

# L'adesione dei paesi dell'Est europeo all'Unione Europea: l'integrazione monetaria e finanziaria

*a cura di*  
**Dario Velo**



**Cacucci Editore - Bari**

## VIRTUAL LIBRARY OF EUROPEAN STUDIES

Il presente volume è reso disponibile, in consultazione gratuita, al pubblico.  
Non ne è consentita la riproduzione o ripubblicazione, anche parziale, con qualsiasi mezzo.

-- -- --

This volume is made available to the public for free consultation.  
It may not be reproduced or republished, even partially, by any means.

Proprietà letteraria riservata - Copyright  
Cacucci Editore, Bari

AUSE – Associazione Universitaria di Studi Europei



Co-funded by the  
Erasmus+ Programme  
of the European Union



This project is co-funded by the Erasmus+ Programme of the European Union  
EACEA – European Education and Culture Executive Agency  
Jean Monnet Action

ASSOCIAZIONE UNIVERSITARIA DI STUDI EUROPEI - AUSE

L'adesione dei paesi dell'Est europeo  
all'Unione Europea:  
l'integrazione monetaria e finanziaria

a cura di  
**Dario Velo**



Cacucci Editore - Bari

---

---

*PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA*  
© Copyright 1996 by Cacucci Editore  
Via Nicolai, 17 - Bari - Tel. 080/5214220

Ai sensi della legge sul diritto d'autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilm, registrazioni o altro.



*Stampato in Italia*

*Printed in Italy*

---

*Puglia Grafica Sud - Bari - Via Pasubio, 155/A*



## INDICE

DARIO VELO - MARIA LUISA ESPOSITO La convertibilità valutaria nei paesi dell'Europa centro-orientale. Strategie a confronto negli anni di svolta (1990-1991)	pag. 7
BERTRAND SORET L'Unione Economica e Monetaria: l'introduzione della moneta unica	» 23
PIERRE MAILLET Quale organizzazione monetaria in un'Europa allargata a geometria variabile organizzata?	» 35
OSCAR GARAVELLO Debito estero e trasferimenti netti di risorse: dai temuti pericoli a nuove opportunità nella più recente esperienza dei paesi dell'Est?	» 51
ENRICO COTTA RAMUSINO L'integrazione finanziaria dei paesi dell'Europa orientale	» 115
TIBOR PALANKAI L'allargamento dell'UE verso Est: gli aspetti monetari e finanziari. Il caso ungherese	» 147
SERGIO ARZENI Il ruolo delle piccole e medie imprese nel processo di transizione	» 173
HANS PFLAUMER Il processo di modernizzazione e il ruolo delle piccole imprese in Russia	» 183
ERNESTO PAOLILLO L'adesione dei paesi dell'Est europeo all'Unione Europea: lo stato attuale dell'integrazione	» 191



DARIO VELO - MARIA LUISA ESPOSITO

**La convertibilità valutaria nei  
paesi dell'Europa centro-orientale.  
Strategie a confronto negli anni di svolta (1990-1991)**

La convertibilità monetaria costituisce un aspetto cruciale del processo di ristrutturazione intrapreso dai paesi dell'Europa centro-orientale per transitare da un'economia burocratico-pianificata ad un'economia di mercato.

La convertibilità ha infatti una duplice valenza, internazionale e nazionale. Sul piano internazionale, la convertibilità delle monete nazionali nelle valute estere costituisce un prerequisito del processo di liberalizzazione e di integrazione regionale.

Sul piano interno, essa costituisce un passo di importanza strategica per ristrutturare il sistema dei prezzi e per sostenere gli obiettivi di riforma economica.

Esistono molteplici forme di convertibilità in funzione dei diversi soggetti economici coinvolti e delle tipologie di operazioni consentite.

Il processo di transizione verso la convertibilità può essere realizzato secondo tempi e modi anche profondamente differenziati, in funzione delle condizioni di partenza e degli obiettivi stabiliti come prioritari.

L'impatto della convertibilità è funzione delle altre misure adottate in parallelo; affinché la convertibilità produca gli effetti desiderati e sia sostenibile nel tempo, è necessario che determinate condizioni siano conseguite prima o nel momento stesso in cui essa è introdotta.

---

Diverse possono essere pertanto le strategie sviluppate per raggiungere la piena convertibilità, sia per quanto riguarda le forme intermedie di convertibilità parziale, sia per quanto riguarda il sentiero di sviluppo del processo nel suo insieme.

Queste considerazioni danno riconoscimento ai motivi delle profonde differenze che stanno caratterizzando i paesi dell'Europa centro-orientale, pur nel quadro di una sostanziale comunanza di problematiche e di intenti.

Fra i paesi dell'Europa orientale esiste una profonda comunanza per quanto concerne i programmi di riforma adottati, in riferimento alle politiche di stabilizzazione macroeconomica, di riforma strutturale e di liberalizzazione. Se questi paesi si sono dati gli stessi obiettivi a medio e lungo termine, essi peraltro hanno mantenuto una differenziazione nel disegno iniziale e nella programmazione temporale delle singole misure di riforma.

Per quanto concerne la convertibilità valutaria, tutti i paesi Est-europei hanno optato per una rapida introduzione della convertibilità interna; ai residenti è stata garantita la possibilità di convertire la moneta nazionale in valute occidentali, ad un tasso di cambio unificato, per la realizzazione di transazioni commerciali.

La generalità dei paesi Est-europei ha inoltre previsto forme di liberalizzazione valutaria molto simili per quanto concerne il rimpatrio dei profitti derivanti da investimenti esteri diretti, per sostenere la diffusione di joint ventures.

Le differenze riguardano le modalità con cui si è proceduto.

Sembra lecito, a costo di qualche semplificazione, proporre una distinzione fra tre strategie seguite dai diversi paesi:

- a) una strategia shock, adottata dalla Polonia;
- b) una strategia gradualistica, adottata dall'Ungheria;
- c) una strategia "intermedia", adottata dalla Repubblica Ceca (dalla Cecoslovacchia, prima della scissione).

### 1. *Tre strategie a confronto*

La strategia per raggiungere la convertibilità seguita dalla Polonia può essere assunta come prototipo estremo dell'approc-

cio shock al problema della ristrutturazione verso un sistema di mercato. Altri paesi dell'Europa centro-orientale hanno adottato misure analoghe a quelle messe a punto dalla Polonia; questo paese costituisce certamente l'esempio di massimo impegno nell'abbreviare i tempi della transizione.

Di fronte alla grave crisi economico-finanziaria del paese, il Governo polacco ha avviato un programma radicale di liberalizzazione del meccanismo di formazione dei prezzi, ha accelerato il processo per raggiungere la convertibilità valutaria, ha smantellato celermente i dazi doganali e le altre forme di protezione del mercato interno.

La convertibilità interna, sia per le imprese che per i residenti, è stata concepita come condizione di base per sostenere il programma di riforma. Per agevolare la stabilizzazione macroeconomica è stato adottato un regime di cambio fisso, per un periodo di tempo che è stato preannunciato, così da fornire un punto di riferimento certo per le aspettative degli operatori e dei consumatori.

L'Ungheria costituisce il caso estremo opposto, di un approccio gradualistico al problema della ristrutturazione verso un sistema di mercato. In realtà l'avvio, già durante il regime comunista, di un processo di riforma economica ha posto il paese in condizioni di relativo vantaggio quando il crollo dell'egemonia sovietica ha aperto nuove prospettive di modernizzazione per tutti i paesi dell'Europa centro-orientale. Il perseguimento della convertibilità è stato agevolato dai risultati conseguiti negli ultimi anni dal vecchio regime; si sono dimostrati particolarmente importanti, in questo quadro, i progressi che erano stati raggiunti nella riduzione dei sussidi, nella liberalizzazione delle importazioni e nello sviluppo del mercato finanziario.

Il punto di partenza migliore rispetto agli altri paesi dell'Europa centro-orientale avrebbe potuto consentire di sviluppare una strategia aggressiva, di modernizzazione più accelerata; questa opzione è stata scartata, per evitare tensioni interne ritenute non giustificate.

La politica del tasso di cambio si è conformata all'adozione di un approccio gradualista, basandosi sulla scelta di un tasso di

---

cambio reale come ancora per il processo di stabilizzazione macroeconomica.

L'approccio scelto dalla Cecoslovacchia può essere definito intermedio rispetto ai due estremi costituiti dal caso polacco e quello ungherese, in quanto orientato alla ponderazione fra l'obiettivo della stabilità e l'obiettivo della modernizzazione. L'approccio cecoslovacco prevedeva in linea di principio una rapida transizione al mercato, comportando alcune caratteristiche tipiche della terapia shock: in particolare esso stabiliva lo sviluppo simultaneo della liberalizzazione dei prezzi interni, dei commerci e del cambio nonché il varo di un accelerato programma di privatizzazioni. L'impatto di queste misure era peraltro mitigato da misure correttive, che valevano ad introdurre una certa gradualità nei meccanismi di adeguamento. Così, ove si prenda in considerazione il problema della convertibilità, il Governo cecoslovacco, pur orientandosi chiaramente nella direzione della immediata convertibilità interna, ha escluso inizialmente i cittadini residenti, in primo luogo per evitare una diffusa esportazione di capitali.

Una chiave interpretativa delle divergenze fra le soluzioni adottate dalla Cecoslovacchia rispetto agli altri paesi, anche in questo caso, può essere ricercata nelle diverse condizioni iniziali. La Cecoslovacchia presentava infatti condizioni economiche più difficili da modificare, con maggiori rigidità strutturali sia istituzionali sia sociali; al tempo stesso, essa vantava una migliore situazione congiunturale.

Per orientare il pensiero nella valutazione delle diverse strategie adottate, a costo di semplificazioni accettabili solo in prima approssimazione, è lecito affermare che in Polonia, in diretta relazione alla situazione di iperinflazione, la terapia shock era rivolta a conseguire una stabilizzazione rapida a livello macroeconomico; nel caso ceco l'obiettivo è stato piuttosto di "destabilizzare" i comportamenti degli agenti economici, per passare da una situazione dominata dal centralismo burocratico verso una crescente apertura alla logica di mercato; nel caso ungherese, l'obiettivo è stato accelerare un processo di riforma peraltro già iniziato.

L'esperienza accumulata in alcuni anni non consente ancora di tracciare un bilancio e stabilire una valutazione conclusiva di

queste diverse strategie. Il processo attivato è ancora nella fase iniziale, e richiede di essere seguito nella sua evoluzione.

L'attenzione va concentrata, in primo luogo, sugli anni della svolta, cioè sugli anni iniziali di questo decennio, che hanno visto l'avvio delle strategie di riforma (1990-1991).

## *2. La convertibilità valutaria e la politica del tasso di cambio in Polonia*

La Polonia è stata il primo paese del Centro-Europa ex-socialista ad introdurre la convertibilità valutaria.

Il 1° gennaio 1990 è entrato in vigore il cosiddetto "piano Balcerowicz" di stabilizzazione, che ha avviato una terapia shock. La transazione verso una economia di mercato non veniva assunta come un obiettivo a lungo termine, subordinato alla preliminare correzione degli squilibri esistenti, ma come una trasformazione da realizzarsi a breve termine come strumento per eliminare gli squilibri stessi.

La novità fondamentale del piano Balcerowicz, rispetto ai programmi precedentemente sperimentati in Ungheria e nella stessa Polonia, consisteva nella combinazione di politiche di stabilizzazione economica con un radicale programma di liberalizzazione, imperniato sull'immediato passaggio alla convertibilità interna; alle misure di liberalizzazione veniva attribuita la funzione specifica di assicurare che le esigenze del processo di stabilizzazione macroeconomica non si ponessero in conflitto con quelle del processo di ristrutturazione.

Questo approccio si fondava su un assunto fondamentale, vale a dire che il maggior ostacolo alla introduzione della convertibilità fosse il grave squilibrio economico-monetario del paese più di quanto non fosse il problema strutturale della bassa competitività dell'apparato produttivo. L'eliminazione dell'eccesso di domanda è stato visto come condizione necessaria e sufficiente per l'introduzione della convertibilità valutaria; a questo fine risultava cruciale la fissazione di un tasso di cambio appropriato.

In questo quadro, la convertibilità dello zloty ha potuto essere utilizzata come un'ancora nominale in grado di frenare la spirale inflattiva e di sottoporre alla pressione della concorrenza interna-

---

zionale le posizioni monopolistiche ereditate dal passato regime. Convertibilità valutaria e liberalizzazione degli scambi commerciali hanno costituito due fronti di un'unica manovra.

Aspetto cruciale per il successo di questa manovra è apparsa l'abolizione dei sussidi alle esportazioni, non tanto per recepire le istanze internazionali, quanto piuttosto per incidere sugli squilibri interni più gravi. All'eliminazione dei sussidi è stato attribuito un ruolo fondamentale nell'assorbire l'inflazione nascosta, ristabilendo la corretta corrispondenza con i prezzi mondiali. Una delle giustificazioni adottate tradizionalmente per mantenere il regime dei controlli sulle esportazioni era costituito dal rischio di esportazioni con valore aggiunto negativo, in conseguenza degli elevati sussidi concessi ai prodotti di base per mantenere basso il loro prezzo.

Per meglio valutare la specificità dell'esperienza polacca, si può focalizzare l'attenzione sulla scelta del regime del tasso di cambio, sulla organizzazione delle operazioni in valuta e sulla scelta del livello del tasso di cambio.

Per quanto concerne il regime del tasso di cambio, il Governo polacco inizialmente ha optato per un tasso di cambio fisso in termini nominali.

Questa scelta ha rappresentato una svolta rispetto alla politica attiva del tasso di cambio, applicata fin dagli anni '70 dalla Polonia così come dall'Ungheria. La valuta estera di riferimento adottata è stata il dollaro; la scelta va posta in relazione con il ruolo che il FMI ha svolto per supportare la manovra messa in atto dal Governo polacco.

Caratteristica distintiva della nuova organizzazione delle transazioni in valuta estera per le imprese polacche è il ritorno alla centralizzazione della gestione valutaria; questa soluzione è stata dettata dall'esperienza negativa fatta negli anni precedenti, ove l'esistenza di mercati valutari segmentati aveva prodotto il fenomeno dei tassi di cambio multipli.

La nuova regolamentazione prevedeva l'obbligo per gli esportatori alla cessione delle entrate valutarie al sistema delle banche commerciali, al tasso di cambio ufficiale; a propria volta agli importatori era riconosciuto il diritto di acquistare dalle banche



commerciali la valuta necessaria per le transazioni commerciali. Era così abolito il sistema tradizionale di ritenzione da parte dell'impresa esportatrice di una quota della valuta estera acquisita, in parallelo alla liberalizzazione degli scambi commerciali con l'estero.

Per quanto concerne i movimenti di capitali, alcune disposizioni speciali sono state introdotte per rendere possibile il rimpatrio dei profitti da parte dei soggetti esteri e delle joint ventures; per le imprese polacche, invece, sono stati mantenuti dei vincoli.

Anche per i privati cittadini è stato avviato un processo di liberalizzazione valutaria, e ciò ha portato alla graduale contrazione del mercato nero.

Un ultimo aspetto che va evidenziato, per completare questo sintetico quadro dell'impostazione adottata dal Governo polacco, è costituito dalla determinazione del tasso di cambio. Questo aspetto costituisce un nodo del processo di introduzione della convertibilità interna.

Alla vigilia del varo del piano Balcerowicz, il rapporto fra il tasso di mercato e il tasso ufficiale di cambio era pari al 700% circa (il cambio di mercato per il dollaro era di 9.700 zloty contro un cambio ufficiale di 1.400). Una svalutazione dello zloty era pertanto inevitabile, per avviare un processo che portasse alla convertibilità. La stessa conclusione si raggiunge ove si prendano in considerazione la necessità di compensare l'effetto dell'abolizione dei sussidi e l'opportunità di proteggere le attività interne meno efficienti. Il 1° gennaio 1990 pertanto lo zloty veniva svalutato del 678%, portando la parità ufficiale rispetto al dollaro a 9.500, molto prossima al valore prevalente sul mercato libero.

Nel maggio 1991, per compensare l'effetto dell'inflazione interna, lo zloty è stato ulteriormente svalutato del 17%, portando la parità con il dollaro a 11.100 zloty.

Va sottolineato come, nell'occasione, l'ancoraggio al dollaro sia stato sostituito con l'ancoraggio ad un paniere di 5 monete (45% dollaro USA, 35% DM, 10% sterlina inglese, 5% FF, 5% franco svizzero).

Nell'ottobre '91 il regime di cambio fisso è stato sostituito con un regime di parità mobili, mentre veniva incrementato il livello

---

medio dei dazi doganali. Un'ulteriore svalutazione, pari al 12%, veniva decisa nel febbraio 1992.

Queste misure non sono riuscite a porre rimedio alla crisi ereditata dal passato regime; esse peraltro hanno consentito di ottenere una serie di risultati.

All'inizio del 1991, la liberalizzazione del commercio con l'estero era stata quasi completata, consentendo di migliorare l'offerta di beni e riducendo l'eccesso di liquidità presente sul mercato. I progressi verso la convertibilità hanno permesso di ridurre l'uso di valute estere come monete parallele, all'interno del mercato; questo processo è stato sostenuto, aumentando la remunerazione sui depositi in zloty e con ciò stimolando la conversione in moneta nazionale della liquidità espressa in valuta estera detenuta da imprese e privati.

Sembra lecito affermare che la convertibilità interna dello zloty abbia creato una situazione nuova, confermando l'importanza anche psicologica di un cambio stabile.

L'approccio shock adottato ha consentito di aprire l'economia. I tassi di cambio sono stati avviati alla stabilizzazione.

In questo quadro, gli squilibri strutturali e il fenomeno dell'inflazione nascosta hanno potuto essere affrontati.

Va sottolineato che l'ancoraggio ad un paniere di monete, in alternativa al dollaro come unica moneta di riferimento, costituito da una proporzione del 55% di monete europee, ha costituito una decisione di importanza esemplare anche per gli altri paesi dell'Europa centro-orientale.

Questo cambiamento risulta funzionale all'obiettivo di stabilizzazione dei prezzi, vista l'importanza dell'interscambio polacco con l'Europa.

### *3. La convertibilità valutaria e la politica del tasso di cambio in Ungheria*

L'approccio seguito dall'Ungheria per raggiungere la piena convertibilità della propria moneta va posto in relazione con il processo di riforma graduale avviato già dal 1968 con il varo del Nuovo Meccanismo Economico.

Tale riforma non raggiunse gli obiettivi perseguiti; essa peraltro ha consentito di ridurre la differenza fra prezzi interni e internazionali, fornendo una piattaforma su cui ha potuto fondarsi la manovra lanciata all'indomani della caduta del muro di Berlino, per far transitare l'Ungheria verso l'economia di mercato.

L'esistenza di un sistema di prezzi interno sostanzialmente omogeneo con il sistema internazionale dei prezzi ha consentito di accelerare l'apertura dell'economia, senza la necessità di adottare misure radicali. Anche l'introduzione della convertibilità è stata assunta come un obiettivo a medio termine, da conseguire in parallelo con altri obiettivi economici e finanziari; non è stato cioè necessario, come invece nel caso polacco, utilizzare la convertibilità come uno strumento su cui fare leva per riformare il sistema economico.

Il primo passo verso la convertibilità valutaria è stato realizzato con una sostanziale liberalizzazione commerciale. Nel 1989 la liberalizzazione delle importazioni riguardava solo una parte delle merci di origine occidentale; nel 1991 la liberalizzazione poteva dirsi pressoché completa. Il livello medio delle tariffe doganali che colpivano le importazioni nel 1990 raggiungeva il livello del 17%, riducendosi ulteriormente al 12% nel 1991.

Un programma di riduzione dei sussidi fu iniziato nel 1989, con l'obiettivo di eliminarli completamente nel giro di 4 anni.

In concomitanza con questo programma, la politica dei prezzi ha potuto essere avviata alla completa liberalizzazione.

Il sistema di tariffe e sussidi di carattere burocratico-accentrato è stato sostituito con l'attivazione di un mix di strumenti di intervento propri della tradizione occidentale, quali sgravi fiscali, esenzione dalle imposte degli investimenti, tassi di interesse agevolati. La Banca Nazionale dell'Ungheria ha iniziato a fornire la copertura a termine sulle variazioni dei cambi, a favore delle imprese impegnate in scambi commerciali; tale attività ha poi potuto essere trasferita alle banche commerciali autorizzate a quotare cambi a termine per le imprese residenti.

L'Ungheria ha incoraggiato gli investimenti esteri diretti mediante il varo di una normativa relativamente favorevole sulle joint ventures.

---

Agli investitori esteri, in particolare, è stata riconosciuta fin dall'inizio piena libertà di rimpatriare i profitti conseguiti in Ungheria.

La liberalizzazione delle transazioni commerciali per beni di consumo è proceduta con relativo ritardo rispetto agli altri comparti; ciò ha dilazionato il raggiungimento della piena convertibilità interna; limiti stringenti hanno continuato ad essere mantenuti per i movimenti internazionali di capitali da parte dei risparmiatori.

De facto, l'Ungheria ha quindi varato un processo orientato alla convertibilità che si è sviluppato con velocità diversa, negli anni della svolta da noi considerati, in funzione delle diverse categorie di soggetti e di transazioni.

Per le imprese residenti, il fiorino è stato reso convertibile sia in termini di commerci internazionali che di relativi servizi; le uniche limitazioni sono state mantenute per i viaggi di lavoro.

Vincoli maggiori sono stati mantenuti per le istituzioni finanziarie. La libera convertibilità del fiorino è stata rinviata, tout court, per le famiglie; il fatto che questa limitazione non abbia portato ad un doppio mercato valutario, segnala peraltro, di per sé, la limitata portata di questa regolamentazione.

Per i non residenti, il fiorino è stato reso subito convertibile per alcune operazioni, in primo luogo il rimpatrio dei profitti, mentre sono stati mantenuti limiti per il suo uso nelle transazioni di merci e servizi.

Nonostante queste limitazioni, è giudizio condiviso dalla generalità degli operatori che il fiorino abbia raggiunto in tempi brevissimi un grado di convertibilità de facto superiore a quella dichiarata de iure, pari o superiore al grado di convertibilità raggiunto dalle valute di alcuni paesi del Centro-Europa che avevano invece sancito ufficialmente la convertibilità della propria valuta.

Un esempio chiarisca il punto. I residenti ungheresi sono stati autorizzati a possedere conti in valuta estera presso banche interne autorizzate, senza essere obbligati a rendere nota la fonte della valuta. Qualsiasi ammontare di valuta prelevata da questi conti poteva essere esportata, mentre era limitato l'acquisto di

valuta estera. Tale normativa è stata definita da un autorevole osservatorio come una regolamentazione "piuttosto ipocrita" (Blue Ribbon Commission, 1992). L'esempio illustra una convertibilità de facto superiore a quella de iure.

La convertibilità "effettiva" del fiorino ha potuto essere garantita anche grazie alla struttura finanziaria dell'Ungheria, più avanzata di quella di altri paesi dell'Europa centro-orientale. Con l'approvazione di una nuova legge sulle società nel 1988, è stata aperta la strada alla nascita di un moderno mercato del capitale di rischio. Dal 1990, ha iniziato ad operare una prima forma di borsa valori; al listino sono state ammesse anche società industriali quotate contemporaneamente in borse estere.

Dal 1988 le famiglie hanno accesso al mercato dei titoli di Stato.

Nel 1991 è stata introdotta una nuova legge bancaria che ha rinnovato radicalmente la normativa per quanto concerne la costituzione e l'attività delle istituzioni finanziarie nonché il ruolo della Banca Nazionale di Ungheria.

La legge bancaria ha inoltre attivato la formazione di un efficiente mercato interbancario, anche per quanto riguarda le valute estere.

In questo modo, il ruolo delle autorità centrali nel finanziamento dell'economia si è eroso velocemente, a favore del ruolo del sistema bancario e del finanziamento diretto.

Per quanto concerne la fissazione del livello del tasso di cambio, va sottolineato che anche nel caso ungherese, come in quello polacco già visto, è andato assumendo crescente importanza il riferimento alle valute europee.

Inizialmente, l'Ungheria si è basata sulla scelta di un tasso di cambio reale, supportato da un regime di parità mobile, con il valore del fiorino manovrato in termini di un paniere ponderato di valute costituito per il 50% da dollari e per il 50% da 10 valute convertibili.

Nel 1991 queste ultime sono state sostituite con il riferimento diretto all'ECU. Dal 1989, le decisioni relative ai cambiamenti nel valore medio del fiorino nei confronti del paniere sono state prese dal Governo se le variazioni eccedevano il 5%, se inferiori le decisioni rientravano invece nelle competenze della Banca Centrale.

---

Per meglio comprendere la politica di cambio ungherese, è opportuno prendere in considerazione la sua evoluzione a partire dagli anni '80. Dal 1982 l'Ungheria ha avviato una politica di periodiche svalutazioni del fiorino, a fronte del differenziale di inflazione interna e internazionale. Fra il 1982 e il 1988 la svalutazione in termini reali è stata del 43% circa.

A partire dal 1989 questa tendenza si è invertita. Le svalutazioni nominali si sono ridotte, facendo sì che il tasso di cambio reale effettivo iniziasse a rivalutarsi.

Così, nel 1991 si è proceduto a due svalutazioni, pari rispettivamente al 15% e al 6%, a fronte di un'inflazione interna del 35% e di una inflazione inferiore al 5% nei paesi di riferimento (Europa e Stati Uniti).

Il tasso di cambio reale si è dunque in realtà apprezzato.

Nell'anno in cui è stata avviata una ampia liberalizzazione delle importazioni, si è verificata una consistente rivalutazione reale delle valute. Ciò è stato reso possibile grazie al surplus della bilancia dei pagamenti determinato da cospicui afflussi di depositi a breve termine; la rivalutazione reale era comunque giustificata alla luce di una serie di condizioni positive, fra cui il surplus nella bilancia commerciale, l'incremento degli investimenti diretti internazionali in Ungheria, l'aumento delle riserve in valuta estera, la riduzione del tasso di inflazione. Il trend economico, negli anni della svolta, si presenta positivo in Ungheria, qualsiasi sia l'indicatore preso a riferimento. Questa condizione, oggettivamente privilegiata, ha reso possibile una gestione del tasso di cambio reale finalizzata alla stabilizzazione economica.

#### 4. *La convertibilità valutaria e la politica del tasso di cambio in Cecoslovacchia*

Negli anni della svolta, qui presi in considerazione, la suddivisione della Cecoslovacchia in due Repubbliche non era ancora avvenuta; per sviluppare l'analisi comparata qui proposta è lecito far riferimento alle condizioni vigenti all'epoca.

L'avvio delle misure decisive per le riforme del sistema economico cecoslovacco può essere collocato nell'estate 1990. Al

gennaio 1991 risale il decollo del piano finalizzato alla instaurazione della piena convertibilità valutaria.

L'approccio scelto dalla Cecoslovacchia presenta alcune caratteristiche tipiche della shock therapy polacca; in particolare, hanno rilevanza, in questo senso, la simultanea liberalizzazione del commercio estero e del mercato valutario, nonché il rapido programma di privatizzazioni.

Il programma di riforma in Cecoslovacchia non avveniva peraltro nello stesso contesto di "emergenza", come in Polonia; ciò ha stimolato l'adozione di numerosi elementi di gradualità, che hanno mitigato l'impatto della manovra.

La Cecoslovacchia fruisce all'inizio degli anni '90 dei frutti prodotti dalle misure di stabilizzazione adottate negli anni '80 dal regime comunista. Grazie a politiche fiscali, monetarie e salariali prudenti, l'eccesso di liquidità nel sistema era limitato; l'inflazione si era attestata, in media per tutti gli anni '80, intorno all'1,5%; il bilancio statale e la bilancia dei pagamenti erano in equilibrio; l'indebitamento esterno era modesto. Le condizioni congiunturali della Cecoslovacchia si presentano, all'inizio degli anni della svolta, in realtà addirittura migliori, sotto certi aspetti, di quelle rilevabili nel caso dell'Ungheria; è lecito affermare che il paese godeva, all'epoca, delle migliori condizioni congiunturali, fra tutti i paesi dell'Europa orientale.

Le conclusioni cambiano, ove si prenda in considerazione la struttura istituzionale e socio-politica del paese. Essa, in effetti, ancora alla fine degli anni '80, era di tipo tradizionale, tipica di una economia pianificata centralmente.

Il settore privato risultava sottodimensionato rispetto agli altri paesi dell'Europa centro-orientale; solo il patrimonio immobiliare era, in parte, di proprietà privata. Tutte le decisioni di qualche rilievo per quanto concerne la produzione, gli investimenti, la distribuzione erano fortemente concentrate in mano pubblica; i prezzi erano determinati centralmente e i salari erano strettamente controllati. La struttura produttiva era orientata al mercato interno del COMECON; marginali risultavano le produzioni in grado di soddisfare nuovi modelli di domanda, più in sintonia con i mercati mondiali. Questa situazione richiedeva di intraprendere

---

con decisione il cammino della riforma sul finire degli anni '80: era chiaro infatti che l'ormai prevedibile collasso del COMECON avrebbe avuto, rebus sic stantibus, effetti più dirompenti sulla Cecoslovacchia rispetto agli altri paesi dell'Europa centro-orientale.

Si delinea in tal modo una situazione particolare tipica della Cecoslovacchia. Una terapia shock si imponeva per avviare la riforma dell'economia pianificata, potendo peraltro contare sulla situazione congiunturale stabilizzata che consentiva l'adozione di ammortizzatori sociali. Il programma di liberalizzazione e riforma adottato in Cecoslovacchia nel 1990-91, posto a confronto con il piano Balcerowicz, appare più gradualistico. Le autorità cecoslovacche non ripudiavano la funzione anti-inflazionistica dei controlli sui prezzi e del sistema dei sussidi.

Per compensare gli effetti degli incrementi dei prezzi determinati dall'avvio della liberalizzazione, venne introdotto un sistema di aiuti per le famiglie più colpite dal processo di trasformazione, di fatto configurando una politica dei redditi.

La ristrutturazione del sistema produttivo era avviata, cercando di minimizzare il costo delle trasformazioni in termini di occupazione e redistribuzione del reddito.

L'economia veniva aperta alla concorrenza internazionale, ma le transazioni in conto capitale rimanevano soggette a controlli stringenti, al fine di minimizzare i rischi di fughe destabilizzanti di capitali.

Per quanto concerne la scelta del regime del tasso di cambio, grazie alla situazione congiunturale stabile, non apparve necessario fissare il tasso di cambio utilizzandolo come un'ancora nominale per un periodo di tempo preannunciato.

La Cecoslovacchia ha ancorato il tasso di cambio ad un paniere di 5 monete, entro il quale il dollaro rappresentava una percentuale del 31,3% e le monete dei principali partner europei (Germania, Austria, Svizzera, Inghilterra) il 68,7%. Non venne peraltro assunto alcun impegno di mantenere la parità per un periodo di tempo prestabilito.

Con tale soluzione di compromesso si poté quindi combinare il vantaggio della stabilità con la flessibilità di possibili aggiustamenti futuri.



Il tasso di cambio iniziale è stato fissato ad un livello prossimo al tasso prevalente sul mercato parallelo, così favorendo le imprese esportatrici e gli investimenti esteri in Cecoslovacchia, ma al tempo stesso generando un impatto inflazionistico. Grazie ad una disciplina interna fondata su una politica fiscale e salariale equilibrata, l'inflazione è stata velocemente riportata sotto controllo già nel 1991; è opinione diffusa che la Cecoslovacchia abbia registrato il maggior successo, fra i paesi dell'Europa centro-orientale, nell'utilizzo di un tasso di cambio con parità stabile.

Le possibilità di esprimere un più fondato giudizio sull'esperienza riformatrice cecoslovacca è compromessa dalla divisione della Repubblica in due entità statuali separate, avvenuta il 1° gennaio 1993.

Questa separazione è stata seguita da una riforma valutaria e i due nuovi Stati hanno emesso le proprie nuove valute.

## *5. Conclusioni*

Le tre strategie delineate di per sé indicano le diversità delle strade seguite dai paesi presi in considerazione per perseguire obiettivi sostanzialmente identici.

Questa difformità è stata interpretata da numerosi osservatori come un segnale di divergenza fra le diverse economie. Se l'analisi qui avviata è corretta, tale difformità può essere interpretata come capacità di realizzare politiche radicate nella situazione ereditata dal passato, ma volte a riformare questa stessa eredità per concretizzare una crescente convergenza fra le economie come esito del processo di transizione.

L'esperienza dei paesi dell'Europa centro-orientale indica che un approccio omogeneo ai problemi non è necessariamente efficace. Le differenze nei punti di partenza possono rendere opportuno l'utilizzo di strumenti diversi per raggiungere punti di arrivo più omogenei rispetto alle condizioni vigenti inizialmente.

Ciò non esclude che il futuro riservi un destino diverso per i diversi paesi dell'Europa dell'Est. All'interno dell'Unione Europea i criteri di convergenza stabiliti dal Trattato di Maastricht

---

potranno segmentare i paesi membri in due o più gruppi; fenomeni analoghi potranno ripetersi nei paesi dell'Est, nella loro marcia di avvicinamento all'Unione Europea.

In questo quadro, non è peraltro da escludere che alcuni paesi dell'Est possano raggiungere i parametri di Maastricht in anticipo rispetto ad alcuni paesi membri dell'Unione Europea.

Gli anni 1990-91, qui presi in considerazione, costituiscono un momento di svolta storica per i paesi dell'Europa centro-orientale. Le prossime scadenze dell'Unione Monetaria offrono l'occasione per una nuova svolta storica, sia per i paesi dell'Europa centro-orientale, sia per i paesi europei membri dell'Unione Europea.

BERTRAND SORET

**L'Unione Economica e Monetaria:  
l'introduzione della moneta unica\***

1. *Introduzione*

L'Europa avrà una moneta unica entro la fine del secolo. La fase preparatoria ha avuto inizio nonostante l'indifferenza del pubblico e il diffuso scetticismo presente nei mercati dei cambi.

La seconda fase dell'Unione Economica e Monetaria è stata lanciata il 1° gennaio 1994. Sulla base delle indicazioni del Trattato di Maastricht questa fase dovrebbe condurre alla fissazione irrevocabile delle parità tra le valute entro il 1° gennaio 1999.

Dopo approfondite consultazioni con tutte le parti interessate, dalle banche ai consumatori (passando per i produttori di distributori automatici...), la Commissione europea ha elaborato un "discussion paper" — *Libro Verde sugli aspetti pratici dell'introduzione della moneta unica* — presentato al vertice europeo di Cannes (26/27 giugno). Il Libro Verde dovrebbe contribuire al dibattito relativo al miglior modo per ottemperare al dettato del Trattato di Maastricht.

Il Libro Verde delinea uno scenario di riferimento che riduce le incertezze sui costi complessivi di introduzione della moneta

\* Questo intervento presentato il 26 giugno 1995 a Milano, non rappresenta il parere della Commissione europea sul tema dell'Unione Monetaria europea. Traduzione a cura del dr. Antonio Majocchi.

---

unica. Nel documento vengono elencate le questioni tecniche che dovranno essere risolte dai principali attori. Infine, il Libro Verde individua le strategie di comunicazione necessarie ad ottenere il consenso e il supporto pubblico per tutta la durata del processo.

Fondamentalmente, lo scenario della Commissione propone tre fasi:

- la decisione formale del Consiglio europeo di lanciare la moneta unica;
- la fissazione irrevocabile delle parità entro l'anno successivo. A questo stadio, dovrebbe essersi generata una "massa critica" di attività finanziarie denominate nella moneta unica e collegate ad una unica politica monetaria e all'emissione di nuovo debito pubblico;
- l'introduzione di banconote e monete e la sostituzione degli altri sistemi di pagamento non oltre i tre anni successivi.

Questo articolo vuole evidenziare i vantaggi della partecipazione all'UEM e i prerequisiti necessari (i cosiddetti "criteri di convergenza"). Viene presentato lo scenario proposto dalla Commissione europea e le sue dirette implicazioni per gli operatori. La conclusione valuta i problemi politici ed istituzionali che devono essere affrontati.

## *2. I vantaggi e i criteri di convergenza*

### *2.1 Perché l'UEM?*

Come giustificare questo processo? Questa domanda basilare, che ha condotto al Libro Verde, non ha una chiara e univoca risposta. Le argomentazioni a riguardo sono essenzialmente tecniche. Il dibattito sulla fissità dei tassi di cambio divide la comunità scientifica.

Inoltre, gli effetti positivi dell'Unione Economica e Monetaria non sono quantificabili, sono incerti o relativi, dipendendo da sviluppi esterni non controllabili e possono dare benefici solo a una piccola parte della popolazione.

Oltre a queste osservazioni generali bisogna riconoscere che la domanda "perché" costituisce un problema eminentemente

teorico. Una volta ratificato il Trattato di Maastricht il processo possiede una propria legittimità: i partecipanti hanno accettato di adottare una politica monetaria comune. Questo costituisce il paradosso del Libro Verde: l'Unione Economica e Monetaria deve essere accettata dai suoi principali attori economici dando ad essi l'opportunità di partecipare al dibattito concernente gli aspetti tecnici, mentre il risultato è noto fin dall'inizio. L'intero esercizio rappresenta una scommessa per il futuro.

Come è espressamente affermato nel Libro Verde, la strategia della Commissione europea si basa sull'assunto che:

a) *la moneta unica renderà più efficiente il mercato interno.*

Gli aggiustamenti del tasso di cambio alterano gli scambi e gli investimenti. Le transazioni speculative e di copertura provocano distorsioni sui mercati finanziari. L'instabilità influisce sulla decisione di investire e rende difficile la pianificazione nel lungo periodo. Le svalutazioni competitive generano vantaggi artificiali, non fondati sulla competitività in termini reali;

b) *la moneta unica stimolerà la crescita e l'occupazione.*

La stabilità dei prezzi, il controllo del deficit pubblico e un mercato dei capitali più competitivo favoriranno il commercio, condurranno ad un più efficiente impiego delle risorse, incrementeranno i risparmi, genereranno crescita e creeranno occupazione.

La Banca Centrale Europea dovrebbe essere in grado di rafforzare la fiducia nel mercato, abbassare i tassi di interesse, promuovere gli investimenti e quindi la crescita;

c) *la moneta unica ridurrà i costi delle transazioni transfrontaliere.*

I costi legati alle transazioni e coperture con l'estero sono stimati in modo tale da rappresentare lo 0,3-0,4% del PNL dell'Unione (20-25 miliardi di ECU). Ogni viaggiatore è consapevole degli alti costi del cambio;

d) *la moneta unica incrementerà la stabilità internazionale.*

Una moneta unica europea sarà certamente in grado di competere con il dollaro e lo yen sui mercati internazionali, stabilizzando le oscillazioni dei tassi di cambio;

---

e) *la moneta unica aumenterà la sovranità monetaria comune degli Stati membri.*

I singoli Stati membri non possono intervenire efficacemente sui mercati dei cambi esteri. I recenti avvenimenti hanno dimostrato la loro incapacità di resistere alle pressioni esterne e di sostenere una politica autonoma. Una gestione comune della politica monetaria a livello europeo mediante istituzioni democratiche permetterà agli Stati membri di riguadagnare una sovranità comune in questo campo.

## 2.2 I criteri di convergenza

Il "problema del perché" e i criteri di convergenza sono strettamente connessi: molti dei previsti effetti positivi della moneta unica derivano dalla disciplina economica che l'esercizio dell'Unione Economica e Monetaria implica. La credibilità del sistema e ancor più il suo successo dipendono dalla capacità di corrispondere ai criteri di convergenza da parte dei partecipanti.

L'Istituto Monetario Europeo e la Commissione europea sottoporranno nel 1996 al Consiglio i resoconti sui progressi dei diversi Stati membri verso la realizzazione dell'UEM; tali rapporti saranno basati sui seguenti indicatori:

- a) *la realizzazione di un alto grado di stabilità dei prezzi:* il tasso d'inflazione non dovrà essere superiore dell'1,5% rispetto alla media dei tre Stati membri più efficienti negli anni precedenti la valutazione finale;
- b) *la situazione della finanza pubblica:* il debito pubblico non deve eccedere il 60% del PNL. Il Trattato lascia aperta una porta ai paesi che hanno dimostrato che il rapporto è "sufficientemente diminuito e prossimo ad un andamento soddisfacente". Il deficit pubblico complessivo non deve superare il 3%. Ma il Trattato offre due vie d'uscita: nel caso in cui sia stato osservato un declino continuo e sufficiente del disavanzo oppure quando il deficit è "temporaneo ed eccezionale";
- c) *il rispetto delle normali fluttuazioni dello SME:* per almeno due anni non vi deve essere svalutazione nei confronti di un'altra moneta europea;

- d) *tassi d'interesse di lungo periodo*: negli anni precedenti la valutazione finale, i tassi non devono superare di oltre il 2% quelli dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati nell'ambito della stabilizzazione dei prezzi.

Sulla base dei suddetti requisiti il Consiglio europeo deciderà (a maggioranza qualificata) entro il 31 dicembre 1996 se la maggioranza degli Stati membri sia qualificata e se la Comunità debba entrare nella terza fase (e quando).

Se entro la fine del 1997 non è stato raggiunto un accordo sulla data di inizio della terza fase essa sarà realizzata al più tardi entro il 1° gennaio 1999. Prima del 1° luglio 1998 il Consiglio confermerà quali paesi abbiano la qualifica per partecipare all'UEM.

Lo scenario della Commissione presentato nel Libro Verde, se vi sarà accordo, verrà allora applicato.

### 3. *Lo scenario della Commissione*

#### 3.1 *Fase A: il lancio dell'Unione Economica e Monetaria*

La fase A ha inizio con la decisione formale del Consiglio di realizzare l'UEM (Articolo 109 J e 109 I). A questo stadio devono essere prese le decisioni per rendere possibile il passaggio alla fase B dell'UEM. Il Consiglio dovrebbe stabilire la data finale per la piena introduzione della moneta unica (al massimo quattro anni dopo il lancio della fase A).

È in questa fase che il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e la Banca Centrale saranno istituiti. Queste due istituzioni avranno il compito di introdurre gli strumenti operativi per la realizzazione della politica monetaria e della politica di cambio dell'ECU che saranno introdotte a partire dall'inizio della fase B.

Questa fase di preparazione non dovrà durare più di 12 mesi. Tutto il quadro legale per la fase B dovrà essere definito insieme alle caratteristiche e alle specifiche tecniche delle banconote e delle monete. Gli Stati membri dovranno nominare delle "strutture nazionali di coordinamento" il cui compito sarà quello di monitorare il passaggio alla moneta unica e di definire un piano d'azione per l'adattamento al nuovo contesto dell'amministrazione pubblica nazionale e locale.

---

### 3.2 Fase B: l'inizio effettivo della Unione Monetaria e la creazione della massa critica di attività denominate in ECU

A questo stadio il Consiglio avrà fissato le parità e il SEBC gestirà la politica monetaria. L'ECU diverrà una vera e propria moneta di cui le valute nazionali saranno "perfetti sostituti". Il tasso di conversione del paniere dell'ECU nella moneta unica sarà di 1 a 1. Per i paesi partecipanti i mercati delle valute estere spariranno.

La fase B non dovrà durare più di tre anni. Durante questo periodo dovrà essere creata una "massa critica" di attività denominata in ECU. La definizione di questa "massa critica" deve essere perfezionata nei prossimi mesi dai principali operatori e dall'Istituto Monetario Europeo.

La Commissione europea propone:

- *politica monetaria e del tasso di cambio in ECU*: il SEBC denominerà in ECU tutte le sue attività legate alla politica monetaria dal rifinanziamento, alle operazioni di mercato aperto alle transazioni di breve termine. Inoltre, il SEBC utilizzerà l'ECU nelle transazioni con le monete terze<sup>1</sup>;
- *emissione del debito pubblico in ECU*: il nuovo debito emesso sarà denominato in ECU;
- *il mercato interbancario, quello monetario e quello dei capitali utilizzeranno l'ECU*.

I sistemi informativi e di gestione dovranno essere adattati secondo quanto previsto dal "piano di sostituzione". Gli amministratori pubblici svolgeranno un ruolo fondamentale nella realizzazione del "piano di azione" adottato dalle "strutture nazionali di coordinamento" durante la fase A. Un numero crescente di operatori dovrebbe iniziare in questa fase ad adottare l'ECU per le loro transazioni quotidiane.

<sup>1</sup> Per ottenere questo obiettivo l'Istituto Monetario Europeo istituirà entro il 1996 un sistema di compensazione in tempo reale per i pagamenti di grandi dimensioni (Real Time Gross Settlement - RTGS). Per la realizzazione della politica monetaria in ECU del SEBC, l'IME sta progettando un sistema denominato TARGET (Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer). Questo sistema collegherà i sistemi nazionali di pagamento all'ingrosso al SEBC. All'inizio TARGET sarà supportato dal sistema di compensazione in ECU della ECU Banking Association (EBA).



### 3.3 Fase C: il passaggio finale alla moneta unica

Le scadenze della fase C devono essere definite all'inizio della fase A. Il Consiglio potrebbe decidere di iniziare il passaggio finale anche precedentemente a quanto stabilito<sup>2</sup>. La fase C non dovrebbe durare più di qualche settimana, cioè il tempo necessario per sostituire le banconote e le monete nazionali. L'ECU diventerà l'unica moneta con corso legale. Tutti i mezzi di pagamento saranno convertiti in ECU.

### 4. Implicazioni per gli operatori

Il Libro Verde distingue quattro tipi di attori: le banche e gli operatori finanziari, le Amministrazioni Pubbliche, le imprese e i consumatori. Esso stabilisce degli iter per ognuno di questi. La Commissione europea attende un feed-back dalle parti interessate per rifinire il proprio approccio.

I consumatori possono essere i più riluttanti e difficili da convincere, comunque il loro adeguamento all'UEM è diretto e di carattere psicologico. I cambiamenti per i consumatori non saranno spettacolari prima dell'inizio della fase C. La Commissione si trova di fronte ad un problema di comunicazione.

<sup>2</sup> Gli esperti si sono dilungati in discussioni interminabili relativamente alla durata di ogni fase. Il calendario proposto definisce delle scadenze ma il passaggio finale potrebbe teoricamente essere realizzato prima se il Consiglio decidesse in questo senso. Il rapporto Mass propone per il lancio della fase A la data del 1° gennaio 1999, ma raccomanda un processo più breve (un anno dalla fase A alla fase C). La Commissione europea è ufficialmente ottimistica relativamente alla data del 1997 e quindi ha optato per un periodo transitorio più lungo per preparare il passaggio finale all'Unione Monetaria.

Gli esperti e gli operatori di mercato temono la presenza di movimenti di capitali speculativi durante la fase A (l'anno tra la decisione formale di lanciare l'UEM e la fissazione delle parità). La fase B costituisce ovviamente il periodo più critico. Una sufficiente "massa critica" deve essere generata per dare consistenza al processo, in un momento in cui molte transazioni saranno ancora realizzate nelle valute nazionali. Nella sua prima versione la Commissione aveva proposto per la fase B una durata di due anni invece che di tre.

---

*Le Amministrazioni Pubbliche* dovranno adattarsi durante la fase B ad un sistema contabile in ECU ed essere pronti per la fase C. La transizione costituirà un aspetto del lavoro normativo che ci si attende dagli Stati membri.

*Le imprese* devono sostenere alcuni costi dovuti al cambiamento dei loro sistemi contabili e dei prezzi. Gli aspetti tecnici (prezzi doppi, continuità dei contratti, regole di arrotondamento, aspetti fiscali) devono ancora essere oggetto di lavoro. La fase B può essere utilizzata come fase pilota, permettendo ad esse un cambiamento graduale. Non si debbono sottovalutare le difficoltà da affrontare sebbene siano essenzialmente di natura amministrativa.

Per le *banche e gli operatori finanziari* i cambiamenti previsti saranno più radicali non appena avrà inizio la fase B. Il successo del processo risiede nella creazione di una "massa critica" nella quale le banche e le istituzioni finanziarie giocano un ruolo decisivo. Gli aggiustamenti che andrebbero operati costituiscono il nucleo centrale di questa sezione del Libro Verde. Il testo è stato approntato tenendo in considerazione le conclusioni del "Gruppo Mass" così come il punto di vista espresso dall'IME, dalla Federazione delle banche europee, dall'AMUE, dall'EBA e da altre associazioni bancarie.

1) *Il settore bancario*: le banche debbono adattare i loro sistemi informativi e di pagamento al fine di operare in ECU. Attualmente la maggior parte dei sistemi è stata concepita per lavorare con una singola moneta (quella nazionale).

a) *Il cambiamento con il lancio della fase B*

La politica monetaria dovrebbe essere avviata dal SEBC. La BCE diviene l'organo decisionale. Da questo momento nel settore bancario si deve operare in ECU. La BCE introdurrà o preleverà liquidità dal sistema bancario utilizzando la moneta unica: l'ECU dovrebbe essere usato per stabilire e alimentare la politica monetaria comune. Questa scelta implica che le banche dovranno aprire conti in ECU presso la BCE attraverso le Banche Centrali nazionali.

Inoltre l'uso dell'ECU sarà esteso al mercato interbancario. Essendo fissati i tassi di conversione, i diversi mercati interbancari

dovrebbero fondersi e l'ECU dovrebbe logicamente imporsi come denominatore comune.

Le banche, ossia le loro tesorerie, dovranno quindi gestire in ECU le loro posizioni.

L'effetto risultante dovrebbe essere la gestione da parte della tesoreria della banca delle transazioni con l'estero in ECU. La moneta unica dovrebbe progressivamente sostituire le monete nazionali sui mercati dei cambi.

b) *I sistemi di pagamento*<sup>3</sup>

È necessario distinguere tra i sistemi di pagamento per grandi ammontari, per i pagamenti al dettaglio o di valore limitato e i sistemi per i pagamenti transfrontalieri:

- *i sistemi di pagamento per grandi ammontari*: la politica monetaria della SEBC e lo sviluppo di un mercato intercambiario in ECU richiedono l'istituzione di un sistema europeo di compensazione in tempo reale dei pagamenti di elevato ammontare (European System of Real Time Gross Settlement - RTGS). Il sopramenzionato sistema TARGET sarà realizzato dall'IME;
- *i sistemi di pagamento per il dettaglio o per i pagamenti di valore limitato*: non è pensabile di realizzare un sistema di gestione di un elevato volume dei pagamenti (al dettaglio) contemporaneamente in due valute. Si ritiene pertanto che nessun grande cambiamento sarà realizzato prima dell'avvio della fase C. I principali sistemi di pagamento saranno mantenuti nelle rispettive valute nazionali durante la fase di transizione, fino all'introduzione fisica dell'ECU;
- *i sistemi di pagamento transfrontalieri*: i pagamenti tra due paesi implicano il passaggio da un sistema di pagamento ad un altro. I 60 sistemi di pagamento domestici esistenti non sono interconnessi. Le Casse di compensazione nazionali automatizzate non sono collegate tra loro. Recentemente, la Commissione ha sottoposto una direttiva per migliorare i

<sup>3</sup> I sistemi di pagamento sono quei sistemi attraverso i quali i valori connessi all'attività economica circolano nelle economie dei paesi tra e all'interno delle banche fino a raggiungere i conti dei clienti.

---

pagamenti transfrontalieri. Sebbene esistano soluzioni tecniche è ancora necessario procedere alla realizzazione di un certo grado di standardizzazione al fine di abbassare i costi e ridurre i ritardi dei pagamenti<sup>4</sup>.

2) *I mercati finanziari*: l'eliminazione del rischio di tasso di cambio e l'introduzione dell'ECU avranno un impatto molto forte sia sui mercati degli strumenti di debito che su quelli azionari<sup>5</sup>, mentre i mercati delle valute estere delle monete partecipanti all'Unione spariranno<sup>6</sup>.

a) *I mercati degli strumenti di debito*

I differenziali dei tassi d'interesse incorporeranno solamente il premio per il rischio e altri premi di tipo "tecnico" quale ad esempio il premio di liquidità.

I principali mercati dell'ECU beneficeranno della riduzione del volume delle transazioni sui mercati domestici meno importanti. Il risultato di questo processo sarà che il maggior livello di liquidità dei più importanti mercati degli strumenti di debito denominati in ECU porterà ad una riduzione del premio di liquidità incorporato nei tassi d'interesse nominali.

Un più ampio mercato degli strumenti di debito sarà quindi creato con un conseguente incremento delle opportunità in termini sia di volume, sia di strumenti che di allungamento delle scadenze. Comunque, con l'incremento della competizione le condizioni di accesso al mercato e la distribuzione dei titoli mobiliari subiranno dei mutamenti e richiederanno degli aggiustamenti da parte degli operatori.

