

Finanza e sviluppo

**Finanza, imprese,
sviluppo locale:
casi di paesi europei
in transizione**

a cura di
**Massimo Visconti
Deborah Grbac**

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

FINANZA e SVILUPPO

Collana diretta
da Arnaldo Mauri

5

FONDAZIONE GIORDANO DELL'AMORE

costituita dalla

Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde



Finanza e sviluppo

**Finanza, imprese,
sviluppo locale:
casi di paesi europei
in transizione**

a cura di

Massimo Visconti e Deborah Grbac

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-08985-X

TUTTE LE COPIE DEVONO RECARE IL CONTRASSEGNO DELLA S.I.A.E.

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2001

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

BIOGRAFIE

Cranec. Il Centro di Ricerche in Analisi Economica e Sviluppo Economico Internazionale dell'Università Cattolica del S.Cuore di Milano è stato istituito nel 1977. Ha un'impostazione interdisciplinare agli studi economici con la stretta collaborazione tra economisti, storici economici ed istituzionalisti. Il suo specifico fine è quello di apportare contributi alla ricerca scientifica sia teorica sia applicata. Tra le principali linee di ricerca del passato si ricordano: le relazioni tra Paesi sviluppati e in via di sviluppo; la transizione della democrazia economica di mercato dei Paesi dell'est; la dinamica della Comunità Europea; le relazioni tra paesi sviluppati. Nel corso della sua attività il Centro ha partecipato a ricerche del CNR, del Murst, di enti vari ed ha collaborato con Università e Centri europei ed internazionali.

Nell'ambito delle sue attività hanno supervisionato la presente ricerca il Prof. Alberto Quadrio Curzio (Professore di Economia Politica e Preside della Facoltà di Scienze politiche dell'Università Cattolica del S.Cuore e Direttore del Cranec) e la Prof.ssa Simona Beretta (Professore di Economia internazionale presso la Facoltà di Scienze politiche dell'Università Cattolica del S.Cuore e membro del Cranec).

Tomasz Dolegowski. Docente di Integrazione europea, reti di trasporto e comunicazione, World Economy Faculty, Warsaw School of Economics.

Deborah Grbac. Collaboratore esterno del Centro di Ricerche in Analisi economica e sviluppo economico internazionale della Facoltà di Scienze Politiche dell'Università Cattolica del Sacro Cuore.

Piotr Mielus. Ricercatore in Economia finanziaria internazionale, World Economy Faculty, Warsaw School of Economics.

Michal Spsychalski. Collaboratore, Warsaw School of Economics.

Dragoljub Stojanov. Professore di Economia presso la Facoltà di Scienze Economiche dell'Università di Sarajevo.

Éva Várhegyi. Ricercatore Senior presso il Financial Research Ltd. di Budapest.

Massimo Visconti. Collaboratore esterno del Centro di Ricerche in Analisi economica e sviluppo economico internazionale della Facoltà di Scienze Politiche dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, attualmente analista finanziario presso la Reuters PLC.



INDICE

<i>Biografie</i>	<i>pag.</i> v
<i>Introduzione</i> di Alberto Quadrio Curzio e Simona Beretta	1

Capitolo 1

PROCESSI DI RIFORMA FINANZIARIA NEI PAESI DELL'EST EUROPEO

(di *Massimo Visconti*)

1. Il ruolo passivo del Settore Finanziario nel processo di transizione verso l'economia di mercato	13
1.1. Il sistema finanziario nelle economie in transizione.	14
1.2. Il sistema bancario	17
2. La banca nelle economie in transizione	20
3. Processi di riforma del sistema bancario: l'ambiente operativo ..	23
3.1. Banca universale o banca commerciale	27
3.2. La soluzione proposta: le banche di sviluppo	31
4. La crescita del settore finanziario non bancario	35
4.1. (<i>segue...</i>) Il settore finanziario non bancario	37
4.2. Struttura del mercato dei capitali: alcuni casi paese.	41
5. Mercato dei capitali e privatizzazioni: un legame necessario ma difficile	47
5.1. Pressioni per la realizzazione dei mercati dei capitali	48
6. Le politiche macroeconomiche non hanno favorito i processi di riforma	51
6.1. (... in particolare) La ristrutturazione bancaria	54
<i>Bibliografia</i>	57

Capitolo 2

FINANZA PER LO SVILUPPO - IL CASO DELLA POLONIA

(di *Tomasz Dolegowski, Piotr Mielus, Michal Spychalski*)

Premessa	61
1. Le principali tendenze nella politica dello sviluppo	62
1.1. Le principali tendenze nella politica economica	62
1.2. Le « quattro riforme » - conseguenze politiche, economiche e finanziarie	66

	<i>pag.</i>
1.3. Finanziamento, aspetti di sviluppo selezionati	71
1.3.1. Aiuto statale concesso agli imprenditori	71
1.3.2. La politica del sostegno diretto alle esportazioni nella prospettiva polacca	73
1.4. Finanziamento dello sviluppo di infrastrutture	75
1.4.1. Crediti per lo sviluppo delle infrastrutture	75
1.4.2. Costruzione della rete autostradale	76
1.4.3. Sviluppo del capitale umano: il finanziamento della scienza e dell'istruzione superiore	77
2. Sviluppo del sistema bancario e finanziario in Polonia	79
2.1. Sviluppo del sistema finanziario in Polonia 1990-2000	79
2.2. Il sistema bancario in Polonia 1990-2000	87
3. Piani di sviluppo per gli anni 2000-2002	92
3.1. Introduzione	92
3.2. Sviluppo del settore produttivo	94
3.2.1. Sviluppo del settore delle PMI	95
3.2.2. La ristrutturazione industriale	98
3.2.3. Cambiamenti strutturali nell'industria agricola e della pesca	100
3.2.4. Crescita nell'innovazione	102
3.3. La qualità delle risorse umane	105
3.3.1. Risorse umane e sviluppo dell'occupazione (attività all'interno del programma Phare IB)	106
3.3.2. Il programma di sviluppo delle risorse umane introdotto all'interno del programma Phare ESC	109
3.3.2.a. Sviluppo delle risorse umane e dell'istruzione	110
3.3.2.b. Rafforzamento delle capacità del personale della pubblica amministrazione di programmare e partecipare alla politica di coesione	112
3.4. Piano finanziario generale	113
<i>Bibliografia</i>	117

Capitolo 3

RIFORME FINANZIARIE E SVILUPPO. IL CASO DELLA UNGHERIA

(di Éva Várhegyi)

Introduzione	119
1. Riforme del settore finanziario in Ungheria	121
1.1. Il quadro istituzionale	121
1.2. La creazione del quadro normativo	124
1.3. Il superamento dei problemi ereditati	126
1.3.1. Il programma di consolidamento dei prestiti del 1992-1993	127
1.3.2. Ricapitalizzazione delle banche nel 1993-1994	128

	<i>pag.</i>
1.3.3. Il consolidamento della posizione finanziaria dei debitori	129
1.3.4. Impatto del consolidamento sulle banche e sulle imprese	131
1.4. Cambiamenti negli assetti proprietari del sistema bancario	134
2. Lo sviluppo del settore bancario	137
2.1. Sviluppo del mercato e capitalizzazione delle banche.	139
2.2. Efficienza	141
2.3. Lo standard dei servizi	143
2.4. Le probabili tendenze future nello sviluppo del settore finanziario	145
3. Finanziamento delle piccole e medie imprese e sviluppo	148
3.1. Possibilità di finanziamento per le PMI da fonti proprie ..	150
3.2. Accesso al finanziamento bancario per i diversi segmenti di imprese.	152
3.3. L'atteggiamento delle banche commerciali nei confronti delle piccole imprese	155
3.4. I prestiti sussidiati	157
3.5. Disponibilità di capitale di rischio per le PMI	162
Conclusioni.	163
Bibliografia	169

Capitolo 4

L'IMPATTO DEI PROCESSI DI PRIVATIZZAZIONE SULLA REALTÀ FINANZIARIA AZIENDALE

(di *Massimo Visconti*)

1. L'esperienza della privatizzazione in alcune economie dell'est ..	171
1.1. Gestire i Trade-Off	173
1.2. Il problema delle grandi aziende pubbliche (Socialist Firms) ..	176
1.3. Principali ostacoli ai processi di disinvestimento statale. ...	179
2. Processi di privatizzazione e di riforma economica nei principali paesi dell'Europa centrale	185
2.1. Ungheria.	185
2.2. Polonia	189
2.3. Ex Repubblica Cecoslovacca	192
2.4. Bulgaria	196
2.5. Romania	198
2.6. Ex Repubblica Jugoslava	199
3. Finanza e sviluppo produttivo: i problemi della transizione	202
3.1. Le relazioni banca/impresa dopo i processi di privatizzazione - Socialist Firms e ruolo delle Banche.	202
3.2. Le Socialist Firms	205
3.3. Caratteri, natura e relazioni tra imprese e sistema creditizio ..	207
3.4. Le soluzioni proposte	213

	<i>pag.</i>
4. Le fasi del cambiamento istituzionale	217
4.1. Prima Fase: la scissione dei legami tra le unità economiche	219
4.2. Seconda Fase: la messa a fuoco dei caratteri tipici dell'economia mista	220
5. Il finanziamento delle aziende private emergenti nelle economie in transizione	224
5.1. Il ruolo assunto dal settore bancario nelle economie in transizione a sostegno delle piccole e medie imprese	228
6. PMI e istituzioni finanziarie nelle economie in transizione: i casi ungherese, polacco e ceco	235
6.1. Politiche pubbliche e finanziamento delle PMI	235
6.2. Le necessità finanziarie delle PMI: la prospettiva aziendale	237
6.3. Asimmetrie informative e supervisione bancaria	241
6.4. Le infrastrutture finanziarie a supporto delle PMI nelle economie in transizione	244
Appendice	248
Bibliografia	271

