



UNIVERSITAT_{DE}
BARCELONA

Els mecanismes de privatització de l'economia hongaresa dins l'estratègia de transició cap a l'economia de mercat

Xavier Farriols i Solà



Aquesta tesi doctoral està subjecta a la llicència **Reconeixement 3.0. Espanya de Creative Commons.**

Esta tesis doctoral está sujeta a la licencia **Reconocimiento 3.0. España de Creative Commons.**

This doctoral thesis is licensed under the **Creative Commons Attribution 3.0. Spain License.**

**ELS MECANISMES DE PRIVATITZACIO DE
L' ECONOMIA HONGARESA DINS L' ESTRATEGIA
DE TRANSICIO CAP A L' ECONOMIA DE MERCAT**

Universitat de Barcelona - 1.994

CAPITOL III

AVALUACIO I VALORACIO DEL PROCES DE PRIVATITZACIO

Hem vist al primer capítol la globalitat on s'insereix el procés de privatització i al segon capítol els diferents mecanismes emprats per a privatitzar les empreses estatals. La finalitat d'aquest capítol és de comparar els objectius inicialment previstos pel govern hongarès en la seva política de privatització i els resultats obtinguts; resultats en tot cas provisionals tota vegada que treballarem amb informacions estadístiques, molt limitades, del període 1.990-93. Apart de l'avaluació estadística procedirem a valorar qualitativament el procés, cercant els condicionants i obstacles amb que s'enfronta.

L'anàlisi que efectuarem serà, d'altra banda, forçosament parcial quant al seu abast. Creiem necessari insistir en aquest caràcter de l'anàlisi, especialment en el sentit que s'avaluaran i es valoraran qualitativament els resultats a curt termini de la política de privatitzacions, no de les privatitzacions en sí mateixes, tot i que s'aportaran les dades disponibles. La valoració de les privatitzacions efectuades requeriria, sota el nostre punt de vista, utilitzar un conjunt d'indicadors referits al rendiment financer, al valor afegit, a l'evolució de la productivitat de les empreses i a la millora dels serveis i ens portaria també, passant a un nivell més global, a realitzar un exàmen exhaustiu de l'efecte de la privatització sobre els interessos dels consumidors, treballadors, accionistes, govern i contribuents associant a cadascun d'ells una ponderació de benestar apropiada i aplicant la metodologia cost-benefici (L.

Jones, P. Tandon i I. Voselsang, 1.990). Aquesta línia d'investigació l'hem descartat en el nostre projecte per manca de perspectiva suficient, per les limitacions d'informació i per ultrapassar els objectius que ens hem proposat. No obstant, de forma no sistemàtica ens hem servit de les informacions disponibles quan ha estat possible per a reforçar la nostra línia argumental¹⁵⁰.

Fetes aquestes puntualitzacions, passem ara a especificar els criteris que utilitzarem per a l'avaluació i valoració crítica dels resultats. Des del punt de vista quantitatiu, ens interessa destacar el progrés de la privatització en general i per mecanismes aportant dades sobre les característiques de les empreses transformades i privatitzades i sobre el paper jugat per les inversions estrangeres. Per la seva banda, la valoració es farà tenint en compte el marc general definit al capítol primer, insistint en la repercussió macroeconòmica i en els condicionants i obstacles tècnics i institucionals que afecten el procés.

1.- PRIMERES PRIVATITZACIONS ESPONTANIES I OBJECTIUS OFICIALS A PARTIR DE 1.990.

Hem tingut l'oportunitat de posar de manifest que ja abans de crear-se l'AEP el març de 1.990, s'havien enregistrat,

¹⁵⁰Caldrà disposar d'una perspectiva temporal significativa i de dades molt desglossades i fiables. S'han realitzat diversos estudis amb aquests ingredients al Regne Unit (M. Bishop et al., 1.992).

paral·lelament a una tendència a la privatització de la gestió econòmica (W. Andreff, 1.993), nombrosos casos de privatitzacions espontànies en el context de la incipient liberalització, sobretot després de la Llei de Societats de 1.988 que fou seguida per la Llei de Transformació el 1.989¹⁵¹. Fonts oficials (H.M.F. 1.992, Vol.1 pàg.4) assenyalen en aquest sentit que un total de 3.500 empreses de tamany mitjà es van privatitzar de forma espontània abans de 1.990.

Aquests processos de privatització espontània-sovint qualificats de cos mètics (M. Nuti, 1.992 i G. Hunya, 1.993) van ser simultanis a la creació de nombroses empreses, a collint-se a les esmentades lleis i en un context regulador més distès. Un i altre component del desenvolupament del sector privat expliquen l'evolució del número i tipologia de les empreses que oferim al quadre 1¹⁵². Destaquem que les empreses amb participació estrangera adopten normalment la forma de Societat de Responsabilitat Limitada.

¹⁵¹A l'apartat 2.2 del capítol 2 es descriuen els aspectes innovadors més importants d'ambdues lleis.

¹⁵²A l'apartat 2.2 del capítol 2 es descriuen sintèticament les característiques de cada modalitat.

QUADRE 1

NOMBRE D'ORGANITZACIONS EMPRESARIALS DESGLOSSES

PEL SEU ESTATUS JURIDIC

(Dades acumulades)

	1.989	1.990	1.991	1.992	1.993
Empreses Estatals	2.400	2.363	2.233	1.733	1.130
Associacions	-	-	231	231	-
Soc. Col.lectives	-	-	188	158	
Societats Anònimes	307	646	1.072	1.712	2.375
Soc. de resp. limit.	4.485	18.317	41.206	57.262	72.897
Cooperatives	7.076	7.132	7.232	7.694	8.175
Soc. Concessionàries					
d'aigua (*)	-	-	532	535	-
Altres iniciatives	1.750	1.371	-	-	
TOTAL	16.018	29.829	52.694	69.325	-
(del qual)					
Joint Ventures	1.357	3.917	10.788	13.218	17.504*

* Dades de la mateixa font indiquen que només n'eren operatives 13.500.

Font: K.S.H. (Oficina Central d'Estadística), Budapest 1.990-93.

Però cal anar més endarrera en la història recent, per a trobar

explicacions a la dinàmica actual del sector privat i al seu pes específic dins del PIB. Ens referim concretament al conjunt d'activitats desenvolupades des dels anys setanta, al marge o contra la llei, i que es coneixen amb el terme de segona economia o economia paral.lela. Aquesta economia constituïa i constitueix, en part encara, una resposta a les insuficiències cròniques i deficiències de funcionament dels circuits de producció i de distribució de l'economia estatal. Gestors públics, població laboral i professionals se'n beneficiaven bé com a productors, per a complementar els escasos ingressos obtinguts en l'activitat normal, bé en qualitat de consumidors per ampliar el ventall de possibilitats, per la qual cosa hom coincideix en què hi havia una complicitat generalitzada amb el fenòmen en benefici de l'estabilitat social (T. Kuczzi i A. Vajda, 1.992; P. Martín i S. Ruesga, 1.991).

Des d'un punt de vista més qualitatiu, l'economia paral.lela transcendeix la dimensió econòmica, constituint una realitat social i cultural diferenciada. Realitat que, d'alguna manera, ha preparat el terreny per als comportaments típics del sector privat i ha familiaritzat a una part no despreciable de la població amb el mecanisme de mercat, tot i que hi han indicis per a suposar que ho ha fet normalment amb pràctiques desestructurades i d'alt component especulatiu (P. Martín i S. Ruesga, 1.991).

D'acord amb una coneguda estimació de Razz Nyers (I.R. Gabor, 1.989), l'economia paral.lela generava a la primera meitat de la

dècada dels 80, entre un 16 i un 18 % del PIB. Alfred Sauvy (1.984), per la seva banda, redueix el % a un 10-12% i xifra la població implicada en l'economia paral·lela en el 50% de la població activa en aquella època. Gabor (1.989) eleva aquest últim percentatge al 75 % i fa palesa l'extensió més que proporcional de l'economia paral·lela a mesura que s'amplia l'activitat legal del sector privat. L'última estimació de que disposem fixa entre un 20 i un 25 % la part d'activitat econòmica no declarada (L. López, 1.994).

En qualsevol cas, l'efecte conjunt de les primeres privatitzacions espontànies, de la creació de noves empreses i de l'existència d'una economia paral·lela va permetre iniciar la fase actual de la privatització amb un mínim del 10 % de participació del sector privat a l'activitat econòmica, tal com podem comprovar al quadre 2, on es constata l'evolució de la contribució de les empreses controlades pel sector privat a la formació del PIB, ratio en el qual es concreta l'objectiu general de la privatització, fins el 2.000.

QUADRE 2

PARTICIPACIO DE LES EMPRESES CONTROLADES PEL SECTOR PRIVAT A LA FORMACIO DEL PIB*(en %)

	1.976	1,7
	1.980	2,5
	1.986	5,8
	1.989	10
	1.990	15
	1.991	17
	1.992	27,5
Estimació	1.993	37
Previsió	1.994	50
Previsió	1.998	70
Previsió	2.000	80

(*) Les cooperatives s'inclouen al sector privat. D'altra banda, les empreses amb presència parcial de l'Estat es consideren com públiques.

Font: Del 1.976 al 1.991, Banc Mundial; 1.992, FMI i O.C.D.E.; 1.993, THE ECONOMIC INTELLIGENCE UNIT (EIU), " Country Risk Service: Hungary, 4^o trimestre 1.993; per aquest any 1.993, les estadístiques oficials hongareses donen una xifra de l'ordre del 44 % i l'AEP (B. Diczhazi, 1.994) situa ja aquest ratio al 50 % i el desglossa fins i tot per sectors productius. Les previsions des de 1.994 al 2.000 provenen del Ministeri de Finances Hongarés.

Crida l'atenció en aquest quadre la tendència sostinguda del procés privatitzador tot i que a un ritme insuficient. No obstant, hem de considerar aquestes dades amb molta cautela, donada la insuficient infraestructura estadística, els poc desenvolupats canals d'informació per a obtenir dades de les empreses del sector privat legal i el pes específic de l'economia paral·lela que no surt reflectit, tot i que en aquest cas tampoc no es pretén mesurar la producció que genera. El caràcter pressumptament fictici d'aquesta evolució ha estat ja reconegut en alguns medis oficials (B.A., 1.993 nº3,), els quals dubten que es pugui assolir l'objectiu programat per al 1.994.

En interpretar aquest quadre, cal tenir en compte, al marge de les deficiències estadístiques, les variables que hi influeixen. La primera d'elles l'evolució del PIB¹⁵³. Les caigudes en termes reals d'aquest agregat contribueixen, sens dubte, a que el ratio reflecteixi més que proporcionalment els avenços del sector privat davant d'un sector públic deprimat. Així mateix hem de recordar un cop més que hi han dues formes per aconseguir l'objectiu d'augmentar la participació del sector privat en la producció total. En primer lloc, la creació de noves empreses, per a la qual cosa s'està incidint, com hem vist al capítol 1, sobre el marc regulador de l'activitat econòmica i de les iniciatives. I en segon terme, mitjançant la privatització de les empreses existents.

Respecte a la creació de noves empreses, dinàmica sobre la qual,

¹⁵³Vegi's el quadre 8 del capítol 1.

òbviamment, no hi ha un objectiu específic, comptem amb les dades del quadre 1 que ens indiquen que entre 1.990 i 1.992 el número total d'empreses registrades ha passat de 29.470 a 69.325 unitats, incloses 13.000 societats mixtes o Joint-Ventures (N.B.H., 1.993, nº 5). La inversió estrangera es concreta principalment sota la fórmula de Joint-Ventures, però també hi han nombrosos casos d'implantacions sense associar-se amb inversors hongaresos¹⁵⁴.

Al marge de la creació d'empreses, les petites iniciatives empresarials comptabilitzades pugen a 460.000 casos (H.M.F., 1.992, Vol.1 pàg 4) i una part creixent de la població s'està ocupant al sector privat (W. Andreff, 1.993). Centrats encara en el quadre 1 esmentat, convé destacar el fort creixement de les Societats de Responsabilitat Limitada que sembla la modalitat que, ara com ara, més encaixa amb les possibilitats i cultura empresarial dels inversors hongaresos. Aquest creixement, a la vista de les dades disponibles, prové, en la seva major part, de noves iniciatives i només una part molt insignificant pot atribuir-se a la transformació des d'altres fórmules societàries com les cooperatives. La devallada o estabilització d'altres modalitats es pot relacionar amb la Llei de Fallida que des de la seva entrada en vigor ha suposat la liquidació efectiva de 2.300 empreses d'entre 5.700 procediments iniciats (H.C.C., Vol.1, pàg 5).

Tot i que nosaltres ens centrarem en la segona de les línies

¹⁵⁴Vegi's l'apartat 3.1 d'aquest capítol.

possibles d'investigació, és a dir, la privatització de les empreses existents, convé no perdre aquesta referència en la valoració global del procés.

Baixant a un nivell de més concreció en la fixació d'objectius, la quantificació de les empreses estatals mitjanes-grans identificades com a candidates a l'origen per a privatitzar abans de 1.994 (data en que recordem que el 50 % de l'activitat econòmica havia d'estar en mans privades) era de 2.244, sense perjudici de que a través de mecanismes de privatització descentralitzats - a iniciativa de la pròpia empresa o d'eventuals inversors- s'afectés un nombre d'unitats superior. Les característiques genèriques, en tres classificacions complementàries, de les esmentades 2.244 empreses són les següents:

QUADRE 3

CARACTERISTIQUES GENERALS DE LES EMPRESES

IDENTIFICATEDES PER A PRIVATITZAR

Empreses autogestionades pel consell d'empresa	1.257
---	-------

Administrades directament l'Estat	987
--------------------------------------	-----

TOTAL	2.244
-------	-------

Grans empreses	1.529
----------------	-------

Mitjanes empreses	715
-------------------	-----

TOTAL	2.244
-------	-------

Transferides a l'AEP per a la seva venda	1.987
---	-------

No tranferides	257
----------------	-----

TOTAL	2.244
-------	-------

Font: Elaboració pròpia amb dades de l'Agència Estatal de Propietat, PRIVINFO,
OCDE i The Economist Intelligence Unit.

El criteri amb el qual es va enfocar inicialment la privatització l'hem descrit al capítol 2 i es pot resumir en el següent quadre on s'inclou els objectius desglossats per mecanismes. Cal matitzar que només es van quantificar objectius per als mecanismes centralitzats a través de l'AEP i per al mecanisme de privatització a iniciativa de les empreses en la mesura en que hi ha un control continuat per part de l'AEP¹⁵⁵:

¹⁵⁵No considerem, doncs, ni la pre-privatització ni la privatització a iniciativa dels inversors.

QUADRE 4

DETALL PER PROGRAMES DE PRIVATITZACIO

Nº d'empreses Valor comptable		
(Milers Milions d'HUF)		

Total d'empreses a		
privatitzar/de les quals/	2.244	-
Transferides a l'AEP/de les quals/	1.987	1.926
Incorporades a programes		
centralitzats/dels quals/	562	nd.
Primer Programa AEP	20	73,9
Segon Programa AEP	80	24,9
Resta Programes AEP (*)	288	
Transferides a la SHAE	174	645
No incorporades a programes		
centralitzats	1.425	nd.
Total empreses no transferides		
a l'AEP i no incorporades		
a programes centralitzats		
(Privat. descentralitzada)	1.682	

/de les quals/

Objectiu Priv. iniciativa empresa	715	92
Objectiu privatització a iniciativa		
dels inversors	-	837
Objectiu privatització massificada	70	100

(*) Vegi's l'apartat 3.2 del capítol 2. Les dades de la resta de Programes de l'AEP han estat tretes per diferència. Moltes de les empreses afectades són del sector de la construcció.

Font: Elaboració pròpia en base a dades del capítol 2 i a informacions facilitades per la revista de l'Agència Estatal de la Propietat, PRIVINFO (diversos números del Volum 2, primer semestre de 1.993), i la Cambra de Comerç Hongaresa.

Segons les dades més recents de l'Agència Estatal de Propietat, el valor comptable del conjunt de les empreses a privatitzar per aquest organisme era d'aproximadament 1.926 milers de milions d'HUF, és a dir, uns 30.500 milions d'US\$ al canvi de 1.990. Donada la importància d'aquesta xifra de referència per a la nostra anàlisi posterior, hem volgut contrastar-la amb fonts alternatives. Hem obtingut així un ampli ventall d'estimacions que van des dels 2.400 milers de milions d'HUF donats inicialment per la mateixa AEP fins els 1.183 milers de milions utilitzats per l'Oficina Estatal d'Auditoria passant pels 1.400 milers de

milions d'HUF de l'Institut d'Investigació de la Privatització. De totes les estimacions la més recent i amb garanties de solvència és la que hem donat en primer lloc.

Si observem conjuntament les classificacions anteriors, podem comprovar com la privatització intermediada es pretenia aplicar exclusivament a les empreses mitjanes (F. Persanyi, 1.992); però tot sembla indicar que també s'ha aplicat a instàncies de l'AEP. Finalment, esmentar que la participació estrangera en empreses privatitzades hom espera que assoleixi el 25 % el 1.994 en contrast amb l'actual 4 %.

2.- EL PROCES DE TRANSFORMACIO I PRIVATITZACIO D'EMPRESES.

Donats els objectius ja indicats, el quadre 5 ens informa de les diferents destinacions de les empreses dins del procés de privatització amb dades actualitzades fins el primer semestre de 1.993. Recordem, per a interpretar-lo correctament, que en el context de l'estratègia hongaresa de privatització, aquesta va precedida normalment del que hem anomenat **transformació** de l'empresa en Societat Anònima o Societat de Responsabilitat Limitada en base a les Lleis de Societats i de Transformació (aquesta darrera modificada el 1.992)¹⁵⁶.

¹⁵⁶Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

2.1.- Evolució en termes agregats

Com a resultat de la transformació, la presència de l'Estat es manté però en tant que subscriptor provisional d'accions que es proposa vendre o transferir a una altra institució en un termini de 3-4 mesos i sense perjudici de que ja en aquesta fase hi entrin accionistes tercers, inclús estrangers. En aquest sentit, és molt important de tenir en compte que, d'acord amb la referida legislació vigent, les transformacions que impliquin la incorporació en el capital d'inversors foranis, han d'ésser objecte d'ampliació de capital mentre que les participacions d'inversors hongaresos poden instrumentar-se en detriment de la participació de l'AEP i es poden beneficiar del sistema de préstecs preferencials¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Descrits als capítols 2, apartat 4, i 4, apartat 3.4.

QUADRE 5

RESULTATS GLOBALS DE LA TRANSFORMACIO I PRIVATITZACIO D'EMPRESSES

(1.990-1.992)

	Nº d'empreses	Valor comptable (Milers milions Balanz 1.990)
	-----	-----
TOTAL d'empreses a		
privatitzar/de les quals/	2.244	-
<u>Empreses sota el control inicial</u>		
<u>de l'AEP</u>	1.987	1.926
/de les quals/		
Empreses transferides a la SHAE	174	645
Empreses liquidades	250	195,5
Empreses transformades	602 (**)	577
Empreses liquidades	54	-
Empreses privatitzades al 100%	162 (**)	-
Empreses pendents de vendre (*)	386	533,6
Pendents de transformar	961	508,5
<u>Altres empreses pendents de transformar</u>		
<u>o transformables espontàniament</u>	257	28,5

(*) Inclou els casos de privatització parcial atès que l'objectiu de l'AEP és desprendre's de la totalitat de les accions de les empreses transformades.

(**) Les dades actualitzades a setembre del 1.993 assoleixen 996 empreses transformades i 273 privatitzades, segons una informació originada a l'OCDE, i encara no publicada, que recull el Financial Times del 17-11-93. El nombre d'empreses privatitzades concorda amb les 261 que dóna el semanari Newsletter Hungary Vol.5 nº 6 Desembre 1.993 per al període gener-agost. Dades més recents de l'AEP donen la xifra de 898 empreses però inclouen les incorporades al mecanisme de preprivatització. Cal recordar que durant l'esmentat any, ja funcionava el mecanisme de privatització massificada.

Font: Agència Estatal de Propietat

Centrats en el quadre 5, observem, primerament, que l'AEP ha intervingut en la transformació de 602 empreses (996 a setembre de 1.993), és a dir, que només el 30,3 % (50,12 % el setembre de 1.993) de les empreses objectiu transferides a l'AEP han estat ja transformades davant de l'objectiu previst-ja prorrogat un any- del 100 % el desembre de 1.993. Tenint en compte les empreses liquidades acollint-se a la nova Llei de Fallida¹⁵⁸ i les 174 transferides a la SHAE¹⁵⁹ en resten 961 pendents de transformar de les transferides a l'AEP.

Les empreses transformades les hem classificat, al seu torn, segons hagin estat posteriorment liquidades, privatitzades o estiguin pendents de vendre. En aquest últim sentit, veiem que

¹⁵⁸Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

¹⁵⁹Vegi's l'apartat 3.3 del capítol 2.

a setembre de 1.993 només 273, és a dir, el 13,74 % de l'objectiu han estat privatitzades al 100%. Altres 85 ho han estat en una proporció superior al 50 % i 32 per sota el 50 % i les comptabilitzem a l'apartat de pendents de vendre. El conjunt d'empreses privatitzades per sobre el 50 % assoleix, doncs, 358 unitats que representen el 18 % de l'objectiu. Més endavant aprofundirem en les característiques de les privatitzacions efectuades.

QUADRE 6

EVOLUCIO ANUAL DEL PROCES DE TRANSFORMACIO D'EMPRESES MITJANES-GRANS SELECCIONADES PER A PRIVATITZAR PER PART DE L'AEP

(Dades en milers de milions d'HUF)

					Gener-Juny Acumulat *
	1.990	1.991	1.992	1.993	G-J 1.993

Número	36	197	384	307	924**
Valor comptable ***	30	323	254	93	700
Valor de mercat	41	432	898	229	1.600
Capital	47	374	881	-	-
Ratio Revalorització	1,36	1,34	3,53	2,46	2,28
Capitalització	115	86,5	98,1	-	-

(*) Estimació

(**) Tal com ja hem apuntat al quadre 5, a setembre de 1.993 aquesta xifra era de 996 unitats.

(***) D'acord amb els balanços de 1.990.

Font: Agència Estatal de Propietat.

Seguint l'anàlisi del procés de transformació, però des d'una perspectiva interanual, podem fixar-nos ara en el quadre 6. Com a base per a l'aproximació empírica al procés, partirem de la relació de les 924 empreses estatals transformades segons

l'Agència Estatal de Propietat, durant el període 1.990-Juny de 1.993 per al qual hom disposa de dades homogènies. Recordem que la transformació no implica necessàriament un canvi en el posseïdor de l'actiu però admet aquesta possibilitat¹⁶⁰.

El quadre reflecteix un increment força dinàmic del nombre i valor de les transformacions realitzades fins a finals de 1.992. Posteriorment, s'ha produït una forta desacceleració en el valor comptable i de mercat atribuïble presumiblement al fet que les empreses que quedaven per a transformar eren de menor qualitat que les previament transformades i, a que algunes d'elles, procedien de la desmembració d'unitats de més tamany, la millor part de les quals ja havien estat privatitzades. Veiem així que atenent al valor comptable acumulat, la transformació ha afectat el 36,3 % de l'objectiu, sense tenir en compte les empreses transferides a la SHAE. Si considerem els casos de MATAV i MALEV, úniques transformacions que ens consten produïdes el 1.993 al sí de la SHAE el referit percentatge podria situar-se en el 45 %

Destaca, en el mateix quadre, l'evolució creixent de l'anomentat ratio de revalorització o proporció entre el valor en llibres de l'empresa abans de la transformació i el valor acceptat un cop completada aquesta. L'esmentat comportament pot venir motivat per una millora de les relacions de mercat o de la demanda de privatització, però també pot ser una conseqüència d'eventuals modificacions en els criteris de valoració o en els mètodes de privatització. En el nostre cas, tot sembla indicar que es tracta

¹⁶⁰Vegi's l'apartat 2 del capítol 2.

d'un paràmetre merament administratiu atenent la reduïda pressió de la demanda interna i la fase encara incipient d'implantació de relacions de mercat.

Aquests matisos fan, però, més remarcable la valoració dels imports agregats de les transformacions realitzades respecte a les pendents. Efectivament, al quadre 6 podem observar que el ratio de revalorització acumulat a juny de 1.993 és de 2,28. Però si calculem el ratio del que queda pendent de transformar-1.121 milions d'HUF (PRIVINFO, 2-7-93)-, amb dades de mercat de l'AEP, ens situem només en un 1,43. Aquest contrast sembla coherent amb el comportament que s'observa el gener-juny de 1.993.

En aquesta devallada intervén, presumiblement, una circumstància a la qual ja hem fet referència, tant als paràgrafs anteriors com al capítol 2, en abordar el tema del gradualisme en la privatització hongaresa¹⁶¹. I és que com més temps passa més pèrdues s'acumulen a les empreses inviables i, per tant, menys valor de mercat incorporen. Càlculs privats d'una institució bancària, als que hem tingut accés, quantifiquen la pèrdua de valor en 6.000 milions d'HUF mensuals de promig prenent com a referència les empreses objectivades. Des del punt de vista pressupostari, el dilema de càlcul econòmic que això ocasiona és molt simple: Vendre a curt termini a baix preu, en no estar reestructurades les empreses, o reestructurar-les i vendre-les a un preu superior però havent assignat importants partides de despesa pública al sanejament. Tornarem sobre aquest aspecte en

¹⁶¹Vegi's l'apartat 3.6 del capítol 2.

comentar l'impacte pressupostari de les privatitzacions¹⁶².

El contrast observat en els ratios podria considerar-se també un símptoma de quelcom que ha estat repetit recentment en nombroses intervencions públiques dels responsables de la privatització i que ha motivat la incorporació de nous mecanismes complementaris per accelerar el procés, com és el cas dels certificats o cupons de compensació (B. Edwards, 1.994). Es tracta de que, atès que els millors actius semblen estar ja venuts, els inversors estrangers alentiran la seva entrada al país o bé el que comprin serà a preu de liquidació.

Fixem-nos ara en el ratio de capitalització (Capital/Valor de transformació), el qual indica la mesura en que una part de la propietat després de la transformació s'ha traduït en capital (T. Mellár, 1.993). Ja hem indicat al capítol 2 que les dues fòrmules alternatives de transformar i privatitzar eren la venda d'actius, normalment amb liquidació posterior de la societat original, i l'adquisició d'accions. En aquest sentit, el ratio en qüestió mostra l'atractiu de mercat i expectatives futures de l'empresa en indicar quina proporció de la propietat s'espera que produeixi rendes regulars als inversors o nous propietaris. Observem que després d'enregistrar un índex de 115 el 1.990 es va passar a 86,5 per a tornar a recuperar-se el 1.992, segons tots els indicis gràcies a les expectatives d'obtenció de plusvàlues que despertava, en aquells moments, l'impuls de la Borsa de Budapest.

¹⁶²Vegi's l'apartat 2.2 d'aquest capítol.