<sup>4</sup> Il sistema esistente di compensazione in ECU e il sistema TARGET, che dovrà essere realizzato per il 1° gennaio 1997, costituiscono un incentivo alla realizzazione di transazioni transfrontaliere denominate in ECU.

<sup>5</sup> Il Libro Verde sottolinea, inoltre, l'influenza dei mercati finanziari sul processo nelle fasi A e B. La credibilità del sistema sarà testata prima della fissazione delle parità di cambio e prima del passaggio finale alla moneta unica.

<sup>6</sup> In questi mercati aggiustamenti di tipo tecnico saranno necessari, ma poiché questi sono più *technology-intensive* di quanto non sia il settore bancario e non dovendo aver a che fare con la clientela al dettaglio, la transizione verso l'ECU sarà meno costosa che non per il settore bancario.

b) *I mercati azionari*

La riduzione dei costi di transazione per le operazioni transfrontaliere<sup>7</sup> dovrebbe portare ad un incremento dei flussi transfrontalieri e ad un maggior grado di liquidità. Le tecniche di gestione dei portafogli dovrebbero sempre più basarsi su analisi di tipo settoriale diventando dal punto di vista geografico di dimensione comunitaria. Tutto ciò dovrebbe promuovere lo sviluppo di un mercato interno azionario con i suoi attesi effetti benefici.

5. *Conclusioni ed ulteriori considerazioni: oltre all'ECU, quali trasformazioni istituzionali?*

Una volta ratificato il Trattato di Maastricht, l'UEM è diventata un problema di tipo tecnico, così come illustrato nel Libro Verde. Sulle principali scadenze si è trovato un accordo e i criteri di adesione sono stati definiti. Nonostante ciò, il grande pubblico non sembra ancora convinto del fatto che questo progetto è una realtà di oggi e del fatto che le monete nazionali saranno sostituite dalla moneta unica.

Il capitolo relativo al problema della comunicazione nel Libro Verde della Commissione evidenzia le difficoltà nella definizione di una strategia volta all'informazione, ma non fornisce uno schema definitivo a proposito. Le conseguenze politiche del processo di convergenza sono ignorate. Il Libro Verde pone più domande di quante risposte fornisca. Le questioni tecniche sono estremamente delicate e queste influenzeranno il successo dell'intero processo.

Inoltre, gli aspetti istituzionali dell'UEM non sono stati esposti. Le reazioni negative che hanno seguito la presentazione del documento della CDU sono state abbastanza significative. Non tutti gli osservatori hanno capito che l'Europa a due velocità è già stata progettata. Le discussioni relative alla Conferenza intergovernativa (Cig) che sistematicamente ignorano questo fatto

<sup>7</sup> Questa riduzione è dovuta all'eliminazione dei costi di copertura sui rischi di cambio.

---

rilevano un elevato grado di ingenuità. Il funzionamento estremamente complicato dell'attuale sistema istituzionale mostra delle debolezze e una mancanza di equilibrio non compatibile con l'obiettivo di "creare un'Unione ancora più stretta tra i popoli d'Europa".

Gli osservatori sono rimasti perplessi: essi possono solamente rimanere colpiti dalla possibile evoluzione del processo d'integrazione e dalla mancanza di riflessione sulle implicazioni dell'UEM. Come organizzare le relazioni tra gli Stati membri che parteciperanno all'UEM e gli Stati che non vi parteciperanno? Nella prospettiva di un futuro allargamento, ma anche al fine di preservare la coesione politica tra gli Stati membri dell'attuale Unione, al di là della prossima Cig, un grande salto in avanti istituzionale diventa urgentemente necessario.

PIERRE MAILLET

## **Quale organizzazione monetaria in un'Europa allargata a geometria variabile organizzata?**

### *Introduzione*

Per molti anni, poiché parecchi paesi non possono e alcuni Stati non vogliono partecipare a tutte le azioni che conducono all'integrazione europea, l'Unione dovrà rivestire la forma di un'Europa a geometria variabile organizzata.

In campo monetario, ciò significa che bisogna organizzare le relazioni tra la moneta unica del nocciolo duro e le monete degli altri paesi che conserveranno temporaneamente la loro autonomia monetaria; questo dovrebbe essere uno dei compiti fondamentali della Conferenza intergovernativa del 1996.

Per i paesi PECO, la preparazione del loro ingresso nell'Unione implica una buona evoluzione delle specializzazioni; questa sarà fortemente influenzata dal tasso di cambio, la stabilità del quale deve essere assicurata ad un livello che rispetti un equilibrio della bilancia dei pagamenti con una bilancia commerciale deficitaria e flussi in entrata di capitale, pubblici e privati.

Il tema che ci è proposto per le discussioni di questa giornata si colloca nel punto di congiunzione di due dei compiti essenziali dell'Unione Europea per il prossimo decennio: realizzare e far funzionare con successo l'Unione Monetaria, organizzare l'entrata dei paesi dell'Europa centrale (i paesi PECO) nell'Unione; insieme all'instaurazione dell'Unione politica, queste due operazioni costituiscono le tre realizzazioni di base necessarie per assicurare una vera integrazione, economica e politica, del continente euro-

---

peo e permettere a questo di conservare la propria autonomia e giocare un ruolo nel mondo in piena trasformazione.

L'Unione Europea, nella quale i paesi PECO termineranno di integrarsi completamente entro qualche anno, differirà in modo abbastanza profondo da quella di oggi, senza che si possa ancora definirla con precisione.

Così, paesi in piena transizione vogliono aderire ad un insieme in profonda evoluzione: il problema dell'organizzazione attuale delle relazioni tra l'Unione Europea e i paesi PECO è affine all'*inseguimento di un bersaglio mobile*.

Vorrei allora centrare l'attenzione intorno a due domande alle quali tenterei di apportare degli elementi di risposta:

- come si presenta per il prossimo futuro la realizzazione dell'Unione Monetaria in un'Europa che resta diversificata in modo abbastanza profondo (si tratta degli "aspetti monetari del bersaglio mobile")?
- come si presenta per il prossimo futuro la transizione dei paesi dell'Europa centrale, in particolare dal punto di vista monetario (ma non esclusivamente, poiché la moneta è un aspetto non dissociabile dal funzionamento economico d'insieme)? Inoltre, come organizzare al meglio la preparazione dei paesi PECO alla loro piena adesione?

Un filo conduttore di tutta la mia esposizione sarà fornito dal riconoscimento della profonda diversità dell'Unione (che giunge fino a tradursi in diverse formulazioni del Trattato) e dunque dai ragionamenti in termini di "Europa a geometria variabile organizzata"; comincerò dunque esplicitando questa formula (sezione I), prima di precisare il funzionamento monetario della Comunità diversificata (sezione II) e gli aspetti monetari (in particolare per quanto concerne il tasso di cambio) del periodo di transizione dei paesi PECO (sezione III). La conclusione tratteggerà qualche suggerimento circa l'organizzazione dell'Europa allargata<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Questo testo, di carattere esplorativo, utilizza numerosi lavori precedenti o in corso condotti in particolare nel quadro di TEPSA (Transeuropean Policy Studies Association) in collegamento con istituti dell'Unione e paesi dell'Europa centrale e nel quadro di un gruppo di lavoro, che associa titolari di cattedre



## SEZIONE I

### L'ineluttabilità della geometria variabile organizzata come modello costituzionale transitorio

Gli anni recenti hanno visto in Europa il riemergere di problemi e di tensioni: l'elaborazione di risposte comuni diventa più difficile, e si dovrà allora, transitoriamente, ricorrere alla formula di un'Europa a geometria variabile debitamente organizzata.

#### 1. *Il recente riemergere di problemi e tensioni*

*La ratifica degli accordi di Maastricht ha fatto riemergere quanto eterogenee siano le diverse concezioni su "quale Europa" vogliamo. In particolare, si vuole una vera integrazione economica e politica? Si vuole un'Europa sociale? Come si vedono il ruolo e le rispettive competenze dell'Unione e dei paesi membri (è il tema del grado di federalismo)?*

*Le ripetute crisi dei mercati dei cambi hanno confermato la difficoltà dell'Unione Monetaria:*

- una certa contraddizione si manifesta tra l'obiettivo di coesione economica (recupero dei paesi in ritardo di sviluppo, i PRS) e i criteri di convergenza previsti dal Trattato per l'Unione Monetaria; il perseguimento della convergenza reale può essere temporaneamente svantaggiato dagli sforzi per rispettare i criteri di convergenza nominale, e i PRS possono avere interesse a moderare questi sforzi — e dunque a ritardare il momento in cui potranno adottare la moneta unica. Il passaggio alla terza fase dell'Unione Monetaria dovrà dunque probabilmente riguardare in un primo momento un numero ristretto di paesi (il cosiddetto nocciolo duro), preparando la strada alla ulteriore partecipazione di tutti i paesi membri (almeno di quelli che lo vorranno);

europée Jean Monnet che ho l'onore di presiedere, creato dal Consiglio Universitario europeo per riflettere sui temi economici della Cig 96.

Ben inteso, la formulazione qui presentata impegna solo me.

- 
- più ci si avvicinerà ad una politica monetaria unica più il ricorso a politiche di bilancio diversificate potrà rivelarsi indispensabile per trattare correttamente problemi congiunturali che si presentino in modo differente da un paese all'altro; ma allo stesso tempo, bisognerà garantire la coerenza d'insieme di queste politiche nazionali.

*Infine, gli eventi della Jugoslavia hanno confermato le difficoltà della PESC. Non è quindi prematuro voler fin da ora definire e realizzare una politica estera a 15? Bisogna che comincino soltanto alcuni (di nuovo l'idea di un nocciolo duro)?*

Quattro domande essenziali sono così poste ai paesi dell'Unione.

*Istituzionalmente*, si richiede che il processo decisionale comunitario sia più democratico, più efficace, più decentralizzato. Questo concerne in particolare l'allargamento dei poteri del Parlamento, il rafforzamento dell'esecutivo, la realizzazione del principio di sussidiarietà. Le opposizioni tra paesi, ma anche all'interno dei paesi, vertono in particolare sull'importanza relativa di queste diverse preoccupazioni.

*Con riferimento agli aspetti economici*, le principali opposizioni di fondo si riferiscono in realtà a una domanda di base: a quale integrazione economica si mira? In parole povere, la questione è spesso posta in questo modo: ci si vuole limitare ad un semplice mercato comune (alcuni parlano addirittura di una semplice zona di libero scambio) o ci si vuole incamminare verso un'economia europea profondamente integrata?

*In termini di politica interna*, i due punti sui quali si concentrano le opposizioni e dunque le incertezze circa l'evoluzione futura appartengono entrambi al tema generale della solidarietà:

- l'Europa sociale: cioè l'organizzazione della solidarietà all'interno di ciascun paese e il contenuto della politica sociale;
- la coesione economica e sociale: gli interessi immediati sono evidentemente molto diversi tra paesi e ciò si riflette nei recenti dibattiti circa la crescita della dotazione budgetaria ai Fondi strutturali. Si tratta in realtà di sapere se ci si limita ad una Comunità strettamente economica o se si "comunitarizzano" in modo abbastanza profondo gli obiettivi sociali.

*Infine, con riferimento agli aspetti esterni, quattro punti appaiono di particolare importanza:*

- la realizzazione di una politica estera e di sicurezza comune;
- il contenuto della nuova organizzazione mondiale del commercio;
- le relazioni tra l'Unione Europea e la Russia;
- l'atteggiamento da adottare di fronte ai movimenti migratori, che saranno uno dei grandi problemi della fine del secolo.

L'eredità di differenti comportamenti storici (all'interno dell'Europa e all'esterno) e la varietà delle situazioni geografiche dei paesi membri spiegano perché, in tema di relazioni esterne, le visioni siano abbastanza divergenti tra i paesi membri.

In definitiva, le contrapposizioni tra le concezioni dei diversi paesi (e anche all'interno dei paesi) esprimono in effetti dei disaccordi circa quattro punti chiave:

- la formula auspicata per l'organizzazione e il funzionamento della società. Si parla spesso di una opposizione tra l'Europa del nord e l'Europa del sud. Si è così arrivati a parlare in senso metaforico di una opposizione tra capitalismo renano e capitalismo anglosassone;
- il ruolo auspicato per l'Europa nel dialogo geopolitico planetario;
- l'importanza dell'impatto delle interdipendenze tra le economie dei paesi membri sul funzionamento di queste. Fino a che punto la coerenza delle politiche economiche nazionali è necessaria? È sufficiente per assicurarla una semplice cooperazione intergovernativa o bisogna far funzionare un vero e proprio meccanismo comunitario?
- l'ampiezza reale del guadagno (espresso dall'immagine di un "gioco a somma positiva") che può portare all'Europa — e a ciascuno — la costituzione progressiva di un grande spazio economico integrato: dal momento che l'integrazione esige profondi aggiustamenti, il gioco vale la candela?

D'altra parte, due elementi di differenziazione economica impediscono a tutti i paesi membri di partecipare subito a tutte le azioni comunitarie:

- il diverso livello di sviluppo economico, che esige l'organizzazione di un processo di recupero economico di alcuni paesi;

- 
- la diversa situazione delle finanze pubbliche, per quanto riguarda sia l'ampiezza del deficit pubblico che quella del debito pubblico: alcuni paesi sono lontani dai criteri di convergenza di Maastricht.

2. *La necessità di un'Europa a geometria variabile organizzata come formula transitoria*

Le molteplici domande che sono appena state enunciate costituiscono attualmente l'oggetto dei primi dibattiti nei vari gruppi di riflessione in vista della prossima Conferenza intergovernativa (la Cig 96) incaricata di completare — e eventualmente rimaneggiare — il Trattato di Maastricht. Inizialmente, l'idea dei redattori del Trattato, in previsione di questa nuova Cig, era di completare il Trattato sui punti che non avevano potuto costituire oggetto di un accordo completo (gli aspetti istituzionali) così come di procedere ad alcuni adattamenti emersi come necessari in base all'esperienza acquisita. Ma le riflessioni, tanto sulla pertinenza di certi aspetti del Trattato (per esempio i criteri di convergenza nominali) quanto su certe lacune (per esempio il trattamento degli aspetti di bilancio) e infine, in senso più ampio, sul tipo di Unione che si vuole creare, condurranno probabilmente ad allargare fortemente il contenuto delle discussioni, anche se, alla fine, non tutti gli argomenti saranno ripresi nel nuovo Trattato che sarà preparato.

La mia convinzione profonda — che è condivisa da molti dei colleghi economisti e giuristi, con i quali ho il piacere di lavorare — è che, più si approfondiranno i problemi, più diventerà evidente, almeno per un periodo di parecchi anni, che, già nell'insieme dei 15 membri (e, a fortiori, se si aggiungono i paesi associati) un numero non trascurabile di paesi non può (e qualche Stato non vuole) partecipare integralmente a tutte le operazioni già previste dal Trattato o che appaiono sempre più indispensabili.

Se si rifiuta di rinunciare ad una grande ambizione limitandosi semplicemente ad un mercato comune e se si vuole evitare il disordine, fonte di inefficacia, che sarebbe il risultato di un'Euro-

pa *à la carte*, ci si può domandare allora se la soluzione pratica non consista nell'accettare, per un periodo transitorio, una formula ibrida, consistente nel conservare i Trattati e le loro esigenze, ma anche nell'accettare l'idea che certi paesi non partecipino a qualche campo o a qualche operazione ben definiti e in numero molto limitato, cioè l'idea *a titolo transitorio, di un'Europa a geometria variabile organizzata*.

D'altra parte questo si pratica già, in particolare per il Regno Unito, nei settori della moneta, del bilancio comunitario e della politica sociale, ma anche per la Danimarca, l'Italia (per lo SME dopo l'inizio) e per altri paesi (recentemente) in campo monetario.

Flessibilità per tenere conto dell'impossibilità economica attuale di alcuni, del rifiuto politico attuale di altri, di partecipare pienamente alla realizzazione del Trattato creando l'Unione Europea. Flessibilità che possa permettere a molti di progredire sui punti importanti.

Ma dovendo la formula essere organizzata e volendo che sia transitoria:

- l'ineguale partecipazione di tutti i paesi a tutti gli aspetti dell'Unione può a priori introdurre elementi di incoerenza, di cui bisogna organizzare la neutralizzazione o la correzione;
- la formula deve essere concepita come transitoria, per il tempo necessario ad alcuni paesi per adattarsi, economicamente o politicamente<sup>2</sup>. Sarebbe al contrario inammissibile che un paese potesse, deliberatamente e durevolmente, avere un piede dentro l'Unione e uno fuori. Per parafrasare Shakespeare, essere o non essere (dentro), per parafrasare Musset, bisogna che un Trattato sia accettato o rifiutato.

Una tale formula d'Europa a geometria variabile sembra particolarmente adatta all'organizzazione delle relazioni con i paesi dell'Europa centrale.

<sup>2</sup> Per gli sviluppi recenti su questa formula si veda l'opera proveniente dalla rete delle cattedre europee JEAN MONNET, *L'Europe à géométrie variable, transition vers l'intégration* (a cura di PIERRE MAILLET e DARIO VELO), Collection Prospective européenne, L'Harmattan, Paris, giugno 1994.

---

Tutto sommato, si può pensare che lo stato di relativa confusione attuale si chiarirà progressivamente attraverso:

- l'*organizzazione temporanea dell'Europa a geometria variabile*;
- la *creazione de facto* (con o senza riconoscimento istituzionale) di un *nocciolo duro* motore del perseguimento dell'integrazione;
- una migliore definizione — e una modificazione — della ripartizione delle competenze tra l'Unione e gli Stati membri (*sussidiarietà*).

Questo sarà in particolare il compito della Conferenza intergovernativa del 1996: organizzare in modo chiaro queste tre disposizioni.

Poiché questa relazione è dedicata agli aspetti monetari, ci si occuperà di affinare l'analisi delle prospettive aperte al trattamento di questi.

## SEZIONE II

### Il funzionamento monetario di un'Europa diversificata

#### 1. *L'Unione Monetaria a 15 non è per domani*

I principali argomenti in favore dell'Unione Monetaria sono di tre ordini:

- si tratta prima di tutto di favorire il *buon funzionamento del mercato interno*. Gli operatori economici considerano tanto più questo come costituente il *loro* mercato — e dunque adottano un comportamento che favorisca una specializzazione economicamente ottimale delle attività di produzione — quanto più deboli sono gli elementi di incertezza sulle relazioni tra le diverse componenti nazionali di questo grande mercato: questa argomentazione ha condotto per esempio ad attenuare gli scarti tra i carichi fiscali indiretti o a realizzare il principio di riconoscimento reciproco delle norme. Resta da eliminare l'elemento di incertezza relativo ai tassi di cambio, rendendo questi ultimi totalmente e definitivamente rigidi. È l'argomento tipico in favore dell'Unione Monetaria, ma se ne aggiungono anche altri due:

- agli occhi di alcuni, l'instaurazione della moneta unica può essere una *carta vincente per rafforzare la lotta contro l'inflazione* in certi paesi, che beneficerebbero così della credibilità di cui godono a questo riguardo altri paesi;
- infine, uscendo dallo spazio interno europeo, la creazione di una nuova moneta, espressione della realtà economica di uno spazio avente un peso economico abbastanza consistente, può avere due effetti favorevoli:
  - su scala mondiale, stabilendo un migliore equilibrio tra le monete dei tre grandi spazi economici dominanti: il dollaro, lo yen, l'ECU;
  - per l'Unione Europea, dotandola di una moneta internazionale suscettibile di assumere, nelle transazioni internazionali, un ruolo in armonia con il posto che l'Europa occupa nelle relazioni commerciali internazionali e permettendole di evitare che i propri importatori ed esportatori siano eccessivamente turbati dalle fluttuazioni dell'attuale moneta principale di regolamento internazionale, il dollaro.

Questi argomenti sembrano potenti. Che cosa si attende allora per realizzare questa Unione, raccomandata a partire dal rapporto Werner del 1971?

Si noterà subito che questi argomenti, o non sono condivisi da tutti — si tratta in particolare del caso degli ultimi due —, oppure sono controbilanciati da argomenti in senso inverso. Il principale di questi concerne la riduzione degli strumenti di politica macroeconomica di cui dispone ciascun paese per perseguire i propri obiettivi, che possono divergere da quelli dei partner, sia per ragioni politiche (gerarchia differente degli obiettivi), sia per ragioni economiche (varietà degli shock, varietà dei meccanismi di reazione a questi, in particolare sul mercato del lavoro). Al limite, uno Stato può preferire il mantenimento del controllo (anche se inevitabilmente limitato) della propria politica monetaria, a discapito della stabilità del tasso di cambio (e dunque del buon funzionamento del mercato interno).

È allora concepibile — ed è proprio la realtà attuale — che alcuni Stati membri non vogliano partecipare all'Unione Monetaria. D'altra parte, tanto la riflessione teorica quanto l'osservazio-

---

ne di 15 anni di funzionamento dello SME conducono a concludere che certe condizioni economiche devono essere rispettate affinché l'Unione Monetaria possa funzionare tra diversi paesi: si tratta dei "criteri di convergenza" del Trattato. A questo riguardo, sono presentati due gruppi di osservazioni:

- da una parte, l'osservazione delle cifre conduce a concludere che, allo stato attuale, solamente alcuni paesi rispettano la totalità dei criteri e che, anche se fanno sforzi apprezzabili, quelli che non li rispettano avranno bisogno di parecchi anni per allinearsi. È per questo che il Trattato ha previsto che l'Unione Monetaria potrebbe essere realizzata tra un numero limitato di paesi membri (la maggioranza dal 1997, anche meno nel 1999);
- d'altra parte, agli occhi di alcuni esperti, il perseguimento del rispetto dei criteri può rivelarsi, per certi paesi, in contraddizione con altri obiettivi prioritari dell'Unione, in particolare l'obiettivo della coesione economica. La fase del recupero del livello di sviluppo esige in realtà delle regolamentazioni delle strutture produttive che possono rendere difficile il mantenimento della stabilità del livello generale dei prezzi (e dunque del tasso di cambio).

Questo tipo di situazione può presentarsi fin dal 1997, e dovrebbe presentarsi in linea di principio sicuramente a partire dal 1999.

## *2. I problemi di un'Europa monetaria diversificata*

La questione che dovrebbe essere trattata dalla Cig 96 è quindi l'organizzazione delle relazioni tra la moneta unica del primo gruppo (l'ECU del nocciolo duro in  $n$  paesi) e le monete dei  $(15-n)$  altri paesi.

- Due schemi possono a priori essere presi in considerazione:
- il perseguimento di una formula del tipo dello SME dove si metterà l'accento sul carattere aggiustabile delle parità (e dove ci si sforzerà di non ripetere gli errori che hanno condotto alle perturbazioni dell'autunno 1992, procedendo nei tempi stabiliti agli aggiustamenti necessari), ma dove si manterranno con forza gli impegni di coordinamento delle politiche;



— una formula di cambio fluttuante (con fluttuazione più o meno pura) analogo a quello che ha conosciuto la sterlina per anni.

Nulla vieta a priori che i due schemi funzionino simultaneamente, per esempio il primo per i paesi che vorrebbero, ma non possono, partecipare all'Unione Monetaria, il secondo al contrario essendo preferito dai paesi i cui Stati non vogliono aderire all'Unione Monetaria.

Tuttavia, questa complessità d'organizzazione monetaria dell'Unione solleva due difficoltà: una riguarda l'organizzazione istituzionale, l'altra il buon funzionamento del mercato interno.

Istituzionalmente, la difficoltà risiede nella presa di decisione della politica di una Unione Monetaria alla quale non partecipano che certi paesi membri: i 15 possono decidere per il nocciolo duro?

Il secondo punto concerne l'articolazione tra un'Europa monetaria a geometria variabile e il Mercato Unico.

È molto verosimile che in caso di coesistenza tra un nocciolo a moneta unica e diversi paesi che hanno con il primo dei tassi di cambio fissi ma aggiustabili (lo schema dello SME) — e a fortiori dei tassi di cambio fluttuanti (anche se, come è d'uso, con una fluttuazione controllata) — il commercio si rafforzerà soprattutto all'interno del nocciolo, così come le specializzazioni.

È l'ultimo punto che può dare problemi: può darsi in realtà che i movimenti di ristrutturazione così generati non conducano automaticamente verso le specializzazioni che corrispondono alla struttura ottimale per l'Europa integrata nel suo insieme; ora, la formula della geometria variabile non è concepita altro che come una fase transitoria e conserva questa completa integrazione come obiettivo finale.

Il compito del periodo transitorio a geometria variabile è di suscitare una evoluzione delle specializzazioni che conduca poco a poco verso un'Europa profondamente integrata, malgrado l'assenza di una pressione esercitata congiuntamente e in misura uguale su tutti attraverso regole comuni e una moneta comune. Un qualsiasi contenuto di geometria variabile non è allora ammissibile: da una parte bisogna vigilare sul rispetto da parte di tutti di un minimo di regole (differenza tra geometria variabile e formula totalmente *à la carte*), dall'altra bisogna realizzare certi interventi correttivi destinati ad evitare degli "slittamenti eccessivi".

---

### SEZIONE III

#### L'avanzamento dei Paesi PECO verso l'Unione Europea Il ruolo cruciale del tasso di cambio

Ora che il principio dell'ingresso dei paesi PECO nell'Unione è definitivamente acquisito, il compito immediato è di preparare l'economia di questi paesi a integrarsi nell'economia dell'Unione e, in primo luogo, a partecipare pienamente al mercato interno.

Perciò, bisogna prima di tutto che i paesi PECO operino le trasformazioni legislative e regolamentari, ma anche psicologiche, necessarie affinché gli operatori economici adottino pienamente comportamenti conformi a un'economia di mercato. Questo non può non costituire un adattamento progressivo, poiché concerne le basi stesse delle mentalità e dei comportamenti, e deve toccare la totalità della popolazione; a ciò l'Unione può contribuire attraverso dei "trasferimenti di tecnologia e di metodi di gestione" favoriti attraverso delle operazioni di informazione e di formazione, ma soprattutto attraverso l'esistenza di rapporti di partnership tra imprese dell'Unione e imprese dei paesi PECO.

Ma l'esigenza preliminare ad un inserimento riuscito nel grande mercato europeo è, per i paesi PECO, la ristrutturazione del loro apparato produttivo sulla base del confronto dei loro vantaggi comparati (di oggi e di domani) con i prezzi mondiali.

Soltanto quando i ragionamenti economici si faranno in questi paesi sulla base di un sistema di prezzi completamente corretto, la totale apertura degli scambi tra i paesi PECO e l'Unione potrà favorire l'evoluzione ottimale delle specializzazioni, che costituisce la ragione d'essere del grande mercato.

Perciò, e questo ci riporta all'argomento stesso di questo seminario, *un ruolo assolutamente decisivo è giocato dal tasso di cambio*; solo un tasso di cambio corretto è in grado di permettere dei confronti validi tra i costi e i prezzi dei partner, e dunque di orientare correttamente le specializzazioni. *La politica di cambio dei paesi PECO è dunque un elemento fondamentale della loro strategia.*

Sotto certi aspetti, il problema è lo stesso per i paesi membri dell'Unione in ritardo di sviluppo (PRS), ma qui è più complicato

perché la ristrutturazione settoriale dei paesi PECO ha due origini: la trasformazione legata alla crescita del livello di sviluppo, che si ritrova presso i PRS, e la trasformazione provocata dalla deformazione del sistema dei prezzi relativi, propria dei paesi in transizione che partono da un sistema aberrante. Si può tuttavia trarre qualche insegnamento dall'esperienza dei PRS.

La definizione della politica di cambio esige la risposta a due domande: quale meccanismo di cambio adottare e come definire un livello di cambio corretto.

1. La scelta del *meccanismo di cambio* può ispirarsi all'esperienza dei paesi membri della Comunità nel corso degli ultimi due decenni.

Se si vuole veramente preparare un ingresso abbastanza rapido dei paesi PECO nel grande mercato, sembra necessario adottare per questi paesi un sistema di cambi fissi. Si è già ricordato più sopra fino a che punto un tale sistema è necessario per favorire un'evoluzione corretta delle specializzazioni, si aggiungerà il ruolo fondamentale degli investimenti e delle joint ventures tra imprese dell'Unione e quelle dei paesi PECO per favorire i trasferimenti di tecnologia: è necessario perciò ridurre gli elementi di incertezza che riguardano le imprese che investono, e dunque in particolare assicurare una sufficiente stabilità del tasso di cambio. La partecipazione ad un sistema analogo allo SME sembra poter rispondere a questo bisogno.

Ma allo stesso tempo, l'esperienza della Comunità Europea mostra che due condizioni, che figuravano esplicitamente nella definizione dello SME, devono essere accuratamente rispettate.

Si tratta innanzitutto della coerenza delle evoluzioni economiche, che esige un coordinamento delle politiche economiche. Il rafforzamento dei meccanismi di coordinamento delle politiche tra l'Unione e i paesi PECO è di grandissima importanza.

Si tratta d'altra parte del rispetto della regola dei *cambi fissi, ma aggiustabili*. Non avendola rispettata e avendo accettato, per varie ragioni, ivi comprese quelle di immagine politica, di procedere nei tempi stabiliti, e a freddo, agli aggiustamenti di parità, giustificati dalle divergenze di sviluppo economico, alcune mone-

---

te hanno conosciuto degli shock relativamente brutali, che hanno portato a sfumare le regole dello SME. Bisognerebbe che i paesi PECO non esitassero a procedere agli aggiustamenti a partire dal momento in cui sono economicamente giustificati; evidentemente la frequenza degli aggiustamenti dipenderà dalla capacità di ciascun paese PECO a lottare efficacemente contro l'inflazione.

Aggiungiamo infine che può essere ragionevole, come era stato il caso della lira italiana nel 1979, accettare un margine di fluttuazione più ampio di quello che prevarrà tra l'ECU e le altre monete dell'Unione (quando sarà ristretto il margine del 15%).

2. Il *livello di cambio corretto* può a priori riferirsi a tre nozioni:
- il tasso di cambio che assicura la parità dei poteri d'acquisto (essendo inteso che la PPA è misurata statisticamente e si riferisce ai soli beni e servizi che possono dare luogo a scambi interni, e dunque escludendo in particolare una parte importante dei servizi);
  - il tasso di cambio che assicura l'equilibrio della bilancia commerciale (beni e servizi);
  - il tasso di cambio che assicura l'equilibrio della bilancia dei pagamenti; nel caso delle relazioni UE-PECO, questo equilibrio corrisponde normalmente a una bilancia commerciale deficitaria per i paesi PECO, in quanto il disavanzo è compensato da un flusso, giudicato normale, di capitali in entrata: contribuzioni pubbliche, provenienti da bilanci nazionali e soprattutto dal bilancio della Comunità Europea, e afflusso di capitali privati. Questi diversi flussi possono essere giudicati normali nella misura in cui la Comunità stima suo dovere contribuire al recupero economico dei paesi PECO attraverso un aiuto finanziario (di natura molto simile ai Fondi strutturali all'interno dell'Unione), e nella misura in cui le imprese dell'Unione stimano che ci siano in Europa centrale dei mercati da conquistare e soprattutto delle risorse umane di una eccellente qualificazione tecnica che è interessante utilizzare, in particolare attraverso operazioni di partnership, fornendo i capitali necessari.

Il valore della divisa dei paesi PECO ha tutte le possibilità d'essere differente nei tre concetti. In particolare, si può pensare che, nella terza nozione, sia più forte che nella seconda, giacché vi si ammette un deficit commerciale.

Quale nozione scegliere? Due criteri possono essere presentati. Prima di tutto, si può preferire la nozione più larga, più sintetica, cioè la terza. D'altra parte, ci si può domandare quale orienta al meglio le scelte di specializzazione, prefigurando quella che corrisponderà al valore d'equilibrio futuro della bilancia commerciale; in altre parole, il valore futuro della seconda nozione ha delle possibilità di avvicinarsi o di scostarsi dal valore attuale della terza? Due considerazioni sembrano giocare in senso inverso: da una parte, si è fatto sovente notare che durante il periodo di recupero di un paese, che esige una crescita più forte di quella dei suoi partner, questo non può mantenere il suo equilibrio commerciale esterno se non al prezzo di una certa svalutazione<sup>3</sup>; ragionamento fondato su un confronto statico sulla base delle elasticità dei prezzi delle importazioni e delle esportazioni. Ma, in senso inverso, in una prospettiva dinamica di medio termine, quando un paese recupera il ritardo economico rispetto ad un altro — con un rafforzamento della sua produttività media grazie all'aumento della produttività in ogni settore, ma soprattutto attraverso una ristrutturazione settoriale a vantaggio di attività a tecnologia più avanzata, che godono di una domanda mondiale in crescita più forte — il valore della divisa dovrebbe poter migliorare. Solo analisi concrete condotte sulla base di una individuazione abbastanza raffinata dei vantaggi comparati permetterebbero di giungere ad una conclusione; sarebbe urgente che queste analisi fossero condotte da parte dei paesi PECO (anche se l'insufficienza di dati statistici affidabili le rende difficili).

<sup>3</sup> È il tipo di ragionamento che spiega perché il rispetto dei criteri di convergenza può costituire un handicap per i PRS. — Cfr. per esempio Pti. ROLLET, *Convergence réelle, convergence structurelle et Union Economique et Monétaire*, in *Trois défis de Maastricht*, (P. MAILLET) Ed. L'Harmattan Coll. Prospective européenne, Paris 1993.



OSCAR GARAVELLO

**Debito estero e trasferimenti netti di risorse:  
dai temuti pericoli a nuove opportunità  
nella più recente esperienza dei paesi dell'Est?**

*1. Posizione del problema*

Questa relazione prende lo spunto da quanto da qualche tempo sta accadendo nell'economia mondiale per quel che riguarda le variabili finanziarie internazionali concernenti i paesi non industriali (paesi meno sviluppati, a reddito intermedio, NIC, economie in transizione, ecc.).

A livello degli esperti, degli operatori finanziari e dei "policy-makers" si fanno luce, grosso modo, due categorie di opinioni apparentemente contraddittorie, che spingono ora ad un diffuso ottimismo ora a pressanti interrogativi ai quali per ora non si può ancora rispondere in modo sicuro.

Per i paesi non industriali si devono ricordare sul piano positivo:

- 1) da un lato, il rientro ("Re-Entry") dei capitali esteri. Tale fenomeno, non prevedibile o comunque imprevisto solo pochi anni fa, si fa luce all'inizio degli anni '90 e contrasta con la pesante situazione debitoria di molti paesi. Le difficoltà manifestatesi nel 1994 e forse nel 1995 non sembrano minare nella sua essenza il fenomeno ricordato;
- 2) dall'altro lato, una attenuazione dei timori sul debito estero. L'impatto negativo di un elevato servizio del debito estero sulle variabili domestiche non è certamente annullato, ma sembra meno forte rispetto al passato come è dimostrato fra l'altro in modo indiretto dalla ripresa degli investimenti domestici e dei flussi esterni di risorse.

---

Sull'altro fronte della barricata, la dinamica di questi ultimi anni suscita non pochi timori per quanto riguarda sia il breve sia il più lungo termine, concernenti:

1) in primo luogo, l'apparizione di crisi repentine, subito tamponate ma non risolte, di fiducia sulla situazione economica dei paesi beneficiari.

Si tratta forse di un nuovo tipo di sindrome "messicana" che colpisce paesi che hanno ricevuto (stanno ricevendo) forti flussi finanziari dall'estero. Per interrompere ed invertire il movimento dei capitali bastano modeste tensioni sul fronte dei cambi, dei prezzi, del tasso di interesse, segni di instabilità politica, fallimenti di imprese o banche, ecc. Le istituzioni finanziarie internazionali hanno subito affrontato il fenomeno e, per quanto possibile, approntato una strategia di intervento la cui realizzazione lascia tuttavia alquanto a desiderare;

2) secondariamente, il timore di una nuova fase di accumulazione del debito estero e/o di eccessivi impegni finanziari verso gli investitori esteri.

Si ha cioè il timore non sempre infondato che nella prima metà degli anni '90 si ripeta quanto accaduto alla fine degli anni '70 ed inizio anni '80 a causa del forte afflusso di risorse estere (soprattutto crediti bancari a medio termine) seguito al primo shock petrolifero. Se, così si argomenta, non si riesce a sfruttare convenientemente le risorse estere a fini di investimento e se le condizioni economiche mondiali peggioreranno (stagnazione del commercio mondiale, aumento dei saggi di interesse, flessione dei prezzi delle materie prime, ecc.), una nuova crisi del debito estero nei paesi non industriali non può venire esclusa.

Se quanto precede è una immagine corretta della situazione finanziaria esterna dei paesi non industriali di questi ultimi anni, è interessante esaminare cosa succede nelle economie in transizione che ormai si possono considerare a pieno titolo un segmento fondamentale dello scacchiere finanziario internazionale (1.1). Bisogna ricordare che nel periodo analizzato la quasi totalità dei paesi considerati si caratterizza da un lato per una drastica riduzione della produzione industriale e dall'altro lato per un migliore



assetto macroeconomico e maggiore decentramento decisionale. Analizzare come questi risultati a prima vista contraddittori siano collegati a quanto accade ai flussi di capitali esteri si rivela di grande interesse sia a fini euristici sia per prospettare una più coerente politica economica interna ed internazionale.

Anche se il tema è interessante, bisogna tuttavia avanzare alcuni dubbi su una analisi macroeconomica dei flussi finanziari internazionali in direzione delle economie in transizione per almeno tre serie di motivi:

1) disomogeneità dei paesi considerati.

Si può certamente, dal punto di vista statistico, formare un gruppo di paesi in transizione ma la sua rappresentatività è quanto mai debole. Si tratta di un grande numero di paesi (ben 26 se si utilizza la documentazione della Banca Mondiale) fortemente eterogenei per quanto riguarda dimensioni territoriali, popolazione, risorse naturali, localizzazione geografica, livello di sviluppo, tasso di crescita, ecc. L'eterogeneità più significativa concerne tuttavia le condizioni macroeconomiche (livello di produzione, dinamica inflazionistica, tasso di cambio, ecc.) che influenzano in modo decisivo l'afflusso e la produttività dei capitali esteri;

2) carenza di adeguata documentazione statistica.

Sul piano formale tutte le economie in transizione fanno parte del DRS ("Debt Reporting System") della Banca Mondiale per cui non sembrano esistere particolari difficoltà almeno rispetto ai paesi non industriali. Tuttavia il conto torna solo per la documentazione relativa ai flussi finanziari internazionali mentre assai più precaria è la documentazione relativa ad aspetti più disaggregati (settori di investimento, categorie di prenditori domestici, condizioni di rimborso, ecc.) che, in ultima analisi, determinano la produttività delle risorse estere. Una ulteriore difficoltà risiede nella scarsa prevedibilità del futuro quadro istituzionale (grado di convertibilità esterna, riforme del settore finanziario, ruolo degli intermediari finanziari, ecc.) che fortemente condiziona l'afflusso e la utilizzazione dei flussi finanziari esteri;

3) difficoltà di interpretazione analitica dei fenomeni.

---

Purtroppo manca ancora un quadro di riferimento ben sicuro per quanto concerne i processi di evoluzione delle economie in transizione e più in particolare le relazioni fra flussi finanziari internazionali e variabili reali (investimenti, produttività, produzione, ecc.). In mancanza di un pensiero più originale vengono rispolverati concetti e relazioni mutuati dalla esperienza dei PVS ("debt-overhang", capacità di assorbimento di capitali esteri, solvibilità esterna, ecc.) la cui applicabilità alle economie in transizione è ancora tutta da dimostrare.

## 2. *Alcuni dati quantitativi sui trasferimenti netti esteri verso le economie in transizione*

Sotto molti aspetti, i trasferimenti netti di medio-lungo periodo ("aggregate net transfers") sono la variabile più significativa per identificare il potere d'acquisto internazionale messo a disposizione ai più vari titoli dalla comunità internazionale per i processi di transizione dei paesi ex-socialisti a non breve scadenza. I trasferimenti netti comprendono poste della più varia natura: fondi ufficiali e privati, bilaterali e multilaterali, garantiti e non, a titolo gratuito, concessionale ed a condizioni di mercato, creati o non creati debito estero. Vengono invece esclusi i crediti a breve termine e le differenti facilitazioni finanziarie del FMI ed eventualmente di altre organizzazioni internazionali (2.1).

I trasferimenti netti dipendono sia dai nuovi flussi di capitale (di prestito o partecipativo) sia dalla restituzione dei precedenti impegni finanziari (rimborso dei crediti o smobilizzazione degli investimenti diretti o di portafoglio) (2.2). Si tratta quindi di una variabile che risente allo stesso tempo dell'eredità del passato (anche se modificata da più recenti accordi che alleviano il carico del debito estero) e delle condizioni presenti della domanda ed offerta di capitali esteri. Essendo la variabile estremamente aggregata, è opportuno nel prosieguo della indagine suddividerla in più minute categorie in modo da far risaltare con maggiore rilievo le relazioni più significative.

L'importanza dei trasferimenti netti a medio-lungo termine deriva sostanzialmente dalla loro potenziale utilizzazione per l'ac-

cumulazione di capitale (direttamente o indirettamente produttivo). Infatti le risorse estere da un lato vanno ad aggiungersi al risparmio domestico e dall'altro lato facilitano l'equilibrio dei conti con l'estero in modo tale che entro certi limiti l'aumento degli investimenti non provochi tensioni sul livello dei prezzi, sul tasso di cambio e sul saggio di interesse (2.3). Bisogna poi notare che alcune categorie di risorse estere apportano non solo potere d'acquisto internazionale, ma anche valida selezione degli investimenti, corretta gestione degli impianti, expertise tecniche e manageriali di qualità, ripartizione del rischio d'impresa, ecc. che aumentano la propensione all'investimento e la produttività degli investimenti domestici (2.4).

Naturalmente il passaggio dei capitali esteri all'investimento è condizione necessaria ma non sufficiente per una utilizzazione razionale delle divise estere. Bisogna infatti ricordare la regola d'oro nella selezione dei progetti secondo la quale il tasso di rendimento degli investimenti deve essere almeno uguale al tasso di interesse (in questo caso internazionale) (2.5). Inoltre poiché il rimborso si effettua in moneta estera, l'investimento deve dar luogo ad un corrispondente aumento delle esportazioni o contrazione delle importazioni (il cosiddetto trasferimento internazionale) che dipende non solo dalle condizioni domestiche ma anche (ed in alcuni casi soprattutto) dalla congiuntura internazionale (2.6). Infine, poiché spesso i prestiti sono accordati ai (garantiti dai) pubblici poteri, questi ultimi devono avere la possibilità e la volontà politica di tassare in modo da trarre quelle risorse domestiche necessarie per l'aumento delle esportazione o la riduzione delle importazioni (il cosiddetto trasferimento interno) (2.7).

Purtroppo, i trasferimenti netti vengono utilizzati non solo a fini di investimento ma anche per altri obiettivi che, più o meno giustificati sul versante sociale, non sempre garantiscono né una accelerazione del processo di sviluppo dei paesi beneficiari né il loro rimborso alle scadenze ed alle condizioni pattuite.

Il giudizio è assai incerto se i trasferimenti netti servano per stabilizzare il consumo (pubblico e privato) in presenza di riduzioni del reddito nazionale come spesso è successo in molti paesi per motivi domestici ed internazionali. Se la causa è di breve

---

andare (shock temporanei), l'utilizzazione delle risorse estere può venire accettata in quanto l'instabilità del consumo può estendersi a macchia d'olio alle altre macrovariabili. Le conclusioni ovviamente cambiano se, come nell'ultima esperienza, le cause sono strutturali e di lungo periodo (shock petroliferi) in quanto il consumo viene mantenuto artificialmente ad un livello superiore a quello consentito dalla produzione nazionale (2.8).

Qualora i trasferimenti netti fluiscano nelle riserve valutarie delle Banche Centrali, come accade nella più recente esperienza degli anni '90 in numerosi paesi asiatici e latino-americani, bisogna distinguere fra le varie possibili utilizzazioni (2.9). Se le riserve ufficiali vengono utilizzate per interventi sul mercato dei cambi a difesa di un ragionevole tasso di cambio, il giudizio è positivo riuscendo a neutralizzare una delle cause maggiori di instabilità dei sistemi non industriali. Il giudizio è invece dubbio per non dire sfavorevole se le riserve valutarie servono solo per la sterilizzazione dei capitali esteri in cerca di investimenti finanziari di breve periodo, per motivi transattivi in quanto tale funzione deve essere riservata alle banche commerciali, oppure per motivi speculativi in quanto la ricerca della profittabilità diretta non è un obiettivo accettabile delle Banche Centrali.

Decisamente negativo è il giudizio allorché i flussi esteri servano solo per alimentare in modo diretto ed indiretto le fughe di capitali all'estero non infrequentemente di natura illegale (2.10). Infatti spesso l'entrata di capitali esteri spinge alla riduzione del tasso di interesse (o comunque delle remunerazioni nette), alla rivalutazione del tasso di cambio ed ad una maggiore permissività (minore rispetto) della legislazione (regolamentazione) relativa all'esportazione di capitali dei residenti (2.11). Tali fughe di capitali permettono certamente di meglio allocare il capitale degli operatori economici ma si tratta di calcoli del tutto privati sulla base anche del desiderio di evadere la tassazione o di mantenere ignota la provenienza dei fondi. L'esportazione illegale dei capitali dei residenti non ha certamente positivi effetti macroeconomici poiché riduce il livello degli investimenti domestici, restringe la base imponibile ed aggrava la posizione esterna del paese. Infatti la posizione debitoria (ufficiale) verso l'estero viene

appesantita senza un contemporaneo aumento delle attività finanziarie all'estero dei residenti a causa della mancata dichiarazione e quindi della conseguente mancata contabilizzazione.

Se giustamente si è messo in luce il ruolo potenzialmente importante dei capitali esteri a medio-lungo termine, non si può tuttavia sottostimare l'apporto di capitali esteri a più breve termine, in questa sede non analizzati.

Essi sono sicuramente importanti poiché alimentano la produzione corrente tramite il finanziamento delle importazioni di beni intermedi, materie prime, parti staccate, ricambi, ecc. e/o la deviano verso i mercati esteri tramite il finanziamento delle esportazioni (2.12). Con inadeguati capitali a breve, la capacità produttiva non sfruttata registra di norma un forte aumento per carenza di regolari approvvigionamenti e questo fenomeno in molti paesi è ancora più grave del declino degli investimenti (cioè della mancata creazione di nuova capacità produttiva). Questa conclusione è avallata empiricamente dal crollo della produzione primaria ed industriale in caso di riduzione (arresto) dei prestiti esteri a breve termine. L'importanza dei crediti a breve termine viene anche implicitamente mostrata dall'attenzione con la quale i paesi debitori tendono ad onorare tali impegni finanziari poiché, se non giustificati, ritardi o inadempienze vengono sanzionati con il bando del paese da ulteriori crediti commerciali (2.13).

Nei trasferimenti netti qui considerati si sono pure esclusi, in base alle consuetudini ed alla definizione della Banca Mondiale, le differenti facilitazioni del FMI. La esclusione delle differenti "facilities" è giustificata dalla diversità delle motivazioni, dalle particolari condizioni richieste al paese beneficiario, dalle caratteristiche dei fondi accordati per quanto riguarda la durata, il costo, le condizioni del rimborso, ecc. (2.14). Tuttavia, nel quadro complessivo delle relazioni finanziarie internazionali, le facilitazioni del FMI (oltre che eventualmente di altre istituzioni finanziarie internazionali) giocano un ruolo di straordinaria importanza perché condizionano la politica economica dei paesi beneficiari e spesso sono la necessaria condizione per attirare più consistenti flussi di capitale a medio-lungo termine (2.15).

La Tabella 1 permette di trarre utili indicazioni sulla consistenza e sulla dinamica dei trasferimenti netti concernenti le economie in transizione ed altri gruppi di paesi non industriali dall'inizio degli anni '90 (2.16).

Tabella 1 - *Trasferimenti netti dall'estero (valori assoluti, milioni di dollari, e valori percentuali).*

Aree geogr.	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Economie in transizione</b>					
M.ni \$	3.573	6.248	20.374	21.865	n.d.
TN/GNP	0,27	0,55	2,18	2,70	n.d.
TN/Exp.	1,91	3,10	12,35	13,69	n.d.
<b>Paesi in via di sviluppo</b>					
M.ni \$	26.210	45.839	74.406	132.223	137.457
TN/GNP	0,58	1,02	1,65	2,90	2,88
TN/Exp.	2,73	4,62	7,31	12,56	11,81
<b>America Latina</b>					
M.ni \$	-5.129	3.999	5.861	35.484	11.427
TN/GNP	-0,48	0,36	0,48	2,48	0,75
TN/Exp.	-2,84	2,19	3,03	17,63	5,17
<b>Asia Orientale-Pacifico</b>					
M.ni \$	12.965	15.945	32.200	53.456	67.252
TN/GNP	1,43	1,62	2,96	4,61	5,19
TN/Exp.	5,16	5,54	9,78	14,64	16,12
<b>Bulgaria</b>					
M.ni \$	-445	229	115	-141	n.d.
TN/GNP	-0,02	0,02	0,01	-0,01	n.d.
TN/Exp.	-0,10	0,06	0,03	-0,03	n.d.
<b>Federazione Russa</b>					
M.ni \$	6.981	3.495	14.593	6.236	n.d.
<b>Polonia</b>					
M.ni \$	-6	767	940	1.859	n.d.
TN/GNP	-	1,00	1,14	2,16	n.d.
TN/Exp.	-	5,03	5,79	11,61	n.d.
<b>Romania</b>					
M.ni \$	26	136	1.074	975	n.d.
TN/GNP	-	0,47	4,53	3,96	n.d.
TN/Exp.	0,38	2,69	21,74	17,08	n.d.
<b>Ungheria</b>					
M.ni \$	-1.294	573	-227	4.013	n.d.
TN/GNP	-4,09	1,80	-0,01	10,87	n.d.
TN/Exp.	-11,33	4,70	-0,02	36,93	n.d.

Fonte: Elaborazione su dati WORLD BANK, *World Debt Tables*, varie annate.

1) Anche prima delle trasformazioni politiche, le economie socialiste potevano contare su quote non trascurabili di trasferimenti netti provenienti dal mondo capitalistico. Si trattava di una fonte particolarmente ambita di valute estere convertibili il cui obiettivo era di stimolare l'accumulazione di capitale e di ovviare alla cronica carenza di prodotti alimentari (cereali). Ad esempio nel 1980 i trasferimenti netti di risorse in direzione dei paesi socialisti ammontavano a ben 9.811 milioni di dollari cioè a circa il 3,51% del GNP ed il 6,40% delle esportazioni.

2) Come per molti altri paesi non industriali, gli anni bui si concentrano nella seconda metà degli anni '80 allorché i trasferimenti netti presentano rilevanti valori negativi (-3.561 nel 1986 e -6.684 nel 1988). È interessante accertarsi se ed in quale misura l'inversione dei flussi di capitale nel periodo ricordato abbia contribuito alla crisi dell'apparato produttivo dei paesi socialisti e quindi accentuato quei mutamenti politici che da lungo tempo premevano in profondità.

3) Il punto di partenza della nuova tendenza anche per le economie in transizione sembra essere l'inizio degli anni '90 poiché a partire dal 1990 i trasferimenti netti da negativi (-1.116 nel 1989) diventano positivi (3.573) (2.17). Esiste comunque un lieve ritardo delle economie in transizione rispetto al mondo non industriale verso il quale i capitali esteri iniziano a fluire qualche tempo prima. Infatti per i PVS il "turning point" si deve porre fra il 1988 ed il 1989 allorché i flussi esteri da negativi (-1.143) divengono positivi (7.197). Probabilmente il ritardo si deve alle modifiche del quadro politico ed alle incertezze della politica sia macroeconomica sia settoriale che all'inizio degli anni '90 caratterizza il mondo ex-socialista.

Anche quanto succede dopo il 1990 presenta qualche differenza fra le economie in transizione e l'insieme dei PVS ma non di natura così rilevante da richiedere attenta analisi.

4) Nel 1994 il trend è lievemente in decremento per effetto combinato di più elevati tassi di interesse, di marcate turbolenze nel mercato internazionale delle obbligazioni e di qualche incertezza nelle borse "emergenti". Non si conoscono ancora i dati per il 1995 ma la stagnazione dei trasferimenti netti dovrebbe con-

---

tinuare per l'insieme dei paesi non industriali anche se nel complesso il livello dei flussi esteri rimane comunque sostanziale (2.18).

