve imparare un'arte che non aveva mai praticato quando la valutazione del rischio era assente, la relazione con l'impresa mutuataria strettissima e il fallimento escluso dal sistema. Un'opera di addestramento soprattutto sul campo e un inserimento di capacità gestionali provenienti dall'estero sembrano indispensabili per permettere alle banche di partecipare attivamente al processo di trasformazione.

3. Strumenti di controllo monetario e ruolo della politica monetaria

Strettamente associati con le riforme bancarie, fondamentali cambiamenti si sono avuti nel sistema dei cambi e nello strumentario per il controllo monetario. La liberalizzazione delle transazioni valutarie di parte corrente e l'unificazione del tasso di cambio, con qualche progresso verso la creazione di mercati valutari, sono stati tratti salienti della riforma nell'ex Cecoslovacchia e in Polonia (Sundarajan, 1992). Di recente, alcuni strumenti indiretti o di mercato (ad esempio, aste di buoni del tesoro o della banca centrale) sono stati introdotti in tutti e tre i paesi più avanzati.

Esaminando in qualche dettaglio il caso dell'Ungheria, si ha una visione significativa dell'evoluzione dello strumentario a disposizione della banca centrale, dei vincoli che l'hanno condizionata e di quelli che sono stati rimossi. Il principale meccanismo cui si è fatto ricorso negli anni recenti è stata l'imposizione di limiti al rifinanziamento da parte della Banca Nazionale nei confronti di quelle commerciali. Mutamenti nelle riserve sono divenuti anche potenziali strumenti per il controllo monetario di breve periodo; tuttavia, scarso uso ne è stato fatto sino ad ora. Nelle fasi iniziali delle riforme, queste innovazioni non permisero un controllo monetario sufficiente e generarono, quindi, una rapida espansione della moneta e del credito. Fu soltanto nel 1988 che i tassi dell'interesse divennero meno rigidi. Nel 1990, una stringente politica creditizia fu attuata attraverso aumenti nel costo del ricorso alla banca centrale e riduzioni nei massimali di rifinanziamento per cercare di contenere il tasso di crescita dell'offerta di moneta al di sotto di quello del PIL ai prezzi correnti. Dopo di allora, un mercato monetario interbancario si è sviluppato in Ungheria, permettendo così alla banca centrale di perseguire una politica monetaria più flessibile.

La regolazione dei tassi d'interesse è ora relativamente liberale e i loro livelli sono moderatamente positivi in termini reali. La Banca Nazionale stabilisce le condizioni per le operazioni con il settore bancario, mentre le banche sono libere di fissare i propri tassi per le transazioni in contropartita con la clientela. Per le imprese, i tassi bancari sia attivi sia passivi furono liberalizzati nel 1987, mentre quelli per operazioni nei confronti del settore famiglie cominciarono a essere resi più flessibili al momento della riforma del sistema di finanziamento edilizio nel 1989. In precedenza, i prestiti edilizi erano concessi dalla Cassa di risparmio nazionale a basso tasso d'interesse. Al fine di limitare le perdite per la suddetta banca, la remunerazione sui depositi delle famiglie era strettamente controllata. Agli inizi del 1989, un nuovo Fondo per l'edilizia abitativa rilevò tutta la consistenza dei prestiti edilizi presente nei bilanci della Cassa di risparmio nazionale e delle cooperative di risparmio, contro emissione di speciali obbligazioni fruttanti un interesse di mercato. La ristrutturazione delle attività della Cassa di risparmio nazionale fu seguita dalla liberalizzazione dei tassi sui depositi e sui prestiti al settore famiglie, aprendo la strada per l'integrazione del sistema bancario, sino a quel momento diviso tra le unità al servizio delle imprese e quelle a disposizione delle famiglie.

Un tale sviluppo permise la creazione di mercati per strumenti finanziari. Dal 1988-89, certificati di deposito e buoni del Tesoro sono stati offerti alle famiglie come alternativa ai depositi bancari e alle obbligazioni. L'introduzione di certificati di deposito ha offerto una prima opportunità alle banche commerciali di competere con le istituzioni di risparmio per la raccolta delle disponibilità liquide familiari. I primi buoni del Tesoro furono emessi agli inizi del 1988 e venduti attraverso la Cassa di risparmio nazionale. La vendita dei buoni attraverso altri canali iniziò alla fine dello stesso anno, quando una piccola quantità fu venduta alla prima asta di prodotti finanziari nella recente storia dell'Ungheria. Sinora, la maggior parte di questa carta è stata comprata da compagnie di assicurazione e da enti locali.

In generale, nell'Europa centrale e orientale il processo di dettagliata assegnazione del credito previsto dal piano è stato rimpiazzato da vari controlli, diretti e indiretti, come i massimali di rifinanziamento da parte della banca centrale e quelli al credito erogabile, specifici per ciascuna banca, cui sono stati aggiunti, secondo le necessità, obblighi di riserva e depositi speciali presso l'istituto di emissione. Il meccanismo di allocazione del credito della banca centrale, che nelle economie di mercato sviluppate è incentrato sulle aste, in quelle dell'Europa centrale e orientale è di fatto ancora informato al razionamento; la mancanza o l'insufficiente presenza di mercati monetari rende il ricorso all'asta difficile, se non impossibile. Inoltre, la presenza di banche pubbliche, appesantite da portafogli di "cattivi prestiti", potrebbe rendere l'asta uno strumento di inefficiente allocazione, se i loro amministratori forzassero al rialzo i tassi al fine di assicurarsi la liquidità necessaria a mantenere in vita la loro clientela di imprese pubbliche in gravi difficoltà. V'è un terzo fattore che tende direttamente a indebolire gli impulsi restrittivi della politica monetaria: i crediti tra imprese. La disintermediazione del sistema bancario e l'aumento della velocità di circolazione della moneta, almeno nel breve periodo, crescono con il grado di restrizione monetaria. Ad esempio, nell'ex Cecoslovacchia tra la fine del 1989 e la metà del 1991 i crediti tra imprese sono aumentati di 20 volte (Hrncir e Klacek, 1991); esperienze similari si sono avute in Polonia e in Ungheria.

Il fenomeno è attualmente molto vivace nell'ex Unione Sovietica, dove si è alla ricerca di strumenti per porvi rimedio. E la politica economica non potrà non occuparsene rapidamente se non si vuole che l'intera ragnatela dei rapporti creditizi tra imprese avvolga

aziende sane e altre decotte, creando un rischio sistemico. Nei limiti in cui unità produttive con buona redditività siano indotte a prestare a consorelle la cui produzione ha un valore aggiunto negativo, spesso per il perdurare della convinzione che il "soft budget constraint" indurrà presto o tardi il Governo o l'autorità monetaria a un salvataggio, l'azione disciplinatrice del fallimento sarà resa più difficile e più costosa; in effetti, non si può dire che essa abbia colà cominciato a dispiegarsi. Ogni intervento diretto su questo tipo di rapporti tra aziende sarebbe non solo impossibile da gestire, ma anche erroneo; le imprese nell'Occidente sono libere di sviluppare relazioni di debito e credito in base alla reciproca convenienza.