Prèviament al còmput i avaluació d'aquest ratio, hem de fer esment de dos elements distorsionadors que accentuen el seu caràcter estimatiu, atesa la precarietat de les estadístiques que els serveixen de base. D'una banda, el fet que en les transformacions en què simultàniament es privatitza parcialment, la participació dels inversors estrangers no es concreta només en una compra directa de les accions existents, sinó que hom requereix, que l'import aportat, es tradueixi en una ampliació de capital d'un mínim de 100 milions d'HUF o de l'equivalent al 10 % del valor dels actius un cop avaluats¹⁶³. Per tant la comparació entre el valor de transformació i el del capital social perd rellevància proporcionalment a la importància relativa adquirida per la inversió estrangera.

Sobre aquesta possibilitat, disposem de la informació recent de que la participació estrangera en les empreses constituïdes - i en el moment de la constitució - ha estat 2,9 % entre 1.990 i juny de 1.993. Així mateix, del quadre 7 podem extreure una estimació de l'evolució anual, referida en aquest cas al nombre d'empreses transformades. Una i altra informació ens permeten relativitzar la possible distorsió en les estadístiques motivada per aquest fet. Més endavant, dins d'aquest mateix capítol, procedirem a valorar en sí mateix el comportament de la inversió estrangera.

¹⁶³Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

QUADRE 7

NOMBRE D'EMPRESSES EN LES QUALS L'ENTRADA DE CAPITAL ESTRANGER HA COINCIDIT AMB LA TRANSFORMACIO

1.990	16
1.991	33
1.992	13

Font: Agència Estatal de Propietat

El segon element eventualment distorsionador del ratio de capitalització el constitueix el notable número d'empreses que, han experimentat una transformació merament formal, és a dir, sense intervenció d'altres inversors i quedant-se l'AEP com a únic propietari. En aquests casos el ratio de capitalització es deriva de les negociacions entre l'AEP i els dirigents de l'empresa havent-se detectat una pràctica no escrita¹⁶⁴ de fer coincidir el valor de transformació amb la xifra de capital.

Les consultes realitzades sobre l'evolució posterior coincideixen, no obstant, en que s'espera una nova caiguda del ratio de capitalització com a conseqüència de l'insuficient desenvolupament de la borsa i de la referida percepció sobre la

¹⁶⁴Fet reconegut per la mateixa AEP (T. Mellár, 1.993).

qualitat dels actius pendents de vendre¹⁶⁵. Donada la rellevància d'aquest fet per al desenvolupament del mercat de capitals, l'examinarem amb atenció en tractar els resultats provisionals de la privatització per mecanismes.

Buscant extreure el màxim d'informació i elements de judici sobre la fase de transformació de les empreses, prèvia a la privatització, al quadre 8 figura l'estructura de propietat referida al moment de la transformació, és a dir, prescindint de les privatitzacions esdevingudes posteriorment, les quals seran objecte d'anàlisi més endavant. De l'observació d'aquest quadre podem treure la conclusió de que en la seva major part el procés de transformació no ha suposat un traspàs d'actius des de l'Estat al sector privat, sigui domèstic o estranger.

¹⁶⁵El propi T. Mellár (1.993) denuncia aquest fet, que d'altra banda hem pogut corroborar en diferents consultes directes realitzades.

QUADRE 8

ESTRUCTURA DE PROPIETAT DE LES EMPRESES TRANSFORMADES EN EL MOMENT DE LA TRANSFORMACIO (1.990-Juny 1.993)

AEP	92,3
Governs Locals	2,5
Inversors domèstics	2,3
Inversors estrangers	2,9
	100,--

Font: Agència Estatal de Propietat

Examinarem ara l'evolució posterior a la transformació. Ho farem amb dades oficials de fiabilitat molt limitada, donada la insuficient base estadística del país, ja comentada, i a la qual s'afegeix el caràcter descentralitzat d'alguns dels mecanismes estudiats de privatització. Anticipem com a dades generals que, d'acord amb l'Agència Estatal de Propietat, apart de l'aproximadament 5,2 % privatitzat en el moment de la

transformació, un 7,9 % adicional - que més endavant matitzarem - ho ha estat en els mesos posteriors, i que un 50 % de les empreses estatals estan en processos de transformació o privatització. Al quadre 9 hom pot observar com la majoria de les accions de les empreses transformades estan encara sota control estatal.

QUADRE 9

ESTRUCTURA DE LA PROPIETAT DE LES EMPRESES TRANSFORMADES A 31-12-92 i 31-12-93 (en %)*

	1.992	1.993**
	-----	-----
A.E.P.	72,2	62,4
Governos Locals	14	16,3
Inversors domèstics	8,3	13,3
Inversors estrangers	5,5	8
	-----	-----
	100,-	100,-

* No es tenen en compte els processos de transformació vigents al sector elèctric.

** Les dades de 1.993 són estimatives.

Font: Agència Estatal de Propietat (1.992) i K.S.H. (Oficina Central d'Estadística) Budapest 1.994.

D'aquestes proporcions, si les comparem amb les dades del quadre 6, es podria desprendre que el canvi de propietat ha afectat a 340,2 milers de milions d'HUF - 21,3 % (13,3 + 8) de 1.600, suposant que aquest valor de mercat de les empreses constitueix una estimació de la mesura del capital. Si posem en relació ara, aquests 340,2 milers de milions amb el valor inicial en llibres dels actius estatals a privatitzar el percentatge resultant és d'un 17,6 %, el qual és coherent amb les dades oficials¹⁶⁶. No obstant, si tenim en compte l'existència de privatitzacions que no es concreten en participacions en capital, l'allunyament de les xifres de capital, un cop determinades per les empreses consultores, dels corresponents valors comptables i, d'altra banda, el fet que les participacions estrangeres es concreten en ampliacions de capital, el referit percentatge perd la significació que sovint se li atribueix.

Les dades aportades fins ara sobre la transformació i privatització d'empreses, ens donen uns percentatges respectius de consecució d'objectius a finals de 1.993 del 50,1 % i del 18% -tenint en compte les participacions majoritàries-, quant al nombre, i del 45 i 17,6 %, aproximadament, quant a valor comptable.

El retard acumulat és, doncs, considerable, tot i que la seva valoració, en el conjunt del progrés del sector privat, s'hauria de realitzar partint també de les dades sobre creació d'empreses.

¹⁶⁶L'última dada oficial de que disposem sobre el grau de consecució dels objectius de la privatització correspon a finals de 1.992 i el situa en un 15% (T. Mellár, 1.993).

En aquest sentit, si relacionem les dades de l'últim paràgraf amb les que es desprenen del quadre 2, observem que el 27 % amb què ha progressat la contribució del sector privat a l'augment del PIB¹⁶⁷ s'ha aconseguit privatitzant només el 17,6 % dels actius objectivats per a la fi de 1.994. Recordem que, per aquest any, la contribució del sector privat hauria de ser equivalent a la del sector públic, assumint ja el 100 % de consecució dels objectius privatitzadors.

Entenem que la lentitud del procés de privatització, és fruit, tant del criteri gradualista amb el qual s'ha enfocat, com de la mateixa complexitat de la transició. No obstant, si seguim aprofundint, podem identificar diversos elements de la gestió del gradualisme que, apart d'ocasionar una constant pèrdua de ritme de la transició, podrien condicionar el seu contingut sistèmic i la política d'estabilització. Retrobem aquí, doncs, el punt de connexió entre els conceptes de Privatització i Recessió, el qual hem analitzat en un altre capítol¹⁶⁸. Podem afegir-hi ara, també, el concepte de Transformació.

Ens referim concretament als següents elements:

1.- Hem observat una certa indefinició de la fase de transformació en haver estat considerada com un pur tràmit. Durant el temps en que les empreses han estat gestionades per

¹⁶⁷Percentatge que s'ha d'interpretar amb cautela atesa l'evolució interanual d'aquest agregat macroeconòmic (quadre 8 del capítol 1).

¹⁶⁸Vegi's l'apartat 6 del capítol 1.

l'AEP no s'ha incentivat la gestió empresarial per part dels nous responsables¹⁶⁹, ni el desenvolupament de nous mercats, ni la formació d'una base tècnica i financera sòlida enfocada a la reestructuració i creixement futur. Tampoc no hem observat un esforç autònom de desmonopolització, en el sentit utilitzat per V. Klaus (1.990), d'alternativa a la descentralització (T. Virgili, pàg. 231). Això ha contribuït a la descapitalització de les empreses i a agreujar la recessió productiva.

2.- Els canviants criteris de decisió quant a la implantació i aplicació dels mecanismes de privatització centralitzats o descentralitzats, han creat incertesa sobre el paper que l'Estat es proposa representar en el futur. La creació de la SHAE el segon semestre de 1.992 i l'assignació d'un conjunt d'empreses a aquest organisme, van clarificar els objectius del govern quant a la destinació final d'un bon nombre d'empreses.

3.- El retard en l'inici de les reformes al sector bancari ha agreujat l'escassa participació dels inversors domèstics, en condicions de mercat, en el procés de privatització. Tindrem oportunitat d'argumentar amb més profunditat aquest punt després de tractar, al capítol següent, la política adoptada quant al sector bancari i al món financer.

4.- Amb el retard del procés de privatització, el marc legal

¹⁶⁹L'elecció dels nous responsables ha despertat fortes polèmiques i susceptibilitats.

competitiu aprovat¹⁷⁰ no ha trobat la resposta esperada en el comportament dels agents econòmics i s'han alimentat actituds especulatives¹⁷¹.

Tot sembla indicar que ha prevalgut l'objectiu d'obtenir ingressos pressupostaris, a ser possible en divises, a curt termini, per sobre l'aplicació en profunditat d'una estratègia global de transformació.

2.2.- Els ingressos estatals derivats de la privatització.

Sembla també útil, per a quantificar el grau de consecució dels objectius de la privatització, prescindint de la possible arbitrarietat dels criteris de valoració, fixar-se complementàriament en els ingressos de l'AEP per l'esmentat concepte, ingressos que reflecteixen el valor de mercat de la privatització controlada centralment, però que no són representatius, com veurem, de la resta de mecanismes estudiats. Entre 1.990 i 1.993, els ingressos per vendes d'actius estatals han assolit la xifra de 178,8 milers de milions d'HUF. D'aquests 178,83 milers de milions, un 45 % correspon a drets de propietat d'empreses venudes en la seva totalitat, un 41 % a drets de propietat d'empreses venudes en més del 50 % del capital i, la resta, a empreses venudes en menys del 50 %. A nivell interanual,

¹⁷⁰Vegi's l'apartat 3.2 del capítol 1

¹⁷¹A l'apartat 5.3 d'aquest capítol ens referirem a aquestes actituds.

aquests ingressos han passat de 30,34 milers de milions d'HUF el 1.991 a 69,82 milers de milions el 1.992 i a 77,9 milers el 1.993, és a dir, han sofert una lleugera desacceleració l'últim any.

Si comparem els 178,83 milers de milions d'HUF, ingressats fins a finals de 1.993, amb el valor comptable dels actius inicialment privatitzables -1.926 milers de milions d'HUF-, obtenim un ratio del 9,29 %, el qual, relacionat amb el 17,6 % que hem estimat anteriorment com a grau de consecució de l'objectiu de privatització, ens indicaria que només el 52,57 % de l'import de les transaccions de privatització s'ha traduït en ingrès pressupostari.

En valorar aquesta proporció, cal tenir en compte que els ingressos de l'AEP afecten fonamentalment als processos controlats per aquest organisme i, dins d'aquests, són inferiors, al menys pel que fa a la participació estrangera, als efectivament assignats a la privatització, d'acord amb la legislació vigent que obliga a canalitzar el 20 % de les aportacions directament a l'empresa privatitzada¹⁷², i segons la pràctica que hem recollit en alguns dels casos exposats al capítol anterior¹⁷³. Recordem, en efecte, les aportacions de capital per a cancel·lar crèdits o recolzar inversions productives en funció sempre dels acords establerts entre les parts. Llevat dels casos puntuals esmentats, no ens ha estat

¹⁷²Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

¹⁷³Per exemple, el cas PETOFI (Apartat 3.1 del capítol 2).

factible d'obtenir dades agregades sobre aquesta circumstància.

El desglossament per anys, i per procedència i mecanismes de pagament emprats, és el que s'indica al quadre 10.

QUADRE 10

INGRESSOS DE L'AEP PER VENDES D'ACTIUS ESTATALS

(en milers de milions d'HUF)

	<u>1.990</u>	<u>1.991</u>	<u>1.992</u>	<u>1.993</u>	<u>TOTAL</u>
Pagament al comptat,					
en divisa	0,53	24,61	40,98	25,5	91,62
en forints	0,14	4,82	17,51	17,7	40,17
Utilitzant crèdit	-	1,01	9,07	21,7	31,78
Cupons de compensació	-	-	2,26	13,0	15,26

TOTAL:	0,67	30,34	69,82	77,9	178,83

Font: Agència Estatal de Propietat. Publicat a PRIVINFO (diversos números) i FINANCIAL TIMES, "East European Business Law", nº 94-I gener de 1.994.

Les dades disponibles sobre la composició dels ingressos, ens indiquen que les vendes totals en divisa suposen el 51,2 % del total. En perspectiva interanual, s'observa una notable desacceleració en la referida proporció: 81 % el 1.991, 58,6 % el 1.992 i 32,7% el 1.993, segons dades oficials de l'AEP que hem pogut contrastar amb d'altres estimacions, a les quals hem tingut accés¹⁷⁴; la inflexió en els ingressos en divisa es justifica,

¹⁷⁴Concretament estimacions del Crédit Suisse First Boston.

a grans trets, pels mateixos motius que hem donat en tractar de la transformació d'empreses¹⁷⁵. D'altra banda, s'enregistra un augment paral·lel, ja perceptible el 1.992, dels pagaments al comptat en forints i dels pagaments utilitzant crèdits dels específicament establerts per a la privatització¹⁷⁶. Es a dir, ha augmentat l'adquisició d'actius privatitzats per part d'inversors domèstics.

Aquesta estimació del volum de divises canalitzat cap a la compra d'actius estatals representa, per al conjunt del període 1.991-93, la quarta part aproximadament de les inversions estrangeres totals, que seria la variable rellevant des del punt de vista de la progressió del sector privat a l'economia i des de l'òptica de la Balança de Pagaments (H.B.B., 10-3-93). Al quadre 11 es pot observar el volum que representa l'entrada de capital estranger al país per a formar Joint-Ventures, sovint amb posterioritat a la privatització¹⁷⁷, o adquirir altres actius no identificats com a privatitzables a priori.

¹⁷⁵A l'apartat 2.1 d'aquest mateix capítol.

¹⁷⁶Vegi's l'apartat 3.4 del capítol 4.

¹⁷⁷Es a dir, els casos en que la inversió estrangera es concreta en una ampliació de la base de capital d'empreses ja existents i privatitzades.

QUADRE 11

CANALITZACIO DE LA INVERSIO ESTRANGERA CAP

A LA PRIVATITZACIO

(Milers de milions d'HUF)

	<u>1.991</u>	<u>1.992</u>	<u>1.993</u>	<u>Acum.</u>
Inversió estrangera total	142,0	158,0	201,2	501,2
Inversió en privatització	58,5	82,8	99,5	240,8
Aport. dineràries	24,6	40,9	25,5	91,0
Aport. no dineràries	19,0	18,2	-	-
Aport. emp. existents(*)	14,9	23,7	-	-
inversió en noves empreses (**)	55,5	42,9	-	-
Inversió en altres projectes	28,0	32,3	-	-

(*) Joint-Ventures en què el capital estranger complementa la base de capital d'empreses ja privatitzades.

(**) Inclou també els Joint-Ventures creats simultàniament a la privatització. El 1.991 es van crear 5.642 noves empreses amb participació de capital estranger i una base de capital de 138,8 milers de milions d'HUF. El 1.992 la creació d'empreses va assolir 4.101 unitats amb un capital total de 70,4 milers de milions. Els 99,5 milers de milions d'inversió estrangera en privatització de 1.993 corresponen a MATAV (87,5) i a la resta d'inversions fins a setembre de 1.993 (12).

Font: Agència Estatal de Propietat, Banc Nacional d'Hongria i Béla GALGOCZI,

"The change of investment environment in Hungary in the light of the experiences of Joint-Ventures" a Grup d'Estudis dels Països d'Europa Central i Oriental, Universitat de Barcelona, Entrepreneurship in East-European Countries in the framework of increasing East-West Economic compatibility, Barcelona setembre de 1.993. Les dades corresponents a 1.993 corresponen al Banc Nacional d'Hongria i han estat publicades a Boletín Económico de Información Comercial Española, nº 2.402, 21-27 de febrer de 1.994.

Si considerem el total d'inversió estrangera, els ingressos totals en divisa amb finalitat de privatitzar o invertir en empreses ja privatitzades del 1.991, 1.992 i 1.993 suposen 58,5, 82,8 i 99,5 milers de milions d'HUF, respectivament, i el total acumulat, per tant, 240,8 milers de milions, és a dir, aproximadament, la meitat de la inversió estrangera total. Veiem així, com la inversió estrangera acumulada per a privatització, sense tenir en compte la canalitzada a crear noves empreses ni a altres projectes, equival a un 12,5 % dels actius estatals a privatitzar. Aquest percentatge l'hem de mantenir a un nivell estricte de comparació de magnituds, donat que, com se sap, no tota la inversió estrangera en privatització s'orienta cap als actius inicialment identificats com a privatitzables.

A l'apartat següent ens referirem amb més detall, i des de diferents punts de vista, les inversions estrangeres i posarem l'accent en la percepció en els agents econòmics inversors del clima que envolta l'activitat econòmica en la situació actual de transició.

Des del punt de vista de l'objectiu recaudatori de l'Estat,

l'ingrès brut pressupostari en concepte de privatitzacions¹⁷⁸ durant els tres anys estudiats, representa, aproximadament, una quarta part dels ingressos totals, sense tenir en compte la Seguretat Social, corresponents a un any¹⁷⁹. Aquest import, que caldria corregir per la disminució de rendes presents i futures d'empreses ocasionada, el considerem relativament reduït si tenim en compte que durant el mateix període el progrés del sector privat en la formació del PIB ha estat del 27 %¹⁸⁰. Per a conèixer fins a quin punt, la transferència de d'actius representada per l'esmentat ingrès ha pogut contribuir a l'augment de la participació del sector privat a l'economia, caldria disposar de dades estadístiques homogènies, sobre producció i volum de vendes, de les quals no en disposem.

Dues reflexions addicionals ens sorgeixen en la interpretació d'aquestes dades representatives del progrés de la privatització. La primera, fa referència als mecanismes de privatització que escapen del circuit de control de l'AEP, com poden ser la privatització espontània en la seva primera fase, la privatització intermediada, especialment també en la seva primera fase, i la privatització massificada, que via extensió de crèdits en condicions avantatjoses o, a través dels sistema de cupons, està guanyant pes dins del total en línia amb els objectius

¹⁷⁸A l'apartat 4.2 d'aquest capítol estudiarem les despeses implícites al procés de privatització i en deduirem el saldo net.

¹⁷⁹Hem agafat com a referència les dades del quadre 4 del capítol 1.

¹⁸⁰Un cop més, amb totes les cauteles en la consideració d'aquest percentatge.

actuals del govern¹⁸¹. La descripció dels resultats per mecanisme, que realitzem al subapartat que segueix, ens facilitarà la traducció quantitativa d'aquesta reflexió.

Finalment, com a segon element a tenir en compte en la interpretació de l'indicador de progrés de la privatització indicat, hem de citar l'economia paral·lela¹⁸², la qual, segons tots els indicis, ha continuat la seva progressió enmig de creixents dificultats de control.

2.3.- Resultat per mecanismes

Si del còmput global passem al detall per mecanismes, obtindrem una valuosa informació addicional sobre el procés. Amb les dades desglossades disponibles (1.990-93)¹⁸³, apart de la petita contribució del sistema de cupons, que ja hem pogut veure al quadre 10 i que no es pot considerar com un mecanisme autònom¹⁸⁴, hom pot confirmar la inoperància dels programes iniciats i gestionats centralment. Segons un estudi de Yudit Kiss (1.992), el primer programa, davant l'objectiu de 73.885 milions d'HUF¹⁸⁵,

¹⁸¹Ho hem pogut comprovar al quadre 10 d'aquest capítol.

¹⁸²Ens hi hem referit a l'apartat 1 d'aquest capítol.

¹⁸³No totes les dades que aportarem cobreixen integrament aquest període. Malgrat aquesta falta d'homogeneïtat les facilitarem per tal de poder captar les línies tendencials.

¹⁸⁴Vegi's l'apartat 3.6 del capítol 2.

¹⁸⁵Vegi's el quadre 2 del capítol 2.

només ha generat fons a l'AEP per 30.000 milions i no ha despertat l'interès inversor que s'havia previst. D'altra banda, la contribució del segon i tercer programes ha estat nul·la. Quant a la privatització espontània, segons l'Institut per a la Privatització (B. Galgoczi, 1.993a), a finals de 1.991 s'havien completat 80 casos amb un valor en llibres de 60.000 milions d'HUF. Finalment, pel que fa a la privatització intermediada, només un 5 % de les 437 empreses identificades per a la primera fase han estat privatitzades, amb un valor estimat segons l'AEP de 9.900 milions d'HUF (PRIVINFO, 2-7-93).

QUADRE 12

AVALUACIO DE LA PRIVATITZACIO PER MECANISMES

(1.990-92)

(en milers de milions d'HUF de valor comptable)

	Objectiu (*)	Resultats
	-----	-----
Privatització espontània	-	60,0
Primer Programa	73,9	30,0
Segon Programa	24,9	0
Resta Programes AEP	-	0
Programa SHAE	645,0	163,0 (**)
Privatització a inic. empresa	92,0	9,9 (***)
Privatització a inic. inversors		-
Privatització massificada (****) 100		-

(*) Dades extretes del capítol 2 i del quadre 4 d'aquest mateix capítol.

(**) Aquesta xifra reflecteix les privatitzacions parcials de MATAV i MALEV que s'han produït dins de l'any 1.993. Aquesta xifra inclou tant les aportacions dineràries inicials, com els compromisos d'inversió assumits.

(***) No entren en el còmput d'ingressos de l'AEP del quadre 10. El quadre 13 mostra en detall els resultats provisionals d'aquest procés.

(****) Aquest sistema s'ha endegat durant 1.993.

Font: Yudit KISS (1.992) i Béla GALGOCZI (1.993a).

Fixem-nos ara, al quadre 13, en les dades disponibles sobre els resultats provisionals del mecanisme de privatització a iniciativa de la pròpia empresa o privatització intermediada.

QUADRE 13

RESULTATS PROVISIONALS DEL MECANISME DE PRIVATITZACIO INTERMEDIADA A 31-12-92 (Valors en milers de milions d'HUF)

	<u>Fase 1</u>	<u>Fase 2</u>	<u>Totals</u>
Període	9.91-12.93	6.92-12.93	9.91-12.93
Empreses afectades	437	278	715 (*)
Valor comptable	22	70	92
Empreses liquidades	57	20	77
Empreses venudes	189 (**)	14	203
Empreses en procés	191	244	435
Ingressos per vendes	6,6	3,3	9,9 (***)
% Ing. venda/ valor comptable	30	4,7	10,8

(*) Incloses en les objectivades per a la privatització.

(**) 154 privatitzades al 100 %, 31 amb majoria de capital privat i la resta en minoria.

(***) Participació estrangera del 16,5 %

Font: Agència Estatal de Propietat. PRIVINFO Vol.2 nº 14 Juliol 1.993.

Si, amb totes les cauteles indicades a l'apartat anterior i suposant que le valor de les transacciones efectuades s'ha transformat en ingressos estatals, fem l'exercici de sumar els 9.900 milions que ha assolit de venda d'empreses petites i mitjanes, segons el mecanisme de privatització intermediada, als 178,83 milions del quadre 10 i relacionem el total amb el valor inicial dels actius a privatitzar, obtenim un ratio del 9,80 %, només lleugerament superior al 9,29 % donat anteriorment.

Podem completar aquest repàs del comportament dels diferents mecanismes amb una panoràmica, actualitzada a l'agost de 1.993, de l'evolució dels principals títols cotitzats a la Borsa de Budapest, la major part dels quals formen part, almenys parcialment, de l'aplicació dels esmentats mecanismes, especialment del més recent, és a dir, de la privatització massificada. En aquest sentit, un bon comportament d'aquests valors a la borsa, donaria a entendre la seva acceptació pel mercat i la viabilitat de les sortides a borsa com a mecanisme complementari de privatització. Malgrat això, tampoc no es poden extreure conclusions massa radicals d'un comportament menys dinàmic, com el que realment s'ha produït, atès el desenvolupament encara incipient de la borsa i la seva vinculació amb la situació general de l'economia. Aquest últim és un altre dels punts de connexió entre política d'estabilització i privatització, dins del context que hem intentat dibuixar al capítol 1.

En absència d'un índex ponderat d'evolució global de la borsa¹⁸⁶, al quadre 14 apareixen els indicadors borsaris més usuals aplicats a les principals accions cotitzades a la Borsa de Budapest, algunes de les quals (assenyalades amb un asterisc) corresponen a empreses que hem utilitzat al capítol 2 com a cas representatiu d'algun dels mecanismes de privatització. Pot observar-se com, en la seva major part, les accions s'estan cotitzant per sota del seu preu d'emissió i algunes, inclús, per sota el seu valor nominal, amb l'aggravant de que tot i així el PER resulta molt alt.

¹⁸⁶Ens consta que s'està treballant en l'elaboració d'un índex basat en la cotització dels 18 valors més líquids ponderats per la capitalització (E.E.M. Vol. 14 nº 7, abril de 1.994).

QUADRE 14INDICADORS DE LA BORSA DE BUDAPEST

	Nominal en HUF	Preu d' emissió	Cotització el 6-8-93	PER
	-----	-----	-----	-----
Agrimpex	10.000	35.000	14.000	2,6
Bonbon Hem.	1.000	2.500	1.350	10,4
Budaflax	1.000	2.200	365	10,9
Danubius (*)	1.000	1.000	900	14,1
Dunaholding (*)	10.000	38.000	15.900	- (**)
Fönix	1.000	2.000	450	1,5
Fotex	100	199	280	15,6
Garagent	10.000	15.000	15.500	8,7
Hungagent	1.000	2.400	700	1,2
Ibusz (*)	1.000	4.900	1.500	152,4
Kontrax I.	1.000	2.320	900	25
Kontrax T.	1.000	2.320	500	3,6
Konzum	400	3.600	400	27,1
Martfü	1.000	2.550	1.500	- (**)
Müszi	10.000	18.000	1.800	3,2
Nitroil	10.000	15.000	15.000	15,3
Novotrade	1.000	4.400	580	- (**)
Pick (*)	1.000	1.200	2.400	11,9
Skala Coop.	1.000	2.200	2.220	- (**)

Styl	1.000	2.850	5.350	7,7
Sztrada skala	10.000	14.600	5.500	- (**)
Terraholding	1.000	1.680	990	- (**)
Zalakeramia	1.000	1.518	1.085	7,2
Zwack U.	1.000	2.250	2.493	11,8
Csemege-M	10.000	12.500	11.000	10,1

(*) Empreses citades al capítol 2 com a casos representatius de privatització.

(**) Empreses en pèrdues al darrer exercici.