5) Una indicazione più precisa dell'impatto dei trasferimenti netti sul processo di trasformazione può venire desunta rapportando la variabile ricordata al GNP (TN/GNP). Per interpretare correttamente il rapporto, bisogna tenere conto che nelle economie considerate il GNP è fortemente decresciuto in questi ultimi 5 anni e che la conversione del prodotto domestico in valori standard internazionali (dollari) presenta sempre grandi margini di errore (2.19).

Il rapporto TN/GNP passa in pochi anni da un valore modesto (0,27% nel 1990) ad una quota assai cospicua (2,70% nel 1993) per cui le risorse estere danno un apporto sensibile al contenimento della flessione della produzione nazionale. Il valore dell'apporto estero tuttavia è ben più ampio di quanto lasci intendere il precedente rapporto poiché le divise estere introitate hanno usi ben più produttivi (almeno nella generalità dei casi) delle risorse domestiche che non possono venire trasformate in beni e servizi strategici.

Può certamente sembrare strano che nel periodo considerato una forte crisi produttiva si associ a crescenti trasferimenti netti dall'estero, tenendo conto che dall'inizio degli anni '90 le decisioni del sistema finanziario internazionale sono decentrate a livello dei singoli investitori e tendono ad una più elevata redditività. Bisogna, tuttavia, ricordare che nelle economie in transizione la flessione della produzione riguarda in modo massiccio alcuni settori ormai resi obsoleti dalle nuove tecnologie produttive, dallo spostamento qualitativo dei consumi, dal rispetto dei vincoli ambientali, ecc. per cui si richiedono sempre maggiori investimenti di rimpiazzo. In secondo luogo, la flessione della produzione mostra alla comunità finanziaria internazionale la volontà di abbandonare il vecchio modello di sviluppo e la capacità di sopportare i relativi costi (disoccupazione, migrazioni interne, riqualificazione delle forze di lavoro, ecc.). Infine alcuni tipi di capitale estero sono di tipo concessionale per cui non meraviglia certamente il loro aumento durante i periodi di crisi se questi sono il portato naturale delle "guidelines" macro e microeconomiche fissate dalle organizzazioni finanziarie internazionali.



6) Il rapporto fra trasferimenti netti ed esportazioni (TN/Exp.) è altrettanto significativo del precedente ma fortunatamente presenta minori difficoltà documentarie ed interpretative. Non si può non notare il vigoroso aumento del rapporto suddetto che da valori modesti (1,91) all'inizio del periodo (1990) si porta al 12,35% (1992) ed infine al 13,69% (1993) per cui, almeno nell'immediato, i flussi esteri di risorse si rivelano una fonte discretamente importante di finanziamento delle importazioni.

Bisogna tuttavia ricordare che esportazioni e trasferimenti netti, identici per quanto concerne l'offerta di divise estere, esercitano effetti diversi sul sistema economico. Infatti, di norma, i trasferimenti netti utilizzano risorse domestiche solo nel futuro a causa del servizio del debito estero mentre le esportazioni richiedono nell'immediato fattori produttivi che normalmente possono essere destinati ad altre utilizzazioni. Dall'altro lato, la produzione per l'esportazione esercita maggiori effetti energetici a livello di sistema stimolando comportamenti più innovativi e competitivi, spingendo alla scoperta di nuovi mercati e rendendo più efficienti le tecniche produttive. Tuttavia non ha senso contrapporre in modo rigido le due soluzioni esemplificate in modo lapidario dalle due formule: "Trade, not Aid" e "Aid, not Trade". Più che di una sostituzione fra le due forme di finanziamento delle importazioni, si può ben a ragione parlare di una loro complementarietà per cui si deve tendere ad un "optimum-mix" fra esportazioni di beni e servizi ed importazioni di capitali esteri.

7) Il confronto dei due precedenti indicatori riferiti alle economie in transizione e all'insieme dei paesi non industriali fornisce interessanti indicazioni.

Nei PVS il rapporto TN/GNP (0,58% nel 1990) aumenta costantemente sino alla punta massima di quasi il 3% nel 1993 per poi denunciare un lieve decremento: negli anni finali del periodo non si notano quindi grandi differenze rispetto alle economie in transizione. Il rapporto TN/Exp. passa da 2,73% nel 1990 a circa il 12% negli anni finali del periodo che deve ritenersi nel complesso soddisfacente, in linea con quanto succede nelle economie in transizione. I PVS denunciano invece una dinamica assai più positiva alla fine degli anni '80 (1987 e 1988) poiché i

---

due indicatori registrano segno negativo ma tutto sommato assai contenuto.

8) Si può proseguire il raffronto, soffermandosi su due aree geografiche (America Latina-Caraibi ed Asia dell'Est-Pacifico) che, seppure per contrastanti motivi, occupano un ruolo privilegiato nelle relazioni finanziarie internazionali: la prima per l'incapacità ad uscire in modo soddisfacente dai tentacoli del debito estero, la seconda per l'utilizzazione razionale a fini di sviluppo delle risorse estere.

Nell'America Latina il periodo terribile si concentra nel quadriennio 1987-90 quando i trasferimenti netti negativi ammontano a ben 60.000 milioni di dollari. Nel biennio peggiore, 1988-89, i trasferimenti netti assorbono ben 20.000 milioni di dollari, cioè il 2,5% del GNP ed il 15% delle esportazioni, senza considerare le ristrutturazioni del Club di Parigi e di Londra e l'accumulo di arretrati in conto capitale ed interesse.

La ripresa dei trasferimenti netti positivi è contemporanea rispetto alle economie in transizione anche se mostra più intense variazioni (fortemente in ascesa dal 1992 al 1993 ed in forte riduzione dal 1993 al 1994). Anche i rapporti TN/GNP e TN/Exp. sono più fortemente fluttuanti nell'America Latina rispetto alle economie in transizione, contribuendo non poco alla cronica instabilità del continente latino-americano.

L'Asia dell'Est-Pacifico non registra un deflusso netto di risorse nella seconda parte degli anni '80 (se si esclude il 1987) e dall'inizio degli anni '90 può contare su un afflusso assai più regolare rispetto all'America Latina ed alle economie in transizione. In termini percentuali, il rapporto TN/GNP è più del triplo (5,19%) negli anni finali (1994) rispetto al 1990 (1,43%). Il rapporto TN/Exp. è solo leggermente superiore nell'Asia dell'Est-Pacifico rispetto alle economie in transizione a causa dell'elevato grado di apertura della prima area geografica che ha indubbiamente imboccato un vero modello "export-led growth".

9) Si passi ora ad esaminare se quanto valido per l'intero raggruppamento si possa ripetere per le cinque economie in transizione di maggiori dimensioni in modo da analizzare con maggiori elementi di giudizio i fattori determinanti (livello di debito

estero, tasso di interesse, saggio di cambio, ecc.) dei trasferimenti netti.

Non si può non notare l'andamento fortemente instabile dei trasferimenti netti nella Federazione Russa, Ungheria e Bulgaria mentre dinamica assai più equilibrata si verifica nella Romania e nella Polonia. L'esempio più emblematico è rappresentato dall'Ungheria dove nel giro di pochi anni il rapporto TN/GNP passa da valori negativi (-4,09% nel 1990) a ben 10,87% nel 1993; ancora più accentuata è la dinamica del rapporto TN/Exp. che sale da -11,33% nel 1990 a 36,93% nel 1993.

Nell'analisi precedente, si sono dovute escludere alcune Repubbliche dell'ex-Unione Sovietica poiché solo nel 1992 si presentano sul mercato finanziario internazionale in modo autonomo rispetto all'URSS. Basti in questa sede ricordare, fra i paesi di maggiori dimensioni, l'Ucraina con 998 e 849 milioni di dollari di trasferimenti netti dall'estero rispettivamente nel 1992 e nel 1993 (nell'ultimo anno lo 0,01% del GNP e lo 0,05% delle esportazioni), l'Uzbekistan (51 e 528), la Bielorussia (320 e 427) ed il Kazakistan (135 e 443).

Rimane da accertare come gli investitori stranieri siano in grado di percepire la redditività delle risorse inviate e quindi il grado di solvibilità delle Repubbliche considerate. Non pochi dubbi poi sorgono per la facilità di accedere, almeno in presenza di favorevole congiuntura finanziaria internazionale, ai prestiti esteri o di cedere parti strategiche del patrimonio produttivo nazionale agli imprenditori (investitori) esteri. Per queste Repubbliche da poco indipendenti una vasta opera di "institutional building", di regolamentazione legislativa ed amministrativa, di formazione dei quadri direttivi, di documentazione statistica, ecc. deve ancora venire compiuta, anche con l'ausilio delle organizzazioni finanziarie internazionali, onde porre le basi per una più attenta valutazione delle risorse ottenibili ai più vari titoli dal mercato finanziario internazionale.

---

### 3. I flussi netti di risorse estere: aspetti disaggregati

L'analisi precedente dei trasferimenti netti deve essere integrata dall'esame dei flussi aggregati netti di risorse estere in medio-lungo periodo con un approccio assai più disaggregato del precedente (3.1).

Infatti, la più recente tendenza del mercato finanziario internazionale concernente i paesi non industriali si caratterizza non solo per la ripresa dell'afflusso di risorse estere ma anche (ed in alcuni casi soprattutto) per il cambiamento della natura dei capitali esteri (3.2). Se si confrontano le più recenti caratteristiche degli afflussi netti per l'insieme dei paesi non industriali e per le economie in transizione, si possono meglio giudicare i rapporti di complementarità e di sostituzione fra i due grandi gruppi di paesi nello scacchiere finanziario internazionale.

Sotto l'aspetto ricordato le caratteristiche salienti di questi ultimi anni si possono così sintetizzare:

a) la "official development finance" (ODF) verso i paesi non industriali tiene, tutto sommato, il passo in termini assoluti (3.3). Essa, ammontante a 43 miliardi di dollari nell'ultima parte degli anni '80, aumenta fortemente (60) nel 1990 e nel 1991 a causa della guerra del Golfo, per poi stabilizzarsi attorno a 55 miliardi di dollari. Certamente in senso percentuale, i flussi ufficiali registrano una vistosa riduzione (da circa il 50% nel 1987 al 23% nel 1994) ma questo fenomeno è dovuto solo alla crescita vertiginosa dei flussi privati.

Degno di nota è il fatto che all'interno della "official development finance" le tre principali componenti mantengano nel complesso una notevole stabilità nel primo quinquennio degli anni '90: circa 30 miliardi di dollari per gli aiuti ufficiali, 15 miliardi per i prestiti ufficiali a condizioni concessionali ed infine 10 miliardi per i prestiti ufficiali a condizioni di mercato. Non si verificano fortunatamente i diffusi timori di un ridimensionamento della "assistenza finanziaria allo sviluppo" nelle due principali componenti (aiuti e prestiti a condizioni concessionali, bilaterali e multilaterali) il cui obiettivo è di fornire risorse a titolo gratuito o ad un costo ben al di sotto di quello del mercato.

Infatti negli anni '80 erano sorte pessimistiche previsioni sul sistema degli aiuti a causa sia della crisi fiscale di molti paesi industriali sia della disaffezione di larga parte dell'opinione pubblica ("aid fatigue") anche a causa della scarsa efficienza ed equità delle risorse concesse a titolo gratuito (3.4). Allo stesso tempo si metteva pure in dubbio la capacità degli organismi bilaterali e multilaterali di mantenere il precedente livello di finanziamento a tassi concessionali a causa del mancato rimborso dei crediti concessi e del costo delle risorse sui mercati domestici ed internazionali.

Quanto successo nelle economie in transizione non rispecchia in pieno l'esperienza dei PVS in quanto nel periodo considerato inizia l'opera di sostegno alla transizione. La "finanza ufficiale per lo sviluppo" cresce notevolmente dal 1987 (2.963 milioni di dollari) al 1990 (5.645) ma il punto di svolta si ha nel 1991 allorché per un complesso di interessi strategici viene raddoppiata; negli anni seguenti si registra un leggero declino ma il recupero avviene dopo poco. La percentuale della "finanza ufficiale allo sviluppo" sui flussi aggregati di risorse a lungo termine si discosta notevolmente da quanto accade nei PVS: infatti aumenta grandemente nei primi anni (dal 33% nel 1987 al 47% nel 1990 ed infine al 73% nel 1991) per poi scendere circa al 30% nel 1992 e nel 1993, percentuale quindi leggermente superiore al dato dei PVS (3.5).

Bisogna ricordare, oltre alle due sopraricordate categorie di assistenza (aiuti finanziari e prestiti a tasso concessionale), anche la cooperazione tecnica che, partita da valori molto bassi (170 nel 1987), recupera fortemente e raggiunge nei due ultimi anni (1992 e 1993) circa il 20% dei flussi totali di risorse verso i paesi ex-socialisti. Tale dinamica deve essere tenuta in seria considerazione poiché, per fattori che non è il caso di ricordare, larga parte dell'aiuto alle economie in transizione deve venire fornito sotto forma di assistenza tecnica per valorizzare le risorse umane e fisiche già esistenti, adattandole alle necessità dei processi di trasformazione;

b) già si è accennato in modo implicito al crescente ruolo dei flussi privati di risorse ai paesi non industriali per cui vale la pena tentare ora un più articolato giudizio (3.6).

---

Questo aspetto sembra il più rilevante anche perché lo spostamento delle fonti da ufficiali a private determina effetti sensibili sui soggetti prenditori dei fondi. A differenza degli anni '70 i beneficiari dei flussi esteri di risorse non si concentrano più solo nelle Amministrazioni Pubbliche (centrali e periferiche) e nelle imprese pubbliche e semipubbliche (parastato), essendo ora favorito il settore privato nelle sue infinite ramificazioni (3.7).

La maggiore enfasi concessa agli imprenditori (e soprattutto agli imprenditori privati) viene considerata da molte fonti in modo positivo in quanto garanzia di più oculati investimenti, di migliore selezione dei progetti produttivi e di rafforzamento delle forze del mercato (3.8).

Se questa conclusione può venire accettata, non bisogna dimenticare che la situazione è profondamente diversa nei diversi gruppi di paesi non industriali. Sicuramente favoriti da questa nuova tendenza sono i paesi a più rapida crescita industriale, con notevoli prospettive di profitto immediato, largamente aperti verso i mercati di esportazione e con una politica economica di pronunciata "deregulation". In alcuni di questi paesi, avviene la delocalizzazione di importanti comparti della attività produttiva dai paesi industriali, favorita non solo dai minori costi ma anche da generose facilitazioni accordate dai pubblici poteri.

Assai meno fortunati sono i paesi più deboli con scarse prospettive di profittabilità immediata anche per il cronico deterioramento dei prezzi delle tradizionali esportazioni. In queste economie poi il debito estero condiziona profondamente le scelte di politica economica ed i programmi di aggiustamento strutturale richiesti dal FMI-BM, per quanto utili nel lungo andare, determinano una stagnazione (o solo un lievissimo incremento) della produzione totale. Aggiungasi infine che, per fattori strutturali, il passaggio al decentramento delle decisioni incontra grandi ostacoli: si pensi solo alle stentate esperienze di privatizzazione delle imprese pubbliche e di sburocratizzazione di grandi complessi statali. Alle stesse conclusioni si giunge per il tessuto bancario che per larghissima parte è ancora di proprietà (controllo) pubblica(o) per cui debole è la sua forza di attrazione dei capitali privati esteri.

Sul piano documentario, si può notare che nel periodo considerato i flussi privati di risorse estere per l'insieme dei PVS dal 43,6% nel 1990 passano al 74,7% nel 1993 ed infine al 70,0% nel 1994. Tale tendenza è largamente seguita nell'America Latina-Caraibi e nell'Asia dell'Est-Pacifico ove alla fine del periodo i flussi privati raggiungono quasi il 90%, pur partendo nel 1987 da posizioni diverse (50% nell'America Latina e circa 20% nell'Asia dell'Est). Nell'Africa Sub-Sahariana avviene invece il fenomeno opposto poiché i flussi netti privati si riducono ed in alcuni anni (nel 1990 e nel 1993) divengono addirittura negativi per il rimborso dei prestiti ufficiali. La situazione delle economie in transizione è caratterizzata da una dinamica assai fluttuante del rapporto capitali privati/flussi totali di risorse determinata soprattutto dalla attivazione di flussi importanti di capitali ufficiali: il rapporto ricordato passa dal 67% nel 1987 al 53% nel 1990 per poi discendere al 27% nel 1991 e stabilizzarsi (forse) attorno al 65-70% alla fine del periodo;

c) nella categoria dei capitali privati è interessante notare la quota relativa delle due principali componenti: i flussi esteri creanti debito (rappresentati sostanzialmente dai prestiti bancari e dall'emissione di obbligazioni internazionali) ed i flussi non creanti debito (soprattutto investimenti diretti esteri ed investimenti azionari di portafoglio) (3.9).

Lo spostamento fra le due grandi categorie sopra delineate riflette da un lato gli obiettivi ed i vincoli dei soggetti concedenti e dall'altro lato la situazione macroeconomica domestica ed internazionale. Così, ad esempio, giocano un grande ruolo la "creditworthiness", l'esposizione totale, la regolamentazione, le operazioni di conversione del debito estero, ecc. del paese beneficiario così come le modificazioni del quadro finanziario internazionale, la dinamica degli investimenti nei paesi industriali, i comportamenti delle organizzazioni internazionali, ecc.

La dinamica ricordata è vista in modo positivo poiché permette una più equa suddivisione del rischio, favorisce una migliore selezione e controllo dei progetti, facilita l'apporto di expertise tecniche e manageriali, ecc. Questa convinzione è tanto più assodata quanto più le imprese da pubbliche divengono pri-

---

vate oppure, pur rimanendo nell'ambito pubblico, debbono navigare secondo le forze del mercato (3.10). Le risorse estere debbono quindi finanziare investimenti la cui produzione fluisce sul mercato domestico ed estero, con consumatori sempre più esigenti, con una forte competizione internazionale, alle prese con un progresso tecnico sempre più vigoroso, ecc. per cui la capacità ad innovare è la variabile strategica (3.11).

Anche la moderna teoria della "corporate finance" avalla l'importanza strategica dei capitali non creati debito nello stimolare la propensione all'investimento a differenza di quanto si sosteneva qualche tempo prima sulla base di un ben noto modello (il cosiddetto MM1) (3.12). Sul piano più squisitamente macroeconomico, la preferenza dei flussi non creati debito viene giustificata dalla riduzione del cosiddetto "debt-overhang" che spinge gli imprenditori ed i pubblici poteri verso comportamenti sub-ottimali per quanto riguarda gli investimenti e la politica economica in previsione di difficoltà del regolare servizio del debito estero (3.13).

Nell'ambito dei paesi non industriali, se ci si limita agli anni '90 non si notano sensibili variazioni fra le due componenti poiché la quota dei flussi creati debito sui "net long-term private flows" dal 32,9% nel 1990 passa a 28,7% nel 1993 ed al 32,0% nel 1994 (3.14). Tuttavia se i confronti vengono effettuati rispetto all'inizio degli anni '80 la tendenza alla flessione dei flussi creati debito è assai pronunciata: nel 1980, a seguito degli effetti del primo shock petrolifero, il rapporto ricordato ammonta al 90,4% (era 60,2% nel 1970) per poi discendere costantemente attorno al 30-35%. Con differenze non significative, la stessa tendenza vale pure per le principali aree geografiche.

Quanto registrato per l'insieme dei PVS non vale del tutto per le economie in transizione nonostante la sempre maggiore uniformizzazione delle condizioni dei paesi prenditori di risorse estere. Il rapporto fra flussi creati debito sui flussi totali è normalmente più elevato rispetto ai PVS anche se mostra forti variazioni di anno in anno: la causa deve essere soprattutto ricercata nella instabilità dei flussi creati debito (e soprattutto dei crediti bancari) mentre i flussi non creati debito (e soprattutto gli in-



vestimenti diretti esteri) mostrano una dinamica tutto sommato assai regolare ed in ascesa;

d) all'interno dei flussi di risorse estere creanti debito dinamica profondamente differente si registra per le due principali componenti: obbligazioni internazionali e crediti delle banche commerciali (e di altre fonti di minore importanza).

Nei PVS la tendenza si sviluppa in modo assai visibile negli anni '90 allorché le obbligazioni internazionali passano da valori modesti (3,4 miliardi di dollari) ad ammontari assai rilevanti (42,1 nel 1993) con un tasso di crescita eccezionale. In termini percentuali le obbligazioni dal 29,4% passano al 92,1% dei flussi (privati) creanti debito poiché i crediti bancari diventano negativi (la quota capitale del rimborso supera i nuovi prestiti) mentre solo modesti ammontari di credito provengono dai fornitori e da altre poste minori (3.15).

Nelle economie in transizione la crescita delle obbligazioni internazionali è assai costante e da 1.124 milioni di dollari nel 1987 si sale a 8.815 nel 1993 ma il rapporto con l'insieme dei flussi non creanti debito ha scarso significato a causa della forte instabilità dei crediti bancari.

Ancora una volta quanto successo viene salutato con favore in quanto i mercati finanziari posseggono maggiori capacità di valutazione dei prestiti in base a criteri omogenei per cui appaiono chiaramente, nel limite delle conoscenze acquisite, i vantaggi ed i rischi degli investimenti in paesi alternativi (3.16). Essi offrono prodotti finanziari meglio adatti alle preferenze dei risparmiatori poiché, ad esempio, i titoli rappresentativi possono venire negoziati con sufficiente facilità e quindi le posizioni smobilizzate con costi accettabili almeno in condizioni normali di contrattazione. Degno di nota anche il fatto che il mercato internazionale dei capitali è divenuto assai più efficiente, agenzie specializzate danno informazioni sulla affidabilità delle varie emissioni, regolamentazioni inutilmente restrittive sono scomparse de jure o de facto, l'introduzione di clausole più varie soddisfa meglio i bisogni delle imprese, ecc. (3.17). Il "rating" delle obbligazioni internazionali da parte di agenzie specializzate spinge poi le imprese potenzialmente beneficiarie a comportarsi correttamente nella gestione

---

dei fondi, ad offrire informazioni attendibili e regolari ed a sottostare a metodi contabili standardizzati (3.18).

Di fronte a questi vantaggi dei mercati finanziari internazionali si mettono sempre più in luce le difficoltà per le banche commerciali di operare nel medio-lungo termine con beneficiari posti in aree geografiche poco conosciute, con risorse non necessariamente dirette all'investimento e comunque con risultati per larga parte dipendenti da fattori macroeconomici di tipo largamente esogeno (3.19). Fenomeni di "over" o di "under-lending" non sono affatto infrequenti e derivano da un insieme di fattori fra cui vale la pena ricordare la presenza di informazioni asimmetriche, cattiva conoscenza delle variabili strategiche, ignoranza dei prestiti accordati da altre fonti, obiettivi dei manager bancari lontani dalla massimizzazione dei profitti, tendenza a privilegiare variabili di breve periodo, diffondersi di comportamenti di imitazione ("flock effects" o "band-wagon effects"), ecc. (3.20).

Se a questi aspetti strutturali del credito bancario si aggiunge quanto successo nella seconda metà degli anni '70 a livello mondiale, non meravigliano affatto gli errori compiuti nella erogazione del credito bancario (3.21). Lo spostamento del reddito verso paesi con elevata propensione al risparmio ed all'investimento liquido, connesso alla stentata domanda di prestiti dei paesi industriali, spiega facilmente l'incanalamento delle abbondanti risorse finanziarie delle banche commerciali verso i PVS anche in assenza di quelle condizioni ritenute tradizionalmente necessarie per la concessione di crediti a medio-termine;

e) è interessante all'interno dei flussi privati netti di risorse non creati debito presentare dapprima la dinamica e poi valutare l'efficacia relativa delle due principali componenti: gli investimenti diretti esteri e gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio.

A livello documentario, le due principali categorie di flussi non creati debito registrano nei PVS negli anni considerati una dinamica in parte diversa pur essendo accomunati da un processo di forte crescita. Infatti, gli investimenti di portafoglio denunciano il maggiore tasso di crescita negli anni '90 da 3,5 nel 1989 a 47 miliardi di dollari nel 1993 (con una discreta riduzione a 39,5 nel 1994) attraverso l'emissione di azioni internazionali e l'acquisto

dei titoli azionari nei mercati borsistici locali da parte di investitori esteri (3.22). A loro volta, anche se con un minore tasso di crescita (tuttavia ammontante a ben 149,4%), gli investimenti diretti esteri in direzione dei PVS costantemente aumentano dalla metà degli anni '80 e da 26,7 miliardi di dollari nel 1990 passano a 66,6 nel 1993 ed infine a 77,9 nel 1994 (3.23). Nei PVS essi raggiungono il 40% dei flussi netti privati e costituiscono una quota non trascurabile (37%) degli investimenti diretti esteri mondiali (3.24).

Nelle economie in transizione la documentazione statistica permette di mettere in luce il debole ammontare degli investimenti (azionari) esteri di portafoglio che assumono proporzione insignificante rispetto ai flussi non creati debito (0,16% nell'ultimo anno) mentre nei PVS tale quota raggiunge addirittura il 33%. Mentre gli investimenti diretti esteri sono presenti in quasi tutte le economie in transizione, solo una esigua minoranza di esse può contare su un flusso di investimenti esteri di portafoglio. È un dato di fatto che nella lista degli "emerging stock markets" presentati dalle più varie istituzioni finanziarie non appare ancora nessuna economia in transizione (3.25). Tutt'altra conclusione per quanto riguarda gli investimenti diretti esteri che negli ultimi 10 anni mostrano una dinamica continuamente crescente: da 702 miliardi nel 1987 a 1.372 nel 1990 per raggiungere ben 7.644 miliardi nel 1993 (3.26);

f) nelle economie in transizione rilevanza strategica è sempre riservata agli investimenti diretti esteri in quanto permettono di elevare la produttività degli impianti esistenti, ridurre il grado di inquinamento, sfruttare più convenientemente le risorse naturali locali, valorizzare il capitale umano esistente, ecc. Identica se non maggiore importanza viene riservata agli investimenti diretti esteri per quanto concerne la creazione di nuovi settori produttivi negletti nelle precedenti esperienze per errate priorità, per difficoltà tecnologiche, per carenza di domanda solvibile sui mercati domestici ed esteri, ecc. Tali capitali sono infine opportuni poiché, al di là dell'apporto di divise estere, permettono una suddivisione del rischio, apportano capacità manageriali e tecniche, individuano nuovi mercati esteri, ecc. Sotto questo aspetto particolare im-

---

portanza rivestono le joint-ventures (anche a livello delle imprese di media dimensione) che permettono di valorizzare le capacità imprenditoriali latenti nelle economie in transizione e di prospettare un processo di sviluppo assai più diffuso e sostenibile, all'estremo opposto cioè di una economia centralmente pianificata (3.27).

Il favore è in molti paesi incentivato dal fatto che gli investimenti diretti esteri si indirizzano totalmente al settore privato e si dimostrano la parte meno volatile dei capitali privati essendo determinati da fattori strutturali (politiche di liberalizzazione commerciale, conversione del debito estero, conclusione dell'Uruguay Round, ecc.) (3.28). Ovviamente tali fattori sono incentivati dalla predisposizione di codici domestici regolanti gli aspetti fiscali, l'esportazione di profitti, le cause di espropriazione, la misura dell'eventuale indennizzo, ecc. (3.29). Anche le garanzie offerte dalle istituzioni internazionali e dai paesi industriali si sono rivelate assai utili poiché ad un costo ragionevole coprono rischi che nessuna assicurazione accetterebbe.

Tuttavia forse l'aspetto centrale consiste nel collegamento fra investimenti diretti esteri ed accumulazione di capitale che, come si è visto, costituisce il nodo centrale del processo di transizione (3.30).

Orbene, se si escludono casi limitati (acquisizione di partecipazioni in imprese già esistenti), gli investimenti diretti esteri aumentano corrispondentemente l'accumulazione domestica di capitale spesso in settori strategici. Ma sotto certi aspetti, ancora più importanti sono gli effetti indiretti (esterni) degli investimenti diretti esteri sul tasso di investimento nazionale. Infatti, se effettuati in settori strategici, essi eliminano numerose strozzature nel tessuto produttivo stimolando la produttività del capitale e quindi gli investimenti delle restanti imprese nazionali. Aggiungasi poi che l'apporto di innovazioni tecniche e manageriali può facilmente estendersi ad altre imprese sia per i normali comportamenti di imitazione sia per lo stimolo della concorrenza verso standard qualitativi più elevati (3.31). Qualora, come poi succede spesso, gli investimenti diretti esteri si localizzino nei settori di esportazione, si accrescono le divise estere, ben al di là di quelle ottenute per il finanziamento dei progetti per cui la più importante strozzatura in molti PVS viene ridotta (3.32).

Per desiderio di completezza, non si può tuttavia escludere il fenomeno contrario allorché gli investimenti diretti esteri sostituiscono gli investimenti domestici ("crowding-out effect") per cui gli effetti sull'accumulazione di capitale sono dubbi. Questo può succedere non per una maggiore produttività e migliore know-how degli imprenditori esteri, ma più semplicemente a causa di più ampie disponibilità finanziarie, comportamenti di tipo collusivo, piani di sviluppo nell'ambito di società multinazionali, ecc. Si pensa tuttavia che tale possibilità possa venire annullata o minimizzata da un codice degli investimenti diretti esteri che indirizzi consapevolmente le risorse estere nei settori ed attività più consone al processo di transizione. Non si deve trattare solo di una precettistica dogmatica che ripiomberebbe il sistema nell'accentramento decisionale, bensì di un sistema di freni ed incentivi che sappia convogliare l'autonomia degli imprenditori esteri verso le priorità richieste dai processi di transizione;

g) le conclusioni sono invece assai più deludenti per quanto riguarda la desiderabilità degli investimenti di portafoglio provenienti dall'estero. Nelle economie in transizione è in corso un acceso dibattito non già sulla necessità di mercati di borsa bensì sulla opportunità di aprirli agli investitori stranieri nelle fasi iniziali.

Per ben comprendere le difficoltà bisogna innanzitutto ricordare che soprattutto nelle economie in transizione i mercati azionari rendono più difficile l'equilibrio macroeconomico.

In termini generali si può dire che il controllo monetario diventa assai precario poiché la necessità di intervenire con strumenti monetari per evitare crolli o boom borsistici può scontrarsi con le legittime esigenze della economia reale. Anche la gestione del debito pubblico domestico si complica per la forte interdipendenza fra i mercati monetari ed azionari per cui durante i boom di borsa, anche accettabili deficit di bilancio non riescono ad essere finanziati a condizioni ragionevoli. In presenza di cambi flessibili, la forte mobilità dei capitali speculativi spinge a marcate fluttuazioni del tasso di cambio che richiedono alla Banca Centrale un consistente ammontare ed una gestione accurata delle divise estere.

A livello macroeconomico i mercati mobiliari costituiscono una potenziale fonte di rischio sistemico che coinvolge anche le

---

banche. Il ribasso dei corsi azionari conduce ad un processo a spirale di svalutazione dei titoli costituiti in garanzia, ad un aumento dei crediti bancari in sofferenza ed ad un inasprimento delle condizioni del credito, il tutto aggravato da un generale indebolimento del clima di fiducia. Si ricorda che spesso le banche e le altre istituzioni finanziarie possiedono azioni per conto proprio e dipendono dalle emissioni azionarie per rafforzare la posizione di bilancio (3.33).

Sul piano dei comportamenti degli agenti economici la fragilità dei mercati borsistici nei PVS può attirare capitali domestici che vengono deviati da utilizzazioni più vantaggiose. Si crea una mentalità speculativa che fa privilegiare gli investimenti a breve (per larga parte ma non esclusivamente finanziari) rispetto a quelli a lungo andare (per larga parte reali).

Il punto centrale tuttavia consiste ancora una volta nel rapporto fra investimenti (azionari) esteri di portafoglio ed investimenti produttivi, che dipende per larga parte dagli obiettivi e dalle modalità con le quali le prime operazioni vengono effettuate.

Nella più semplice modalità, gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio si configurano come un acquisto da parte di investitori esteri di azioni di nuova emissione di imprese sia sul mercato domestico sia sulle principali piazze finanziarie mondiali. Si apporta quindi denaro fresco alle imprese che viene utilizzato per approfondire ed allargare la struttura della produzione. Le operazioni ricordate permettono quindi di ristabilire un più corretto rapporto capitale proprio/debiti a livello di impresa, meglio suddividendo i rischi e facilitando l'eventuale finanziamento esterno tramite il sistema bancario e/o il mercato dei capitali (obbligazioni) (3.34).

Per quanto la modalità ricordata sia interessante, nei paesi esaminati ben poche imprese sono quotate nelle borse locali e possono ricorrere all'emissione di azioni nei momenti di più acuta necessità di risorse finanziarie (3.35). Ancora più ristretto è il numero di imprese che possono emettere azioni sui mercati internazionali per le dimensioni ridotte, i costi di emissione, le regolamentazioni dei paesi industriali, le informazioni richieste, ecc. (3.36).

La seconda modalità prevede che gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio siano diretti all'acquisizione delle azioni esistenti che, per vari motivi, sono preferite, perlomeno dagli investitori istituzionali, all'acquisizione di nuove emissioni (3.37).

È ovvio che in questo caso non si apporta alle imprese denaro fresco in modo diretto anche se non mancano effetti indiretti sul finanziamento degli investimenti per almeno tre canali.

In primo luogo la crescente domanda di titoli azionari spinge all'aumento i corsi di borsa con riduzione dei rendimenti prospettici per cui, in ultima analisi, la futura emissione di azioni è facilitata (3.38). In secondo luogo le banche commerciali possono ricavare dall'andamento borsistico segnali positivi per quanto concerne le prospettive delle imprese per cui viene elevato il massimale di razionamento del credito (3.39). In terzo luogo, gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio richiedono una corrispondente cessione da parte dei residenti nazionali di titoli azionari, con conseguente aumento presso il pubblico di scorte liquide. Se i fondi in contropartita non si disperdono in maggiori consumi, investimenti immobiliari, tesorerizzazione o fughe di capitali all'estero verranno investiti in varie modalità nel mercato monetario e finanziario con positivi effetti sul finanziamento delle imprese.

Tuttavia, assai spesso, gli investimenti azionari possono venire compiuti anche per brevi periodi a scopi puramente speculativi (3.40). Gli investimenti azionari danno luogo non solo ad un tasso annuale di profitto ma soprattutto alla formazione di plusvalenze che dimostrano grandi variazioni fra i diversi titoli azionari. A questo proposito bisogna ricordare che nei PVS i prezzi delle azioni sono molto volatili a causa della ristrettezza del mercato, si rivelano molto sensibili alla quotazione di nuove imprese, presentano bolle speculative non giustificate dalla dinamica dei "fundamentals", ecc. (3.41).

Per le difficoltà ricordate, quindi, non bisogna meravigliarsi se, nell'attuale situazione delle economie in transizione, gli investimenti esteri di portafoglio rimangono ancora una fonte minore di risorse estere. È inutile tuttavia affermare che in una ottica di lungo periodo, ampi sforzi devono venire compiuti per allargare

---

e diversificare i mercati borsistici. Potenzialmente un aiuto in tale direzione può venire da due fenomeni che frequentemente si accompagnano ai processi di transizione: la privatizzazione delle imprese da un lato e le operazioni di conversione del debito estero dall'altro lato.

Nel primo caso la privatizzazione delle imprese dà luogo all'emissione di quote azionarie, di norma aperte pure alla sottoscrizione di investitori esteri, anche se spesso limitate ad una quota di minoranza del capitale sociale. Nel mercato borsistico vengono ammesse al listino nuove imprese ed immesse nuove azioni i cui ricavati fluiscono agli enti (pubblici) precedentemente titolari delle attività dismesse.

Nel secondo caso gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio avvengono tramite le operazioni di conversione del debito estero dei PVS: si tratta di scambi del debito estero con titoli azionari (partecipazioni di minoranza) conosciuti come "debt-equity swaps". Le banche creditrici (o gli investitori ai quali le banche hanno ceduto i loro crediti esteri) convertono le loro attività finanziarie presso gli enti emittenti o abilitati (Banche Centrali) ricevendone in cambio moneta locale con la quale acquistano azioni sui mercati di borsa.

Rimane tuttavia da accertare il rendimento, e non solamente finanziario, delle due transazioni ricordate e se esse esercitano veramente gli effetti reali di cui frequentemente si parla. Si ha l'impressione che nella situazione attuale, al di fuori di episodi limitati, l'importanza delle due operazioni ricordate sia tutto sommato assai debole ed i benefici potenzialmente ritraibili, soffocati da ben più realistiche considerazioni relative alla proprietà ed alla gestione del patrimonio produttivo nazionale.

#### 4. *Il debito estero: livello e dinamica*

Come si è avuto già modo di notare, le risorse estere influenzano il processo di transizione delle economie ex-socialiste sia negli aspetti di flusso (sinora analizzati) sia nell'ottica di stock che si vuole ora esaminare (4.1). Infatti la presenza di uno stock



elevato di debito estero o di capitali esteri accordati in anni precedenti a titolo oneroso nelle più diverse forme tecniche esercita effetti negativi sul processo di transizione e comunque aumenta l'incertezza sulla futura situazione macroeconomica.

È ovvio, in primo luogo, che un elevato stock di risorse estere ottenute a titolo oneroso nel passato causa deflussi di fondi per quanto riguarda sia la restituzione del capitale sia la sua remunerazione (4.2). Ovviamente tali deflussi avverranno in alcuni casi a scadenza prefissata all'inizio del contratto (a meno di successive ricontrattazioni) ed alle condizioni pattuite. In altri casi il deflusso non è invece conosciuto a priori ma dipende dagli obiettivi dei finanziatori, dalle condizioni oggettive del mercato e dalla politica economica del paese beneficiario (4.3).

L'analisi seguente si interesserà solo di stock del debito estero che in molti paesi è così elevato da, almeno in parte, neutralizzare ancora per lunghi anni l'afflusso di nuovi capitali. Naturalmente da questa pessimistica previsione sui flussi finanziari netti con l'estero non si può passare ad un giudizio negativo sul passato afflusso di risorse estere. La presenza di un flusso netto positivo non è condizione né necessaria né sufficiente per assicurare l'efficacia dei capitali esteri sui processi di sviluppo come alcune teorie possono far supporre (4.4). Indipendentemente dal flusso netto, positivo o negativo, dei fondi esteri il loro effetto finale dipende per larga parte dall'utilizzazione produttiva delle risorse estere che nel corso del tempo permette un aumento del reddito, delle esportazioni, delle entrate fiscali, ecc. da utilizzare per il servizio del debito estero.

Nel corso del lavoro si è considerato solo lo stock di debito estero poiché la consistenza di altri tipi di risorse estere è difficilmente documentabile e quantitativamente assai modesta. Anche per il debito estero ci si deve limitare a quanto successo negli ultimi anni per analizzare se le prospettive del suo rimborso si fanno più ottimistiche o se esse peseranno ancora sulla via della riconversione produttiva.

La Tabella 2 permette di trarre qualche conclusione di notevole importanza anche se altri aspetti più disaggregati debbono essere tenuti in considerazione (4.5).

Tabella 2 - *Debito estero (valori assoluti, milioni di dollari, ed in percentuale).*

Area geog.	1990	1991	1992	1993	1994
Economie in transizione					
EDT	218.907	240.219	254.045	274.689	n.d.
LDOD	159.519	176.947	174.514	190.928	n.d.
EDT/GNP	16,9	21,0	27,2	34,0	n.d.
EDT/Exp.	117,2	119,1	154,0	173,7	n.d.
Paesi in via di sviluppo					
EDT	1.539.289	1.626.737	1.695.757	1.811.777	1.944.595
LDOD	1.226.314	1.285.903	1.328.264	1.423.994	1.537.721
America Latina					
EDT	476.029	490.558	499.963	525.747	546.981
LDOD	379.642	384.815	391.746	414.708	437.115
Asia orientale-Pacifico					
EDT	268.417	301.610	331.199	367.717	415.213
LDOD	218.668	240.000	260.511	282.357	319.364
Bulgaria					
EDT	10.871	11.974	12.152	12.250	n.d.
Federazione Russa					
EDT	59.803	67.543	78.658	83.089	n.d.
Polonia					
EDT	49.366	53.603	48.695	45.306	n.d.
Romania					
EDT	1.173	2.152	3.533	4.456	n.d.
Ungheria					
EDT	21.277	22.624	21.975	24.771	n.d.

Fonte: Elaborazione su dati WORLD BANK, *World Debt Tables*, varie annate.

1) Nelle economie in transizione, il debito estero totale (EDT: External Debt Total) composto dal debito pubblico e privato, garantito e non garantito, a lunga scadenza (cioè superiore ad 1 anno) ed a breve termine è costantemente aumentato dall'inizio degli anni '90, raggiungendo nel 1993 ben 274.689 milioni di dollari. Dinamica leggermente diversa si presenta per quanto concerne il debito estero a medio-lungo termine (LDOD) che raggiunge alla fine del periodo 190.928 milioni di dollari. La differenza fra i due valori ricordati (83.761) identifica il debito a breve termine che raggiun-

ge il 30,5% dell'EDT, proporzione assai elevata che aggiunge tensioni per una razionale gestione del debito estero.

2) Un aspetto interessante è dato dal rapporto EDT/GNP anche se per una analisi più completa bisogna tenere conto, come si farà più avanti sub 6), della distribuzione del servizio del debito estero nei vari anni. Il rapporto ricordato aumenta fortemente negli anni '90 passando dal 16,9% nel 1990 a ben 34,0% nel 1993. A differenza dell'insieme dei paesi indebitati, nelle economie in transizione tale dinamica si deve sia all'aumento del debito estero totale sia alla brusca caduta della produzione industriale (nelle economie in transizione il GNP è decresciuto di ben il 21,5% dal 1990 al 1993).

Pure il rapporto EDT/Exp. cresce fortemente da 117,2% nel 1990 a 173,7% nel 1993 pur se in misura minore rispetto al precedente rapporto. La causa deve essere ricercata nella più contenuta flessione delle esportazioni rispetto al GNP per cui una parte più cospicua della produzione nazionale viene rivolta ai mercati esteri, ciò che contribuisce alla crescente sensibilità delle economie in transizione rispetto agli shock esterni. Rimane da identificare se nella situazione attuale delle economie in transizione sia più significativo il primo o il secondo rapporto già ricordati per quanto concerne la sostenibilità del debito estero.

3) La situazione debitoria delle economie in transizione può venire utilmente confrontata con quanto avviene con l'insieme dei PVS. In questi paesi il tasso di aumento del debito estero totale dal 1990 al 1993 è inferiore rispetto alle economie in transizione (17,7% rispetto a 25,5%) ed a stessa conclusione si giunge per il debito estero a lungo termine. Il debito estero totale delle economie in transizione ha quindi tendenza ad aumentare, anche se di poco, rispetto al debito mondiale (14,2% nel 1990 rispetto al 15,2% nel 1993). Si tratta comunque di una percentuale relativamente modesta che non dovrebbe porre grandi problemi per quanto riguarda azioni di sollievo anche se il debito estero è fortemente concentrato verso le banche europee (e tedesche in particolare) rispetto al totale mondiale (4.6).

Per effetto della dinamica ricordata si nota una notevole convergenza dei due indicatori macroeconomici (EDT/GNP e

---

EDT/Exp.) fra i PVS e le economie in transizione: infatti mentre i punti di partenza sono assai diversi e peggiori nei PVS nel corso di soli 4 anni si giunge ad una uniformità di posizioni (attorno al 40% per quanto riguarda il primo rapporto ed attorno a 170% per il secondo).

4) Il confronto precedente può essere ripetuto facendo riferimento ad aree geografiche più ristrette che a diverso titolo occupano una posizione rilevante sia per gli afflussi netti di capitale sia per il debito estero.

La prima area geografica è rappresentata dall'America Latina che per molti anni ha fatto temere il peggio a causa della forte posizione debitoria, della spiccata esposizione verso le banche commerciali e del livello intermedio di reddito che gli impedisce di godere delle facilitazioni di norma accordate ai paesi più poveri. Bisogna tuttavia ricordare che nonostante l'elevato debito estero, l'America Latina è una delle aree geografiche più favorite dal recente afflusso di capitali esteri per quanto riguarda una ampia categoria di risorse estere creanti e non creanti debito estero (4.7).

Nel sub-continente americano l'ammontare del debito estero è assai elevato in senso assoluto e, fra l'altro, tende ad aumentare negli ultimi 5 anni raggiungendo ben 525.747 milioni di dollari nel 1993. La quota dell'area geografica sub-americana sul totale dei PVS è assai elevata e si stabilizza nell'ultimo quinquennio (da 30,9% nel 1990 a 29,8% nel 1993). I rapporti EDT/GNP e EDT/Exp. sono alla fine del periodo assai superiori a quelli delle economie in transizione, ma ora le differenze si accorciano ed almeno per quanto riguarda il rapporto EDT/GNP il sorpasso dovrebbe avvenire fra poco.

Assai interessante è anche la posizione debitoria dell'Asia dell'Est-Pacifico che ha visto accrescere in modo sostanziale il suo debito estero senza tuttavia far sorgere dubbi circa una eventuale insolvibilità o perlomeno circa gravi difficoltà nel servizio del debito. L'interesse dell'area deriva dal fatto che alcuni paesi sanno convogliare i capitali esteri nelle più fruttuose utilizzazioni e soprattutto verso quei settori che maggiormente contribuiscono allo sforzo di esportazione (4.8).

Il debito estero della sub-regione asiatica aumenta in senso assoluto da 268.417 a 367.717 milioni di dollari e la quota relativa sul totale mondiale cresce debolmente da 17,3% a 20,3%. A causa del forte aumento del reddito nazionale (28,5%) e delle esportazioni (45,5%), gli indicatori del debito estero rispetto al GNP ed alle esportazioni non denotano significativi aumenti, anzi nel secondo caso si riducono: il rapporto EDT/GNP, infatti passa da 29,8% nel 1990 a 31,7% nel 1993 mentre il rapporto EDT/Exp. si riduce nel periodo considerato da 106,9% a 100,7%.

5) Soffermandosi ora sulle cinque economie in transizione più indebitate si può notare il differente peso del debito estero negli ultimi anni. Tale indagine verrà completata più avanti almeno per quanto riguarda i tre paesi (Bulgaria, Polonia e Federazione Russa) che nel biennio considerato siglano accordi di ristrutturazione concessionale del debito estero, ufficiale e commerciale.

Se si trascura l'esperienza della Romania che parte da un livello del debito estero assai basso, il più forte tasso di aumento del debito estero totale si registra nella Federazione Russa (38,9%), seguita dall'Ungheria (16,4%) ed infine dalla Bulgaria (12%). Fa eccezione la Polonia che invece denota una riduzione del debito estero totale.

Il rapporto EDT/GNP aumenta fortemente anche (ed in alcuni casi soprattutto) a causa della flessione del GNP. Si pensi solo alla Bulgaria ove il rapporto precedente passa da 57,0% a 124,9% dall'inizio alla fine del periodo mentre il GNP praticamente si dimezza, oppure alla Romania ove il debito estero dal 3,1% passa al 78,1% del GNP (a sua volta ridottosi del 35,9% dal 1990 al 1993).

Senza presunzione di completezza ma solo per mera curiosità, si possono confrontare i precedenti rapporti delle economie in transizione con quelli dei quattro paesi più fortemente indebitati verso l'estero: il Brasile con un debito estero totale di ben 132.749 milioni di dollari e con i due rapporti macroeconomici declinanti (24,0% e 301,8% alla fine del periodo), il Messico con 118.028 milioni di dollari di debito estero e con i due rapporti declinanti (35% e 180% alla fine del periodo), l'India con 91.781 milioni di dollari, con il primo rapporto crescente (da 28% a 37%) ed il

---

secondo decrescente (da 320% a 291%) ed infine l'Indonesia con 89.539 milioni di dollari e con due rapporti praticamente stabili (circa 65% e 220%).

6) La situazione diventa assai più diversificata e rappresentativa allorché si considerano i diversi gruppi di paesi secondo l'onere del debito estero calcolato in base al valore attuale del servizio del debito/GNP e del servizio del debito/esportazioni (4.9). Tali indicatori sono più rappresentativi di quelli precedentemente utilizzati nella presentazione della Banca Mondiale poiché si tiene conto della distribuzione del carico del debito estero nei diversi periodi della possibile sovrapposizione delle scadenze ("bunching of maturities") (4.10).

L'inserimento di un paese nelle diverse categorie si rivela importante poiché dà accesso alle diverse facilitazioni previste dalla comunità internazionale graduate secondo il peso dell'indebitamento estero ed il livello del reddito. Infatti si è ritenuto opportuno procedere non caso per caso o in forma indiscriminata per l'insieme dei paesi, bensì secondo differenti categorie di paesi indebitati, opportunamente scelti (4.11).

In base ai due indicatori ricordati, i paesi dell'Est europeo vengono classificati in tre gruppi:

- 1) paesi severamente indebitati in numero di due: Bulgaria e Polonia. Essi sono inclusi nei SIMIC (Severely Indebted Middle-Income Countries) essendo il reddito pro capite compreso fra 695 e 8.626 dollari (4.12);
- 2) paesi moderatamente indebitati in numero di tre: Albania, Federazione Russa ed Ungheria. Un solo paese (Albania) è nel gruppo dei MILIC (Moderately Indebted Low-Income Countries) mentre i restanti due (Federazione Russa ed Ungheria) si collocano fra i MIMIC (Moderately Indebted Middle-Income Countries) (4.13);
- 3) numerosi sono i paesi meno indebitati, paesi cioè che non si possono includere né nella prima né nella seconda categoria prima ricordate. Si tratta a priori di economie in transizione il cui servizio del debito estero né pone gravi problemi di liquidità né inceppa le riforme micro e macroeconomiche. Si ricordano: 1) le Repubbliche Baltiche: Lettonia, Lituania ed

Estonia, 2) l'ex-Cecoslovacchia: Cechia e Repubblica Slovacca, 3) la Romania, 4) alcune Repubbliche dell'ex-Jugoslavia: Croazia, Macedonia e Slovenia (la Bosnia-Erzegovina non è classificata), 5) alcuni Stati dell'ex-Unione Sovietica: Azerbaïjan, Bielorussia, Kazakistan, Kirgistan, Moldavia, Turkmenistan, Ucraina ed Uzbekistan.

### 5. *Alcune misure di sollievo del debito estero*

Come si è visto, non c'è sicuramente un diffuso e generale ottimismo circa la situazione attuale e futura del debito estero dei paesi in transizione per cui vale la pena esaminare i tentativi effettuati negli ultimi anni per alleviare il peso del debito estero (5.1).

Non sono mancati nei periodi precedenti i mutamenti politici, operazioni di ristrutturazione del debito estero dei paesi socialisti secondo gli obiettivi, le tecniche ed i risultati allora in vigore. Si trattava per larga parte di operazioni di ingegneria finanziaria con l'obiettivo non di ridurre in modo permanente il carico del debito estero bensì di sopperire a situazioni di temporanea difficoltà nei pagamenti internazionali. Infatti l'opinione dominante riteneva sicuramente solvibili i paesi socialisti potendo i pubblici poteri manovrare produzione e consumo in modo da reperire le divise estere convertibili per il pagamento del debito estero ("capacity to pay"). Inoltre i paesi ricordati avevano manifestato più volte la volontà di onorare con puntualità i loro impegni finanziari con l'estero anche per non intaccare in nessun modo la loro "credithworthiness" internazionale ("willingness to pay").

Solo intorno agli anni '90 iniziano operazioni di ristrutturazione-riscadenzamento del debito estero a condizioni non commerciali, concernenti il debito estero ufficiale e commerciale dei paesi in via di sviluppo e delle economie in transizione. Per quanto le tecniche non siano poi così diverse, le motivazioni addotte per le due serie di paesi non sono del tutto identiche a causa del differente livello di reddito, delle prospettive di rimborso e della possibilità di afflusso di nuove risorse estere (5.2).

Nei paesi ex-socialisti le operazioni di sollievo del debito ufficiale si propongono di aiutare il processo di trasformazione ver-

---

so l'economia di mercato sperando in un ritorno quantificabile nel cosiddetto "dividendo della pace", cioè un forte risparmio di spese militari conseguente alla riduzione della tensione fra i due blocchi. Nelle operazioni di condono del debito estero delle economie in transizione fanno inoltre capolino in modo più o meno esplicito anche motivazioni più spicciole riguardanti i paesi creditori, ad esempio per contenere i flussi migratori, per migliorare la situazione ambientale e per prevenire crisi sociali che mettano in pericolo le nascenti democrazie. Queste motivazioni appaiono chiaramente dall'utilizzazione di particolari tecniche di riduzione del debito estero come, ad esempio, i "debt for nature swaps" o i "debt for (social) development swaps" anche se la loro importanza è tutto sommato molto modesta. Essendo a livello intermedio di reddito, le economie in transizione non possono ottenere "tout court" l'insieme delle facilitazioni specificamente previste per i paesi più deboli in base a criteri spiccatamente umanitari, anche se qualche eccezione (vedi Polonia) viene consentita.