In generale, è opportuno agire per la liquidazione delle imprese che non hanno futuro, per una sistemazione dell'indebitamento di quelle con buone prospettive di sopravvivenza, per una ricapitalizzazione delle banche e/o una loro privatizzazione; nell'intervallo un controllo selettivo che forzi una quota minima del credito verso il settore privato sembra da preferire a un aumento dei margini di intermediazione che scoraggerebbe proprio le emergenti iniziative private (Begg e Portes, 1992). In sistemi così distorti sul piano microeconomico non v'è da meravigliarsi che il tasso dell'interesse non consenta di discriminare tra le varie iniziative favorendo quelle più produttive; anzi, come già detto a proposito dell'allocazione del credito della banca centrale, esso potrebbe creare distorsioni aggiuntive, ove spingesse i responsabili delle imprese, per la mancanza della sanzione costituita dal fallimento, a pagare qualsiasi tasso. Anche per questa via si giunge, così, a dover accettare forme di razionamento basate su controlli selettivi del credito, ad esempio a favore del settore privato.

Sebbene i problemi interpretativi siano enormi a causa dei grandi mutamenti strutturali nelle economie dell'Europa centrale e orientale, è stato affermato che la caduta dell'attività economica e l'andamento osservato dei prezzi sono difficilmente attribuibili agli effetti della politica monetaria persino in Polonia e nell'ex Cecoslovacchia e che le politiche dei redditi e quella fiscale sarebbero state le vere protagoniste del controllo macroeconomico (Bofinger, 1992). Altri studiosi (Calvo e Coricelli, 1992) inclinano, invece, per la tesi opposta e dello stesso avviso si è detto l'OCSE (1991) per l'ex Cecoslovacchia. Se è difficile immaginare che la contrazione del credito o della liquidità dovuta ad alti tassi dell'interesse non abbia alcun effetto sulla produzione e sui prezzi, è altrettanto arduo credere che in economie che

mancano di efficienti canali di trasmissione della politica monetaria, che non hanno sperimentato nella transizione alti tassi di interesse reali e che hanno banche afflitte da crediti agevolati e da "cattivi crediti", la sola leva monetaria sia stata in grado di effettuare la stabilizzazione macroeconomica. D'altra parte, in economie già provate severamente dalla caduta del commercio intra-COMECON, è dubbio che una politica monetaria ultra-restrittiva, quand'anche attuabile, sarebbe stata opportuna.

4. Intralci al buon funzionamento delle nuove banche commerciali

È certo che la riforma che ha realizzato il doppio livello nel sistema bancario sia stata di grande momento. Tuttavia, almeno al presente, essa non ha creato un sistema bancario in grado di mobilitare il risparmio e incanalarlo in modo efficiente verso gli utilizzi più produttivi, poiché la riforma non ha risolto molti dei problemi ereditati dal passato. Le nuove banche commerciali sono nate con il peso della loro storia nel regime sovietico, sicché la mancanza di informazione e di istituzioni efficienti preclude l'espansione del "buon credito" (Calvo, 1991).

Prima di tutto, tali banche sono quasi sempre molto grandi, ovviamente pubbliche e non aduse a operare autonomamente; tutti questi caratteri comportano che la concorrenza sia piuttosto limitata. Le autorità polacche, ad esempio, hanno tentato di instaurare un iniziale regime di concorrenza nel sistema bancario creando, con una decisione del luglio 1988, nove banche commerciali interamente possedute dallo Stato, ciascuna localizzata in una grande regione del paese e autorizzata a svolgere ogni tipo di attività bancaria. Tuttavia, ognuna di esse ha confinato la sua operatività di fatto alla propria regione, con poca o nessuna concorrenza verso le altre per attrarre la clientela o nell'offrire sul mercato nuovi servizi bancari. La concorrenza tra le banche polacche è ancora influenzata dalla segmentazione dell'attività bancaria tra famiglie e imprese e dall'elevato grado di monopolio nella raccolta del risparmio familiare di alcune banche specializzate, in particolare quella per l'edilizia. Nuove banche private sono state autorizzate dalla Banca Nazionale di Polonia dopo il 1989 con il fine di accrescere il grado di concorrenza; la loro capacità di

competere effettivamente è severamente ridotta dalla presenza di una totale garanzia statale sui depositi raccolti dalle banche pubbliche. Quelle private, per la maggiore difficoltà di procurarsi depositi direttamente, devono in genere prendere a prestito sul mercato interbancario, incorrendo in più alti costi di provvista. Nel tentativo di forzare il sistema bancario a finanziare l'emergente settore privato, sembra che sino all'inizio del 1993 un terzo di tutto il nuovo credito bancario in base alle istruzioni della Banca Nazionale sarebbe stato fatto affluire a imprese non appartenenti allo Stato. Nel 1993 i massimali di espansione creditizia sono stati abbandonati. È stata iniziata, comunque, la privatizzazione di un'importante banca pubblica, la Wielkopolski Bank Kredytowy (WBK), con la cessione di una parte del capitale alla Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo e di un'altra sul mercato. Una seconda banca in predicato per la privatizzazione è la Bank Slaski (BS). Sia la WBK sia la BS hanno bilanci con una relativamente bassa aliquota di "cattivi prestiti".

Anche nell'ex CSFR il sistema bancario rimane altamente monopolizzato. Una sola banca ha sui propri libri circa il 70 per cento della consistenza dei prestiti nella Repubblica Ceca, mentre la sua omologa in Slovacchia ne ha più del 50 per cento. Quasi la metà delle loro passività a titolo di deposito proviene dalle due casse di risparmio, una per ciascuna repubblica. Al giugno 1993 vi erano 47 banche, incluse le casse di risparmio e le filiazioni di banche estere, possedute integralmente o in "joint venture", nella Repubblica Ceca, ma i nuovi intermediari controllavano solo una modesta quota, anche se crescente, dei depositi e degli impieghi totali. In Slovacchia alla stessa data esistevano 19 banche commerciali incluse le filiali di banche ceche, ma la scena bancaria continua a essere dominata dalle tre banche pubbliche nate dalla scissione della monobanca e privatizzate al 50 per cento attraverso i "buoni di prenotazione" ("vouchers").

Nel caso dell'Ungheria, lo stato ha attualmente meno del 35 per cento della proprietà diretta delle istituzioni finanziarie, ma la sua quota diventa molto più alta quando si consideri quella indiretta, cioè mediata dalle imprese e da altre organizzazioni finanziarie pubbliche. Il controllo del secondo tipo diminuirà nella misura in cui le imprese pubbliche saranno privatizzate; inoltre, il Governo ha riconosciuto che è opportuno specificare un calendario per ridurre la proprietà di Stato nelle istituzioni finanziarie. La nuova legge bancaria stabilisce che il Governo non potrà avere più del 25 per cento delle azioni in

una qualsiasi istituzione finanziaria dopo il 1995, con alcune particolari eccezioni per attività bancarie specializzate, come nel settore delle esportazioni e dell'edilizia. Le banche, quindi, sono obbligate a varare piani di privatizzazione al fine di soddisfare gli imperativi della legge bancaria. Il lavoro preparatorio per la privatizzazione di alcune delle principali banche è a buon punto. Si è già dovuto lamentare, però, un episodio di abuso da parte di uno stesso gruppo di imprenditori nella gestione di due piccole banche privatizzate e di una cooperativa di risparmio con conseguente crisi di liquidità per queste ultime.

È convinzione di chi scrive che il processo di privatizzazione delle banche non sarà così veloce come nelle intenzioni anche legislativamente codificate. Presumibilmente, non solo ostacoli economici ma anche vincoli politici rallenteranno un processo che senz'altro acquisterà vigore nel prossimo futuro. Perciò, non potrà non farsi ricorso a sistemi come quello francese o italiano per assicurare quell'autonomia di gestione che, almeno temporaneamente, permette a una banca pubblica di comportarsi in modo competitivo, contribuendo all'efficiente allocazione delle risorse. Laddove, come in Ungheria, le imprese pubbliche controllano o hanno partecipazioni nelle banche, la privatizzazione delle prime non risolve il problema di mantenere una "distanza di braccio" tra chi domanda credito e chi lo concede. Soprattutto nell'ex Unione Sovietica il rapporto banca-impresa è preoccupante: la grande maggioranza delle banche commerciali di recente costituzione è diretta emanazione di potenti gruppi industriali pubblici, sicché tendono a ricrearsi in modo più articolato i tradizionali e inefficienti vincoli di sudditanza per la funzione creditizia. L'allocazione delle risorse, perciò, ne sarebbe irrimediabilmente compromessa.