Capitolo 5

FINANZIAMENTO ESTERO, RICOSTRUZIONE E TRANSIZIONE IN BOSNIA E HERZEGOVINA. UNA STRATEGIA ORIENTATA ALLA PRODUTTIVITÀ E ALLA COMPETITIVITÀ

(di *Dragoljub Stojanov*)

Sommario	275
1. L'economia della Bosnia e Herzegovina prima della guerra 1991-1995	276
2. La Bosnia e Herzegovina a partire dalla guerra	278
3. La Bosnia e Herzegovina sulla strada della ripresa - l'Accordo di Pace e il « Washington consensus », come componenti di base dell'attuale strategia di sviluppo economico in Bosnia e Herzegovina	281
4. L'approccio del lato dell'offerta (la politica industriale)	284
5. Il ciclo della produttività e della capacità competitiva in Bosnia e Herzegovina	286
5.1. Il quadro istituzionale: ostacoli istituzionali alla crescita economica	286
5.2. L'ambiente macro-economico	289
5.3. Le risorse umane	294
5.4. Tecnologia	299
5.5. Infrastrutture	301
5.6. Le economie di scala	304
6. I distretti: potenzialità e realtà	305

7. Le basi della strategia industriale per la Bosnia e Herzegovina . .	<i>pag.</i> 308
8. Riflessioni conclusive	309
<i>Bibliografia</i>	312

Capitolo 6

**COOPERAZIONE INTERREGIONALE E FLUSSI
MACROFINANZIARI NELL'AREA MITTELEUROPEA**

(di Deborah Grbac)

Introduzione	315
1. Cenni di teoria dell'integrazione regionale	321
1.1. I vari tipi di regionalismo	321
1.2. La cooperazione interregionale transnazionale.	322
2. Alcune forme di integrazione regionale	323
2.1. La Comunità di lavoro Alpe Adria e I Quattro Motori per l'Europa	323
2.2. L'accordo regionale istitutivo dell'Intesa Centro Europea . .	328
2.3. I programmi dell'Unione Europea per i paesi dell'Europa Centro Orientale: la cooperazione transfrontaliera ai confini dell'Unione Europea	331
3. Analisi dei flussi finanziari per lo sviluppo locale. Un esempio pratico: il Patto di Stabilità per l'Europa Sud-Orientale	336
3.1. Le I.F.I. (Istituzioni Finanziarie Internazionali) preposte al finanziamento.	337
3.2. Le istituzioni finanziarie europee a confronto: BEI (Banca Europea per gli Investimenti), BERS (Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo)	343
3.3. Il bilancio comunitario	344
3.4. Il contributo della Intesa Centro Europea	348
4. Un approccio di sviluppo «regionale», il tavolo di lavoro econo- mico del Patto di Stabilità, progetti e programmi (Ricostruzione economica, Sviluppo e Cooperazione)	351
4.1. L'approccio di sviluppo regionale dell'Unione Europea nei confronti dell'Europa Sud-Orientale.	351
4.2. I progetti infrastrutturali regionali, istituzione coordinatrice BEI.	354
4.3. Le iniziative regionali per il settore privato, istituzione coor- dinatrice BERS.	356
Conclusioni.	359
<i>Bibliografia</i>	362
<i>Tavole</i>	365

INTRODUZIONE

1. Questo volume di saggi nasce da un interessante esperimento di collaborazione a distanza tra alcuni ricercatori italiani (Massimo Visconti e Deborah Grbac) e alcuni ricercatori di Paesi Centro-Est-Europei (Tomasz Dolegowski, Piotr Mielus, Michal Spychalsky, Éva Várhegyi, Dragoljub Stojanov). Come ogni esperimento, anche questo presenta dei punti di forza e dei punti di debolezza; tuttavia, a nostro avviso, questi ultimi sono compensati bene dal disegno complessivo che esprime un interessante risultato, specie in termini di valutazioni innovative complessive riferite a singoli paesi in transizione.

Innanzitutto è bene spiegare come la collaborazione a distanza sia nata: due giovani, ma promettenti ricercatori italiani, che da tempo si interessano dei paesi europei in transizione dalla economia collettivista al mercato, hanno valutato che sarebbe stato molto stimolante combinare il loro contributo a carattere più generale sui temi di «finanza, imprese, sviluppo locale: casi di paesi europei in transizione» con la testimonianza specifica di studiosi di singoli Paesi considerati, in specifico la Polonia, l'Ungheria, la Bosnia-Herzegovina, lasciando a questi studiosi la scelta del campo specifico da analizzare pur nell'ambito della tematica generale della finanza per lo sviluppo.

Questa opzione può aver portato a qualche difficoltà di combinazione dei saggi dei ricercatori italiani con quelli degli altri, perché i primi hanno dovuto svolgere degli adattamenti specifici dei loro contributi. Tuttavia il risultato complessivo appare interessante, da un lato per il coraggioso impegno dei giovani ricercatori italiani, dall'altro per la specificità locale che emerge in modo evidente dai contributi dei ricercatori stranieri. Appare interessante anche nella prospettiva di ulteriori ricerche, alcune linee delle quali sono state delineate nell'incon-

tro di presentazione della ricerca tenutosi presso la Fondazione Dell'Amore il 16 novembre 2000; in tale occasione i contributi che formano il volume sono stati esposti, ricevendo stimolanti commenti non solo dai discussant, la professoressa Piergiiovanna Natale e il professor Giuseppe Colangelo, ma anche dai professori Oscar Garavello, Mario Masini, Dario Velo, Laura Viganò che hanno preso la parola nel corso dell'incontro di presentazione e che desideriamo vivamente ringraziare per il loro contributo e per gli interessanti spunti di approfondimento che hanno suggerito.

Passiamo allora a considerare il contributo, cercando di darne una sintesi collocata nel contesto economico-storico-istituzionale dei paesi in transizione, senza soffermarci in via analitica sui singoli saggi ai quali potrebbero essere fatti dei commenti migliorativi, per altro noti ai singoli autori che si assumono la responsabilità scientifica della loro analisi. Infatti il nostro compito, in quanto supervisori della ricerca per conto del Cranec, è quello di collocarla in un più ampio contesto attinente i paesi in transizione.

2. Gli sviluppi nel settore finanziario in paesi in transizione meritano particolare attenzione per diverse ragioni. Alcune ragioni hanno carattere macroeconomico, essendo legate alle dimensioni monetaria, fiscale ed estera delle politiche macro del paese considerato:

— le riforme finanziarie condizionano i meccanismi e i canali di trasmissione della politica monetaria, e questo è estremamente importante nei processi di stabilizzazione macroeconomica;

— la creazione di un sistema finanziario di mercato a partire da una precedente situazione di allocazione delle risorse finanziaria per via burocratico-amministrativa quasi inevitabilmente comporta la gestione di una cospicua quota di prestiti di fatto inesigibili, quindi il rischio di crisi bancarie la cui gestione non può che finire per gravare sui bilanci pubblici, anch'essi anello cruciale dei processi di stabilizzazione macroeconomica;

— gli afflussi di capitale dall'esterno, siano essi « aiuti » o prestiti di mercato, attivati dai processi di transizione comportano rischi di insostenibilità dell'equilibrio macroeconomico nel medio-lungo periodo, attraverso i loro effetti sul tasso di

cambio reale che risulta artificialmente rafforzato; in questo contesto, il settore finanziario deve operare una adeguata gestione del rischio in funzione di salvaguardia della sostenibilità dei conti con l'estero.

La scelta di questa ricerca, tuttavia, è stata quella di sottolineare una dimensione spesso trascurata o data per scontata delle ragioni che inducono a mettere a fuoco gli sviluppi del settore bancario e finanziario: il ruolo della intermediazione come chiave per il finanziamento dello sviluppo, in quanto servizio che rende possibile o facilita grandemente gli scambi intertemporali di potere d'acquisto fra agenti o gruppi di agenti, così che il risparmio possa essere incanalato verso l'investimento reale e quindi contribuire ad uno sviluppo economico duraturo.

3. Come argomenta Visconti nel primo capitolo del volume, dal titolo « Processi di riforma nei paesi dell'est europeo », il sistema finanziario ha tipicamente svolto un ruolo passivo nei processi di transizione verso l'economia di mercato, anche perché la necessità di procedere rapidamente alla attivazione di politiche di stabilizzazione macroeconomica nelle economie in transizione ha contribuito a rimandare il problema della riforma del settore finanziario ad un secondo tempo. L'indicazione avanzata nel contributo di Visconti a proposito delle riforme finanziarie consiste nella creazione di banche di sviluppo, che più direttamente possono giocare un importante ruolo di attivazione delle risorse finanziarie a medio e lungo termine, sia interne sia estere, nei processi di ristrutturazione, di creazione di attività imprenditoriali e di rafforzamento della base produttiva reale.

4. In questo quadro di riferimento, che individua i principali problemi della riforma finanziaria nei paesi in transizione, si collocano i due interventi di presentazione e di valutazione « sul campo » dei processi di riforma finanziaria in Polonia e Ungheria, ciascuno dei quali ha messo in luce — secondo prospettive nazionali diverse, il nesso fra finanza e sviluppo nelle rispettive esperienze di transizione.