Discorso in parte diverso deve venire avanzato per quanto concerne le ristrutturazioni a condizioni concessionali dei crediti commerciali (in primo luogo delle banche creditrici). Le motivazioni ora si ricercano soprattutto nella riconosciuta incapacità di rimborsare i debiti e nella speranza di poter conservare potenziali clienti con prospettive incoraggianti di profitto. Bisogna a questo proposito rilevare l'importanza strategica delle economie in transizione soprattutto per i paesi dell'Unione Europea (ed in primo luogo della Germania) a causa della notevole complementarità delle produzioni, dei vantaggi della delocalizzazione geografica di interi settori a bassa intensità di capitale, della possibilità concreta di costituire joint-ventures (anche a livello di piccole e medie imprese), delle fitte interrelazioni del tessuto bancario e finanziario, ecc. Sembra invece assai più debole il motivo, spesso ripetuto per i PVS, secondo il quale la riduzione del debito estero accelera il tasso di crescita dei paesi beneficiari e quindi prospetta più ottimistiche possibilità di rimborso per il residuo debito in base al "debt-overhang argument" (5.3).

La necessità di misure coordinate di riduzione del carico del debito estero, più volte portata all'attenzione mondiale da parte



dei vertici dei G-7, è recentemente reiterata nel summit di Halifax (giugno 1995) (5.4). Nei due anni qui presi in considerazione non mancano interessanti operazioni concernenti i debiti ufficiali e commerciali in tre importanti economie in transizione: Bulgaria, Polonia e Federazione Russa. Per i restanti paesi mancano risultati degni di menzione sia per il limitato onere del servizio del debito estero sia per le lunghe e sommesse negoziazioni in corso.

1) Già si è ricordata la delicata situazione della Bulgaria il cui debito estero è in forte progressione in un contesto di difficoltà obiettive per il passaggio ad una economia di mercato.

Come la Polonia anche la Bulgaria ricorse fortemente ai prestiti esteri negli anni finali del regime socialista e già nel 1990 fu incapace di mantenere il pagamento degli interessi. Dopo lunghi negoziati vennero siglati due accordi di ristrutturazione del debito ufficiale rispettivamente nel 1991 e nel 1992 che tuttavia non risolsero se non temporaneamente la situazione debitoria (5.5).

Nel biennio considerato (1993-94) giungono invece a maturazione due importanti negoziati iniziati molto tempo prima riferiti rispettivamente ai debiti commerciali ed ufficiali. Nonostante i due accordi che si prendono qui in considerazione, la situazione debitoria esterna rimane preoccupante ed è necessaria a medio termine una politica economica di rigore per lanciare messaggi positivi ai creditori ed agli investitori esteri senza i quali la situazione potrebbe sfuggire di mano.

Sul fronte del debito ufficiale il 13 aprile 1994 la Bulgaria ottiene la ristrutturazione a condizioni-tipo di 200 milioni di dollari di prestiti esteri (5.6). Questo paese come la Russia non può usufruire delle condizioni ben più vantaggiose degli Enhanced Toronto Terms (ETT) e degli Houston Terms (HT) ma solo degli Standard Terms (ST) che prevedono di norma la ristrutturazione del capitale e degli interessi (qualche volta solo del capitale) a scadenza decennale, periodo di grazia di 5 anni e moratoria sugli interessi a tassi di mercato (5.7).

L'accordo del 1994 si applica ai debiti di lungo termine accordati al (garantiti dal) Governo bulgaro o alla Banca del commercio estero, la maggiore destinataria dei capitali esteri nel regime socialista. L'accordo consolida gli arretrati alla data del 31

---

marzo 1994 ed i debiti scadenti sino a 13 mesi dalla data dell'accordo. Il debito consolidato deve essere pagato in 9 anni e 5 mesi con 6 anni e 5 mesi di grazia (5.8).

L'operazione di gran lunga più interessante concerne tuttavia il debito commerciale, effettuata seguendo le linee del Piano Brady, per cui può a giusto titolo venire definita operazione di riduzione del debito estero e del suo servizio (DDSR). Dei 12 accordi firmati dall'inizio del Piano Brady (1989) solo due concernono economie in transizione (Polonia prima e Bulgaria dopo) ed entrambi sono il risultato di intensi negoziati fra il paese debitore e le banche creditrici con la presenza attiva delle istituzioni finanziarie internazionali per facilitare con diverse modalità la conclusione degli accordi (5.9).

Le negoziazioni fra Bulgaria e banche creditrici sono, more solito, assai laboriose e solo dopo 2 anni si giunge ad una conclusione positiva. Infatti già nel 1992 il Governo post-socialista inizia discussioni con le banche creditrici che pongono la base per un accordo secondo le linee del Piano Brady. Nel novembre 1993 la Bulgaria chiede alle banche commerciali un "deb-relief" dell'80% che viene respinto non solo per la sua entità ma anche per la difformità delle procedure convenzionali. Solo il 28 luglio 1994 la Bulgaria firma un accordo con più di 300 banche commerciali giungendo a contenere nel medio periodo il rapporto fra servizio del debito estero ed esportazioni a circa il 20-24%. Questo obiettivo è compatibile con un tasso di crescita del GDP di circa il 4% nel medio periodo e sembra accettato dalle forze politiche e sociali del paese che debbono tuttavia porre in essere rigorosi interventi di trasformazione (5.10).

L'accordo permette la ristrutturazione di 8.273 milioni di dollari di debiti bancari (di cui 1.858 per gli interessi dovuti) scadenzati lungo un arco di ben 30 anni. La riduzione concessa si aggira attorno al 46% in termini di valore attuale e, per quanto i confronti siano sempre ingannevoli, si colloca in una posizione intermedia fra l'accordo del Messico (45%) e della Polonia (49%) e comunque in una posizione notevolmente migliore rispetto ai restanti accordi con i PVS (39%). Il costo per unità di riduzione del debito e del servizio del debito estero (in termini tecnici, "the

buy-back equivalent price of the deal”) si fissa al 19% del valore nominale, molto più basso del prezzo sul mercato secondario del debito estero bulgaro (5.11).

Scendendo alle singole operazioni, la maggior parte della ristrutturazione del debito estero avviene con i cosiddetti “discount bonds” (3.730 milioni di dollari, cioè il 45,1% del totale). I “new bonds” presentano un valore pari al 50% di quello originario, scadenza trentennale, garanzia dei ZCB (“zero coupon bonds”) del Tesoro statunitense mentre non si prevede un periodo di grazia (“bullet”). Il tasso di interesse è pari a quello del mercato (LIBOR + 13/16) con una sofisticata clausola di recupero dei tassi di interesse. Se in un dato anno (primo anno) il GDP è uguale o maggiore del 25% rispetto al 1993 ed il GDP nell’anno seguente (secondo anno) è uguale o maggiore del primo anno, gli interessi dovuti sono aumentati dello 0,5% per ogni 1% di crescita del GDP fra il primo ed il secondo anno. Questi interessi addizionali vengono pagati nel terzo anno contestualmente al pagamento degli interessi “scheduled”. In base a stime della clausola di recupero, il valore attuale della riduzione degli interessi dell’accordo del 1994 è negativo (-154), in altre parole il previsto miglioramento della situazione economica del paese tende ad aggravare il carico degli interessi.

Il secondo tipo di operazioni concerne i “buy-backs” per 1.027 milioni di dollari (12,4% del totale) ad un prezzo di 25 3/16 cents per dollaro con un esborso finanziario di 257 milioni di dollari.

La terza operazione prevede l’emissione dei cosiddetti “front loaded interest reduction bonds” (FLIRBs) per 1.658 milioni di dollari (cioè il 20% del totale debito ristrutturato) con una scadenza di 18 anni ed 8 anni di grazia. Tali “bonds” offrono solo una riduzione temporanea del tasso di interesse per poi ritornare al tasso di mercato: il tasso di interesse varia infatti nei vari anni dal 2% (1° e 2° anno), al 2,25% (3° e 4° anno) e così via crescendo sino a raggiungere il LIBOR + 13/16 (dall’8° al 18° anno). Essi vengono offerti con “bonds” che permettono una riduzione permanente del tasso di interesse. In base agli accordi il valore attuale degli interessi viene ridotto di 465 milioni di dollari con un costo di 43 milioni di dollari.

---

Infine, l'ultima operazione concerne le obbligazioni sugli interessi arretrati ("interest arrears bonds") per ben 1.858 milioni di dollari (cioè il 22,5% del debito totale) con scadenza a 17 anni e 5 anni di grazia. Il valore della riduzione del debito estero è di 243 milioni di dollari corrispondenti alla variazione del saggio di interesse ed il pagamento immediato ("upfront cost of operation") sale a 64 milioni di dollari.

L'accordo richiede per le varie operazioni ricordate un finanziamento di 715 milioni di dollari di cui solo 405 milioni a carico della Bulgaria che ha potuto beneficiare di uno speciale prestito DDSR del FMI (101 milioni di dollari), della Banca Mondiale (125 milioni di dollari) e di altre fonti minori.

2) Il ruolo del debito estero nell'economia polacca è ben noto per cui basta solo accennarlo. All'inizio degli anni '80 inizia una forte domanda di capitali esteri da parte degli organismi di pianificazione, intesi a stimolare l'accumulazione di capitale e quindi a far uscire il paese dalle secche in cui stagnava. Per quanto le risorse estere vengano destinate agli investimenti, la loro produttività è oltremodo modesta a causa della difficile introduzione di nuovi metodi di gestione, della rigidità delle forze di lavoro, della scarsità degli approvvigionamenti, dell'incertezza dei mercati, ecc.

Per effetto dei prestiti contratti durante il regime socialista e dopo il processo di trasformazione politica, la Polonia si presenta all'inizio degli anni '90 con un forte debito estero, per di più assai sbilanciato verso le banche commerciali del mondo capitalistico. Negli anni del nuovo regime democratico, i due principali indicatori macroeconomici e l'accumulo di arretrati non fa che aumentare per un insieme di fattori spesso collegati alla crisi produttiva ed all'incertezza del quadro politico. Fortunatamente questa dinamica negativa viene bilanciata da una particolare attenzione e benevolenza della comunità finanziaria internazionale (della Germania riunificata in special modo) verso la Polonia sia per preoccupazioni strategiche sia per l'entità del debito estero.

Sotto questo aspetto basta limitarci a due operazioni di grande peso che, per così dire, sono uscite dalle "guidelines" accettate per i paesi indebitati dalla comunità internazionale, riguardanti la

ristrutturazione del debito ufficiale e dei debiti bancari verso l'estero.

L'accordo per la ristrutturazione del debito ufficiale della Polonia viene effettuato nel 1991 sulla base delle decisioni politiche dei G-7. Sulla base di questa volontà politica il Club di Parigi nel gennaio 1991 decide di ristrutturare il debito estero della Polonia (e dell'Egitto) a condizioni assai più generose delle normali, avvicinandosi a quanto stabilito per i paesi più deboli. Si tratta di un intervento del tutto eccezionale dovuto a rilevanti aspetti strategici che non potrà essere né rinnovato né esteso ad altri paesi.

Il Club di Parigi accorda alla Polonia (ed all'Egitto) una cancellazione sino al 50% dello stock del debito estero oppure una identica riduzione del valore attuale del servizio del debito. Come nei Toronto Terms si lascia al paese creditore la scelta fra un menù di opzioni riguardanti il debito estero e più precisamente: Opzione A, cancellazione parziale; opzione B, ristrutturazione al 100%; opzione C, riduzione del tasso di interesse e dilazione del pagamento degli interessi arretrati. In modo volontario i paesi debitori e creditori possono effettuare "swaps" con obbligazioni in moneta locale purché non eccedano il più alto dei due valori: 20 milioni di dollari o il 10% del debito non-ODA (Official Development Assistance) (5.12).

L'accordo viene tuttavia realizzato in due fasi: il 30% avviene immediatamente ed il restante 20% nell'aprile 1994 in presenza delle due richieste condizioni. Infatti il 1° aprile 1994 il Club di Parigi approva il completamento dell'accordo originario poiché, in primo luogo, il FMI dà una positiva valutazione dei programmi di stabilizzazione e di trasformazione in corso (dicembre 1993) e, secondariamente, le banche creditrici accordano una ristrutturazione del debito commerciale a condizioni comparabili a quelle del Club di Parigi (marzo 1994).

Sul piano del debito commerciale la Polonia inizia le negoziazioni con le banche creditrici alla metà del 1991, che languono sino agli inizi del 1994 per poi concludersi positivamente (accordo preliminare del 10 marzo 1994). La Polonia inizia negoziati con le banche commerciali seguendo le procedure del Piano Bra-

---

dy chiedendo un "debt-relief" del 50% ed ottenendo una controproposta del 33,3%.

Nell'accordo del 1994 il package relativo alla Polonia è il più innovativo ma anche il più controverso per la ristrutturazione di 14,3 miliardi di dollari cioè, in pratica, di tutto il debito esistente. Il menù consiste di 6 azioni, delle quali 4 a lungo termine e le restanti 2 a breve andare.

Tre categorie di debiti vengono ristrutturate: 1) il debito a lungo termine coperto dall'accordo di ristrutturazione del 1988 (circa 8,8 miliardi di dollari), 2) i debiti cadenti sotto l'accordo "revolving" di breve termine (RSTA) per 1,2 miliardi di dollari e 3) gli arretrati di interesse non altrimenti ristrutturati (4,3 miliardi di dollari). La prima categoria viene ristrutturata secondo un duplice menù, cioè acquisto del debito di lungo periodo al tasso di 41 cents per dollaro (2,1 miliardi di dollari) e riacquisto del debito RSTA (0,3 miliardi di dollari) a 38 cents per dollaro. Per il rimanente debito a lunga scadenza i creditori hanno la possibilità di scelta fra: 1) "discount bonds" con uno sconto del 45% per un totale di 5,3 miliardi di dollari, 2) "par reduced fixed interest bonds" per 0,9 miliardi di dollari e 3) "conversion bonds" congiunti a "new money bonds" corrispondenti al 35% dell'ammontare convertito (0,4 miliardi di dollari).

Le condizioni d'emissione dei differenti titoli sono assai varie e si possono così riassumere: per i "discount bonds" la scadenza è trentennale senza periodo di grazia, con garanzia del capitale e con un interesse pari al LIBOR + 13/16; per i "par bonds" la scadenza è trentennale, senza periodo di grazia, con garanzia del capitale ed un tasso di interesse variabile nei differenti anni: da 2,75% nel primo anno sino a raggiungere il 5% al 21° anno; i "conversion bonds" hanno scadenza di 25 anni con un periodo di grazia di 20 anni senza garanzia del capitale e con un tasso di interesse del 4,5% nel primo anno, che aumenta sino al 11,5% nell'11° anno; infine, i "new money bonds" hanno durata di 15 anni con 10 anni di grazia, capitale non garantito e tasso di interesse pari al LIBOR + 13/16 (5.13).

3) Non c'è dubbio tuttavia che nell'ambito delle economie in transizione tutti gli occhi sono puntati su quanto avviene nella

Federazione Russa sia per l'ammontare del debito estero, sia per la delicatezza strategica della situazione, sia per effetti di trascina-mento sulle altre Repubbliche dell'ex-Unione Sovietica.

L'Unione Sovietica si affaccia tardi sulla scena dei debitori internazionali in difficoltà nei pagamenti. Il paese infatti ha sempre dato in astratto ampie garanzie di solvibilità e solo dopo l'avvento del nuovo corso di Gorbaciov le prospettive, almeno nel breve, diventa-no infauste per la continua instabilità politica, il collasso della pro-duzione, la fuga dei capitali, l'incertezza della ripartizione del debito estero fra le varie Repubbliche indipendenti, ecc. (5.14).

Bisogna ricordare che per la Federazione Russa si fa luce un problema addizionale rispetto alle altre economie in transizione per quanto concerne gli aspetti negoziali (5.15). Infatti i creditori vogliono conoscere esattamente la ripartizione ufficiale del debito estero fra le varie Repubbliche indipendenti dopo la dissoluzione dell'Unione Sovietica. L'accordo fra le Repubbliche indipendenti permette di eliminare tale difficoltà e di incentrarsi su aspetti più sostanziali del condono che toccano gli interessi dei paesi ed enti creditori (5.16).

Per quanto riguarda il debito ufficiale si è giunti, il 2 aprile 1993, ad un accordo di ristrutturazione che segue il precedente siglato il 2 aprile 1993 che non dà i risultati voluti (5.17). Si prevede che la Federazione Russa possa ristrutturare circa 15 miliardi di dollari del debito estero dell'ex-Unione Sovietica. Sono compresi tutti gli arretrati fino alla fine del 1992 sui prestiti ufficiali o ufficialmente garantiti a medio e lungo termine, ottenuti prima del 1° gennaio 1991, ed i pagamenti su tali prestiti dovuti nel 1993. La scadenza è superiore a 10 anni e vengono accordati 5 anni di grazia. Altre obbligazioni concernenti i prestiti a breve termine ed i prestiti ottenuti nel 1991 sono ristrutturati con una scadenza superiore a 7 anni e con 2 anni di grazia. Come parte integrante dell'accordo con il Club di Parigi, la Federazione Russa sottoscrive una di-chiarazione che conferma la sua assunzione del debito totale dell'ex-Unione Sovietica rispetto ai creditori esteri ed il suo im-ppegno di onorare in toto il debito estero (5.18). Nel contempo (metà aprile 1993) viene convocato un meeting di emergenza dei ministri delle Finanze dei G-7 a Tokyo per concedere una indila-zionabile assistenza finanziaria alla Federazione Russa (5.19).

---

Infine, in previsione di tempi ancora difficili sul fronte dei pagamenti in divise convertibili, i creditori ufficiali si accordano per un nuovo incontro da effettuarsi nel 1994 con la Federazione Russa onde discutere un ulteriore "debt-relief": come condizione si richiede che venga firmato entro il 1993 un accordo equivalente di condono con le banche commerciali e che il FMI conceda una linea di credito nelle "tranche" superiori (5.20).

Il più recente accordo per la ristrutturazione del debito ufficiale della Russia viene raggiunto il 4 giugno 1994 per ben 7.100 milioni di dollari a condizioni standard che prevedono scadenza a 15 anni e 2 mesi con 2 anni e 9 mesi di grazia per tutti i debiti scadenti nel 1994 (5.21).

Sul fronte del debito commerciale il punto di partenza è il 4 dicembre 1991 quando la VEB annuncia che avrebbe sospeso a partire dal giorno successivo il pagamento della quota capitale del debito contratto dall'Unione Sovietica con le banche commerciali anteriormente al 1° gennaio 1991 (5.22).

L'accordo con i creditori viene raggiunto assai presto (17 dicembre 1991), facilitato anche dall'alta percentuale dei crediti concessi all'Unione Sovietica coperta da garanzie governative (con l'esclusione della Francia) (5.23). Dopo numerosi accordi ("deferment") che tuttavia non risolvono per nulla la situazione si giunge, nel luglio 1993, ad un accordo di massima concernente il regolamento del cospicuo accumulo di arretrati della quota interessi (5.24).

Si tratta della ristrutturazione dello stock del debito estero commerciale dell'ex-URSS esistente prima del 1° gennaio 1991 (24 miliardi di dollari). Tale debito deve venire rimborsato entro 15 anni con un periodo quinquennale di grazia. A questo si aggiungono 500 milioni di dollari di interessi scadenti nel 1993 che devono venire rimborsati nell'ultimo trimestre 1993. Alla fine del 1993 i residui interessi accumulati (circa 3 miliardi) devono essere consolidati e rimborsati con scadenza decennale e 5 anni di grazia. La situazione tuttavia non migliora poiché gli interessi scadenti nel 1993 non vengono ripagati e l'accordo non entra neppure in vigore a causa del rifiuto della Federazione Russa di accettare la richiesta delle banche commerciali di annullare la cosiddetta immunità sovrana ("sovereign immunity") (5.24). Un



compromesso di massima viene raggiunto nell'ottobre 1994 nel senso che i banchieri annullano la loro richiesta a condizione che la Vneshekonom Bank (o altro soggetto di natura pubblica) garantisca il debito estero.

Il 7 luglio 1995 si giunge alla rottura delle trattative nell'ambito del Club di Londra concernenti un debito commerciale ammontante a 28 miliardi di dollari contratto con circa 600 banche creditrici. La Federazione Russa propone la ristrutturazione del debito per 25 anni con 7 anni di grazia mentre la controproposta delle banche commerciali consiste nella riduzione della scadenza a 20 anni e del periodo di grazia a 5 anni. Immediatamente sul mercato secondario il prezzo del debito estero della Vneshekonom Bank cade a 29 1/2 da 33 1/2 cents per dollaro esistente pochi giorni prima (5.26).

Tale parziale fallimento pesa fortemente sul riassetto macroeconomico della Federazione Russa poiché l'entrata di capitali esteri (soprattutto sotto forma di eurobonds) è una necessità assoluta. Tuttavia il fallimento di una trattativa non significa certamente cessazione delle negoziazioni. Infatti le due parti si accordano subito dopo per incontrarsi entro la fine dell'anno dopo il probabile accordo con il Club di Parigi (autunno 1995) concernente ben 35 miliardi di dollari di debiti ufficiali.

#### 6. *Variabili finanziarie internazionali e politica economica nel periodo di transizione*

Per concludere la trattazione che ha dovuto soffermarsi su dettagli specialistici in un arco di tempo assai ristretto, è opportuno allargare gli orizzonti e mettere in luce gli insegnamenti del biennio esaminato circa l'inserimento sempre più completo delle economie in transizione nel mercato finanziario internazionale.

Soffermandoci dapprima sui fattori internazionali, l'esperienza del recente passato dimostra innanzitutto che i flussi di capitale verso le economie in transizione dipendono per larga parte dalla dinamica dell'economia mondiale (e quindi in primo luogo dei maggiori paesi capitalisti). Il comportamento degli inve-

---

stimenti, del risparmio, del deficit pubblico, del livello dei prezzi, dei tassi di cambio, ecc. delle potenze industriali ha un impatto immediato e diretto sulle variabili finanziarie internazionali (tasso di interesse, ammontare dei finanziamenti, eventuali forme di razionamento, ecc.) e sul condono del debito estero dei paesi non industriali. Certamente esistono flussi di capitale e forme cooperative di riduzione del debito estero che escono dal paradigma ricordato (ad esempio aiuto pubblico nelle più varie modalità) e possono giocare anche in controtendenza rispetto alle forze del mercato ma difficilmente avranno una importanza così rilevante come nel passato. Da questa osservazione consegue una affermazione da sempre sostenuta che il maggiore aiuto delle economie sviluppate ai paesi in transizione deriva dalla presenza di un corretto assetto macroeconomico che conduca ad un tasso di crescita sostenuto, a deficit pubblici sostenibili, a surplus delle bilance delle partite correnti, al rispetto di alcuni vincoli fondamentali, ecc.

In secondo luogo, bisogna notare che i flussi in direzione delle economie in transizione risentono anche fortemente dei processi di sviluppo delle aree non industriali (NIC, paesi intermedi, economie più deboli, ecc.). Si può quindi accettare l'idea che il pool di risorse finanziarie internazionali si distribuisca fra i vari paesi prenditori (non-industriali) principalmente in base alle due tradizionali variabili economiche (rendimento e rischio). Per quanto è dato capire, gli attuali spostamenti del quadro politico nelle economie in transizione non sembra debbano modificare sostanzialmente il comportamento del mercato finanziario internazionale.

In terzo luogo, poiché le economie in transizione sono ormai una parte abbastanza consistente nello scacchiere finanziario internazionale vale anche la pena sondare i loro effetti sul mercato finanziario internazionale. Nel più recente passato l'attenzione è stata soprattutto riservata al previsto aumento dell'aiuto pubblico alle economie in transizione nel timore che contemporaneamente venisse ridotta l'assistenza ai paesi ancora più bisognosi in termini di reddito pro capite. Ora bisogna andare al di là della osservazione precedente e soffermarsi su quanto sta avvenendo per altre

forme di capitale estero: si pensi solo agli investimenti diretti esteri per i quali i paesi potenzialmente beneficiari sono in serrata concorrenza e sempre più disposti ad offrire consistenti facilitazioni.

Da quanto precede, appare chiaramente la necessità di una estesa indagine, allo stesso tempo analitica ed empirica, rivolta a sondare le interrelazioni fra i principali gruppi di paesi nel sistema finanziario internazionale e, per quel che più ci concerne, il ruolo in esso giocato dai paesi in transizione. Si deve sondare, in primo luogo, come gli shock mondiali (e quindi, lo si ripete, dei maggiori paesi industriali) di tipo reale e monetario si ripercuotono sui flussi di capitale diretti verso le economie in transizione. In secondo luogo, occorre esaminare i rapporti di complementarità e di sostituzione fra le grandi aree geografiche caratterizzate da diverse prospettive di crescita, di carico di debito estero, di garanzia di stabilità, ecc. In terzo luogo, passando ad aspetti di politica economica si devono prospettare gli interventi ai più vari livelli per rendere il flusso di risorse verso le economie in transizione sostenibile ed efficiente al di là dei puri interessi di breve periodo e di natura settoriale.

Sinora si è parlato di fattori internazionali, per larga parte esogeni, che possono influenzare l'entità e la natura dei flussi verso le economie in transizione. È realistico tuttavia pensare che tali flussi, almeno per una certa parte, dipendano dalla politica economica dei paesi riceventi, per cui vale la pena soffermarsi a mo' di conclusione su questo aspetto. Purtroppo le osservazioni che si possono avanzare non sono che del tutto generali in quanto l'eterogeneità delle situazioni esistenti e delle politiche economiche dei paesi in transizione impedisce qualsiasi generalizzazione.

Non c'è dubbio che l'obiettivo finale delle economie in transizione deve essere una totale integrazione nel sistema finanziario internazionale com'è avvenuto nei decenni precedenti per le economie industriali ed in epoca più recente per molti PVS. Gli sforzi di integrazione prima e di adesione poi delle economie in transizione all'Unione Europea pongono l'obiettivo precedente in toni assai più pronunciati e tempestivi. Si può fortunatamente pensare che l'obiettivo ricordato verrà probabilmente raggiunto in un più ristretto lasso temporale e con conseguenze più positive

---

(meno dirompenti) nelle economie in transizione per la diversa dimensione e la maggiore sofisticazione del mercato finanziario internazionale.

Ma come spesso succede in economia, quello che conta non sono solo gli obiettivi finali ma le tappe ed i metodi per raggiungerli. Su questo punto il dibattito è aperto e le posizioni fra economisti, politici economici ed operatori nelle economie in transizione e fuori divergono assai più che per altre opzioni strategiche.

Sotto questo aspetto la letteratura specialistica è molto ricca anche se per larga parte riguarda i PVS e mette chiaramente in luce difficoltà e pericoli di una affrettata apertura finanziaria verso l'estero senza riforme macro, settoriali e microeconomiche di grande rilevanza.

Mentre nell'aspetto commerciale una liberalizzazione spinta delle importazioni e delle esportazioni contribuisce pur con notevoli costi di aggiustamento alla migliore allocazione delle risorse, nel campo finanziario i distinguo sono assai più numerosi e maggiore cautela viene consigliata. Da una intempestiva liberalizzazione dei movimenti di capitale possono emergere due effetti negativi concernenti sia l'entità sia la produttività dei flussi esteri.

Sotto il primo aspetto ci si può allontanare da una posizione ottimale rispettivamente per un eccessivo afflusso di fondi esteri sia per la concreta possibilità di improvvisi deflussi.

L'esperienza di questo ultimo quinquennio è assai più vicina al primo che al secondo pericolo a causa della forte ripresa dei flussi di capitale verso i paesi non industriali. Orbene, se superano una soglia critica, tali afflussi sono difficilmente gestibili in sistemi con deboli strutture finanziarie, precario assetto macroeconomico, operatori finanziari ancora inesperti, ecc. Per non fare che due esempi limite, basti ricordare che forti entrate di capitali esteri provocano rivalutazione del tasso di cambio e quindi rendono più difficile l'auspicato aumento delle esportazioni e l'equilibrio macroeconomico. Ancora, a volte, esse danno luogo ad una espansione monetaria incontrollata che, lungi dallo stimolare gli investimenti tramite una riduzione del tasso di interesse, degenera in forti tensioni inflazionistiche.

Nonostante non sembri per ora incombente, non si possono ovviamente escludere improvvisi deflussi di fondi verso l'estero come accaduto in molti PVS alla metà degli anni '80 a causa sia dei disinvestimenti dei non residenti sia della fuga dei capitali dei residenti.

Non bisogna dimenticare che alcune categorie di capitali esteri sono assai sensibili alla dinamica di variabili schiettamente finanziarie per loro natura volatili anche in base alle più incerte informazioni ed aspettative. A ciò si deve aggiungere il fatto che per loro naturale struttura le economie in transizione sono assai sensibili a shock domestici ed internazionali ed anzi in questo ultimo caso gli effetti iniziali si moltiplicano e si ripercuotono necessariamente sulle poste finanziarie. L'esperienza mostra inoltre che nelle economie in transizione non si deve dimenticare la possibilità di massicce fughe di capitali, facilitate anche dalle disuguaglianze sociali sempre più pronunciate e dal prorompente emergere di una classe imprenditoriale dai forti connotati speculativi.

Sotto il secondo aspetto, è inutile ripetere che l'importante non è l'afflusso di risorse estere ma la loro produttività. Anche sotto questo aspetto almeno due pericoli debbono essere a questo punto ricordati, pericoli che solo una attenta politica di liberalizzazione finanziaria verso l'estero congiunta a profonde riforme domestiche può evitare o minimizzare.

In primo luogo, se si trascurano limitate opportunità, la produttività delle risorse estere deriva dalla loro utilizzazione in investimenti direttamente o indirettamente produttivi. Orbene spesso, per i più vari motivi, accade che i capitali esteri non stimolano sufficientemente l'accumulazione di capitale delle imprese e dei pubblici poteri. In alcuni casi questo dipende dal comportamento dei prenditori di fondi, siano essi pubblici o privati, rivolto al soddisfacimento di interessi particolari e non alla accelerazione del tasso di crescita. In altri casi invece la responsabilità deve essere gettata sulla limitata capacità di assorbimento del capitale del sistema a causa della carenza di valide infrastrutture, servizi pubblici adeguati, efficienti sistemi organizzativi, fattori domestici complementari, ecc.

---

In secondo luogo, anche se le risorse estere passano all'investimento, bisogna essere sicuri del loro adeguato ritorno in termini di beni e servizi. Tale ritorno è garantito allorché le transazioni finanziarie avvengano in mercati finanziari efficienti e stabili da parte di soggetti operanti in base a calcoli di ottimizzazione. Orbene, è ben noto che né la prima né la seconda condizione sono verificate in pratica ma che in alcuni casi le divergenze sono talmente forti che le variabili di mercato inviano segnali falsi agli investitori esteri. Non c'è che l'imbarazzo delle scelte per esemplificare: basti ricordare i rendimenti delle azioni in mercati borsistici non competitivi ed asfittici oppure la profittabilità delle imprese (pubbliche o semipubbliche) in situazione di monopolio. Compito della politica economica è quindi di eliminare o minimizzare le distorsioni del mercato dei beni e dei fattori produttivi in modo che decisioni decentrate degli operatori economici conducano ad una più efficiente allocazione (intersettoriale ed intertemporale) delle risorse estere.

Non si può certamente in questa sede soffermarsi sulle riforme micro, macro e settoriali necessarie per garantire un afflusso sostenibile e produttivo dei flussi esteri. Una tale analisi richiede ben altri spazi e più minute classificazioni dei sistemi economici in base alle loro caratteristiche strutturali ed alle opzioni strategiche. Non bisogna poi dimenticare che il dibattito nelle economie in transizione sulle caratteristiche e sulla priorità fra riforme micro, settoriali e macroeconomiche è sempre vivace ed aperto e riguarda campi ben più vasti che non l'entrata di capitali esteri.

In questa sede basta soffermarsi su un aspetto delle riforme che è per larga parte indipendente dal modo e dalla tempestività con i quali esse vengono prospettate e gestite. Solo recentemente tale aspetto viene messo in luce dalla teoria economica che assume maggiore rilevanza nelle economie in transizione soprattutto per quanto concerne l'afflusso di risorse estere. Si tratta della constatazione che l'efficacia della politica economica discende per larga parte dalla sua credibilità, cioè dalla certezza che essa verrà portata avanti con coerenza e con integralità per raggiungere gli obiettivi dichiarati. Per quel che ci concerne, i messaggi lanciati

dai pubblici poteri delle economie in transizione agli investitori esteri non sono presi alla lettera ma decryptati ed interpretati alla luce delle conoscenze fattuali e teoriche e solo se credibili producono effetti sulla entità e sulle caratteristiche dei capitali esteri.

È oggettivamente difficile nelle economie in transizione offrire segnali attendibili della credibilità della politica economica tenendo conto che tale credibilità si forma, poco a poco, nel corso di lunghi anni lungo le più varie esperienze in base ad innumerevoli prove ed errori. Indipendentemente dalla coerenza dei politici economici, nelle economie in transizione la credibilità della politica economica viene offuscata dalla scarsa conoscenza del *modus operandi* di sistemi solo da poco decentrati, dalla instabilità degli agenti economici, dalla fragilità del quadro istituzionale, dalla instabilità politica e sociale, dalla carenza di informazioni statistiche, ecc.

Tuttavia, pur nella difficoltà del compito, la credibilità della politica economica soprattutto nei confronti degli investitori esteri viene rinsaldata dalla presenza di queste tre condizioni.

In primo luogo, un sigillo di garanzia del FMI sulla ottimalità delle politiche economiche può molto aiutare i pubblici poteri sia nel ridurre le opposizioni all'interno del paese sia nell'assicurare il mondo finanziario esterno della serietà e della continuità degli sforzi intrapresi. Un secondo aspetto importante è la gestione corretta della pesante eredità del passato per quanto riguarda il debito estero sia ufficiale sia commerciale. È evidente che un arresto del servizio del debito estero può produrre nell'immediato effetti positivi sulla situazione dei pagamenti internazionali del paese ma si tratta di un passo falso che costa caro in termini di ridotta fiducia degli investitori esteri. Infine, sempre assai apprezzati sono gli impegni a lungo termine per processi di integrazione con paesi industriali in modo che la politica economica delle economie in transizione sia in certo senso costretta al rispetto di alcuni vincoli che divengono nel corso del tempo opportunità di sviluppo.

---

## NOTE BIBLIOGRAFICHE

- 1.1) Il presente lavoro completa un precedente articolo dello Scrittore: *Debito estero delle economie in transizione: è auspicabile una azione dell'Europa comunitaria?*, in AMATO A.-PRAUSSELLO F. (a cura di), *L'Unione Europea di fronte alle sfide dell'allargamento*, Bari, Cacucci, 1994.
- 2.1) Non bisogna confondere i trasferimenti netti con i flussi di risorse aggregate nette ("aggregate net resource flows") che escludono gli interessi sui prestiti ed i profitti degli investimenti diretti esteri, oggetto di indagine del 2° paragrafo.
- 2.2) Per particolari indagini è opportuno distinguere i nuovi afflussi di capitale dai rimborsi (disinvestimenti) di quelli precedentemente ottenuti. In questo modo si riesce meglio ad identificare le tendenze più recenti riguardanti il mercato finanziario internazionale ed il grado di attrazione del paese considerato.
- 2.3) Questi risultati discendono dai cosiddetti modelli a due divari ("two-gap models") da lungo tempo presenti nella letteratura specialistica. L'importanza dei trasferimenti netti di risorse estere è ovviamente minore nei modelli a tre "gap" ove accanto agli squilibri fra risparmio ed investimento e fra domanda ed offerta di divise estere bisogna aggiungere anche il divario fra entrate ed uscite fiscali: si vedano TAYLOR L., *Gap Disequilibria: Inflation, Investment, Saving and Foreign Exchange*, L. d'A.-Q.E.H. Development Studies, Working Papers, n. 16, march 1990; BACHA E.L., *A Three-Gap Model of Foreign Transfers and the G.D.P. Growth Rate in Developing Countries*, *Journal of Development Economics*, april 1990.
- 2.4) Questi aspetti sono stati recentemente messi in luce dalla letteratura scientifica anche sulla base della crescente diversificazione dei flussi di capitale estero e soprattutto del crescere dei "non-debt creating flows": si vedano, ad esempio, Claessens S., *Alternative Forms of External Finance: A Survey*, World Bank Research Observer, january 1993; LESSARD D.R., *Beyond the Debt Crisis: Alternative Forms of Financing Growth*, in HUSAIN I.-DIWAN I. (eds), *Dealing With the Debt Crisis*, World Bank, 1989; STIGLITZ J.E., *Financial Markets and Development*, *Oxford Review of Economic Policy*, n. 4, 1989.
- 2.5) Questa regola non è sempre d'oro poiché, in caso di imperfezioni dei mercati (finanziari e meno), è necessario distinguere fra variabili di mercato alla base delle decisioni degli operatori economici e variabili "aggiustate" che tendono a correggere le varie distorsioni. L'uso del tasso di interesse "ombra" nell'analisi dei progetti di investimento risponde alla logica sopraricordata.
- 2.6) Per questo motivo, i prestiti esteri sono rimborsabili solo se il tasso di crescita delle esportazioni è superiore al tasso di interesse come dimostrato ad esempio da SIMONSEN M.H., *Developing Country Debt Pro-*



- blem, in SMITH G.W.-CUDDINGTON J.T., *International Debt and the Developing Countries*, Washington, World Bank, 1985.
- 2.7) Per tali aspetti si vedano GUIDOTTI P.E.-KUMAR M.S., *Domestic Public Debt of Externally Indebted Countries*, IMF Occasional Papers, n. 80, 1991 e MONTIEL P.J., *Fiscal Aspects of Developing Country Debt Problems and DDSR Operations*, World Bank, WPS, n. 1073, 1993.
- 2.8) Questa conclusione non significa certamente che non sia giustificato utilizzare i capitali esteri per stabilizzare il consumo in presenza di forte variabilità del reddito reale. Bisogna tuttavia rendersi conto che tale utilizzazione minaccia la solvibilità del paese: si vedano MARTIN R.-SELOWSKY M., *Energy Prices, Substitution and Optimal Borrowing in the Short-Run: An Analysis of Adjustment in Oil Importing Developing Countries*, *Journal of Development Economics*, 1984; KHARAS H.-SHISHIDO H., *Foreign Borrowing and Macroeconomic Adjustment to External Shocks*, *Journal of Development Economics*, february 1987 e GHOSH A.R.-OSTRY J.D., *The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach*, *The World Bank Economic Review*, may 1995.
- 2.9) Si vedano ad esempio, CALVO G.A.-LEIDERMAN L.-REINHART C.M., *The Capital Inflow Problem: Concepts and Issues*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 93/10, 1993; GOLDSTEIN M.-MATHIESON D.J.-FOLKERTS-LANDAU D.-LANE T.-LIZONDO J.S.-ROJAS-SUAREZ L., *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, IMF, Occasional Papers n. 77, 1991; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, october 1993, Washington 1993, Cap. V: *Domestic and Foreign Saving in Developing Countries*, pp. 68-83; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, october 1994, Washington 1994, Chap. IV: *The Recent Surge in Capital Flows to Developing Countries*, pp. 48-64.
- 2.10) Interessanti studi a livello teorico ed empirico sono stati effettuati per quanto riguarda l'esperienza degli anni '80 soprattutto nell'America Latina e per prospettare operazioni finanziarie tendenti a farli rifluire ("debt-pesos swaps"). Nel caso delle economie in transizione poco si sa se non che il fenomeno è tutt'altro che occasionale: ad esempio le fughe di capitali dai NIS (New Independent States) dell'ex-Unione Sovietica alla fine 1993 vengono stimati a 30-40 miliardi di dollari. Si vedano due interessanti articoli sul riciclaggio dei capitali nella Federazione Russa: *Russia's Dirty Laundry Hung Out in Public*, *Central European*, december 1994-january 1995 e *The Money Laundering Cycle*, *Central European*, july/august 1995.
- 2.11) Il problema delle fughe di capitali viene esaminato con interessanti modelli da DIWAN I., *Foreign Debt, Crowding Out and Capital Flight*, *Journal of International Money and Finance*, march 1989; KHAN M.S.-HAQUE N.U., *Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis*, IMF Staff Papers, december 1985; LESSARD D.R.-WILLIAMSON J., (eds), *Capital Flight and Third World Debt*, Washington, Institute for Inter-

- national Economics, 1987; ROJAS-SUAREZ, *Risk and Capital Flights in Developing Countries*, in IMF, Occasional Paper n. 77, 1991.
- 2.12) La documentazione sui crediti a breve presenta notevoli difficoltà e non sempre possono venire utilizzate le informazioni fornite dai paesi debitori. Si può ricorrere allora ai dati provenienti dai paesi creditori come nella serie semestrale pubblicata dalla BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Distribuzione per scadenze e per settori del credito bancario internazionale*, Basilea, varie annate. Per dettagli tecnici si veda WORLD BANK, *World Debt Tables*, 1994-95, vol. cit., pp. 174.
- 2.13) Esistono anche metodi di negoziazione applicabili alla ristrutturazione dei debiti a breve termine con tecniche e risultati del tutto diversi da quelli a lungo termine.
- 2.14) Solo in parte le differenti facilitazioni del FMI in favore delle economie in transizione ricalcano quelle approntate soprattutto per i PVS. Uno strumento specifico è rappresentato dalla STF ("systemic transformation facility") accordata alla Federazione Russa il 30 giugno 1993. Le caratteristiche principali di tale facilitazione sono presentate in IMF, *Survey*, may 3, 1993 e april 18, 1994 e IMF, *Annual Report* 1993, Washington, 1993, pp. 60-61.
- 2.15) Non mancano ovviamente critiche anche assai feroci per quanto riguarda la "conditionality" dei prestiti accordati dal FMI (Banca Mondiale): si veda, ad esempio, in FAIRLAMB D., *How the IMF is Killing Russia With Kindness*, Institutional Investor, september 1992.
- 2.16) I dati sono desunti da WORLD BANK, *World Debt Tables*, 1994-95, vol. I *Analysis and Summary Tables*, e vol. II *Country Tables*, Washington, 1995 sottraendo dal raggruppamento Europa-Asia centrale tre paesi (Malta, Portogallo e Turchia) che non appartengono alle economie in transizione. Si tratta di 26 paesi che appartengono ad aree diverse: 1) le Repubbliche Baltiche (Estonia, Lettonia, Lituania), 2) Europa centro-orientale (Bulgaria, Cechia, Polonia, Romania, Repubblica Slovacca, Ungheria), 3) paesi Balcanici (Albania, Croazia, Macedonia, Slovenia, Ex-Jugoslavia) e 4) NIS (Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Federazione Russa, Georgia, Kazakistan, Moldavia, Repubblica Kirghisia, Tajikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan). Altra documentazione statistica sul debito estero si può trovare in OECD-BIS, *Statistiques sur l'endettement extérieur. Créances extérieures bancaires et créances extérieures non bancaires, liées au commerce, ventilées par pays et territoire emprunteur*, Basilea, varie annate.
- 2.17) La "Re-Entry" dà luogo nei primi anni '90 ad una estesa letteratura che in un certo modo sostituisce quella sul debito estero degli anni '80. Oltre ai contributi già citati nella nota 2.9, si vedano ad esempio: DADUSH U.-DHARESHWAR A.-JOHANNES R., *Are Private Capital Flows to Developing Countries Sustainable?*, World Bank Policy Research W.P. 1397, december 1994; EL-ERIAN M.A., *Restoration of Access to Voluntary Market Financing. The Recent Latin American Experience*, IMF Staff Papers, march 1992; KHAN M.S.-REINHART C.M., *Capital Flows in the*

- APEC Region, IMF, Occasional Paper, n. 122, april 1995; KUCZYNSKI P.P., *International Capital Flows Into Latin America: What is the Promise?*, World Bank, Annual Conference on Development Economics, 30 april 1992; NUNNENKAMP P., *The Return of Foreign Capital to Latin America*, Kiel Working Paper n. 574, april 1993; SCHADLER S.-CARKOVIC M.-BENNETT A.-KHAN R., *Recent Experiences With Surges in Capital Inflows*, IMF Occasional Paper, 108, december 1993; SCHADLER S., *Surges in Capital Inflows: Boon or Curse?*, Finance and Development, march 1994.
- 2.18) Si veda IMF, *World Economic Outlook*, October 1995, Washington 1995, Chap. IV, par. 3,4 e soprattutto 5 (*"Implications of a reversal of capital inflows"*).
- 2.19) Oltre alle difficoltà ben note nei PVS alle quali si cerca di porre rimedio con appositi metodi (quello ad esempio del World Bank Atlas), nelle economie in transizione sorgono nuovi problemi a causa della inaffidabilità dei prezzi relativi di interi settori produttivi.
- 3.1) Le fonti documentarie sono quelle già indicate sub 2.16).
- 3.2) Tale aspetto è stato messo in luce in tutti i contributi che si interessano della "Capital Re-Entry" degli anni '90 soprattutto per quanto concerne la sostenibilità nel lungo periodo dei flussi di capitale come appare chiaramente in CLAESSENS S.-GOOPTU S., *Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing In?*, Finance and Development, september 1994; FERNANDEZ-ARIAS E., *The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?*, World Bank, november 1993; GHOSH A.R.-OSTRY J., *Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?*, IMF Working Paper 93/34, april 1993 e WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, op. cit., pp. 16-18.
- 3.3) Non bisogna confondere "official development finance" (ODF) e "official development assistance" (ODA) che esclude i prestiti ufficiali non concessionali. Nell'uno e nell'altro caso i crediti all'esportazione delle agenzie ufficiali non sono comunque mai compresi. Notevoli differenze esistono fra le definizioni di finanza ufficiale della Banca Mondiale e dell'OECE (DAC) come appare chiaramente in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, op. cit., p. 22.
- 3.4) Sulla crisi fiscale e sulla "aid fatigue" si vedano, CASSEN R., *Does Aid Work?*, Oxford, Oxford University Press, 1986; RIDDEL R.C., *Foreign Aid Reconsidered*, London, O.D.I. and J. Currey, 1987; MOSLEY P., *Overseas Aid: Its Defence and Reform*, Brighton, Wheatsheaf Books, 1987; KRUEGER A.O.-MICHALOPOULOS C.-RUTTAN V., *Aid and Development*, Baltimore, J. Hopkins U.P., 1989.
- 3.5) Alcuni dati sull'aiuto estero e sulla sua significatività nelle economie in transizione sono contenuti in HOLT BRUGGE D., *L'aide occidentale: situation et perspectives*, Problèmes économiques, n. 2.409, février 1995. C'è un lungo dossier sull'aiuto finanziario alle economie in transizione e soprattutto all'ex-URSS per quanto riguarda l'entità del "financing gap", le condizioni della sua efficacia e la distribuzione del peso fra i vari paesi

---

donanti. Il raffronto fra il Piano Marshall in favore delle economie europee dopo il secondo conflitto mondiale e l'aiuto degli anni '90 agli ex-paesi socialisti sembra sempre meno credibile: si veda, ad esempio, EICHENGREEN B.-UZAN M., *The Marshall Plan: Economic Effects and Implications for Eastern Europe and the Former URSS*, Economic Policy, An European Forum, 14, 1992.