Questo è soltanto un aspetto di un quadro di regolazione bancaria che resta in molte parti incompleto e certamente non ancora provato, se non marginalmente, dall'esperienza. E il compito si allarga a dismisura se dalla vigilanza bancaria si passa a considerare la supervisione sugli altri intermediari di nuova costituzione, soprattutto quelli che saranno chiamati a gestire le imprese privatizzate con metodi di massa. Più preoccupante è il cattivo stato della vigilanza da parte delle autorità preposte sull'attività delle banche commerciali; nonostante l'assistenza fornita, ad esempio, da alcune banche centrali occidentali quali la Banque de France e la Bank of England rispettivamente alla Polonia e alla Russia, la funzione è resa più nominale che

effettiva dalla mancanza di personale sufficientemente specializzato, anche per l'attrazione che l'emergente settore privato esercita sul personale meglio preparato attraverso le più elevate retribuzioni.

Ulteriori intralci al buon funzionamento delle banche commerciali sono costituiti dalla loro perdurante dipendenza dalla banca centrale per fondi agevolati, anche se quest'ultima ha cercato di innalzare il costo del ricorso; dalla mancanza di una gestione altamente professionale, essendo ancora dirette talvolta dalle persone che ne erano i responsabili prima della riforma bancaria; dalla carenza di limiti operativi statutariamente previsti, ecc. Sul piano funzionale, si deve ancora notare che gli elevati tassi d'inflazione stanno rendendo particolarmente ardua, seppure l'hanno fatta emergere, l'intermediazione a medio e lungo termine, confinando nel breve l'attività bancaria. Ciò, da un lato, genera un crescente interesse per la costituzione di banche specializzate, dall'altro, accentua le pressioni per un rapido sviluppo dei mercati finanziari, cercando di trovare, erroneamente, nella più articolata struttura finanziaria la risposta a un problema derivante dalla mancata o insufficiente stabilizzazione macroeconomica.

4.1 Il problema dei "cattivi prestiti"

Tuttavia, il maggior ostacolo sulla strada che dovrebbe condurre le banche commerciali a diventare buone allocatrici di risorse è costituito dalla massa di "cattivi prestiti" che non accenna a stabilizzarsi. Molte delle attività che le banche commerciali hanno ereditato dalla monobanca sono costituite da prestiti a basso interesse alle imprese di Stato e buona parte di essi sono di fatto incagliati o in sofferenza. In più, le banche hanno continuato a prestare alle imprese di Stato al fine di mantenerle in vita, o almeno per permettere il formale ripagamento degli interessi e del capitale venuti a scadenza e così continuare ad annoverare tra quelli "vivi" crediti che tali non sono più. È un peccato che l'assenza di un mercato secondario non permetta di avere una qualche valutazione di queste attività, come è il caso per i prestiti bancari esteri ai paesi in via di sviluppo. Se un tale mercato esistesse, il loro valore di scambio sarebbe ben inferiore a quello di libro. Non soltanto la Polonia ma anche la Russia, l'Ucraina, la Romania o la Slovenia sono afflitte dal problema dei "cattivi prestiti". In molti paesi, comprese l'Ungheria e l'ex Cecoslovacchia,

delle mezze misure sono state prese, che non sembrano però aver risolto il problema (Bruno, 1992 e *EBRD Economic Review*, luglio 1993). In questi casi si è fatto ripetutamente ricorso a una varietà di tecniche che in maniera stilizzata possono ricondursi a una "ripulitura" dell'attivo e del passivo di bilancio o a una ricapitalizzazione delle banche attraverso disponibilità del Tesoro, a fronte di un trasferimento di "cattivi prestiti" a un'agenzia governativa o alla loro svalutazione.

In Polonia l'impostazione seguita è stata alquanto diversa: di fronte a una crescente consistenza di "bad assets" nel sistema bancario e a un viluppo di crediti incagliati tra imprese, il Governo di recente ha deciso di separarli nelle attività delle nove maggiori banche pubbliche dai "good assets". I primi sono destinati a costituire un "work-out fund" in ciascuna banca per la loro ristrutturazione o liquidazione. Anche i secondi saranno amministrati separatamente da ciascuna banca, però con i normali criteri aziendali. Le banche commerciali possedute dal Governo e quelle specializzate, che costituiscono essenzialmente un'ampia rete per la raccolta al dettaglio, si trovano a gestire un portafoglio di prestiti concessi in gran parte con decisioni di tipo non bancario a imprese negativamente influenzate nelle loro prospettive produttive e reddituali dal mutamento di regime economico. Considerato il cattivo funzionamento delle banche pubbliche e i troppo ampi limiti di rischio verso i prenditori, non v'è da sorprendersi se alcune di quelle private hanno finito col prendere anch'esse decisioni poco sagge. L'imposizione di un massimale sul credito erogabile dalle banche commerciali pubbliche ha reso la situazione più pericolosa per inesperti banchieri privati. Alcuni di essi hanno potuto troppo facilmente accrescere i loro prestiti alla clientela a causa dell'ampia offerta di fondi sul mercato interbancario da parte delle banche pubbliche e della mancanza di un'adeguata supervisione bancaria. La Banca Nazionale di Polonia ha già utilizzato l'arma della liquidazione nel tentativo di imprimere una qualche disciplina al settore finanziario.

Una larga quota del portafoglio di prestiti sull'interno delle banche polacche, sia pubbliche sia private, è da classificare al di sotto del livello qualitativo minimo; sette delle nove banche commerciali hanno in portafoglio prestiti "substandard" in misura variabile tra il 25 e il 30 per cento. Inoltre, i portafogli bancari, già provati dalla recessione del 1989-91, potranno deteriorarsi ulteriormente a mano a mano che la privatizzazione delle imprese si realizzerà, poiché ciò potrà tradursi in una maggiore difficoltà per queste ultime nel servire

il proprio debito. Sino ad ora, le autorità polacche hanno avuto tendenza a trattare la cattiva qualità dei portafogli bancari pubblici come un problema delle banche, anche se qualche attenzione è stata data alla proposta di trasferire i "cattivi prestiti" a un'agenzia per il risanamento, direttamente finanziata dal bilancio.

La cattiva qualità dei prestiti riduce i profitti (o accresce le perdite) delle banche nella realtà economica, sebbene ciò non traspaia nell'immagine contabile. Ne consegue un aumento dei sussidi che le banche commerciali ricevono da quella centrale (o in alcuni casi dal Governo) e/o una riduzione della remunerazione pagata ai depositanti, che scoraggia così il risparmio finanziario. Infine, nella misura in cui l'attività di prestito a favore delle pubbliche imprese assorbe gran parte dei fondi disponibili, le nuove iniziative private incontrano maggiori difficoltà e più alti costi nel prendere a prestito. Poiché questo processo è di ostacolo allo sviluppo del settore privato, risolverlo è della massima urgenza, non solo per eliminare una distorsione allocativa ma per procedere anche alla privatizzazione delle banche che non è possibile avvenga prima che sia stato ristrutturato il loro bilancio. Infatti, l'accumulazione di "cattivi prestiti" rende sempre più difficile stimare il valore capitale di una banca.