Font: Bank Austria "East-West Report", Setembre 1.993

Al marge de possibles sobrevaloracions en la fixació del preu de sortida, les causes de la situació deprimida del mercat de valors cal buscar-les en la seva escassa maduresa i profunditat i en la situació de crisi profunda en que es troben immerses moltes grans empreses del país, crisi que de persistir, pot significar l'exclusió de la llista de valors admesos. Del capítol primer d'aquest projecte d'investigació podriem aïllar les següents causes pròximes, relatives a la situació econòmica general i concretament a la política d'estabilització:

- Incertesa general i liberalització de preus i exterior en procés de consolidació. Cautela dels participants no residents i desconeixement de la població resident.
- Situació industrial recessiva agreujada per la dissolució del C.A.E.M., la qual va afectar a importants empreses

hongareses¹⁸⁷.

- Indefinició de la fiscalitat i modificació dels procediments comptables.
- Taxa d'inflació encara elevada¹⁸⁸.
- Dificultats en la reducció del dèficit públic i, per tant, persistència de les expectatives inflacionistes.
- Tipus d'interès actius elevats.
- Demanda interna poc dinàmica¹⁸⁹.

Aquesta evolució de la Borsa no es pot desvincular del mecanisme de privatització massificada impulsat mitjançant els cupons de compensació i recolzat pels diferents crèdits preferencials¹⁹⁰. D'acord amb aquest mecanisme, la demanda d'accions a la borsa hauria d'anar precedida per la demanda de cupons de compensació que són els que finalment s'intercanvien per accions. Els cupons es negocien també a la Borsa de Budapest, depenent la seva cotització de les expectatives dels inversors respecte a les empreses a privatitzar i, del nombre alt o baix de les empreses

¹⁸⁷La Secretaria de la Borsa de Budapest ha insistit en aquest punt tal com posa de manifest la publicació especialitzada Business Partner Hungary nº 1-2, 1.993.

¹⁸⁸22,8 % el 1.993, segons el quadre 7 del capítol 1.

¹⁸⁹Vegi's l'apartat 5 del capítol 1.

¹⁹⁰Vegi's l'apartat 3.6 del capítol 2 i 3.4 del capítol 4.

seleccionades o previsiblement seleccionades per l'AEP o la SHAE per a entrar en l'esquema.

Doncs bé, s'observa una caiguda constant de la cotització dels cupons de compensació a partir de gener de 1.993 seguida d'una recuperació iniciada el setembre, de manera que a mitjans de gener de 1.993 se situava a 740 HUF, el març a 715, el juny a 546, el juliol a 400 HUF i el setembre a 587 (PRIVINFO Vol. 2 1.993) davant d'un valor nominal de 1.000. Els motius serien els mateixos que hem adduït en justificar la introducció del mecanisme de privatització massificada, presumiblement incorporats a les expectatives dels inversors: bàsicament l'esgotament dels actius privatitzables clarament rendibles a priori, l'incipient desenvolupament de la borsa, l'experiència de la pèrdua de valor de les accions d'algunes de les empreses ja privatitzades i la situació general de l'economia. L'evolució al mercat secundari és, si cap, més representativa en la mesura en què sembla questionar la política de fixació de preus per a la subscripció primària, duta a terme pels organismes responsables¹⁹¹.

Documentarem aquest fet mitjançant les dades oficials corresponents a les transaccions en certificats o cupons de compensació durant el primer any de funcionament del mecanisme de privatització massificada. Cal tenir en compte que el tipus de canvi en la subscripció al mercat primari, fixat

¹⁹¹Recordem que tant el tipus de canvi entre els cupons de compensació i les accions, com el valor facial, el volum i el període de subscripció són decisions discrecionals de l'AEP. Vegi's l'apartat 3.6 del capítol 2.

discrecionalment per l'AEP, pot ser modificat posteriorment d'acord amb la major o menor acceptació o amb la propensió de la demanda interna dels inversors. Les informacions disponibles apunten a que la tònica és la que queda reflectida a la mostra que oferim al quadre 15 tot i que la situació deprimida dels preus i la previsió de les ofertes d'accions, fan pensar en una lleu recuperació.

QUADRE 15

TRANSACCIONS EN CUPONS DE COMPENSACIO

(Juny 92-Setembre 93)

Previsió d'empreses a incloure a l'esquema: 70

Nominal de les accions a subscriure: 100.000 Mio. HUF

% sobre el valor total dels actius

a privatitzar 5,2

Valor nominal dels cupons utilitzats

per a adquirir actius estatals durant

el primer any /dels quals/ 8.485,2 Mio. HUF

- Utilitzats per a comprar accions

ofertes per l'AEP (*) 1.606,2

- Utilitzats com aportacions al Fons

d'Inversió Mobiliària Pillér (**) 1.384,5

- Utilitzats en el context del

mecanisme de privatització a

iniciativa de les empreses 1.584,6

- Utilitzats en la compra directa

d'actius 2.184,2

- Utilitzats en el context del

mecanisme de preprivatització 1.594,3

-Utilitzats per a cancel.lar

crèdits preferencials (E-Crèdits) 131,4

Cotització dels cupons a la Borsa de

Budapest (Nominal=100)

Gener 1.993: 740

Març 93: 715

Juny 93: 546

Juliol 93: 400

Setembre 93: 587

(*) El valor nominal de les accions adquirides ha estat de 780,7 milions d'HUF. La diferència, respecte al valor nominal dels cupons, és deguda a que han hagut excepcions al criteri d'1x1 en el moment de la subscripció. Concretament, en el cas d'IBUSZ, la proporció ha estat de 3x1. Les empreses afectades han estat: MUART, Rt., IBUSZ, Rt., EB, Rt., OTP, Rt., Zalakeramia, Rt, OMKER, Rt, Csemege Julius Meinl, Rt, Pick, Rt, DEMASZ, Rt., Edász, Rt, Buszesz, Rt, SOFA, Rt, Miskolci Hutoipari, Rt., Arvit Husipari, Rt, Dunakeszi Hutoipari Rt i Möbiusz, Rt.

(**) Es tracta d'un Fons d'Inversió en accions ofertes per l'AEP en el procés de privatització, en mercat primari o secundari. El valor nominal de les accions adquirides amb aquests cupons ha estat de 1.846 milions d'HUF.

Font: Business Partner Hungary, Vol 7 nº. 1-2 i PRIVINFO Vol.2 nº 6, 12 i 14, 1.993.

Amb les dades anteriors, queda palesa, primerament, la poc significativa dimensió econòmica de les transaccions objectivades i realitzades a la borsa de Budapest en relació amb el mecanisme de privatització massificada. Segons les dades disponibles, que apareixen al quadre 15, entre juny de 1.992 i setembre de 1.993 només 8.485,2 milions d'HUF han estat canalitzats cap a la

compra, d'actius estatals; això suposa un 0,44 % dels actius identificats inicialment com a privatitzables. D'aquests 8.485,2 milions, 1.606,2 són els utilitzats sota l'atracció directe d'empreses per als inversors, 1.384,5 milions en concepte d'aportacions a un Fons d'Inversió el volum d'accions del qual té un valor nominal superior a aquella quantitat i, finalment, 5.494,5 utilitzats en relació amb d'altres mecanismes de privatització, especialment preprivatització, privatització a iniciativa de les pròpies empreses i compra directe d'actius.

En definitiva, la contribució del mercat borsari a la privatització ha estat extremadament limitada.

3.- EL COMPORTAMENT DE LA INVERSIO ESTRANGERA

Hem vist a l'apartat anterior, i concretament al quadre 11, l'evolució recent de la inversió estrangera a Hongria, separant la canalitzada cap a l'adquisició d'empreses estatals en procés de privatització de la dirigida a la creació de noves empreses o realització de projectes. En aquest apartat completarem i aprofundirem en la informació estadística disponible i tractarem d'identificar les motivacions que podrien justificar el comportament dels inversors. A les línies que segueixen, intentarem inscriure la nostra anàlisi dins del marc conceptual de la teoria vigent sobre la matèria, malgrat que no disposem de dades empíriques que s'hi adaptin.

Considerarem la inversió estrangera en el seu significat ampli, és a dir, qualsevol inversió la fi de la qual sigui l'obtenció del control real de capacitat productiva estrangera. En aquest sentit, pot donar-se el cas que no sigui necessari un fluxe internacional de capitals; és possible utilitzar recursos locals, com préstecs de bancs nacionals o reinversió de beneficis¹⁹².

Tot i que aquest fluxe no sigui necessari, en realitat, la inversió estrangera directe afecta, però, igual que ho fan els fluxes internacionals de capital, les condicions competitives dels mercats dels diferents països, així com el seu estoc de factors productius (R. Caves i R. Jones, 1.977). Sens dubte, una empresa estrangera finançada al país anfitrió pot tenir un volum de vendes suficientment rellevant i un fort protagonisme en el comportament de les variables macroeconòmiques. Una indicació fefaent d'això la podem trobar en la diferent panoràmica internacional que s'obté analitzant les balances comercials des del punt de vista de la propietat, en comptes de l'aproximació convencional per fluxes entre països. De Anne i Thomsen (1.989). han demostrat, en aquest sentit, que el 1.986, les vendes mundials de les empreses propietat d'EUA van ser cinc vegades superiors a les exportacions d'aquest país segons el seu còmput convencional.

Un cop matitzat, i justificat, el concepte d'inversió estrangera

¹⁹²Aquesta concepció es diferencia de la utilitzada a la teoria convencional de la Balança de Pagaments, segons la qual, hom requereix que la inversió sigui finançada mitjançant transferències de la societat matriu a la filial a l'estranger.

directa que emprarem, creiem necessari precisar que els models tradicionals ens han resultat bastant inadequats per a explicar aquest tipus d'inversió, donat que a la dificultat, ja coneguda, de mantenir les hipòtesis de competència perfecta¹⁹³, se'ns han afegit les connotacions derivades d'una economia anfitriona en transformació global, com és l'hongaresa.

Tot i aquesta limitada capacitat explicativa a priori de l'instrumental teòric vigent, convé tenir present els conceptes genèrics de referència, ja que poden contribuir a sistematitzar l'aproximació. Més concretament, seguint l'argumentació proposada per Dunning (1.982), una empresa realitzarà inversió estrangera directa si gaudeix d'avantatges de propietat, d'internalització i de localització¹⁹⁴, entenent per tals avantatges substancialment els següents:

a) L'empresa té clars avantatges de propietat respecte a les empreses d'altres nacionalitats en servir mercats concrets. Aquests avantatges específics prenen fonamentalment la forma d'economies d'escala, que poden obtenir-se mitjançant la integració en una mateixa empresa propietària de les operacions realitzades en més d'un país, i de coneixement de tècniques de comercialització. La major part d'autors inclouen com avantatges

¹⁹³ Efectivament, en un món de competència perfecta no hi ha cabuda per a les empreses multinacionals que són fruit, precisament, de les inversions directes. Aquestes empreses es converteixen en una possibilitat conceptual quan s'introdueixen imperfeccions en l'organització de la indústria i en l'estructura dels mercats.

¹⁹⁴ Cadascun d'aquests tres conceptes inclou, al seu torn, teories ben articulades referides a les empreses multinacionals. Ens han estat útils, en aquest sentit, els reculls de E. Graham (1.992) i B. Gavin (1.993).

de propietat tots aquells atributs denominats actius intangibles (tecnologies pròpies, capacitats organitzatives i directives, possessió de drets d'explotació exclusius, etc.).

b) Suposant que la condició a) se satisfà, ha d'ésser més beneficiós per a l'empresa que posseeix aquests avantatges fer ús d'elles que deixar que els explotin altres empreses, és a dir, internalitzar els seus avantatges mitjançant l'extensió de les seves pròpies activitats abans que externalitzar-les a través de transaccions de mercat amb empreses independents (exportació, concessió de llicències d'explotació o venda d'actius a empreses rivals).

c) Suposant que les condicions a) i b) se satisfan, ha d'ésser beneficiós per a l'empresa emprar aquests avantatges en conjunció amb, al menys, alguns factors de producció (incloent els recursos naturals) fora del seu país d'origen.

En analitzar, al subapartat 3.2, les motivacions dels inversors i el grau de satisfacció de les mateixes a l'economia hongaresa, ens referirem novament a aquests tres blocs de condicions.

3.1.- Evolució i característiques rellevants.

D'acord amb les dades que apareixen al quadre 11, el volum d'inversió estrangera acumulat durant el període 1.991-93

assoleix 501 milers de milions d'HUF (aproximadament 5.950 milions d'US\$)¹⁹⁵, xifra que representa més de la meitat de la inversió estrangera als PECO¹⁹⁶. Malgrat aquest volum assolit, la participació estrangera no supera el 10-15 % del capital total ni el 5 % dels actius empresarials (M. Lavigne, 1.993).

D'altra banda, segons unes dades aportades per Ackermann i Lindquist (1.992), a finals de 1.990 al voltant del 90 % de la inversió estrangera als PECO es concentrava a Hongria, cosa que dóna una idea de la tradició i grau d'avenç en la transició d'aquest país. Partint de les dades dels esmentats autors i complementades amb les del Banc Nacional d'Hongria corresponents a 1.993, el 79,5% de la inversió total acumulada s'ha realitzat durant els anys 1.991-93, és a dir, en el context del procés de privatització (H.B.B., 14-1-94). Hom pot parlar, en aquest sentit, de l'existència d'un feedback entre privatització i inversió estrangera: la primera contribueix a crear les condicions adequades per a l'operació de les inversions estrangeres i el capital extern ha permès accelerar el procés de privatització i aprofundir en els canvis (Z. Dobosiewicz, 1.992, pàg. 19 i 27).

Les dades més recents corresponents ja al 1.993 assenyalen una lleugera desacceleració de l'entrada de capital estranger, desacceleració que s'atribueix a la percepció, a la qual ja ens

¹⁹⁵ S'apliquen els tipus de canvi que s'indiquen al quadre 8 del capítol 1.

¹⁹⁶ Un 58 %, segons unes dades recentment fetes públiques per l'AEP.

hem referit en vàries ocasions, de que les millors empreses i actius han estat ja privatitzats, a la promoció dels mecanismes de privatització massificada o de transferència de propietat a directius o col·lectius de treballadors¹⁹⁷, a la conjuntura recessiva als països d'origen, a la inestabilitat política de tota la zona i al fet que el clima d'inversions de Polònia i Txecoslovàquia ha millorat substancialment i ha suposat, per tant, un factor d'atracció alternatiu. Això últim explicaria la disminució de la concentració a Hongria de la inversió estrangera total als PECO.

Des del punt de vista de la balança de pagaments, ja hem tingut oportunitat de destacar la contribució de les inversions a l'equilibri. La disciplina financera del govern hongarès quant a la gestió del deute extern¹⁹⁸ ha estat possible, en gran part, gràcies a aquest fluxe continuat de capital. Així, centrats encara al quadre 11, entre 1.991 i 1.993, la inversió ha augmentat en 5.888 milions d'US\$ (als canvis indicats al quadre 8 del capítol 1), mentre que durant el període 1.991-92, l'endeutament exterior ho ha fet aproximadament en 4.126 milions (H.V., setembre 1.992). La inversió estrangera, des d'aquesta òptica macroeconòmica compliria una funció fonamental en la política d'estabilització; el seu impuls, criticat sovint, per considerar-lo exagerat, en referir-lo exclusivament als mecanismes de privatització, seria més justificable per aquestes motivacions macroeconòmiques. I també, en relació a la política

¹⁹⁷Vegi's els apartats 3.5 i 3.6 del capítol 2.

¹⁹⁸Vegi's l'apartat 5 del capítol 1.

de liberalització, en la mesura en que està facilitant la flexibilització dels controls d'importacions i la tendència a la convertibilitat de l'HUF¹⁹⁹. Tot això, fent abstracció d'altres conseqüències d'ordre sistèmic consubstancials a la inversió estrangera i a les quals ens referirem dins d'aquest mateix apartat.

Per tal de conèixer amb més detall el comportament de la inversió estrangera, al quadre 16 podem trobar les 30 principals operacions d'aquesta naturalesa realitzades fins el 1.993 a Hongria amb dades relatives a l'empresa inversora, l'empresa anfitriona o nova empresa creada, el sector, el percentatge de participació accionarial i el tipus d'inversió. Quant a aquest últim aspecte s'hi destaquen cinc tipus diferenciats que passem a definir:

Privatització: Participació estrangera en el procés de privatització a través de qualsevol dels mecanismes establerts. Amb la intermediació de l'AEP, el capital estranger pot dirigir-se a una societat mercantil o a una empresa concessionària.

Nova Implantació: Es tracta d'una implantació aprofitant la legislació cada cop més oberta i flexible en relació al capital estranger. Es concreta normalment en la constitució subsidiàries de grans empreses occidentals ja introduïdes al país per la via comercial. Tanmateix, les esmentades

¹⁹⁹Vegi's l'apartat 3.2 del capítol 1.

subsidiàries poden acceptar al seu accionariat a algun inversor domèstic, que els pugui aportar un valor afegit en aspectes puntuals del negoci com, per exemple, el comercial; en aquest cas estariem davant d'una modalitat de Joint-Venture.

Joint-Ventures: Sota aquest epígraf, ja conegut a nivell conceptual, inclourem tant la creació de noves empreses amb capital domèstic i estranger-Joint Venture en sentit estricte-, com els casos en què el capital estranger s'incorpora a una empresa ja privatitzada previament. No inclouem els casos d'implantació de subsidiàries que accepten la entrada en el capital d'algun inversor domèstic. Això fa que les xifres aportades en aquest quadre no coincideixin amb altres estadístiques sobre la matèria.

Inversions en cartera: Realitzades per empreses que funcionen com a holding amb criteri diversificador i una perspectiva predominantment financera. Alguns d'aquests agents inversors són sovint, al seu torn, Joint-Ventures. Els Fons d'Inversió en poden ser un exemple²⁰⁰.

Col.locacions privades: Aquest tipus de col.locacions pot ser endegat bé pel mateix Estat, bé per les societats intermediàries que busquen fons de finançament sense quedar-s'hi implicats.

²⁰⁰Recordi's el Primer Fons Hongarés esmentat al capítol 2, apartat 3.1, arran de l'exposició del cas PETOFI.

QUADRE 16

LES 30 PRINCIPALS INVERSIONS ESTRANGERES A HONGRIA

Rang/ any)	Inversor/Nacionalitat	Soci o nova empresa	Sector	Tipus(1)	% participació	Inversió (2)
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
1(93)	Telekom/Ameritech (Al)	MATAV	Telecom.	C	30	875 (*)
2(90)	General Electric (USA)	Tungram	Mat. Elec.	P	100	550
3(93)	Volkswagen-Audi (Al)	Audi Hungaria	Automòbil	NI	100	420
4(90)	US West Internatio.(USA)	Westel	Telefons	NIJV	49 (*)	330
5(90)	General Motors (USA-Al)	GM Hungary	Automòbil	NIJV	67	300
6(91)	Suzuki (Japó)	Magyar Suzuki	Automòbil	NIJV	60	250
7(93)	PTT(Hol)-Telecom (Dina)	Pannon GSM	Telecom.	NIJV	60	250
8(90)	Allianz (Al)	Hungaria Bizt.Assegurances	Assurances	JV	67	220
9(93)	Transroute-BNP(Aust-Fra)	Hung.Euroexp.	Autopistes	C	nd	200
10(92)	Alcoa	Kofem	Alumini	JV	51	165
11(92)	Ferruzzi, Unilever (It, Ho, A) N.M.V.	N.M.V.	Alimentació	P	90	160
12(90)	Prinzhorn Group (Austria)	Dunapack	Paper	JV	40	160
13(90)	Ansaldò (IRI) (It)	Ganz-Ansaldo	Eng. elèct.	P	75	130
14(93)	PepsiCo. Int. (US)	FAU	Begudes	P	79	115
15(89)	Guardian Glass (US)	Hunguard	Vidres	JV	100	110
16(92)	Alitalia, Simest (It)	Malev	Lín. Aèrees	P	35	100
17(90)	Hungar. Investment Co. (A)	Nikex	Soc. Inv.	NI	-	100
18(90)	Sanofi (França)	Chinoïn	Farmacèutic	P	51	100
19(91)	Ford (US)	Ford Hung.	Automòbil	NI	100	100
20(91)	Sara Lee0-Douwe (US)	Compac	Café	P	100	100
21(91)	Coca-Cola Amatil(Austral)	Likoripari	Begudes	P	100	100
22(87)	Kempinski, Dresdner B. (Al)	Corvinus Kem.	Hotel	NI	85	95
23(91)	Nestle (Suïssa)	Nestle Int.	Confiteria	P	97	94
24(91)	Siemens (Al)	Telefongyar	Equip. telec.	P	100	94
25(79)	Consorci bancari	Cen.Eur.In.Ba.Banca	So. Inv.	JV	64	87
26(90)	First Hungarian Fund (US)	Varis	So. Inv.	JV	-	80
27(90)	Stollwerck (Al)	Bud.Confec.Co.Confiteria	Confiteria	P	70	80
28(92)	Marriott, GiroCredit (US, Au)	Duna Intercon.Hotel	Hotel	P	90	77

29(90) Agrana (Austria)	Hungrana	Sucre	P	53	70
30(91) Hoechst-Messer Gries.(AL)	Oxygen-Disol.	Gasos Ind.	P	97	70

 (*) El 1.993 va augmentar la participació fins al 51 %.

(1) C: Concessió.

P: Privatització.

NI: Nova Implantació.

NIJV: Nova Implantació o subsidiària amb participació de capital domèstic (Joint Venture).

JV: Joint-Venture o creació d'una nova empresa amb capital domèstic i forani. També inclou els casos d'entrada de capital estranger a empreses hongareses que no suposi privatització.

(2) Inversions a llarg termini anunciades (en milions d'US\$). En el cas de MATAV és l'aportació de capital.

(3) Banca Commerciale Italiana, Bayerische Vereinsbank, The Long Term Credit Bank of Japan, The Sakura Bank i Sociétés Générale.

FONT: Financial Times 17-11-93, completat amb dades facilitades al capítol segon.

El conjunt d'inversions previstes en relació a aquestes 30 empreses assoleixen la xifra de 5.582 milions d'US\$ i, si agafessim les 50 primeres, obtindriem un total de 6.758 milions d'US \$²⁰¹. Destaquem que d'aquest volum d'inversions un 54,8 %, estan vinculades directament amb l'estratègia de privatització, xifra coherent amb el 46,8 % en US\$ i 47,8 amb HUF que es dedueix del quadre 11 d'aquest mateix capítol, i un 28,2 % representen noves implantacions.

Sobre la disjuntiva creació d'empresa noves versus adquisició d'una altra existent, tinguem en compte, encara que sigui per a ponderar adequadament les dades aportades sobre el procés de privatització, que la primera d'aquestes possibilitats disposa d'importants avantatges tècnico-econòmics, segons les experiències conegudes²⁰². Aquests avantatges són, principalment, el fet de crear llocs de treball, en comptes d'haver de reduir plantilles ineficients²⁰³, i la possibilitat d'introduir, des del principi, la tecnologia i models de gestió propis sense necessitat de desmantellar instal·lacions i organitzacions obsoletes; s'ha comprovat a diversos països que les inversions majoritàries (compatibles també amb Joint-Ventures) permeten aconseguir amb més rapidesa els objectius perseguits per les

²⁰¹La cotització mitjana per a 1.993 és de 102 HUF per US\$.

²⁰²No disposem d'estadístiques desglossades sobre aquest aspecte però sí de l'experiència de casos concrets, com és el de la General Motors (B. Galgoczi, 1.993a).

²⁰³Aquest és un important efecte d'imatge.

implantacions a l'estranger²⁰⁴.

Com a inconvenients, s'assenyalen els elevats costos inicials en concepte d'inversió en instal·lacions, dotació d'infraestructures i comercialització dels productes, costos que allarguen en excés el període de recuperació de les inversions, i el període d'adaptació dels proveïdors poc habituats a les exigències de les empreses estrangeres.

Hem cregut d'interès documentar aquest tema dels Joint-Ventures amb les dades del quadre 17 on figura l'evolució en nombre d'empreses i imports de participació acumulats des del 1.974. Es significatiu el que s'observa a partir del 1.989, any en què s'inicia la fase de liberalització: brusc augment del nombre i xifra de capital total dels Joint-Ventures i disminució, matitzada els anys immediatament posteriors, del percentatge de participació estrangera. Es a dir, la participació estrangera a l'accionariat no ha crescut de forma proporcional al ritme de creació de Joint-Ventures. D'altra banda, la major part de Joint-Ventures són petites i mitjanes empreses amb reduït import de capital estranger per unitat; així, el promig de capital estranger per cada Joint-Venture ha passat de 1.019.449 \$USA el 1.988 a 124.862 \$USA el 1.990, i a 246.281 \$USA el 1.992²⁰⁵. Segons aquests indicadors, als darrers anys les empreses

²⁰⁴Aquest tema ha estat estudiat empíricament per al cas d'Espanya. Vegi's J. A. Martínez Serrano i R. Myro (1.992). Els Joint-Venture, segons aquests autors, responen més a projectes empresarials d'elevat risc o de naturalesa complementària.

²⁰⁵Les conversions s'han fet d'acord amb el F.M.I., Estadísticas Financieras Internacionales.

estrangeres semblen haver cercat posicionar-se esperant l'evolució ulterior de l'economia i de la moneda, abans que integrar-se amb perspectives a llarg termini en l'economia. El fet, remarcat al quadre 1, de que el 20% dels Joint-Ventures declarats no són operatius, corrobora també aquesta hipòtesi.

Aquesta visió, entre tímida i especulativa, contrasta amb l'interès del govern hongarés de que les inversions siguin importants i estables per a crear llocs de treball, augmentar l'exportació i accelerar el procés privatitzador.

QUADRE 17

EVOLUCIO DE LA INVERSIO ESTRANGERA

SOTA LA FORMA DE JOINT-VENTURES(*)

(Dades en milions d'HUF)

(Totals acumulats a fi de període)

	Nº de Joint Ventures	Capital (en milions d'HUF)	% de participació estrangera
1.974	2	92	51
1.980	6	969	38,5
1.981	7	1.095	40,2
1.982	12	1.541	44,2
1.983	20	2.108	48,4
1.984	27	2.351	51,3
1.985	45	3.569	56,12
1.986	62	5.207	52,0
1.987	102	8.799	54,8
1.988	176	27.168	54,9
1.989	1.332	122.612	23,9
1.990	5.146	192.422	28,4
1.991	10.788	331.173	33,2
1.992	13.218 (**)	545.996	47,2
1.993	16.700 (***)	nd.	nd.
(est.)			

(*) Joint-Ventures en sentit ampli, és a dir, encara que la inversió

estrangera no suposi la creació d'una nova empresa.

(**) El sector industrial, el comerç, l'hosteleria i el sector financer absorbeixen aproximadament el 70 % d'aquest tipus d'empreses (en número i import). Per països, segons la font utilitzada destaquen els EUA, Alemanya, Austria, Anglaterra, França, Bèlgica i Japó.

(***) Del quadre 1 d'aquest mateix capítol.

Font: Ministeri de Relacions Econòmiques Internacionals. Citat per The Economist Intelligence Unit Country Report diferents números 1.993.