- 3.6) La dizione "privato" si riferisce alla natura dei soggetti concedenti (banche commerciali, fornitori, investitori istituzionali, mercato dei capitali, ecc.) e si contrappone al termine "ufficiale" (soggetti bilaterali e multilaterali): si veda INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington, 1991.
- 3.7) Bisogna ricordare che le varie categorie di trasferimento internazionale si distribuiscono diversamente fra il settore privato e pubblico: ad esempio negli anni dal 1990 al 1993 la totalità degli IDE e degli IAP si indirizza al settore privato mentre le obbligazioni internazionali sono emesse largamente dal settore pubblico. Nei prestiti delle banche commerciali appare un fatto curioso ma facilmente spiegabile per la presenza di un forte indebitamento estero di natura pubblica: nel 1993 il credito totale al settore pubblico dei PVS registra un deflusso netto di fondi (-5,4 miliardi di dollari) mentre il credito al settore privato è positivo (3,2): si veda WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, op. cit., Tabella 1.2. I flussi di capitali privato-privato nelle più varie forme contano ora per circa il 70% dei "net-long term flows" mentre nel 1990 ammontavano solo al 45%.
- 3.8) Non bisogna tuttavia dimenticare che la produttività dei capitali ufficiali è probabilmente aumentata in questi ultimi anni sia per una maggiore pressione "politica" dei paesi donanti sia per obiettivi più realistici dei paesi riceventi. Inoltre le banche di sviluppo (regionali ed internazionali) attuano una selezione dei progetti con tecniche sempre più raffinate e controllano meglio la gestione dei fondi erogati. Si tratta purtroppo solo di indicazioni qualitative poiché mancano ricerche empiriche sulle cause della maggiore produttività delle risorse estere che possono essere ricercate nelle caratteristiche del trasferimento, nella più adeguata politica economica domestica e nel più favorevole andamento mondiale.
- 3.9) Anche se coprono la quasi totalità dei flussi esteri, le quattro categorie sopra ricordate non sono certo esaustive e basti ricordare ad esempio gli investimenti esteri di portafoglio in titoli a reddito fisso (privati o pubblici, in moneta nazionale o domestica), acquisti di beni reali (costruzioni immobiliari, ecc.), apertura di c/correnti (spesso primo passo per il rimpatrio dei capitali illegalmente esportati), prestiti personali, crediti-fornitori di lungo periodo, prestiti bancari a breve termine sempre rinnovati, ecc. I motivi dei trasferimenti internazionali di risorse sono così numerosi e le tecniche così diversificate che non è difficile spiegare tale crescente differenziazione. Altre operazioni (si pensi solo alle obbligazioni convertibili, ai "commodity bonds", alle azioni senza diritto di

- voto, al "project financing", ecc.) danno luogo ad operazioni difficilmente catalogabili nelle categorie tradizionali.
- 3.10) Per molto tempo nei PVS la selezione dei progetti era effettuata dai pubblici poteri a livello di macrosettori (infrastrutture, industrie di base, ecc.) sulla base di considerazioni tipicamente aggregate. La situazione cambia quando la selezione avviene a cura di imprenditori privati all'interno dei settori produttivi per soddisfare bisogni del mercato sempre più diversificati.
  - 3.11) Nei modelli tradizionali dell'impresa il comportamento dei soggetti economici (imprenditori e manager per quel che ci concerne) sono sempre virtuosi dovendo solo seguire i prezzi del mercato, le preferenze consolidate dei consumatori, le tecniche esistenti, ecc. Nei modelli più recenti, invece, gli obiettivi e le preferenze degli imprenditori e manager vengono continuamente diversificati per avvicinarli maggiormente alla realtà.
  - 3.12) Il contributo è di MODIGLIANI F.-MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, 1958, spesso conosciuto come MM1. Dopo la pubblicazione dell'articolo ricordato la letteratura non ha fatto che crescere per cui bastano poche citazioni, come ad esempio, BHATTACHARYA S., *Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani*, Journal of Economic Perspectives, n. 2, 1988; EDWARDS J., *Recent Development in the Theory of Corporate Finance*, Oxford Review of Economic Policy, n. 4, vol. 5; MAYER C.P., *Financial Systems and Corporate Investment*, Oxford Review of Economic Policy, n. 3, 1987; STIGLITZ J.E., *Why Financial Structure Matters?*, Journal of Economic Perspectives, n. 2, 1988.
  - 3.13) Il "debt-overhang argument" ha fatto scorrere fiumi d'inchiostro anche se le risultanze empiriche sono abbastanza modeste. Si vedano i due articoli iniziatori del dibattito: SACHS J., *The Debt Overhang of Developing Countries*, in FINDLAY R. (ed.), *Debts, Stabilization and Development, Essays in Memory of C. Diaz Alejandro*, Basil-Blackwell, Oxford, 1989 e KRUGMAN P., *Financing vs Forgiving a Debt Overhang*, Journal of Development Economics, november 1988.
  - 3.14) Secondo WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, op. cit., p. 3 i flussi non creanti debito comprendono: IDE, profitti reinvestiti degli IDE, IAP, aiuti ed aiuti della cooperazione tecnica. I dati sui flussi non creanti debito sono presentati nella Tabella 1.1, p. 7, della pubblicazione ricordata.
  - 3.15) Per il prossimo futuro le previsioni non sono ottimistiche in quanto da un lato scarseggeranno i nuovi prestiti bancari e dall'altro proseguirà il rimborso dei prestiti giunti a scadenza. Non si esclude quindi un flusso negativo di fondi come successo nel 1993 anche se effetti positivi possono derivare dai piani di ristrutturazione del debito estero sotto l'egida del Piano Brady pur se l'apporto di "moneta fresca" non è certamente l'opzione preferita. Si vedano i contributi di CASKEY J.P., *The IMF and Concerted Lending in Latin American Debt Restructurings: A Formal*

- Analysis*, Journal of International Money and Finance, march 1989; CLAESSENS S.-DIWAN I.-FERNANDEZ-ARIAS E., *Recent Experience With Commercial Bank Reduction*, World Bank, PRE Working Paper Series n. 995, 1992; DESTIVAL V., *Le Mexique et le Plan Brady: le surendettement n'est pas une fatalité*, Revue française d'économie, automne 1990; EL-ERIAN M.A., *Mexico's Commercial Bank Financing Package*, Finance and Development, 1990; HUIZINGA H., *How Has the Debt Crisis Affected Commercial Banks*, PPR Working Papers, International Economic Department, World Bank, 1989; LANDAU J.P., *La nouvelle stratégie de la dette: fondements théorique et perspectives*, Revue d'économie financière, hiver 1990.
- 3.16) Si vedano ad esempio ARNDT H.W.-DRAKE P.J., *Bank Loans or Bonds: Some Lessons of Historical Experience*, BNL, Quarterly Review, december 1985; EDWARDS S., *The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries Foreign Borrowing*, European Economic Review, june 1986; FERNANDEZ ANSOLA J.J.-LAURSEN T., *Historical Experience With Bonds Financing in Developing Countries*, IMF, Working Papers, 95/27, 1995. Un aspetto interessante concerne, in caso di difficoltà di rimborso, la possibilità di un accordo fra il paese debitore ed i creditori ("bondholders") a causa della estrema dispersione di questi ultimi. L'analisi dei rapporti fra "bondholders" e mutuatari nella crisi degli anni '30 (e precedenti) è presentata da EICHENGREEN B.-PORTES R. in tre interessanti articoli, *Debt and Default in the 1930's. Causes and Consequences*, European Economic Review, 1986; *Settling Defaults in the Era of Bond Finance*, World Bank Economic Review, may 1989; *The Interwar Debt Crisis and its Aftermath*, World Bank Research Observer, january 1990.
- 3.17) Molte tecniche sono correntemente utilizzate per dar luogo ad obbligazioni innovative che meglio soddisfino i bisogni e le propensioni degli enti emittenti e dei risparmiatori. Si veda GOOPTU S., *Portfolio Investment Flows to Emerging Markets*, World Bank, Policy Research Working Paper, n. 117, march 1993, p. 15 che ricorda fra le diverse tecniche, "collateralization", "early redemption and conversion", "put-option", "equity conversion option", ecc.
- 3.18) Si vedano alcune valutazioni dei debiti in divise estere di vari paesi secondo Moody's and Standard and Poor's, come appare in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, vol. cit., p. 13, suddivise in due categorie: "investment grade" e "below investment grade". Si veda anche in Central European, october 1994, il Country Rating di ben 24 economie in transizione sulla base di 6 parametri (opportunità di profitto, rischio politico, condizioni del credito, stato dell'economia, stabilità, infrastrutture produttive) ed in modo più discorsivo DALLAS G., *Eastern Europe Slow to Issue Eurobonds*, Central European, september 1994.
- 3.19) Le critiche alle banche commerciali sono molto numerose e profonde: si vedano i tre importanti articoli di GUTTENTAG J.M.-HERRING R.J., *Strategic Planning by International Banks to Cope With Uncertainty*,

- Brookings Discussion Papers in International Economics, n. 23, October 1984; *Commercial Bank Lending to Developing Countries: From Overlending to Structural Reform*, in CUDDINGTON J.M.-SMITH G. (eds), *International Borrowing and Lending: What Have We Learned From Theory and Practice?*, Washington D.C., World Bank, 1985; *Disaster Myopia in International Banking*, Princeton, Essays in International Finance, n. 164, 1986. Un approccio più empirico è presentato da OZLER S., *Have Commercial Banks Ignored History?*, PRE Working Papers, International Economics Department, World Bank, 1991.
- 3.20) Si vedano, ad esempio, BERGSTEN C.F.-CLINE W.R.-WILLIAMSON J., *Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives*, Institute for International Economics, Washington, Policy Analysis in International Economics n. 10, aprile 1985 e SHILLING J.D. (ed.), *Beyond Syndicated Loans, Sources of Credit for Developing Countries*, World Bank Technical Paper n. 163, 1992. Per l'esperienza del "project finance", oltre al testo classico di NEVITT P., *Project Financing*, Euromoney Publications, 1989, si vedano AUGENBLICK M.-SCOTT CUSTER B., *The Build, Operate and Transfer (BOT) Approach to Infrastructure Projects in Developing Countries*, W.P. 498; CHANDAVARKAR A., *Infrastructure Finance. Issues, Institutions and Policies*, World Bank, Policy Research Working Paper, n. 1374, November 1994.
- 3.21) Si vedano alcuni modelli econometrici dei prestiti delle banche commerciali; NUNNEKAMP P., *Determinants of Voluntary and Unvoluntary Bank Lending to Developing Countries in the 1980's*, *Kyklos* 1990; GOOPTU S.-MARTINEZ PERIA M.S., *Factors that Affect Short-Term Commercial Bank Lending to Developing Countries*, World Bank, Working Paper Series n. 886, aprile 1992. Bisogna tuttavia dire che assai spesso il comportamento delle banche commerciali è influenzato dalle regolamentazioni dei paesi industriali come appare chiaramente in DEMIRGUC-KUNT A., *Creditor Country Regulations and Commercial Banks Lending to Developing Countries*, World Bank, Working Paper Series n. 917, June 1992.
- 3.22) Gli investimenti (azionari) esteri di portafoglio comprendono i "country funds", i "depository receipts" e gli acquisti diretti di azioni da investitori esteri. La documentazione statistica, la cui attendibilità è sempre discussa, proviene da stime della Banca Mondiale sulle transazioni effettuate, spesso disponibili solo su base lorda se si escludono gli acquisti diretti di azioni sui mercati locali. Una prima visione degli IAP nei PVS si trova in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, op. cit., Annexe 4: *Portfolio Investment in Developing Countries*, pp. 119-129.
- 3.23) Gli investimenti diretti esteri vengono definiti come quegli investimenti effettuati con l'obiettivo di acquisire un interesse durevole nel "management" di imprese operanti in paesi diversi da quelli dell'investitore: si richiede ad esempio un controllo dal 10% al 25% del "voting stock" da parte dell'investitore estero.
- 3.24) La documentazione statistica proviene dai dati dell'IMF ("Balance of Payments"), da stime della Banca Mondiale e dall'OECD. Una buona



---

visione globale degli IDE si trova in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, Part II, Chap. 3: *Trends in FDI for Developing Countries*, pp. 9-29.

- 3.25) Si tratta di suddivisioni e di categorie avanzate dall'Economist. L'International Finance Company considera invece 32 "emerging stocks markets" (Hong-Kong e Singapore sono inclusi nei "developed stock markets") ed elabora un indice comprendente 836 azioni in 20 mercati borsistici mondiali. FELDMAN R.A.-KUMAR M.S., *Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concerns*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 94/7, march 1994 distinguono 4 differenti categorie di borse valori. Secondo PAPAIOANNOU M.-DUKE L., *The Internationalisation of Emerging Equity Markets*, Finance and Development, september 1993, lo sviluppo della borsa nel corso dello sviluppo economico si può suddividere in 4 fasi.
- 3.26) Una valida documentazione statistica degli investimenti diretti esteri nelle economie in transizione è presentata in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, vol. cit., Part II, Chap. 3: *Trends in FDI for Developing Countries*, pp. 9-29. BRI, 65.a *Relazione Annuale*, Basilea, 1995, pp. 46.
- 3.27) Tali aspetti vengono trattati diffusamente in un precedente lavoro dello Scrivente: *Nuove forme di finanziamento ai PVS negli anni '90: mera diversificazione di strumenti o stimolo alla crescita?*, di imminente pubblicazione.
- 3.28) Due importanti fenomeni possono accentuare questa nuova modalità di investimenti diretti esteri: i processi di privatizzazione in corso e le operazioni di conversione del debito pubblico ("debt-equity swaps"). Sui rapporti fra investimenti diretti esteri e privatizzazioni, si vedano SADER F., *Privatization and Foreign Investment in the Developing World, 1988-92*, WORLD BANK, Policy Research Working Paper, n. 1202, 1993 e WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, Table 3, 4, pp. 61. Gli investimenti diretti esteri derivanti dalla privatizzazione raggiungono il 9,6% del totale con punte assai maggiori per l'Europa e l'Asia Centrale (28,2%) e per l'America Latina e Caraibi (16,4%). Sui rapporti fra investimenti diretti esteri e conversione del debito estero si veda BERGSMAN J.-EDESIS W., *Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America*, International Finance Company, Occasional Paper, n. 2, 1988.
- 3.29) Si veda ad esempio LANGHAMMER R.J., *Competition Among Developing Countries for Foreign Investment in the Eighties. Whom Did OECD Investors Prefer?*, Weltwirtschaftliches Archiv, n. 2, 1991. La Banca Mondiale invita i PVS potenzialmente beneficiari a predisporre apposite regolamentazioni per l'entrata e la gestione degli investimenti diretti esteri: si veda WORLD BANK GROUP, *Guidelines for the Legal Framework for the Treatment of FDI*, Washington, 1992 come presentato in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, op. cit., Box 3.2.
- 3.30) Si veda WORLD BANK, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1992, Washington, april 1992 ove si presentano per numerosi



paesi i rapporti fra gli investimenti diretti esteri e gli investimenti domestici lordi: nel 1990 tale percentuale si eleva a 23% in Argentina, a 20% in Malaysia ed a 16% in Botswana.

- 3.31) Questo è riconosciuto ampiamente nelle più varie sedi: si veda ad esempio WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, op. cit., p. 16: «In addition to greater risk-sharing between investors and recipients, FDI should allow for the transfer of technology production and management practices». Si veda nello stesso senso BREWER T.L., *Foreign Direct Investment, etc.*, op. cit., p. 1: "It is precisely the non-financial components of the direct investment package and their long-term effects that are often the most important in the development process."
- 3.32) La letteratura sugli effetti degli investimenti diretti esteri è molto ricca per quanto riguarda i PVS, assai meno per le economie in transizione: si veda come introduzione al problema, NAUJOKS P.-SCHMIDT, *FDI and Trade in Transition Countries: Tracing Links*, Kiel Working Papers, n. 667, January 1995, PANTELIDIS P.-KYRKILIS D., *FDI and Trade Patterns of eastern european countries*, *Economia Internazionale*, August 1995, KLAUVENS J.-ZAMPARUTTI A., *FDI and Environment in central and eastern Europe, A Survey*, World Bank, WPS n. 1023, July 1995.
- 3.33) Interessanti indicazioni possono venire desunte da DIVECHA A.B.-DRACH J.-STEFEK D., *Emerging Markets: A Quantitative Perspective*, *Journal of Portfolio Management*, fall 1992; FRANKEL J.A., *The Internationalization of Equity Markets*, NBER, Working Papers n. 4590, December 1993; MULLIN J., *Emerging Equity Markets in the Global Economy*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, summer 1993. Non devono poi essere sottovalutate le relazioni di concorrenza fra i vari mercati borsistici dei PVS come dimostra GOOPTU S., *Are Portfolio Flows to Emerging Markets Complimentary or Competitive?* World Bank, Policy Research Working Paper, n. 1360, September 1994.
- 3.34) Si vedano oltre a GLEN J.-PINTO B., *Debt or Equity?, ecc.*, art. cit., altri importanti recenti contributi: SINGH A.-HAMID J., *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, International Finance Company, Technical Paper, n. 1, 1992; DEMIRGUC-KUNT A.-MAKSIMOVIC V., *Capital Structures in Developing Countries*, World Bank Policy Research Papers, n. 1320, 1994. Oltre agli apporti propri ed ai finanziamenti esterni, una terza fonte di risorse finanziarie è l'autofinanziamento (fonti interne). Secondo GLEN J.-PINTO B., *Debt or Equity? etc.*, op. cit., p. 1, le fonti interne rappresentano dal 52% al 100% dei bisogni finanziari delle imprese nei 7 paesi più industriali del mondo (G-7). Come mostrano ATKIN M.-GLEN J., *Comparing Capital Structures Around the Globe*, The International Executive, 1992, la percentuale precedente scende a 12-58% in un campione rappresentativo di PVS per cui l'indagine seguente rivela tutta la sua importanza.
- 3.35) Tali difficoltà esistono anche in molti paesi caratterizzati da un notevole grado di sofisticazione finanziaria: si veda, DAILAMI M.-ATKIN M., *Stock Markets in Developing Countries. Key Issues and a Research Agenda*, World Bank, Policy Research Working Paper S. 515, October 1990.

- 3.36) In questi ultimi anni i processi di deregolamentazione finanziaria hanno molto favorito l'accesso di imprese dei PVS ai mercati azionari nei paesi industriali (soprattutto negli Stati Uniti e nel Giappone).
- 3.37) I fattori determinanti gli investimenti di portafoglio sono molteplici ma non bisogna dimenticare il ruolo negativo svolto dalle regolamentazioni restrittive dei mercati di borsa nei PVS come dimostrano BEKAERT G., *Market Imperfection and Investment Barriers in Emerging Equity Markets*, Stanford, Stanford University Press, 1993; DEMIRGUC-KUNT A.-HUIZINGA H., *Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets*, World Bank, Working Paper n. 984, October 1992.
- 3.38) Si richiede tuttavia una analisi più attenta per cui si rinvia a ATJE R.-JOVANOVIC B., *Stock Markets and Development*, European Economic Review, June 1993; MULLINS M.-WADHWAN S.B., *The Effect of the Stock Market on Investment*, European Economic Review, 1989 anche se l'accento è messo soprattutto sui paesi industriali. Per contributi maggiormente centrati sui PVS si veda BENCIVENGA V.R.-SMITH B.D.-STARR R.M., *Equity Markets, Transaction Costs and Capital Accumulation*, World Bank, Policy Research Working Paper n. 1456, May 1995; DEMIRGUC-KUNT A.-MAKSIMOVIC V., *Stock Market Development and Firm Financial Choices*, World Bank, Policy Research Department, Working Papers, n. 1461, May 1995.
- 3.39) Si può ovviamente affermare anche il contrario nel senso che l'emissione delle obbligazioni facilita il ricorso al capitale proprio lanciando messaggi positivi ai risparmiatori circa la redditività delle imprese.
- 3.40) Ovviamente le regolamentazioni vigenti nelle economie in transizione possono impedire rapidi disinvestimenti (e le conseguenti esportazioni di capitale) che tuttavia non sono sempre rispettate e che comunque costituiscono sempre un forte ostacolo allo sviluppo delle borse.
- 3.41) La letteratura è sufficientemente ampia come dimostrano i contributi di DARRAT A.F.-MUKHERJEE T.K., *The Behaviour of the Stock Market in a Developing Economy*, Economic Letters, 1987; CLAESSENS S.-DASGUPTA S.-GLEN J., *Stock Price Behaviour in Emerging Market*, World Bank, International Economic Department, 1993; DEZHBAKHISH H.-DEMIRGUC-KUNT A., *On the Presence of Speculative Bubbles in Stock Prices*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990; ERRUNZA V.R.-LOSQ E., *The Behaviour of Stock Prices on LDC Markets*, Journal of Money and Finance, 1985.
- 4.1) Ovviamente, debbono essere esclusi i trasferimenti di risorse a titolo gratuito, non richiedendo né una restituzione né il pagamento delle remunerazioni. Tuttavia, come la moderna teoria della dipendenza insegna, non si escludono altri "ritorni" più o meno monetari verso i paesi concedenti che tuttavia non vengono contabilizzati.
- 4.2) Si ricorda che la variazione dello stock del debito estero è dovuto ai seguenti fattori: 1) flussi netti sul debito, 2) interessi arretrati, 3) capitalizzazione degli interessi, 4) riduzione del debito dovuto alle più diverse modalità di condono e 5) deprezzamento ed apprezzamento dei tassi

di cambio. Per numerosi anni e gruppi di paesi, la quantificazione dei ricordati fattori viene presentata nella Sez. 8: "Debt Stock-Flow Reconciliation" delle World Debt Tables, pubblicate annualmente, dalla World Bank.

- 4.3) Sempre più ci si sta avviando verso contratti che prevedono forme di pagamento "contingente" sia del capitale sia delle remunerazioni rispetto alla dinamica di variabili (domestiche ed internazionali) appositamente selezionate come dimostrano ad esempio i "commodity bonds".
- 4.4) Si veda ad esempio l'ampia rassegna delle teorie sulle risorse estere in BORTIS H., *Foreign Resources and Economic Development from the Early Fifties to the Oil-Crisis*, Fribourg, Editions Universitaires, 1979.
- 4.5) I dati sono desunti ancora da WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, vol. cit. Altre fonti si possono trovare in OECD, *External Debt Statistics*, Paris, 1995; ECE, *Economic Survey for Europe, 1990-91*, Geneva, 1991 e IMF, *Annual Report 1995*, Washington 1995, Chart V. Si veda per il raccordo fra i dati della Banca Mondiale e di altre fonti, WORLD BANK, *World Debt Tables, 1992-93*, Washington 1992, p. 148.
- 4.6) Si veda PERASSO G.C., *La transizione nell'Europa centro-orientale ed il suo impatto sul sistema finanziario internazionale*, Quaderni del Cordusio, n. 3, 1993.
- 4.7) L'America Latina è un continente particolarmente favorito poiché molti paesi (in ordine decrescente di ammontare Messico, Argentina, Brasile, Cile, Venezuela, Colombia e Perù) partecipano alla "bonanza" dell'inizio degli anni '90 pur se con intensità, durata e caratteristiche assai diverse.
- 4.8) Bisogna ricordare che il raggruppamento Asia dell'Est-Pacifico comprende oltre ai paesi in forte crescita (NIC) anche la Cina che sotto molti aspetti falsa la prospettiva non fosse altro che per la sua dimensione economica.
- 4.9) Questa classificazione dei paesi è adottata dalla Banca Mondiale nelle World Debt Tables, 1993-94. I paesi moderatamente indebitati presentano un valore attuale del rapporto servizio del debito estero/GNP compreso fra il 48 e l'80% mentre il valore attuale del rapporto servizio del debito estero/espportazioni può variare dal 132% al 220%. Per i paesi severamente indebitati invece i due quozienti debbono oltrepassare nel primo caso l'80% e nel secondo il 220%. Si ricorda che la classificazione riportata si riferisce alla situazione nel periodo 1991-93 dei paesi che partecipano al DRS della Banca Mondiale. Per i restanti (la maggioranza delle Repubbliche indipendenti della ex-URSS), la classificazione è fatta in base a criteri semplificati non potendo calcolare il valore attuale del servizio del debito estero: si veda WORLD BANK, *World debt tables, 1994-95*, pp. 60-61.
- 4.10) Tali criteri sono mutati nel corso del tempo: ad esempio, in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1989-90*, Washington, 1989, pp. 50-51, la classificazione dei paesi moderatamente e severamente indebitati avviene in base a quattro indicatori: rapporto debito estero/GNP, debito

- estero/esportazioni, servizio arretrato del debito estero/esportazioni ed interessi arretrati/esportazioni.
- 4.11) Ci sono poche variazioni nel corso del tempo dei paesi socialisti nella graduatoria dei paesi indebitati. I due cambiamenti di categoria riguardano l'Ungheria da SIMIC (1989-90 e 1990-91) a MIMIC (1991-92 e 1992-93) e la Jugoslavia da MIMIC (1989-90 e 1990-91) a paese "non compreso" nei paesi indebitati (1991-92 e 1992-93).
  - 4.12) I SIMIC raggruppano 16 paesi con una ampia distribuzione geografica. I SILIC (Severely-Indebted Low-Income Countries) comprendono 32 paesi di cui la stragrande maggioranza appartengono all'Africa Sub-Sahariana (con un reddito pro capite nel 1993 inferiore a 695 di dollari) ma nessuna economia in transizione.
  - 4.13) Nei MILIC si trovano 13 paesi e nei MIMIC 17 paesi. All'interno dei MIMIC appaiono debitori "tradizionali" quali Cile, Colombia, Filippine e Venezuela che in un modo o nell'altro si sono notevolmente alleggeriti in questi ultimi anni del peso del debito estero.
  - 5.1) Si vedano alcuni tentativi per valutare il grado di solvibilità esterna delle economie in transizione in COHEN D., *The Solvency of Eastern Europe*, European Economy, n. 2, Special Edition, 1991 e BRANSON W.H.-BRAGA de MACEDO J., *Macroeconomic Policy in Central Europe*, Universidade Nova de Lisboa, W.P., n. 247, march 1995.
  - 5.2) Assai interessante il contributo di KOREN S., *Debt Relief for Eastern Europe, Its Costs and the Distribution of Proceeds: Some Preliminary Results*, Weltwirtschaftliches Archiv, heft 4, 1992. In ECE, *Economic Survey for Europe in 1989-90*, United Nations, Geneva, 1990 gli aspetti quantitativi del condono del debito estero sono assai meno precisati.
  - 5.3) Questi aspetti sono richiamati nel precedente articolo dello Scrivente, *Debito estero delle economie in transizione, ecc.*, art. cit., par. 6.
  - 5.4) Il nuovo corso delle relazioni CE-Est è aperto da una semplice dichiarazione di disponibilità. Nel luglio 1989 al vertice dell'Arca (Parigi) i G-7 si dichiarano disposti a sostenere la democratizzazione e la realizzazione delle riforme in atto nei paesi dell'Est (in particolare Polonia ed Ungheria) e chiedono alla Commissione delle Comunità Europee di coordinare l'aiuto per le riforme politiche ed economiche.
  - 5.5) Si è trattato di ristrutturazioni concernenti nel primo caso 554 e nel secondo caso 152 milioni di dollari. Per tutti e tre gli accordi il "cut-off date" è fissato al 1° gennaio 1991; la scadenza nel primo accordo è di 10 anni con un periodo di grazia di 6 anni e 6 mesi: nel secondo accordo la scadenza è 9 anni e 10 mesi con un periodo di grazia di 6 anni a 4 mesi. Si veda per gli accordi concernenti la Bulgaria, WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, vol. cit., p. 83.
  - 5.6) Si veda WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, p. 68 e p. 83.
  - 5.7) Dal gennaio 1993 al settembre 1994 sette paesi beneficiano degli Houston Terms (Giamaica, Guatemala, Perù, Ecuador, Giordania, Congo e

- Filippine) e ben 12 degli Enhanced Toronto Terms (Mauritania, Mozambico, Guyana, Burkina Faso, Benin, Vietnam, Senegal, Niger, Costa d'Avorio, Camerun, Repubblica Centro Africana e Sierra Leone).
- 5.8) Altri dettagli sulle negoziazioni del debito ufficiale della Bulgaria si trovano in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, vol. cit., p. 68.
  - 5.9) Si ricordano gli accordi sulla falsariga del Piano Brady di Messico, Filippine, Costa Rica, Venezuela, Uruguay, Nigeria, Argentina, Giordania, Brasile, Bulgaria, Repubblica Domenicana, e Polonia.
  - 5.10) WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, pp. 28, 30 e 71 ed assai più in dettaglio AERDT C.F.J.-HOUBEN, *Commercial Bank Debt Restructuring. The Experience of Bulgaria*, PPAA Series, n. 95/6, Washington, 1995. Esistono minori differenze fra i due studi ma, per la maggiore analiticità e la più recente apparizione, ci si è basati soprattutto sul secondo studio.
  - 5.11) Si vedano i due lavori segnalati nella nota precedente. A p. 30 del primo lavoro assai interessante è la Tabella 2.5 riferentesi al "debt reduction equivalent" delle operazioni DDSR di 12 paesi (fra cui ovviamente Bulgaria e Polonia).
  - 5.12) Si veda WORLD BANK, *World Debt Tables, 1991-92*, vol. cit., pp. 62-64. Per aspetti più politici si veda *Yes, if*, *The Economist*, January 11, 1991; *Let's Hear It For The Poles*, *The Banker*, May 1991 e *Now, Try Again*, *The Economist*, June 15, 1991.
  - 5.13) Per gli ultimi sviluppi, notizie, anche se alquanto frammentarie, sono apparse sui vari giornali economici e in particolare sui più recenti numeri di *Financial Flows and the Developing Countries. A World Bank Quarterly*, August 1994, p. 19.
  - 5.14) La crisi di liquidità della fine 1991 è presentata con toni più o meno pessimistici sui vari giornali economici: si veda, ad esempio, *The Soviet Economy: On the Brink*, *The Economist*, March 16, 1991 e *Soviet Debt. A Surplus of Shambles*, *The Economist*, November 23, 1991. Si veda anche SHATALOV S., *Debt of the Former Soviet Union*, Washington, World Bank, processed, 1992.
  - 5.15) Una visione accurata del Debt Allocation Treaty (DAT) è presentata in WORLD BANK, *World Debt Tables, 1992-93*, p. 34: in base ai criteri adottati il debito estero dell'ex-URSS viene allocato per il 61,1% alla Federazione Russa, il 16,4% alla Ucraina, il 4,1% alla Bielorussia, il 3,9% al Kazakistan, ecc. Per aspetti più teorici si veda DE AGHION B.A.-WILLIAMSON J., *The G-7's Joint-and-Several Blunder*, International Finance Section, Essays in International Finance, April 1993.
  - 5.16) Si ricorda che il 21 novembre 1991 i G-7 si accordano con le autorità centrali ed i rappresentanti di 8 Repubbliche indipendenti (senza la partecipazione dell'Ucraina) per quanto concerne la responsabilità congiunta dell'esistente debito estero dell'ex-URSS. Sotto l'aspetto istituzionale la Banca per gli Affari Esteri (VEB) viene nominata unico interlocutore e responsabile in solido dei creditori esteri ("debt manager"). Per tali aspetti si veda ad esempio *Soviet Debt. More Muddle*, *The Economist*, December 7, 1991.

- 
- 5.17) Si tratta del cosiddetto "Debt Deferral Agreement" fra la VEB come "debt manager" e 17 paesi creditori definiti come "Il Gruppo dei paesi creditori dell'Ex-Unione Sovietica e dei Paesi Successori". Tale "deferral" è stato più volte esteso a causa dell'accumulo sempre più massiccio di arretrati.
- 5.18) Si veda WORLD BANK, *World Debt Tables, 1993-94*, vol. cit., p. 87.
- 5.19) In tale meeting si accordano quasi 28 miliardi di dollari di assistenza alla Federazione Russa. La maggior parte di questa assistenza assume la forma di un "debt-relief" incorporato nella ristrutturazione del Club di Parigi di due settimane prima. Si veda DAMRAU D.W., *The Russian Debt Crisis: Grasping At A Solution*, Central and East European Business Law Bulletin, June 1993.
- 5.20) Il 30 giugno 1993 il FMI accorda alla Federazione Russa una "systemic transformation facility" di 1.506 milioni di dollari (IMF, *Survey*, July 12, 1993) ed un ammontare equivalente verrà concesso se continueranno i progressi. Si ricorda che la Federazione Russa diviene membro del FMI il 1° giugno 1992 con una quota iniziale di 3.986 milioni di dollari (IMF, *Survey*, June 22, 1992) ed ottiene un prestito ("first credit tranche") per 1.005 il 5 agosto 1992 (IMF, *Survey* August 17, 1992).
- 5.21) Si veda WORLD BANK, *World Debt Tables, 1994-95*, vol. cit., pp. 34 e 87.
- 5.22) Il problema del debito commerciale dell'Unione Sovietica è ben documentato in *Soviet Foreign Debt. Now For The Bradysky Plan?*, The Economist, March 9, 1991 e *Soviet Debt: What Is To Be Done?*, The Economist, August 24, 1991.
- 5.23) Si tratta di un "deferment" del capitale da rimborsare nel periodo dicembre 1991-marzo 1992 sul debito estero, contratto precedentemente al 1991. Questo accordo venne diverse volte (a scadenza trimestrale) rinnovato sino a fine 1993.
- 5.24) Si veda, *Braccio di ferro Eltsin-Soviet*, Il Sole/24 Ore, 31 luglio 1993: si tratta di un accordo preliminare con le banche occidentali relativo ad una parte del debito ex-sovietico di 16 miliardi di dollari. La Federazione Russa accetta di pagare 500 milioni di dollari nel quarto trimestre 1993 a saldo parziale degli interessi arretrati del 1992-93. Si veda per altri dettagli, *Russia Bears Down on the Paris Club*, Project and Trade Finance, August 1993.
- 5.25) Si veda ad esempio *Still in the Red*, The Economist, September 17, 1994 e *Financial Flows and the Developing Countries*, A World Bank Quarterly, November 1994, p. 18.
- 5.26) Si veda, ad esempio, *Russian Debt Price Marked Down as Bank Talks Falter*, The Financial Times, July 7, 1995.

ENRICO COTTA RAMUSINO

## **L'integrazione finanziaria dei paesi dell'Europa orientale**

Scopo di questa relazione è quello di analizzare lo stato attuale dell'integrazione finanziaria dei paesi dell'Europa orientale, le problematiche che essa incontra e le possibili prospettive di futuro sviluppo.

L'esame verrà condotto a tre livelli:

- a) analizzando in primo luogo il posizionamento di questi paesi nel quadro complessivo dei flussi finanziari internazionali, suddivisi per canale e forma tecnica;
- b) prendendo in considerazione, brevemente in quanto oggetto di altre relazioni, le condizioni di equilibrio (squilibrio) economico che possono incentivare/ostacolare il processo di integrazione;
- c) verificando i passi compiuti nella costruzione dell'industria finanziaria incaricata di allocare i capitali per lo sviluppo.

### *1. I paesi dell'Europa orientale e i flussi finanziari internazionali*

L'integrazione dei paesi dell'Europa orientale (PEO) nel mercato internazionale dei capitali può essere letta a vari livelli, considerando gli apporti da essi ottenuti nell'ambito di differenti circuiti di finanziamento.

1.1 Una prima evidenza è quella che proviene dall'analisi della composizione dei flussi annuali di finanziamento sul mercato internazionale dei capitali.

---

Sulla base dei dati riportati nella Tabella 1 ci sembrano possibili le seguenti riflessioni:

- dalla prima metà degli anni ottanta, in conseguenza dell'esplosione della posizione debitoria e delle crisi di insolvenza di alcuni PVS, la percentuale dei finanziamenti ottenuti dai debitori non OCSE si è fortemente ridotta, raggiungendo i punti di minimo nella seconda metà degli anni ottanta;
- dall'inizio degli anni novanta vi sono forti segni di ripresa nella quota dei finanziamenti erogati a favore dei PVS, con livelli prossimi al 10% nel corso degli ultimi anni;
- a questa dinamica sembrano estranei i PEO, la quota dei quali si mantiene su livelli trascurabili, con segnali di diminuzione nel corso degli ultimi anni.
- l'attività sui mercati internazionali appare inoltre caratterizzata da una forte concentrazione su un numero limitato di paesi le condizioni dei quali sono giudicate, nei mercati internazionali, compatibili con l'accesso alle varie forme tecniche di finanziamento disponibili.

1.2 Analoghe evidenze si ricavano dall'osservazione dell'andamento dei capitali bancari, misurati con riferimento ai volumi di attività e passività detenuti dalle banche dichiaranti alla Banca dei Regolamenti Internazionali nel periodo 1987-1994 (Tabella 2):

- le attività detenute dalle banche dichiaranti nei confronti di quest'area scendono da 84,6 a 80,4 miliardi di dollari;
- le passività si incrementano da 31,9 a 35,9 miliardi di dollari;
- la posizione netta delle banche dichiaranti nei confronti di quest'area scende pertanto da 52,7 a 44,5 miliardi di dollari.

Identiche risultanze si hanno considerando i flussi aggiustati per tenere conto delle variazioni dei tassi di cambio (Tabella 2.1). I flussi annuali netti verso i PEO sono prevalentemente negativi nel periodo 1989-1994 e nel corso degli ultimi due anni si registra un deflusso di circa 17 miliardi di dollari.

Anche questi dati segnalano una dinamica divergente tra i PEO e i PVS:

- i PEO riducono la propria quota sulle attività esterne delle banche dichiaranti dall'1,90 all'1,13% tra il 1987 ed il 1994;
- riducono altresì la propria quota relativa rispetto ai PVS dal 16,4 al 12,6%.



1.2.1 Ulteriori elementi di riflessione si evincono dalle Tabelle 2.2 e 2.3. Le elaborazioni condotte dalla Banca Mondiale consentono di analizzare le attività esterne delle banche incrociando il paese d'origine della banca e l'area di destinazione dei flussi.

Benché i dati non siano riferiti allo stesso istante temporale, alcune considerazioni possono essere avanzate con una certa fondatezza.

Le attività esterne delle banche residenti nei 6 paesi considerati rivelano politiche di allocazione assai differenziate.

Emerge in particolare il forte "commitment" delle banche tedesche verso l'area ECA (Europa orientale e Asia centrale) mentre le banche americane e inglesi orientano le proprie politiche di impiego soprattutto nei confronti dell'area LAC (America Latina e Caraibi).

Importante è anche la quota di external claims delle banche italiane nei confronti dell'area in oggetto, anche se essa si misura su un aggregato di entità pari a poco più di un decimo di quello delle banche tedesche.

Anche con riferimento al campione dei tre paesi per i quali esistono dati disaggregati (Tabella 2.3) si può verificare come il peso degli assets delle banche tedesche sia, sul totale, sempre superiore al 50%.

1.3 La Tabella 3 riporta la composizione dei flussi finanziari totali diretti verso i PEO. Oltre ai flussi di cui al punto 1.1, vengono considerati gli investimenti diretti dall'estero, (che sommati ai primi danno il totale dei finanziamenti "di mercato"), i flussi ufficiali e le operazioni di special finance.

La rilevanza di questi dati si fonda sulla circostanza che essi consentono di suddividere l'aggregato complessivo dei finanziamenti indirizzati verso questi paesi nelle due componenti fondamentali, costituite dai finanziamenti "di mercato" e dai finanziamenti provenienti da organismi internazionali.

I flussi di mercato rappresentano una percentuale oscillante tra l'11 ed il 21% del totale, mentre maggiore è la quota dei flussi ufficiali (tra il 30 e il 63%) e dei flussi di special finance (tra il 25 ed il 48%).

---

Va rilevato inoltre che, ragionando in termini di flussi netti, il dato complessivo sui trasferimenti di risorse ai paesi in oggetto risulta molto più contenuto e negativo per la Russia nel 1993 (United Nations, 1994).

1.4 Un'ultima evidenza è quella che concerne l'evoluzione degli investimenti diretti esteri. La Tabella 4 mette in rilievo come sia oggi in atto una chiara tendenza alla redistribuzione di questi flussi di capitale a favore dei PVS e di quelli asiatici in particolare.

Il volume degli investimenti diretti esteri (IDE) verso i PVS sale da 43 a 104 miliardi di dollari tra il 1991 e il 1994 e nell'ultimo anno il flusso complessivo indirizzatosi verso l'Asia è risultato superiore a quello affluito verso i paesi europei nel loro complesso.

1.5 Questa situazione di marginalità sul fronte della ripartizione dei flussi finanziari appare rimarchevole proprio nel momento in cui, dall'inizio degli anni novanta, si nota un incremento delle erogazioni complessive di mezzi finanziari verso i paesi non OCSE (Tabella 5):

- i finanziamenti esterni complessivi ai paesi non OCSE si incrementano passando da 122 a 256 miliardi di dollari tra il 1990 ed il 1994;
- a fronte di una stabilità dei capitali pubblici, si rileva un incremento sensibile dei capitali privati e di quelli bancari;
- in raffronto al prodotto interno lordo dei paesi non OCSE il peso percentuale di questi capitali passa dal 2,7 al 5,4% (quelli privati salgono dall'1 al 3,3%).

L'importanza dei capitali stranieri e la crescita economica dei PVS e dei paesi in transizione è ovviamente molto rilevante in quanto ne aumenta le possibilità di accumulazione nella misura in cui tali afflussi si trasformano in investimenti fissi destinati a produrre ritorni nel medio termine.

Il fenomeno è oggi possibile in virtù della sempre maggiore liberalizzazione valutaria e l'attenzione verso i paesi non OCSE si giustifica con gli alti rendimenti che alcuni di essi sono in grado di offrire rispetto ai paesi maggiormente industrializzati.

In alcuni casi il favore degli investitori stranieri è motivato dai successi che alcuni paesi hanno riportato sul fronte macroeconomico in virtù di politiche di stabilizzazione concordate con il FMI.

All'interno di questo quadro, generalmente favorevole per i paesi non OCSE non possiamo non rilevare alcuni problemi tipici legati agli afflussi di capitale dall'estero.

Da un lato essi possono avere effetti di apprezzamento sul cambio e determinare una perdita di competitività sul fronte degli scambi commerciali.

Dall'altro vi è il problema della stabilità dei capitali stessi. Nel caso, infatti, i movimenti di capitale in entrata siano legati ad investimenti a breve e brevissimo termine, la loro mobilità appare molto elevata e fortemente sensibile all'evoluzione congiunturale. Ne possono derivare deflussi improvvisi di elevata entità con conseguenze destabilizzanti per gli equilibri del paese interessato.

Secondo le stime della Banca Mondiale, la percentuale dei flussi di investimento a breve termine è pari, nel caso dei paesi dell'area ECA, al 35%. Relativamente ai tre paesi per i quali disponiamo di dati disaggregati (Tabella 2.3), le percentuali oscillano tra un minimo del 14% per l'Ungheria ed un massimo del 60% nel caso della Bulgaria.

Queste prime indicazioni suggeriscono che la transizione in atto nei PEO si sta realizzando in un contesto finanziario internazionale ove la competizione per la distribuzione dei flussi di capitale appare molto accesa con una forte pressione della domanda di aree quali l'Asia e l'America Latina.

## *2. Le condizioni di equilibrio*

La dinamica dei flussi finanziari di cui si è detto è ovviamente influenzata dalle aspettative che gli investitori internazionali nutrono in merito all'andamento delle economie dei paesi in oggetto.

A questo proposito occorre fare due distinte considerazioni (Tabelle 6-10).

Da un lato rileviamo come i primi anni novanta abbiano fatto emergere l'esistenza di oggettivi squilibri sul fronte macroeconomico che hanno caratterizzato l'intero insieme dei PEO.

I dati più evidenti di questo stato di disagio erano rinvenibili in una diminuzione della produzione industriale e del prodotto

---

reale, in un sensibile squilibrio dei conti con l'estero, in un elevato tasso di inflazione e in diffusi squilibri dei bilanci pubblici.

In presenza di simili condizioni di difficoltà non stupisce che la destinazione prevalente dei flussi di capitale abbia privilegiato altre aree del mondo in grado di evidenziare indici di performance dai quali emergevano più interessanti opportunità di investimento.

Dall'altro lato occorre invece notare come l'evoluzione più recente faccia emergere segnali più confortanti sul fronte degli indicatori macroeconomici, pur in presenza di una certa differenziazione nelle situazioni dei singoli paesi.

Dopo anni di contrazione, il PIL reale nei paesi dell'Europa orientale è cresciuto nel corso del 1994 del 3,5%.

La crescita appare particolarmente significativa nel caso di Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria; a fronte di questi dati abbiamo una stabilità nel caso dei paesi Baltici e una nuova pesante contrazione nella Federazione Russa.

Segnali di lieve miglioramento, anche qui in presenza di situazioni differenziate, emergono anche in relazione all'interscambio commerciale, dove il deficit aggregato è sceso da 8,5 a 4,9 miliardi di dollari.

Questi elementi di miglioramento sembrano evidenziare come il processo di riforma iniziato cinque anni fa stia iniziando a dare frutti. La liberalizzazione di prezzi e scambi, le politiche di stabilizzazione macroeconomica e le privatizzazioni sono, in questo senso, fenomeni decisivi.

Sull'ultimo fronte, quello delle privatizzazioni, occorre porre la giusta attenzione in quanto appaiono un momento cruciale di sviluppo per le economie di questi paesi.

Essi sono infatti sistemi in transizione, già dotati di apparati economico-industriali importanti, oggi in una fase di passaggio dal governo del piano a quello del mercato.

In conseguenza delle privatizzazioni il peso del settore privato nell'economia, pressoché inesistente all'inizio di questo processo di transizione, è fortemente aumentato fino ad arrivare a percentuali di assoluto rilievo come nel caso della Repubblica Ceca, di quella Slovacca, della Polonia e dell'Ungheria, solo per citare i casi di maggiore evidenza (Tabella 11).

Lo sviluppo del settore privato attraverso le privatizzazioni ha inoltre avuto l'effetto di attirare consistenti investimenti dall'estero da parte di operatori interessati a cogliere le opportunità offerte da imprese giudicate in grado di produrre interessanti flussi di reddito nel futuro. I dati riportati nella Tabella 11 evidenziano inoltre come vi sia una positiva correlazione tra intensità del processo di privatizzazione e significatività degli investimenti diretti esteri in percentuale del PIL.

Va inoltre rilevato come, nel caso gli afflussi di capitali esteri siano connessi alle privatizzazioni, il pericolo derivante da instabilità e reversibilità del flusso sia proporzionalmente molto più ridotto, mentre si accresce in misura diretta la possibilità che questi capitali partecipino in via duratura allo sviluppo del paese.

### *3. La formazione del settore finanziario*

I temi fin qui trattati, i flussi di capitale e le condizioni economiche e istituzionali che possono favorirli o frenarli, ci conducono in modo diretto al terzo elemento fondamentale di queste riflessioni, quello inerente la struttura e il funzionamento dell'industria finanziaria incaricata di realizzare l'allocazione dei capitali e di contribuire, secondo modalità che al momento sono da definire, al governo del sistema economico.

Esistono, a tal proposito, alcuni punti meritevoli di essere segnalati.

#### *a) La liberalizzazione*

Dall'inizio degli anni ottanta il processo di liberalizzazione ha interessato tutti i paesi più industrializzati. In questi ultimi anni segnali analoghi si sono manifestati in molti paesi emergenti e anche nei PEO.

Gli strumenti di questa liberalizzazione, andata di pari passo con lo sviluppo degli investimenti dall'estero e le privatizzazioni nell'economia reale, sono stati la rimozione dei vincoli amministrativi all'interno e la progressiva apertura verso l'esterno.

---

L'obiettivo di questi interventi era quello di aumentare l'efficienza dei sistemi finanziari, attirare capitali da indirizzare verso l'economia reale, creare condizioni favorevoli agli operatori esteri.

Il processo non è stato immune da problemi.

Difficoltà di mantenere il controllo monetario da parte delle autorità, crescita dei volumi di credito bancario, aumento dei prezzi delle attività finanziarie, variabilità molto accentuata dei tassi di interesse, esposizione alle turbolenze di natura internazionale.

In particolare, l'esperienza di alcuni paesi emergenti fa rilevare come il punto critico in questa fase sia costituito dalla necessità di allocare propriamente il capitale (scarso) disponibile; restituita all'industria finanziaria, attraverso la liberalizzazione, la funzione allocativa, occorre creare le premesse affinché questa realizzi la propria funzione in modo efficiente.

#### b) *I mercati*

Il processo di riforma abbinato alla costruzione delle infrastrutture finanziarie ha condotto, in molti paesi emergenti e anche nei PEO, alla creazione di mercati azionari di dimensioni non trascurabili.

Limitatamente all'Europa orientale, i casi di maggiore rilievo sono quelli della Polonia, dell'Ungheria e della Repubblica Ceca, in relazione ai quali si manifesta un interesse forte da parte degli investitori internazionali e delle maggiori security houses occidentali.

L'attenzione si giustifica con i progressi che questi paesi hanno già fatto segnare sul fronte macroeconomico; in termini di GDP pro capite essi sono classificati, secondo il "criterio di Rostow" nel terzo dei cinque stadi di sviluppo stilizzati ("drive to industrial maturity"; Tabella 12).

L'importanza dei mercati che si vanno formando in questi paesi viene normalmente letta attraverso indicatori tradizionali quali la capitalizzazione complessiva, il rapporto tra questa e il prodotto nazionale lordo, il turnover delle contrattazioni, il rapporto tra prezzi e utili per azione (Tabella 13).

I tre mercati citati hanno una capitalizzazione che varia tra i 2 miliardi di dollari dell'Ungheria, i 3,4 della Polonia e i circa 22

della Repubblica Ceca dove, per effetto delle due ondate di privatizzazione, la dimensione relativa del mercato azionario si è molto accresciuta sia in termini assoluti che in percentuale del PIL. Mentre in Polonia e Ungheria tale rapporto oscilla tra il 4 ed il 5%, nella Repubblica Ceca esso arriva a sfiorare il 45%, molto al di sopra della media dei mercati emergenti.

In termini di numero di imprese quotate i valori risultano pari a 40 per Ungheria e Polonia e a 28 per la Repubblica Ceca.

Differenti appaiono anche le condizioni di liquidità dei tre mercati con livelli medi di scambi molto elevati in Polonia, decisamente più ridotti in Ungheria e trascurabili nella Repubblica Ceca, dove il grosso dei titoli rivenienti dalle privatizzazioni è stato assorbito dai fondi domestici.

Il P/E medio di questi tre mercati varia tra il 10,5 dell'Ungheria e il 17,5 della Repubblica Ceca; questo dato è ovviamente influenzato dalla fortissima variabilità dei prezzi che caratterizza questi mercati, come, in genere, tutti i mercati emergenti.

Questo della volatilità dei prezzi è un fattore che si presta a considerazioni più articolate.

I progressi nello sviluppo dei mercati azionari sono importanti per attirare flussi di capitale (anche internazionale) e indirizzarlo verso l'economia reale attraverso le imprese quotate. La storia di questi ultimi dieci-quindici anni evidenzia peraltro come lo sviluppo di questi mercati si accompagni a condizioni di forte variabilità e rischiosità.

In un recente studio presentato presso la Banca Mondiale sono state messe in luce alcune caratteristiche strutturali degli "emerging markets":

- maggiori ritorni nel medio periodo rispetto alle borse dei paesi più industrializzati;
- debole correlazione con i ritorni di questi mercati;
- maggiore prevedibilità sulla base dei trend passati dei prezzi (autocorrelazione);
- maggiore volatilità.

Lo studio ha inoltre messo in luce come la volatilità tenda ad abbassarsi con l'apertura del paese agli scambi internazionali, con l'aumento del rapporto tra capitalizzazione del mercato e PIL, con l'incremento del numero di imprese quotate.

---

Evidenze contrastanti emergono in merito alle relazioni tra volatilità e liberalizzazione dei mercati (in particolare l'accesso degli investitori internazionali); mentre da un lato vi sono paesi che hanno evidenziato una riduzione della volatilità attraverso una maggiore liberalizzazione, in altri paesi sono emerse evidenze contrarie.

Queste risultanze empiriche suggeriscono alcune riflessioni in merito alle possibili strategie di sviluppo.

Molti paesi emergenti (soprattutto in Asia e America Latina) dispongono ormai di mercati azionari di dimensione assoluta e relativa comparabile a quelli dei maggiori paesi industrializzati.

Gli sviluppi realizzati sono stati importanti nel determinare una evoluzione del sistema finanziario nella direzione di una maggiore efficienza. La loro elevata volatilità rimane peraltro un punto critico e il contributo che gli investitori internazionali danno a questa volatilità appare estremamente ampio, come opportunamente rimarcato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali nella Relazione pubblicata in questi giorni. Il loro ingresso o la loro uscita determinano fortissime oscillazioni delle quotazioni sia per la scarsa liquidità di questi mercati sia per la concentrazione delle contrattazioni su un numero limitato di titoli.

Valutando il ruolo che tali mercati possono avere nello sviluppo dell'economia reale occorre pertanto confrontare sia i vantaggi che essi offrono mobilizzando il risparmio locale e stimolando afflussi di capitale dall'estero, sia gli svantaggi che possono derivare da crisi finanziarie e reversibilità dei flussi stessi (internazionali e locali).

### *c) Il sistema bancario*

#### *c.1) Le riforme*

In tutti i PEO il sistema bancario è stato oggetto di profonde riforme. I progressi sono evidenti così come lo sono i problemi emergenti lungo questo cammino di transizione.

I capisaldi del processo di riforma sono stati:

- la distinzione netta tra central banking (cui pertiene il compito del controllo monetario) e commercial banking (incaricato della mobilitazione del risparmio e della concessione del credito);



- una liberalizzazione delle condizioni di accesso al mercato (anche da parte di operatori esteri, seppur con limitazioni variabili da un paese all'altro); la rimozione delle più strette barriere all'entrata consente altresì di progredire nella bancarizzazione dei sistemi economici, un fatto importante se si considera che nella maggior parte di questi paesi la presenza bancaria (numero di abitanti per sportello) è tuttora largamente inferiore agli standard occidentali.
- una liberalizzazione dei vincoli sulle istituzioni e sulle condizioni di raccolta ed erogazione delle risorse; questo processo mira a stimolare la formazione del risparmio e l'allocazione del credito secondo regole di merito e profittabilità delle iniziative;
- l'introduzione di stimoli alla concorrenza e all'efficienza anche attraverso la privatizzazione di numerosi istituti bancari e l'accesso di istituzioni internazionali;
- l'implementazione di sistemi di vigilanza e controllo prudenziale sulle istituzioni.

Il processo in oggetto non appare né breve né agevole.

I risultati acquisiti variano a tutt'oggi da un paese all'altro ma nessuno può ragionevolmente ritenere di avere terminato il proprio cammino (Tabella 14).

### *c.2) Il rischio di credito*

In tutti i paesi che stanno sperimentando riforme nel settore bancario notevoli difficoltà sono poste dal problema della qualità del portafoglio prestiti ove si sono accumulati ingenti stock di "problem loans" che riducono la redditività degli attivi e innalzano la rischiosità delle istituzioni bancarie.

Si tratta di una pesante eredità che proviene dal passato e che le banche sono oggi chiamate a fronteggiare in un contesto competitivo molto più instabile.

---

Le nuove banche nate dalla ristrutturazione e privatizzazione dei sistemi preesistenti non hanno ereditato solo cattivi prestiti ma anche clienti in difficoltà, le aziende di Stato non in grado di competere in un nuovo scenario di economia di mercato.

Molte delle difficoltà e delle debolezze delle banche in questi paesi derivano proprio da questi fattori e dalla riluttanza con cui i Governi affrontano il problema legato alle aziende di Stato oggi in crisi.

Alcuni dati possono aiutare a comprendere l'entità di questi fenomeni:

- in Polonia (stime per il 1994 sulle quattro maggiori banche quotate) gli accantonamenti a fronte dei rischi su crediti sono stati pari al 7,1% dei prestiti totali alla clientela. Osservatori internazionali stimano però un miglioramento complessivo delle condizioni di rischiosità posto che la somma tra accantonamenti e fondi propri arriva ormai a coprire circa il 45% del portafoglio prestiti;
- in Ungheria, a fronte di un margine di intermediazione di 132 miliardi di fiorini e di costi operativi per 78,3 miliardi (e di un potenziale utile lordo di 53,7 miliardi) sono stati effettuati, dall'intero sistema bancario, accantonamenti per 199,7 miliardi; la stima a fine 1993 indicava una quota di "non performing loans" pari a circa il 20% del portafoglio complessivo;
- nella Repubblica Ceca il volume degli accantonamenti risulta molto più basso, l'1,3% del portafoglio prestiti (anche in virtù di una normativa fiscale non incentivante), anche se la percentuale di "non performing loans" è pari al 20% del portafoglio.

In tutti i paesi esiste una forte determinazione da parte delle autorità di vigilanza a stimolare la capitalizzazione degli intermediari bancari per garantire sufficiente stabilità al sistema. La linea prescelta è pertanto coerente con gli orientamenti regolamentari oggi prevalenti a livello internazionale.

### c.3) *L'internazionalizzazione*

Le trasformazioni nei PEO sono osservate con interesse dai maggiori operatori finanziari occidentali; questo interesse si è

concretizzato nella partecipazione alle operazioni di privatizzazione e nella penetrazione del sistema finanziario locale di questi paesi.

Il numero delle banche estere presenti nei PEO sta crescendo rapidamente così come la loro quota di mercato.

Gli strumenti tecnici attraverso i quali si realizza questa penetrazione sono diversi, dall'apertura di uffici di rappresentanza o filiali a piena operatività, all'assunzione di partecipazioni in banche locali, alla creazione di joint ventures con partner locali (Tabella 15).

Al di là degli aspetti quantitativi, il ruolo delle banche estere appare importante per il contenuto qualitativo del loro apporto.