Se la profittabilità del sistema bancario e la sua solidità tendono a peggiorare a causa della situazione degli impieghi e del comportamento creditizio delle banche commerciali, ampie e crescenti passività potranno materializzarsi in capo al Governo, il che solleva interrogativi sui futuri bilanci pubblici. Inoltre, l'assenza di un chiaro e credibile sistema di protezione per i depositanti, una volta abolita la totale e discriminatoria garanzia governativa, scoraggerebbe i risparmiatori dal depositare in banca i loro averi liquidi; a causa dell'incertezza sulle implicazioni per il pubblico bilancio, potrebbe anche indurre gli investitori privati a diventare ancora più cauti. Di qui la necessità di agire rapidamente sia sul fronte delle banche sia su quello delle imprese. In Ungheria delle 1.850 aziende di Stato giudicate "idonee" per la privatizzazione, oltre 600 sono state trasformate in società per azioni e 400 sono state già parzialmente privatizzate. Proprio perché la scure del fallimento resa automatica agli inizi del 1992 dovrà necessariamente colpire con più discernimento, le imprese che si salveranno avranno bisogno di essere ristrutturate. Parimenti, delle 1.700 imprese pubbliche che il Governo polacco ha scrutinato con l'aiuto di esperti, 362 sono candidate alla liquidazione; per tutte le altre v'è la strada della privatizzazione e/o della ristrutturazione.

Nell'ex Cecoslovacchia la legge sul fallimento, una delle più severe, venne approvata nel 1991 e ne fu prevista l'entrata in vigore dopo un anno, ma alla scadenza si chiese la proroga di questo "periodo di grazia". Sebbene entrata in funzione nell'aprile 1993 nella Repubblica Ceca e nel giugno dello stesso anno in Slovacchia, essa non ha dato luogo a nessun importante procedimento fallimentare (in tribunale sono stati registrati meno di 100 casi di bancarotta).

Nel dilemma tra cancellazione del debito e socializzazione del medesimo (Calvo e Frenkel, 1991), è opinione di chi scrive che si debba scegliere il secondo corso, se si desidera che il sistema bancario diventi uno strumento per la ristrutturazione dell'economia e, in seguito, per il suo "controllo". Ovviamente, le modalità dovrebbero essere tali da minimizzare il "moral hazard", cioè l'aspettativa che il salvataggio possa ripetersi in futuro. È stato proposto (Phelps, 1992) che lo Stato, in cambio della cancellazione di parte dei "cattivi crediti" da parte delle banche, trasferisca un'equivalente quota di provvista a nuove istituzioni, quota da coprire con l'attribuzione a queste ultime di titoli di Stato. Ovviamente, i nuovi intermediari dovrebbero avere una propria solida base di capitale e possibilmente un *rating* favorevole. Siffatto meccanismo avrebbe il merito di ridurre il peso delle banche commerciali pubbliche nel sistema e di "forzare" la crescita dei nuovi intermediari, ma solleva problemi di "responsabilità morale" per lo Stato nel caso in cui uno o più di questi ultimi non amministrino bene la massa fiduciaria e falliscano.

5. Sviluppo dei mercati obbligazionari e delle borse valori

La politica di stabilizzazione macroeconomica richiede in questi paesi, non meno che in quelli dell'Occidente, un controllo del pubblico bilancio molto stretto, difficile da conseguire e soprattutto da mantenere nel tempo quando le entrate fiscali sono negativamente influenzate dalla caduta della produzione e le spese si dilatano per il crescere della domanda di protezione sociale dovuta alla caduta del reddito reale; l'introduzione di meccanismi di indicizzazione, cui si è spesso costretti a ricorrere, cronicizza l'instabilità e talvolta spinge all'iperinflazione. Poiché l'introduzione e l'osservanza di un principio di pareggio del bilancio è socialmente inaccettabile nelle condizioni

date, oltre che macroeconomicamente dannoso o rischioso, potendo condurre a livelli di attività ancora più bassi di quelli giustificati dallo shock rappresentato dal cambiamento di regime economico, ne segue che il disavanzo pubblico deve essere finanziato nei limiti del possibile con mezzi non monetari se si vuole conseguire il fine della stabilizzazione.

Ciò richiede un rapido sviluppo dei mercati obbligazionari, sia primario sia secondario; oltre a una struttura legale minima, la loro crescita dipende essenzialmente dall'offerta di carta con strutture di tasso e di scadenza adatte ad ambienti finanziariamente immaturi e macroeconomicamente instabili. Inoltre, l'emissione di titoli a breve, di gran lunga più attraente in siffatte condizioni, rende possibile la transizione della politica monetaria da una gestione basata sul razionamento e sui controlli diretti a una orientata al mercato e volta a influenzare la struttura dei tassi attraverso l'offerta di base monetaria. È una seconda ragione che milita a favore di un'alta priorità nella costituzione di mercati obbligazionari.

Allo stesso tempo in cui i sistemi bancari sono sottoposti a riforma e vengono istituiti mercati obbligazionari, ambiziosi programmi di privatizzazione sono in fase di studio, di formulazione e, più raramente, di attuazione nell'Europa centrale e orientale. La nascita di mercati finanziari è ritenuta di fondamentale importanza in tale processo, poiché questi assicurerebbero liquidità alle attività di nuova creazione e in prospettiva permetterebbero alle imprese di ottenere fondi dai risparmiatori. Nel caso di veloce sviluppo dei mercati azionari, questi ultimi potrebbero essere chiamati direttamente a privatizzare le imprese. Ma qual è il loro stato?

L'Ungheria ha sopravanzato tutti gli altri paesi dell'area nello sviluppo del suo nucleo di mercato finanziario. Dopo un intervallo di circa quarant'anni, la riorganizzazione del mercato dei titoli fu avviata agli inizi degli anni '80, consentendo l'emissione di obbligazioni. Un accordo sulla "negoziatura in titoli", firmato nel 1987, da un lato consolidò in regole le vigenti prassi e dall'altro segnò l'inizio del processo che portò in seguito alla fondazione della Borsa Valori di Budapest. Il mercato obbligazionario soffrì un collasso completo nel 1989 per l'accelerazione dell'inflazione, per l'assenza di deduzioni fiscali e garanzie governative sui titoli di nuova emissione, per l'apparizione di note di deposito a breve termine emesse da banche commerciali con rendimenti attraenti. Con la legge del 1990 sull'offerta pubblica di titoli in borsa venne creata l'intelaiatura legale per il

funzionamento di questo mercato. La Borsa fu costituita il 19 giugno 1990 e ha un'attività discreta; con circa Ft 40 milioni nella media giornaliera del 1991 il volume di attività è rimasto modesto. Nel maggio 1993 l'indice dei prezzi delle azioni era caduto sotto 700, da una punta di 1.250 a metà del 1990; solo 3 delle 23 azioni quotate venivano trattate a prezzi superiori a quelli di emissione. Vi operano una cinquantina di "brokers", con l'80 per cento del volume di attività controllato da 6 o 7 intermediari. Gli investitori stranieri contribuiscono al giro di affari per il 60-70 per cento. Il mercato obbligazionario, a sua volta, ha superato la crisi grazie all'emissione di titoli a cedola variabile. Più del 90 per cento del volume di attività è attualmente concentrato su buoni del Tesoro. Ovviamente, il segmento azionario dovrebbe crescere d'importanza con il procedere della privatizzazione.