Una de les conseqüències, en la qual volem posar l'accent, del fort pes adquirit per la inversió estrangera, és que porta aparellat el fenòmen de la deslocalització de les decisions productives, és a dir, el centre de decisions es va desplaçant cap als països inversors i queda subjecte a consideracions, socials, polítiques o econòmiques, referides a aquests. En aquest sentit, al quadre 18 reproduïm les dades que hem pogut obtenir sobre els sectors econòmics en què el capital estranger ha adquirit al menys una participació, en termes de percentatge sobre el volum de vendes del sector a desembre de 1.991, del 30%. El grup 1 conté les empreses en les quals l'inversor estranger ha obtingut la seva participació a través dels mecanismes de privatització de l'AEP, mentre que el grup 2 mostra aquelles en què la participació s'ha concretat en la formació d'un Joint-Venture.

QUADRE 18

SECTORS EN ELS QUALS EL CAPITAL ESTRANGER CONTROLA MES DEL 30

% DEL VOLUM DE VENDES

(Dades a 31-12-1.991) (en %)

Sector	Grup 1 (*)	Grup 2 (**)
Maquinària elèctrica	15	15
Equipament mecànic	28,2	1,8
Indústria de telecomunicacions	48,3	15,5
Moviments de terra i excavacions	35,7	0
Indústria del ciment	91,7	0
Indústria química	32,2	4,2
Indústria farmacèutica	33,3	21,2
Indústria tèxtil	13,5	36,5
Indústria conservera	26,4	3,8
Begudes alcohòliques	25,4	45,7
Tabac	8,4	37,0
Construcció	23,8	9,1
Infraestructures viàries	51,8	19,3
Assegurances	58,5	39,5

(*) Participació obtinguda a través dels mecanismes establerts per l'AEP.

(**) Participació obtinguda a través de Joint-Ventures.

Font: Béla GALCOCZI, "Some experiences of Joint-Ventures in Hungary". Document reservat del Research Institute for Social Studies Budapest.

Apart de l'adquisició de posicions monopolístiques en segments d'activitat estables, els inversors foranis han centrat la seva atenció en els bens reals (T. Mellár, 1.993). La deslocalització de les decisions és, precisament, un dels motius adduïts en canviar l'estratègia cap a procediments més massificats i enfocats als inversors domèstics el 1.993.

3.2.- Anàlisi motivacional

Ens fixarem ara en les motivacions i sinergies. Ho farem només des del punt de vista dels inversors. I en aquest sentit, hem de partir del fet que la decisió d'adquirir o no una societat o de comprar un actiu o accions constitueix una típica decisió d'inversió amb finalitats estratègiques o simplement financeres. En el cas d'una adquisició, hom pot parlar de l'existència de sinergia quan el valor actual dels fluxes positius de tresoreria previstos supera el preu de compra de l'empresa a adquirir. Donades unes expectatives d'estabilitat política, per a que es doni aquesta previsió de plusvàlua en un termini raonable, l'economia hongaresa i les seves empreses, haurien de satisfer al menys alguna de les següents motivacions dels inversors,

domèstics o foranis²⁰⁶:

- Creixement de l'empresa i recerca d'una major rendabilitat dels recursos emprats en una activitat a través d'un major marge possibilitat per la consecució d'economies d'escala en introduir-se en un mercat en expansió; en el cas concret d'un país com Hongria, les empreses estrangeres podrien cercar, en aquest sentit, l'herència de posicions monopolítiques (M. Lavigne, 1.993). La consideració d'Hongria com a plataforma per a expansionar-se cap a la resta de PECO estaria present també en aquesta hipotètica motivació.
- Consolidació de relacions comercials i de cooperació ja antigues.
- Increments de rendabilitat per les vies de la integració vertical o horitzontal.
- Diversificació de la gamma de productes produïts.
- Introducció en sectors novedosos també amb criteri de diversificació. Una inversió en aquesta línia, compartint riscos, podria servir com a un test.
- Obtenció de recursos escassos per a l'inversor, com

²⁰⁶Es tracta de motivacions estandard, no procedents de cap enquesta específica. Vegi's Joseph M. Morris (1.984, pàg. 1 i 191) i Juan Mascareñas Pérez Iñigo (1.993, pàg. 16).

certes matèries primeres.

- Deslocalització de la producció estalviant cost de mà d'obra en relació a la seva qualitat.
- Allargament vida comercial de productes o tecnologies ja madures.
- Aprofitament de canals de distribució.
- Adquisició d'actius ja en funcionament i explotació, però infrautilitzats o gestionats de forma deficient.
- Eliminació de competidors o protecció davant expectatives d'implantació d'altres empreses.
- Inversió amb finalitats financeres. La cartera constituïda pot ser amb participacions majoritàries si hi ha l'ànim de controlar les activitats de l'empresa, constituïnt-se en holding, o amb participacions minoritàries, si l'objectiu és estrictament financer.
- Legislació i fiscalitat avantatjosa, clara i estable així com poder negociador davant entitats oficials i empreses.
- Preus de venda al mercat domèstic relativament alts.

La forta presència d'inversions estrangeres a que ens hem referit

en aquest mateix capítol constitueix una mostra fefaent de que aquests elements motivadors es donen a Hongria, en major o menor grau, malgrat les incerteses creades per les polítiques de transformació del sistema i d'estabilització de l'economia.

Del conjunt esmentat d'elements motivadors potencials, Dobosiewicz (Z. Dobosiewicz, 1.992, pàg. 57) assenyala com els més importants els elevats preus al mercat domèstic en uns moments en què l'eliminació de les subvencions i la liberalització els pressionen cap a uns nivells anormalment alts i possibiliten la consecució d'importants guanys per a les empreses més eficients; i, en segon terme, els costos salarials en relació a la seva qualitat. Al quadre 19 oferim unes dades comparatives referides a 1.988 però que documenten la situació relativa dels costos salarials.

QUADRE 19

SALARIS A LA INDUSTRIA EL 1.988

(\$USA per hora)

Alemanya, R.F.	18,07
França	12,99
Regne Unit	10,56
Espanya	8,75
Portugal	2,73
Txecoslovàquia	2,05
Iugoslàvia	1,71
Hongria	1,70
Polònia	1,35

Font: Zbigniew Dobosiewicz (1.992, pàg. 59).

Altres autors, com N. Scott (1.992), afegixen dos elements addicionals que creiem igualment destacables: l'exigència diferencial en matèria mediambiental, malgrat el deteriorament experimentat a les últimes dècades i l'envelliment dels actius fixos de la indústria del país²⁰⁷, que constituïa un marc propici per a la introducció d'inversors estrangers. En aquest punt, l'esmentat autor considera que la privatització constitueix un

²⁰⁷Vegi's l'apartat 2 del capítol 1.

element encoratjador del manteniment i renovació de l'equip productiu, donat que els nous directius persegueixen l'objectiu d'incrementar el valor de les empreses.

Des del punt de vista social, el període de reformes graduals iniciat el 1.972 sembla haver preparat a la societat per acceptar les inevitables repercussions de la liberalització i privatització, cosa que facilita l'absorció dels criteris de gestió de les empreses estrangeres. Finalment, la disciplina financera, ja destacada, de que ha donat mostra el govern hongarès, pel que fa a la gestió del deute extern, constitueix un element addicional de confiança per als inversors foranis.

Independentment de la percepció dels inversors estrangers respecte a l'existència o no de les motivacions esmentades, els canvis legislatius operats²⁰⁸ demostren l'interès del govern hongarès per atreure capital exterior, tant per motius d'estabilització econòmica com per accelerar la privatització i incrementar els nivells de competència als diferents sectors, inclús en els serveis essencialment públics. Apart lògicament de les motivacions clàssiques de contribuir a l'equilibri de la balança de pagaments, introduir nova tecnologia, modernitzar l'equip productiu i incrementar, així, la productivitat.

Des de la perspectiva de la privatització hauriem de qüestionar fins a quin punt la inversió estrangera ha pogut condicionar, no només el disseny i seqüència dels diferents mecanismes, sinó

²⁰⁸Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

també l'estratègia general. El nostre criteri és que, efectivament, ha estat, en gran part, així; és a dir, que s'ha optat per aprofitar la factibilitat a curt termini de capitals estrangers per a coadjuvar simultàniament les polítiques d'estabilització i privatització. De manera que moltes de les insuficiències en l'aplicació d'ambdues polítiques poden explicar-se en aquests termes.

Mancaria un referència al sistema financer, com a impulsor o obstaculitzador del desenvolupament de les inversions estrangeres. Al capítol següent, dedicat al sistema bancari i el procés de transformació, tractarem aquest tema.

4.- SINTESI DELS RESULTATS QUANTITATIUS PROVISIONALS DE LA PRIVATITZACIO. REPERCUSSIO MACROECONOMICA.

Entre 1.990 i 1.994 hom preveia que la participació de les empreses privades a la formació del PIB passaria del 10 al 50 %, aproximadament, en un context de creixement sostingut de l'esmentat agregat de producció. El fet de partir d'un 10 % de participació reflecteix, d'una banda, els processos espontanis iniciats en el context de la liberalització de l'economia produïda de forma gradual i discontinua des del 1.968; i de l'altra, el terreny guanyat a través de l'anomenada economia paral·lela.

4.1.- Síntesi dels resultats quantitatius provisionals de la privatització.

Les dades estimades per a 1.993 indiquen que s'ha assolit una participació del sector privat del 37 %, segons les fonts estadístiques disponibles que hem pogut contrastar amb fonts occidentals, i coincidint amb la situació depressiva de la producció global i molt especialment de les empreses de l'Estat. En qualsevol cas, l'esmentat ratio segueix un curs inferior al previst.

Aquest increment havia de ser fruit de la creació de noves empreses, de l'ampliació d'empreses privades ja existents, de la posada en funcionament de nombrosos Joint-Ventures creats i de la privatització de part de les existents. Ens hem proposat precisament estudiar la contribució de la privatització en aquest progrés.

El procés de privatització s'ha concretat en tres seqüències principals: transformació o adopció de la forma jurídica de societat per accions per part de les unitats productives, reestructuració, consistent en el sanejament de les empreses o en la seva fragmentació, i privatització propiament dita o transferència efectiva de les accions al sector privat. La segona de les fases pot donar-se també després de la privatització.

A finals de 1.993, la transformació havia afectat aproximadament un 50,1 %, de les empreses industrials seleccionades l'any 1.990

com objectiu de la política privatitzadora sota el control de l'AEP. En valor comptable, el grau de consecució ha estat del 45% en relació amb les dades de balanç de partida. En la major part- més del 90% dels casos- l'Estat s'ha mantingut encara com a principal propietari, durant un període comprés entre 6 mesos i 2 anys. Una part important de les empreses- concretament 174 entre les que figuraven les de serveis públics van ser transferides el juliol de 1.992 a la SHAE. Amb la creació d'aquest organisme el govern va donar a conèixer quins eren els sectors en els quals tenia intenció de mantenir la seva presència amb una participació accionarial mínima de l'ordre del 25 %.

Per a valorar aquest grau de consecució s'ha de tenir en compte que el govern s'havia proposat completar la transformació d'empreses a finals de 1.992. Posteriorment, aquest objectiu es va ajornar al 31-12-93.

Quant a l'evolució de les privatitzacions, s'ha assolit un 18 %, tant en nombre d'empreses com en valor comptable, dels objectius prefixats, considerant les participacions accionaries per sobre el 50 %.

Les dades d'aquest capítol ens han permés de comprovar que un 48% de la inversió estrangera total del període 1.991-93 - 240,8 milers de milions d'HUF- s'ha canalitzat cap a les operacions de privatització, incloent tant les aportacions dineràries com les no dineràries i les aportacions a Joint-Ventures. Aquesta xifra equival al 12,5 % dels actius a privatitzar i a un 70,8 % dels

efectivament privatitzats. Si només tinguéssim en compte les aportacions dineràries l'últim percentatge quedaria reduït al 26,7 %.

Fixant-nos, per a contrastar les dades anteriors, en els ingressos de l'AEP, estimació que considerem vàlida com a reflex del valor de mercat de la privatització, fins a finals de 1.993 s'han ingressat 178,8 milers de milions d'HUF, els quals, si el comparem amb el valor comptable dels actius inicialment privatitzables per aquesta institució, ens donen un ratio del 9,29 %. Aquesta proporció és, no obstant, per definició, inferior al progrés real si es té en compte que alguns dels mecanismes operen al marge de l'AEP i que, en el cas dels centralitzats, un 20 % del valor d'adquisició queda a l'empresa privatitzada.

Hem considerat tres principals programes centralitzats amb la característica comuna de que l'empresa així com el moment de privatització, el comprador i la tècnica emprada era escollida per l'AEP o la SHAE. Els Programes descentralitzats, al seu torn, han estat endagats per accelerar el procés i donar-li més flexibilitat, destacant, en una primera fase, la privatització espontània i, posteriorment, els mecanismes a iniciativa dels inversors i de la pròpia empresa. L'impuls del sistema massificat en base als cupons de compensació, com a complementari dels anteriors, sembla respondre a la mateixa motivació i també a l'objectiu polític de popularitzar la privatització i contrarrestar la percepció de que els inversors estrangers s'havien apropiat d'un excés d'actius.

A nivell quantitatiu, hem pogut observar com, apart de la petita contribució del sistema de cupons, concretada a setembre de 1.993 en un 0,44 % dels actius objectiu, hom pot confirmar la inoperància dels programes iniciats i gestionats centralment per l'AEP - 1,5 % del total; en canvi la SHAE ha contribuït notablement, amb un 8,46 %, gràcies, sobretot, a la recent privatització de MATAV i MALEV i sempre i quan es compleixin els plans d'inversió compromesos. El primer programa, davant l'objectiu que 73.885 milions d'HUF només ha generat fons a l'AEP per 30.000 milions i no ha despertat l'interès inversor que s'havia previst; d'altra banda, la contribució del segon i tercer programes ha estat nul·la. Quant a la privatització espontània, a finals de 1.992 s'havien completat 80 casos amb un valor en llibres de 60.000 milions d'HUF -3,1 % del total. Finalment, pel que fa a la privatització intermediada, només un 5 % de les 437 empreses identificades per a la primera fase han estat privatitzades, amb un valor estimat segons l'AEP de 9.900 milions d'HUF - 0,5 % del total. Els referits percentatges són indicatius de la contribució dels diferents mecanismes, però no són susceptibles d'agregació, en no correpondre exactament al mateix període.

4.2.- Repercussió macroeconòmica de la privatització

No podem eludir, en tractar dels resultats provisionals del procés de privatització, de fer una breu referència a les repercussions macroeconòmiques directes i indirectes de l'esmentat procés sobre el conjunt de l'economia en procés

d'estabilització, tal com hem vist al capítol 1. Aquestes repercussions macroeconòmiques són en molts aspectes, les úniques detectables a curt termini.

Al quadre 10 hem facilitat les dades corresponents als ingressos de l'AEP per venda d'actius estatals. Si ens fixem en la xifra acumulada a desembre de 1.993 podem observar que s'han assolit 178,83 milers de milions d'HUF, sense tenir en compte els dividends i altres rendes dels actius sota el seu control, el quals poden suposar 10.000 milions addicionals. Donat que la repercussió macroeconòmica, a nivell de pressupost, es reflecteix bàsicament a través del saldo net d'aportació als comptes estatals, té molt interès d'estudiar l'assignació d'aquests ingressos, cosa que fem al quadre 20.

QUADRE 20

DESGLOSSAMENT DE LES DESPESES DE L'AEP

(en % a partir de dades de gener-juny 1.993)

<u>Concepte</u>	<u>%</u>
Despeses de privatització	7,2
Despeses operatives	2,7
Cancel.lació deute públic	33,6
Reestructuracions	24,0
Transferències governs locals	3,1
Transferències a empreses (*)	1,9
Dipòsits en garantia	18,5
Altres	9,0

	100,-

(*) Tal com hem indicat al capítol 2, l'AEP es queda el 80 % del valor de les vendes però cobra inicialment el 100 %. Aquest 20 % a retornar és el que compona aquesta partida.

Font: Agència Estatal de Propietat (PRIVINFO, diversos números).

Observi's, en aquest quadre, el moderat pes de les despeses de reestructuració, cosa que, juntament amb el volum d'ingressos aconseguits, que hem considerat relativament limitats, ens

suggereix novament²⁰⁹ una reflexió sobre els criteris decisionals en el procés de privatització. En efecte, llevat dels casos en que ha estat inevitable, per llei²¹⁰ o per requeriment d'inversors, dins ja d'un procés de negociació, sembla que s'ha preferit vendre a curt termini, encara que fos a un preu inferior. Sense perjudici d'aquest criteri, el procés el podem considerar com a gradual tan pel fet que el grau de consecució dels objectius ha estat limitat, com atenent al ritme d'introducció i d'aplicació de les mesures liberalitzadores de l'economia.

Amb independència d'això, ens podem preguntar per la gestió de les empreses en el període previ a la venda, doncs entenem que constitueix una oportunitat per a introduir criteris d'eficiència, sense esperar l'entrada dels inversors privats.

Com hem anticipat al capítol 1, l'any 1.993, per primera vegada, les despeses de l'AEP van superar els ingressos en 1.220 milions d'HUF com a conseqüència principalment de l'ampliació de capital en 6.500 milions d'HUF de la SHAE (PRIVINFO, 2-1-1.994). Si tenim en compte que des de l'inici de la privatització, el 1.990, el saldo favorable acumulat fins el 1.992, després de les despeses incorregudes, dins de les quals, com hem vist, s'inclou la cancel·lació de deute públic, era de 2.717 milions d'HUF, aquest remanent queda situat en 1.507 milions d'HUF. Cal tenir en

²⁰⁹Vegi's el capítol 2, apartat 1.2.

²¹⁰Tal com hem indicat a l'apartat 3.3 del capítol 2, en els casos en que intervé la SHAE, aquesta institució ha de revaloritzar les empreses i procedir a una reestructuració.

compte, en considerar aquestes dades, que al quadre 4 del capítol 1 la xifra que apareix com a ingrés pressupostari és prèvia a l'assignació legal dels ingressos per venda a la cancel.lació del deute.

L'esmentat saldo és previ, encara, al que resultaria si fessim l'exercici d'incloure entre les despeses les partides necessàries per a neutralitzar els efectes socials negatius a curt termini de la privatització.

En qualsevol cas, l'aportació neta sembla molt limitada sobretot si hom considera que un dels objectius de la privatització era precisament dotar de majors ingressos a l'Estat i reduir, en conseqüència, el dèficit públic. Aquesta constatació entenem que no és suficient com per a justificar un posicionament crític davant de l'estratègia escollida per a la privatització donat que reflecteix, en gran part, una situació prèvia heredada del règim anterior i caracteritzada per la ineficiència i l'obsolescència de les instal.lacions industrials. Sí, en canvi, que es podria pensar en un excés d'optimisme en la programació del procés.

Això abonaria les teories, basades en l'experiència de les economies occidentals, que sostenen que l'impacte financer de les privatitzacions tendeix a ser neutre i que, en tot cas, els guanys venen de forma indirecta per via impositiva, gràcies a la major eficiència (J. Vickers, 1.993, pàg. 85).

Pel que fa al mercat laboral, un recent estudi (B. Galgoczi,

1.993b), a partir d'unes dades disponibles referents a la situació de setembre de 1.992, arriba a la conclusió que la privatització ha provocat una pèrdua directa d'uns 150.000 llocs de treball responsabilitzant-se, per tant, del 18,75 % del nombre d'aturats a aquella data²¹¹. Yudit KISS (1.992) situa aquest percentatge en el 23 %, en incloure la pèrdua de llocs de treball degut a la liquidació d'empreses per efecte de la Llei de Fallida. Aquesta dada ha d'ésser contrastada, no obstant, amb la creació de llocs de treball en les empreses privatitzades i de nova creació, aspecte sobre el qual només podem aportar la dada recentment publicada per l'OCDE²¹² de que les empreses privatitzades i les noves empreses ocupen ja un 36 % de la població activa²¹³.

Quant a la balança de pagaments, la contribució ha estat positiva, no només per l'entrada directa de capitals que ha permès acumular reserves i reduir el deute exterior del país, tal com hem comentat al capítol 1 i a l'apartat anterior, sinó també per la capacitat exportadora addicional que representen els Joint-Ventures constituïts i que ha estat quantificada en un 14 % del total exportat (B. Galgoczi, 1.993b).

²¹¹Vegi's l'apartat 5.1 del capítol 1.

²¹²Publicat al Financial Times del 17-11-93.

²¹³En aquest aspecte fonamental de la relació entre la privatització i la política d'estabilització, s'han treballat diferents models formals (O. Blanchart, 1.993 i P. Aghion, 1.993) en que, a partir de la definició de dos sectors, un públic amb baixa productivitat i molta ma d'obra, i, l'altre privat amb productivitat elevada i una limitada capacitat d'absorció, hom compara el ritme de destrucció de llocs de treball a les empreses privatitzades en el marc d'estabilització i reforma amb la creació d'ocupació a les noves empreses. Les limitacions estadístiques, així com la complexitat de l'estructura de l'economia hongaresa en aquesta fase de transformació fan inaplicables, sota el nostre punt de vista, els esmentats models.

Finalment, una consideració també de caire macroeconòmic sobre la que tornarem a l'apartat següent. Es tracta de la incapacitat dels mecanismes de privatització emprats per a mobilitzar l'estalvi de la població, sobretot tenint en compte l'elevat nivell de liquiditat existent al mercat²¹⁴.

5.- CONDICIONANTS I OBSTACLES AL PROCES DE PRIVATITZACIO.

Entrarem ara en un apartat de contingut més crític que inclourà la valoració dels mecanismes en sí mateixos i la valoració de l'estratègia global de privatització, buscant els condicionants i obstacles derivats de les moltes interrelacions amb els diferents aspectes de la reforma estructural i de la política d'estabilització. Podrem així justificar les dificultats per assolir l'objectiu de privatització plasmat als quadres 2 i 4 d'aquest mateix capítol. Tot sembla indicar, en aquest sentit, que el procés serà més lent, limitat i laboriós del que s'havia previst inicialment (V. Dietrich, 1.993), inclús a països com el que estem tractant, que han estat criticats des de diversos àmbits pel seu gradualisme en l'aplicació de les mesures d'estabilització i de reforma estructural.

La valoració i la identificació de condicionants i obstacles l'afrontarem des de les òptiques econòmica, tècnica i sistèmica.

L'òptica econòmica ens porta en primer lloc a preguntar-nos si

²¹⁴Vegi's l'apartat 5 del capítol 1.

la privatització, en sí mateixa o juntament amb la liberalització de l'economia, ha fomentat l'eficiència i la competitivitat. També, si ha significat un estímul a la inversió; com ha influït la política d'estabilització i si ha permès una reducció de la necessitat de finançament del Sector Públic.

El punt de vista tècnic es refereix a aspectes tals com la valoració del actius i, eventualment, del preu de sortida de les accions, la selecció del mecanisme òptim de privatització en cada cas, la bondat procedimental i les formes d'aplicació.

Finalment, no es poden obviar, d'acord amb Wladimir Andreff (1.992), les restriccions pròpies de les característiques del sistema econòmic anterior, restriccions que anomenarem sistèmiques i que tenen els seus arrels en les estructures industrials i financeres de l'economia i en les institucions que permeten el seu funcionament, així com en el component cultural hereditat en forma d'actituds polítiques, motivacions ideològiques, criteris de gestió, comportaments dels agents econòmics i tensions socials.

5.1.- Criteri econòmic

Cal analitzar, en primer lloc, des d'aquest criteri els condicionants i obstacles que sorgeixen en la relació entre el procés de privatització, l'estratègia més àmplia de liberalització i la política d'estabilització.

Es tracta d'aïllar diversos ingredients de la liberalització i de l'estabilització i examinar la seva coherència i sincronització amb les mesures privatitzadores. Partim en aquesta anàlisi del efectes macroeconòmics indicats a l'apartat anterior d'aquest capítol.

Reprenent, doncs, les relacions destacades, a priori, a l'apartat referent a la proposta de conceptualització del marc de referència de privatització²¹⁵, podem, en base a l'anàlisi efectuada fins ara, apuntar com un dels principals condicionants, que entenem ha obstaculitzat el progrés de la privatització, almenys al ritme inicialment previst, el fet que l'estabilització, conjuntament amb la liberalització, mantenen l'economia hongaresa en una situació de crisi caracteritzada per l'elevada taxa d'atur, la inflació i la desacceleració del creixement. I aquest no és, òbviament, el marc més idoni per a procedir a la necessària reestructuració de les empreses abans de privatitzar-les, per a que els bancs, afectats per la Llei de Fallida, concedeixin finançament als potencials inversors domèstics i per a que es generin expectatives clares sobre la viabilitat de les empreses privatitzades que indueixin a arriscar-hi els estalvis. No hem d'oblidar que en última instància la inversió ve determinada pel cost, elevat malgrat el nivell d'estalvi²¹⁶, i per les expectatives de rendiment futur, incertes en qualsevol dels escenaris possibles en aquests

²¹⁵Vegi's l'apartat 6 del capítol 1.

²¹⁶El tipus d'interès interbancari es movia el 1.993 a nivells de l'ordre del 25 %, segons la publicació MONITOR Figyelő Plusz editada per K&H Bank del 13-1-94.

moments de transformació global de la societat hongaresa.

No és estrany que en aquesta situació s'impullessin al màxim les inversions estrangeres i, tampoc no és estrany, que aquestes, amb més capacitat i amb visió més estratègica i a llarg termini, hagin estat les més dinàmiques.

Vistes aquestes interrelacions, al llarg del que resta d'avaluació, des del punt de vista metodològic, considerarem la política de privatitzacions en estreta conjunció amb les polítiques relatives a la competència i la regulació, a les quals ens hem referit també al primer capítol. La mateixa justificació d'aquesta visió unitària d'ambdós fenòmens en la recerca de les relacions amb d'altres variables rau en quelcom tan simple com que sembla impensable de privatitzar una empresa a la que no se li atribueixi poder suficient de mercat.

Centrats encara en els condicionants macroeconòmics, la limitada aportació de la privatització a les finances estatals, que hem quantificat anteriorment, podria frenar el procés si atenem als cada cop més elevats costos de reestructuració, imprescindibles i previs a les privatitzacions, que es generen en iniciar el procés en empreses de segona línia. La pressió del FMI per a que el dèficit públic no superi el 6 % del PIB, és un altre dels paràmetres a tenir en compte.

Dins dels criteris econòmics que estem tractant, les relacions entre privatització i eficiència i privatització i inversions

constitueixen uns altres importants aspectes, molt controvertits, a considerar, sobre els quals abunda la literatura aplicada a les experiències viscudes al món occidental (M.E. Beesley, 1.992)²¹⁷.

Des de l'òptica econòmica, l'augment de l'eficiència, juntament amb la generalització de la competència constitueixen, com hem vist, raons inspiradores de primer ordre del procés privatitzador. Al capítol primer, al·ludim a la hipòtesi, deguda a Wladimir Andreff (1,993), de que la privatització d'una empresa de l'Estat només podia reeixir, si era rendible immediata o potencialment. L'eficiència i la competència eren imprescindibles per aconseguir-ho.

A l'hora d'identificar condicionants i obstacles a l'eficiència i per tant, d'acord amb el paràgraf anterior, a la privatització, sorgeixen varis interrogants que podem formular d'acord amb l'esquema explicatiu de la competitivitat industrial utilitzat al capítol primer²¹⁸:

- Fins a quin punt existeix la consciència d'aquest requisit dins del nou col·lectiu empresarial.
- Fins a quin punt el marc legal i les institucions propicien els comportaments disciplinats dels gestors o directius, sense que hi càpiguen intervencions discriminadores de l'Estat.