L'operatività delle banche estere può essere un potente stimolo per lo sviluppo delle banche locali che stanno affrontando, in rapida successione, tutte le problematiche poste dal nuovo scenario concorrenziale.

Questa convinzione si fonda sull'analisi delle modalità di manifestazione della concorrenza nel settore dei servizi in generale e di quelli finanziari in particolare.

Dalla contestualità tra produzione ed erogazione consegue che lo stimolo concorrenziale agisce in virtù della presenza fisica dei competitori. Questo vale soprattutto nel segmento del retail banking, rivolto sia alle imprese che ai privati.

Oggi l'industria bancaria e finanziaria in formazione, vede nel retail un campo cruciale di applicazione dei propri sviluppi. Si tratta infatti di incrementare l'offerta di prodotti/servizi di investimento generando nel pubblico la consuetudine al loro utilizzo, è necessario sviluppare il credito commerciale alle imprese consentendone lo sviluppo attraverso gli investimenti.

L'entrata di competitori in grado di introdurre prodotti, processi e skills avanzati può agire da potente stimolo al miglioramento generale del profilo qualitativo e quantitativo dei servizi erogati.

Le modalità produttive nel comparto dei servizi finanziari consentono poi, in generale, un miglioramento grazie all'imitazione delle prassi e dell'operatività dei competitori più evoluti. Questo processo non vale solo per i PEO ma ha portata più ampia, essendo, in buona sostanza, il meccanismo unificatore cui

---

si è ispirato il legislatore comunitario per la creazione del sistema bancario europeo oggi sotto i nostri occhi.

Confrontarsi con le banche estere rappresenta, nei PEO, una scelta coraggiosa ma profittevole se si pensa alle esigenze di miglioramento oggi esistenti sia nelle sfere dell'intermediazione tradizionale che in quelle più innovative.

Tra le prime rientrano sicuramente:

- quelle legate alla valutazione del merito creditizio, che sono la premessa per il superamento, graduale, del problema della qualità degli attivi bancari;
- l'adozione di politiche e strumenti di marketing miranti alla raccolta del risparmio;
- l'implementazione di sistemi informativi e di controllo interno adeguati al monitoraggio delle operazioni;
- l'adozione di politiche di gestione delle risorse umane che ne favoriscano lo sviluppo;
- l'utilizzo sempre maggiore della tecnologia sia sul fronte interno che per i servizi alla clientela.

Nelle aree più innovative l'apporto delle banche estere può essere importante sia per le operazioni di finanza internazionale che mobiliare. Si tratta, in entrambi i casi, di introdurre i debitori di questi paesi nel mercato, domestico o internazionale, dei capitali svolgendo tutte le funzioni caratteristiche di queste transazioni (dall'originating al signaling, al placement).

#### 4. *Le prospettive*

La fase di transizione che questi paesi stanno affrontando suggerisce una serie di riflessioni in merito al modello di sviluppo e al ruolo che la finanza può svolgere in tal senso.

Se la scelta dell'economia di mercato appare come un fatto irreversibile, possiamo interrogarci in merito ai possibili futuri assetti dei sistemi finanziari.

In linea di principio esistono, come è noto, strutture finanziarie centrate sui mercati e sistemi finanziari ove il ruolo decisivo è giocato dagli intermediari (bancari).

È ovvio che tra le due opzioni non esiste neutralità né dal punto di vista teorico né da quello più strettamente economico-politico.

Impiantare un sistema finanziario orientato al mercato implica un forte commitment, da parte delle autorità di governo dell'economia, alla realizzazione di quelle condizioni che consentono un efficiente funzionamento dei mercati, accettando che da questi derivi la disciplina dell'attività economica e l'allocazione delle risorse (scarse).

Orientarsi verso modelli di intermediazione forte significa invece attribuire alle istituzioni finanziarie un ruolo ampio e flessibile, avendo cura di disciplinarne ex ante le condizioni di stabilità.

Per ragionare sulla scelta tra le opzioni possibili occorre a nostro avviso tener presente la posizione di questi paesi e le loro relazioni, presenti e prospettive, con l'Unione Europea. Si tratta, come questo convegno non mancherà di rilevare, di relazioni forti sia sul piano economico finanziario che su quello politico, culturale e sociale.

Le riflessioni che oggi stiamo facendo sulle prospettive di integrazione di questi paesi nell'Unione Europea assumono necessariamente, quale punto di partenza, l'assetto che questa si è dato in campo economico e finanziario.

Il sistema finanziario europeo che oggi noi abbiamo di fronte è caratterizzato dalla scelta di un modello istituzionale ben preciso, centrato sul ruolo forte dell'intermediazione finanziaria (cd. modello della banca universale). Pur non negando il ruolo che i mercati possono svolgere come luoghi di raccolta di risorse finanziarie per le imprese (e le Pubbliche Amministrazioni), il nostro modello ipotizza che il supporto essenziale al sistema industriale debba provenire dal sistema degli intermediari bancari.

L'ampia operatività concessa a questi ultimi si integra con modelli di vigilanza dove la stabilità è garantita dal rispetto di parametri (di capitalizzazione) stabiliti ex ante in una logica di prudential regulation.

In una siffatta struttura finanziaria il ruolo della banca nei confronti dell'impresa assume rilievo da almeno tre punti di vista:

---

come finanziatore, come partner nelle scelte strategiche, come fornitore di servizi.

Dal primo punto di vista si può rilevare come la scelta del modello di banca universale garantisca la disponibilità di tutte le forme qualitative di finanziamento, essendo il profilo quantitativo (costo e volumi) dipendente dagli equilibri economici del paese.

Circa gli altri due aspetti occorre a nostro avviso fare la seguente riflessione: la ristrutturazione del sistema finanziario e quella del settore industriale sono due aspetti intimamente legati del medesimo problema. Il risanamento del secondo è la base dell'equilibrato sviluppo del primo; il sostegno efficiente e selettivo del sistema finanziario alle imprese è la premessa stessa della sua esistenza.

A questo fine pare corretto affidarsi ad un sistema di concorrenza in entrambe le sfere che attraverso il sistema dei prezzi, dei beni reali e del fattore capitale, regoli il disciplinato sviluppo dei due comparti.

### *5. Conclusioni*

I PEO hanno iniziato un impegnativo cammino di trasformazione dall'economia di piano alle regole del mercato. Diverse erano le posizioni di partenza e diversi sono i passi compiuti e le posizioni attuali.

La prospettiva di adesione all'Unione Europea rappresenta uno stimolo forte ad accettare le difficoltà e i sacrifici che il processo di transizione implica. Essi si sostanziano nell'accettazione dei meccanismi di un'economia di mercato, nell'adeguamento alle regole istituzionali che definiscono il quadro economico e politico dell'Unione, nell'instaurazione di un'autodisciplina economica che consenta di ridurre il divario con i paesi membri.

Questi ultimi, dal canto loro, debbono concretizzare l'interesse a questo progetto favorendo l'ingresso di questi paesi nel contesto economico internazionale approfondendo i legami economici e finanziari con quest'area, facendo leva sui fattori di affinità storica e sociale.

Ci sembra di poter affermare che l'esito di questo processo dipenderà in misura diretta dal successo del disegno di Unione Economica e Monetaria dell'Europa oggi in corso.

Tabella 1 - *Finanziamento sul mercato internazionale*

		1983	1984	1985	1986	1987	1988	
Paesi Europa orientale	MDS	1,1	3,3	4,9	3,9	3,7	4,6	
	%	0,7	1,7	1,7	1,0	0,9	1,0	
per memoria								
Paesi OCDE	%	70	75,8	83,3	90,9	89,1	91,5	
PVS	%	23	16,5	9,3	5,1	7	4,9	
Altri	%	6,3	6	5,7	3	3	2,6	
		1989	1990	1991	1992	1993	1994	
Paesi Europa orientale	MDS	4,2	4,3	1,8	1,5	6,4	3,7	
	%	0,9	1,0	0,3	0,2	0,8	0,4	
per memoria								
Paesi OCDE	%	84,2	88,9	88,7	89,6	87,2	88,1	
PVS	%	3,6	6,0	7,6	6,1	8,4	9,0	
Altri	%	11,3	4,1	3,4	4,1	3,6	2,5	
Syndicated credit facilities								
					ex-Cecoslovacchia	0,2	0,3	0,6
					Ungheria	0,9	1,0	0,8
					Polonia	0,3		0,2
					Ex-URSS	0,6	1,3	1,2
Eurobond issues								
					ex-Cecoslovacchia		0,6	0,7
					Ungheria		4,2	2,7

Fonte: OCDE

Tabella 2 - *Posizione delle banche dichiaranti verso i Paesi dell'Europa orientale (milioni di dollari)*

Stock	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Attività (a)	84,6	87,4	98,0	94,5	92,2	95,1	86,8	80,4
Passività	31,9	34,3	34,9	21,0	22,1	30,7	32,5	35,9
Posizione netta	52,7	53,1	63,1	73,5	70,1	64,4	54,3	44,5
Attività totali (b)	4.450	4.626	5.476	6.440	6.324	6.236	6.514	7.103
(a)/(b)	1,90%	1,89%	1,79%	1,47%	1,46%	1,53%	1,33%	1,13%
per memoria								
Attività verso PVS (c)	517	510	498	504	519	566	573	638
(c)/(b)	11,6%	11,0%	9,1%	7,8%	8,2%	9,1%	8,8%	9,0%
(a)/(c)	16,4%	17,1%	19,7%	18,8%	17,8%	16,8%	15,1%	12,6%

Tabella 2.1 - *Flussi annuali*

Flussi annuali (*)	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Europa orientale	9.338	-9.941	-1.496	3.887	-3.827	-13.336
PVS	-13.907	-8.013	9.665	55.233	9.654	54.655

(\*) Aggiustati per le variazioni dei tassi di cambio

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



Tabella 2.2 - Commercial bank claims by country of origin of the bank

	Francia (93 Q1)	Germania (94 Q2)	Italia (93 Q3)	Svizzera (92)	Regno Unito (92 Q4)	USA (94 Q1)	Totale 6 paesi (1)	Totale gen. (2)	(1)/(2)
Totale	77.192	153.830	17.990	23.768	45.553	83.227	401.560	708.264	56,70%
EAP	16.979 22,0%	21.096 13,7%	71 0,4%	2.604 11,0%	6.066 13,3%	14.375 17,3%	61.191	197.559	30,97%
ECA	16.736 21,7%	67.540 43,9%	8.909 49,5%	5.569 23,4%	9.355 20,5%	5.848 7,0%	113.957	156.340	72,89%
LAC	16.592 21,5%	34.282 22,3%	5.060 28,1%	9.498 40,0%	18.061 39,6%	56.000 67,3%	139.493	226.797	61,51%
MENA	15.269 19,8%	14.338 9,3%	677 3,8%	3.164 13,3%	3.425 7,5%	3.696 4,4%	40.569	74.372	54,55%
SA	2.142 2,8%	9.281 6,0%	2.459 13,7%	718 3,0%	1.814 4,0%	1.266 1,5%	17.680	21.770	81,21%
SSA	9.474 12,3%	7.293 4,7%	814 4,5%	2.215 9,3%	6.832 15,0%	2.042 2,5%	28.670	31.426	91,23%

EAP: East Asia Pacific

ECA: Europe Central Asia

LAC: Latina America Caribbean

MENA: Middle East North Africa

SA: South Asia

SSA: Sub Saharan Africa

Tabella 2.3 - (Dettaglio)

	Francia (93 Q1)	Germania (94 Q2)	Italia (93 Q3)	Svizzera (92)	Regno Unito (92 Q4)	USA (94 Q1)	Totale	%ST(*)
Bulgaria	542	2.748	544	248	191	124	4.397	60
Polonia	1.288	5.381	1.225	443	1.000	369	9.706	25
Ungheria	144	3.684	202	63	268	341	4.702	14
	1.974 10,5%	11.813 62,8%	1.971 10,5%	754 4,0%	1.459 7,8%	834 4,4%	18.805	100,0%

(\*) Percentuale di crediti a breve sui crediti totali.

Per memoria, il rapporto medio calcolato per l'aggregato "Europe and Central Asia" (comprendente anche Gibilterra, Grecia, Isola di Man, Malta, Portogallo e Turchia) è pari al 35%.

Fonte: WORLD BANK, *Debtor Reporting System*, 1995.

Tabella 3 - *Flussi finanziari lordi verso i paesi dell'Europa orientale e l'ex-Unione Sovietica*

Tipologia di flusso	1990	1991	1992	1993
Capital markets (a)	4.675 14,9%	1.661 4,6%	1.494 3,0%	6.341 12,8%
FDI (b)	573 1,8%	2.502 6,9%	3.913 7,9%	4.088 8,3%
Totale	5.248 16,8%	4.163 11,4%	5.407 10,9%	10.429 21,1%
Official flows (c)	11.124 35,6%	23.095 63,5%	23.096 46,4%	15.125 30,6%
Totale (a)+(b)+(c)	16.372 52,3%	27.258 74,9%	28.503 57,2%	25.554 51,7%
Special finance (d)	14.917 47,7%	9.128 25,1%	21.296 42,8%	23.844 48,3%
Totale flusso lordo	31.289	36.386	49.799	49.398

(a) Raccolta sul mercato internazionale dei capitali.

(b) Investimenti diretti dall'estero.

(c) Flussi dalle Organizzazioni Internazionali.

(d) Deferrals, rescheduling, cancellation of debt.

Fonte: UNITED NATIONS.

Tabella 4 - *Struttura globale degli investimenti diretti*

	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA, medie annue						
Deflussi totali	39,7	43,2	167,7	187,1	179,4	199,0	233,5
Paesi industriali	39,0	41,4	158,6	177,7	161,4	168,4	197,8
di cui: <i>Stati Uniti</i>	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
<i>Giappone</i>	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
<i>Regno Unito</i>	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
<i>Altri paesi europei</i>	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
Paesi in via di sviluppo <sup>2</sup>	0,8	1,8	9,1	9,5	18,0	30,5	35,7
di cui: <i>Asia</i>	0,1	1,1	7,8	7,2	15,3	26,4	30,2
<i>America Latina</i>	0,2	0,2	0,6	1,3	0,8	2,2	2,9
Afflussi totali	31,8	55,3	152,4	152,0	153,2	177,4	239,7
Paesi industriali	25,3	36,2	126,8	108,7	94,8	96,8	135,1
di cui: <i>Stati Uniti</i>	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
<i>Giappone</i>	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
<i>Regno Unito</i>	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
<i>Altri paesi europei</i>	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5
Paesi in via di sviluppo <sup>2</sup>	6,4	19,1	25,6	43,3	58,4	80,6	104,6
di cui: <i>Cina</i>	-	1,0 <sup>3</sup>	3,1	4,4	11,2	25,8	33,8
<i>Altri paesi asiatici</i>	2,1	4,6	12,1	20,5	26,2	25,5	33,3
<i>America Latina</i>	3,6	5,6	6,6	11,2	12,6	16,1	25,9

<sup>1</sup> Dati provvisori. <sup>2</sup> Europa orientale inclusa. <sup>3</sup> 1982-85.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 5 - *Struttura ed evoluzione dei flussi di capitale verso i paesi non OCSE (miliardi di dollari e quote percentuali)*

	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>1</sup>
Totale finanziamenti esterni	122	151	187	249	256
Capitali pubblici	58	65	51	55	55
Capitali privati	45	59	90	161	156
Banche	19	27	46	33	45
Variazione delle riserve	-4	50	2	51	50
Totale fin. esterni in % del PIL	2,7	3,4	4,2	5,5	5,4
Capitali privati in % del PIL	1,0	1,3	2,0	3,5	3,3

<sup>1</sup> Dati provvisori.

Fonte: WORLD DEBT TABLES 1994-1995

Tabella 6 - *Andamenti del PIL reale*<sup>1</sup>

Paesi	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>
	Variazioni percentuali				
Albania	9,8	-10,0	-27,7	-9,7	11,0
Bulgaria	-1,9	-9,1	-11,7	-5,4	-4,2
Polonia	0,2	-11,6	-7,6	2,6	4,0
Repubblica Ceca	4,5	-1,2	-14,2	-6,6	-0,3
Repubblica Slovacca	1,2	-2,5	-11,2	-6,1	-4,1
Romania	-5,8	-7,4	-15,1	-13,6	1,0
Ungheria	0,7	-3,5	-11,9	-4,5	-1,0
Croazia	-4,4	-9,3	-28,7	-23,6	1,4
Jugoslavia <sup>3</sup>	1,9	-8,4	-11,0	-27,0	-30,0
Ex Repubblica Jugoslava di Macedonia	1,9	-9,5	-10,7	-13,4	-15,2
Slovenia	-1,8	-4,7	-9,3	-6,0	1,0
Media <sup>4</sup>	-0,2	-7,6	-12,5	-8,6	-3,0
Ex-Unione Sovietica <sup>4</sup>	2,5	-2,3	-13,0	-19,1	-12,2
<i>Estonia</i>	3,3	-4,0	-11,3	-19,3	3,0
<i>Lettonia</i>	6,8	2,9	-8,3	-40,0	-3,5
<i>Lituania</i>	1,5	-5,0	-13,1	-35,2	-16,2
<i>Russia</i>	2,0	-2,0	-15,0	-19,0	-12,0
<i>Ucraina</i>	4,1	-3,4	-11,9	-17,0	-14,0
Media totale <sup>4</sup>	1,6	-4,1	-12,8	-15,5	-9,1

<sup>1</sup> Per l'ex Repubblica Jugoslava di Macedonia, prodotto materiale lordo (PML); per la Croazia, PML prima del 1993; per la Jugoslavia, PML prima del 1992; per la maggior parte dei paesi dell'ex-Unione Sovietica, prodotto materiale netto (PMN) prima del 1991 (per la Russia, PMN prima del 1990).

<sup>2</sup> Dati parzialmente stimati.

<sup>3</sup> Serbia e Montenegro.

<sup>4</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1990-91.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 7 - *Inflazione dei prezzi al consumo*

Paesi	1989	1990	1991	1992	1993	1994 1° trim.
Variazioni percentuali annue basate su medie di periodo						
Albania	0,0	0,0	35,5	226	85,2	22,9
Bulgaria	5,6	23,8	339	91,3	72,8	59,8
Polonia	251	586	70,3	43,0	35,3	30,8
Repubblica Ceca	1,4	9,7	56,7	11,1	20,8	10,0
Repubblica Slovacca	1,2	10,4	61,2	10,0	23,2	15,5
Romania	0,8	5,1	166	210	256	265
Ungheria	17,0	28,9	35,0	23,0	22,5	16,8
Croazia	1.200	610	123	666	1.518	629
Jugoslavia <sup>1</sup>	1.265	580	122	8.926	116.540 <sup>2</sup>	
Ex Repubblica Jugoslava di Macedonia	2.763 <sup>3</sup>	608	115	1.691	335	
Slovenia	1.306	550	118	201	32,3	19,9
Estonia	4,7	17,2	211	1.069	89,8	44,1
Lettonia	4,7	10,5	124	951	110	36,2
Lituania	2,1	8,4	225	1.020	410	148
Russia	2,4	5,6	160	1.534	912	737
Ucraina	4,7	10,5	172	926	3.850	4.751

<sup>1</sup> Serbia e Montenegro.

<sup>2</sup> Miliardi per cento.

<sup>3</sup> Dicembre su dicembre.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 8 - Crescita e inflazione

Paesi e regioni	PIL reale				Prezzi al consumo			
	1982-91	1992	1993	1994	1982-91	1992	1993	1994
Variazioni annue percentuali								
Asia <sup>1</sup>	7,0	8,1	8,3	8,3	7,9	8,6	10,4	10,8
Cina	9,3	12,8	13,4	11,8	7,6	8,6	19,8	24,9
India	5,2	4,0	3,8	5,3	8,9	11,8	6,4	9,8
Indonesia	5,4	6,5	6,5	7,3	8,3	7,3	9,5	8,4
Corea	9,5	5,1	5,8	8,4	5,2	6,2	4,8	6,3
Thailandia	8,1	7,6	8,2	8,5	3,7	4,1	3,6	6,3
Taiwan	7,8	6,5	6,3	6,5	1,8	4,7	2,9	4,1
Filippine	1,1	0,6	2,1	4,3	14,5	8,9	7,6	9,1
Malaysia	6,1	7,8	8,3	8,7	2,7	4,8	3,6	3,7
Hong Kong	6,1	6,3	5,8	5,5	7,8	9,6	8,7	8,6
Singapore	6,8	6,0	10,1	10,1	1,8	2,3	2,4	3,6
America Latina <sup>1</sup>	1,7	2,5	3,0	4,5	214,8	384,0	736,8	792,6
Brasile	2,0	-0,8	4,1	5,7	377,2	982,2	1.933,5	2.084,8
Messico	1,2	2,8	0,7	3,5	64,4	15,5	9,8	7,0
Argentina	0,5	8,7	6,0	7,1	453,1	25,0	10,6	4,2
Venezuela	1,9	6,8	-0,4	-3,3	25,1	31,4	38,1	60,8
Cile	3,2	11,1	6,2	4,2	20,5	15,4	12,7	11,4
Economie in trasformazione <sup>1</sup>	0,3	-14,7	-9,6	-10,8	24,9	956,5 <sup>2</sup>	1.097,4 <sup>2</sup>	600,1 <sup>2</sup>
Europa orientale <sup>1</sup>	-1,8	-6,7	-2,2	3,5	59,9	117,8 <sup>2</sup>	142,0 <sup>2</sup>	49,0 <sup>2</sup>
Polonia	0,1	2,6	3,8	5,1	77,7	43,0	35,3	32,2
Repubblica Ceca	-1,2 <sup>3</sup>	-6,4	-0,9	2,6	9,9 <sup>3</sup>	11,1	20,8	10,0
Ungheria	-0,4	-4,3	-2,3	2,0	13,6	23,0	22,5	18,8
Stati baltici <sup>1</sup>	-3,0 <sup>4</sup>	-31,5	-17,0	0,1	24,3 <sup>3</sup>	1.007,6	210,2	51,8
Federazione Russa	-0,4 <sup>3</sup>	-19,0	-12,0	-15,0	19,6 <sup>3</sup>	1.533,2	883,3	302,9
Ucraina	-4,0 <sup>4</sup>	-17,0	-17,1	-23,0	46,6 <sup>4</sup>	925,6	3.849,7	894,6
Africa <sup>1</sup>	2,5	0,4	0,4	2,3	18,8	44,9	37,2	60,5
Africa sub-sahariana <sup>1</sup>	2,3	0,0	0,5	1,6	23,7	42,9	34,3	49,3
Sudafrica	0,9	-2,2	1,1	2,3	14,7	13,9	9,7	9,0
Medio Oriente <sup>1</sup>	1,8	5,1	2,8	1,5	16,7	11,4	11,2	12,5
Arabia Saudita	1,3	2,2	0,5	-2,0	0,0	-0,1	1,0	0,6

Nota: I dati relativi al 1994 sono parzialmente stimati.

<sup>1</sup> Dati ponderati in base al PIL e alle PPA del 1990.

<sup>2</sup> A esclusione di Bosnia-Erzegovina, Serbia e Montenegro.

<sup>3</sup> 1986-1991.

<sup>4</sup> 1989-1991.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 9 - Interscambio dell'Europa orientale<sup>1</sup>

Paesi e aree	Esportazioni			Importazioni			Saldo commerciale		
	1992	1993	1994 <sup>2</sup>	1992	1993	1994 <sup>2</sup>	1992	1993	1994 <sup>2</sup>
	in miliardi di dollari USA								
Europa orientale	52,2	55,9	65,8	54,7	64,4	70,7	-2,5	-8,5	-4,9
Bulgaria	3,9	3,7	4,4	4,4	4,6	4,0	-0,5	-0,9	0,4
Polonia <sup>3</sup>	14,0	13,6	17,0	13,5	15,9	17,8	0,5	-2,3	-0,8
Repubblica Ceca <sup>4</sup>	8,8	13,2	14,3	10,4	12,9	14,7	-1,6	0,3	-0,4
Repubblica Slovacca <sup>4</sup>	3,7	5,5	6,7	3,8	6,4	6,6	-0,1	-0,9	0,1
Romania	4,4	4,9	5,9	5,8	6,0	6,3	-1,4	-1,1	-0,4
Slovenia	6,7	6,1	6,8	5,9	6,3	7,0	0,8	-0,2	-0,2
Ungheria	10,7	8,9	10,7	10,9	12,3	14,3	-0,2	-3,4	-3,6
<i>Per memoria:</i>									
CSP <sup>5</sup>	26,7	29,3	37,7	24,7	26,0	28,5	2,0	3,3	9,3

<sup>1</sup> In base alle statistiche doganali (f.o.b./f.o.b.).

<sup>2</sup> Dati parzialmente stimati.

<sup>3</sup> Soltanto valute convertibili, su una base di bilancia dei pagamenti.

<sup>4</sup> Per il 1992, escluso il commercio bilaterale fra le Repubbliche Ceca e Slovacca.

<sup>5</sup> In base alle statistiche commerciali dei paesi OCSE. Escluso il commercio con la Finlandia.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 10 - Saldi di bilancio delle Amministrazioni Pubbliche

Paesi	1989	1990	1991	1992	1993
	in percentuale del PIL				
Albania	-5,5	-3,7	-43,7	-21,8	-15,5
Bulgaria	-3,7	-8,5	-4,1	-6,2	-9,1
<i>Compresi interessi arretrati sul debito estero</i>					
	-1,4	-12,7	-14,7	-14,0	-13,5
Polonia	-7,4	3,5	-6,2	-6,8	-4,1
Repubblica Ceca*		-0,2	-2,1	-0,2	0,1
Repubblica Slovacca*	-0,6	-0,2	-3,8	-3,1	-6,9
Romania	8,4	1,0	0,6	-5,5	-4,6
Slovenia	0,3	-0,3	2,6	0,3	0,5
Ungheria	-1,3	0,4	-4,6	-7,5	-5,8

\* Amministrazione centrale.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.

Tabella 11 - Indicatori di trasformazione economica

Paesi	Quota del settore privato sul PIL	Crescita delle esportazioni (in dollari USA)		Investimenti diretti esteri		Bilancia delle partite correnti <sup>1</sup>		Tassi di cambio effettivi reali <sup>2</sup>
		1994	1991-93	1994	1990-94	1994	1993	1994
	in percentuale			in mdi di \$ USA	in percentuale del PIL		Variazioni percentuali	
Bulgaria	27	-11	17	0,2	0,5	-9,9	1,5	60
Polonia	56	-1	20	3,2	1,1	-2,7	-1,0	68
Repubblica Ceca	70	15 <sup>3</sup>	8	3,0	2,4	1,4	0,8	28
Repubblica Slovacca	58	9 <sup>3</sup>	23	0,6	1,5	-6,2	-1,5	24
Romania	35	-15	23	1,3	1,8	-4,5	-0,9	-9
Ungheria	50	-9	20	6,8	2,9	-9,0	-9,5	32
Croazia	50	-27 <sup>4</sup>	9	0,2	0,7	1,9	0,7	-9
Slovenia	30	0 <sup>4</sup>	12	0,4	0,5	1,2	3,4	-17
Estonia	56	-56	66	0,5	8,0	1,9	-5,8	208
Lettonia	55	-85	-1	0,2	1,9	8,3	0,0	156
Lituania	50	-81	5	0,1	0,7	-6,2	-5,1	-2
Federazione Russa	62	-38 <sup>5</sup>	8 <sup>5</sup>	2,8	0,4	1,0 <sup>5</sup>	0,0 <sup>5</sup>	-51
Ucraina	38	-71	-20	0,5	0,3	-2,7	-8,4	-82

Nota: i dati relativi al 1994 sono parzialmente stimati.

<sup>1</sup> Per Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Slovenia e Ungheria, solo valute convertibili.

<sup>2</sup> In termini di prezzi relativi al consumo; per Croazia, Stati baltici e Ucraina, tassi di cambio nei confronti del dollaro USA.

<sup>3</sup> Esclusi gli scambi bilaterali fra Repubblica Ceca e Repubblica Slovacca.

<sup>4</sup> Escluse le esportazioni verso la ex-Iugoslavia.

<sup>5</sup> Escluse le transazioni con i paesi della CSI.

Fonte: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 1995.



Tabella 12 - Stadi di sviluppo economico (prodotto lordo pro capite in US\$, 1993)

Stadio 1: Pre Take off (prodotto pro capite < 400 US\$)	
Vietnam	200
Bangladesh	206
India	364
Stadio 2: Take off (prodotto pro capite tra 400 e 2000 US\$)	
China*	419
Pakistan	461
Russia**	546
Zimbabwe	612
Indonesia	742
Egitto	790
Filippine	806
Marocco	1.034
Perù	1.134
Giordania	1.250
Colombia	1.562
Tunisia	1.741
Stadio 3: Verso la maturità industriale (prodotto pro capite tra 2.000 e 11.000 US\$)	
Tailandia	2.037
Polonia	2.200
Turchia	2.300
Botswana	2.676
Sudafrica	2.759
Venezuela	2.812
Brasile	2.906
Repubblica Ceca	3.075
Cile	3.178
Malesia	3.304
Ungheria	3.420
Messico	4.403
Grecia	7.350
Argentina	7.611
Portogallo	7.618
Corea	8.651
Taiwan	10.500

Stadio 4: Era del consumo di massa (prodotto pro capite tra 11.000 e 22.000 US\$)

Spagna	12.328
Nuova Zelanda	12.486
Irlanda	12.514
Australia	15.686
Finlandia	16.176
Regno Unito	18.060
Hong Kong	18.294
Canada	18.614
Italia	18.950
Singapore	19.687
Olanda	20.217
Belgio	20.575

Stadio %: Ricerca della qualità (prodotto pro capite > 22.000 US\$)

Germania	22.030
Svezia	22.236
Francia	22.640
Austria	22.801
Norvegia	23.928
USA	24.720
Danimarca	26.104
Giappone	29.860
Svizzera	33.525

\* Media di Shenzhen e Shanghai

\*\* Stima provvisoria

Fonte: BARING SECURITIES

Tabella 13 - Mercato azionario e indicatori economici in Ungheria e Polonia

Ungheria	1991	1992	1993	1994
Capitalizzazione di mercato (US\$m)	504,4	597,5	888,7	1.940
(%GDP)	1,5%	1,6%	2,3%	4,9%
Imprese quotate	20	23	28	40
Rapporto Prezzo/Utili	nd	nd	15,5	10,5
Valore dell'indice (fine anno)	808,76	796,48	1.228,72	1.650
Cambio (per US\$)	75,74	78,99	91,93	106
Prodotto Interno Lordo (US\$mld)	32,7	36,5	38,1	39,7
Popolazione	10.335	10.337	10.310	10277
Disoccupazione (%)	7,5	12,7	12,6	11,4
Produzione industriale (variaz.)	-18,4	-9,7	4	8
Inflazione (prezzi al consumo)	35	23	22,5	21
Tasso di interesse sui prestiti	35,5	28,8	25,6	25
Tasso di interesse sui depositi	31,1	17,6	17,2	17,5
Partite correnti (US\$m)	267	324	-3.455	-3.500
Riserve ufficiali (US\$m)	4.017	4.381	6.736	6.600
Debito estero netto (US\$m)	14.555	13.276	14.927	17.500
Deficit P.A. (%PIL)	2,1	6,1	5,9	7,9
Polonia				
Capitalizzazione di mercato (US\$m)	99	219	2.752	3.430
(%PIL)	0,1%	0,3%	3,2%	3,8%
Imprese quotate	9	16	22	40
Rapporto Prezzo/Utili	4	3,7	20,9	13,8
Valore dell'indice (fine anno)	919	1.040	12.439	9.565
Cambio (per US\$)	10.450	15.449	21.079	24.095
Prodotto Interno Lordo (US\$mld)	76,7	83,8	85,5	90,5
Popolazione	38.365	38.459	38.559	38.700
Disoccupazione (%)	11,8	13,6	15,7	17
Produzione industriale (variaz.)	-11,9	3,9	6,2	7
Inflazione (prezzi al consumo)	60	44	38	28
Tasso di interesse (rifinanziamento)	54	39	35	32
Partite correnti (US\$m)	-1.400	-300	-2.300	-2.500
Riserve ufficiali (US\$m)	3.600	4.100	4.300	7.000
Debito estero netto (US\$m)	48.400	47.000	47.300	43.000
Deficit P.A. (%PIL)	3,8	6	2,9	4,1

Fonte: BARING SECURITIES

Tabella 14 - *Il processo di riforma nei sistemi bancari dei paesi dell'Est*

	Europa centro-orientale	ex-Unione Sovietica
1. Sistema bancario ben funzionante	–	–
2. Progressi sostanziali nelle riforme	Croazia Rep. Ceca Ungheria Polonia Slovacchia Slovenia	Estonia Lettonia
3. Progressi minori	Albania Bulgaria Macedonia	Lituania Kyrgyzstan Moldavia Russia
4. Piccoli progressi		Armenia Azerbaijan Bielorussia Georgia Kazakistan Tajikistan Turkmenistan Ucraina Uzbekistan

1. Corretto funzionamento della concorrenza tra intermediari ed efficace sistema di supervisione prudenziale.
2. Progressi sostanziali nella ricapitalizzazione del sistema bancario e nei controlli interni alle banche; presenza significativa di banche private; piena liberalizzazione dei tassi di interesse; modesta discrezionalità nell'accesso al finanziamento agevolato.
3. Controllo dei tassi di interesse e dell'allocazione del credito.

Fonte: THE BANKER, aprile 1995.

Tabella 15 - Presenza bancaria internazionale nei paesi dell'Est

Banche/paesi	Bi	Bu	Cr	RC	Es	Un	Kaz	Kir	Let	Lit	Mol	Pol	Rom	Rus	Sl	Slo	Ukr	Yug
ABN/AMRO	R		S	S	S	B						JV	B	S			R	
Bankaustria			S		JV									B		S		
Paribas			R		R										R			
Barclays			B		B							B						
Bayerische	S		B,R		S							B		JV,R				
BNP/Dresdner	R		JV		JV	R			R			JV	JV	B			R	
Chase M.			R											B				
Chemical			R										B	JV				
Citibank			S		S	R						S		S	R			
Commerzbank			B		S							R,E	R					
C. Lyonnais			S		S							E,JV	R	R	S		B	
Creditanstalt	R	S	B,S		B,S							B,S	S	JV,S	B,S	B,S		
CSFB			S		S							S		S				
Daiwa					S													
Deutsche B.			B		R							R		R				
Girocredit			S									E			JV			
Hypo Bank			S		S										R			
Ing Bank	B		B		S							B	B	S	B			
Kleinwort B.												JV		R				
Morgan Gr.												R		JV				
Morgan St.														S				
RZB	E		S		JV							JV			JV			
Salomon B.			S		S													
San Paolo B.					JV										R			
Société Gen.	R		JV		JV							B	B	S				
SG Warburg												R		R				

Legenda:

B: filiale

E: partecipazione azionaria

JV: joint venture

R: ufficio di rappresentanza

S: sussidiaria

Paesi:

Bi: Bielorussia

Lit: Lituania

Bu: Bulgaria

Mol: Moldavia

Cr: Croazia

Pol: Polonia

RC: Repubblica Ceca

Rom: Romania

Es: Estonia

Rus: Russia

Hun: Ungheria

Sl: Slovacchia

Kaz: Kazakistan

Slo: Slovenia

Kir: Kirghizstan

Ukr: Ucraina

Let: Lettonia

Yug: Jugoslavia

Fonte: CENTRAL EUROPEAN, maggio 1995.



TIBOR PALÁNKAI

**L'allargamento dell'UE verso Est:  
gli aspetti monetari e finanziari.  
Il caso ungherese**

*1. Introduzione*

L'Ungheria deve affrontare il compito difficile e complesso di modernizzare, trasformare (principalmente la transizione verso il mercato e il processo di privatizzazione) e integrare a livello internazionale la propria economia, procedendo in modo parallelo e sequenziale allo stesso tempo. Questi processi sono interdipendenti e si condizionano l'un l'altro in modo complesso. Va aggiunto che il paese sta affrontando la stabilizzazione della propria economia a breve e medio termine, e si presume riuscirà a superare l'attuale "recessione dovuta alla trasformazione", che è risultata più grave e più lunga di quanto previsto. Solo ampi cambiamenti strutturali e tecnologici possono portare la definitiva stabilità, a lungo termine. La transizione verso il mercato e le privatizzazioni realizzate con successo stanno avviando l'economia verso la stabilizzazione, ma il consolidamento a lungo termine può essere raggiunto solo attraverso la trasformazione verso una economia di mercato efficiente.

L'integrazione al mercato europeo è un presupposto per la nostra modernizzazione; la creazione di una moderna economia di mercato è una condizione per il reinserimento nella economia di mercato internazionale, in generale, e per l'adesione all'UE, in particolare (criteri di Copenaghen). Noi consideriamo l'UE come

---

“ancora” per la modernizzazione dell’Ungheria, ma l’integrazione presuppone una lunga preparazione e aggiustamenti globali a livello economico, sociale e istituzionale.

L’Ungheria ha mosso i primi passi verso la normalizzazione delle relazioni con l’UE già a metà degli anni ’80. È stata la prima a firmare un Accordo sul Commercio e la Cooperazione, nel giugno del 1988; questo accordo, eliminando le quote (circa 2000) e i trattamenti speciali discriminanti, ha messo il paese in posizione di parità rispetto agli altri paesi industrializzati. Dopo i cambiamenti rivoluzionari del 1989, la prima offerta ufficiale di associazione con “ognuna delle nazioni dell’Europa centrale e orientale” è venuta dal summit del Consiglio dell’UE di Dublino, il 29 aprile 1990. Più tardi, il termine di “Accordi europei” è stato introdotto per sottolineare l’importanza e il carattere specifico di queste associazioni; i primi tre accordi con Polonia, Repubblica Federale Cecoslovacca (RFCS) e Ungheria sono stati firmati il 16 Dicembre 1991. Accordi analoghi sono stati conclusi con Bulgaria, Romania, i tre Stati Baltici e Slovenia.

Ungheria e Polonia hanno presentato la loro richiesta di adesione all’UE nell’aprile del 1994. La Romania le ha seguite nel maggio del 1995.

L’integrazione europea dell’Ungheria ha implicazioni finanziarie e di bilancio che a propria volta sono destinate a generare una serie molto ampia di effetti. Il collasso delle economie dei paesi PECO e la recessione senza precedenti si associano agli alti costi di trasformazione; ne derivano una serie di vincoli finanziari alla ripresa (tassi d’interesse reali estremamente elevati, incremento dei crediti incagliati nei bilanci delle banche, indebitamento crescente delle società, deficit di bilancio, etc.).

In Ungheria, secondo l’Istituto di Ricerca sulle Privatizzazioni, le perdite globali imputabili alla trasformazione del sistema hanno raggiunto il livello di circa 5.000 miliardi di fiorini ungheresi (50 miliardi di dollari) tra il 1989 e il 1992; questo costo corrisponde al 15-20% circa del prodotto interno lordo<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Figyeló, 1° ottobre, 1992



I problemi finanziari in molte nazioni sono aggravati dall'*eredità del debito pubblico*. In alcuni paesi (Ungheria, Polonia o Bulgaria), era estremamente alto anche il livello dell'indebitamento internazionale.

L'elevato indebitamento produce oneri che rendono difficile il governo dell'economia, in parte perché un elevato ammontare di risorse finanziarie viene assorbito per il servizio del debito e in parte perché l'elevato indebitamento riduce la capacità di credito di questi paesi e la capacità di attrarre investimenti diretti esteri.

Nessuno ha messo in dubbio la necessità di fornire un aiuto finanziario ai paesi PECO per sostenere i loro sforzi di stabilizzazione e trasformazione. La possibilità di un "*Piano Marshall*" per l'Europa orientale ha cominciato ad essere discussa già nell'autunno del 1989. Fino ad ora questi progetti non si sono concretizzati e le possibilità che ciò avvenga restano limitate anche per il futuro, a causa:

- della mancanza dei necessari surplus dei paesi occidentali (in quattro anni, dall'inizio del Piano Marshall, gli Stati Uniti trasferirono ogni anno circa l'1% del proprio PIL, che equivarrebbe oggi a circa 100 miliardi di dollari annui da parte dei paesi OCSE - obiettivo totalmente irrealistico nelle presenti condizioni);
- del limitato interesse strategico per il consolidamento dei paesi PECO (almeno, interesse minore rispetto a quello degli Stati Uniti per l'Europa occidentale dopo la guerra, o anche durante la guerra del Golfo nel 1990);
- del fatto che le caratteristiche del processo (struttura delle economie, capacità di assorbimento del debito, etc.) sono diverse rispetto a quelle sperimentate nel dopoguerra in Europa occidentale.

Se il principio che fosse necessario aiutare i paesi PECO è stato ampiamente accettato, non altrettanto può dirsi circa il volume, le proporzioni, la direzione, gli obiettivi e le condizioni di tale assistenza. Per quanto riguarda questi aspetti, i paesi occidentali mantengono punti di vista diversi.

Gli esperti sono d'accordo sul fatto che è *difficile realizzare trasferimenti di risorse dall'Ovest* in misura corrispondente ai bi-

---

sogni dei paesi PECO per sostenere il processo di stabilizzazione, trasformazione e modernizzazione. Infatti, questi paesi corrono il pericolo di un crescente indebitamento (dovuto a deficit di bilancio, finanziamento della ricostruzione con risorse provenienti dall'esterno, deficit nella bilancia commerciale) che urta con il vincolo di non incrementare il costo del servizio del debito estero.

Si deve aggiungere che l'Ungheria e gli altri paesi PECO sono stati colpiti da "shock esterni" durante gli ultimi anni. La guerra del Golfo è costata all'Ungheria almeno mezzo miliardo di dollari e fino alla fine del 1994, le perdite dell'Ungheria, dovute all'embargo della Jugoslavia, sono ammontate a circa 1,5 miliardi di dollari, senza alcuna speranza di compensazione, anche parziale. Perdite simili sono state registrate anche da Romania e Bulgaria. Internamente, l'agricoltura ungherese è stata colpita da due calamità negli ultimi tre anni, che hanno portato a perdite per circa 150 miliardi di fiorini ungheresi (quasi 1,5 miliardi di dollari).

## 2. *L'assistenza finanziaria ai paesi PECO e la cooperazione monetaria nel quadro degli Accordi europei*

In passato, tutti gli Accordi di associazione siglati dall'UE, in particolare con i paesi in via di sviluppo, hanno previsto qualche forma di aiuto; gli *impegni finanziari* previsti dagli Accordi europei con i paesi PECO risultano invece essere *modesti e indistinti*. Essi si limitano, per l'essenziale, al programma PHARE. Come è scritto nell'Accordo europeo con l'Ungheria, la cooperazione finanziaria consiste nell'impegno della Comunità a "partecipare a programmi di promozione dello sviluppo delle infrastrutture ungheresi e della stabilizzazione e ricostruzione dell'economia ungherese sotto forma di donazioni e prestiti". Attraverso PHARE, l'Ungheria ha ottenuto circa 500 milioni di ECU tra il 1990 e il 1994, e 400 milioni di prestiti in ECU dalla BEI per le infrastrutture e il sostegno alle piccole imprese. Nel 1990-1991, ci sono stati due finanziamenti di circa 1 miliardo di ECU sotto forma di prestiti ponte per stabilizzare la bilancia dei pagamenti ungherese. Questi trasferimenti finanziari costituiscono meno

dello 0,5% del PIL ungherese, e meno di 1/10 di quanto ricevuto dal Portogallo o dalla Grecia.

Sotto molti punti di vista, questi Accordi presentano quindi limiti molto seri; nell'ambito di Accordi di questo genere, i trasferimenti finanziari ad essi collegati sono chiamati a svolgere una funzione di rilievo dal punto di vista della compatibilità economica, soprattutto come compensazione di perdite sofferte in altri settori.

L'esperienza storica suggerisce che quando gli accordi di libero scambio sono siglati tra paesi con diverso livello di sviluppo, essi conducono a deficit nella bilancia commerciale di quelli meno sviluppati. Ciò è confermato dai recenti sviluppi e dal fatto che le bilance commerciali tra l'UE e i nuovi associati PECO stiano peggiorando rapidamente. L'UE ha avuto un deficit commerciale con l'Est fino al 1990, che variava tra 2,5 miliardi di ECU (nel 1984) e 0,6 miliardi di ECU (nel 1989). Poi la bilancia è passata da un deficit di 1 miliardo di ECU nel 1990 ad un surplus dell'UE di 1,4 miliardi di ECU nel 1991, 2,5 miliardi di ECU nel 1992 e 5,7 miliardi di ECU nel 1993. Il rapido aumento di questo surplus pone un punto interrogativo sulla generosità di questi Accordi di associazione.

Lo stesso andamento è stato sopportato dalla evoluzione del commercio tra l'Ungheria e l'UE.

Tabella 1 - *Commercio estero ungherese con l'UE (in milioni di dollari)*

	Importazioni	Esportazioni	Saldo commerciale
1981	2.075,4	1.442,4	-633,0
1985	1.711,3	1.295,0	-416,3
1989	2.557,1	2.384,3	-172,8
1990	2.683,4	3.088,7	+405,3
1991	4.681,8	4.659,4	-22,4
1992	4.734,1	5.326,7	+592,6
1993	5.039,8	4.145,7	-894,1
1994	6.599,9	5.456,6	-1.143,3

Fonte: BANCA NAZIONALE UNGHERESE (BNU), *Rapporto Annuale*, 1993 e 1994.

---

In effetti, si deve notare che gli sviluppi commerciali spettacolari possono essere soprattutto attribuiti all'apertura delle frontiere e alla liberalizzazione economica del 1989-91, prima che gli Accordi europei fossero siglati. Sebbene gli Accordi di associazione prevedano un periodo (3-5 anni) transitorio (finora solo il 25% circa delle importazioni ungheresi dall'UE è stato liberalizzato e l'Ungheria è obbligata ad iniziare il proprio programma di liberalizzazione solo dal 1995), non sono senza fondamento i timori sul fatto che i deficit possano in futuro crescere ancora più rapidamente, quando gli Accordi entreranno pienamente in vigore. In queste circostanze, gli Accordi di associazione sembrano dare migliori opportunità all'UE per l'espansione delle esportazioni che non ai paesi PECO. Gli Accordi possono esporre i paesi PECO, senza più una effettiva protezione della loro economia, alla competizione internazionale con esiti distruttivi. Essi non offrono alcuna compensazione, in termini finanziari, a questi squilibri. Alcuni economisti polacchi hanno calcolato che, prima che siano trascorsi dieci anni dalla firma dell'Accordo, ogni dollaro di output industriale extra ottenuto in Polonia genererà 2,26 dollari di nuove importazioni provenienti dalla UE, portando ad un peggioramento del deficit commerciale di 322 milioni di dollari all'anno<sup>2</sup>.

Conclusioni analoghe valgono per l'Ungheria. Come l'economista ungherese György Csáki ha fatto notare: "In base all'esperienza, all'inizio della modernizzazione, l'afflusso di capitali di solito non copre i deficit della bilancia commerciale, perciò, in principio, l'indebitamento dovrebbe aumentare (secondo stime di esperti, in Ungheria, l'inizio della modernizzazione condurrebbe a un deficit commerciale consolidato di 15 miliardi di dollari in 10 anni)"<sup>3</sup>.

Si dovrebbe aggiungere che la *modernizzazione* in se stessa *richiederebbe sostanziali trasferimenti di risorse nette sufficienti*, sia in termini di aiuto diretto che in forma di investimenti privati. "Secondo l'esperienza internazionale diffusa, un processo di modernizzazione per decollare richiede di essere sostenuto da

<sup>2</sup> The Economist, 13 marzo 1993

<sup>3</sup> Népszabadság, 29 giugno 1993

almeno tre condizioni internazionali cruciali: (a) prevedibile sviluppo nel medio termine dei principali partner economici; (b) notevole trasferimento di risorse nette alle economie in via di modernizzazione; (c) libero accesso ai principali mercati sui quali può fondarsi la crescita orientata all'exportazione"<sup>4</sup>.

Va sottolineato che la stabilizzazione e la modernizzazione delle economie dei paesi PECO dovrebbero basarsi su risorse e sforzi interni e sulla affermazione di regole di mercato. Ciò significa che le fonti esterne dovrebbero essere attratte principalmente su basi commerciali (investimenti diretti di capitale) e che l'integrazione dovrebbe essere guidata dal settore privato. L'aiuto finanziario, comunque, può svolgere un ruolo importante, in particolare, quando compensa perdite di mercato in alcuni settori o finanzia progetti (per esempio quelli in infrastrutture), che costituiscono un presupposto per sostenere qualunque processo di integrazione.

È particolarmente scoraggiante il fatto che, a causa delle crescenti difficoltà di bilancio dei paesi dell'UE, le risorse per aiutare i paesi PECO sembrano destinate a restare limitate.

Sfortunatamente, la maggior parte dei paesi dell'UE ha bilanci pubblici in deficit e le prospettive per il futuro non indicano alcun cambiamento fondamentale. Infatti uno dei grandi punti interrogativi da cui dipende il futuro stesso del processo di unificazione europea è: come potrà l'UE *far fronte ai propri problemi di bilancio*, sia a livello nazionale che a livello di Unione? Circa la metà delle spese del bilancio della Comunità è ancora destinata al sostegno dell'agricoltura; il finanziamento della PAC è stato fonte di tensioni fin dagli inizi. La PAC è un tipico esempio di "politiche strutturali negative" (elevati sussidi e protezione); riforme radicali sono attese nel settore solo per un futuro non vicino.

I problemi di bilancio potrebbero essere aggravati ulteriormente dalle decisioni di Maastricht. A causa della mancanza della

<sup>4</sup> INOTAI A., *Western Economic Assistance to Central and Eastern Europe (a hungarian view)*. Paper per la Conferenza Internazionale: International Aid to central and eastern Europe: Wishes and Facts. Budapest 14-15 giugno 1993, p. 3.

---

desiderabile flessibilità dei prezzi e mobilità dei fattori produttivi (principalmente il lavoro), la gestione dei possibili "shock" regionali e settoriali potrebbe richiedere una sostanziale redistribuzione delle risorse di bilancio, poiché altrimenti l'intero piano dell'UEM rischierebbe di essere messo in pericolo. In queste condizioni l'UE può facilmente restare intrappolata in continue dispute e tensioni di bilancio, e questo può influenzare profondamente la sua volontà e capacità di fornire aiuto ai paesi PECO.

I presenti Accordi europei prevedono misure limitate per sostenere il consolidamento e l'aggiustamento; essi sono particolarmente deludenti per quanto concerne il trasferimento di risorse. Infatti quando sono stati negoziati non c'era alcun impegno dell'UE ad accettare questi paesi come membri; gli Accordi miravano fondamentalmente ad aiutare il processo di trasformazione in questi paesi. Ora, alla luce dell'ultima recessione, che è risultata particolarmente grave, si deve comprendere che i costi di questo processo di stabilizzazione e trasformazione sono stati sottostimati. Entrambe le parti sono consapevoli che qualcosa andrebbe fatto, ma gli Accordi di associazione nella loro forma attuale offrono, da un punto di vista legale, possibilità abbastanza limitate di iniziativa.

È considerato un miglioramento troppo modesto il fatto che, secondo le decisioni del Consiglio europeo prese a Cannes nel giugno 1995, ai paesi PECO associati e agli Stati Baltici siano stati promessi 6,7 miliardi di ECU per i prossimi 5 anni a titolo di aiuto finanziario, in confronto ai 4,7 miliardi di ECU offerti ai paesi mediterranei e ai 13,3 miliardi di ECU offerti ai 70 paesi della Convenzione di Lomé.

Grave limite degli Accordi europei va individuato nel fatto che *nessun provvedimento in campo monetario* sia stato definito; aiuti finanziari potevano essere previsti per promuovere la convertibilità delle valute. Occorre ricordare che gli accordi di Maastricht sono stati siglati cinque giorni dopo la firma dell'adesione dei primi tre paesi dell'Europa centrale. Sebbene il problema monetario sia stato trascurato a quel tempo per diverse ragioni, ora risulta sempre più urgente stabilire, in dettaglio, come collegare i paesi PECO associati ai futuri meccanismi monetari

dell'UE, chiarendo quali saranno le implicazioni per essi dell'introduzione nell'UE della moneta unica negli anni a venire. Nel lungo termine, la graduale stabilizzazione monetaria sarebbe desiderabile, in particolare per fronteggiare e controllare l'inflazione. La piena adesione in prospettiva implica la partecipazione all'UEM; per raggiungere questo obiettivo, è necessario sviluppare, gradualmente, la cooperazione monetaria (in una prima fase, probabilmente, nell'ambito dello SME). A questo fine è necessaria la disponibilità di fondi in aggiunta a quelli previsti per il sostegno al bilancio (come per esempio il fondo di stabilizzazione monetaria). Probabilmente potrebbe rivelarsi sufficiente un contributo di modeste dimensioni da parte dell'UE per sostenere la stabilizzazione.