Vale la pena di spendere qualche parola sulla opportunità della scelta di questi due casi paese, collocando Polonia ed Ungheria nel contesto dei paesi in transizione. Essi rappresentano

privatizzazione delle banche, nel 1993, pongono le premesse e le condizioni per il formarsi e il successivo esplodere di una « bolla » nelle quotazioni dei titoli bancari. La crisi, come spesso accade, dà l'impulso per una svolta nelle riforme. Il secondo quinquennio, 1995-2000, è caratterizzato dalla liberalizzazione delle transazioni valutarie e dalla parziale e progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale, con la conseguente tendenza all'apprezzamento della valuta nazionale; si sviluppano anche i mercati dei prodotti derivati. Un punto molto delicato, nelle riforme finanziarie, riguarda il ruolo dei capitali esteri: nel 1991 il capitale estero aveva svolto un modesto ruolo nel settore bancario polacco, limitandosi a rilevare alcune piccole banche in difficoltà; le restrizioni all'afflusso di capitale straniero sarebbero infatti state rimosse completamente solo nel 1999. Il processo di privatizzazione delle banche polacche, dunque, ha generato un sistema finanziario che si può certamente qualificare come « nazionale ».

Le riforme e innovazioni di carattere finanziario di « seconda generazione », in una economia già molto aperta, hanno reso necessario il ridisegno delle politiche macroeconomiche nazionali: nel 1998, è stato adottato un approccio *inflation targeting* alla politica monetaria invece della fissazione di obiettivi quantitativi per la crescita della base monetaria; nel 1999, è stato attuato il passaggio alla fluttuazione dei cambi. Si tratta di due cambiamenti logicamente collegati alla necessità da un lato di tenere sotto controllo l'inflazione, dall'altro di evitare la tendenza all'apprezzamento della propria valuta nazionale che si registra in presenza di afflussi di capitale e tassi di cambio fissi; si possono leggere come una conferma della centralità, nell'esperienza recente della transizione polacca, del problema della competitività nazionale nei confronti dell'estero.

È interessante notare, parallelamente, che esiste una sorta di politica « nazionale » polacca per la promozione dello sviluppo, che non viene affidato in via prevalente alle decisioni del mondo degli affari. Fra i diversi strumenti di politica dello sviluppo di cui la Polonia si è dotata, gli autori considerano importanti le implicazioni finanziarie delle loro « quattro riforme » (amministrativa, sanitaria, scolastica, pensionistica), il cui comune denominatore è dato dalla scelta di assimilare le istituzioni polacche a quelli che potremmo considerare gli

archetipi delle forme istituzionali europee; coerentemente, nelle politiche per lo sviluppo, il ruolo dell'azione pubblica polacca è concentrato sulla stabilizzazione macro e sul sostenimento dei costi (specie dei costi di cambiamento istituzionale) necessari nella prospettiva della armonizzazione all'Unione Europea.

6. In Ungheria lo scenario delle riforme si presenta notevolmente diverso. La scelta di far passare le riforme attraverso un mercato, per di più « aperto » ai soggetti esteri, ha imposto l'urgenza di affrontare innanzitutto il risanamento del sistema bancario e finanziario. Come mette in luce Varhegyi nel suo contributo, la pesante eredità storica dei crediti irrecuperabili erogati in passato è stata affrontata, anche se non compiutamente risolta, attraverso tre fasi: consolidamento dei prestiti, ricapitalizzazione delle banche, consolidamento della posizione finanziaria dei debitori.

Il contributo di Varhegyi mette in evidenza le grandi alternative fra cui si trattava di individuare la strategia di privatizzazione delle istituzioni finanziarie ungheresi: se puntare su investitori strategici o di portafoglio, ovvero se pervenire ad una struttura proprietaria concentrata o diversificata. La scelta ungherese è stata di coinvolgere investitori strategici nella privatizzazione bancaria, e coerentemente di formare un sistema bancario di « quasi filiali » di grandi istituzioni finanziarie estere, con una struttura proprietaria concentrata e molto trasparente (senza holding incrociate); rimane come notevole eccezione una banca « nazionale », OTP, che presenta una struttura proprietaria diffusa, pur coprendo circa un quarto del mercato e circa la metà del mercato al dettaglio. Il risultato di queste scelte di fondo in materia di privatizzazioni è che nel momento attuale, finita l'età dell'oro dei grandi profitti da investimenti esteri nel settore bancario, le grandi banche estere che hanno investito in Ungheria si trovano ad affrontare, su quel mercato, gli stessi competitori che già conoscono nei rispettivi mercati nazionali: margini di profitto assai ridimensionati, dunque, e competitività dei fornitori di servizi finanziari ungheresi che tende a dipendere dalla profittabilità globale degli investitori.

Quanto all'impatto delle riforme finanziarie sullo sviluppo, il risanamento del sistema finanziario ungherese mediante successive fasi di consolidamento ha presentato luci ed ombre. Varhegyi sottolinea che, in riferimento all'obiettivo di medio-lungo termine di aumentare la capacità di finanziamento dello sviluppo da parte del sistema bancario mediante l'erogazione di prestiti « sani », l'impatto immediato delle riforme sul livello dei prestiti bancari è stato negativo, in quanto le banche si sono ritrovate con un portafoglio delle attività praticamente dominato dall'ammontare dei titoli sostitutivi dei prestiti consolidati. L'accesso al credito si è quindi ristretto alle imprese ben capitalizzate, parzialmente o totalmente di proprietà estera; al contrario, le imprese locali hanno incontrato problemi enormi a ricevere credito bancario, che peraltro costituisce di fatto l'unica fonte di finanziamento esterno all'impresa. Su questa situazione di red lining delle piccole medie imprese da parte delle banche, si sono innestate iniziative della autorità pubblica (di dubbio successo) ed anche iniziative di microcredito, sostenute anche dal progetto Phare. Queste ultime, che prevedono l'erogazione di servizi finanziari su misura, inclusivi di servizi di consulenza, hanno svolto la duplice funzione di rafforzare la posizione di mercato delle microimprese da un lato e di creare posti di lavoro dall'altro; in altre parole, hanno svolto più una funzione sociale che strettamente economica.

7. Si può tracciare qui una prima linea di commento sulle riforme finanziarie che, partendo dai casi di Polonia e Ungheria, può essere ragionevolmente generalizzata ai paesi in transizione dell'Est Europa che, in tempi diversi, aspirano all'ingresso nell'Unione Europea. Conviene subito notare che il processo di riforma finanziaria nei paesi est europei in transizione risulta legato a doppio filo al processo di apertura finanziaria, nel quadro della prospettiva di allargamento dell'Unione Europea. In tale prospettiva, i paesi in transizione debbono soddisfare sia requisiti specifici e assoluti in materia finanziaria per aspirare a diventare membri dell'Unione (requisiti indicati dall'*acquis communautaire* e dallo stesso Trattato di Maastricht: brevemente, deve essere prevista la liberalizzazione dei movimenti di capitale), sia linee guida e standard minimi, nel cui ambito possono fruire di significativi margini di discre-

zionalità. È lecito però avanzare preoccupazioni in merito alla possibilità che la fretta di assimilare il proprio sistema finanziario all'archetipo europeo sia foriera di instabilità: la liberalizzazione dei movimenti di capitale in una fase in cui il settore finanziario non è ancora « maturo » potrebbe favorire il riprodursi, *mutatis mutandis*, di qualcosa di simile a quanto avvenuto nel corso della crisi finanziaria del Sud Est Asiatico.

La gestione economico-strategico-istituzionale dei processi di riforma finanziaria nei paesi in transizione è molto importante e delicata anche per altre ragioni: sia perché il processo di riforma incide direttamente sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria, sia per la rilevanza del costo fiscale di una eventuale crisi finanziaria, sia perché occorre orientare le procedure di gestione del rischio delle banche in maniera da proteggere le banche stesse e il sistema economico-finanziario dai problemi connessi all'afflusso di prestiti esteri.

8. A queste preoccupazioni eminentemente macroeconomiche legate ai processi di riforma finanziaria si accompagnano preoccupazioni strutturali, relative allo sviluppo della attività imprenditoriale, sia essa svolta all'interno di imprese preesistenti che hanno dovuto attraversare il processo di privatizzazione, sia svolta all'interno di nuove realtà aziendali. Riprendendo l'approccio di analisi comparativa già utilizzato nel primo capitolo, il quarto capitolo ad opera di Visconti analizza i processi di privatizzazione adottati nelle diverse circostanze, il nesso fra riforme finanziarie e sviluppo produttivo, il finanziamento delle imprese private e in particolare gli effetti di privatizzazione e riforme finanziarie su quella che appare essere la fascia relativamente più interessante e promettente dell'attività imprenditoriale nei paesi dell'est Europa: quella che si esplica nelle piccole e medie imprese. Anche in questa analisi emerge quanto sia importante il problema del finanziamento delle imprese produttive e quanta differenza possano fare disegni istituzionali alternativi del settore finanziario.