²¹⁷Ens ha estat també útil per aquest tema la consulta del número monogràfic sobre privatitzacions de la revista ECONOMISTAS del Col·legi d'Economistes de Madrid (nº 49, abril-maig 1.991).

²¹⁸Vegi's l'apartat 4 del capítol 1.

- Com pot influir sobre tot això la situació macroeconòmica conjuntural i l'estructura sectorial.
- Quin paper hi juguen les infraestructures.
- Com es veu potenciada endògenament la productivitat.

El primer dels interrogants ens introdueix en consideracions d'ordre sistèmic, relatives a les motivacions dels agents econòmics, motivacions que han estat ubicades dins dels factors culturals en la transformació dels sistema²¹⁹ i que seran novament tractades a l'apartat 5.3 d'aquest capítol. El segon i tercer interrogants troben una possible resposta, evidentment parcial i provisional, al capítol primer; mentre s'ha fet un esforç indubtable en l'adaptació del marc legal i institucional, destacant les lleis sobre la iniciativa privada i sobre la fallida, la situació macroeconòmica no contribueix a promoure una dinàmica d'iniciatives empresarials i, per tant, d'intensificació de la competència, tal com ha estat comentat als paràgrafs anteriors.

Quant a la contribució de les infraestructures, són nombrosos els estudis empírics que demostren teòricament la seva influència positiva sobre la productivitat i l'eficiència de les empreses privades (I. Argimón et al., 1.993; D. Biehl, 1.988). En aquest sentit, la situació deficitària de les infraestructures constitueix un dels punts febles de l'economia hongaresa (B. Galgoczi, 1.993a). La necessària intervenció de l'Estat en aquest àmbit de l'economia, amb el condicionant de no poder forçar el

²¹⁹Vegi's l'apartat 1 del capítol 1.

Pressupost de Despeses, entre d'altres motius per la pressió del FMI, fan que aquest dèficit sigui considerat un estrangulament possible de l'economia per al pròxim futur i un fre per a les inversions en el context del procés de la privatització. La Llei reguladora de les Concessions, la qual hem vist ja aplicada en algun dels casos estudiats²²⁰, podria ser un instrument per a pal·liar les dificultats financeres d'intervenció estatal en aquest àmbit (H.M.F., 1.992, Vol. I, pàg. 27 i 45).

La relació entre privatització i inversió incorpora, d'altra banda, temes de gran abast com són el feed-back privatització/mercat de capitals²²¹, la disponibilitat i predisposició de l'estalvi intern, i el paper de la inversió estrangera.

Respecte als punts anteriors, destaquem en primer lloc que, amb considerable retard, s'estan prenent mesures per adequar el sistema bancari i els mercats de capitals a les noves circumstàncies econòmiques; s'han dissenyat figures creditícies especials per a fomentar l'adquisició d'actius privatitzats, s'ha potenciat la Borsa de Budapest i s'ha actualitzat la normativa bancària. No obstant, hem detectat símptomes d'incertesa quant a la predisposició de l'estalvi a invertir en empreses en fase de privatització, en funció de les expectatives actuals, i està

²²⁰Privatització parcial de MATAV, apartat 3.3 del capítol 2.

²²¹Hem fet referència a aquesta relació al capítol 1, apartat 3.2, i hi tornarem a incidir al capítol 4.

encara pendent la privatització de les institucions
financeres²²².

Volem fer esment d'una circumstància que tindrem oportunitat de tractar al capítol següent, però que convé destacar aquí en la seva perspectiva macroeconòmica i més globalitzadora. Es tracta de les distorsions provocades per la descoordinació o manca d'harmonia en els processos de privatització de les empreses i del sistema bancari. Mentre les empreses semblen assumir un model d'organització que les fa molt dependents de les institucions financeres, aquestes no han adaptat els seus criteris de gestió i les seves estratègies a aquest nou entorn caracteritzat per la major importància del factor risc.

Les inversions estrangeres, al seu torn, ja hem vist que s'han comportat de manera força dinàmica durant el període 1.990-93, havent-se convertit en un dels puntals de la teràpia estabilitzadora.

Finalment, la productivitat no sembla haver-se vist potenciada enmig de tots els condicionants esmentats i malgrat els avanços aconseguits en alguns dels seus ingredients. Fonts oficials hongareses reconeixen la incapacitat interna de generar innovacions i tecnologia i inclús d'adaptar-les al teixit industrial (H.M.F., 1.992, Vol.II, pàg. 18). Al quadre 21 podem observar en quins nivells de mediocritat, amb tendència

²²²Vegi's l'apartat 3 del capítol 4. S'ha encomenat a Shroeder la coordinació i el plantejament de la mecànica de privatització, però, com veurem, s'ha avançat molt poc en aquest àmbit.

normalment a la baixa, es mou l'indicador de productivitat al sector industrial.

QUADRE 21

PRODUCTIVITAT A LA INDUSTRIA

(A preus constants) (Any previ=100)

	<u>1989</u>	<u>1.990</u>	<u>1.991</u>	<u>1.992</u>
Industria minera	103	107	106	100
Ind. Energia Elèctrica	103	97	97	92
Ind. Metalúrgica	114	99	83	90
Enginyeria	102	92	78	94
Ind. Material construcció	100	100	77	109
Industria química	94	99	88	97
Industria lleugera	96	98	87	87
Industria alimentària	101	103	97	97

Font: Cambra de Comerç Hongaresa

Aquestes dades de productivitat, han estat, sens dubte, un ingredient addicional per a fer girar l'estratègia de privatització a l'entorn de l'impuls de les inversions estrangeres. De fet, totes les informacions apunten a que els augments puntuals de productivitat que s'han enregistrat han vingut fonamentalment de la presència estrangera, portadora

de capital, tecnologia i mètodes de gestió novedosos. Hem vist al quadre 10 com el 51,2 % dels ingressos de l'AEP per vendes d'actius estatals entre 1.990 i 1.993 han vingut de d'inversors estrangers i al quadre 1 hem quantificat 13.500 joint-Ventures. La inversió estrangera total és substancialment superior a la que s'orienta cap a la privatització, tal com es reflecteix al quadre 11, havent-hi participat importants empreses multinacionals como la General Electric, General Motors, Philips.. Ford, Suzuki, Nestle, Audi i Unilever, com hem pogut comprovar al quadre 16.

Hom coincideix a assenyalar (W. Andreff, 1.992) que les inversions estrangeres permeten eludir moltes de les carències i obstacles interns d'ordre econòmic, tècnic i sistèmic, apart de la seva contribució a l'estabilització de l'economia. En contrapartida hi ha un sentiment, ja expressat en diferents apartats, de que està quedant en mans estrangeres el millor potencial econòmic intern i de que s'estan reproduint els monopolis, canviant l'Estat per inversors estrangers (Y. Kiss, 1.992).

5.1.1.- Les alternatives de model d'empresa.

Si enfoquem ara el tema de l'eficiència des d'un punt de vista de política macroeconòmica ex-ante²²³, la reflexió es trasllada a l'àmbit dels factors d'eficiència relacionats amb l'estructura de propietat i organitzativa de les empreses i altres agents

²²³Seguirem aquí a M. Porter (1.992) i O. Williamson (1.988).

econòmics, abans i després de la privatització.

Les consideracions que segueixen pretenen introduir una reflexió sobre la importància que té en el procés de privatització, per tal d'assegurar la seva viabilitat a llarg termini, l'elecció del model organitzatiu que haurà de dirigir l'assignació de recursos, en altres termes, el model d'empresa resultant de la privatització a que hem fet referència al capítol 2²²⁴.

L'eficàcia amb què operin aquestes empreses o agents econòmics, en termes de detectar els recursos crítics assignables, mobilitzar els recursos financers necessaris per a explotar-los i assegurar l'adequació dels recursos humans, la considerem fonamental per a generar les expectatives de viabilitat i rendabilitat imprescindibles per a que el procés privatitzador atraigui els inversors.

Analitzar el model d'empresa des d'aquesta òptica, suggereix la consideració de les dimensions estàtica i dinàmica de la seva estructura de capital, abans i durant el procés. Dins la primera, s'inclou la importància relativa del finançament a través de recursos propis o a través de recursos aliens en el passiu total de l'empresa; aquesta estructura financera determina la probabilitat, en funció dels resultats obtinguts, de que els drets que confereixen poder de decisió sobre qué fer i com fer-ho (els anomenats drets residuals) recaiguin sobre els accionistes, si els resultats són positius, o sobre els creditors, en

²²⁴Vegi's l'apartat 1.2 del capítol 2.

situacions desfavorables. També s'inclou la naturalesa dels accionistes o dels creditors sobre els que recau potencialment el dret de decisió, tota vegada que segons els seus interessos, els drets s'exerciran d'una manera diferent. Així, si l'accionariat està molt dispers, els drets recauen realment sobre la gerència, la qual no té forçosament com a objectiu prioritari maximitzar els beneficis. I, segons com siguin els creditors i el seu compromís amb l'empresa, poden optar entre reorganitzar-la o liquidar-la.

La dimensió dinàmica de l'estructura de capital té en compte com es condueixen els processos de reestructuració els quals, en última instància, sovint suposen transferències de drets residuals de decisió entre uns propietaris i altres.

L'elecció d'un o altre model hauria de basar-se en consideracions sobre les característiques dels recursos crítics que serà necessari acumular per a competir eficaçment al mercat obert, recursos que són en gran part de caràcter intangible com el capital tecnològic - incorporat i no incorporat-, comercial i humà.

D'acord amb l'anàlisi dels diferents mecanismes de privatització realitzat al capítol segon i amb el quadre 1 del mateix capítol, on es resumeixen les característiques teòriques definitòries dels dos principals models organitzatius d'empresa, podem constatar, en una primera valoració, que l'estructura empresarial hongaresa en el context de la privatització en curs, encaixa més amb el

model cooperatiu, en el sentit donat a aquest terme al referit quadre, que no pas amb el gerencial. I això bàsicament pels següents motius:

- Formació empresarial insuficient.
- Les empreses parteixen d'un baix nivell de capitalització, el qual les dificulta l'autofinançament.
- El mercat de capitals està encara poc desenvolupat.
- Els mecanismes de privatització utilitzats, excepte el de la privatització massificada, han propiciat la concentració accionarial.

L'enfocament de l'objectiu de l'eficiència a llarg termini de l'economia, suposaria, en aquest context, entre d'altres requisits, reforçar el compromís de les entitats bancàries en el finançament de les noves empreses privades i també assegurar un fluxe estable d'aportacions de capital de les empreses matriu estrangeres. El sistema financer adquireix, en aquest context, un paper de molta rellevància en el control de la canalització dels recursos cap a les destinacions més competitives i en la línia de reforçar l'aprofitament òptim dels recursos crítics als que ens hem referit anteriorment. Al capítol següent podrem observar el grau d'adaptació dels processos iniciats al sí de la indústria i de les institucions financeres.

En qualsevol cas, els elements d'elecció discrecional per part del Govern, implícits en el procés de privatització, no semblen haver-se efectuat atenent a priori a que l'elecció del model

organitzatiu que haurà de dirigir l'assignació de capital, i en darrera instància, el model d'empresa, pot resultar una decisió crítica per a l'eficiència i competitivitat a llarg termini de l'economia hongaresa.

5.2.- Criteri tècnic

Es tracta de valorar, en aquest apartat, l'aplicabilitat dels mecanismes i tècniques tradicionalment utilitzades en els processos de privatització en el context actual de l'economia hongaresa.

No disposem d'informació desagregada sobre la utilització de les diverses tècniques dins de cada mecanisme. Per tant, ens haurem de limitar a valorar els mecanismes i a identificar possibles elements condicionants en les distintes fases operatives dels procediments tècnics descrits genèricament al capítol segon. La valoració la centrarem, com fins ara hem fet, en les inversions en l'adquisició d'una empresa ja existent. No en l'extensió del sector privat mitjançant la creació de noves empreses.

5.2.1.- Valoració dels mecanismes

Començant per mecanismes, els primers que considerarem són els

descentralitzats, és a dir, el mecanisme de privatització espontània endagat ja abans de la llei reguladora de la transformació, la privatització a iniciativa de la pròpia empresa i la privatització a iniciativa dels inversors.

Atenent als casos que hem aportat i a la descripció de les corresponents seqüències, els tres mecanismes presenten sobre el paper uns plantejaments coherents. Les possibles distorsions provenen de l'aplicació²²⁵. Hem seleccionat les següents:

- a) Irregularitats per manca de control abans de la creació de l'AEP.
- b) Confiança excessiva en les consultores i distorsions derivades de la seva intervenció.
- c) Fixació restringida dels requisits per a optar al Programa a iniciativa de la pròpia empresa.
- d) Control burocràtic ineficient per part de l'AEP.
- e) Marc institucional encara no consolidat.
- f) Insuficient desenvolupament del mercat de capitals.
- g) Manca de coordinació entre la privatització de les empreses i la dels bancs, agreujada per la forta dependència del finançament de tercers i per la incidència de la Llei de Fallida.
- h) Impacte del Plà d'Estabilització i expectatives incertes per als inversors potencials.
- i) Aspectes sistèmics quant a la predisposició dels

²²⁵Hem pogut contrastar verbalment algunes d'aquestes distorsions amb professionals d'intermediaris financers occidentals immersos en el procés de privatització hongarès.

inversors domèstics a participar.

j) El plantejaments afavoreixen les empreses estrangeres.

k) Els plantejaments propicien la concentració del capital i la continuació de les situacions de monopoli. Les tendències internacionals reforcen aquesta opció.

l) Necessitat prèvia de reestructuració no atesa.

Quant als mecanismes centralitzats, els resultats dels quals han estat com sabem decevedors, podem explicitar següents aspectes com a possibles responsables:

a) Els punts d a i de l'apartat anterior.

b) Selecció de les empreses.

c) Selecció inadequada de les tècniques o combinació de tècniques en relació al tamany de les empreses i a la situació de l'entorn.

d) Insuficient prospecció d'inversors estratègics estrangers.

e) Excés de criteris polítics i de condicionants de política macroeconòmica a curt termini, ambdós inadequats per a donar resposta a les necessitats de les empreses en procés de privatització. Rigidesa.

f) Marginació dels inversors domèstics.

Resta comentar el mecanisme de privatització massificada que, des de la seva aparició el maig de 1.993, s'aplica simultàniament amb els anteriors. Hi hem identificat els següents condicionants:

- a) Influència del clima econòmic general i de la política d'estabilització. Especial preocupació pel finançament del dèficit públic²²⁶.
- b) Aspectes sistèmics relatius al comportament de famílies i empreses com a inversors²²⁷. Resposta menor de l'esperada a l'esquema dels crèdits per a fomentar l'adquisició de cupons.
- c) Indefinició de la fiscalitat.
- d) Insuficient desenvolupament i poc satisfactòries experiències amb la Borsa.
- e) Esgotament de l'estoc d'empreses de qualitat susceptibles de cotitzar a borsa amb perspectives de rendabilitat.
- f) Preus de sortida sobrevalorats.
- g) Discrecionalitat de l'AEP en la fixació de la paritat cupons/accions.
- h) Sensació d'instrumentalització política.
- i) Incertesa eleccions 1.994.
- j) Impacte de la Llei de Fallida.
- k) Trencament del criteri de mercat en la privatització.
- l) Percepció que aquest tipus de privatització propicia el control final per part dels mateixos gestors degut a la gran dispersió de la propietat (X. Richet, 1.992).
- m) Els subscriptors de cupons i accions demostren més interès per obtenir guanys mitjançant la venda en mercat

²²⁶Recordem que el finançament del dèficit competeix amb la subscripció d'accions en la captació de l'estalvi domèstic.

²²⁷Els tractarem a l'apartat següent.

secundari dels títols, que no per a constituir-se en accionistes permanents de les companyies. En aquest sentit, el limitat desenvolupament de l'esmentat mercat secundari²²⁸ suposa un fre per a l'impuls d'aquest mecanisme (J. Corbett i C. Mayer, 1.991).

n) Cupons com a element inflacionari.

5.2.2.- Valoració de les tècniques

Si dels mecanismes passem a valorar les tècniques emprades podem enriquir substancialment el raonament crític, tota vegada que en els aspectes de detall és on es poden apreciar millor les relacions i pautes de comportament estratègic de les empreses, sobretot estrangeres, inversores. Prendrem, com a punt de referència en aquest apartat la descripció de les tècniques de privatització efectuada al capítol segon.

El primer tema polèmic que sorgeix en l'aplicació de qualsevol de les tècniques i procediments utilitzables, és el de la valoració dels actius, accions o empreses a privatitzar. Si ens centrem en el cas d'una empresa, els potencials inversors requereixen tota la informació disponible per tal d'analitzar-la, verificar-la, identificar els factors de risc i avaluar les oportunitats de negoci futur, així com les possibles contingències de naturalesa operativa o financera. Tot això, com

²²⁸Vegi's l'apartat 1 del capítol 4.

se sap, és objecte d'una anàlisi prèvia²²⁹.

Al quadre 22, desenvolupant l'esquema anticipat a l'apartat 1.1 del capítol 2, detallem una coneguda proposta metodològica d'aquesta anàlisi (O. Amat, 1.984, pàg.9) a fi i efecte que ens faciliti la discussió posterior sobre les dificultats que sorgeixen en aplicar-la a Hongria.

²²⁹En terminologia anglesa "Due Diligence".

QUADRE 22

SISTEMATICA DE VALORACIO DE LES EMPRESES

<u>AREA</u>	<u>ASPECTES CLAU</u>
Organització	Objectius de l'empresa Estil de direcció Organigrama funcional Planificació
Jurídica	Marc regulador aplicable Existència de llicències i concessions Política de preus Necessitat d'autorització de tarifes Possibles litigis sobre la situació patrimonial o financera de l'empresa. Regulació de les inversions estrangeres
Fiscal	Regim fiscal aplicable a l'empresa i a la transacció. Diferències entre el resultat comptable i fiscal. Possibilitat d'amortitzacions accelerades o impostos diferits. Deduccions fiscals per inversions o altres conceptes.

Bases imposables negatives d'exercicis
anterioris pendents de compensació.

Recursos humans

Composició i qualificació de la plantilla
Negociació col·lectiva i clima laboral
Flexibilitat per a contractació i
acomiadaments.

Qualitat i cohesió de l'equip directiu
Salaris i prestacions complementàries a
càrrec de l'empresa. Motivació.

Situació actuarial d'eventuals fons de
pensions i adequació de les dotacions.

Comercial

Línies de negoci

Productes i preus.

Mercat (quotes).

Tendències de la demanda.

Principals proveïdors i clients. Distribució.

Anàlisi de la competència.

Publicitat

Imatge d'empresa

Industrial

Qualitat i antiguitat de la planta i els
equips.

Capacitat productiva i grau d'utilització

Tecnologia. Problemes d'obsolescència.

Productivitat

Processos de fabricació

Plans d'Investigació i Desenvolupament
Logística i gestió d'estocs.
Plans d'inversió. Procediments d'anàlisi.

Economico-Financera Anàlisi dels Estats Financers (Balanç i
Compte de Resultats) històrics i consistència
dels principis comptables aplicats.
Mètodes de valoració d'existències i
immobilitzat.
Adequació de la política d'amortitzacions.
Existència d'interessos activats i despeses
diferides.
Provisió d'insolvències i altres riscos.
Solvència de l'estructura financera.
Capacitat d'endeutament.
Flexibilitat d'accés a fonts de finançament.
Condicions i garanties de les operacions
financeres realitzades.
Desviacions en l'execució dels pressupostos
anuals.
Avaluació del Pla d'empresa a mitjà i llarg
termini.

Font: O. Amat (1.984, pàg. 9).

Hem sistematitzat els elements a considerar en l'elaboració del
diagnòstic d'una empresa objectiu per a mostrar la complexitat

de les transaccions de privatització i posar de manifest com molts aspectes clau són de difícil percepció i estudi a la fase actual de transició i transformació global de l'economia hongaresa. Ni el marc de referència està estabilitzat ni les dades històriques són extrapolables. En definitiva, totes les àrees han de ser replantejades globalment en funció d'una decisió estratègica d'introducció al mercat hongarés.

En aquest sentit, una anàlisi realitzada amb aquesta sistemàtica seria d'utilitat per tal que els compradors potencials identifiquessin els avantatges competitius que podria representar el control de l'empresa, possibilitant la detecció de sinergies en les diverses àrees entre l'empresa adquirent i l'adquirida. Observi's que l'anàlisi econòmico-financera és només una de les parts d'aquesta anàlisi prèvia.

Així, poden produir-se sinergies de tipus comercial per complementarietat de la gamma de productes o dels mercats geogràfics, per compartir canals de distribució etc. que afectin el comportament de les vendes i la rotació de l'actiu; sinergies operatives per la consecució d'economies d'escala i millores de gestió, amb la consegüent reducció dels costos unitaris i millora del marge d'explotació; sinergies financeres que possibilitin una major capacitat d'endeutament i un menor cost en la captació dels recursos després de l'adquisició; i sinergies de caràcter fiscal com a resultat, entre altres factors, de l'existència de pèrdues fiscals compensables en exercicis futurs o de la possibilitat d'actualització de balanços

amb motiu de la privatització.

La base de dades per a realitzar l'anàlisi oferereix bastants interrogants. Al capítol primer, ja ens hem referit a la reforma dels principis de comptabilitat, adaptant-los a la quarta directiva de la CEE a partir de gener de 1.992, com un element explicatiu de l'evolució dels ingressos fiscals²³⁰. En aquest apartat, el que ens interessa destacar és fins a quin punt els estats financers aportats per les empreses públiques en procés de privatització, representen fefaentment el valor real del patrimoni, del volum de negoci i dels resultats²³¹, i en quina mesura pot ser fiable la utilització del mètodes quantitatius de valoració d'empreses, bàsicament el descompte de fluxes de caixa de lliure disposició, l'anàlisi de múltiples de companyies similars, l'anàlisi de múltiples de transaccions comparables i el valor de liquidació dels actius (F. Blanco i J.R. Mallol, 1.991).

Donada la dificultat, que hem comentat abans, d'extrapolar dades històriques en els exercicis de valoració global de les empreses, sembla que dels mètodes esmentats, el més indicat seria el del descompte de fluxes de caixa esperats en el futur, mètode que obviament prescindeix de les dades de balanç actuals que són les de més problemàtica estimació. Tots els elements dels fluxes depenen de les previsions que projecti l'empresa inversora,

²³⁰Vegi's l'apartat 3.1.1 del capítol 1.

²³¹Per exemple, recentment (I.R., 14-1-94), s'ha introduït una nova regulació que obliga a consolidar els balanços entre empreses matriu i subsidiàries, per tal d'evitar duplicacions de resultats.

tenint ja en compte els actuals condicionants macro i microeconòmics, és a dir, assumint que l'empresa actuarà en un mercat substancialment més obert i lliure. I com a taxa de descompte hom considera adequat utilitzar, com és usual, el tipus corresponent al cost mitjà ponderat del capital de l'empresa. Les dades per a procedir a aquest càlcul provenen del tipus d'interès dels crèdits, del rendiment exigít pels accionistes i de la prima de risc de que es parteixi.

Podem descobrir fàcilment la incertesa implícita a la utilització d'aquesta fórmula de càlcul del valor dels actius a privatitzar en un país en transició com Hongria. D'altra banda, utilitzant el mateix mètode, cada estratègia empresarial alternativa dóna una valoració diferent, en funció de les hipòtesis respectives sobre els diferents components dels fluxes i sobre la taxa de descompte. Tant l'AEP com els inversors potencials disposen, doncs, d'un marc de referència que els permet estimar el que podria considerar-se com una banda o rang de preus raonables per a efectuar la transacció.

Per a les tècniques que operen al marge de la borsa, l'AEP no acostuma a fixar un preu mínim per a les subhastes. El que sí té en compte l'organisme responsable, AEP o SAHE, tal com hem pogut comprovar en alguns dels casos estudiats al capítol anterior²³², és tot un conjunt de valoracions qualitatives que van des de la viabilitat dels projectes de desenvolupament presentats, la generació de nous negocis que propicia la empresa privatitzada

²³²Concretament MATAV I MALEV, apartat 3.3 del capítol 2.

i les repercussions sobre el personal. Tot i que sembla raonable la consideració dels aspectes qualitatius esmentats, també és cert, que constitueix un element generador de susceptibilitats quant a la introducció de criteris polítics en les decisions.

Si la tècnica utilitzada suposa la venda d'accions a través de la Borsa de Budapest, hom procedeix a fixar un preu mínim atenent a la situació del mercat i de la borsa en el moment previst de sortida. Un preu massa baix, amb el consegüent excés de demanda, seria indicatiu d'una infravaloració dels actius públics ofertats cosa que suposaria una transferència neta de riquesa cap al sector privat. En l'altre extrem, quan el preu mínim de sortida fixat és considerat excessiu o sobrevalorat **per se** o en relació a les expectatives futures de plusvàlues, podria frenar el procés privatitzador per manca d'interès dels inversors²³³.

Plantejat el tema de la valoració de les empreses i actius, resta finalment questionar-nos si les tècniques utilitzades són les més apropiades o si, en el cas d'Hongria, topen amb inconvenients importants. Enfocarem el tema sense posar cap objecció a les tècniques en sí mateixes. Alternativament, l'anàlisi consistirà en la recerca de condicionants i obstacles que dificultin la seva aplicabilitat a Hongria, en l'actual context de transformació econòmica, i en la ponderació de les motivacions i sinèrgies, imprescindibles en les transaccions de privatització.

²³³Aquest va ser el cas d'IBUSZ, descrit a l'apartat 3.2 del capítol 2.

Si ens centrem primerament en l'aplicabilitat, hem observat que efectivament no hi han impediments a que es realitzin fusions per absorció, compres d'actius, adquisicions d'accions, sortides a borsa o plans d'expansió de la propietat entre els treballadors, els directius o la població en general a través dels cupons. En tot cas, es podrien criticar, d'acord amb els casos i descripcions realitzades, els següents aspectes de funcionament, molts d'ells coincidents amb els explicitats en la consideració dels mecanismes:

- Dificultats administratives per a realitzar les operacions.
- Poca sensibilitat dels inversors potencials davant aquest tipus d'operacions, aspecte que ens remet a l'apartat següent referent als criteris sistèmics.
- Entorn macroeconòmic poc propici.
- Mercat de capitals poc desenvolupat.
- Avantatges comparatius atorgats als inversors estrangers sense que el sistema bancari hagi recolzat simultàniament els inversors domèstics.
- Politització dels processos d'adjudicació.
- i el fet, molt rellevant des del nostre punt de vista, de que les tècniques més utilitzades s'adapten de forma molt coherent amb els mecanismes i aquests tendeixen a propiciar la concentració del capital.

5.3.- Criteri sistèmic

Passant, finalment, als aspectes sistèmics basarem les nostres consideracions en l'anàlisi efectuada per Wladimir Andreff (1.992). L'esmentat autor es destaca per la seva profunditat en les investigacions sobre la manera en què el règim anterior ha modulat les actituds dels agents econòmics. Parteix de la constatació que en una economia de penúria²³⁴, l'actitud de les empreses, amb una feble restricció pressupostària, suposa, abans que res, una estratègia d'adaptació a les quantitats disponibles. Els consumidors, al seu torn, són més sensibles als preus, però es veuen obligats a adaptar-s'hi mitjançant l'estalvi forçós i intenten evitar els efectes d'aquella penúria amb actituds tals com l'acaparament, l'activitat paral·lela, l'especulació i, inclús, la corrupció.