In Polonia, mercati finanziari puri si sono sviluppati lentamente e sono ancora nello stato embrionale. Quelli per i titoli di Stato sono stati negativamente influenzati dalle errate condizioni delle emissioni (lunghe scadenze e tassi d'interesse bassi, negativi in termini reali), dalla mancanza di una ben assestata legislazione in tema di vigilanza e di regolamentazione e dall'ignoranza e dalla sfiducia dei risparmiatori. Lo sviluppo di mercati per i titoli pubblici, come si è già detto, dovrebbe costituire un importante obiettivo, sia per finanziare i disavanzi del Tesoro sia soprattutto per poter condurre un'efficace e non distorsiva politica monetaria. Il mercato azionario rimane troppo piccolo e speculativo; la Borsa Valori di Varsavia ha riaperto i battenti, nel luglio 1991, 52 anni dopo la sua chiusura nel 1939, con 10 titoli e la maggior parte delle azioni viene ora negoziata a prezzi tre volte più alti di quelli del primo giorno di apertura. Nell'agosto 1993 erano negoziati in Borsa 18 titoli e otto di questi avevano raggiunto il livello più alto mai registrato. Il volume di attività settimanale ha raggiunto nell'estate del 1993 il valore di US\$ 150 milioni, un aumento di 10 volte rispetto al giorno di apertura. Il mercato azionario è però caratterizzato da un'offerta di titoli scarsa rispetto alla domanda e da un'elevata volatilità.

L'ex Cecoslovacchia decise di creare una borsa valori che riflette la situazione politica di una federazione che si è effettivamente dissolta. Due borse, una a Praga e l'altra a Bratislava, sono in gestazione con l'aiuto di consulenti stranieri per stabilire regole, regolamenti e procedure operative. Con riferimento al metodo di negoziazione, le due borse hanno scelto impostazioni differenti: Praga

ha optato per una chiamata giornaliera, con utilizzo di un programma elaborativo sviluppato dalla Borsa di Parigi; Bratislava, invece, dopo aver considerato il modello svizzero di negoziazione continua utilizzando il semplice metodo delle grida, ha finalmente scelto una versione modificata della procedura della Borsa di Parigi. L'attività si ritiene che crescerà rapidamente subito dopo la prima ondata di privatizzazione attraverso la conversione dei buoni ("vouchers"). Una seconda infrastruttura che favorirà lo sviluppo del mercato secondario è il Sistema RM, creato per gestire la privatizzazione di massa mediante i buoni.

In tutti gli altri paesi della regione non vi sono stati significativi sviluppi nel campo delle borse valori. Nelle repubbliche della Comunità di Stati Indipendenti, e in particolare in Russia e in Ucraina, borse si sono sviluppate rapidamente ma in modo disordinato: la maggior parte di quelle esistenti sono di fatto dei centri commerciali, in cui cemento, ad esempio, si può scambiare contro petrolio, legname contro elaboratori o pellicce. Le meno numerose borse titoli presentano anch'esse tratti preoccupanti. L'accesso alla professione è regolato poco e male, i collegamenti informatici tra le borse sono assenti, il numero e la qualità dei titoli sono scarsi, sicché l'attività tende a scivolare verso l'intermediazione speculativa di partite creditizie.

Lo sviluppo di mercati per le azioni e altri titoli privati è particolarmente importante per economie che desiderano passare velocemente dal capitalismo di Stato a quello popolare; tuttavia, nel disegnare la struttura del sistema finanziario è opportuno farsi guidare da questa esigenza, importante ma contingente, o da quella, strategica e di lungo periodo, di predisporre un efficace meccanismo di accumulazione, allocazione del risparmio e "controllo" delle imprese?

6. È bene puntare sugli intermediari o sui mercati?

È innegabile che la borsa è spesso – nel bene o nel male – considerata come la massima espressione, quasi il simbolo, del sistema capitalistico. Esecrata dal regime comunista – nel quale solo il lavoro, e non certo il capitale, doveva generare reddito – per naturale reazione essa è divenuta nell'opinione di molti nell'Europa centrale e

orientale il meccanismo taumaturgico in grado di trasformare le economie rette dal principio del comando amministrativo in sistemi di mercato. Il desiderio di avvicinarsi a tappe forzate al modello occidentale non ha ancora lasciato spazio e opportunità in alcuni paesi a un sufficiente approfondimento del tipo di sistema finanziario da costruire a Est affinché risponda alle sue esigenze attuali e prospettiche. Questo difetto di riflessione politica, in qualche misura, è anche responsabilità di quei consiglieri, in grande maggioranza inglesi o americani, che si sono riversati all'Est e che, provenendo dai paesi con i più sviluppati mercati borsistici del mondo, hanno naturalmente predicato il proprio verbo e finito col rafforzare i "leaders" dell'Est nella convinzione che esista un unico sistema finanziario in Occidente. Come è noto, ciò non è vero e la scelta richiede una valutazione delle condizioni di partenza e al tempo stesso una prefigurazione, sia pure molto rozza, dei meccanismi di accumulazione, allocazione e "controllo" di ciascuna economia. Non va dimenticato che la struttura finanziaria anglo-americana rappresenta la punta più avanzata del capitalismo finanziario e che per ciò stesso costituisce più l'eccezione che la regola nel mondo occidentale (Corbett e Mayer, 1991).

Seguendo una distinzione che ha avuto molta fortuna e che ancora contiene una sufficiente capacità interpretativa, i sistemi finanziari si sogliono suddividere tra orientati ai mercati e orientati agli intermediari; nessun sistema, quindi, ha carattere di purezza, ma ciascuno annovera mercati e intermediari in una composizione che è frutto di influenze culturali, di sviluppi politici, di eventi economici e finanziari, in una parola della storia di un'economia. Ovviamente, l'equilibrio delle componenti si modifica dinamicamente, come l'esperienza italiana anche recente mostra; in assenza però di rivolgimenti politici fondamentali, i mutamenti non sono tali da cambiare la configurazione del sistema e richiederne la riclassificazione.

Nel decidere la scelta va tenuto presente che un sicuro vantaggio degli intermediari sui mercati è dato dalla maggior flessibilità e pronta rinegoziabilità del rapporto di credito bancario, dalla minor contrazione dell'accesso a quest'ultimo durante le recessioni economiche, dalla fornitura di servizi di liquidità, essenziali per il buon funzionamento degli stessi mercati (Garber e Weisbrod, 1990). Al di là di questi aspetti, poiché per i paesi dell'Europa centrale e orientale e soprattutto per quelli sorti dalle ceneri dell'Unione Sovietica la storia comincia (o ricomincia) col crollo del regime comunista, v'è un'opportunità unica di disegnare il sistema finanziario e con esso un fondamentale meccanismo di "controllo" dell'economia.

Se l'obiettivo è quello di favorire al massimo l'accumulazione, l'opinione corrente è che un sistema orientato agli intermediari, cioè principalmente alle banche, è il più adatto. Si citano al riguardo le esperienze della Germania e del Giappone, i cui sistemi finanziari sono chiaramente influenzati da banche di tipo universale e le cui borse sono fortemente dipendenti dalle prime, anche se nel caso di Tokyo non si può più dire che la sua borsa sia piccola, come è invece ancor vero per quella tedesca.

Un'analisi delle ragioni in grado di spiegare le migliori "prestazioni" delle economie tedesca e giapponese nel secondo dopoguerra sarebbe in questa sede del tutto fuori luogo, anche se meccanismi di controllo basati sull'indebitamento non sembrano essere stati influenti ai fini di quei risultati; sia sufficiente qui rilevare che non pare possa invocarsi una sorta di costante storica tra maggiore accumulazione e più forte ruolo degli intermediari. Raymond Goldsmith (1969) dimostrò che nella seconda metà dell'Ottocento, epoca della seconda rivoluzione industriale, si ebbe nelle principali economie una fase di "security capitalism"; vale a dire i rapporti finanziari diretti prevalsero su quelli intermediati dalle banche, nonostante che il rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale fosse sui livelli minimi, come è oggi il caso delle economie dell'Europa centro-orientale. Ma affondando lo sguardo ancora più indietro, la storia finanziaria della Francia pone in luce che le banche ebbero un ruolo minore dei mercati prima della Rivoluzione, mentre dopo quest'ultima le prime divennero più importanti dei secondi nell'allocazione delle risorse finanziarie; anche se è difficile provarne il rapporto di causalità, è comunque certa la coincidenza tra mutamento della struttura finanziaria e rapida industrializzazione del paese.