9. Naturalmente, la questione di quale ruolo svolga o possa svolgere il settore finanziario nel processo di trasformazione economico-istituzionale e di sviluppo dei paesi ex socialisti si pone in termini assai diversi nei paesi in transizione

che hanno intrapreso con maggiori difficoltà il processo di riforma o che, per ragioni oggettive, si sono potuti impegnare solo in tempi recentissimi in tale processo. È il caso della Bosnia-Herzegovina, paese al quale è dedicato il quinto capitolo della ricerca. Come evidenzia Stojanov, nel caso della Bosnia e Herzegovina si deve parlare, più che di una economia già individuabile come economia in transizione, di una economia in ricostruzione, fortemente o totalmente dipendente dagli aiuti esterni. In tale contesto, la finanza — specie la finanza estera — gioca un ruolo del tutto diverso. Nel suo intervento molto acuto e molto critico rispetto ad una passiva accettazione del « consenso » di Washington, Stojanov evidenzia che quello che appare come sviluppo economico della Bosnia-Herzegovina è in effetti un caso di economia « artificiale », che pur presentando tassi di crescita elevati, ha perso a causa della guerra, delle devastazioni e delle migrazioni il 50% della sua capacità produttiva sia in termini materiali (infrastrutture produttive e di comunicazione), sia umani (la maggior parte della comunità scientifica si è trasferita con successo all'estero e circa un terzo della popolazione risulta ancora essere in esilio).

L'economia della Bosnia-Herzegovina, dimezzata quanto a capacità produttiva e caratterizzata da una politica economica che si limita alla gestione della domanda, sotto il vincolo dei finanziamenti esteri, è secondo Stojanov carente di una politica orientata allo sviluppo produttivo. La mancanza di una politica per lo sviluppo della produttività reale è da imputarsi a due ordini di problemi: da un lato, la frammentazione delle responsabilità di politica economica fra diverse entità statali, autonomie locali e appartenenze etniche, con le relative aggregazioni anche economiche, più o meno legali; dall'altro, il peso esercitato dalle organizzazioni internazionali a favore di un orientamento centrato più sulle politiche della domanda che sulle politiche dell'offerta. Il suggerimento di Stojanov consiste nell'affrontare direttamente gli aspetti più profondi del problema: la scarsa produttività e competitività della produzione, che solo una attenta politica industriale può contribuire a correggere, anche mediante l'introduzione di una organizzazione distrettuale dell'attività produttiva che coinvolga sia le autonomie locali particolarmente attive, sia le grandi imprese privatizzate, sia le PMI.

10. L'ultimo capitolo, ad opera di Grbac, è dedicato alle forme di integrazione delle regioni di confine, grazie a reti materiali o immateriali sviluppatesi e ramificatesi sia in seguito a investimenti finanziari erogati da istituzioni finanziarie internazionali, sia ad opera di accordi di cooperazione locale. In particolare, si cerca di verificare se i flussi finanziari internazionali permettono lo sviluppo di forme di cooperazione transnazionale che consentano il rafforzamento di comunità economiche transnazionali allargate, costituendo un potenziale motore di sviluppo economico integrato.

Le diverse forme di cooperazione transfrontaliera nell'area dell'Europa Centro-Orientale finanziano, sulla base sia dal progetto Phare dell'Unione Europea, sia della Intesa Centro Europea finanziata dalla Banca Europea per lo Sviluppo e la Ricostruzione, progetti che puntano allo sviluppo di reti di trasporto e di cooperazione transnazionale. Anche il Patto di Stabilità per l'Europa Sud-Orientale, recentemente adottato dalla Comunità Internazionale per aiutare la Provincia del Kosovo, completa in qualche modo il quadro della cooperazione istituzionale indirizzato verso l'aiuto finanziario e le prospettive di sviluppo transfrontaliero nella regione dei Balcani, in una più ampia prospettiva di collaborazione che vede nel lontano orizzonte il traguardo finale dell'adesione all'Unione Europea. Ed è proprio nei Balcani che l'influenza del modello europeo di integrazione economica e istituzionale può fare la differenza.

11. In conclusione, reputiamo che nella ricerca vi siano molti interessanti stimoli nonché valutazioni e proposte innovative, che dovrebbero a nostro avviso fare premio su alcuni punti di minor approfondimento e su alcune esposizioni piuttosto ampie e descrittive; queste ultime, tuttavia, svolgono una loro utile funzione nel facilitare i raccordi fra i diversi contributi, nel rendere potenzialmente fruibile la ricerca ad un pubblico ampio, nel favorire la sua possibile diffusione anche in alcuni paesi europei in transizione; ultimo ma non meno importante, svolgono l'utile funzione di fornire un quadro complessivo delle molteplici dimensioni che la riforma finanziaria nei paesi in transizione presenta: il suo disegno istituzionale; le sue implicazioni microeconomiche oltre che macroeconomiche; i suoi risvolti sulla finanza aziendale, sia nelle piccole sia

nelle grandi imprese; i legami fra istituzioni finanziarie classiche ed altre istituzioni, sia più grandi quali le grandi banche estere e le agenzie ufficiali di sviluppo, sia di minori dimensioni quali le iniziative di microfinanza.

ALBERTO QUADRIO CURZIO e SIMONA BERETTA

Capitolo 1

PROCESSI DI RIFORMA FINANZIARIA NEI PAESI DELL'EST EUROPEO

MASSIMO VISCONTI

1. Il ruolo passivo del Settore Finanziario nel processo di transizione verso l'economia di mercato

In condizioni di perfetta concorrenza e trasparenza nell'informazione, il sistema finanziario si sviluppa in modo efficiente, dato che l'assenza di frizioni a livello informativo, unita all'abilità di tutte le parti contrattuali nel formulare promesse credibili, consente a ciascuno di prestare e ricevere denaro a tassi di interesse *risk-corrected*.

Il mercato provvede autonomamente al miglior collocamento dei redditi tra consumi e risparmi nonché all'allocazione di questi ultimi in opportuni progetti di investimento.

In presenza di un'economia aperta, il legame tra risparmio e investimento non è più così perfetto, dato che gli operatori possono rivolgersi su scala mondiale per la ricerca delle migliori condizioni di rendimento. L'asimmetria informativa non consente di gestire tutte le variabili di rischio associate all'assunzione di posizioni sui mercati e introduce costi legati al reperimento e all'elaborazione delle informazioni che si riflettono sulla *performance* delle aziende. Le aspettative giocano un ruolo fondamentale nella percezione dei rischi associati alle diverse forme di investimento.

Nel caso di un'economia sostanzialmente chiusa quale è ancora quella dei paesi dell'est europeo, i problemi si complicano per il fatto che, oltre all'assenza del *know-how* necessario, vi è la mancanza di abitudine alla competizione internazionale. In questi paesi i mercati del credito, ed in particolare

quelli dei crediti a lungo termine, sono stati fino a poco tempo fa virtualmente inesistenti.

Solo di recente sono stati fatti alcuni tentativi concreti per riorganizzare e, per certi aspetti, costruire l'assetto finanziario e monetario anche se la direzione seguita, come si dirà tra breve, presenta qualche perplessità.

1.1. *Il sistema finanziario nelle economie in transizione*

Il settore finanziario gioca più di un ruolo importante nel processo di transizione attuato dai paesi dell'est europeo. Questi ruoli risultano particolarmente difficili da sostenere a causa della lunga tradizione di passività che ha caratterizzato le funzioni e il comportamento delle banche durante il periodo dell'economia pianificata e della scarsa presenza di altre istituzioni finanziarie comuni nelle economie di mercato, come ad esempio le borse valori, gli organismi di investimento collettivo ecc..

Nell'ex blocco sovietico il sistema monetario consisteva essenzialmente nella c.d. *mono-bank*, ovvero in una struttura bancaria, priva di autonomia, preposta all'attuazione dei piani di programmazione economica. Suo compito istituzionale era quello di provvedere all'erogazione dei fondi, nei modi e nei tempi stabiliti a livello governativo. Si trattava di un sistema bancario chiuso e scevro da qualsiasi logica di *risk evaluation* nella concessione degli affidamenti per il quale era — e per molti aspetti è ancora — difficile separare le funzioni monetarie da quelle fiscali. La frequente concessione di credito ad aziende in gravi situazioni d'insolvenza deve infatti essere considerata, non come una funzione monetaria, quanto piuttosto come un processo di redistribuzione della ricchezza e, pertanto, assimilabile ad una funzione fiscale vera e propria.

Trattando delle funzioni del settore finanziario (e di quello bancario in particolare) nelle economie in transizione, va osservato come la mobilità dei risparmi domestici assuma un'importanza cruciale per il fatto, ormai generalmente accettato, che ogni processo di sviluppo deve partire in buona parte dall'utilizzo delle risorse interne disponibili⁽¹⁾. Con ciò, si badi, non

⁽¹⁾ Si veda: CORRIGAN, E.G. (1990), *The Role of Central Banks and the Financial System in Emerging Market Economies*, FRNBY - Quarterly Review.

si vuole assolutamente ridurre o porre in secondo piano il ruolo svolto dal capitale estero (FDI⁽²⁾ + risorse umane) nell'evoluzione delle economie più deboli.

Altra funzione base del sistema finanziario è proprio quella di attrarre importanti categorie di investitori esteri. Lo sviluppo di un mercato finanziario, anche semplice, purché caratterizzato dalla presenza di chiarezza e trasparenza nelle modalità di partecipazione e nelle condizioni di operatività, assicura una funzione di catalizzatore degli investimenti stranieri e di polarizzazione verso quelle società che riescono a massimizzare il fattore sicurezza (in termini di solidità patrimoniale) attorno alla loro immagine.