Costituisce, comunque, un importante progresso il fatto che, sulla base della nuova legislazione valutaria dell'estate 1995, il FMI abbia riconosciuto al fiorino ungherese lo status di valuta convertibile (secondo gli otto articoli del FMI sulla convertibilità per le partite correnti); altrettanto dicasi per lo zloty polacco e la corona ceca. Attraverso una ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitale, l'Ungheria può raggiungere i requisiti di convertibilità dell'OCSE, al momento di entrare nell'organizzazione nel 1996. La *convertibilità* delle valute nazionali è un *prerequisito per qualsiasi forma di integrazione monetaria* nell'UE.

### 3. *Possibile adesione dei paesi PECO e relative implicazioni finanziarie*

Non deve assolutamente sorprendere, in queste circostanze, che l'Ungheria e gli altri paesi PECO insistano per aderire in tempi brevi all'UE, perché questa è l'unica speranza che essi hanno di ottenere trasferimenti finanziari più ampi. Infatti, nel quadro degli attuali Accordi europei emerge, come molti esperti dei paesi PECO percepiscono, che sarebbe più efficace un aggiustamento sviluppato autonomamente al proprio interno dai paesi PECO. La maggior parte delle conseguenze negative dell'adesione può essere affrontata attivando i meccanismi del libero mercato. Limitata risulta la possibilità di bilanciare queste stesse

---

conseguenze negative con misure compensative negoziate con l'UE.

Le condizioni finanziarie della futura adesione dei paesi PECO, comunque, dipendono da diversi fattori.

Se si assume che non si verifichi nessun cambiamento nello scenario attuale, per quanto concerne le disponibilità di bilancio, le prospettive dell'adesione dei paesi PECO appaiono abbastanza critiche. Nelle presenti condizioni, i paesi PECO possono rappresentare un *onere insopportabile per il bilancio* dell'UE; la loro adesione può anche scontrarsi con alcuni interessi regionali. Le nazioni dell'UE meno sviluppate come la Spagna, il Portogallo e la Grecia sono preoccupate del fatto che una parte degli aiuti economici che esse si aspettavano di ottenere, potrebbe invece andare ai paesi PECO. Va aggiunto che ci sono anche impegni finanziari a favore di paesi meno sviluppati al di fuori dell'Europa, in particolare per i paesi firmatari della Convenzione di Lomé. I paesi PECO possono attirare gli investimenti esteri, sottraendoli ai paesi membri meno sviluppati.

Il Centre for Economic Policy Research (CEPR) ha calcolato che se i quattro paesi (di Visegrad) aderissero in tempi brevi all'UE, potrebbero diventare ricevitori netti di fondi per un ammontare di circa 13-14 miliardi annui di ECU, e "costituirebbero nuovi membri con un costo proibitivo". Secondo la rivista *The Economist* i trasferimenti di bilancio, se i paesi PECO fossero membri, ammonterebbero ad un valore compreso tra i 6 e i 10 miliardi di dollari all'anno e questo aumenterebbe del 14-20% il bilancio di parte corrente dell'UE. "Le somme in gioco fanno sì che gli Stati che sono già membri dell'UE abbiano interesse a tenere fuori i paesi dell'Europa centrale. I paesi ricchi — Germania, Danimarca e Olanda — rifiutano di aumentare il loro contributo al bilancio comunitario. Quelli poveri — Spagna, Grecia, Portogallo e Irlanda — non desiderano dividere con altri i sussidi che ricevono"<sup>5</sup>.

Richard E. Baldwin stima che l'adesione dei quattro paesi di Visegrad aumenterebbe le spese di bilancio dell'UE di 63,6 mi-

<sup>5</sup> *The Economist*, 13 marzo 1993



liardi di ECU all'anno<sup>6</sup>. C'è comunque ampio accordo tra gli esperti orientali e occidentali sul fatto che i calcoli di Baldwin sovrastimino ampiamente l'impatto che l'adesione dei paesi PECO avrebbe sul bilancio europeo. Secondo Bertrand Saint-Aubin, economista del Ministero dell'Economia francese, il bilancio dell'UE crescerebbe solo del 24%, se i sei associati aderissero all'UE nel 1995. Nel 2010, ciò significherebbe un aumento solo del 14%. La quota dell'Ungheria nel bilancio dell'Unione sarebbe circa del 2% in entrambi i casi<sup>7</sup>.

A causa del livello relativamente alto degli aiuti concessi all'agricoltura nell'UE, i paesi PECO, in quanto produttori agricoli, costituiscono una seria minaccia anche per la PAC. L'accesso dei paesi PECO all'UE, perciò, "determinerebbe sicuramente una sovrapproduzione e il collasso del bilancio europeo una volta per tutte, a meno che sia realizzata una riforma innovativa, necessariamente dolorosa, della politica agricola comune"<sup>8</sup>.

Qualora fossero realizzate *delle riforme di bilancio* e in particolare le proposte di riforma di MacSharry, e se i sistemi di sostegno dei prezzi fossero sostituiti da sistemi di sostegno diretto dei redditi, ciò potrebbe ridurre in termini sostanziali (in particolare in termini relativi) il peso della PAC sul bilancio. Il limite superiore dell'1,27% del PIL potrebbe essere aumentato e potrebbero essere perfino create nuove "risorse proprie". La crescita economica potrebbe accelerare, e questo a sua volta potrebbe automaticamente portare entrate più elevate anche nelle presenti condizioni. Ma tutte queste possibilità sono solo ipotetiche; se una riforma del bilancio comunitario sarà decisa, ciò, con elevata probabilità, avverrà per ragioni interne (salvare l'UEM), piuttosto che per aumentare le risorse disponibili per aiutare i nuovi paesi associati.

La possibilità di aumentare i trasferimenti finanziari ai paesi PECO avrebbe maggiori chance probabilmente solo in speciali

<sup>6</sup> RICHARD E. BALDWIN, *Toward Integrated Europe*, 1994.

<sup>7</sup> Le Monde citato da Világgazdaság, 30 giugno 1995.

<sup>8</sup> B. BOLLAERT, *CEE-pays de l'Est: le frein de la crise*, Le Figaro, 17 marzo 1993.

---

(straordinarie) circostanze (turbolenze nell'Est che minacciassero la sicurezza dell'intero continente o generassero il pericolo di un maggior numero di profughi). Tale scenario non può essere totalmente escluso, ma c'è la viva speranza che non si realizzi.

Anche la possibilità di stabilire soluzioni-ponte dovrebbe essere seriamente presa in considerazione. Ci sono dei precedenti che dimostrano la possibilità di concedere aiuti a paesi non ancora membri (Spagna e Portogallo). Nel caso dei paesi PECO questa soluzione risulterebbe particolarmente opportuna. La nozione di "preparazione" prima del "periodo di transizione" potrebbe essere discussa (si veda il precedente turco) e potrebbero essere decise alcune poste di bilancio ad hoc.

Si deve sottolineare che, se vogliamo essere realistici, i trasferimenti finanziari verso i paesi PECO dovrebbero basarsi su *interessi reciproci e comuni*, in senso lato. Questi trasferimenti dovrebbero corrispondere al principio della "esternalità", che significa che i costi e i benefici in un settore determinano uno spill over positivo su altri settori. È chiaro che un miglioramento delle reti di comunicazione e di trasporto tra Praga e Budapest è interesse della Repubblica Ceca e dell'Ungheria, ma da tale miglioramento può trarre beneficio l'intera UE. I finanziamenti dovrebbero essere concentrati, in larga misura, sui progetti e sui settori, ove lo sviluppo dei paesi PECO corrisponde in qualche misura agli interessi dei paesi dell'UE, sia che riguardino le infrastrutture (Reti Transeuropee o Paneuropee), la protezione dell'ambiente o il sostegno delle politiche sociali (riqualificazione dei disoccupati, che potrebbe interessare investitori stranieri o evitare indesiderati flussi migratori di lavoratori). In generale, il consolidamento delle economie dei paesi PECO ricade in questa categoria, anche se esso, verosimilmente, non è ancora pienamente riconosciuto come interesse economico e strategico fondamentale dell'UE e dell'intera Europa.

Qualsiasi soluzione-ponte o formula transitoria dovrebbe servire per garantire un processo di aggiustamento e preparare l'integrazione, evitando il rischio di tenere fuori dall'UE questi paesi a tempo indefinito.

#### 4. *Criteri per l'adesione e problemi di aggiustamento finanziario dell'Ungheria*

L'UE ha stabilito una serie di criteri per l'adesione (a Copenaghen), che dovrebbero essere soddisfatti, se l'Ungheria vuole entrare nell'UE e partecipare a tutti i benefici dell'adesione. Questi sono:

- stabilità delle istituzioni, garantendo la democrazia (stato di diritto, diritti umani, rispetto e protezione delle minoranze);
- economia di mercato efficiente;
- capacità di far fronte alla pressione competitiva e alle forze di mercato nel quadro del Mercato Unico europeo;
- capacità di tener fede agli impegni derivanti dall'adesione, incluso il rispetto degli obiettivi politici, economici e monetari dell'Unione;
- capacità dell'Unione di assorbire nuovi membri.

Se si considerano i requisiti di una economia di mercato efficiente, l'Ungheria è ben messa, e può raggiungerli pienamente nel prossimo futuro.

Le strutture e le istituzioni fondamentali per la transizione verso il mercato sono state create in Ungheria (e nella maggior parte dei paesi PECO), e, in generale, *essa non ha un livello di sviluppo del mercato inferiore* a quello di qualunque altro paese con un simile livello di sviluppo (i NIC, i paesi latino-americani o anche i paesi dell'Europa meridionale con analogo livello di PIL pro capite). Le strutture del mercato, comunque, devono essere consolidate e ulteriormente estese (numero di banche o società quotate in Borsa). In Ungheria la transizione verso il mercato è cominciata già nel 1968, ma gli altri paesi PECO la stanno rapidamente raggiungendo, mentre gli altri paesi sono un po' più in ritardo. Alcuni suggeriscono che la transizione verso il mercato possa essere misurata in termini di proporzione dei prezzi liberalizzati sul PIL. Quando questa quota abbia raggiunto l'85-90% in tutti i paesi, il processo si può dire concluso. "Dopo solo tre anni, la Polonia e l'Ungheria sono più vicine ad essere economie di mercato che non economie pianificate" (il funzionamento, anche se sommerso, dell'economia di mercato ha certi vantaggi:

---

“un'intera generazione di polacchi ha imparato cosa sono le forze di mercato”<sup>9</sup>.

Come risultato della liberalizzazione delle importazioni, nei quattro paesi dell'Europa centrale è possibile trovare tutti i beni che si desiderano dal 1990. Negli altri continua ad essere difficile trovare tutti i beni, ma le carenze stanno gradualmente sparendo.

Il progresso del processo di privatizzazione come aspetto strategico dell'intera trasformazione è fino ad ora apparso in qualche modo più contraddittorio.

In termini generali, il settore privato in Ungheria si è rapidamente espanso durante gli ultimi anni e sembra che, esprimendo il suo ruolo in termini di PIL, esso *abbia raggiunto già “la massa critica”*, che è necessaria per rendere il processo irreversibile. Ciò è vero per tutti i paesi dell'Europa centrale; in questi paesi, si stima che il settore privato sia diventato dominante (ha superato il 50% del PIL) dal 1993-94. La stima della BERS del 55% del PIL corrisponde allo stato reale del processo di privatizzazione in Ungheria nel 1995. Se comprendiamo l'economia sommersa, allora la quota del settore privato in percentuale del PIL può raggiungere nel 1995 il 72-74%. “Se si è lontani dall'assicurare il successo di questi sforzi, essi indicano comunque che un cambiamento si è verificato. Nell'intera regione, la possibilità e desiderabilità di creare il capitalismo è stata ora accettata, anche dai più ritardatari. Il successo dell'Europa centrale ha lasciato il segno”<sup>10</sup>. Gli altri paesi sembrano essere in ritardo di molti anni.

In Ungheria la fase finale del processo di privatizzazione è cominciata nel 1995, e dovrebbe concludersi nel 1997, quando le negoziazioni per l'adesione all'UE potrebbero aprirsi. Negli anni a venire perciò *i criteri di una economia di mercato efficiente in Ungheria potrebbero essere raggiunti pienamente*.

Allo stesso tempo, con riferimento all'UEM, l'UE ha stabilito criteri di stretta convergenza (Maastricht) per se stessa:

1. stabilità dei prezzi misurata con l'indice dei prezzi al consumo. I tassi di inflazione annui dei paesi membri non devono

<sup>9</sup> The Economist, 13 marzo 1993

<sup>10</sup> The Economist, 3 dicembre 1994.

- divergere in misura superiore all'1,5% dalla media dei tre paesi con performance migliori;
2. stabilità monetaria. I deficit di bilancio devono essere inferiori al 3% del PIL e il debito pubblico non può superare il 60% del PIL;
  3. convergenza dei tassi di interesse. I tassi di interesse nominali a lungo termine non dovrebbero divergere in misura superiore al 2% dalla media dei tre Stati con performance migliori;
  4. valute nazionali stabili. Nessuna svalutazione rispetto alla valuta nazionale di qualsiasi altro paese membro.

In realtà, questi criteri sono stabiliti *per realizzare un'Unione Monetaria con bassa o nessuna inflazione* e sembra che essi saranno raggiunti soltanto dai paesi che costituiscono il "nucleo duro" dell'Unione. A Cannes, i leader dell'UE per raggiungere la moneta unica alla fine del secolo si sono impegnati a seguire il sentiero stretto di una bassa inflazione e di un rigido controllo dei deficit di bilancio<sup>11</sup>.

L'Ungheria e gli altri paesi PECO candidati, naturalmente, non dovrebbero soddisfare i criteri di convergenza nel breve termine, e ciò non potrebbe essere richiesto come condizione per la piena adesione neanche all'inizio del periodo di transizione. Tali criteri dovranno però essere rispettati dai paesi PECO nel lungo termine, *e dovrebbero orientare le politiche di stabilizzazione* già per il prossimo futuro.

1. Uno dei fenomeni più gravi portati dalla crisi dovuta alla trasformazione nei paesi PECO è stata *l'inflazione*. I livelli di inflazione registrati sono stati molto diversi da paese a paese (si vedano le tabelle allegate). Prima del 1990, l'inflazione era conosciuta solo nelle economie che avevano avviato un processo di riforma (Iugoslavia, Polonia e Ungheria), mentre le altre potevano mantenere uno sviluppo non inflazionistico (se non si prendono in considerazione l'inflazione "nascosta" e i deficit).

In Ungheria, l'inflazione ha cominciato a lievitare già negli anni '80, ma è stata mantenuta ad un livello modesto e praticamente sotto controllo per tutto il periodo. L'inflazione ha rag-

<sup>11</sup> Financial Times, 29 giugno 1995.

---

giunto il "picco" nel 1991 (35%); il tasso d'inflazione è stato portato al 19% nel giro di tre anni (1994). Nel 1995, è prevista una crescita dell'inflazione al 28-30%.

Nel 1994-95 solo i paesi PECO sembrano affrontare con successo l'inflazione interna. La prospettiva di una inflazione al 10% e di un tasso di crescita del PIL al 6% è una possibilità realistica a medio termine<sup>12</sup>. Tutti gli altri paesi dell'Europa orientale soffrono di un'inflazione a tre o quattro cifre, e non hanno alcuna speranza di mettere un freno al fenomeno nel prossimo futuro (previsioni in qualche misura ottimistiche sono formulate solo per la Bulgaria e la Romania).

R. Dornbusch e S. Fischer parlano di "inflazione moderata", e collocano questo valore tra il 12 e il 18%. Questo, a loro avviso, potrebbe costituire un livello sostenibile e tollerabile, per cui non sarebbe necessario scendere ad un'inflazione a una cifra sola<sup>13</sup>. Secondo Larry Summers della Banca Mondiale, il livello desiderabile di inflazione è circa il 2-3%.

L'"inflazione moderata" è una prospettiva realistica per i paesi associati per i prossimi anni. Scendere ad una inflazione più bassa, comunque, è certamente desiderabile, ma costituirà un obiettivo necessario solo per i paesi che vogliono aderire all'UEM.

2. A causa dei drastici tagli nei sussidi e della riforma fiscale avviata al seguito dei cambiamenti politici rivoluzionari sviluppatasi negli anni '90, sono stati registrati, in una prima fase, grandi miglioramenti negli *equilibri di bilancio* nella maggior parte dei paesi. La crisi economica sempre più grave, tuttavia, ha condotto ad una rapida riduzione delle entrate di bilancio (tasse), e i deficit sono riemersi ad un livello molto più elevato di prima. In Ungheria, l'aumento del deficit nei conti pubblici è uno dei principali indicatori della crisi, e al tempo stesso un fattore che limita le possibilità di crescita a lungo termine. La necessità di adottare misure restrittive e il pericolo di attivare un ciclo "stop and go" sembrano caratterizzare gli anni più recenti.

<sup>12</sup> Gustáv Bager del Ministero delle Finanze ungherese. Világgazdaság, 28 settembre 1993.

<sup>13</sup> The World Bank Economic Review, n. 1, 1993, pp. 1-44.

L'Ungheria aveva un surplus di bilancio nel 1990, che si è trasformato in un deficit del 5% del PIL nel 1991. I deficit pianificati originariamente (e approvati dal FMI) sono stati superati e nuovi bilanci correttivi hanno dovuto essere approvati dal Parlamento ogni anno. Il deficit approvato dal Parlamento (e accettato dal FMI) era di 184 miliardi di fiorini per il 1993, ma ha dovuto essere incrementato a quasi 200 miliardi di fiorini attraverso una revisione di bilancio. Il deficit di bilancio era previsto a quota 300 miliardi di fiorini per il 1994, ma in ottobre è risultata necessaria una revisione che lo ha portato a 330 miliardi (UCS e BNU). Il deficit di bilancio era di 322 miliardi di fiorini (intorno al 7% del PIL) nel 1994, e all'inizio del 1995, sembrava accelerare verso il 10%. Questo ha portato all'adozione di misure drastiche (9% di svalutazione, 8% di sovrattasse sulle importazioni e tagli nelle spese sociali e pubbliche), annunciate il 12 marzo 1995, per realizzare una riduzione di circa 175 miliardi di fiorini nelle spese.

Alla base dei problemi di bilancio dell'Ungheria stanno problemi complessi.

La "trappola fiscale" postcomunista è scattata anche nel caso ungherese, e i deficit di bilancio sono saliti a spirale dopo il 1991-92, come nella maggior parte dei paesi (il termine è stato introdotto da Kolodko, attuale ministro delle Finanze polacco). In una prima fase, sono stati registrati miglioramenti dovuti ai tagli nei sussidi e agli incrementi delle imposte; in una seconda fase, la situazione è peggiorata in conseguenza delle difficoltà delle imprese per la recessione, del numero crescente di fallimenti, del declino degli introiti fiscali, della crescita dei sussidi alla disoccupazione e di altre spese sociali, del nuovo incremento delle sovvenzioni, in particolare nella forma di consolidamento delle esposizioni debitorie.

Secondo András Vértés (direttore dell'Istituto di Ricerca Economica Ungherese), c'è un deficit "di sistema" di circa 100-150 miliardi di fiorini all'interno del bilancio ungherese, dovuto al ritardo con cui è affrontata la riforma del bilancio (il 60% del PIL è ancora redistribuito) e ai costi della trasformazione.

L'emergente settore privato sta *evadendo* in larga misura le tasse, mentre il settore pubblico in stato di collasso sta tagliando drasticamente i pagamenti fiscali, e inoltre genera costi sociali in

---

aumento (sussidi alla disoccupazione). L'attività economica è sempre più appannaggio di un settore privato meno tassato e meno tassabile; ciò determina una allocazione subottimale delle risorse e costituisce anche una delle principali fonti di squilibrio del bilancio pubblico. L'evasione fiscale può essere valutata in una perdita di entrate di circa 150-200 miliardi di fiorini all'anno in Ungheria.

3. *L'onere degli interessi sul debito pubblico in rapida crescita* è diventato la causa principale del deficit di bilancio. In Ungheria questa voce di spesa è stata di 360 miliardi di fiorini nel 1994, mentre l'intero deficit era di solo 322 miliardi di fiorini. Il bilancio ungherese è *pesantemente gravato dall'indebitamento estero*.

Il *debito pubblico lordo* è cresciuto in modo sostanziale (da 1.412 miliardi di fiorini a 3.826 miliardi di fiorini - cioè una crescita del 170%) tra il 1990 e il 1994, e in percentuale del PIL dal 68% all'89%. I ritardi nella transizione al mercato e nel processo di privatizzazione delle banche e il costo delle operazioni di "consolidamento dei debiti" sono stati i fattori che hanno più di altri determinato l'incremento del debito pubblico. I deficit in Ungheria sono stati finora finanziati dall'elevato risparmio nazionale, ma ciò non potrà continuare in futuro. Questa situazione ha fortemente contribuito all'aumento dei tassi di interesse, ostacolando l'aumento degli investimenti e lo sviluppo (l'effetto di "crowding out").

4. *I tassi d'interesse di mercato nominali* sono stati relativamente elevati in Ungheria (intorno al 25-30%) negli anni recenti. Nel 1994, i tassi d'interesse reali a medio termine (un anno) per il settore delle imprese hanno fluttuato intorno a valori del 13-16%, per cui è risultato conveniente per molte società fare ricorso al mercato internazionale dei capitali. Gli alti tassi di interesse sono stati i principali fattori che hanno ostacolato la rapida crescita degli investimenti e la crescita stabile a lungo termine. Essi riflettono tassi di inflazione elevati, e la loro riduzione dipende fondamentalmente dal fatto di affrontare i processi inflazionistici nel lungo termine.



5. La crisi dovuta alla trasformazione ha avuto *effetti contraddittori sulle bilance commerciali e dei pagamenti*. Le liberalizzazioni commerciali (prima con l'apertura del periodo 1989-90, poi con le associazioni all'UE) e le esigenze di trasformazione e modernizzazione hanno condotto ad un rapido aumento delle importazioni, che è stato solo parzialmente e transitoriamente compensato dall'aumento delle esportazioni. La bilancia dei pagamenti è migliorata grazie agli afflussi di capitali (principalmente in Ungheria, Repubblica Ceca e Polonia). A partire dalla fine del 1992, i conti con l'estero dell'Ungheria sono peggiorati, attestandosi intorno a 3,6-3,9 miliardi di dollari. L'indebitamento è rapidamente peggiorato ancora (il debito estero ungherese è aumentato da 23 miliardi di dollari a oltre 30 miliardi tra la fine del 1992 e la metà del 1995). Lo squilibrio potrà aggravarsi quando gli impegni di liberalizzare gli scambi, stabiliti con gli Accordi europei, diventeranno efficaci nel 1995 per i paesi PECO associati. Il deficit della bilancia dei pagamenti e l'inflazione relativamente alta sono stati i principali fattori alla base della svalutazione della valuta ungherese.

Personalmente sono convinto, in ciò sostenuto dall'opinione di molti esperti, che sia possibile approfondire l'integrazione all'interno dell'UE senza che ciò entri in conflitto con l'allargamento dell'UE stessa alla maggior parte dei paesi PECO, nel lungo termine. Al contrario, l'approfondimento e l'allargamento possono essere armonizzati e attivare processi che si rafforzano reciprocamente. Per questo, comunque, sono *necessarie strategie e politiche di integrazione globale in entrambi i campi*, UE da un lato e paesi PECO dall'altro. In particolare ci si riferisce alle politiche finanziarie e di bilancio. In termini finanziari e monetari, il consolidamento dell'economia ungherese è lontano ma raggiungibile in alcuni anni. Dipende principalmente dal successo degli sforzi compiuti all'interno, ma questi dovrebbero essere supportati da strategie e politiche di aggiustamento globali, incluso l'aiuto finanziario proveniente dall'UE.

Tabella 2 - *Reddito pro capite (PIL) nei paesi PECO negli anni '90*

	FMI \$ 1992	BERS* \$ 1992
<b>Europa Centrale (i quattro paesi di Visegrad)</b>		
Repubblica Ceca**	2.400	7.160
Ungheria	3.040	5.740
Slovacchia	1.920	5.620
Polonia	1.960	4.880
Bulgaria	1.330	5.130
Romania	1.090	2.750
Slovenia***	6.330	6.540
Ex Repubblica Democratica Tedesca		9.341****
Economie di mercato sviluppate *****		18.085
UE		15.146
Giappone		26.913
USA		20.034

Tabella 3 - *Reddito pro capite (PIL) in dollari nel 1993*

	Eurostat
Media UE	19.042
Danimarca	25.271
Spagna	13.508
Irlanda	12.338
Portogallo	6.991
Grecia	6.873
Austria	20.963
Finlandia	24.845
Svezia	27.498

Note: \* A parità di potere d'acquisto.

\*\* Il PNL pro capite (1990) nella Repubblica Ceca era più elevato del 20% circa di quello in Slovacchia.

\*\*\* Per il 1992, il Pil pro capite sloveno era tre volte più alto di quello della Serbia e cinque volte di quello del Kosovo, la regione più povera.

\*\*\*\* Dati OCSE per il 1988.

\*\*\*\*\* Dati UN per il 1992.

Fonti: World Economic Survey, UN 1993, p. 209.

WORLD BANK, *Rapporto Annuale 1994*, p. 101.

Dati BERS citati dal Financial Times, 11 novembre 1994.

Eurostat.

Tabella 4 - Performance dell'economia ungherese

	PIL crescita annua	Inflazione IPC	Produzione %		Disoccupazione
			Industria	Agricoltura	
1950-59	3,8				
1960-69	3,1				
1970-79	2,3				
1980-88	1,1				
1981-6*	1,5	6,7			
1987	4,1	8,2			
1988	-0,1	16,5			
1989	-0,2	17,0			0,6
1990	-3,3	28,3	-10,2	-9,2	1,7 (23)**
1991	-11,9	35,0	-16,6	-15,7	7,5 (406)
1992	-4,5	23,0	-17,2	-13,4 ****	12,3 (675)
1993	-2,3	22,5	4,0	-24 *****	12,1 (677)***
1994	3	19,0	8,0	5-6	11,8 (Aprile)
1995	2	28,0	6,0	1-2	12,5
1996	2	19,0	2-4	1-2	12,5

Tabella 5 - Crescita del commercio estero

	1990	1991	1992	1993	1994	1990-93
Volume esportazioni	-4	-5	1	-13,1	11	-20
Volume importazioni	-5	5	-8	13,5	8	5

Note: \* 1980-1985.

\*\* Al 1° gennaio 1990.

\*\*\* Al 20 luglio 1993. In alcune province del Nord-Est superava il 20% (Szabolcs-Szatmar-Bereg 22,4%), mentre a Budapest era solo il 5,7% (HVG, 16 gennaio 1993). Nelle regioni occidentali del paese è anche inferiore.

\*\*\*\* La produzione di generi alimentari diminuì del 14-16% nel 1992.

\*\*\*\*\* Nel 1993, la produzione di grano diminuì del 30%, gli allevamenti del 12% e il consumo di generi alimentari del 2-3%.

La diminuzione aggregata del PIL in 5 anni (1990-94) è stata circa del 20%, ma secondo László Lengyel, il principale economista ungherese, il PIL cadde al 60% del livello del 1988.

Fonti: Istituto di Ricerche Economiche.

Népszabadsag, 3 febbraio 1993.

Ufficio Centrale Statistico, Statistiche Ufficiali Ungheresi.

Tabella 6 - Variazioni dei salari reali in %

	1978-88	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ungheria	-10	-4,3	-3,8	-7,5	-2,1	-3,9	5	-8
RFCS		0,8	-5,8	-23,5				
Repubblica Ceca					9,7	3,6	4,5	
Slovacchia					10	-3	0	
Polonia		-4,4	-29,7	-2,0	-3,9	-2,9	6	
Slovenia		15,5	-25,9	-10,9	-8,9	16,4	6	
			5,6	-17,2	-13	-14,9	4,5	

Fonte: Statistiche nazionali

Tabella 7 - Crescita dei prezzi al consumo nei paesi PECO (crescita annua %)

	1980-85	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
RFCS	2	1,5	10	58				
Rep. Ceca					11,1	21,8*	14	9
Slovacchia					10	26,2	20	14
Ungheria	6,7	17	28,3	35	23	22,9	19	29
Polonia	32,5	251	585	74	43	34,5	28	23
Slovenia		13.066	550	118	208	25	13	14
Germania Est				12,8	11	8,5	3	2,7
Bulgaria	1	6,4	26,3	480	80	65	122	33
Romania	5	0,6	37,7	161	210	258	66	32,3
Albania					237	31	18	
Ex-URSS	1	2	4,7	95	2.000			
Russia					1.110	840	205	143
Ucraina					5.600	10.155	276	389
Bielorussia					820	2.775	1.775	1.432
Moldavia					1.060	837	111	
Azerbaigian					810	810	1.664	520
Kazakistan					620	1.925	1.000	211
Uzbekistan					410	927	368	345
Armenia						10.900	1.100	173
Georgia			5	131	1.463	7.492	7.308	
Estonia					1.076	37	42	27
Lettonia			10,5	262	951	35	26	23
Lituania					1.021	188	44	36
Ex-Iugoslavia	47,5	1.240	583	118	15.201			
Serbia				122	9.237	117		120
Croatia			610	123	634	1.518	115	2
Macedonia			608	115	1.691	244	54	6
Bosnia-Erz.						63.000**		
Cina	8,8	17,8	2,1	2,7	5,5	9		

Note: \* Stime a metà 1993.

\*\* Per i primi nove mesi del 1992.

Fonti: Economic Survey of Europe in 1992/93. UN Ginevra.  
 CIS, Comitato di Statistiche.  
 BERS.  
 Statistiche nazionali.

Tabella 8 - Gli equilibri di bilancio dei paesi dell'Europa centrale (in % del PIL)

	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
RFCS	-0,3	0,9	-1,1	-1,5			
Rep. Ceca				0,0	0,0	0,0	0,0
Slovacchia				-3,1	-6,2	-7,5	-3,0
Polonia	-0,2	0,0	-3,8	-6,0	-5,5	-4,0	-3,5
Ungheria	0,7	0,0	-5,0	-7,7	-5,9	-7,5	-6,5
Slovenia				0,2	0,5	-0,1	0,0
Germania Est			-9,0	-14,0	-13,0		
Iugoslavia	0,0	3,0	-24,3	-51,9			
Bulgaria		-9,2	-15,8	-10,6	-11,6	-6,0	-7,0
Romania			-1,9	-4,3	-2,1	-4,2	-3,3
Russia				-10,7	-6,7	-10,9	-6,0
Ucrania				-30,4	-10,1	-8,6	-3,3
Estonia		0,2	4,9	1,5	-2	-2	1
Lettonia		2,2	6,9	-1,6	-3,5	-4	-2,2
Lituania		-2,9	2,8	0,0	-4,0	-4,0	
UE			-4,6	-5,0	-6,0	-5,6	-4,7
Irlanda			-2,0	-2,2	-2,5	-2,4	-2,0
Germania			-3,2	-2,6	-3,3	-2,9	-2,4
Danimarca			-2,2	-2,5	-4,4	-4,3	-3,0
Olanda			-2,5	-3,9	-3,3	-3,8	-3,5
Regno Unito			-2,7	-6,2	-7,8	-6,3	-4,6
Belgio			-6,8	-6,7	-6,6	-5,5	-4,7
Francia			-2,1	-3,9	-5,8	-5,6	-4,9
Austria					-4,1	-4,4	-4,9
Finlandia					-7,2	-4,7	-5,0
Portogallo			-6,6	-3,3	-7,2	-6,2	-5,8
Spagna			-5,2	-4,2	-7,5	-7,0	-6,0
Italia			-10,2	-9,5	-9,5	-9,6	-8,6
Svezia					-13,3	-11,7	-9,6
Grecia			-16,3	-11,7	-13,3	-14,1	-13,3

Fonti: Banca dati WIIW. Per la Iugoslavia: Industrija, n° 2, 1993.

Eurostat.

Per la Germania: Deutsche Bundesbank.

Statistiche FMI.

Statistiche nazionali.

Tabella 9 - *Stock di risparmio della popolazione in Ungheria (in miliardi di fiorini)*

		Liquidità	Depositi bancari	Titoli	Risparmio	
					Lordo	Netto
1990	Dicembre	181,2	332,8	125,3	669,8	300,9
1991	Dicembre	204,9	432,0	213,8	888,0	647,0
1992	Dicembre	269,6	582,4	277,9	1.171,2	918,9
1993	Dicembre	322,2	696,1	317,7	1.388,1	1.105,3
1994	Maggio	342,7	750,9	354,3	1.503,2	1.212,2
Dicembre 1990/ Maggio 1994 (%)		189%	226%	283%	224%	403%
(in % del PIL)						
1990					33%	15%
1991					39%	28%
1992					43%	33%
1993					43%	34%

Fonte: Rapporto Mensile della BNU, luglio 1994.  
WORLD BANK.

Tabella 10 - *Tassi di interesse di mercato pagati dalle imprese in Ungheria. Media ponderata dei tassi di interesse annui in %*

		Per crediti di		Int. depositi	Differenza
		- di 1 anno	+ di 1 anno		
1991	Gennaio	33,1	27,8	25,2	7,9
	Dicembre	35,5	34,3	29,4	6,1
1992	Dicembre	28,8	25,4	16,1	12,7
1993	Dicembre	25,6	25,2	16,6	9,0
1994	Maggio	25,8	25,8	17,6	8,2

Fonte: Rapporto Mensile della BNU, luglio 1994.

Tabella 11 - *Tassi di interesse nominali a lungo termine nella UE nel 1993*

media UE	8,7%
Germania	6,5%
Olanda	6,5%
Austria	6,6%
Francia	7,0%
Finlandia	10,0%
Spagna	10,5%
Italia	11,3%
Grecia	23,9%

Fonte: Eurostat.

Tabella 12 - *Debito pubblico lordo in % del PIL*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ungheria	67,6	75,9	80,7	91,1		
Polonia				circa 90		
Rep. Ceca				meno di 60		
UE		57,0	60,8	66,1	68,9	72,9
Regno Unito		35,8	42,0	48,6	50,4	52,4
Francia		35,5	39,6	45,8	50,4	53,4
Germania		42,1	44,8	48,1	51,0	59,4
Belgio		129,5	133,8	138,9	140,1	138,7
Italia		101,4	108,4	118,8	123,7	126,8
Grecia		103,9	92,3	115,2	121,3	125,4
Irlanda		97,0	93,4	96,1	89,0	83,7
Portogallo		69,4	61,7	66,9	70,4	71,7

Fonti: Commissione Europea, stime autunno 1994.  
BNU, Rapporto Annuale 1993.

Tabella 13 - *Conti con l'estero dell'Ungheria*

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bilancia comm.le	537	348	189	-48	-3.247	-3.635
Turismo	-349	345	560	590	442	503
Trasferimenti	126	727	860	859	732	909
Bilancia pagam.ti	-1.437	127	267	324	-3.455	-3.911

Fonte: BNU, Rapporto Annuale 1993 e 1994.

Tabella 14 - *Livello di privatizzazione (quota settore privato in % del PIL)*

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Polonia	28	31	42	45	50	55	60
Ungheria	16	19	25	40-42	45	55	60
Repubblica Ceca	3	5	10	20	50	65	70
Slovacchia			4	21	37	55	60
Slovenia			40*			30	45
Croazia			40*			40	45
Romania					15	35	40
Bulgaria	3	5		20		40	45
Albania						50	60
Russia				7		50	55
Ucrania							35
Estonia							65
Lettonia							60
Lituania							55

Note: \* Ex-Iugoslavia

Secondo stime ufficiali della Bulgaria, la quota del settore privato in % del PIL era solo del 27,5% all'inizio del 1995. Tale quota in Romania è circa pari al 35-40%.

Fonti: Diverse fonti nazionali ed internazionali, per il 1994: BERS.  
The Economist, 3 dicembre 1994.  
Világgazdaság, 23 agosto 1995.

Tabella 15 - *Bilancia commerciale dei paesi PECO*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Repubblica Ceca	-0,3	0,3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,8
Polonia			0,5	-2,3	-2,3	-2
Ungheria	0,9	-1,2	-0,4	-3,6	-4	-2,3
Slovacchia		-0,2	-0,2	-0,9	-0,5	-0,8
Bulgaria	0,3	0,7	-0,5	-1,3	-0,1	-0,2
Romania	0,3	0,7	-1,3	-1,2	-1,2	-0,9
Russia			5,8	10,8	9	7

Note: per il 1995: stime.

Fonti: DEUTSCHE BANK.  
Statistiche nazionali.

Tabella 16 - *Risparmio nazionale (in % del PIL) nel periodo 1983-93*

America Latina	15,3
Asia	24,5
Africa	16,8
Paesi industrializzati	20,4

Fonte: WORLD BANK.



SERGIO ARZENI

### **Il ruolo delle piccole e medie imprese nel processo di transizione**

L'espansione dell'imprenditoria privata può realizzarsi attraverso tre vie principali: la creazione "ex-novo" di imprese da parte di investitori nazionali o stranieri, la privatizzazione di imprese o singoli beni strumentali di proprietà pubblica, o l'espansione delle imprese private esistenti. Fra questi tre meccanismi, il primo è stato finora il più efficace nonostante la penuria di capitali accumulati in mani private. La nuova imprenditoria ha sfruttato l'occasione offerta dalla cosiddetta "piccola privatizzazione", la quale riguarda singole attività patrimoniali appartenenti al settore pubblico. La ristrutturazione, suddivisione e privatizzazione delle grandi imprese pubbliche, invece, non ha fornito un grande contributo alla crescita del settore imprese poiché essa procede a rilento, con le sole eccezioni della Repubblica Ceca e della Russia. Gli investimenti diretti stranieri solo di recente hanno raggiunto flussi annui consistenti, ma si sono concentrati soprattutto sui pochi paesi, i quali sono anche i più avanzati nella transizione economica.

La diffusione delle imprese medio-piccole può considerarsi nell'attuale fase di transizione economica come la via obbligata per sostenere l'espansione del settore delle imprese private e lo sviluppo dell'economia nel suo insieme, considerato che esse richiedono una relativamente modesta base di capitale, presentano un relativamente alto assorbimento di forze di lavoro e mostrano una maggiore capacità di adattamento alla evoluzione della do-

---

manda di mercato. L'espansione delle piccole imprese è stata molto rapida nei paesi del gruppo di Visegrad, e particolarmente nella Repubblica Ceca, dove il loro numero è passato da 7.000 nel 1989 a 1.169.000 nel 1993. Questa proliferazione di piccole imprese può attribuirsi solo in modesta misura alla privatizzazione di piccole aziende; invece essa rispecchia in gran parte una riviviscenza dello spirito d'impresa tra la popolazione. Le imprese medio-piccole si sono concentrate nei settori più carenti delle economie post-comuniste, specificatamente in quelli della distribuzione e dei servizi, ma recentemente hanno iniziato a espandersi anche in quello manifatturiero. Esse stanno assorbendo una buona parte delle forze di lavoro espulse dalle grandi imprese in crisi o in ristrutturazione, e rappresentano attualmente lo sbocco principale per ridurre i livelli relativamente alti di disoccupazione che caratterizzano queste fasi della trasformazione del sistema economico.

L'importanza di queste imprese nell'economia e nell'occupazione in particolare non ha tuttavia ancora raggiunto dimensioni comparabili a quelle dell'Europa occidentale. La crescita delle piccole imprese, come delle imprese private in genere, urta contro diversi ostacoli nei paesi in transizione; questi ostacoli hanno in parte aspetti non comuni con quelli solitamente incontrati nei paesi dell'OCSE. Su questi ostacoli in particolare occorre soffermarsi.

In primo luogo, il quadro normativo ed istituzionale in cui deve svolgersi l'attività d'impresa è generalmente carente o nel suo disegno o nella sua applicazione o in entrambi. Le manchevolezze in fatto di diritto commerciale e fallimentare rendono incerta la protezione dei diritti economici e l'applicazione dei contratti. Sono queste carenze i fattori che tendono ad alimentare un giudizio di scarsa affidabilità sulle piccole imprese, piuttosto che il fatto che queste imprese presentano alti tassi sia di natalità che di decesso, perché questi ultimi sono tratti comuni a tutti i paesi, compresi quelli dell'area OCSE. Secondo, il sistema bancario e finanziario appare inadeguato ad assicurare fonti di finanziamento per queste imprese in quanto è affetto da distorsioni nell'allocazione di capitale e crediti. A differenza delle imprese

pubbliche che godono di garanzie pubbliche, le imprese private e quelle di minore dimensione in particolare, non sono in grado di offrire garanzie adeguate per ottenere credito. La raccolta di capitale di rischio è d'altronde resa difficile dalla scarsità di risparmio accumulato nel settore privato, dalla esiguità del mercato azionario, dato il modesto numero di investitori, e dalla mancanza di trasparenza nell'informazione sulle situazioni aziendali.

Il terzo maggiore ostacolo è costituito dalla penuria di capacità di gestione aziendale. Ad esempio, le imprese di questi paesi spesso hanno una conoscenza vaga della domanda potenziale di mercato, delle sue caratteristiche e delle potenzialità del mercato interno. Lo stesso vale per i mercati esteri con le difficoltà aggiuntive di accesso in quei mercati. Si avverte specialmente la scarsità di compagnie commerciali che dovrebbero fare da ponte tra la domanda di mercato e l'offerta del sistema produttivo interno, in modo da permettere alla seconda di adeguarsi alla prima. Particolarmente inadeguate sono, altresì, la capacità di controllo dei costi e la gestione finanziaria, che rappresentano solitamente i punti deboli di queste imprese in qualsiasi paese e le cause più frequenti di fallimento.

Quarto, i vincoli derivanti da interventi amministrativi e dalla tassazione pesano sulle possibilità di sviluppo delle piccole imprese in particolare. Non è tanto il livello della tassazione, che in alcuni di questi paesi non è dissimile dai livelli medi riscontrati nell'area OCSE, ma soprattutto la variabilità e imprevedibilità dei livelli d'imposizione fiscale. Di fronte alla continua dilatazione dei disavanzi pubblici i Governi hanno fatto sovente ricorso a nuove imposte o a imposte straordinarie, con il risultato di rendere difficile agli imprenditori la valutazione della convenienza economica e la programmazione degli investimenti. Quanto ai vincoli amministrativi e regolamentari, restano ancora in vigore le strutture di controllo ereditate dal vecchio regime, e manca una chiara definizione della linea di demarcazione tra potere d'intervento pubblico nell'economia e libertà d'iniziativa imprenditoriale. Entrambi i fattori, tassazione e vincoli amministrativi, hanno costituito di fatto un incentivo all'economia sommersa, con il risultato che essa è cresciuta rapidamente in tutti i paesi post-co-

---

munisti. Ad esempio, si stima che in Ungheria l'economia sommersa ammonti a circa il 16% del PIL.

Quinto, appare arduo il processo di diffusione di nuove tecnologie e di innovazione tecnica tra le imprese. Due anelli di collegamento appaiono insufficienti: il primo tra i centri di innovazione tecnologica e le imprese e il secondo tra la grande e la piccola impresa. Questa carenza di collegamenti deriva dalla segmentazione tra ricerca scientifica e tecnologica, da un lato, e industria, dall'altro, segmentazione che ha caratterizzato il vecchio regime.

Sesto, nel nuovo contesto di concorrenza basata sul mercato le imprese si trovano a fronteggiare ampie diseconomie esterne dovute all'inadeguatezza delle infrastrutture di mercato. L'arretratezza nei sistemi di distribuzione commerciale, nei trasporti, nelle telecomunicazioni e nei servizi commerciali condiziona negativamente l'ambiente di mercato (business environment).

Da ultimo ma non da meno, bisogna menzionare le remore culturali all'imprenditorialità. Dopo decenni di collettivismo ed egualitarismo, i nuovi imprenditori soffrono di un problema di immagine all'interno della società. Essi sono visti con un certo sospetto: secondo alcuni sondaggi di opinione, la maggioranza degli intervistati tende ad associare gli imprenditori con corruzione, mercato nero e profittatori, ed inoltre si dichiara non interessata a impegnarsi in iniziative imprenditoriali. Le autorità, da parte loro, appaiono orientate a concentrare la loro attenzione e i loro sostegni sulle grandi aziende in quanto, fedeli alla vecchia logica di sviluppo economico basato sulla grande imprese manifatturiera, ritengono che esse siano il vero motore dell'economia.

Come si possono superare questi ostacoli ed avviare un nuovo modello di sviluppo economico che si fondi su una larga base di imprenditorialità? Si sente spesso affermare in questi paesi che per completare con successo la transizione bastano tre fattori: privatizzazione in un contesto normativo ben definito, manager competenti e capitale per ristrutturare le imprese. I processi di sviluppo delle imprese in un'economia di mercato sono peraltro più complessi e articolati di questa semplice categorizzazione. Essi richiedono strategie operanti su più fronti ma con un'enfasi

particolare su alcune aree prioritarie. I paesi in via di riforma hanno varato molte misure per promuovere un'impresoria di piccole dimensioni, come ad esempio corsi di formazione, servizi di consulenza e qualche facilitazione finanziaria. Tuttavia, nel loro insieme queste misure appaiono disarticolate tra loro stesse, soggette a distorsioni per finalità politiche, e di portata insufficiente sul piano finanziario, come pure su quello della creazione di una rete di supporto per queste imprese. Le analisi dell'OCSE in materia d'impresorialità, specialmente per le imprese medio-piccole, mettono invece l'accento su questi due campi prioritari d'intervento: segnatamente sulla ricerca di nuovi modelli di promozione dell'impresorialità e sui metodi di finanziamento di queste imprese.

Ma prima di parlare di questi due aspetti, è opportuno ricordare che un requisito essenziale per lo sviluppo delle imprese è dato dall'esistenza di un ambiente favorevole sotto i profili normativo, sociale, infrastrutturale e di mercato. Una cultura ed un ambiente tendenzialmente ostili all'impresorialità privata non possono cambiarsi in poco tempo con l'emanazione di norme di legge sulla proprietà privata o con forme d'indottrinamento. Si può però fare ricorso a tante altre misure che concorrono nel loro insieme verso questo cambiamento. Esse comprendono una definizione del diritto commerciale che disciplini con chiarezza e semplicità sia i contratti commerciali sia i processi di formazione, conduzione ed estinzione delle imprese. Si richiede, inoltre, una sistemazione e disciplina dei mercati dei prodotti al fine di prevenire distorsioni e posizioni dominanti sul mercato. Anche per il mercato del lavoro va stabilita una disciplina che riduca le rigidità esistenti al fine sia di una meno lenta riallocazione delle forze di lavoro dai settori in via di ridimensionamento a quelli in espansione, sia di una più stretta rispondenza della dinamica salariale all'andamento della redditività aziendale. È altresì essenziale potenziare i mezzi di informazione sulla realtà dei mercati e sugli andamenti economici onde ridurre i margini d'incertezza nelle scelte d'investimento e produzione. Occorre, infine, investire un maggiore volume di risorse nello sviluppo di strumenti e vie di comunicazione al fine di favorire l'integrazione del mercato e al suo interno e con quello mondiale.

---

A giudizio dell'OCSE, una delle aree prioritarie d'intervento è la ricerca di nuovi modelli di promozione e sostegno dell'imprenditorialità. In aggiunta al tradizionale sistema delle consulenze tecniche per assistere le imprese ai loro primi passi, occorre potenziare gli interventi in due direzioni complementari. La prima tende a sviluppare forme di partenariato su più versanti: tra imprese di grandi dimensioni ed imprese piccole, tra imprese dei paesi OCSE e quelle dell'Europa centro-orientale, e tra imprese ed autorità pubbliche. Il collegamento funzionale tra le imprese grandi e quelle piccole in un rapporto di sub-appalto o sub-fornitura si è dimostrato essenziale sotto molti versi: in particolare, per contenere i costi di produzione nella grande industria, per rispondere con flessibilità ai mutamenti della domanda e della concorrenza sui mercati, e per trasferire tecnologie alle piccole imprese. Testimoniano del successo di questo indirizzo le recenti esperienze dell'Italia e del Giappone, particolarmente nei settori della meccanica e dell'elettronica. In questa prospettiva, l'OCSE guarda con favore all'attuale esperienza dell'Italia con la cosiddetta legge 44 per l'imprenditoria giovanile.

L'altra direzione d'intervento mira a sviluppare la dimensione locale o l'habitat economico al fine di renderlo accogliente per l'imprenditoria emergente. La competitività d'impresa si fonda non soltanto su fattori accessibili a tutti sul territorio nazionale, ma in misura crescente sui vantaggi comparati offerti da singole regioni in termini di risorse di lavoro qualificato, specializzazioni professionali, di tecnologie e di infrastrutture. Sono queste le risorse che, se inserite in un contesto di concentrazione territoriale di fornitori e concorrenti, consentono di moltiplicare le occasioni di nuove iniziative imprenditoriali e ne assecondano l'espansione. Questa dimensione territoriale dello sviluppo può essere sfruttata al meglio attraverso la creazione di distretti industriali o forme di aggregazione a rete di piccole imprese (clustering), strumenti questi che debbono mirare a coalizzare gli interessi di imprese, autorità pubbliche, istituzioni finanziarie e sindacati verso il comune obiettivo dello sviluppo delle imprese. Il Triveneto, con i suoi distretti industriali, il dinamismo della sua imprenditoria e il dialogo che si è stabilito tra autorità locali ed imprese testimonia del successo di questa strategia ed è a questa esperienza regionale

che l'OCSE guarda con grande attenzione come modello da accreditare ai paesi in via di riforma dell'Europa centro-orientale.

Quali strumenti si possono mobilitare a questo scopo? Innanzitutto, per queste economie emergenti non è indispensabile arrivare a formulare piani di sviluppo regionale in quanto, anche se essi possono fornire utili indicazioni su obiettivi e fabbisogni, corrono pur sempre il rischio di essere usati come modelli di pianificazione secondo le linee tipiche del vecchio regime. Più adatti sembrano altri meccanismi istituzionali, quali i "centri per l'imprenditoria", i "centri d'incubazione per imprese", e i "centri per la produttività". I primi due tipi di centri dovrebbero servire sia a diffondere informazioni sulle caratteristiche della domanda di mercato, sulle proposte di investimento, sulle offerte e domanda di collaborazione industriale, sia a fornire servizi alle piccole imprese. Ad esempio, essi potrebbero mettere a disposizione uffici, servizi amministrativi e legali, laboratori, banche dati e servizi di collegamento tra imprese. Attraverso la creazione di questi centri le autorità locali avrebbero modo di stabilire un dialogo diretto con le imprese per migliorare le modalità del loro intervento a sostegno dell'economia locale.

I centri di produttività avrebbero, invece, lo scopo di diffondere la conoscenza di moderne tecniche produttive e commerciali, di nuove tecnologie e di sistemi per il controllo della qualità, basandosi sulla collaborazione tra imprese. Alla luce dell'esperienza acquisita in questo campo nel contesto dei programmi del Piano Marshall, l'OCSE ha recentemente patrocinato uno studio di valutazione e fattibilità di questi centri di produttività nelle economie in trasformazione; i risultati di questo studio confermano la validità di questi centri per queste economie. Alcuni centri di produttività sono già stati creati con il supporto di alcuni paesi OCSE e alcune istituzioni finanziarie internazionali.

In funzione di completamento a questi meccanismi si pongono i due strumenti tradizionali dei centri di consulenza e di quelli di addestramento e formazione. Occorre tuttavia sottolineare che l'imprenditorialità non si insegna, essendo essa spirito d'intrapresa e d'innovazione che riesce a realizzarsi e a svilupparsi solo quando si trova in un ambiente adatto. Si può invece insegnare a un imprenditore come non finire in fallimento, o in altri termini,

---

come si gestisce e si sviluppa un'impresa. Ciò richiede non solo scuole di gestione aziendale, ma soprattutto centri di management che attingano direttamente alle esperienze concrete delle imprese e mirino a integrare competenze diverse di cui c'è penuria nelle economie in transizione, quali marketing, finanza, controllo dei costi e di qualità, ecc. Va aggiunto che anche il sistema d'istruzione pubblica va modificato nel senso di renderlo più funzionale alle esigenze dell'economia di mercato e in particolare più orientato a formare forze di lavoro qualificate.