Tornant a la conducta dels agents econòmics de producció, Andreff insisteix en que no solament hi ha un baix esperit d'empresa, sinó que s'ha desenvolupat una apreciable aversió al risc. En efecte, els antics quadres i gestors de les empreses estaven habituats a rebre del centre planificador o del Ministeri les decisions estratègiques a prendre, cosa que ha dificultat el desenvolupament natural de la capacitat de córrer riscos d'aquest ordre, no comparables amb els que s'havien de prendre per a complir el pla, i de la voluntat d'enriquir-se gràcies a la consecució dels objectius planificats; enriquiment reprimat, d'altra banda, tant legalment com socialment. En aquesta línia de comportament, totes les anticipacions dels agents econòmics els portaven a protegir-se només contra els riscos derivats de

²³⁴En el sentit clàssic donat per J. Kornai (1.980).

l'administració econòmica, com és el cas del risc de ruptura d'abastament.

Doncs bé, l'avversió al risc constitueix un doble fre a les privatitzacions: limita el nombre d'empresaris privats potencials i pot conduir a una gestió de l'empresa privatitzada massa conservadora per a resultar eficaç en una situació de més competència. La incertesa derivada de la situació econòmica actual i la insuficiència de la informació aguditzen aquesta conducta dels agents econòmics. Altres autors²³⁵ van més enllà en aquesta valoració quan constaten que l'anterior vinculació política dels gestors, tot i estar ja superada a l'hora de prendre decisions, no està encara canalitzada.

Hi ha un element que creiem important de destacar en aquesta valoració dels aspectes sistèmics. Es tracta del fet que, partint de la base que la privatització constitueix una de les peces fonamentals de la implantació d'una economia de mercat, el gradualisme en el procés, al qual ja ens hem referit i que considerem inevitable, d'una banda podria perjudicar la consolidació dels nous hàbits per part dels agents econòmics, cosa que amplificaria el retard en la referida implantació (P. Hare, 1.991). Però, de l'altra, no és menys cert que el gradualisme contribueix a aquesta consolidació pel fet que els aspectes sistèmics són, per se, molt arrelats i de difícil modificació generalitzada a curt termini. Es, en aquest últim sentit, que podem tornar a recordar l'apunt que hem fet al

²³⁵W. Andreff cita, per exemple, a M.V. Masarskii (1.991).

capítol anterior sobre el pressuppte desaprofitament de la fase de transformació de les empreses per a introduir criteris d'economia de mercat.

També les conductes passives, habituades a la protecció i contràries a l'assumpció de riscos, generalitzades al món laboral, podrien constituir una amenaça de fracàs per a les privatitzacions, quan aquestes es concreten en la transferència de la propietat als treballadors, sense que la iniciativa hagi partit d'ells, o en la distribució gratuïta o subvencionada d'accions, cupons o certificats entre la població, la major part de la qual és assalariada i per tant inclosa dins del col·lectiu al que ens estem ara referint.

D'altra banda, no és estrany que les participacions als treballadors s'ofereixin per a facilitar cessions d'actius políticament delicades o socialment contestades, o quan aquestes cessions impliquen sanejaments financers acompanyats d'acomiadaments o disminucions en les remuneracions. En general, hom coincideix en que la situació deprimida de l'economia i els avenços en la política d'estabilització i en les reformes estructurals aguditzen l'avversió als riscos, tota vegada que s'observa el creixement de l'atur²³⁶.

Centrats en el repartiment subvencionat de cupons entre la població que s'ha començat a aplicar recentment, hi han dues

²³⁶A les entrevistes realitzades hem pogut observar una referència general a aquest fet.

consideracions addicionals que cal tenir en compte. Primer, la propensió a vendre'ls ràpidament per a comprar productes de consum i serveis dels quals experimenten encara una accentuada carència; en aquestes condicions cabria preguntar-se per la inflació derivada d'aquest fet i per la situació poc dinàmica de la borsa de valors com a mercat secundari per aquests títols. I també, la primacia del component assalariat, favorable prioritàriament als increments de les rendes del treball per a poder adquirir la vivenda o algun petit negoci, així com per a recuperar terreny en la disposició de bens de consum, davant del de capitalista, en el sentit de tenedor de capital en accions, recercant un dividend (M. Lavigne, 1.991, pàg. 379).

Les informacions de que disposem sobre el que s'ha esdevingut durant l'any i escaig d'experiència sobre aquest tema a Hongria fan prematura qualsevol deducció, però sí que permeten questionar-se per la vocació de participar a l'empresa privatitzada mitjançant la supervisió, control i sanció de les decisions dels gestors, pressió necessària per a la millora de l'eficiència i la maximització dels beneficis, tal com assenyala Winiecki (J. Winiecki, 1.991), per a qui el control dels resultats de l'empresa per part dels propietaris privats és absolutament crucial per a l'èxit de les privatitzacions (K. Mayhew i P. Seabright, 1.992).

Una altra conducta presumiblement heredada de l'anterior sistema, i que perjudica l'avenç de les privatitzacions, és la de l'estalviador. En efecte, abans de la reforma, hi havia poc

estímul per a les persones físiques i jurídiques a estalviar en actius financers destinables a la formació de capital. L'estalviador només podia diversificar la seva cartera en moneda atresorada, dipòsits en comptes d'estalvi a tipus d'interès baix i fix, actius reals i valors refugi com podia ser la moneda estrangera. El resultat que s'està comprovant, certament menys a Hongria que a d'altres països de la zona (W. Andreff, 1.992), és que els esmentats estalviadors es mostren bastant escèptics davant formes d'inversió tals com títols de propietat que impliquen un component de "proveïdor de fons per" al costat del típic objectiu de preservar i incrementar les rendes. Una altra vegada, l'aversion al risc i l'afany per assolir ràpidament un nivell de vida superior explicarien aquesta opció. Sobre tot si hom té present que a l'estadi de desenvolupament de l'economia hongaresa, el nivell de vida s'assimila generalment amb disposició de bens de consum.

Encara en el terreny de la conducta humana, però des d'una altra perspectiva, seguint novament Andreff, els programes de privatització semblen haver propiciat noves conductes però d'un caire poc constructiu. Ens referim als comportaments reprobables detectats a Hongria, sobretot en el període en que predominava la privatització espontània sense la intervenció de l'AEP²³⁷, i a la multiplicació de les actituds especulatives en els més diversos àmbits d'activitat.

La consolidació del nou marc legal regulador de l'activitat

²³⁷ Ens hi hem referit a l'apartat 3.1 del capítol 2.

econòmica i del propi mecanisme de funcionament del mercat contribuïran, sens dubte, a normalitzar aquests tipus de conducta. Però, creiem que, paral·lelament, l'Estat hauria d'assumir un paper educador en les activitats que gestioni, encara que sigui provisionalment.

CAPITOL IV

EL SISTEMA BANCARI I EL PROCES DE TRANSFORMACIO

Als capítols anteriors hem intentat exposar i quantificar de forma sintètica, sense renunciar a la valoració i crítica personal, la doble estratègia de transformació de sistema i d'estabilització econòmica. Hem insistit en els mecanismes de privatització i, recollint diferents estudis i comentaris, hem identificat un conjunt d'obstacles i insuficiències que podrien explicar els resultats obtinguts fins ara.

Abordarem en aquest capítol un dels condicionants que hem cregut més determinants en aquesta doble estratègia: el sistema financer. La selecció obeeix a la importància relativa que li atribuïm després d'haver recorregut els aspectes més significatius, vinculats directament o indirecta amb el procés de privatització. Limitarem així el nostre objecte d'anàlisi, bàsicament perquè entenem que a curt termini el sistema financer, i molt especialment el sistema bancari, constitueix una peça clau per al procés de privatització i perquè entenem que, en cas de no evolucionar de forma adient, podria dificultar l'estratègia a mig termini de transformació i ajust macroeconòmic de l'economia hongaresa.

La metodologia que emprarem consistirà, en primer lloc, en definir sobre el paper la importància del del sistema bancari en el context més ampli del sistema financer. Seguidament passarem a sistematitzar, d'acord amb la nostra observació i els estudis realitzats, als quals hem tingut accés, els aspectes relacionats

amb el sistema bancari que semblen haver condicionat en major mesura l'aplicació de l'estratègia de la privatització a les empreses industrials i de serveis. Un cop enfocat el tema, estudiarem com ha anat evolucionant la regulació del sistema bancari hongarès, sobretot a partir de 1.991, i l'inici de la privatització del sector bancari. Finalment, tractarem d'identificar els principals obstacles i condicionats, entre ells els d'ordre sistèmic, que semblen estar condicionant la fluïdesa del procés en el seu conjunt.

En aquesta reflexió ens sorgiran els següents subtemes als que intentarem donar o esboçar una resposta:

- Grau de reforma del sistema financer discutint la viabilitat i/o conveniència d'un sistema financer totalment privatitzat que no tan sols recolzi sinó que també dirigeixi els processos de reestructuració i privatització al sector industrial.
- En relació amb el punt anterior ens preguntarem per la viabilitat d'una banca mixta que incorpori criteris d'eficiència.
- El sistema financer com a agent potencialment modificador de la gestió i/o propietat de les empreses per tal de millorar l'eficiència, influir en les estratègies empresarials per a que els recursos es canalitzin cap a les utilitzacions més rendibles i forçant eventualment la fusió

o liquidació d'empreses. En aquest sentit, es pot parlar del sistema financer com a gestor de l'estoc de capital existent.

- El sistema financer com a responsable de la captació i assignació de nou estalvi cap a utilitzacions rendibles i, en aquest sentit, com a impulsor de l'assoliment del màxim rendiment privat i social coherent amb la propensió a assumir riscos per part dels inversors, aspecte sistèmic que també serà motiu de reflexió.

- No podem oblidar finalment el paper del sistema bancari com a agilitzador de les transaccions entre empreses, element imprescindible en la recerca de la competitivitat. Tanmateix en aquest treball no tractarem aquest tema.

1.- EL SISTEMA BANCARI EN EL CONTEXT DEL SISTEMA FINANCER.

No és necessari insistir en la importància que el sistema bancari i financier en general té en el desenvolupament i funcionament quotidià de qualsevol economia. En un procés de transició cap a l'economia de mercat, intuitivament podem assumir que, per a que l'evolució sigui coherent i sense distorsions, els conceptes i criteris de política econòmica s'haurien d'aplicar de forma equivalent a empreses i entitats financeres.

Com és sabut, el sistema financier està constituït pel conjunt d'intermediaris a través dels quals les disponibilitats econòmiques de les unitats econòmiques amb superàvit es canalitzen cap al finançament de les unitats econòmiques amb dèficit i pels mercats financers organitzats on es poden posar en contacte directament ambdós tipus d'agents econòmics. La seva funció essencial és garantir una eficaç assignació dels recursos financers, proporcionant finançament en el volum, termini i cost apropiats. Una segona funció bàsica és la de contribuir a la consecució de l'objectiu d'estabilitat monetària i financera i permetre, a través de la seva estructura, el desenvolupament d'una política monetària activa per part de les autoritats econòmiques. La mesura en què es compleixin ambdues funcions determinarà l'eficàcia del sistema financier i, en definitiva, de l'economia en general.

Les activitats pròpies del Sistema Financer a una economia de

mercat occidental les podem resumir en les següents:

- Mobilització de l'estalvi domèstic
- Concessió de crèdits a curt i llarg termini.
- Concessió de finançament hipotecari a les economies domèstiques.
- Facilitar l'obtenció de fons pròpis per a la inversió de les empreses en expansió o reestructuració.
- Elevació del nivell de consum, inclús per sobre de la possibilitat pel nivell de renda.
- Opció d'assegurament dels ingressos en casos de contingència.
- Subministrament de finançament al Govern.
- Canalitzar les transaccions econòmiques internacionals.

Aquestes activitats eren assumides en gran mesura, com ja sabem, pels organismes estatals, de forma centralitzada, a través del banc central o bancs especialitzats²³⁸. Els mercats financers organitzats no tenien cap mena de rellevància en aquest context.

El desenvolupament d'un sistema financer hauria d'afectar d'una manera coherent i harmònica en el temps, els seus tres elements fonamentals: les institucions que hi operen, els instruments financers o títols emesos pels agents deficitaris i els mercats monetaris i de capitals on s'intercanvien els esmentats actius

²³⁸Més endavant, dins d'aquest capítol, descriurem resumidament l'evolució recent del sistema bancari.

i es fixen els preus. La importància absoluta i relativa dels diferents grups d'institucions, dels actius i dels mercats depèn, òbviament, del grau de desenvolupament de l'economia i de la complexitat de les transaccions que s'hi operen. I la importància relativa dels mecanismes de finançament indirectes, a través d'intermediaris, respecte als directes, via mercat de capitals, dependrà també del grau de desenvolupament de l'economia, dels respectius costos d'implantació i del marge de maniobra per a instrumentar-los (L. Brainard, 1.991; M. De Cecco, 1.989, pp. 196-204 i A. Saunders i I. Walters, 1.991).

En el punt de la transició cap a l'economia de mercat en que es troba Hongria, entenem que el paper prioritari, i, per tant, les reformes més perentòries, afecten les institucions bancàries, els actius crediticis i el mercat de crèdits davant del mercat de capitals. Es a dir, al desenvolupament del mateix nucli del sistema financer a partir de les institucions ja conegudes i dels actius també coneguts en la seva operativa, els quals passarien a assignar-se en base a criteris d'eficiència. Per aquest motiu hi dedicarem la part central d'aquest capítol. L'evolució en aquesta línia sembla bastant espontània si ens atenim a la següent argumentació suggerida, bàsicament a Dominique Lacoue-Labarthe (1.993).

Ens referirem primerament al mercat de capitals en el seu segment de renda variable. En el context de la privatització en una economia en transició, sembla plausible de preveure que les activitats productives i comercials noves requereixin bastant

temps en manifestar-se, tota vegada que l'empresa, si aconsegueix beneficis, els ha de reinvertir per a adquirir tamany i productivitat en detriment del repartiment de dividends. Caldria preguntar-se, en definitiva, si hi han suficients empreses capaces d'emetre accions suficientment apreciades (P. Hare, 1.991). En aquest context, els primers subscriptors tendeixen a desfer-se ràpidament de les accions, sobretot tenint en compte la seva manca d'hàbit i, a vegades, insuficient cultura financera²³⁹. D'altra banda, la percepció de risc i l'amenaça de les fallides entorpeixen encara més les decisions inversores. La manca d'un mercat secundari líquid on puguin vendre els títols de propietat aquells inversors que anticipin problemes o necessitin liquiditat és un obstacle addicional en aquest sentit.

Si de la renda variable passem a la renda fixa, el principal obstacle el trobem en l'absència de possibilitats d'avaluació de les empreses emissores de bons o obligacions. Les empreses no publiquen regularment - ni homogeniament - els seus estats financers, ni disposen de fòrmules credibles per a demostrar la seva solvència, malgrat els avenços en l'aplicació de normes comptables estandaritzades²⁴⁰.

D'aquests condicionants no s'ha d'extreure la conclusió de que

²³⁹Hem tractat aquest tipus de condicionants sistèmics a l'apartat 5.3 del capítol 3.

²⁴⁰Com sabem (Apartat 3.1.1 del capítol 1), la Llei de Comptabilitat va ser aprovada l'1-1-1.992. Utilitzant criteris estandaritzats a nivell internacional, aquesta llei es proposava, als efectes que aquí considerem, un triple objectiu: Servir de base per a la gestió i presa de decisions de les empreses, proporcionar normes de comptabilització que garanteixin la fidelitat i transparència i potenciar la figura dels auditors com a institucions que havien de validar els instruments comptables interns (H.C.C., 1.993, pàg. 61).

no és necessari impulsar els mercats de renda fixa i variable. La política d'estabilització i la mateixa estratègia de privatització, contenen elements incentivadors del desenvolupament del mercat de capitals. Desenvolupament que, d'altra banda, el mateix sistema bancari requereix, com tindrem oportunitat de comprovar²⁴¹.

En aquest sentit, les necessitats de finançament del govern i la debilitat dels comptes exteriors en relació al nivell d'endeutement, han propiciat les primeres operacions de mercat de capitals en renda fixa a nivell domèstic, mitjançant subhastes de Lletres del Tresor a curt termini i col·locació de bons i obligacions, entre ells els emesos amb motiu dels diferents programes de consolidació de crèdits²⁴², i internacional, a través de bons en divisa i crèdits sindicats.

En el cas de les emissions domèstiques de deute públic, en la mesura en que serveixen de suport per a la incipient política d'open market del Banc Nacional d'Hongria, tenen la liquiditat més factible que les emissions privades, apart que poden ser impulsades amb privilegis fiscals. Hem de recordar, també, quelcom obvi però igualment important, ja posat de manifest als capítols 1 i 3. I és que el desenvolupament del mercat de capitals permetria optimitzar la combinació entre emissions i privatització en el context de la política recaudatòria a curt termini del Govern. Els resultats de la política d'estabilització

²⁴¹Vegi's l'apartat 4.1 d'aquest capítol.

²⁴²Vegi's l'apartat 3.3 d'aquest capítol.

i la credibilitat exterior del país adquireixen aquí una gran importància. Així mateix, hom desprèn, novament, d'aquesta consideració la necessitat d'una visió global a l'estratègia de transformació de l'economia.

En Bons en divisa, el Banc Nacional d'Hongria va obtenir l'equivalent a 4.500 milions d'US \$ en diferents divises als mercats internacionals el 1.993 en contrast amb els 836 milions de 1.992; en crèdits sindicats, la primera sortida al mercat d'aquesta institució va ser l'any 1.989 amb 175 milions d'US\$. Per a 1.994 tenen anunciada sortida les institucions vinculades amb la privatització, és a dir, l'AEP i la SHAE amb 100 milions d'US\$ i, per a l'any següent, s'espera que alguna de les més importants empreses privatitzades del sector de serveis públics o infraestructures cerqui finançament en divisa (M. Rothschild, 1.994).

També és un element incentivador del mercat de capitals el repetit recurs al finançament internacional per part d'altres institucions financeres i empreses, amb motiu de la privatització o reestructuració o les eventuais col.locacions privades institucionals realitzades per grans empreses envers entitats vinculades. Però, inclús aquestes opcions es veuen limitades per l'absència d'un mercat secundari i de les institucions col.laterals necessàries per al desenvolupament d'un mercat de renda fixa: des d'instal.lacions informàtiques a mecanismes de liquidació-compensació i dipositaries.

Quant a la borsa de valors, l'impuls més important s'ha produït gràcies a les sortides a borsa programades per l'AEP o la SHAE en relació amb operacions de privatització (M. Rothschild). No obstant, el seu paper és poc significatiu, tal com hem pogut ja comprovar amb les dades aportades al capítol anterior. El nombre de valors negociats no supera encara els 30, el nombre d'operacions és molt reduït - de l'ordre de 72 milions d'HUF de promig diari el 1.993 (I.R., 8-3-94) i el valor de capitalització no arriba a l'equivalent a 1.500 milions d'US \$. La negociació de Bons i Lletres del Tresor està experimentant un dinamisme més acusat, tal com es pot apreciar al quadre adjunt:

QUADRE 1

VOLUM DE NEGOCI A LA BORSA DE BUDAPEST

(Dades en milions d'US-\$)

	1.992	1.993
	-----	-----
Volum negociat a preus		
de mercat/del qual/	334,36	1.843,99
Accions	59,68	181,33
Bons	122,74	728,70
Lletres del Tresor	149,55	844,09
Cupons dse compensació	2,09	88,88
Altres títols	0,3	0,99
Transaccions diàries (promig)	34	94
Volum de negoci diari (promig)	1,33	7,32

Font: Budapest Stock Exchange. Dades reproduïdes a The Banker nº 41 Juliol 1.994.

Davant d'aquests condicionants, el fet de donar un lloc

preponderant en el procés de finançament al sistema bancari no es pot considerar com una solució de segon rang. Sobre el paper hom podria demostrar inclús que és més eficaç en el compliment de certes funcions. Ens serveix d'exemple, el fet que els inversors particulars en el context dibuixat anteriorment de manca d'informació i desconeixement, poden delegar en les institucions financeres les tasques d'anàlisi prèvia, verificació de la informació, control de la gestió, selecció i diversificació de les empreses prestatàries. Els bancs, buscant la màxima rendabilitat tendeixen a escollir els projectes més rendibles i segurs i d'aquesta manera assumeixen un paper molt actiu en l'assignació de recursos, sobretot tenint en compte el model d'empresa que s'està configurant amb motiu de la privatització (J. Corbett i C. Mayer, 1.991)²⁴³. L'especialització i la dimensió que van adquirint els permet retribuir el passiu a satisfacció dels impositors, sense que aquests s'hagin de preocupar de la qualitat de les inversions; el volum de passiu els permet diversificar la cartera per prestataris, sectors, venciments i regions geogràfiques. I tot això pot redundar en una major competitivitat en els crèdits.

Des de la perspectiva de les empreses beneficiàries, els crèdits tenen uns avantatges que, tot i ésser obvis, passem a assenyalar, donada la novetat que podria representar la seva generalització a l'actual conjuntura. Amb els crèdits a llarg termini, les empreses poden canalitzar els fons cap a inversions a llarg termini, normalment més rendibles que les dedicades a cobrir les

²⁴³Vegi's l'apartat 5.1.1. del capítol 3.

necessitats de capital circulant. Un préstec bancari pot ser també utilitzat per les empreses com un senyal financer en el mercat per a fer conèixer els seus projectes, els seus productes o els seus serveis. S'aprofita com un element de prestigi i com a signe de serietat i prepara el terreny per accedir a productes de mercat de capitals en el futur. La consolidació de les relacions banc-empresa constitueix, així mateix, un factor de protecció per a èpoques de crisi i, com hem apuntat anteriorment, estableix la possibilitat que la institució financera pugui arribar a influir decisivament en la política d'inversions i en la gestió de l'empresa²⁴⁴.

El limitat desenvolupament del sistema financer, sobretot pel que fa als mercats de capitals, contrasta a l'avançada evolució institucional i reglamentària descrita al capítol 1²⁴⁵. En aquest sentit, podríem convenir que, en la mesura en que es donen les llibertats de preus i quantitats, la llibertat d'operacions i la llibertat d'entrada i sortida, existeixen les bases imprescindibles per a que es desenvolupi l'assignació de recursos a través dels mercats de renda fixa i variable, a l'estil de les economies occidentals. La causa de que no sigui encara així pot atribuir-se a qüestions de tipus tècnic-evolutiu com pot ser el no compliment en un grau suficient dels requisits teòrics d'amplitud, transparència, profunditat i flexibilitat (L. Rodríguez et al., 1.991 pàg. 31-38).

²⁴⁴Vegi's l'apartat 5.1.1. del capítol 3 i 5.1 d'aquest capítol.

²⁴⁵Vegi's l'apartat 3.1 del capítol 1.

2.- EL PAPER DEL SISTEMA BANCARI A LA TRANSICIO

En aquest apartat, centrats ja en el sistema bancari, explicitem les relacions amb els processos estudiats de transformació, estabilització i privatització, algunes d'elles ja analitzades als capítols anteriors.

2.1.- Sistema bancari i transformació

La transformació cap a una economia de mercat suposa estendre el mecanisme de preus a tots els dominis de l'activitat: productes, factors de producció i serveis financers. Seria, òbviament, distorsionadora la convivència d'un mercat de productes, exposat a la competència amb un sistema de finançament no evolucionat de forma suficient. En definitiva, en el plà teòric podem assumir que la transformació del sistema s'optimitzaria si es desenvolupés "pari passu" en el conjunt de l'economia (D. Lacoue-Labarthe, 1.993). Aquesta és l'argumentació dels que sostenen la conveniència d'impulsar la transformació de l'economia molt ràpidament a través d'un conjunt complet i coherent de reformes aplicades simultàniament a curt termini, estratègia coneguda com del "big bang". Al capítol 2 hem discutit aquest tema i hem posat de relleu les dificultats que comporta a la pràctica²⁴⁶.

²⁴⁶Vegi's l'apartat 1.2 del capítol 2.

Un requisit destacat per Kornai (1.990, pàg. 33) com a imprescindible per al desenvolupament del sector privat és el dret sense restricció a prestar diners en les condicions que lliurement es determinin entre els bancs i la seva clientela.

Si de la perspectiva macroeconòmica passem a un nivell de gestió empresarial, és important remarcar que el fet de disposar d'un sistema bancari eficient facilita l'adaptació de les empreses al nou entorn econòmic, caracteritzat pel predominí de les relacions mercantils, apart de que assegura la circulació fluïda dels capitals a través de tota l'economia. Es un fet comprovat que l'acceleració dels intercanvis de bens i serveis descansa sobre la confiança dels deutors i creditors en la capacitat del sistema de pagaments d'assegurar la realització de les transaccions en el moment previst i sense riscos excessius. Aquesta implicació amb l'economia real és la que fa que un sistema bancari eficient sigui indispensable per a l'aplicació de la política monetària.

D'altra banda, la introducció de la restricció pressupostària en el finançament empresarial requereix que les institucions financeres assumeixin gradualment funcions d'assignació de recursos anteriorment exercides pel pressupost. Com ha posat recentment de manifest W. Andreff (1.992), les noves empreses privatitzades, en no poder recórrer al Pressupost, necessiten un sistema bancari operatiu que atengui el seu desenvolupament i funcionament. La diferència amb la situació anterior rau en que els bancs, en el seu nou marc legislatiu i concurrencial²⁴⁷,

²⁴⁷Vegi's els apartats 3.2 i 3.3 d'aquest capítol.

concediran els crèdits no sobre la base d'indicacions administratives sinó en funció de la rendabilitat dels projectes a finançar. Es a dir, el canvi d'actitud afecta tant a entitats prestamistes com prestatàries.

La creació d'un entorn competitiu dins del qual es desenvolupi l'economia de mercat, constitueix un altre dels aspectes de la transformació del sistema que no és aliè al sistema bancari i creditici. La descentralització de les decisions a l'àmbit financer propicia que els recursos es dirigeixin cap al usuari més eficaç millorant, per tant, l'assignació de recursos i garantint el recolzament de noves iniciatives.

Finalment, les transaccions comercials i financeres s'han vist facilitades i impulsades en el seu conjunt per l'aparició de nous productes d'actiu i passiu, així com per la millora dels serveis. Menció especial mereix, en aquest sentit, tot el que fa referència a les relacions internacionals de l'economia hongaresa: canalització d'inversions estrangeres, obtenció de crèdits en divises, tramitació d'operacions comercials amb l'exterior i transferències. La presència d'empreses estrangeres al país ha pressionat a les entitats financeres a adaptar-se als requeriments d'aquelles, requeriments que van apropant els mètodes de gestió dels bancs hongaresos als propis dels països d'origen de les inversions²⁴⁸.

²⁴⁸ Així ho ha reconegut el Banc Nacional d'Hongria en un recent document (N.B.H., 1.994).