Il buon funzionamento della struttura finanziaria presuppone la creazione di un'efficiente sistema dei pagamenti che consenta il passaggio della moneta e degli strumenti sostitutivi della stessa tra gli operatori del sistema economico, contribuendo a creare fiducia in tutti i soggetti che operano sui mercati. Tuttavia, a differenza delle economie di mercato, i paesi in via di transizione presentano sistemi che operano in modo ancora lento ed inefficace per la mancanza di abitudine nella gestione della liquidità e per la scarsa dimestichezza con il concetto di costo-opportunità.

A trarre il maggior beneficio dalla presenza di un sistema dei pagamenti efficiente è sicuramente il sistema bancario nel suo complesso dal momento che non solo viene incoraggiata l'intermediazione bancaria (con conseguente riduzione dei costi) ma viene anche incrementato il volume complessivo dei depositi (dal momento che evita ai clienti di dover assolvere ai loro impegni pagando *cash*).

Un'altra tradizionale funzione del sistema bancario è l'allocazione del credito. Qualora le aziende di credito non riescano ad allocare i fidi in modo efficiente, per effetto di problemi istituzionali come la presenza di NPL (*Non Performing Loans*) e/o di personale non qualificato, si verifica una fuoriuscita di fondi verso forme scarsamente remunerative o caratterizzate da *moral hazard*.

(2) FDI sta per *Foreign Direct Investments*. Sono gli investimenti diretti esteri (esclusi gli investimenti di portafoglio).

Tale situazione è largamente diffusa nelle economie considerate.

In ultimo, il sistema finanziario (e le banche in particolare), gioca un ruolo di primissimo piano nei processi di ristrutturazione di impresa, di privatizzazione e di controllo societario. Questi temi sono oggetto di accesi dibattiti, con riferimento soprattutto alla scelta delle diverse tipologie di privatizzazione, che consentano di evitare liquidazioni su larga scala, e agli incentivi da attuare per aiutare le imprese meritevoli a mantenere buone le prospettive di continuazione dell'attività.

Nelle economie di mercato i procedimenti di bancarotta e quindi le liquidazioni delle aziende sono continuamente « compensati » dall'ingresso di nuove società che assorbono le risorse — materiali e umane — lasciate sul campo. L'assenza di mercati finanziari efficienti, di sistemi bancari stabili e di un settore privato sufficientemente sviluppato porta, nelle economie dell'est, ad una maggiore pressione per la costituzione di garanzie a favore delle imprese insolventi.

Vi è inoltre il problema del modello istituzionale da stabilire nel rapporto banca/impresa durante e dopo il periodo di transizione; mi sto riferendo alla scelta tra i sistemi di banca universale (presenti in Germania e Giappone) e i sistemi specializzati (secondo il modello britannico e statunitense).

Molti sono i sostenitori di un modello di banca mista simile a quello tedesco per il fatto che la partecipazione diretta al capitale societario, non solo crea una situazione di fiducia nei potenziali investitori, agevolando quindi la capitalizzazione dell'impresa (e riducendo l'esposizione totale della banca), ma anche perché in questo modo l'istituto di credito si ritrova ad essere maggiormente coinvolto nelle scelte strategiche della società, potendo anche controllarne la gestione.

Il problema per le economie in via di sviluppo risiede nella relativa mancanza o inadeguatezza della normativa esogena in tema di regolamentazione, supervisione e controllo; condizioni *sine qua non* per sviluppare una stretta relazione tra banca e impresa, per favorire la competizione e per evitare la formazione di comportamenti collusivi e situazioni di monopolio.

Lo sviluppo del modello di banca universale, o di un ibrido che presupponga le stesse logiche di base, richiede la presenza di forme autorizzative e di controllo più accurate e articolate

rispetto al caso delle banche specializzate che consentano di applicare, in caso di inadempienza, provvedimenti sanzionatori necessari. Non solo: devono essere sviluppati meccanismi di coesione tra grandi gruppi industriali, banche e investitori per la conservazione della stabilità economica e del potere d'acquisto al fine di garantire al sistema il mantenimento dei propri equilibri.

Questa tesi sembra essere confermata dai *trends* più recenti verificatisi nei paesi dell'est europeo dove, ad oggi, il 70% dei *voucher* venduti durante i processi di privatizzazione, a partire dal 1989, sono stati acquistati da soli 10 fondi di investimento — la metà dei quali è controllata direttamente da istituti di credito ⁽³⁾; tuttavia tale approccio, come si avrà modo di mostrare, presenta, nella fase attuale di sviluppo, una serie di limiti che potrebbero pregiudicare l'effettiva attuazione nelle economie considerate.

1.2. Il sistema bancario

Se è ormai pacifico che, attraverso le riforme di politica finanziaria, i paesi ex socialisti vogliano incrementare le loro capacità allocative delle risorse disponibili, risulta a tutt'oggi meno chiaro in che modo intendono procedere.

Abbandonati alcuni tentativi, per lo più accademici, di conciliare lo sviluppo dei mercati finanziari con un sistema che non sia quello occidentale, non esiste allo stato attuale un modello preciso di riferimento.

Dai proclami ufficiali e dai processi di riforma sinora implementati appare chiaro che l'obiettivo primario sia sostanzialmente la realizzazione di un sistema bancario decentrato, composto da istituti di credito in grado di competere sul mercato e controllati indirettamente da un organismo indipendente (autorità monetaria) ⁽⁴⁾.

⁽³⁾ VOS, E., YAP, M. (1995), *Banking Sector Reform in LDC's*, IMF. World Development Report. World Bank, pp. 30-36.

⁽⁴⁾ Tra i sistemi più decentralizzati spicca quello jugoslavo dove tuttavia sono state fatte numerose concessioni al cd modello occidentale con la trasformazione degli organismi di credito in vere e proprie istituzioni *profit-making* che operano espressamente come « agenzie di servizio » per le imprese. Le banche sono tenute, per non dire obbligate, a privilegiare nella con-

La riforma del sistema bancario assume un ruolo chiave in quasi tutti i paesi dell'est europeo per la necessità di sostenere gli enormi programmi di privatizzazione predisposti dalle autorità centrali.

La Repubblica ceca, l'Ungheria, la Polonia e la stessa Unione Sovietica hanno intrapreso ormai da un decennio, sebbene con differenti velocità, un massiccio processo di riformulazione delle competenze nel rapporto Stato/banche e nell'organizzazione creditizia con forme sostanzialmente simili.

Prima del 1989 era la Banca di Stato a gestire, tramite le sue filiali, tutte le operazioni di finanziamento in accordo alle necessità della pianificazione centralizzata (Sistema Monobanca).

Il primo stadio di queste riforme ha riguardato lo smantellamento della struttura Monobanca con la creazione di Banche Centrali, prima formalmente ed in seguito sempre più sostanzialmente, separate dalle banche commerciali. (Sistema a doppia struttura). Le banche commerciali, tuttavia, rimanevano ancora sotto l'influenza degli organi di governo e delle politiche statali.

In seguito si è progressivamente concessa ad intermediari stranieri la possibilità di partecipare alla concessione del credito sul territorio nella forma di cooperative o *joint stock companies* controllate dalle banche locali (Sistema a tripla struttura). La fase sopra descritta è quella attualmente presente nel processo di liberalizzazione del sistema bancario in molti paesi ex socialisti.

Di seguito sono riportati i principali elementi di rilievo che caratterizzano ancora la fase della transizione:

Separazione dei risparmi dagli investimenti

Il procedimento di raccolta del risparmio non è legato direttamente a specifiche riallocazioni in investimenti produttivi

cessione degli affidamenti specifiche tipologie di aziende che assorbono quote rilevanti della loro capacità di finanziamento e quindi, pur godendo di una discreta autonomia decisionale, non dispongono di fondi sufficienti per intraprendere proprie politiche di sviluppo.

Per approfondimento si veda BONIN, J. (1995).

ma è fine a se stesso: gli istituti di raccolta sono distinti da quelli di emissione e tale ripartizione costituisce ancora oggi uno dei tratti dominanti dei sistemi bancari nell'est europeo. In Unione Sovietica, in particolare, per garantire la competitività delle banche preposte alla raccolta del risparmio nei confronti di quelle commerciali si provvede ancora oggi all'imposizione di tetti sui tassi che queste ultime possono applicare nella concessione dei prestiti.

Eliminazione della Segmentazione Regionale e Settoriale

Le banche statali si caratterizzavano in precedenza per una elevata specializzazione essendo preposte solamente a determinati rami di attività.

La diffusione degli istituti di credito e l'ampliamento degli strumenti finanziari a disposizione, ha successivamente ridotto la specializzazione dell'attività bancaria per aree geografiche o settoriali consentendo lo sviluppo di istituti più vicini al modello della banca universale.

La valutazione degli affidamenti bancari

Oggi tutte le banche commerciali godono di una discreta autonomia nella concessione dei prestiti anche se le interferenze governative non sono ancora cessate.

I Principi di Regolamentazione Prudenziale

L'introduzione delle banche commerciali e del conseguente rischio di fallimento comporta come necessaria conseguenza la definizione di nuove procedure di regolamentazione e supervisione dell'attività bancaria.

Nonostante la diversità delle forme di controllo elaborate nei vari contesti nazionali, un comune denominatore sembra potersi ravvisare nella sempre più attenta definizione delle procedure di gestione e amministrazione controllata, dei casi di bancarotta e dell'attività sanzionatoria in caso di inadempienza rispetto ai requisiti della sana e prudente gestione.