Se l'esperienza storica non è univoca, sicché è possibile trarre da essa insegnamenti, non modelli (Ciocca, 1991), anche la teoria non è dirimente al riguardo. È noto che nell'ambito di schemi di tipo walrasiano, in cui si tende alla perfetta concorrenza e i mercati divengono più efficienti e meno soggetti a frizioni, l'intermediario diventa sempre meno un trasformatore di rischi e sempre più un mediatore; in altri termini, la banca deve cedere alla borsa la funzione allocativa. Se l'ipotesi di mercati perfetti non è realistica e se in quelli imperfetti che conosciamo i prezzi non sono pienamente rivelatori delle informazioni private – della qual cosa sembra esservi evidenza –, per il consumatore/risparmiatore diventa più conveniente affidarsi a uno dei tanti intermediari che offrono servizi professionali di gestione

indiretta del risparmio; solo costoro hanno la capacità e la convenienza ad accumulare informazione. L'indisponibilità di quest'ultima in modo simmetrico rende il meccanismo di mercato insufficiente e giustifica interventi di regolazione finanziaria volti ad assicurare la qualità dei prodotti e/o la trasparenza dei prezzi (Masera, 1991).

I problemi di informazione non sollecitano soltanto l'intervento delle autorità, delle professioni, della revisione interna all'azienda come pure di quella esterna, ma spingono lo stesso mercato a reagire attraverso un meccanismo che, basandosi sulla credibilità, crea reputazione. L'esistenza di quest'ultima a favore di alcuni intermediari non è di solito sufficiente a spingere i concorrenti con minori credenziali fuori del mercato, il che riconferma la necessità di qualche forma di regolazione, e può spesso entrare in conflitto con le necessità dell'innovazione finanziaria, dato che la qualità del prodotto "nuovo" è ignota. Ciò che interessa qui notare è che la risposta del mercato non tende a creare condizioni di concorrenza perfetta, ma a rafforzare la struttura imperfetta che è base di un sistema finanziario orientato agli intermediari trasformatori di rischi. È mia convinzione, quindi, che sotto il profilo dell'accumulazione l'analisi economica offra sufficienti elementi per dare la preferenza a sistemi orientati alla banca invece che alla borsa, intesa come mercato in cui operano mediatori (agenti di cambio). Si spiega così la trasformazione, che anche in Italia ha avuto luogo, della borsa in un mercato di intermediari in grado di trasformare rischi, assumendo delle posizioni. Tuttavia, anche una borsa in cui siano presenti in buon numero "dealers" soffre rispetto agli intermediari di tipo bancario di una tendenza allo "short termism" che può essere nociva per il processo di accumulazione.

Una seconda finalità che i responsabili delle economie dell'Europa centrale e orientale dovrebbero aver presente nel disegnare il proprio sistema finanziario è quella di assicurare un efficace meccanismo di controllo per le proprie imprese, le cui condizioni iniziali – è bene ricordarlo – sono di forte concentrazione, di alto indebitamento e di scarsa "managerialità" nella gestione. L'ex Cecoslovacchia, forse a causa della sua rigida ortodossia negli anni '70 e '80, ha mantenuto in capo al Governo la responsabilità per la gestione delle imprese, mentre in Ungheria e in Polonia essa risiede nei manager e nei consigli dei lavoratori, rispettivamente; questi sistemi di controllo interni all'azienda sono da ritenere tutt'altro che efficienti ai fini della transizione. Inoltre, la ristrutturazione produttiva, tecnologica e finanziaria delle imprese richiederà ingenti capitali che è irrealistico

assumere possano essere forniti, insieme con il controllo sui gestori, da una moltitudine dispersa di possessori di azioni, più pronti a realizzare un qualche modesto guadagno di capitale nel breve termine che ad assumere rischi per il lungo periodo; i problemi di "free riding" sarebbero ben più forti che in Occidente.

Anche supponendo che si sviluppino a Est mercati dei capitali sul modello anglosassone, quest'ultimo assicura il controllo sulle società quotate attraverso le scalate ("hostile take over"); negli stessi paesi in cui esso è in auge, non è esente da critiche sotto vari profili, ad esempio perché la scalata tiene conto soltanto degli interessi degli azionisti e non degli altri "stakeholders", dai dipendenti ai fornitori, ai clienti; perché può essere prevenuta o impedita da azioni strategiche dei manager; perché è dispendiosa in quanto avrà successo solo se lo scalatore paga troppo e il valore delle azioni è atteso che scenda dopo l'acquisizione della società; perché obbliga la gestione dell'impresa che non desidera essere scalata a concentrarsi su obiettivi reddituali di breve termine; ecc. La conclusione raggiunta dall'indagine teorica è che il manager non è controllato da nessuno, ma che un gran numero di individui e di istituzioni influenzano il suo comportamento (Stiglitz, 1985). E le istituzioni che esercitano maggiormente un tale influsso sono appunto gli intermediari finanziari e tra questi le banche.

Infatti, in base alla teoria dell'informazione asimmetrica i costi per l'esercizio del mandato a gestire e per il monitoraggio sono da ritenere in principio inferiori a quelli associati a finanziamenti diretti da parte di un pubblico disperso. Il monitoraggio svolto dagli intermediari si avvantaggia di economie di scala; e in più, la diversificazione del loro portafoglio rende meno rilevanti i problemi di informazione. Non si dimentichi che tutta l'attività finanziaria è permeata, in ambienti caratterizzati da asimmetrie informative, dalle problematiche derivanti dalla "selezione a rovescio" ("adverse selection") e dalla "responsabilità morale" ("moral hazard"); la prima non permette, ad esempio, il finanziamento di progetti validi alle migliori condizioni perché i mercati non sono in grado di distinguerne la differente redditività sulla base delle loro interne caratteristiche, mentre la seconda, sempre a mo' di esempio, riguarda la rischiosità delle strategie aziendali nell'ambito delle quali il mandante, o finanziatore, e il mandatario, o gestore, hanno obiettivi diversi. Se ne deve dedurre che gli intermediari, in un mondo che è necessariamente di "second best", producono risultati che i mercati da soli non potrebbero rea-

lizzare; ovviamente, le banche non sono le uniche a esercitare un'azione di controllo sui manager. A esse si affiancano gli azionisti di riferimento i quali, avendo una partecipazione tale nella società da giustificare i costi per l'acquisizione dell'informazione, sono in grado di esercitare un controllo efficace sulla gestione. Né va dimenticata la risposta del mercato che si estrinseca nella creazione e nella difesa della reputazione dei manager.