2.2.- Sistema bancari i estabilització

Al capítol primer ens referiem a la conveniència de que el sistema bancari es constituís en el vehicle apropiat per a l'aplicació de la part monetària del programa d'estabilització²⁴⁹. Tenint en compte la importància atribuïda a la política monetària en l'esmentat programa, caldria comptar amb uns intermediaris financers que transmetessin eficientment els impulsos d'aquella política.

Centrats en aquest punt, un dels principals factors que semblen han limitat fins la recent regulació de la fallida empresarial el 1.992²⁵⁰ l'eficàcia de la política monetària, és, un cop més, que les empreses no estaven o no es consideraven subjectes a restriccions pressupostàries. La solvència no era un aspecte de gestió essencial perquè se sentien recolzades. Els tipus d'interès alts no les desincentivaven a demanar crèdits perquè no vinculaven el seu retorn amb els resultats de la seva activitat. Un informe recent de l'OCDE (1.992b, pàg. 138) assenyala com una de les conseqüències d'aquesta manera de procedir, el fet que els bancs han tendit a capitalitzar els interessos deguts per les grans empreses de l'Estat i que, en els casos en què això no ha estat possible, els deutes s'han acumulat en empreses proveïdores.

²⁴⁹Apartat 3.2 A) del capítol 1.

²⁵⁰Vegi's l'apartat 2.2 del capítol 2.

El desenvolupament del sistema bancari és fonamental per a la reducció del dèficit públic en la mesura en que assumeix com a finançament creditici despeses anteriorment de caràcter pressupostari. En relació també amb el dèficit, hem fet notar²⁵¹ que el seu finançament a través de deute públic interfereix l'afluència de l'estalvi cap al sistema bancari, mermant-li, per tant, recursos de passiu i encarint el crèdit²⁵².

Un aspecte de l'evolució institucional del sistema bancari que ha condicionat apreciablement la política d'estabilització ha estat la Llei de Fallida. Segons totes les informacions disponibles, aquesta llei ha introduït un caire conservador a l'activitat creditícia, sobretot a la vinculada a processos de privatització considerats com d'elevat risc. Aquesta actitud conservadora ha estat simultània a l'augment dels recursos prestables possibilitat pel comportament de l'estalvi de les economies domèstiques.

L'evolució de l'estalvi a Hongria mereix una consideració especial, atés el comportament diferencial respecte als països del seu entorn. En efecte, Hongria, gràcies a que les primeres mesures de caire liberalitzador es van adoptar fa ja més de vint anys, sembla haver deixat ja endarrera la fase d'absorció dels excessos de liquiditat que s'acumulaven, en forma d'estalvi forçós

²⁵¹A l'apartat 5 del capítol 1.

²⁵²No hi han, doncs, diferències amb el que s'esdevé als països d'economia de mercat desenvolupats.

degut al fenomen de la penúria²⁵³. La situació actual es segueix caracteritzant per l'existència d'un volum apreciable d'estalvi però per motius d'inseguretat davant el creixement de l'atur i la incertesa de la situació econòmica.

Des del punt de vista de l'estabilització que estem considerant, la qüestió que hem de destacar és que, degut especialment a l'actitud restrictiva en la concessió de crèdits, aquest volum d'estalvi, en gran part canalitzat cap a les entitats financeres, no s'ha transmés positivament a l'economia real, ni en volum de crèdit ni en tipus d'interès. Altres factors als que ens referirem, com l'adhesió a la regulació que relaciona fons propis i inversió i l'augment de marges sobre el tipus d'interès bàsic per a contrarrestar pèrdues anteriors o previstes han influït també sens dubte en aquest comportament²⁵⁴.

Gràcies a aquest volum d'estalvi, d'altra banda, al capítol primer hem comentat com l'Estat hongarès ha pogut desenvolupar des de l'any 1.982 un sistema de finançament ortodox del dèficit públic a través de l'emissió de bons. Un informe recent del Banc Nacional d'Hongria (N.B.H., 1.994) assenyala, en aquest sentit, que els 197,1 milers de milions d'HUF de dèficit de l'any 1.992²⁵⁵ han estat coberts a través de bons a diferents terminis col·locats entre les entitats financeres i particulars. L'elevat

²⁵³En el sentit de J. Kornai (1.980).

²⁵⁴Vegi's l'apartat 5 del capítol 1 i els apartats 3.2 i 3.3 d'aquest capítol.

²⁵⁵Quadre 4 del capítol 1.

nivell de l'estalvi domèstic, en un context de forta apatia inversora de famílies, empreses i entitats financeres davant la incerta situació econòmica i el canviant marc institucional han contribuït a facilitar aquest finançament no inflacionari del dèficit públic.

D'altra banda, al capítol tercer²⁵⁶ hem tingut oportunitat de mostrar l'escassa atracció de l'estalvi per part de la Borsa de Budapest des de que es va endegar el mecanisme de privatització massificada, tot i que la tendència sembla haver canviat el maig de 1.993 en generalitzar-se la utilització dels crèdits especials per a fomentar la privatització²⁵⁷ i augmentar el nombre de sortides a borsa.

En definitiva, en un context en que el creixement econòmic ha passat a dependre, en més mesura que abans, de la demanda interna de consum i d'inversió, la funció del sistema bancari ha adquirit la màxima rellevància. Per això és important que el seu desenvolupament institucional sigui harmònic, en el temps i en el contingut de les reformes, amb el dels sectors productius i que sigui eficaç en la transmissió dels impulsos de la política monetària.

2.3.- Sistema bancari i privatització

²⁵⁶Quadre 14.

²⁵⁷Vegi's l'apartat 3.4 d'aquest capítol.

El recolzament de les noves iniciatives empresarials i dels programes de privatització dels sectors productius hauria de ser el principal objectiu del govern hongarès en dissenyar l'ordenació bancària i establir els procediments de privatització en aquest sector. Tant les operacions de privatització promogudes internament, com les instrumentades a través d'adquisicions per part d'inversors estrangers requereixen - insistim una vegada més-, en el seu inici i en la seva activitat ordinària, finançament creditici. Més complex és el paper del sistema financer quan el procés decisonal incideix en la conveniència o no de reestructurar prèviament les empreses a privatitzar²⁵⁸.

Les consideracions fetes a l'apartat anterior poden aplicar-se genèricament a la relació entre sistema bancari i privatització. Però a més a més, de l'anàlisi efectuada al capítol 2 sobre els mecanismes de privatització, podem extreure nous aspectes d'interès que ens ajudaran a obtenir una visió global sobre els condicionants financers a l'actual fase de transformació de l'economia hongaresa.

A totes les tècniques de privatització estudiades es dona, en un moment o altre, el requisit del finançament. Lògicament el grau de necessitat varia en funció de qui és el comprador. En aquest sentit, normalment, els compradors estrangers aporten els fons inicials sense intervenció de la banca domèstica, tot i que es serveixen d'aquesta per al finançament de circulat un cop privatitzada l'empresa. D'altra banda, cal diferenciar el

²⁵⁸Vegi's l'apartat 1.2 del capítol 2.

finançament personal, per exemple, als compradors d'accions, del finançament a empreses que es proposen absorbir a d'altres o adquirir actius i del finançament a grups inversors. Sovint el paper de les entitats financeres és el de reestructurar els deutes de les empreses adquirides per a facilitar les operacions de privatització. En definitiva, són nombroses les figures financeres susceptibles de ser utilitzades.

En cap dels casos que hem pogut analitzar hem observat un paper d'assessorament i estructuració de les operacions de privatització per part de les entitats financeres autòctones. Tota la iniciativa en aquest terreny, i en conseqüència també, en el finançament subsegüent, ha estat cedit a bancs d'inversió i assessors estrangers.

Dels condicionants i obstacles tècnics al procés de privatització seleccionats al capítol 3 podem aïllar, d'altra banda, com elements de forta repercussió, l'insuficient desenvolupament del sistema financer i la manca de coordinació entre el ritme de privatització de les empreses i dels bancs, més incipient. Aquest darrer aspecte adquireix més rellevància encara si atenem al model d'empresa molt dependent dels recursos aliens i, per tant de les institucions financeres, que sembla generalitzar-se i que fa necessari un sistema financer que doni resposta amb criteris d'eficiència. El pes específic de la inversió estrangera envers la domèstica en el procés de privatització fins el 1.992 no és aliè a aquestes insuficiències del sistema bancari hongarés.

Centrats encara en la revisió de les tècniques emprades, mentre el sistema de subhastes que organitza l'AEP primi la capacitat econòmica a curt termini per sobre la disponibilitat i capacitat d'emprendre la gestió, el paper de les entitats financeres serà determinant; hem vist, no obstant, algun cas excepcional com el de MATAV²⁵⁹ en que s'ha atès a consideracions estratègiques i compromisos d'inversió a llarg termini. Sobre aquest punt, s'han formulat propostes tendents a instaurar un sistema de subhastes "non cash", amb pagament ajornat a mesura que rendeixin els actius privatitzats, per a inversors domèstics, amb la qual cosa es donaria accés a capes socials de menys capacitat. Però, fins el 1.993, han estat descartats donada la preferència per als procediments que contribueixin a la reducció a curt termini del dèficit públic i les necessitats d'inversions forànies per motius de balança de pagaments i per a potenciar l'absorció de tecnologia (P. Bolton i G. Roland, 1.992). Només en el context de la privatització massificada, s'han instrumentat, com ja hem indicat i ampliarem dins d'aquest capítol, figures creditícies per a la compra de cupons de compensació.

3.- EL DESENVOLUPAMENT DEL SISTEMA BANCARI HONGARÉS

Hem aïllat fins ara alguns elements d'interrelació entre el sistema bancari i els processos examinats als capítols anteriors referents a la transformació de l'economia. Però el mateix

²⁵⁹Capítol 2, apartat 3.3.

sistema bancari ha sofert canvis paral·lelament, tot i que no al mateix ritme- com ja ha estat criticat-, a la seva participació en els processos més globals esmentats. Aquests canvis interns els tractarem també dins d'aquest capítol.

Els manuals sobre la matèria destaquen dos principals requisits per a que un sistema bancari pugui considerar-se com desenvolupat en un país amb relacions mercantils consolidades i amb un grau de monetització suficient per a facilitar els intercanvis: la separació funcional del banc central respecte a la resta d'entitats bancàries, és a dir el que s'anomena sistema bancari a dos nivells, i el desenvolupament coordinat d'un mercat de capitals com a mecanisme de finançament directe; un mercat de capitals desenvolupat dóna transparència i fluïdesa a l'actuació dels bancs a la vegada que facilita la identificació de la qualitat dels riscos.

El sistema bancari hongarés, com el de qualsevol país, és el resultat d'un llarg procés de sedimentació en el qual hi tenen un pes especial els factors històrics, el marc legal i la mateixa visió que cada societat té del fet econòmic. Tal com hem posat en relleu al capítol 1, les successives reformes parcials de l'economia, l'actual procés de privatització, el mateix desenvolupament econòmic i la inevitable internacionalització han anat configurant unes institucions, uns mercats i uns productes d'intermediació de creixent complexitat, molts d'ells a l'estil de les economies occidentals.

Al seu torn, no hem d'oblidar els efectes de l'estructura financera sobre el desenvolupament, els quals poden resumir-se en les conclusions de Goldsmith²⁶⁰ de que "l'existència d'una estructura financera és un factor d'acceleració del creixement econòmic en la mesura en que incita a que els recursos es dirigeixin cap a l'usuari més eficaç" i de Thirlwall en el sentit que "l'existència d'actius monetaris i d'intermediaris financers proporciona una garantia més segura de que l'acte d'estalviar conduirà a la inversió i de que es maximitzarà el rendiment de la inversió" (A.P. Thirlwall, 1.976 pàg. 26).

3.1.- El Nou Mecanisme Econòmic: Primer intent de flexibilització.

L'estructura bàsica dels sistema bancari hongarés, ara vigent, va ser dissenyada a principis de la dècada dels cinquanta d'acord amb els requeriments d'una economia planificada. La creació d'una estructura centralitzada responia a l'objectiu d'assegurar l'assignació administrativa dels recursos financers necessaris per al compliment dels plans (M. Lavigne, 1.979, pàg. 318). Els bancs eren simples agents dels organismes estatals en el context de la planificació (M. Cave i P. Hare, 1.981; M. Ellman, 1,989). El seu paper era canalitzar fons cap a les empreses per a les quals s'havien aprovat projectes d'inversió i també proveir de capital circulant segons les estipulacions dels plans.

²⁶⁰ Reproduïdes al nº 49 de la Revista Analisis Financiero, de l'Institut d'Analistes d'Inversions, corresponent a 1.993.

El Nou Mecanisme Econòmic del 1.968 es va proposar millorar i flexibilitzar l'eficiència en l'assignació de recursos dins l'esmentada estructura rígida. Entre les innovacions aportades pel N.M.E. destaca la major autonomia conferida a les empreses, en contrast amb el sistema anterior en el context del qual totes les decisions d'inversió eren preses per les autoritats centrals que assignaven gratuïtament els fons requerits a través dels bancs (C. Tejera, 1.983, pàg. 244). A partir d'aleshores, en efecte, les empreses van poder prendre decisions autònomes d'inversió aprofitant l'autofinançament possibilitat per la constitució dels **fons de desenvolupament**²⁶¹ i - el que més ens interessa remarcar aquí- el nou paper atribuït als crèdits bancaris davant les assignacions pressupostàries, amb la limitació de que havien d'ésser retornats - principal més interessos- a càrrec del referit fons de desenvolupament.

Des del punt de vista de l'eficiència global del sistema, aquesta modificació del mecanisme econòmic va significar un primer repte per a desenvolupar relacions mercantils amb criteris de rendabilitat. Les empreses havien de justificar al Banc Nacional d'Hongria, o bancs especialitzats, les seves sol·licituds en base a la viabilitat dels projectes - sovint d'exportació- i aquests, tot i no perseguir encara obertament la maximització de beneficis, van haver d'introduir criteris de selecció en la concessió de crèdits i mecanismes de control i seguiment de les

²⁶¹Part dels beneficis de les empreses-un 30%- i de les amortitzacions-60%-, els quals es podien dedicar als objectius d'expansió, substitució d'actius fixos o finançament de circulat. La resta havia de traspasar-se al Pressupost Estatal (C. Tejera, 1.983, pàg. 244).

operacions (J.E. Stiglitz, 1.989).

Durant la dècada dels 80 es va fer palesa, de forma accentuada, la inadequació entre una economia real cada cop més complexa i desenvolupada i la situació anquilosada del sistema financer, dins del qual ni les empreses podien escollir el seu banc, ni els bancs podien rebutjar les instruccions de finançar empreses determinades. Les decisions de producció, intercanvi, estalvi i consum que s'anaven generant, no comptaven amb un marc financer que donés resposta i fes operatives les relacions financeres que se'n derivaven.

3.2.- El procés recent de liberalització.

A continuació descriurem de forma sintètica les característiques i funcionament del sistema bancari hongarés a partir de l'any 1.985 en què es va aplicar la reforma en el sentit indicat de separació de les funcions del banc central respecte els bancs comercials. Això ens permetrà una major comprensió de les circumstàncies, de tot tipus, que influeixen en el comportament dels agents econòmics en aquests moments de transició.

El primer canvi destacable en el sistema bancari hongarés es va produir, doncs, el 1.985 amb la separació de les seccions central i comercial del Banc Nacional d'Hongria en uns moments en què hom cercava donar operativitat a la política monetària i després de

fracassar (F.S.H., 1.991 n º8) l'intent de crear una xarxa de petites entitats financeres complementàries amb la central. Com a culminació del procés, el canvi radical es va produir l'1 de gener de 1.987 quan van quedar separades institucionalment les activitats dels bancs comercials de les del banc central, el qual va assumir funcions autònomes de control, iniciant-se en la utilització d'instruments indirectes de política econòmica, com ara el tipus d'interès, el tipus de canvi i la política de mercat obert.

El panorama bancari resultant de la liberalització seguia reflectint l'estructura concentrada del sector productiu i es concretava el desembre de 1.992 en 30 bancs amb vocació universal (H.B.L., 1.992, Vol.II n º 3). Els cinc més importants, amb dades de balanç de 1.992, corresponents a capital, inversions i dipòsits són l'Hungarian Foreign Trade Bank Limited, el Commercial and Credit Bank Ltd., el Budapest Bank Ltd., l'Hungarian Credit Bank Ltd. i el National Savings and Commercial Bank Ltd.; 7 bancs especialitzats en inversions a més llarg termini, éssent els dos més importants l'Industrial Development Bank i l'Investbank; 268 cooperatives d'estalvi i 14 entitats amb participació de capital estranger, destacant el Post Bank, l'Inter-Europa Bank i el Creditanstalt.

L'Estat, a través de l'AEP, participava directament com accionista en 12 bancs, entre ells els més importants assenyalats que representen aproximadament el 63 % dels fons propis consolidats del sector i el 78 % dels préstecs (F. Pichler,

1.993); la participació mitjana ponderada de l'Estat en aquests dotze bancs era de l'ordre del 41 % i, si hi afegim la participació indirecta, a través de les empreses públiques, la participació estatal assolía aproximadament el 75 %. També convé destacar que el 25 % del capital del conjunt d'institucions financeres era estranger i es corresponia amb el desembossat als 14 Joint-Ventures constituïts entre 1.987 i 1.992, als quals hem fet referència al paràgraf anterior.

Amb la proliferació de bancs mitjans i de Joint-Ventures, l'augment de la competència va consolidar una nova segmentació del mercat. Les empreses estatals més grans i endeutades eren finançades bàsicament pels bancs domèstics, mentre que les empreses més solvents i viables van orientar el seu finançament cap als Joint-Ventures i també cap a les operacions en divisa, sigui directament amb bancs estrangers no residents sigui amb els bancs domèstics. Els Joint Ventures, en disposar de poques oficines, són demandants nets al mercat interbancari i són actius en la concessió de crèdits a curt termini al sector privat.

L'eliminació del control directe del banc central sobre els bancs i l'augment del nombre d'aquests, va permetre, sobre el paper, enfocar l'activitat bancària amb una perspectiva de negoci comparable a la d'un país desenvolupat. No obstant, les expectatives que s'havien creat es van veure parcialment frustrades. Segons la informació estadística disponible, tal com es reflecteix al quadre 2, entre 1.987 i 1.991 la proporció que

representa el crèdit bancari respecte el PIB va disminuir.

QUADRE 2

EVOLUCIO DEL CREDIT INTERN

(En % respecte el PIB)

	1.987	1.988	1.989	1.990	1.991

Crèdit a famílies i					
emp. privades	64,9	61,7	49,3	42,7	42,0
Crèdit a empreses					
públiques no					
financeres	30,9	27,4	24,8	25,7	28,1

TOTAL Crèdit intern*	97,2	92,2	83,4	78,6	77,6

(*) Inclou altres operacions de crèdit.

Font: INTERNATIONAL MONETARY FUND (1.993).

L'explicació i conseqüències immediates d'aquest reduït impacte de la liberalització de l'activitat bancària es poden trobar en els següents vuit fets, que creiem adequat descriure sintèticament per tal de facilitar la valoració que ens proposem

realitzar del paper del sistema bancari en el procés de privatització que estem analitzant:

1.- Els principals bancs, encara públics, van mantenir als seus balanços importants posicions creditores, molt deteriorades, heredades de decisions preses durant l'etapa anterior i que els van ser traspassades amb motiu de la separació de funcions comentada. No disposem de dades sobre crèdits dubtosos referides al període 1.987-91, però en podem treure una indicació de les dades del quadre 3, facilitades pel Banc Nacional d'Hongria, corresponents al 1.992.

QUADRE 3

COMPOSICIO DE LA CARTERA DE CREDITS DEL BANCS HONGARESOS

(dades a setembre de 1.992) (*)

Classificació (**)	Import en milers de milions d'HUF	% sobre el total
-----	-----	-----
De qualitat	1.367,1	83,9
Per sota el promig	41,3	2,5
Dubtosos	96,7	5,9
Molt dubtosos	125,7	7,7
	-----	-----
TOTAL	1.630,8	100,0

(*) Abans d'aplicar-se el primer programa de consolidació²⁶².

(**) Classificació d'acord amb l'Organisme de Supervisió Bancària depenent del govern.

Font: National Bank of Hungary.

Podem observar com el pes específic dels crèdits dubtosos se

²⁶²Vegí's l'apartat 3.3 d'aquest capítol.

situava el 30-9-92 aproximadament en un 16,1 %²⁶³. En vèncer els crèdits o llurs interessos i no poder-los atendre, els bancs, en comptes d'iniciar el procediment de fallida contra les empreses²⁶⁴, tendien a refinançar els crèdits evitant reconèixer la pèrdua en balanç, per la qual cosa veien reduïdes les possibilitats d'assignar recursos al sector privat emergent, sobretot tenint en compte el moment de restricció monetària. Un altre dels motius que indueix als bancs a refinançar les posicions té a veure amb la imatge: emprendre accions contra deutors podia ser interpretat com una mostra de que el banc estava en problemes. (J. Mitchell, 1.992).

Abundant en aquest tema, una investigació molt recent (D. Begg i R. Portes, 1.993) es feia ressó de la pràctica de refinançament de deutes entre empreses en el mateix sentit que el comentat per als bancs, arribant a constituir-se complicats entramats. La mateixa font aporta informació sobre la pràctica d'eleva els marges a les operacions d'actiu per tal de compensar i anticipar les pèrdues previsibles en els crèdits de baixa qualitat. Això suposa un obstacle per a recuperació de l'economia i una distorsió del preu de mercat.

2.- Les relacions entre els principals bancs i les grans

²⁶³D'acord amb el F.M.I. aquest ratio oscil·la entre un 2 i un 8 % als països industrialitzats de l'O.C.D.E.; Això ens indica l'envergadura del problema plantejat. Una dada addicional, representativa del pes específic dels crèdits dubtosos, és que equivalien a un 10 % del PIB (F.T. 17-11-93). Una part important dels problemes de liquiditat de les empreses es va generar en el comerç amb d'altres països de la zona esdevinguts insolvents.

²⁶⁴En base a la llei anterior a la vigent actualment, el procediment era molt costós, sobretot comparat amb el valor dels actius executables.

empreses, ja condicionades estructuralment, es van estrènyer amb motiu de l'esmentada situació creditícia heredada. Es van produir nombroses operacions de transformació de deutes de les empreses en capital a nom dels agents creditors, altres empreses proveïdores o bancs finançadors. Per aquests darrers, la major interrelació, a nivell de fons propis, amb empreses en situació deteriorada o que estaven en procés de reestructuració o privatització, suposava una merma de capacitat per aprofitar les noves possibilitats d'expansió i deversificació derivades de la liberalització.

3.- La liberalització va coincidir, especialment durant l'any 1.991, amb l'aplicació d'una política monetària restrictiva per a fer front a la inflació, al dèficit públic i a l'elevat endeutament exterior. Aquesta política va reduir la demanda de crèdits per part dels agents econòmics que actuaven ja a l'incipient sector privat²⁶⁵. Però, també, la mateixa liberalització, amb les expectatives inflacionistes i recesives que generava, fomentava l'actitud conservadora de les famílies i d'un sector empresarial amb poca presència relativa, però emergent (I. Nadory, 1.992)²⁶⁶. Aquesta actitud conservadora es traduïa en estalvi o debilitava la demanda de crèdit, de manera que els fons prestables van disminuir paral·lelament a la debilitat de la demanda.

²⁶⁵Precisament l'any 1.991 es va enregistrar un fort augment del nombre d'empreses i Joint-Ventures (Quadre 1 del capítol 3).

²⁶⁶Vegi's l'apartat 5 del capítol 1.

La competència es va iniciar, especialment, en la captació de passiu en el context d'una situació d'abundant liquiditat (F.S.H. 1.991, nº 8).

4.- D'altra banda, l'Estat continuava encara finançant per via pressupostària les necessitats - normalment per a cobrir pèrdues - de les seves empreses. Es mantenia així l'expectativa de que l'Estat estava darrera les empreses, cosa que no propiciava el desenvolupament d'una mentalitat empresarial ni la modernització de les entitats. El fet que empreses ineficients i inviables en un entorn competitiu perdurin, amb aquest procediment, ajorna indefinidament les accions de reestructuració. Sens dubte, les expectatives de creixement de l'atur van influir en el manteniment provisional de criteris d'èpoques anteriors.

5.- Amb una perspectiva macroeconòmica, el que acabem de comentar als punts anteriors va repercutir lògicament de forma negativa sobre les variables de consum, inversió i producció que van experimentar importants retrocesos en llurs taxes de variació durant el període 1.988-91²⁶⁷. La potencial contribució del sistema bancari a la privatització, a partir de l'any 1.990, també se'n va ressentir tot i que, com ja hem vist, el nombre de transaccions era aleshores escàs.

6.- En aquest context, les petites i mitjanes empreses que, malgrat la contracció monetària i els altres condicionants

²⁶⁷ Vegi's el quadre 8 del capítol 1.

esmentats, es proposaven invertir, només podien fer-ho mitjançant aportacions addicionals de capital dels socis - situació que propiciava l'entrada d'inversors estrangers-o, accedint als bancs de tamany mitjà. La limitada capacitat d'aquests, els induïa a diversificar els riscos i, per tant, no podien atendre integrament les sol.licituds. En síntesi, es reproduïa una situació equivalent a la de monopoli amb el consegüent perjudici per l'establiment d'un entorn competitiu.

7.- El comportament poc dinàmic dels crèdits no només obeeix a un problema d'assignació dels recursos disponibles. Investigant sobre aquest tema, Kornai (1.990, pàg. 39) es feia ressó de la manca d'hàbit del sector bancari, encara no reestructurat ni privatitzat, per a prestar al sector privat. Davant del bon posicionament dels agents econòmics del sector estatal, Kornai inclús aconsellava reservar per llei un volum determinat de crèdits per a canalitzar al sector privat. Aquest raonament connecta amb el criteri de Nove (1.993) de que l'Estat hauria de vetllar per a que el sistema bancari, en la seva relació amb el sector privat, es desenvolupi amb una orientació de suport a la producció a llarg termini, més que d'impuls i realització d'activitats especulatives. Es tractaria, doncs, d'imposar controls quantitativs del crèdit o coeficients, entesos de forma provisional en la perspectiva a llarg termini del mercat financer.

8.- Si, finalment, adoptem una perspectiva de sistema, podríem arribar a concloure que la situació descrita del sistema bancari

podria constituir un impediment per a introduir el mecanisme de mercat en un sector tan primordial com és el financer, on els bancs són els principals agents operadors; la inexistència o ineficiència del mercat financer repercutiria, al seu torn, inevitablement en una inoperància dels bancs en el seu paper de vehicle d'aplicació de la política monetària estabilitzadora. Els processos de liberalització i de privatització als que ens hem referit als capítols anteriors quedarien poc consolidats, si no s'emprèn ràpidament la reforma i privatització parcial d'aquest sector (D. Hardy i A.K. Lahiri, 1.992). També amb perspectiva sistèmica, veiem en els comportaments esmentats davant els crèdits irrecuperables un obstacle a la introducció de la disciplina financera.

Aquesta era, a grans trets, la situació a la que es va enfrontar el Govern hongarés a partir de 1.992.

3.3.- La nova Llei Bancària de 1.991 i el programes de consolidació de crèdits.