Tali disposizioni, spesso incomplete o troppo flessibili nella loro applicazione, vengono sovente disattese per la man-

In un sistema dove le forme tecniche di prestito si differenziano solo formalmente, il credito diviene mero trasferimento, in luogo di anticipazione di potere di acquisto, dal momento che è il fabbisogno a generare il suo finanziamento. Di conseguenza la banca perde la propria discrezionalità e con essa l'autonomia d'impresa, trasformandosi nell'ente cui è affidato il compito della collettivizzazione del rischio, o meglio della sua copertura assicurativa.

Se nelle economie in transizione non vi è credito, in quanto non vi è assunzione consapevole dei rischi, vi è pure lo stimolo ad assumere rischi elevati da parte degli operatori (*moral hazard*), dato che il costo della copertura assicurativa degli stessi, offerta dal sistema bancario, è ridistribuita sulla collettività (collettivizzazione del rischio d'impresa) a prescindere dalla quantità di rischio assunta da ciascun operatore, mentre gli eventuali ritorni favorevoli sono goduti singolarmente.

Alla instabilità insita in ogni fase di ristrutturazione si aggiunge, quindi, un ulteriore fattore di incertezza: l'elevata propensione al rischio delle c.d. *socialist firms* (aziende a forte connotazione pubblica sia in termini di partecipazione al possesso proprietario, sia in termini di legami con il potere politico) che si caratterizzano non solo per lo spreco di capitale ma anche per l'assunzione di rischi elevati, a prescindere dal loro costo, distruggendo progressivamente il valore dello *stock* di capitale detenuto.

Dal canto loro le banche non sono in grado di assumersi le conseguenze negative del rischio e, dovendo trasferirlo alla banca centrale, non riescono a trasformarsi in imprese autonome. Nei fatti, dunque, *socialist firms*, banche e banca centrale riproducono — anche nel nuovo ambiente di prezzi liberalizzati e di proprietà privata — quell'insieme di rapporti inestricabili imposti in precedenza dal piano che si sostanziano nell'incapacità di guidare, tramite prezzi e quantità del credito, le decisioni reali d'impresa.

Quanto detto fa emergere come la transizione non abbia inciso sulla subordinazione delle banche alle *socialist firms* e della banca centrale alle prime, nel senso che il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche e delle banche non è ancora riuscito ad indebolire queste dipendenze.

Da ciò deriva una serie di contraddizioni che si scaricano sul sistema bancario nelle economie in transizione. Quest'ultimo riflette, da un lato, lo stato dell'economia reale ereditato dal precedente sistema di pianificazione centralizzata e continua a svolgere in larga misura un ruolo passivo e subordinato rispetto alla *socialist firm*. Dall'altro è chiamato ad essere protagonista della ristrutturazione microeconomica (intesa in senso ampio e comprendente tanto il risanamento aziendale quanto il trasferimento di proprietà).

3. Processi di riforma del sistema bancario: l'ambiente operativo

Nel precedente paragrafo si è fornita una panoramica delle problematiche che la trasformazione da economia di comando ad economia di mercato comporta.

Tale presupposto risulta indispensabile per cogliere le particolari interdipendenze che caratterizzano le economie in transizione e che esse stesse continuano a rigenerare in forme nuove (valga per tutti il fenomeno, in precedenza descritto, della collettivizzazione del rischio).

L'ambiente della transizione si caratterizza per una elevata segmentazione. La realtà economica delle principali città, dove la distanza economica con l'occidente è ridotta al minimo, fornisce una evidenza dei progressi ottenuti nel percorso di avvicinamento alle economie di mercato assolutamente non rappresentativa dell'intera economia nazionale.

In questi contesti l'economia privata attecchisce, sfruttando a proprio vantaggio quei vuoti di offerta che il vecchio sistema economico ha sempre lasciato sguarniti, prevalentemente nell'ambito dei settori commerciale e dei servizi. Anche questo aspetto tende a fornire un'immagine in buona misura distorta della reale dimensione del problema della transizione, concorrendo a sostenere l'idea che le soluzioni migliori per la trasformazione vadano ricercate nell'importazione di modelli di successo dalle economie occidentali.

Cosicché sarebbe sufficiente realizzare rapidamente un insieme di riforme istituzionali di tipo occidentale mantenendone la rigida osservanza (per fornire chiari segnali di irrever-

sibilità delle soluzioni prescelte) ed attendere la risposta spontanea dell'iniziativa privata.

Questo tipo di approccio è alla base delle riforme che hanno interessato i sistemi finanziari nelle economie dell'est europeo (7).

Ovunque si è assistito al passaggio dal sistema mono-banca e allo scorporo dalla banca centrale di enti autonomi deputati a svolgere funzioni di sole banche commerciali: in Bulgaria si è scelto di dar vita a 66 banche commerciali (59 banche corrispondenti alle filiali regionali della precedente mono-banca e sette banche specializzate merceologicamente); in Polonia a 9 banche commerciali in corrispondenza ad altrettante aree geografiche di riferimento; nell'ex Cecoslovacchia a due banche commerciali (l'una nella attuale Repubblica ceca, l'altra nell'attuale Slovacchia); in Ungheria a 3 banche commerciali, differenziate per settori di attività; in Romania è stata scorporata una sola banca commerciale.

Tali scorpori sono stati gestiti in forme anche assai differenziate con riguardo agli aspetti di maggiore rilevanza sotto il profilo aziendale, quali: la composizione dell'attivo e del passivo della scorporata e la dotazione di risorse (umane e tecnologiche) conferite.

A queste banche è stata concessa una piena operatività sul modello della banca universale, in un contesto in cui esse devono per lo più approvvigionarsi della provvista necessaria a far fronte agli impieghi sull'interbancario, giacché la raccolta del pubblico risparmio è in massima parte gestita dalle casse di risparmio che, nel precedente sistema comunista, svolgevano il ruolo di *postal banks* per le famiglie; ruolo che hanno conservato anche nel passaggio all'economia di mercato.

La riforma strutturale dei sistemi bancari, anche laddove è riuscita a riprodurre più da vicino i modelli occidentali, non è stata in grado di generare aziende bancarie simili a quelle operanti in quegli stessi sistemi di riferimento (8). Badando alle funzioni che avrebbero dovuto essere svolte dalle banche, al po-

(7) Si veda per tutti McKINNON, R.I. (1992), *Taxation, Money, and Credit in a liberalizing Socialist Economy*, Blackwell, p. 22-25.

(8) Per approfondimenti sui processi di riforma bancaria si veda l'appendice D relativa al quarto saggio.

sto dell'equilibrio delle coordinazioni economiche sottese allo svolgimento di quelle funzioni, le aziende bancarie, nate per scorporo dal sistema precedente, non sono state in grado di sviluppare una propria autonomia gestionale. Il tentativo di introdurre una vasta gamma di operazioni e strumenti per favorire gli specifici bisogni della clientela non ha consentito alle stesse di adattare alle esigenze della domanda l'offerta di prodotti e di servizi in condizioni di economicità.

Per questo motivo i sistemi bancari delle economie in transizione, nonostante l'operatività a tutto campo concessa loro dalla regolamentazione, non riescono a sviluppare una autonoma capacità allocativa e di mobilitazione del risparmio, anche in presenza di situazioni relativamente stabili sul piano macroeconomico (con l'inflazione entro limiti accettabili e la riduzione considerevole dei tassi di contrazione del prodotto interno).

Queste considerazioni consentono di comprendere come l'organizzazione dei sistemi creditizi dei paesi in oggetto sia contraddistinta dall'assenza di un disegno relativamente alle caratteristiche strutturali dei singoli istituti. Tuttavia la raccolta di fondi, gli investimenti, il processo di formazione dei costi e dei ricavi di esercizio e le oscillazioni dei saggi di interesse attivi e passivi sono strettamente dipendenti dalle caratteristiche strutturali dei singoli istituti, tanto in quelli che operano a breve termine con la raccolta di depositi a risparmio ed in conto corrente, quanto in quelli che finanziano l'attività economica a media e a lunga scadenza mediante l'emissione di titoli a reddito fisso. Esiste cioè una dimensione economico-aziendale dei problemi strutturali dei sistemi bancari che nelle economie in transizione è stata quasi per intero trascurata⁽⁹⁾. È chiaro che se, in fase di progettazione del sistema creditizio e finanziario, si trascurano i principi di economia e di finanza delle imprese a favore di esigenze di politica economica e di riforma istituzionale, si pregiudica inevitabilmente il buon funzionamento del sistema.

L'azienda di credito è chiamata a coniugare, nello svolgimento della propria attività, l'equilibrio economico con l'equili-

⁽⁹⁾ Per una descrizione della struttura dei sistemi bancari nelle economie in transizione cfr.: JONES, C., *Banking and financial sectors in east and Central Europe*, in *Financial Times management report*, London, 1993.

brio finanziario. Il *cash-flow* costituisce per la banca, come per ogni altra azienda, la quantità economica espressiva della reale autonomia gestionale. In un sistema di mercato, infatti, l'autonomia d'impresa coincide con la capacità di quest'ultima di risparmiare. Se l'azienda di credito subisce uno squilibrio finanziario — causato ad esempio dall'impossibilità di incassare gli interessi attivi maturati e dalla contemporanea esigenza di sostenere per cassa i costi operativi — non solo essa dipende in misura crescente dal credito di ultima istanza per far fronte agli impegni finanziari, ma pure deve accrescere, nel tempo, il divario fra tassi attivi e tassi passivi per mantenere un (apparente) equilibrio economico. Inoltre lo squilibrio finanziario induce la banca a privilegiare la scelta di impieghi che determinano sicuri flussi di cassa positivi (prevalentemente titoli del settore pubblico) con l'effetto di ridurre proporzionalmente la quota di crediti all'economia⁽¹⁰⁾.