Se i paesi dell'Europa centrale e orientale, quindi, non vorranno abbandonare completamente il controllo dell'economia in mani straniere, il che ovviamente è foriero di negative reazioni politiche nel medio termine, o, peggio, lasciarlo nelle mani dello Stato sostituendo all'arbitrio dei pianificatori di ieri l'irresponsabilità dei burocrati odierni oppure in quelle di controllori "interni" che hanno interesse a privilegiare il proprio "particolare", non v'è dubbio che essi debbano dedicare grande attenzione al sistema degli intermediari e alle loro interrelazioni con la struttura produttiva; ovviamente, gli intermediari che si hanno in mente, almeno nell'immediato, non sono le banche commerciali emerse dallo smembramento della monobanca e che almeno in base alla legge hanno la possibilità di diventare banche universali. Esse sono parte del sistema da trasformare, essendo afflitte dagli stessi mali di cui soffrono le imprese produttive; tuttavia, nel più lungo termine potrebbero contribuire alla soluzione del problema generale, se saranno in grado di risolvere quello proprio.

Un tipo di intermediario cui si fa riferimento in vari paesi per questa bisogna sono i fondi pensione nel tentativo di orientare i sistemi di sicurezza sociale, sinora basati sul principio di ripartizione, verso quello della capitalizzazione; in Occidente, tuttavia, tali fondi non sono particolarmente attivi nella direzione delle imprese cui partecipano. La proposta più interessante è quella che prevede la costituzione di intermediari *ad hoc* con funzione presumibilmente di "holding company" (Frydman e Rapaczinski, 1991). Infatti, sia le autorità polacche sia quelle cecoslovacche hanno previsto che le azioni acquisite dalla popolazione mediante i buoni ("vouchers") siano conferite a un numero di fondi che sembra essere troppo piccolo in Polonia e troppo grande in Cecoslovacchia, dove una campagna pubblicitaria estremamente aggressiva da parte di uno di questi intermediari-gestori ha fatto crescere a dismisura le aspettative di forti guadagni di capitale sin dagli inizi dell'operazione. Ovviamente, la privatizzazione renderà palese lo stato di decozione di alcune imprese e la necessità di ricapitalizzarne altre, sicché gli aumenti di valore, se vi saranno, saranno molto selettivi. Infine,

il successo di una siffatta trasformazione dipenderà dal modello di gestione del portafoglio che gli intermediari sceglieranno; se sarà orientato a realizzare guadagni di capitale nel breve periodo, i bisogni di investimento e di ristrutturazione delle imprese non potranno non soffrirne.

È evidente che le borse e i mercati finanziari avranno anch'essi un ruolo da svolgere che non va tuttavia sopravvalutato; soprattutto non bisogna assumere la combinazione finanziaria anglosassone tra mercato e banca come paradigma ineludibile per lo sviluppo di un'economia capitalistica. Ciò detto, il dibattito sull'"ottima" struttura finanziaria anche per i paesi avanzati è tutt'altro che sopito. Nell'ultimo numero del maggio 1992, *The Economist* (p. 18), prendendo lo spunto dalle probabili perdite che il gruppo immobiliare Olympia e York causerà alle banche finanziatrici e dalle gravi difficoltà delle banche giapponesi, così concludeva un suo *leader* intitolato "Bonds, not Banks": "Se le banche, così come sono tradizionalmente concepite, valutano il rischio in modo più costoso e meno accurato dei mercati, può presto sorgere la domanda: chi ha bisogno di loro?". La domanda è provocatoria, ma certamente legittima. Essa, tuttavia, più che indurci a dubitare dei fondamenti su cui credo si debba basare la scelta tra intermediari e mercati, deve ricordarci che anche le banche sbagliano, che ogni cura deve essere posta nella valutazione e nella diversificazione del rischio, che la concorrenza deve assicurare condizioni di costo minime, che la sopravvivenza degli intermediari nell'evoluzione della specie finanziaria è data dalla loro capacità di assicurare l'efficienza allocativa e dinamica negli impieghi e la salvaguardia della provvista, che ha spesso caratteristiche di moneta.

7. Brevi conclusioni e un lungo impegno

Nei prossimi anni, il successo dei processi di riforma e la creazione di economie orientate al mercato dipenderà in modo cruciale dalla fornitura di risorse finanziarie alle emergenti imprese del settore concorrenziale. La strategia per lo sviluppo dell'infrastruttura finanziaria dovrà essere orientata alle istituzioni, coerente con le politiche di stabilizzazione macroeconomica e intesa a migliorare l'allocazione delle risorse al livello microeconomico. A questo fine, dovrà essere

disegnata in modo da accrescere: *a)* la capacità di azione delle autorità attraverso strumenti di mercato; *b)* l'efficacia della regolamentazione e della supervisione; *c)* la responsabilizzazione dei singoli intermediari; *d)* la disponibilità di una varietà di strumenti bancari e finanziari. Tuttavia, poiché la riforma finanziaria non è una leva sufficiente per forzare il ritmo della ristrutturazione del settore produttivo, la strategia dovrà assicurare che i suoi tempi siano accuratamente in fase con la liquidazione, la ristrutturazione e/o la privatizzazione delle imprese pubbliche (Brainard, 1991), specialmente di quelle che sono verticalmente integrate e hanno caratteri monopolistici. Un'articolata struttura finanziaria è, comunque, condizione necessaria perché imprenditori locali e stranieri siano spinti a investire.

Conseguentemente, uno dei compiti più urgenti è il risanamento del settore bancario commerciale, che include la ristrutturazione del loro bilancio attraverso la ripulitura del portafoglio prestiti, insieme con la migliorata capacità di valutare il rischio e di eseguire le transazioni professionalmente. V'è anche urgente bisogno di creare intermediari finanziari nuovi non solo per gestire le imprese privatizzate con metodi di massa, ma specialmente per sostenere le piccole aziende; il tessuto di un'economia di mercato è un ampio universo di piccole e medie unità produttive. È mia convinzione che la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo sarà uno strumento efficace nella creazione di una rete di tali istituzioni.

Sinora la BERS ha investito abbastanza nell'attività di cooperazione tecnica che si è estrinsecata nell'organizzazione di corsi di formazione e specializzazione per operatori finanziari, nella costituzione di una scuola bancaria a Mosca, nel finanziamento di un istituto bancario in Romania, nella consulenza in una trentina di progetti e, in particolare, in uno studio per l'introduzione di un sistema di assicurazione dei depositi in Polonia allo scopo di eliminare la garanzia pubblica sui depositi delle banche statali, unificando così il mercato. Sul fronte dell'attività di prestito, sono da citare alcune *agency lines* a favore di filiali o filiazioni di banche occidentali che operano in Europa centrale e orientale. Poiché lo strumento ha varie limitazioni dal punto di vista sia degli intermediari chiamati ad amministrarle sia degli obiettivi raggiungibili con le medesime, si è dato corso a una prima operazione a favore di una banca pubblica in Romania, la Banca Agricola, condizionata al miglioramento della struttura del capitale della medesima; attraverso di essa, oltre a favorire l'industria agricolo-alimentare che è la destinataria finale dei fondi, si cerca di

migliorare le capacità di valutazione, il portafoglio crediti e le procedure operative di una delle più grandi banche commerciali rumene. A questa operazione altre hanno fatto seguito (ad esempio, apertura di linee di credito alla Banca per gli Investimenti dell'Estonia e alla Banca Nazionale dell'Uzbekistan) e altre ancora seguiranno nella convinzione che esse si riveleranno strumentali nel perseguire gli obiettivi della BERS nel settore finanziario.

La strada da percorrere non sarà agevole, quasi sicuramente sarà più lunga che nelle attese di molti, ma non ha scorciatoie, né alternative. Le istituzioni internazionali possono essere di ausilio, di incoraggiamento, di sostegno ai governi nella loro azione di trasformazione, giammai sostituirsi a essi. La libertà economica e civile è un "public good". Essa va fornita e garantita dal sistema politico, il quale vi riuscirà soltanto se mai perderà di vista l'interesse generale che va servito con grande senso etico e poca retorica.