Un'altra area prioritaria d'intervento nei paesi post-comunisti concerne l'accesso delle imprese di piccole dimensioni alle fonti di finanziamento. Per facilitare questo accesso occorre intervenire da entrambi i lati: le imprese e le istituzioni finanziarie. Dal lato delle imprese, esse vanno assistite nella preparazione di programmi di sviluppo aziendale e nel formulare le domande di finanziamento. Per esempio, la contabilità aziendale deve uniformarsi a criteri standard stabiliti per norma nell'intento di permettere una trasparente valutazione della situazione aziendale. Bisogna anche consentire agli imprenditori di fornire nuove forme di garanzia ai loro potenziali finanziatori. Dal lato di questi ultimi, esiste un problema generale di risanamento del sistema bancario, in quanto esso è incagliato in crediti di dubbia esigibilità e manca generalmente della preparazione necessaria per valutare il merito di credito delle medie e piccole imprese. Considerate la rischiosità relativamente maggiore di queste imprese e la loro strutturale sottocapitalizzazione, occorre promuovere la creazione di istituzioni finanziarie, o sezioni all'interno delle banche, che siano specializzate sia nella concessione di credito alle PMI, sia nella raccolta di capitali che corrispondano a tale profilo di rischiosità. Va in proposito considerata la possibilità di lanciare nuovi strumenti finanziari che consentano a queste imprese di diversificare le loro fonti di finanziamento, superando l'attuale dipendenza o da fondi pubblici o dal credito bancario a breve termine. I più avanzati paesi dell'OCSE offrono interessanti esempi di diversificazione finanziaria al riguardo. Elemento cruciale resta tuttavia la raccolta di capitale di rischio. Essa va potenziata attraverso due vie principali: a) rafforzamento delle strutture del mercato azionario e la sua articolazione in sezioni di mercato orientate specificata-



mente verso le PMI; b) trasparenza e disseminazione dell'informazione sullo stato delle imprese.

Nel quadro d'interventi delineato, quale posto assegnare alla cooperazione internazionale? Gli imprenditori si possono anche importare, come avviene nel caso di investimenti diretti esteri, ma non ne esiste una disponibilità sufficiente a costituire la base di sviluppo di un'economia, né un paese accetterebbe volentieri una simile dipendenza. Altre forme d'assistenza e collaborazione sono, tuttavia, possibili fra le economie avanzate dell'OCSE e i paesi post-comunisti nell'intento di promuovere l'imprenditorialità e la formazione di una cultura d'impresa. Tra queste si possono segnalare alcune misure. Innanzitutto, i paesi dell'OCSE possono offrire nuove occasioni d'imprenditorialità aprendo maggiormente i loro mercati ai prodotti dei paesi in transizione. I progressi compiuti recentemente in termini di accordi commerciali multilaterali lasciano sperare che entro la fine del decennio un gruppo di paesi dell'Europa centro-orientale sia completamente integrato nel mercato comunitario. Per altri paesi, il cammino appare più lungo e condizionato dal loro grado di avanzamento nella trasformazione delle loro economie.

Un altro strumento è dato da alcune forme di collaborazione per il trasferimento di tecnologie o per lo scambio temporaneo di management tra imprese. Ciò presuppone peraltro che da parte delle imprese dei paesi OCSE ci sia un interesse industriale a collaborare e questo interesse in genere si manifesta con forme di partecipazione azionaria al capitale. Al di fuori di queste partecipazioni, la collaborazione risponde in genere a convenienze nell'ambito di contratti di sub-appalto e fornitura, il che suppone già l'esistenza di imprese. I trasferimenti di tecnologie richiedono altresì che i paesi beneficiari applichino severe norme per la protezione dei brevetti e dei diritti di proprietà intellettuale, protezione che è largamente carente nelle economie in transizione.

Oltre a forme di cooperazione industriale, le imprese dei paesi OCSE possono fornire il loro "know-how" per la costituzione di centri di incubazione di imprese o centri di produttività. La loro partecipazione a queste iniziative sembra, tuttavia, dubbia in mancanza di incentivi da parte dei poteri pubblici o delle imprese beneficiarie.



HANS PFLAUMER

### **Il processo di modernizzazione e il ruolo delle piccole imprese in Russia**

Mi sia consentito, in primo luogo, illustrare cosa sia e cosa faccia la Fondazione Konrad Adenauer, che qui rappresento.

La Fondazione K. Adenauer è una delle cinque cosiddette "Fondazioni politiche" esistenti in Germania.

Benché politiche, esse sono del tutto indipendenti dai partiti politici dal punto di vista legale; esiste invece una profonda relazione sostanziale, da cui dipende la loro stessa esistenza. Queste fondazioni sono finanziate quasi esclusivamente dal Parlamento federale; in tal modo, dipendiamo dai finanziamenti federali per la nostra attività, che resta collegata con i partiti che sostengono il Governo federale.

Il compito che è stato affidato alle nostre Fondazioni è di diffondere la conoscenza della democrazia, dell'economia di mercato e di altri temi di pubblico interesse ovunque nel mondo. Per svolgere la nostra attività, abbiamo rappresentanti in numerosi paesi dell'Asia, dell'America Latina, ma anche in paesi industrializzati quali Francia e Italia.

Più recentemente, la nostra attività si è estesa ai paesi dell'Europa centro-orientale, alla Russia e agli altri Stati dell'ex-URSS che si sono resi indipendenti.

Abbiamo aperto un ufficio a Mosca e a S. Pietroburgo; un ufficio è stato aperto recentemente anche in Uzbekistan.

Non abbiamo nessun ufficio in Siberia, dove peraltro stiamo realizzando due progetti nella regione di Krasnojarsk e nella re-

---

gione di Tomsk; la prima ha una superficie pari a circa 6 volte la Germania riunificata, mentre la seconda ha una superficie di poco superiore a quella della Francia. Ciò che stiamo cercando di fare è aiutare la struttura economica e amministrativa a modernizzarsi, per sostenere lo sviluppo della regione. Così stiamo cercando di entrare in contatto con i leader dei settori più importanti della vita pubblica e privata, con le imprese commerciali e industriali, con le università che sono numerose in quelle regioni. Uno dei padri dello Sputnik, il primo satellite, era un accademico dell'Università di Krasnojarsk, che proprio per questa ragione è stata a lungo una delle cosiddette "città chiuse".

In questo modo cerchiamo di creare in queste regioni siberiane un gruppo di persone, con cui stabilire un rapporto di cooperazione per un periodo di almeno due anni per metterle in grado di ritornare, alla fine di questa esperienza, alle proprie responsabilità con nuove conoscenze, che spetterà loro a propria volta diffondere nel proprio ambiente, ai propri collaboratori.

L'iniziativa si è sviluppata nel migliore dei modi e stiamo considerando di lanciare un terzo progetto, probabilmente in una regione più lontana, Irkutsk, per ampliare il network di operatori pronti ad impegnarsi per una società più democratica e al tempo stesso capaci di introdurre metodi di gestione tipici di una economia di mercato.

Questi sono gli obiettivi perseguiti dalla Fondazione. Ora, vorrei ricollegarmi all'analisi proposta da Sergio Arzeni, a proposito dei paesi che stanno avendo un processo di cambiamento radicale. Attualmente vivo a Bonn, ma sono originario della Baviera, il land più meridionale della Germania; siamo considerati i "siciliani" della Germania. L'immagine che si ha dei bavaresi è di un popolo allegro, che ama scherzare, con una scarsa vocazione per l'efficienza.

Questa era l'opinione prevalente fino ad alcuni decenni fa; ora tale opinione sta cambiando. In effetti, uno dei nostri eroi nazionali non era un soldato, ma un comico, Karl Valentin; già sessant'anni fa in Germania esistevano problemi di traffico, così il nostro eroe si avventurò nell'impresa di risolvere questi problemi di traffico. Evidentemente, la soluzione poteva essere l'eliminazio-

ne del traffico, ma questo non era molto pratico. Così egli propose una serie di soluzioni. Una di queste era di questo genere: la domenica possono circolare solo i migliori amici, il lunedì le biciclette, il martedì le automobili private, il mercoledì i pochi carri trainati da cavalli rimasti, il giovedì i camion e così via. La proposta era certamente interessante, ma non fu ripresa da nessuno e quindi si dimostrò, per questo stesso fatto, non pratica; e questo è il motivo per cui ho raccontato questo aneddoto. Perché, in realtà, noi stiamo facendo la stessa cosa in Russia e in Europa orientale. Attualmente, stiamo sviluppando un approccio graduale, passo dopo passo; ma sfortunatamente la realtà della vita va in un'altra direzione.

Anche le nostre proposte, come quelle di Karl Valentin, non sono riprese e fatte proprie dalla gente. E per inciso sia detto che Karl Valentin è morto da molto tempo, e ciò è un peccato, perché così ci mancano i suoi consigli.

I cambiamenti radicali pagano più delle soluzioni gradualistiche. Ora, lavorando in Russia, si coglie come nel paese non si è avuta una rivoluzione; questo emerge quotidianamente nel corso del nostro lavoro, e una esperienza analoga è vissuta da tutti gli operatori occidentali — e specialmente europei — che sono impegnati oggi a sostenere lo sviluppo della Russia e dei nuovi Stati indipendenti appartenenti alla ex-URSS.

Negli ultimi tre anni, in cui ho lavorato in Siberia, ho assistito al lento ricambio delle personalità pubbliche più in vista. I direttori generali e i presidenti delle istituzioni economiche più importanti, hanno gradualmente perso potere, fino ad essere esclusi dai ricevimenti dei Governatori degli Stati a cui appartengono; è questo il segnale da cui potete capire che sono ormai usciti di scena. Ma questo processo è molto lento e in conseguenza altrettanto lento è il processo di cambiamento.

In realtà, si è sviluppato un processo di privatizzazione. Ma tutti siamo consapevoli del fatto che il processo di privatizzazione in Russia è stato molto peculiare. In molti casi si è distribuita la proprietà delle imprese ai lavoratori occupati nelle stesse, ma la gestione non è stata modificata; è anzi possibile rilevare che la situazione frequentemente si è deteriorata, in quanto i lavoratori-

---

proprietari hanno allentato i controlli sul processo produttivo, con l'esito di una riduzione della competitività.

Ci sono altre forme di privatizzazioni, che sono state sperimentate, le cosiddette "privatizzazioni a metà".

Tuttavia, se facciamo riferimento alle imprese statali monopolistiche di maggiori dimensioni, ho l'impressione che esse costituiscano il punto di crisi più grave; la loro attività è quella più lontana dalla logica di mercato. Esse dipendono ancora da Mosca per molte cose, e, per sopravvivere, hanno bisogno di sussidi. Non sono queste imprese a guidare la trasformazione dell'economia. Questo ruolo innovativo è svolto piuttosto dalle nuove imprese, di piccole e medie dimensioni, che riescono a produrre utili. È interessante notare la similitudine che da questo punto di vista emerge fra il sistema russo ed il nostro sistema europeo: in entrambi i sistemi la piccola-media impresa svolge un ruolo cruciale. Sono queste imprese che hanno un'anima, che le spinge ad avere iniziativa, su tutti i fronti. Esse sanno che il loro destino dipende solo da esse stesse.

Il futuro della Russia, nel lungo periodo, dipende certamente da esse.

La Russia dunque non ha ancora realizzato un cambiamento radicale.

Oltre a ciò, c'è l'ossessione russa per gli aspetti legislativi. I russi amano legiferare; nel momento in cui percepiscono che una legge è superata, la loro preoccupazione è emanare una nuova legge o mettere a punto un emendamento. In questo modo l'economia e la moneta vengono lasciate a sè, gli operatori restano sempre nell'attesa che nuovi provvedimenti vengano adottati.

Un esempio di questa situazione è costituito dai budget pubblici. Il budget della regione di Tomsk — che ricordo ha dimensioni comparabili alla Francia — prevede un deficit dell'ordine del 50%. Altrettanto vale per il budget della città di Krasnojarsk — che ha circa un milione di abitanti. Questo livello di deficit può risultare ancora sottostimato, in quanto sarebbe destinato a lievitare nell'ipotesi che Mosca non trasferisca i finanziamenti promessi; questa ipotesi si è in effetti concretizzata più volte, nel recente passato. Così, ho posto al sindaco di Krasnojarsk

sk la semplice domanda, cosa avrebbe fatto se ciò fosse accaduto. La sua risposta è stata altrettanto semplice: abbiamo una lista di priorità, non precisate nel budget, a cui destiniamo le risorse disponibili e, quando queste sono esaurite, ci riuniamo per vedere cosa possiamo fare o se possiamo fare alcunché per la restante parte dell'anno.

Ora, non è il caso che stia a lamentare tutte le conseguenze che derivano da una simile situazione. Ciò dimostra in primo luogo l'urgenza di una riforma legislativa e soprattutto di una riforma fiscale, a livello di Governo centrale o, almeno, regionale.

La gente non sa quale percentuale del reddito guadagnato resterà sua; le Amministrazioni non sanno quale percentuale delle tasse riscosse resterà a loro disposizione e quanto dovrà essere trasferito a Mosca.

In questa situazione è difficile fare qualsiasi piano finanziario o qualsiasi pianificazione delle spese.

È difficile da immaginare, in queste condizioni, come poter garantire un minimo di stabilità alla moneta, a livello nazionale.

Ora, è chiaro che il valore di una moneta non dipende solo da fattori monetari, ma da molte altre condizioni, ivi compresa la stabilità politica. Alla base di qualsiasi moneta c'è la situazione economica del paese.

Di fronte alla situazione di instabilità in cui si trova la Russia, ho maturato una convinzione; si tratta, è doveroso sottolineare, di una impressione non suffragata da prove precise. Gli uomini che occupano posizioni importanti oggi in Russia, e certamente nelle regioni ove svolgo la mia attività, non hanno alcuna intenzione di ritornare ad un'economia non-di-mercato; questa è una precondizione, modesta ma fondamentale, per qualsiasi tipo di sviluppo economico. Questa è la convinzione che ho tratto da tutti i colloqui che ho avuto; se facciamo riferimento ai fatti avvenuti negli ultimi anni, troviamo conferma che questa è la tendenza di fondo, ormai affermatasi in modo irreversibile.

Queste considerazioni ci aiutano a comprendere cosa possiamo fare per aiutare questi paesi — nel mio caso personale, la Russia — a imboccare la strada della stabilizzazione economica e monetaria.

---

Per comprendere le difficoltà di questi paesi, possiamo proporre un parallelo con le difficoltà che i nostri paesi europei stanno incontrando per la realizzazione della moneta unica europea. Ritengo che nessuno di noi si sia stupito, quando abbiamo letto che i ministri delle Finanze dell'Unione Europea nella riunione svoltasi il 19 giugno scorso, hanno rinviato l'assunzione di chiare decisioni sulla data di inizio della fase finale dell'Unione Monetaria. Anche in Europa stiamo sperimentando le difficoltà di trovare un accordo, per andare effettivamente avanti sulla strada dell'unificazione monetaria. Si consideri il caso della Grecia; nel quadro europeo rappresenta uno Stato con gravi e profondi problemi economici; ma questo paese è un paradiso economico, se lo confrontiamo con la situazione in cui si trovano alcune regioni dell'Est. Non tutte le regioni sono nelle stesse condizioni; ciò vale per le differenze fra Stati — come Ungheria, Polonia o qualsiasi altro Stato che volessimo prendere in considerazione — ed è altrettanto vero per le differenze fra le regioni che compongono la Federazione Russa. Esistono regioni che stanno registrando ottime performance, con una bilancia commerciale attiva che genera le risorse per sostenere la modernizzazione e lo sviluppo; ed esistono regioni, al loro fianco, che non sono in grado di alimentare le proprie esportazioni.

Il problema è cosa alimenta le esportazioni di queste regioni. Mi sia consentito un breve accenno al problema, facendo riferimento ad una esperienza personale. È già stato sottolineato, in un intervento precedente, che per aiutare questi paesi dobbiamo aprire i nostri mercati alle loro esportazioni. Si tratta di un problema di importanza fondamentale; altre soluzioni non sono praticabili, ivi compresa la possibilità di creare un nuovo fondo di solidarietà.

Se vogliamo fare qualcosa per questi paesi, la nostra iniziativa deve essere coerente con i nostri stessi principi economici fondamentali; ciò significa che il miglior aiuto è aiutare questi paesi ad aiutarsi da soli. Così, questi paesi debbono imparare ad aiutarsi da soli, esportando semilavorati e non materie prime. Se potessi aprire una miniera in Russia, aprirei una miniera d'oro, in quanto c'è moltissimo oro in Russia. Il sottosuolo russo è ricco di tutti i



minerali, di tutte le principali materie prime. Durante la mia ultima permanenza in Siberia, mi trovavo un giorno negli uffici economici del Governo regionale, nel momento in cui arrivò una telefonata dalla Thailandia; si trattava di una offerta di acquistare "heavy metal". In un primo momento, ho pensato che scherzassero, che stessero parlando di un gruppo musicale. Era invece una proposta seria, erano interessati ad acquistare materie prime, allo stato naturale. La risposta è stata che non erano disposti a vendere materie prime, ma semilavorati. Questo approccio al problema è corretto. Dove esiste una capacità di elaborare le materie prime, occorre effettuare queste trasformazioni per esportare valore aggiunto. Ma sviluppare questo approccio corretto, in Siberia, non servirà a nulla, se i nostri mercati rimarranno chiusi. Aprire i nostri mercati è molto più importante, per sostenere lo sviluppo di questi paesi, di quanto non sia la concessione di aiuti diretti.

Un'altra cosa importante che possiamo fare per questi paesi è diffondere la nostra esperienza e la nostra cultura in tutti i campi dell'economia, aiutandoli a formare una nuova generazione di manager, tecnici, amministratori, banchieri.

Nella mia esperienza, ho verificato che si è pronti a cambiare, ad imparare, ad essere indipendenti e creativi; questo atteggiamento — a quanto pare — diventa tanto più forte e diffuso, quanto più ci si allontana da Mosca. Questo è il capitale su cui può fondarsi lo sviluppo. Dobbiamo incentivare questo atteggiamento, rafforzarlo.

È indispensabile investire in formazione, per aiutare i giovani che vogliono cambiare — giovani di spirito, non necessariamente giovani di età — a fare propria la nostra esperienza.

Non si tratta solo di stabilire relazioni d'affari, ma di sostenere quanti vogliono imparare per cambiare il loro paese; una rivoluzione non c'è stata, il cambiamento può essere portato solo da un approccio di ampio respiro.

Come europei, abbiamo un preciso obbligo a lavorare in questa direzione; è nostro interesse sviluppare una attività di questo genere, per aiutare i paesi dell'Est.

Come tedesco, debbo dire che noi abbiamo avuto un'esperienza diretta delle conseguenze che derivano dalla mancanza di

---

aiuto ad un popolo che ne ha bisogno. Faccio riferimento al 1989-90, quando è emersa la possibilità della riunificazione tedesca. Era ovvio che non avevamo tempo da perdere, che non si poteva applicare la logica della regolazione del traffico di Karl Valentin: era necessario agire senza indugi. La prima cosa che dovevamo fare, era introdurre la nostra moneta, della Germania occidentale, nelle regioni orientali.

Altrimenti non saremmo stati capaci di porre un freno alla immigrazione di massa dalla Germania dell'Est verso la Germania occidentale.

L'introduzione del marco sulla base di un tasso di cambio molto favorevole con i marchi emessi dalla DDR, è stata la decisione giusta; il fiume in piena della immigrazione è così diventato un semplice ruscello, cioè fenomeno gestibile senza particolari difficoltà.

Se l'Europa, se tutti noi — e non soltanto la Germania — paesi industrializzati e (mi sia consentito sottolineare) ricchi, non saremo capaci di aiutare in questo modo i paesi dell'Est e la Russia, dovremo fronteggiare un grave problema costituito — tra l'altro — da flussi crescenti di immigrazione. Questo è un argomento in più a favore di tale impegno; in effetti, occorre sempre trovare anche una ragione egoistica, per cui conviene collaborare. Essendo chiaro, naturalmente, che il primo obiettivo che dobbiamo proporci è semplicemente aiutare i paesi dell'Est e la Russia a vivere meglio, in modo dignitoso. E se questi paesi non vivranno in modo dignitoso, un destino analogo toccherà prima o poi anche ai nostri paesi.

ERNESTO PAOLILLO

## **L'adesione dei paesi dell'Est europeo all'Unione Europea: lo stato attuale dell'integrazione**

### *1. Introduzione*

Dalla caduta del muro di Berlino, quasi tutti i paesi che costituivano l'ex blocco dell'Est europeo hanno dichiarato il loro interesse ad aderire all'Unione Europea.

Molti di questi hanno già sottoscritto rapporti associativi con i paesi già membri, i quali, dal canto loro, hanno dichiarato d'interesse comune l'allargamento dei partecipanti.

Specialmente nella parte centrale dell'Europa le attese sono forti; se Ungheria e Polonia hanno già dato il loro assenso all'adesione, è probabile che altri paesi esprimano il loro favorevole parere entro la fine dell'anno.

A dispetto degli sforzi fatti nel recente passato da parte dei paesi membri per pianificare l'ingresso dei paesi centro-europei, permangono presso questi ultimi timori sulla strategia complessiva; in particolare due elementi necessiterebbero a loro avviso di adeguati approfondimenti:

1. la definizione di una chiara tabella di marcia;
2. l'identificazione di una serie di "variabili-obiettivo" cui mirare in vista dell'adesione.

L'assenza di questi due requisiti, o, quanto meno, la non completa trasparenza degli stessi sta a significare scarsa credibilità nel raggiungimento di un obiettivo comune soprattutto agli occhi di chi, non ancora inserito, sta valutando dall'esterno la situazione.

---

Invero sul primo punto risulta estremamente difficile formulare un programma preciso in termini di scadenze senza considerare che il processo che porta all'inserimento di un paese all'interno dell'Unione Europea è, per definizione, di tipo bilaterale, il che si traduce nell'impossibilità di fissare un'unica sequenza di date valida per tutti i paesi in questione.

In altri termini occorre considerare che tale processo non è immune da rischi, sia per quanto riguarda i 15 paesi già aderenti, sia per gli eventuali nuovi inseriti.

Per questi ultimi il rischio maggiore risiede da un lato nell'attuale rallentamento della riforma economica che trova ostacoli non facilmente valicabili nella minor propensione delle popolazioni a sopportare ulteriori "ristrettezze" e dall'altro nell'analogo rallentamento nella riforma della Pubblica Amministrazione e delle istituzioni, elemento assolutamente necessario per raggiungere l'integrazione economica e finanziaria.

E' certo che l'appartenenza all'Unione Europea renderebbe tali riforme più credibili, grazie anche alla definizione di obiettivi comuni e condivisi, ma il problema aperto è la gestione del periodo che deve portare all'adesione.

Del resto anche sul fronte dei paesi già membri, come segnalato in precedenza, esiste qualche elemento di rischio; in particolare emerge la difficile questione del "costo dell'ampliamento", che si può riassumere in questi punti:

- il reddito pro capite nei paesi dell'Est europeo è relativamente basso;
- l'agricoltura costituisce uno dei settori trainanti nei paesi dell'Est europeo;
- di conseguenza gli eventuali nuovi inserimenti avranno la caratteristica predominante di essere "prenditori netti" dei fondi europei.

Tutto ciò si traduce nel rischio per i paesi netti datori di fondi di vedere accresciute le quote di contribuzione e per quei paesi che oggi usufruiscono in maggior misura dei sussidi europei di incontrare maggiore concorrenza per l'accaparramento dei fondi stessi.

Certamente da quanto detto finora emerge che il cammino verso l'ampliamento dell'integrazione europea non è esente da

difficoltà e da rischi, ma, convinzione personale è che il risultato finale dovrà essere positivo per tutti i partecipanti, attuali e futuri, il che significa che l'intero continente europeo dovrà essere in grado di trarre profitti dal processo in corso.

I miglioramenti dovranno concretizzarsi sia in termini politici, che, soprattutto, economici, ed è proprio sulla crescita economica dei paesi dell'Est europeo che intendo dedicare la parte restante del mio intervento, cercando di identificare possibili tendenze e sviluppi del prossimo futuro, che comunque andranno ad impattare sul percorso in atto.

## *2. Un quadro generale del recente passato*

### *2.1 Bulgaria*

Il prodotto interno lordo si è accresciuto nel corso dello scorso anno di circa un punto percentuale dando segni di ripresa dell'economia soprattutto nel secondo semestre dell'anno, dopo un 1993 estremamente negativo e caratterizzato da -4% sullo stesso indicatore.

Il riposizionamento dei consumi verso beni interni, favorito dalla debolezza del lev, ha spinto la produzione industriale ad un +4%, con buoni recuperi anche in termini di produttività grazie a salari reali ridottisi di circa il 20%.

La disoccupazione, attorno al 20%, è stata parzialmente assorbita dall'espansione del settore privato che ormai concorre per oltre il 30% alla formazione del PIL.

L'inflazione a fine 1994 si è attestata attorno ad un 100% ed ha avuto quale componente di primaria importanza la debolezza del lev.

Tale parametro, su base mensile, ha mostrato segni di rallentamento negli ultimi mesi dello scorso anno ed all'inizio dell'attuale come risposta a provvedimenti monetari di natura restrittiva e ad una maggiore stabilità del cambio.

Il saldo della bilancia commerciale è passato da segni negativi fino al 1993, a valori, sia pur marginalmente positivi grazie so-

---

prattutto ad un'espansione nelle esportazioni che hanno, fra l'altro, beneficiato di accordi con paesi già aderenti all'Unione Europea.

La politica monetaria è stata particolarmente restrittiva nel 1994, con l'obiettivo di ridare un minimo di fiducia al lev, che, durante la crisi del marzo '94 ha perso circa il 75% del suo valore in meno di un mese.

I ritocchi nei tassi d'interesse che ne sono derivati si sono dimostrati insufficienti a calmierare le aspettative inflazionistiche, con conseguenti ulteriori innalzamenti nella parte finale dell'anno scorso legati ad obblighi di riserva che spinsero le banche a chiudere le loro posizioni speculative in cambi contro la moneta interna.

Le difficoltà in termini di raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria sono state acuite dall'esistenza di un sistema bancario estremamente fragile, incapace spesso di finanziarsi da solo.

Le recenti misure volte ad allentare la politica monetaria per ridurre la pressione di liquidità sul sistema bancario di fatto non hanno sortito effetto sia per la contemporanea tensione nei prezzi amministrati, sia per i ritardi nella traduzione in termini operativi del budget per il 1995.

Le ripercussioni sul cambio si sono immediatamente avvertite con una tensione che porta a sottolineare che l'obiettivo primario deve restare, in termini di politica monetaria, quello di un livello di cambio tendenzialmente non inflazionante.

Infatti solo un'adeguata attenzione al tasso d'inflazione può avvicinare l'economia bulgara a quelle europee.

## 2.2 *Estonia*

La crescita economica per il 1994 si è assestata attorno al 4%, in sostanziale ripresa dopo un 1993 caratterizzato da un decremento prossimo al 9%.

Il settore che ha beneficiato in modo particolare di questa trasformazione è stato quello dei servizi, soprattutto in conseguenza di uno sviluppo della domanda aggregata.

Malgrado tassi di disoccupazione molto bassi (attorno al 5%) le attese per l'anno in corso sono ottimistiche, con livelli di crescita attorno al 5%.

L'Estonia ha coniato la sua moneta (kroon) nel giugno del 1992, con una parità fissata nei confronti del marco tedesco (8 krooni per marco); dal settembre '94 tale moneta è facilmente convertibile.

L'allontanamento dall'area del rublo ha comportato una drastica riduzione dell'inflazione che è passata dal 1100% del '92 al 90% del '93, per attestarsi lo scorso anno al 48%.

La bilancia commerciale fa registrare segni negativi negli ultimi due anni con un peggioramento in termini di valore assoluto legato soprattutto all'innalzamento del valore reale di cambio del kroon; infatti da un lato il rapporto di cambio nominale tra marco tedesco e kroon è rimasto invariato, ma dall'altro il livello dell'inflazione è decisamente più elevato in Estonia.

Conseguentemente ne soffre la competitività delle esportazioni di prodotti estoni.

### 2.3 *Lettonia*

Il declino nella crescita economica ha avuto uno stop a partire dallo scorso anno: dopo un disastroso 1993 che ha fornito un dato negativo di PIL reale attorno al 20%, si è assistito ad un'inversione piuttosto cospicua che ha fatto registrare per il 1994 un valore positivo di circa 3 punti percentuali.

A questo risultato si è giunti pur in presenza di un tasso di disoccupazione cresciuto, anche se marginalmente, dal 5,8% del '93 al 6,5% del '94, livello da cui si dovrebbe salire al 9% nell'anno in corso.

Nel marzo 1993 la Lettonia ha introdotto la sua moneta (lats), che ha sostituito il rublo lettone utilizzato transitoriamente dopo la disgregazione dell'URSS e l'affrancamento dall'area del rublo.

Con la nascita della nuova moneta si è sviluppato un intenso rapporto di servizi finanziari internazionali denominati nella stessa, che ha trovato particolare interesse nelle regioni precedentemente legate al rublo.

Ne è derivato un periodo di stabilità monetaria con una rapida caduta del tasso annuale d'inflazione dal 950% del 1992 al

---

110% del 1993, per raggiungere lo scorso anno livelli al di sotto del 30%.

La riduzione dell'inflazione e la rapida integrazione del lats nel sistema dei pagamenti internazionali, hanno contribuito alla rivalutazione della valuta, il cui valore nei confronti del dollaro americano è passato da 0,62, al momento della sua introduzione, a 0,55, a fine '94.

Tale apprezzamento, che in termini reali è di proporzioni assai elevate, ha condotto, come nel caso dell'Estonia, ad una perdita di competitività commerciale nei confronti dell'estero.

Ciò si traduce in un saldo della bilancia commerciale negativo ed in costante peggioramento.

#### 2.4 *Lituania*

Tra il 1991 ed il 1993 la crescita economica ha avuto un declino dell'ordine del 50%, ma a partire dallo scorso anno si è assistito, sia pure in termini frazionali, ad un'inversione di tendenza.

In ogni caso, se il Governo del paese Baltico sarà in grado di portare avanti la riforma economica, le cui linee sono già state identificate, l'economia è destinata ad entrare in una fase più lunga di consolidamento con tassi di crescita più significativi.

Nell'ottobre 1992 la Lituania è uscita dall'area del rublo, introducendo transitoriamente il coupon lituano, sostituito definitivamente nel giugno 1993 dal litas, che, all'inizio del 1994 è stato ancorato al dollaro statunitense.

In seguito ad una politica monetaria restrittiva l'inflazione ha subito una drastica riduzione pur mantenendosi ai livelli più elevati tra i paesi dell'area baltica: il tasso annuo d'inflazione è sceso dal 1300% del '92, al 190% del '93 per attestarsi attorno al 45% nel '94.

Il legame col dollaro da una parte ed il continuo afflusso di valuta americana dall'altra, proveniente soprattutto dai paesi appartenenti all'ex-Unione Sovietica, hanno consentito un notevole rafforzamento della valuta lituana da 4,9 litas per dollaro a metà



'93 ai 3,9 della fine dello stesso anno (livello successivamente rimasto inalterato).

Il notevole apprezzamento del litas ha portato i suoi effetti negativi sulla bilancia commerciale, pesantemente in deficit per la scarsa competitività delle esportazioni.

## 2.5 Polonia

La ripresa economica ha portato tassi di crescita per il 1994 su livelli superiori al 5%, rafforzando un già positivo 1993 (+3,8%).

Il tasso d'inflazione, attestatosi attorno al 30%, segna un leggero miglioramento rispetto all'anno precedente, ma nondimeno resta lontano dall'obiettivo fissato originariamente dalle autorità al 23%.

Tale livello nei primi mesi del corrente anno ha subito un'ulteriore impennata, superando il 33% a febbraio, obbligando la Banca Centrale ad intervenire, come di seguito precisato, sui tassi d'interesse.

Un incremento delle esportazioni misurabile circa nel 25% dal '93 al '94 ha consentito un miglioramento nella bilancia commerciale, il cui saldo passivo per lo scorso anno ammonta a 850 milioni di dollari.

La Polonia ha raggiunto i traguardi che le erano stati imposti dal Fondo Monetario Internazionale per accordi stand-by, compresi quelli relativi alle attività domestiche del sistema bancario.

D'altro canto le autorità hanno avuto qualche difficoltà nella gestione della politica monetaria a causa di un notevole, ma inaspettato, incremento nelle riserve nette internazionali.

L'afflusso di tali fondi, dal potenziale effetto inflazionistico, ha spinto la Banca Centrale a dare peso ad operazioni di drenaggio di liquidità dal sistema bancario, tenendo, fra l'altro, elevato il livello dei tassi d'interesse a breve termine.

Anche i tassi d'interesse di riferimento hanno subito un innalzamento a febbraio, il primo dopo diversi anni di stabilità o di riduzioni marginali.

---

Il sistema monetario basato sul principio delle parità mobili venne introdotto verso la fine del 1991: esso si incentra su una moneta, lo zloty, che si svaluta mensilmente di una percentuale fissa.

Tale aliquota, fissata originariamente nell'1,8% mensile, è poi scesa, dopo una svalutazione "fissa" dell'8% nell'agosto 1993, all'1,4% ed infine, dal febbraio di quest'anno, all'1,2%.

Ciò in conseguenza di due fenomeni: il deciso miglioramento della bilancia commerciale da un lato e la necessità di ridurre il tasso d'inflazione dall'altro.

Da un mese a questa parte la Banca nazionale polacca ha assunto la decisione di passare ad un regime di cambi variabili che prevede per lo zloty la possibilità di fluttuare all'interno di una banda che ha come valore centrale un valore ufficialmente fissato.

Tale decisione è la conseguenza del perdurante incremento di riserve, spinte dalla continua crescita delle esportazioni, nonché delle limitate prospettive di riduzione del deficit fiscale in un anno elettorale.

## 2.6 Repubblica Ceca

Una forte spinta proveniente dalla domanda interna ha consentito, dopo alcuni anni di crescita negativa, di tornare a valori positivi.

In particolare il prodotto interno lordo, sostenuto da un +6% nella domanda interna, è cresciuto nel 1994 in termini reali del 2,6%, dopo un 1993 leggermente negativo.

I consumi privati hanno segnato uno sviluppo dell'ordine dell'11%, come conseguenza di una crescita nei redditi reali e di una riduzione del risparmio.

Analogo cammino hanno seguito gli investimenti fissi con un dato positivo di 6 punti percentuali generato dalla fase iniziale di ristrutturazione attuata dalle imprese dopo l'avvio del processo di privatizzazione dell'economia.

Ciononostante il tasso d'inflazione ha avuto un trend decrescente, dimezzandosi dal '93 al '94 (dal 20% al 10%), con ulteriori obiettivi di riduzione per l'anno in corso.

Lo sviluppo della domanda interna ha provocato un innalzamento nei volumi delle importazioni di entità superiore a quello delle esportazioni: da ciò è derivato un saldo commerciale negativo in peggioramento sensibile dal '93 al '94.

In generale si può sottolineare l'esistenza di una struttura macroeconomica sufficientemente stabile e tale da spingere Governo ed autorità monetarie a percorrere la strada della piena convertibilità per la moneta del paese (la corona).

La politica monetaria è stata caratterizzata da una stretta creditizia nella seconda metà dello scorso anno a seguito di un'eccessiva crescita nell'offerta di moneta riveniente da afflussi di capitale; analogamente è stata innalzata l'aliquota di riserva obbligatoria sui depositi in conto corrente dal 9% al 12% ed il tasso di rifinanziamento è salito di un punto percentuale (dal 10,5% all'11,5%).

Queste misure hanno provocato un brusco rialzo nei tassi del mercato interbancario, quantificabile in circa 6 punti percentuali, effetto poi sterilizzato negli ultimi mesi dall'ulteriore continuo afflusso di capitali.

Ciò ha alimentato nella speculazione la convinzione di una possibile rivalutazione della corona, anche se le autorità monetarie hanno escluso tale possibilità prima che la ripresa degli investimenti inizi a produrre i propri effetti in termini di bilancia delle partite correnti e quindi, in ultima analisi, di pareggiamento dei flussi di capitale.

## *2.7 Romania*

La crescita del prodotto interno lordo in termini reali è stata nel 1994 pari al 3,4%, in deciso miglioramento rispetto all'anno precedente in cui il dato era stato pari a circa +1%.

Comportamento analogo hanno avuto sia la produzione industriale sia gli investimenti fissi.

In particolare questi ultimi, pur partendo da valori bassi in termini assoluti, hanno evidenziato un dato positivo di 6 punti percentuali.

---

L'inflazione su base annua ha seguito di riflesso la stretta monetaria attuata nel 1993, che ha portato l'indice dei prezzi al consumo da livelli superiori al 250% nel '93 al 130% nel '94, con attese di ulteriore miglioramento per l'anno in corso (40-50%).

Le esportazioni hanno registrato un incremento superiore al 20% tanto nel '93 quanto nel '94, in ciò agevolate dalla svalutazione in termini reali del cambio, avvenuta nel frattempo; al contrario, il tasso di crescita delle importazioni è stato decisamente più contenuto, non raggiungendo l'8%.

I due effetti combinati hanno condotto ad un allentamento nello sbilancio negativo della bilancia commerciale.

Una politica monetaria particolarmente restrittiva, con tassi di rifinanziamento triplicati nel 1993 fino a raggiungere livelli prossimi al 200%, abbinata ad un taglio delle spese statali, hanno consentito alla Romania di raggiungere quasi tutti gli obiettivi di natura macroeconomica contenuti nel programma del Fondo Monetario Internazionale.

In tempi più recenti, ed in particolare dalla seconda metà del '94, le autorità monetarie hanno gradualmente allentato la stretta precedente, grazie anche ai buoni risultati ottenuti nella lotta all'inflazione.

Dall'aprile del '95 la Banca Centrale rumena ha tagliato i tassi di riferimento per il rifinanziamento del sistema bancario, portandoli al 40%.

La liberalizzazione del cambio ha condotto il leu ad una svalutazione di entità notevolissima: il rapporto col dollaro è passato dai 60 leu nel '92 ai 1800 del marzo scorso.

## 2.8 *Russia*

Il prodotto interno lordo ha confermato per il 1994 lo stesso tasso di crescita reale negativo dell'anno precedente: -12%; la controllabilità di questo dato risulta essere sempre più difficile in quanto non tutta l'attività economica è "ufficialmente" registrata e quindi considerata nelle statistiche.

L'inflazione, misurata in termini di indice dei prezzi alla produzione, dopo aver toccato nel '92 livelli superiori al 2.500%

su base annua è gradualmente scesa (900% nel '93 e 310% nel '94) fino ad un minimo del 5% mensile nell'agosto dello scorso anno.

La bilancia commerciale ha segnato saldi positivi di notevole entità grazie all'incremento nelle esportazioni in misura superiore al 30% nel '94.

Nel marzo '95 il Fondo Monetario Internazionale ha approvato la concessione alla Russia di una linea di credito stand-by per 6,4 miliardi di dollari.

Notevoli miglioramenti sono stati conseguiti anche in termini di progressivo ripagamento dei debiti nei confronti delle banche commerciali estere:

- le autorità monetarie hanno provveduto al pagamento di 100 milioni di dollari di interessi arretrati relativi agli anni 1992 e 1993 in un apposito conto presso la Banca d'Inghilterra;
- altri 400 milioni di dollari saranno messi a disposizione a partire dalla fine del corrente mese di giugno;
- ulteriori 500 milioni di dollari per interessi arretrati relativi al 1994 sono già stati deliberati dalle competenti autorità;
- presto verranno assunte specifiche autorizzazioni per provvedere a rimborsi rateali mensili per 50 milioni di dollari-mese a fronte degli impegni assunti nel 1994.

Una politica fiscale di tipo più restrittivo, con una riduzione del disavanzo fiscale, si è accompagnata ad una maggiore severità di tipo monetario.

La debolezza del rublo, la cui svalutazione continua ha portato il suo valore nei confronti del dollaro ad essere pari a meno di un decimo rispetto al 1992, ha spinto la Banca Centrale, dal gennaio scorso, ad innalzare il tasso di rifinanziamento del sistema bancario dal 180% al 200% con maggiori oneri in termini di riserve obbligatorie per le banche.

## 2.9 *Repubblica Slovacca*

Una forte pressione derivante dalla domanda estera ha consentito, dopo diversi anni di crescita negativa, di ottenere un risultato positivo nel 1994 con un dato di +4,8% nel prodotto interno lordo reale.

---

Parallelamente anche la produzione industriale ha dato buoni segnali di ripresa sia per un costo del lavoro relativamente basso, sia per lo sviluppo di nuovi mercati dopo lo smembramento rispetto alla Repubblica Ceca, sia infine per un incremento nell'utilizzo della capacità produttiva; al contrario la domanda interna è rimasta piuttosto debole.

L'inflazione, in termini di indice dei prezzi al consumo, ha subito una repentina impennata nel '93, quando, a seguito della svalutazione della moneta (la corona slovacca), ha superato il 23%; successivamente è scesa in modo altrettanto veloce attestandosi nel '94 al 13%.

Il disavanzo commerciale nei confronti dell'estero si è più che dimezzato nel '94 con esportazioni cresciute del 20% ed importazioni pressoché stabili.

In sostanza politiche economiche di tipo restrittivo hanno agevolato la difesa dall'inflazione, migliorando nel contempo il deficit commerciale nei confronti dell'estero.

La politica monetaria, improntata ad una severità di base, si è tradotta in graduali innalzamenti nei tassi d'interesse fino alla metà dell'anno passato, ma, successivamente, a seguito di notevoli afflussi di capitali, il livello dei tassi è velocemente sceso.

Tutto ciò ha consentito un'agevole difesa del valore nominale della corona che, dopo la svalutazione del 10% nel luglio 1993, ha mostrato segni di stabilità; anzi, in termini reali la moneta si è apprezzata del 4% nel '94.

### 2.10 *Slovenia*

La crescita dell'economia ha subito una violenta accelerazione nel corso del 1994 come risultato combinato di notevoli spese per investimenti fissi effettuate nel recente passato e di una sostenuta domanda dall'estero.

Il prodotto lordo ha registrato un significativo +5%, con un'inflazione in calo costante da livelli superiori al 30% a cifre inferiori al 20% su base annua.

Il perseguimento di una situazione di stabilità nel corso degli ultimi anni ha costituito l'asse portante delle politiche economi-

che, con una serie di riforme indirizzate a supportare la ristrutturazione del mondo industriale e bancario.

La politica monetaria ha mantenuto l'obiettivo primario di graduale riduzione dell'inflazione, controllando la crescita dell'offerta di moneta.

L'allentamento verificatosi alla fine del 1994 è da considerarsi la conseguenza di un eccessivo apprezzamento del tolar (9% in termini reali nel corso dell'intero '94) che, in ultima analisi, avrebbe condotto ad una riduzione nella competitività delle esportazioni slovene.

### 2.11 *Ungheria*

Dopo un 1993 caratterizzato da una crescita negativa, lo scorso anno ha evidenziato un andamento positivo del prodotto interno lordo in termini reali in misura superiore al 2%, grazie soprattutto al buon andamento della produzione industriale (+9%).

La riduzione della pressione fiscale abbinata ad un allentamento nel livello inflazionistico, calato di circa 4 punti percentuali nel corso dell'anno passato, ha portato i redditi reali a crescere del 5%, con una conseguente forte espansione nei consumi.

Gli investimenti fissi hanno visto uno sviluppo notevole pari al 10-12%, costituendo elemento trainante per le importazioni; ciò, in assenza di eguale dinamica nelle esportazioni, ha creato un cospicuo peggioramento nei saldi commerciali con l'estero.

Per l'anno in corso è attesa una ripresa nel volume di esportazioni che dovrebbe attestarsi in un 15%, riportando il deficit commerciale al di sotto dei 3 miliardi di dollari.

La politica monetaria più volte ha dato segnali di progressivo inasprimento dalla fine dello scorso anno, con tassi di interesse sulle emissioni del Tesoro a 3 mesi che, nel recente febbraio, hanno toccato il 33%, cioè quasi 20 punti percentuali al di sopra, rispetto alla fine del '93.

La moneta nazionale (il fiorino ungherese) dall'inizio del corrente anno è stata al centro di una serie di interventi da parte delle

---

autorità monetarie tendenti a stimolare l'economia soprattutto in termini di commercio con l'estero:

- svalutazione complessiva del 14% dall'inizio dell'anno al 12 marzo;
- svalutazione del 9% il 13 marzo;
- creazione di un sistema a parità mobili con svalutazione, nel secondo trimestre, del valore ufficiale dell'1,9% mensile;
- mantenimento dello stesso sistema per la parte restante dell'anno in corso, con riduzione della percentuale di svalutazione mensile all'1,3%.

### 3. *Considerazioni finali*

L'esame che ho condotto sui diversi paesi dell'Europa orientale in termini di andamento delle principali variabili macroeconomiche è necessariamente passato per un'analisi di tipo puntuale, in quanto qualsiasi forma di aggregazione risulta, a mio avviso, poco significativa alla luce dell'eterogeneità di base delle varie economie considerate, dettata in molti casi da una recente loro formazione in chiave autonoma rispetto a quelli che erano, fino alla caduta del muro di Berlino, i capisaldi geografici ed economici dei sistemi a struttura quasi unicamente centralizzata.

Va da sé che nel tentativo di ricondurre ad unità le considerazioni esposte in modo disgiunto in precedenza e con il chiaro obiettivo di non perdere d'occhio il tema centrale di questo incontro, cioè il processo di adesione dell'Est europeo all'Unione Monetaria, si può cercare di trarre qualche conclusione di tipo generale:

- pur in presenza di un notevole dinamismo da parte di quasi tutti i paesi considerati per tentare di recuperare il gap che li separa dai paesi già aderenti, esistono ancora differenze estremamente significative in termini soprattutto di variabili monetarie, ed in particolare di tasso d'inflazione, dove per molte realtà si sono abbandonati solo recentemente i valori a 3 cifre;
- presupposto essenziale per il perseguimento di qualsiasi tipo di obiettivo è la stabilità di tipo sociale e politico, strada sulla quale molti passi sono stati fatti, ma che necessita ancora di ulteriori consolidamenti;





Tabella 1 - *Bulgaria*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-4,2	1	1	1
Produzione industriale (%)	-10,1	4	3	3
Prezzi al consumo (%)	72,8	97,1	75	50
Disavanzo sul PIL (%)	-11	-9	-7	-6,5
Tasso di disoccupazione (%)	16,4	18,5	20	20
Bilancia commerciale (bln \$)	-0,89	0,15	0,3	0,5
Export	3,73	4,16	4,7	5,2
Import	4,61	4,01	4,4	4,7
Rapporto di cambio vs. USD	32	66	n.a.	82
Tassi a breve termine	77,4	102,6	119	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 2 - *Estonia*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-8,6	4	5	6
Produzione industriale (%)	-26,6	-5	-3	-2
Prezzi al consumo (%)	90	47,7	30	20
Disavanzo sul PIL (%)	-1,4	0	0	0
Tasso di disoccupazione (%)	2,6	5,1	4,5	4
Bilancia commerciale (bln \$)	-0,13	-0,38	-0,45	-0,52
Export	0,81	1,24	1,33	1,44
Import	0,95	1,62	1,78	1,95
Rapporto di cambio vs. USD	13,81	12,37	n.a.	12,4

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 3 - *Lettonia*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-19,9	3	5	5
Produzione industriale (%)	-38,1	-7	-2,5	2
Prezzi al consumo (%)	109	26,3	12,5	10
Disavanzo sul PIL (%)	1	-1,5	-2	-2
Tasso di disoccupazione (%)	5,8	6,5	9	8
Bilancia commerciale (bln \$)	0,08	-0,24	-0,25	-0,28
Export	1,04	0,93	1,04	1,15
Import	0,96	1,17	1,29	1,43
Rapporto di cambio vs. USD	0,594	0,55	n.a.	0,55

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 4 - *Lituania*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-27,1	1,5	3	4
Produzione industriale (%)	-45,9	-8,5	-5	1,5
Prezzi al consumo (%)	189	45,1	25	20
Disavanzo sul PIL (%)	1	-5	-2	-1
Tasso di disoccupazione (%)	4,4	3,8	5,5	8
Bilancia commerciale (bln \$)	-0,25	-0,65	-0,6	-0,55
Export	2,03	1,8	1,99	2,21
Import	2,28	2,45	2,59	2,76
Rapporto di cambio vs. USD	3,9	4	n.a.	4

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 5 - *Polonia*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	3,8	5	5	5
Produzione industriale (%)	6,2	11,9	12	9
Prezzi al consumo (%)	35,3	32,2	20	15,5
Disavanzo sul PIL (%)	-3	-3	-3,5	-3,5
Tasso di disoccupazione (%)	15,7	16	12,5	12,5
Bilancia commerciale (bln \$)	-2,29	-0,84	-0,8	-1
Export	13,59	16,95	18	19,5
Import	15,88	17,79	18,8	20,5
Rapporto di cambio vs. USD	2,134	2,437	n.a.	3,06
Tassi di rifinanziamento	35	33	35	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 6 - *Repubblica Ceca*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-0,9	2,6	4	4,5
Produzione industriale (%)	-5,3	2,3	4	5
Prezzi al consumo (%)	20,8	10	8	6
Disavanzo sul PIL (%)	0,1	2	0	0
Tasso di disoccupazione (%)	3,5	3,2	4,5	4,5
Bilancia commerciale (bln \$)	-0,61	-0,85	-1,4	-2
Export	10,16	11,8	12,6	13,4
Import	10,77	12,65	14	16,4
Rapporto di cambio vs. USD	30	27,9	n.a.	28,7
Tasso interbancario 3 mesi	13,1	9,1	9,9	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 7 - Romania

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	1	3,4	2	2,5
Produzione industriale (%)	1,3	3,3	2	2,5
Prezzi al consumo (%)	256,1	136,8	45	20
Disavanzo sul PIL (%)	-1,8	-2,5	-2,5	-3,5
Tasso di disoccupazione (%)	10,2	10,9	12	12,5
Bilancia commerciale (bln \$)	-1,13	-0,33	-0,1	-0,25
Export	4,89	6	7,2	8,1
Import	6,02	6,33	7,3	8,35
Rapporto di cambio vs. USD	1276	1767	n.a.	2.385
Tassi di rifinanziamento	182	65	53	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 8 - Russia

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-12	-12	-7	-1
Produzione industriale (%)	-17	-24	-10	-4
Prezzi al consumo (%)	900	310	180	120
Disavanzo sul PIL (%)	-11	-10	-7,7	-5
Tasso di disoccupazione (%)	5	10	12	12
Bilancia commerciale (bln \$)	10,8	16	12	9
Export	43	56	55	55
Import	32,2	40	43	46
Rapporto di cambio vs. USD	1261	3587	n.a.	7.500
Tassi di rifinanziamento	210	180	200	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 9 - *Repubblica Slovacca*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-4,1	4,8	2	3
Produzione industriale (%)	-13,5	7	0	1
Prezzi al consumo (%)	23,2	13,4	10	7,5
Disavanzo sul PIL (%)	-6	-4	-4	-3,5
Tasso di disoccupazione (%)	14,5	14,6	14	13,5
Bilancia commerciale (bln \$)	-1,08	-0,44	-0,5	-0,5
Export	3,03	4,22	4,6	5
Import	4,11	4,66	5,1	5,5
Rapporto di cambio vs. USD	32,8	31,1	n.a.	34,2
Tasso interbancario 3 mesi	16,2	5,6	5	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 10 - *Slovenia*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	1,3	5	5	5
Produzione industriale (%)	-2,8	6,4	6,5	7
Prezzi al consumo (%)	32,3	19,8	12	8
Disavanzo sul PIL (%)	0,3	-0,2	0	0
Tasso di disoccupazione (%)	15,5	14,3	12,5	10
Bilancia commerciale (bln \$)	-0,15	-0,15	-0,1	-0,2
Export	6,08	6,81	7,25	7,65
Import	6,24	6,95	7,35	7,85
Rapporto di cambio vs. USD	131,8	128,1	n.a.	134
Tassi interbancari	n.a.	29,1	20	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

Tabella 11 - *Ungheria*

	1993	1994	1995	1996
Prodotto interno lordo (%)	-2,3	2	1	2
Produzione industriale (%)	3,9	9	4,5	6
Prezzi al consumo (%)	22,5	18,8	24	20
Disavanzo sul PIL (%)	-5,9	-7,5	-5,5	-5
Tasso di disoccupazione (%)	12,1	10,4	10	9
Bilancia commerciale (bln \$)	-3,25	-3,64	-2,75	-2
Export	8,09	7,61	9,15	10,3
Import	11,34	11,25	11,9	12,3
Rapporto di cambio vs. USD	100,7	113,2	n.a.	156,8
Tassi titoli di Stato 3 mesi	14,3	31,7	33	n.a.

Fonte: DEUTSCHE BANK