Il razionamento del credito che ne consegue, determina presso il sistema delle imprese una ridotta capacità di finanziare il capitale di esercizio, con l'effetto di ridurre sia la domanda complessiva di credito a prorata scadenza per nuovi investimenti, sia la propensione al risparmio delle imprese, a causa di un minor sfruttamento della capacità produttiva esistente al quale consegue un minor sfruttamento della leva operativa. Il ridotto risparmio d'impresa determina una sostituzione del credito a prorata scadenza con credito a breve nella misura in cui le rate di rimborso del prestito eccedano i flussi di cassa di gestione. Così il cerchio si chiude, riproducendo — in vesti diverse — l'indisciplina al vincolo di bilancio propria dell'economia di comando.

Con specifico riguardo al sistema bancario, è chiaro che le possibilità di gestire in equilibrio tanto l'intermediazione creditizia quanto la funzione monetaria è strettamente legata alla disponibilità di mezzi propri, dal momento che la funzione monetaria implica una minore dotazione di patrimonio da parte delle banche ed aumenta la capacità di realizzare risparmio da parte delle imprese grazie ad un più intenso sfruttamento dei costi fissi.

(10) Tratto da M. BINI (1994), *La banca nelle economie in transizione*.

È questo il motivo per cui la soluzione istituzionale più consona alle economie in transizione coincide con la separazione dell'attività monetaria dall'attività di intermediazione e con il ripristino di un uso fisiologico del credito di ultima istanza. La congiunzione dell'attività monetaria con l'attività di intermediazione, fa sì che quest'ultima sia destinata a finanziare in larga misura l'eccesso di scorte con cui sistematicamente operano le imprese di queste economie. Il razionamento del credito a cui le banche universali sottopongono la clientela determina, infatti, una propensione alla detenzione di scorte materiali (a scopo di sicurezza e speculativo) la quale, mentre eleva il fabbisogno di capitale delle imprese, ne riduce la produttività.

A tale scopo si rendono necessari due tipi di intervento:

1) la separazione della funzione monetaria dalla funzione di intermediazione;

2) la ricapitalizzazione delle aziende di credito;

Entrambi gli interventi sono essenziali per poter incidere attivamente sulla sfera reale dell'economia. La funzione monetaria — assolta da banche commerciali pure, dedite agli smobilizzi di portafoglio — favorendo lo sfruttamento della capacità produttiva esistente, è suscettibile di incrementare il risparmio d'impresa e di ridurre le dispersioni di risparmio indotte da un eccesso di scorte di sicurezza (tramite una circolazione più fluida dei beni fra imprese e presso i consumatori finali).

La funzione di intermediazione — lasciata alle sole banche di sviluppo —, favorendo da un lato la riconversione e la riorganizzazione della base produttiva esistente e la nascita di imprenditoria privata sana dall'altro, è suscettibile di mantenere bilanciati risparmi ed investimenti (attraverso la sua capacità di selezionare quelli in grado di massimizzare l'effetto moltiplicativo sul reddito e sulla produzione). Né l'una né l'altra funzione possono essere svolte, infine, senza autonomia di giudizio da parte dei banchieri; autonomia che presuppone un equilibrio patrimoniale prima ancora che finanziario ed economico.

3.1. *Banca universale o banca commerciale*

L'aver individuato, nell'elevato rischio sistemico che affligge le economie in transizione, tanto la principale causa dell'indisciplina finanziaria quanto il principale effetto (vale a dire

il venir meno della distinzione fra capitale di debito e capitale di rischio), consente di cogliere un aspetto di assoluto rilievo che è alla base delle considerazioni che fanno propendere verso una struttura del sistema bancario imperniata su una netta distinzione fra banche commerciali pure e banche di sviluppo.

La banca universale costituisce per molti la soluzione naturale per le instabili economie dei paesi in transizione. In effetti, la banca universale mira a concentrare i rapporti di clientela al posto di diversificarli sulla base di una logica assicurativa, come in genere è la prassi per la banca commerciale. La capacità del banchiere universale si basa, infatti, sulla conoscenza dei *business* industriali e sulle informazioni in merito allo specifico cliente, le quali non si limitano ad un generico esame della moralità dell'affidato e dei bilanci d'impresa — come di norma accade per la banca commerciale che diversifica il portafoglio — ma devono necessariamente riguardare anche i progetti di investimento, il posizionamento competitivo, le capacità imprenditoriali.

La *selectivity* è in effetti un principio gestionale della banca universale.

È dunque senz'altro vero che la banca universale, in virtù della concentrazione del portafoglio crediti, della migliore informazione e dello speciale *entrepreneur spirit* che caratterizza i suoi dirigenti, costituirebbe la miglior soluzione per fronteggiare l'elevato rischio sistemico dell'economia. Scremando la classe di imprenditori più meritevoli e disciplinandone il comportamento, grazie ad un continuo controllo delle scelte imprenditoriali, la banca universale sembrerebbe poter ovviare al più grave limite in cui incorrono le banche commerciali in presenza di elevato rischio sistemico: il razionamento del credito al tessuto economico giuridicamente più debole (che in queste economie è rappresentato dal settore privato dell'economia). Tuttavia la banca universale sta stentando ad attecchire in tali economie per svariati ordini di ragioni⁽¹¹⁾.

Innanzitutto, manca la possibilità di disporre di una conoscenza dei *business* e dei progetti imprenditoriali che consenta

(11) Si veda: BINI, M., (1994), *La banca nelle economie in transizione*.

una ragionata assunzione di rischi industriali da parte dell'ente creditizio.

Secondariamente, in un contesto di elevata indisciplina finanziaria, il rischio di comportamenti collusivi banca-impresa a danno dei depositanti è molto elevato.

In terzo luogo, pare paradossale che il sistema di banche nato per scorporo dalla banca centrale — che nel precedente regime svolgeva una funzione contabile e di *auditing* del rispetto del piano — o il sistema delle casse di risparmio — che ha sempre svolto le funzioni proprie delle *postal banks* — siano in grado di dar vita ad una classe di banchieri in grado di guidare la selezione della futura classe imprenditoriale.

In sintesi, l'economia della banca universale presuppone stabilità di contesto economico. In assenza di stabilità vengono infatti meno le condizioni di ambiente su cui riposano i tratti caratteristici di tale economia: la trasformazione delle scadenze e la concentrazione dei rischi. Di conseguenza in un contesto instabile la banca universale tende a trasformarsi.

Ed in effetti, l'esperienza delle economie in transizione evidenzia una divergenza abbastanza profonda tra le banche reali — ossia la realtà gestionale delle aziende di credito — ed il tipo di banca universale progettata dalle leggi bancarie — ovvero la banca che tali leggi vorrebbero operasse in quei contesti.

A fronte di schemi operativi, ispirati alla seconda direttiva comunitaria, le banche mostrano un duplice comportamento, atteggiandosi a banca commerciale nei confronti dell'economia privata e al ruolo di finanziarie di gruppo per i grandi soggetti industriali pubblici.

Bisogna chiedersi, a questo punto, quale banca può vivere e può contribuire a ridurre il rischio sistematico che affligge queste economie, ponendo un freno all'indisciplina finanziaria.

Con un sistema di grandi imprese in ristrutturazione, con un sistema bancario sottocapitalizzato e con manager privi di competenze di economia d'impresa, la risposta più convincente ed aziendalisticamente più sensata è la banca più semplice possibile; la banca commerciale. Il termine « semplice » è qui da intendersi riferito alla minima attività di trasformazione del risparmio compiuta dalle banche commerciali rispetto alle banche universali. È proprio la minima trasformazione che rende più trasparente e più controllabile la banca

commerciale in contesti caratterizzati da elevata instabilità sistemica.

Va comunque precisato che non mancano esperienze storiche di contesti economici fragili ed in certa misura paragonabili all'attuale stato delle economie in transizione, dove le banche universali hanno contribuito a risanare il sistema delle imprese. Al riguardo l'esperienza del Giappone nel secondo dopoguerra è la più significativa.

Anche in Giappone, infatti, i nessi fra grandi imprese (dedite a produzioni militari) e grandi banche, realizzatisi in tempo di guerra, ricalcavano quelli propri delle economie pianificate, nel senso che le banche assicuravano alle imprese tutti i finanziamenti necessari a prescindere dal merito del credito, al fine di assicurare continuità alle produzioni belliche.

Tale rapporto collaborativo pare, comunque, di difficile realizzazione in economie dove l'indisciplina finanziaria di entità economiche, che mai sono state imprese, è di intensità notevolmente maggiore e dove le capacità dei burocrati, che mai sono stati manager di banca, sono notevolmente più limitate.

Queste considerazioni permettono di evidenziare come il problema dell'individuazione del tipo di banca in astratto meglio in grado di rispondere alle esigenze del sistema delle imprese non costituisca il punto di partenza dell'analisi da compiere. Più che la gamma di operazioni in concreto realizzabili dalle banche interessa qui approfondire una dimensione qualitativa e quantitativa (cioè economico-aziendale), il che equivale ad interrogarsi relativamente a quali condizioni il sistema bancario possa offrire prodotti di buona qualità, a costi contenuti, agli operatori più meritevoli.