APPENDICE

TABELLA 1

INDICATORI ECONOMICI PER L'UNGHERIA
(Tassi percentuali di variazione se non indicato altrimenti)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 Previsione
PNL a prezzi costanti	4,1	-0,1	-0,2	-4,0	-12	-4,6	-3 a 0
Prezzi al consumo (dicembre/dicembre)	10,8	14,8	18,9	33,4	32,2	21,6	20
Offerta di moneta in senso ampio (fine anno)	10,2	3,5	13,8	29,3	28,2	n.d.	n.d.
Saldo del bilancio del settore pubblico come quota del PNL	-3,5	0,0	-1,3	0,4	-4,6	-8,3	-6
Tassi sui prestiti	11,5	13,0	17,0	28	30,0	n.d.	n.d.
Attività finanziarie delle famiglie sul settore bancario ¹	n.d.	273,3	323,9	432	581,9	621,4 ²	n.d.

¹ Millardi di fiorini; fine anno.² 30 Aprile 1993.

Fonti: EBRD, IMF, IBRD, IFF, Economic Plan.

TABELLA 2

INDICATORI ECONOMICI PER LA POLONIA
(Tassi percentuali di variazione se non indicato altrimenti)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 Previsione
PNL a prezzi costanti	2,0	4,1	0,2	-11,6	-7	1	2
Prezzi al consumo (dicembre/dicembre)	31,1	73,9	639,5	249,0	60,4	44,3	32
Offerta di moneta in senso ampio (fine anno)	34,1	63,3	514,6	166,0	47	58	n.d.
Saldo del bilancio del settore pubblico come quota del PNL ¹	-0,8	0,0	-7,4	3,5	-6,2	-7,0	-4,8
Tassi sui prestiti	12,0	16,7	64,0	101,4	54,6	39	n.d.
Attività finanziarie delle famiglie sul settore bancario ²	14,487	31,659	171,402	145,938	232,156	n.d.	n.d.

¹ Il settore pubblico include l'amministrazione statale, gli enti locali e le gestioni fuori bilancio. Il disavanzo del bilancio statale era pari al 6,5% del PNL nel 1991, al 6,1% nel 1992 e si prevede che raggiunga il 5,1% nel 1993.² Miliardi di zloti; fine anno.

Fonti: EBRD, IMF, IBRD, IFF, Economic Plan.

TABELLA 3

INDICATORI ECONOMICI PER LA FEDERAZIONE DELLE
REPUBBLICHE CECA E SLOVACCA
(Tassi percentuali di variazione se non indicato altrimenti)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 Previsione
PNL a prezzi costanti					-14,2	-7,1	0
	2,1	2,5	1,4	0,4	16,1	-6	-8
Prezzi al consumo (dicembre/dicembre)	0,1	0,6	1,5	18,4	52	12,7	18
					58,3	9,2	30
Offerta di moneta in senso ampio (fine anno)	6,0	11,5	3,5	0,5	26,8	17,3	n.d.
							n.d.
Saldo del bilancio del settore pubblico come quota del PNL ¹	-0,7	-1,5	-2,4	0,1	-2,0	-3,3	0
							-7,0
Tassi sui prestiti	4,73	4,66	5,20	6,16	15,32	13,89	n.d.
							n.d.
Attività finanziarie delle famiglie sul settore bancario ²	252,2	266,5	279,4	280,5	304,7	338,9	n.d.
							n.d.

¹ Alle imprese statali.² Miliardi di corone; fine anno.

Repubblica Ceca e Slovacca - corsivo.

Repubblica Ceca - tondo.

Repubblica Slovacca - neretto.

Fonti: EBRD, IMF, IBRD, IFF, Economic Plan.

BIBLIOGRAFIA

- BEGG, D. and PORTES, R. (1992) "Enterprise debt and economic transformation: financial restructuring of the state sector in Central and Eastern Europe", *Discussion Paper Series*, no. 695, CEPR, London.
- BOFINGER, P. (1992) "The experience with monetary policy in an environment with strong microeconomic distortions", in Irving, O. and Bofinger P., eds. (1992).
- BRAINARD, L.T. (1991) "Strategies for economic transformation in Central and Eastern Europe: role of financial market reform", in CCEET, *Transformation of Planned Economies*, OECD, Paris.
- BRUNO, M. (1992) "Stabilization and reform in Eastern Europe: a preliminary evaluation", mimeograph.
- CALVO, G.A. (1991) "Financial aspects of Socialist economies: from inflation to reform" in Corbo, V., Coricelli, F. and Bossak, J., eds. (1991).
- CALVO, G.A. and CORICELLI, F. (1992) "Stabilizing a previously centrally planned economy: Poland 1990", *Economic Policy*, vol. 7, no. 14.
- CALVO G.A. and FRENKEL, J. (1991) "Credit markets, credibility and economic transformation", *Economic Perspectives*, vol. 4, no. 4.
- CAMPBELL, R.W. (1991) *The Socialist Economies in Transition*, Indiana University Press, Bloomington and Indianapolis.
- CIOCCA, P. (1991) *Banca, finanza, mercato*, Einaudi, Torino.
- CORBETT, J. and MAYER, C.P. (1991) "Financial reform in Eastern Europe: progress with the wrong model", *Discussion Paper Series*, no. 603, CEPR, London.
- CORBO, V., CORICELLI, F. and BOSSAK, J., eds. (1991), *Reforming Central and Eastern European Economies: Initial Results and Challenges*, IBRD, Washington.
- FISCHER, S. and GELB, A. (1991) "Issues in the reform of Socialist economies", in Corbo, V., Coricelli, F. and Bossak, J., eds. (1991).
- FRYDMAN, R. and RAPACZYNSKI, A. (1991) "Markets and institutions in large-scale privatization", in Corbo, V., Coricelli, F. and Bossak, J., eds. (1991).
- GARBER, P. and WEISBROD, S. (1990) "Banks in the market for liquidity", *Working Paper Series*, no. 3381, NBER, Cambridge (MA).
- GOLDSMITH, R.W. (1969) *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- HRNCIR, M. and KLACEK, J. (1991) "Stabilization policies and currency convertibility in Czechoslovakia", *European Economy*.
- IRVING, O. and BOFINGER, P., eds. (1992), *The Economic Consequences of the East*, CEPR, London.
- KORNAL, J. (1980) *Economics of Shortage*, North-Holland Publishing Co., Amsterdam.

- MASERA, R.S. (1991) *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Laterza, Roma-Bari.
- McKINNON, R.I. (1991) *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore and London.
- NUTI, D.M. (1991) "Sequencing and credibility of economic reform", in Atkinson, A.B. and Brunetta, R. (eds.), *Economics for the New Europe*, Macmillan-IEA, London.
- OECD (1991) *Economic Surveys: Czech and Slovak Federal Republic*, Paris.
- PHELPS, E.S. (1992) "Needed mechanisms of corporate governance and finance in Eastern Europe", mimeograph.
- ROSATI, D.K. (1992) "The politics of economic reform in Central and Eastern Europe", *Occasional Papers*, no. 6, CEPR, London.
- SAUNDERS, A. and SOMMARIVA, A. (1992) "Banking sector and enterprise restructuring in Eastern Europe", mimeograph.
- STIGLITZ, J.E. (1985) "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, no. 2.
- SUNDARAJAN, V. (1992) "Central banking in formerly planned economies", *Finance and Development*.
- SZEGÖ, G.P. (1992) "Multi-tier financial intermediation systems in formerly centrally planned economies", mimeograph.
- TANZI, V. (1992) "Financial markets and public finance in the transformation process", in Irving, O. and Bofinger, P. eds. (1992).