È in quest'ottica che la banca universale può costituire una soluzione insoddisfacente.

Nella progettazione della specializzazione funzionale degli intermediari occorre piuttosto individuare il più appropriato *trade-off* tra rischio assunto — dagli intermediari stessi — e stabilità del sistema bancario: *trade-off* che non può essere concepito in astratto, ma piuttosto va ricercato (e regolato nel tempo) in relazione alle specifiche fonti di rischio sistemico.

In precedenza si sono chiarite le ragioni che concorrono a sostenere l'ipotesi secondo cui una minore specializzazione operativa degli intermediari è in grado di accrescere — a causa

dell'indisciplina finanziaria delle imprese affidate — il rischio sistemico. La migliore soluzione al riguardo consiste nell'affiancare al sistema di banche commerciali, poche grandi banche di sviluppo industriale, vale a dire intermediari specializzati in interventi mirati a catalizzare l'iniziativa privata.

3.2. La soluzione proposta: le banche di sviluppo

Le banche di sviluppo hanno come compito istituzionale la promozione del finanziamento di progetti di sviluppo c.d. bancabili. Sono tali le iniziative *self-financing*, suscettibili di generare o di far emergere, selezionandoli, i fattori necessari allo sviluppo industriale (managerialità, attività di marketing, collegamenti fra imprese, ecc.) di particolari settori o aree geografiche.

Caratteristica essenziale dell'intervento della banca di sviluppo è il ridotto ruolo dei *collaterals*, dato che è la bontà dell'iniziativa imprenditoriale a tutelare l'intermediario e non le garanzie offerte dai partecipanti all'iniziativa. Questo atteggiamento, che dovrebbe caratterizzare le migliori banche di sviluppo, è reso possibile da una particolare circostanza che contraddistingue le economie in transizione e più in generale le economie c.d. frammentate: l'assenza di una relazione diretta fra rischio delle iniziative imprenditoriali e loro rendimento. Ciò accade sia perché le opportunità di scambio non sono a tutti note in eguale misura (asimmetrie informative) — complice l'assenza di un efficiente sistema di prezzi, nel senso che prezzi simili si correlano a condizioni economiche di scambio differenziate — sia perché le condizioni di accesso ai fattori produttivi sono eterogenee — a causa di una diversa dotazione iniziale di risorse e dell'arretratezza del sistema finanziario il quale fallisce nell'eguagliare il rendimento dell'investimento reale e dell'investimento finanziario (di pari rischio)⁽¹²⁾.

In contesti in cui la redditività attesa delle iniziative imprenditoriali non è necessariamente ripartita in relazione al rischio che la caratterizza, la banca di sviluppo può contenere i rischi assunti sulla base di un accorto *monitoring* dei progetti.

(12) Per ulteriori approfondimenti si veda: BINI, M. (1994), *La banca nelle economie in transizione*.

È proprio questo disordine fra tassi di rendimento e rischi che spiega perché, di norma, nei paesi in via di sviluppo le banche di credito ordinario, che finanziano imprese per lo più in posizione finanziaria coperta, richiedono maggiori *garanzie* delle banche di sviluppo che finanziano iniziative, per lo più in posizione finanziaria speculativa.

Questa caratteristica di finanziare progetti, in luogo di imprese, assume straordinario rilievo nelle economie in transizione in quanto, sino a che i soggetti finanziati sono le imprese e non i progetti di investimento, può accadere che molte possibilità di sviluppo non possano essere colte dal momento che il *management* che le ha individuate, è ostaggio di una struttura economico-finanziaria d'impresa squilibrata (o più semplicemente sprovvista di *collateral*)⁽¹³⁾.

È grazie a questa circostanza che le banche di sviluppo possono svolgere l'essenziale funzione di far emergere le capacità manageriali propedeutiche ad uno sviluppo industriale di mercato in contesti in cui poche imprese godono del merito del credito. Ed è questa la ragione per cui tali intermediari non si limitano ad organizzare il finanziamento dell'iniziativa imprenditoriale, ma la assistono fornendo servizi reali (ricerca di partner commerciali, di soci esteri in grado di trasferire tecnologie complementari, ecc.) e finanziari (programmazione e controllo anticipato della gestione, gestione dei rapporti con le banche di credito ordinario, ecc.).

L'esperienza delle banche di sviluppo fornisce competenze manageriali nel redigere un piano di fattibilità, nel far rispettare una adeguata remunerazione ai mezzi propri; in sintesi crea una cultura di mercato.

È grazie all'introduzione di banche di sviluppo che si creano le condizioni per avviare un processo di selezione e di competizione fra manager-burocrati delle *socialist firms*; requisito indispensabile per poter offrire ad una classe dirigente l'opportunità di riconvertirsi all'economia di mercato in un contesto in cui manca un adeguato sistema di incentivi. Ed è solo in questa forma che la supervisione della classe manageriale nella

⁽¹³⁾ Per approfondimenti sul ruolo delle garanzie nella concessione degli affidamenti bancari in questi paesi si rimanda all'appendice A del quarto saggio.

fase della transizione può essere compiuta dai banchieri, senza eccessivi rischi di azzardo morale.

Alle banche di sviluppo, nelle economie in transizione, dovrebbe essere affidato pure il compito di controbilanciare le traiettorie di sviluppo spontaneamente favorite dagli investimenti esteri. Questi ultimi tendono ad innescare per lo più uno sviluppo di tipo regressivo, teso cioè a sfruttare, perpetuando, le disparità rispetto alle economie più sviluppate (ad es. per mezzo di produzioni a basso valore aggiunto e *labor intensive*, volte a sfruttare i differenziali di costo del lavoro per unità di prodotto) — in luogo di uno sviluppo propulsivo — teso cioè a colmare tali discrepanze (ad es. per mezzo di produzioni ad elevato valore aggiunto con trasferimenti di tecnologie e competenze manageriali, volti ad allineare la produttività del lavoro agli standard occidentali).

In effetti l'esperienza dei PVS insegna come l'attività delle banche di sviluppo concorra a promuovere un indotto di società di consulenza che forniscono servizi fin dalla fase di redazione del primo progetto di fattibilità e dunque stimola, anche per questa via, un « aggiornamento » della cultura manageriale; presupposto fondamentale per una gestione competitiva delle iniziative finanziate.

Dunque la banca di sviluppo, mentre svolge un'opera di aggiornamento culturale e morale del *management*, stimola il Governo ad intervenire nel contrastare tutte le forme di comportamento illegale che ostacolano la realizzazione di una equa concorrenza.

È proprio questo duplice ruolo che distingue le banche di sviluppo dalle agenzie di sviluppo e dalle *investment banks*. Le agenzie di sviluppo infatti, non essendo aziende, operano in qualità di enti erogatori di fondi pubblici, a prescindere dalla natura c.d. bancabile dell'iniziativa o dell'investimento; le seconde, invece, operano a favore esclusivamente di iniziative bancabili senza tuttavia altro parametro selettivo che la redditività dell'investimento stesso. La banca di sviluppo coniuga i due caratteri contrapposti dell'agenzia di sviluppo e della *investment bank*; in particolare, con riferimento alla prima limita il proprio intervento alle iniziative *self-financing*, mentre rispetto alla seconda estende il proprio operato a fa-

L'inevitabile limitata capacità delle banche di sviluppo nel mobilitare risorse idonee a finanziare progetti durevoli non deve, tuttavia, essere percepita come il principale vincolo all'operatività di tali intermediari. Il limite maggiore va piuttosto ricercato nella scarsità di progetti bancabili.

Le considerazioni ora svolte, fanno cogliere le ragioni per cui un contesto dove *bank finance is necessarily loan finance* e, dunque, le imprese presentano rapporti di indebitamento più elevati, i rischi che gravano sul sistema bancario possono essere più contenuti: il maggior *leverage* costringe le imprese a ridurre i rischi operativi, (*long term commitment*). L'evidenza che il *corporate restructuring* si fonda, anche nelle economie occidentali, prevalentemente sul ricorso al debito sostiene la superiorità dell'assetto istituzionale del sistema bancario incentrato su banche commerciali.

È peraltro noto in letteratura come i finanziamenti a titolo di debito si caratterizzino per una maggiore capacità, da parte del concedente, di disciplinare il comportamento del prestatore rispetto ai finanziamenti con capitale di rischio: è questa maggiore completezza, dei *debt contracts* rispetto agli *equity contracts*, che permette di realizzare migliori relazioni di lungo periodo.

In altre parole è proprio il finanziamento a titolo di debito che esalta le capacità di *screening* e di *monitoring* degli intermediari. Le capacità di *screening* risultano accresciute in quanto il debito è suscettibile di innescare maggiori occasioni di *adverse selection* in tutte quelle situazioni aziendali caratterizzate da un livello di rischio operativo — ereditato dall'economia di comando — irreversibilmente elevato, cosicché l'intermediario non può perseguire l'equilibrio gestionale via prezzi (tassi) ed è obbligato a gestirlo via quantità (razionando o meno il credito e quindi svolgendo la funzione di selezione delle imprese in via diretta).

4. La crescita del settore finanziario non bancario

Lo sviluppo del settore finanziario non bancario ha ricevuto una considerevole attenzione nelle ex economie socialiste, dove per molto tempo le attività finanziarie sono state scarsamente apprezzate e, in ogni caso, confinate al sistema bancario.