A partir de la Llei Bancària de finals de 1.991²⁶⁸, la legislació sobre la banca comercial ha afrontat la problemàtica descrita a l'apartat anterior, culminant amb els programes de consolidació de 1.992 i 1.993 als que ens referirem. Aquests textos legislatius han preparat el terreny per a la privatització de la

²⁶⁸Llei Bancària de 1'1-12-91.

banca i per a l'adaptació a la normativa comunitària sobre la matèria.

El primer dels punts sobre els que va incidir la llei va ser el de les relacions de propietat, estatal i no estatal, al sí del sistema bancari, estipulant-se al respecte que cap accionista no financer - inclòs l'Estat - podrà mantenir directament o indirecta més del 25 % del capital en una institució financera, permetent-se però un període d'adaptació fins l'1 de gener de 1.997, i quedant oberta la possibilitat de que altres lleis de rang superior contemplessin excepcions; d'altra banda, des de principis de 1.995, l'Estat només podrà exercir drets de vot per un màxim del 25 % del capital. La llei no limita la participació estrangera al capital dels bancs, però sí que fixa en un 40 % el màxim del capital agregat del sistema bancari a nom d'inversors estrangers. Aquesta regulació va marcar, doncs, el termini previst per a la privatització del sistema bancari. Respecte a l'establiment de noves institucions, es va fixar la xifra de 500 milions d'HUF- 1.000 milions per als bancs comercials.

Un segon aspecte rellevant, al qual hem fet ja referència en altres apartats, que va ser regulat en el mateix text és el de l'adopció, amb un període de dos anys d'adaptació, del coeficient de solvència definit en els mateixos termes aprovats per la Directiva de Consell de les Comunitats Europees el desembre de 1.989 (L. Rodríguez et al., 1.991, pàg. 301), és a dir, fixant en un mínim del 8% la proporció entre els recursos propis i els actius crediticis ponderats entre un 0 i el 100 % en funció de

la qualitat assignada per tipus de risc. A la fi de 1.992, s'estimava que el ratio de solvència dels sis principals bancs ja esmentats més amunt era del 5,79 % i el ratio conjunt del sistema bancari per sota el 3 %; això dóna idea del repte que suposava la normativa.

Del compliment d'aquest ratio depèn, en gran part, el sanejament dels bancs, previ a l'inici del procés de privatització. Els inversors estrangers, per exemple, preferiran instal·lar sucursals o filials a Hongria, sense base d'oficines, que adquirir una entitat amb potencials problemes de solvència. Per això s'ha promogut un important debat sobre les fòrmules de consecució del nivell de solvència idoni, partint d'una cartera de préstecs, en bona part irrecuperables, originats a l'etapa anterior.

Per tal que la solució tingui efectes permanents cal, obviament, que de forma paral·lela el sector industrial segueixi el seu procés de reestructuració, lligat o no a la privatització. Sense oblidar aquesta premissa, passarem a examinar a continuació el procediment aplicat a Hongria per a tractar, a curt termini, la problemàtica. En qualsevol cas, afrontar aquest tema és reconèixer oficialment l'existència de problemes de solvència al sector bancari i representa una actuació decisiva dins de l'estratègia global de transició a una economia de mercat.

Sobre el paper hi havien tres principals fòrmules per a recapitalitzar els bancs (G. Calvo i J. Frenkel, 1.991).

1.- Aportació simple de capital, amb pagament de les noves accions al comptat o mitjançant Bons de l'Estat.

2.- Recapitalització mitjançant cancel·lació dels deutes.

Es tracta d'eliminar de l'actiu dels bancs els crèdits irrecuperables i, en contrapartida, eliminar també del passiu els dipòsits de les empreses afectades i, per la diferència, reduir el capital. Té l'avantatge de no perjudicar el dèficit públic i, per tant, dóna credibilitat a les polítiques d'estabilització. Per als bancs significa, apart de la pèrdua d'una part del capital, simplificar el balanç i reduir fortament el tamany de les institucions les quals podrien, no obstant, afrontar el futur amb una situació de partida més sanejada.

3) Recapitalització dels bancs mitjançant socialització dels deutes.

Mitjançant aquest mecanisme els actius dubtosos dels bancs són absorbits per l'Estat que els substitueix a la par per Bons del Tresor a curt o llarg termini i a tipus fix o indexat. D'aquesta manera el valor net dels bancs, en plantejar-se una operació de privatització, augmentaria i l'Estat podria recuperar parcialment els actius els quals en el context del seu patrimoni no provocarien la incertesa que suposava la seva ubicació als balanços d'entitats financeres. Seguint aquesta modalitat d'actuació, el dèficit públic augmentaria però el finançament de

l'augment no seria inflacionari; podria, en tot cas, perjudicar la capacitat d'endeutament de l'Estat a causa de la percepció del seu elevat endeutament i, en aquest sentit, afectaria la credibilitat de les polítiques d'estabilització en curs. Aparentment, suposant que els bancs no estan encara privatitzats, l'operació es manifesta com una transferència neutra dins del sector estatal. Per als bancs, la solució seria favorable en la mesura en què es mantindria la base de balanç al mateix temps que milloraria en solidesa.

Des d'un altre punt de vista, aquesta modalitat contribuiria a desenvolupar el mercat de capitals, donat que augmentaria el volum de paper governamental negociable al mercat secundari. D'aquí la importància de les condicions que es fixin per als bons, sobretot tenint en compte les perspectives d'inflació. L'agudització de l'efecte "crowding-out", al qual hem fet referència implícitament en altres apartats²⁶⁹, seria una possible derivació que convindria controlar en l'actual fase de privatització de l'economia.

La solució adoptada a Hongria és eclèctica entre les tres fòrmules esmentades. Inicialment, la recapitalització es va realitzar mitjançant l'emissió de Bons, però no a la par sinó a un preu convingut cas per cas; així els bancs no havien de cancel·lar totalment els deutes contra pèrdues. Després veurem com es va tornar a mecanismes més convencionals fins arribar a l'entrada directa de l'Estat en el capital. Aquestes fòrmules es

²⁶⁹Vegi's, per exemple, l'apartat 2.2 d'aquest capítol.

van posar en pràctica els anys 1.992 i 1.993, a través de tres programes de consolidació de crèdits.

El propòsit genèric d'aquests programes ultrapassava àmpliament el contingut tècnic d'una operació de recapitalització. Concretament, els objectius generals foren:

- Recolzar el normal funcionament dels bancs alleugerint la càrrega dels crèdits dubtosos acumulats d'altres èpoques.
- Millorar els indicadors econòmics i financers de les entitats, especialment el ratio de solvència.
- Impulsar la reducció dels tipus d'interès aplicables als crèdits, i
- Facilitar la privatització dels bancs, via increment de capital.

Hem reproduït aquests quatre punts per tal de destacar que els programes es consideren com un pas previ a la privatització.

Com a criteris d'actuació s'assenyalaven els següents:

- La participació en els programes és voluntària.
- Els programes han d'anar vinculats a projectes de reestructuració d'empreses per tal d'evitar que se segueixin generant crèdits susceptibles de requerir noves consolidacions en el futur.
- Els crèdits dubtosos es transfereixen directament o indirecta a empreses especialitzades en recuperació de morosos i a entitats

amb capacitat per a reestructurar deutes o capitalitzar-los.

- L'Estat pot assumir una part dels deutes a canvi d'una comissió a determinar cas per cas durant 20 anys²⁷⁰.

En posar l'esquema en funcionament, el setembre de 1.992, els continguts tècnics van superar ràpidament els objectius programàtics modificant substancialment els mecanismes previstos i tornant als conceptes de recapitalització inicials, és a dir, operacions puntuals d'absorció de crèdits a canvi de bons.

El primer programa, endegat el 1.992, va incloure catorze institucions financeres, entre les quals els cinc principals bancs amb participació majoritària de l'Estat. Les autoritats financeres van acceptar deutes oferts per aquelles institucions per un import nominal de 104,9 milers de milions d'HUF a uns preus que oscil.laven entre el 50 i el 90 % (H.B.L., 1.993 n^o 3) segons el grau d'insolvència determinat de comú acord. Els bancs van rebre com a contrapartida 80 milers de milions d'HUF en Bons estatals a 20 anys, a tipus d'interès indexat al rendiment mitjà de les Lletres del Tresor a tres mesos i negociables en mercat secundari (S. Timewell, 1.993). La part no compensada es va cancel.lar contra reserves. Partint de les dades del quadre 3, podem resumir els resultats com segueix:

²⁷⁰No hem pogut obtenir una major concreció sobre els criteris de fixació d'aquesta comissió. Tampoc no ens consta que s'hagi aplicat.

QUADRE 4

PRIMER PROGRAMA DE CONSOLIDACIO

(Milers de milions d'HUF)

	Situació a		
	30-9-92 *	31-12-92 **	31-3-93
	-----	-----	-----
Actius de qualitat	1.367,1	1.447,1	nd.
Actius classificats	263,7	158,8	nd.
	(16,2%)	(9,9%)	(28%)*
Actius cancel.lats		24,9	-
	-----	-----	
TOTAL	1.630,8	1.630,8	

(*) Del quadre 2. Situació abans de l'aplicació del Programa.

(**) Prescindim de les noves incorporacions a la cartera.

(***) El F.M.I. estima aquest percentatge entre un 15 i un 20 % (P. Dittus, 1.994, pàg.15), és a dir, per sota el que indiquen les fonts oficials.

Font: National Bank of Hungary, Annual Report 1.992 i S. Timewell (1.993).

El 1.993 les carteres de crèdits dels bancs van deteriorar-se novament com a conseqüència de l'aplicació de la Llei de Fallida. En un sol trimestre, els deutes classificats com a irrecuperables es van tornar a situar a un nivell superior al previ al primer programa (F. Pichler, 1.993 i P. Dittus, 1.994, pàg 15)²⁷¹ i, a

²⁷¹Ens consta que, en un document intern, el Banc Mundial considerava que a la fi de 1.993, la major part dels bancs hongaresos es trobaven en una situació tècnica d'insolvència, d'acord amb les normes comptables internacionalment acceptades (N. Denton, 13-5-94).

finals de juny, els actius sense rendiment assolien un volum de 229 milers de milions d'HUF (E.I.U., 1.994, 1^{er} trimestre).

Tal com estava previst es va introduir un segon programa de consolidació. Però en aquesta ocasió, el procediment dissenyat s'ha apropiat a la primera de les fòrmules abans esmentades: l'aportació de capital per part del propi Estat, amb contraprestació de Bons a 20 anys . No es contemplava, en principi, la possibilitat que d'altres inversors poguessin entrar en aquest esquema.

Hom havia quantificat la necessitat de capital per a situar el ratio de solvència al nivell previst del 8 %, sense continuar els programes de consolidació, en 100 milers de milions d'HUF (S. Timewell, 1.993). A diferència del primer programa, en el marc d'aquest, un cop trobada la solució per a recapitalitzar el banc, aquest ven els actius dubtosos directament a empreses especialitzades a preus de mercat.

Ja a finals de 1.993, la Llei bancària va ser modificada, entre altres aspectes, en el sentit d'afegir l'aval estatal a alguns crèdits de qualitat inferior a la mitjana i també de permetre als bancs de qualificar el risc dels préstecs concedits obligant-los a acumular una provisió d'acord amb criteris estandar i a mantenir un 30 % de l'esmentada provisió en actius líquids (H.B.B., 23-12-93); les provisions s'hauran de constituir al mateix moment de la qualificació per la totalitat i perjudicarà, per tant, els comptes de resultats i els dividendes. D'altra

banda, es va autoritzar la instrumentació de préstecs subordinats per a reforçar el capital i s'instituí un fons de garantia de dipòsits, com una resposta als casos d'insolvència enregistrats per alguna entitat de reduït tamany, casos als quals ens referirem més endavant.

Troblem aquí doncs un element novedós respecte al tema de la restructuració de les empreses discutit en altres apartats. I és que aquesta pot ser necessària per a que els bancs puguin presentar balanços mínimament sanejats al moment de la privatització.

I, quant a la política d'estabilització econòmica, disposem de dades justificatives del comportament del crèdit domèstic, també comentat en altres apartats: els bancs són més conservadors en l'anàlisi, no només pel pes de la cartera heredada, sinó també per l'efecte de la Llei de Fallida i de l'adaptació al ratio de solvència. Per la seva banda, les empreses més solvents i viables renuncien a demanar crèdits atenent als elevats tipus d'interès reals (B. Edwards, 1.994)²⁷² i busquen finançament creditici directament de bancs estrangers o, si són estrangeres o Joint-Ventures, a través d'ampliacions de capital. Al quadre 5 podem observar l'evolució recent del crèdit bancari per destinataris. La tendència alcista dels préstecs al govern en relació amb els

²⁷²Segons aquesta font, els tipus d'interès actius de la banca el setembre de 1.993 estaven situats al 25 % i els dipòsits interbancaris al 21 %. Recordem que l'augment de marges pot constituir una mesura defensiva per a compensar pèrdues i, també, la manca de rendabilitat dels fons ociosos, entre ells els resultants de l'aplicació del Coeficient de Caixa, el qual està situat al 15 % i rendeix un 2 %.

altres prestataris pot estar relacionada amb els programes de consolidació i amb el finançament del dèficit públic a través de Bons.

QUADRE 5

EVOLUCIO RECENT DEL CREDIT BANCARI PER DESTINATARIS

(Milers de milions d'HUF)

	Desembre	Setembre	Setembre
	1.991	1.992	1.993
	-----	-----	-----
Préstecs al Govern	750	1.030	1.273
Crèdits a empreses	610	620	672
Crèdits a famílies	290	250	199
Crèdits per iniciatives	50	135	79
	---	---	-----
TOTAL	1.700	2.035 (*)	2.223

 (*) Les dades no coincideixen amb les dels quadres 2 i 3 donat que aquí es consideren més conceptes.

Font: MONITOR Figyelő, 13-1-1.994

Centrats en l'activitat creditícia dels bancs, cal destacar, d'altra banda, el pes relatiu respecte als crèdits procedents de l'exterior. Només l'any 1.993, segons el Banc Nacional d'Hongria,

mentre els bancs domèstics van incrementar els seus crèdits a les empreses en un import net equivalent a 59.500 milions d'HUF (595 milions d'US\$), els crèdits directes nets de l'exterior van augmentar en 800 milions d'US\$. A això hi ha contribuït, sens dubte, el recolzament de la banca internacional a les empreses estrangeres participants en el procés de privatització (I.F.R., 19-3-1.994).

El desembre de 1.993 es va anunciar el tercer programa de consolidació de deutes aplicable a 10 entitats i amb un volum de recursos previst de 140.000 milions d'HUF, cosa que dóna un acumulat en tres anys de 344,9 milers de milions d'HUF. En una primera fase, el programa ha afectat 8 entitats financeres per a les quals es va fixar l'objectiu d'assolir un ratio de solvència del 0 % a final d'any, partint del 15 % negatiu com a conseqüència dels crèdits dubtosos en cartera; entre els bancs inclosos n'hi havien 3 dels més importants, el Magyar Hitel Bank, el Kereskedelmi Bank i el Budapest Bank. En una segona fase, s'hi afegiran dues entitats i es planteja una inversió de 30.000 milions d'HUF, estant previst que s'assoleixi un ratio del 4 %, és a dir, un percentatge encara inferior al 8 % objectiu.

Mentre en els dos primers programes l'Estat intervenia adquirint els actius dubtosos o subscriuint noves accions mitjançant l'aportació de Bons a 20 anys, en aquest tercer, l'Estat aportarà directament fons, en part provinents d'un crèdit especial del Banc Mundial²⁷³. D'aquesta manera, paradoxalment, augmentava la

²⁷³La concertació d'aquest crèdit s'està negociant per part de l'AEP i la SHAE, segons ens consta al moment de redactar aquestes línies (H.B.R., nº 1, 14-1-94).

participació accionarial pública a les institucions financeres tot i que, d'acord amb la Llei Bancària vigent, de manera temporal, fins que es compleixin els terminis legals de pèrdua de control de l'Estat. Sens dubte, trobem aquí un element de contrast amb l'evolució paral·lela d'altres sectors econòmics en procés de privatització.

Segons unes recents declaracions del President del Banc Nacional d'Hongria, mancarien encara 150 milers de milions per assolir el 8% mínim de ratio de solvència per a tot el conjunt del sistema bancari; a finals de 1.993 aquest ratio el situa en un 4 % (I.R., 3-12-93). El volum assolit per les aportacions estatals en la consolidació dels crèdits ha promogut la proposta, actualment debatuda (B. Kovacs, 1.994) de substituir-les per la garantia de la SHAE (Societat Holding d'Actius Estatals)²⁷⁴, alternativa que també afavoriria el redreçament del ratio de solvència.

En resum, hem vist en aquest apartat com la Llei Bancària de desembre de 1.991 va determinar implícitament el calendari de la privatització, en fixar la data límit de referència de gener de 1.997 per arribar al 25 % de participació en una institució financera, i va assumir els criteris de solvència usuals en els països de la Comunitat Europea. Aquests criteris són l'origen dels Programes de Consolidació de Crèdits endagats, per tal de sanejar els balanços de les entitats, previament a la seva reestructuració i possible privatització.

²⁷⁴Vegi's l'apartat 3.3 del capítol 2.

3.3.1.- Estudi de casos de reestructuració bancària.

Igual que hem fet al capítol 2, en relació a algunes de les empreses seleccionades per a privatitzar, hem cregut oportú també aquí reproduir de forma resumida, amb la limitada informació disponible, els casos dels quatre principals bancs del país, l'Hungarian Credit Bank, el Commercial Credit Bank, l'Hungarian Foreign Trade Bank i el Budapest Bank. L'elecció obeeix no només a la seva representativitat, sinó també al fet que segons decisió del govern seran els primers bancs estatals a privatitzar. El mateix govern, amb l'assessorament del Crédit Suisse First Boston²⁷⁵, ha seleccionat, després d'efectuar un concurs a través de la SHAE, els següents bancs d'inversió estrangers per assessorar i gestionar la privatització de les quatre entitats (I.F.R., nº 967, 20-2-1.993):

Hungarian Credit Bank-----	Crédit Commercial de France
Commercial Credit Bank-----	Hambros
Hungarian Foreign Trade Bank--	J.P. Morgan
Budapest Bank-----	Salomon Brothers

Podrem observar com, en els casos de l'Hungarian Foreign Trade Bank i del Budapest Bank, aquestes entitats designades per a conduir el procés de privatització han intervingut ja en les tasques de reestructuració enfocant-la amb els criteris adients per aquesta finalitat.

²⁷⁵ Com veurem a l'apartat següent, aquesta entitat ha estat anomenada assessora del Govern per a tot el que fa referència a la privatització dels sistema bancari.

Primerament, resumirem, al quadre 6, les principals dades identificatives de les quatre entitats.

QUADRE 6

**DADES IDENTIFICATIVES DELS QUATRE PRINCIPALS BANCS
D'HONGRIA (1.991)**

(Dades en milers de milions d'HUF)

	H.C.B.	C.C.B.	H.F.T.B.	B.B.	% 4 bancs s/total
	-----	-----	-----	-----	-----
Capital	14.682	13.663	7.155	7.593	45,7
% de participació					
dir. o indir. Estat	99,9	44,2	87,5	88	-
Total Balanç	290.148	221.041	202.272	141.520	65,3
Ratio solvència	7,1	4,4	11,8	3,6	-
Benefici a/impostos	nd.	1.311	3.233	4.674	-

Font: Banc Nacional d'Hongria; H.B.L., Vol. 2 nº3, 1.992; The BANKER, setembre de 1.992

a) Hungarian Credit Bank

Aquest bank va ser establert el 1.987. Ara és el primer en tamany

després del Banc Nacional d'Estalvi i de Comerç - el més antic i equiparable a una caixa d'estalvis. Ha tingut uns resultats molt adversos el 1.992 amb unes pèrdues de 6.400 milions d'HUF. El motiu va ser el ràpid augment dels crèdits dubtosos, anomenats crèdits classificats²⁷⁶ que van passar de 25.000 milions d'HUF el desembre de 1.991 a 75.400 milions un any després, evolució que va suposar la disminució del ratio de solvència del 7,1 % al 2,6. Com a conseqüència de l'aplicació del primer programa de consolidació, els crèdits classificats es van situar novament a un nivell inferior de 37.400 milions d'HUF, cosa que va ocasionar, tanmateix, unes pèrdues de 8.000 milions d'HUF. Davant d'aquestes pèrdues i de l'existència, encara, de crèdits de baixa qualitat a la cartera, la direcció de l'entitat ha fet pública la necessitat d'ampliar el capital en uns 5.000 milions d'HUF davant d'una possible privatització.

b) Commercial Credit Bank

El seu nivell de crèdits classificats de partida era el més reduït de les quatre entitats considerades - 15.000 milions d'HUF-, apart que les reserves en previsió de morositat eren les més elevades, cosa que va repercutir en uns menors beneficis. En el marc del programa de consolidació va vendre actius per valor d'11.000 milions d'HUF, situant el nivell de cartera classificada en 20.900 milions, i rebent bons estatals per l'equivalent al 80 % de l'esmentada xifra. Les pèrdues en les que va incórrer per

²⁷⁶Aquest concepte engloba els crèdits de qualitat inferior a la mitjana, els dubtosos i els molt dubtosos.

aquest motiu van assolir 2.300 milions d'HUF, pèrdues que van tenir un impacte negatiu sobre el ratio de solvència superior a l'efecte positiu de l'intercanvi de riscos; el ratio va quedar en el 2,2 %. La Llei de Fallida i la crisi del sector agrari²⁷⁷, on s'ubica la meitat de la clientela han deteriorat aquest ratio en el curs de 1.993, any en el qual el referit banc va enregistrar un benefici operatiu de 9.300 milions d'HUF, però va haver de procedir a dotacions per import de 55.300 milions d'HUF (N. Denton, 13-5-94). Les pèrdues resultants van provocar un dèficit de capital que va ser compensat per la injecció de fons estatals, per import de 33.400 milions d'HUF, el desembre de 1.993.

c) Hungarian Foreign Trade Bank

Ha estat el banc que, a través de la SHAE, abans ha iniciat negociacions amb inversors per a privatitzar-se, concretament amb el Bayerische Vereinbank i el BERD (European Bank for Reconstruction and Development) (F, Pichler, 1.993). Especialitzat en comerç exterior, s'ha caracteritzat pel seu conservadurisme en l'admissió d'operacions creditícies i, amb motiu de la reforma de 1.987, va assumir posicions creditícies de més solvència que els seus competidors. Gràcies al seu prestigi internacional, de ja abans de la reforma del sistema bancari, i als seus excel·lents resultats -benefici de 2.400 milions d'HUF abans d'impostos el 1.992- ha estat la primera

²⁷⁷Crisi a la qual fa referència ferenc Pichler (1.993) i que, d'acord amb les dades disponibles de 1.993 (Apartat 5.1 del capítol 1), es manté encara.

entitat bancària hongaresa en realitzar emissions de bons a l'exterior. La seva participació al programa de consolidació, intercanviant actius per import de 9.700 milions d'HUF, l'ha permès de mantenir el seu ratio de solvència a un nivell òptim de 1'11,8 %.

d) Budapest Bank

El Budapest Bank gaudeix també d'una immillorable reputació tant a Hongria com en el mercat financer internacional on ha aconseguit ja finançament creditici (I.F.R. nº 1.022, 19-3-1.994). S'especula en que serà una de les primeres entitats a privatitzar després de les eleccions parlamentàries de maig de 1.994.

Partint d'un volum de crèdits classificats per import de 32.100 milions d'HUF, aquest banc va participar en el programa de consolidació de crèdits convertint deutes, per un nominal de 15.000 milions d'HUF, per Bons estatals, per un valor d'11.000 milions. Malgrat ser una de les entitats que més reserves per a morositat havia acumulat, les pèrdues ocasionades van fer necessària també una aplicació de capital a la qual va accedir l'Estat per import de 5.500 milions d'HUF. El ratio de solvència va poder millorar, així, passant del 3,6 % de desembre de 1.991 al 9 % a desembre de 1.992. No obstant, durant 1.993, la Llei de Fallida va afectar a 33 empreses deutores, que va haver d'incorporar al seu balanç en contrapartida de la referida ampliació de capital realitzada per l'Estat, ocasionant una nova

reducció del ratio de solvència fins a l'1 % (I.F.R., 19-3-94). Aquesta és una clara mostra de la dificultat de progressar ràpidament en la tasca de sanejament i, per extensió, en el procés de transició: l'activitat del Budapest Bank va quedar condicionada per aquest fet restant potencial per a l'anàlisi i assumpció de nous riscos crediticis.

Salomon Brothers va iniciar a principis de 1.993 les auditories i primeres gestions per a privatitzar l'entitat, entre elles, l'enviament de documentació explicativa a entitats financeres internacionals.

Amb l'exposició d'aquests casos hem intentat fer palesa la situació de feblesa en què es troben les principals entitats bancàries del país, malgrat que segueixin declarant beneficis en llurs estats comptables. En aquest context, la consolidació dels crèdits esdevé un pas imprescindible per a plantejarse la privatització dels bancs. Com veurem més endavant, aquesta cadència en la privatització dels sistema bancari és un element fonamental de les conclusions provisionals d'aquest projecte d'investigació.

3.4.- Els crèdits especials de recolzament a la privatització.

Mentre hom debat sobre les fòrmules de sanejament previ a la privatització del sistema bancari, el govern des de maig de 1.993

i amb motiu de la posada en marxa del programa de privatització massificada, ha pres mesures per a potenciar la concessió de finançament bancari als inversors domèstics potencials. A continuació resumim les característiques financeres dels vuit principals crèdits preferencials per a la privatització actualment (I. Juhász, 1.993) vigents. Hem afegit els punts forts i febles que observem a cada una de les figures des d'una perspectiva financera, independent del context on s'estan aplicant.

1.- Egzisztencia-crèdits ("E"-crèdits):

Entitat prestamista: Bancs comercials

Beneficiaris potencials: Poden ser concedits a qualsevol persona major d'edat resident, a les seves empreses i cooperatives.

Objecte: Accions, negocis o actius de l'AEP previament seleccionats per a privatitzar.

Tipus d'interès: Equivalent a un tipus base del 7 %, incrementat amb un marge fixat lliurement, cas per cas, per l'entitat financera prestamista. Serveixi com a referència el fet que el tipus d'interès bàsic del Banc Nacional d'Hongria era del 21 % el 30-6-93.

Termini: 10 o 15 anys amb tres de carència.

Aportació de patrimoni propi: 2% del volum d'inversió requerit per a crèdits fins a 5 Mio. d'HUF i del 15 % per a crèdits a partir de 5 Mio. d'HUF. Les aportacions poden ser en forma de cupons de compensació²⁷⁸.

²⁷⁸Vegi's l'apartat 3.6 del capítol 2.

Garanties: La cobertura habitual que sol·liciten els bancs prestamistes és del 130/150 % de l'import concedit en forma d'hipoteca sobre les propietats adquirides.

Principals avantatges: El termini i període de carència s'adapten a priori amb la situació dels actius, dels quals no es pot esperar l'inici del rendiment fins transcurreguts 3 anys.

Inconvenients: D'una banda, l'aportació inicial pot arribar a representar una quantitat important en funció de l'actiu a adquirir i de la capacitat econòmica de l'inversor. De l'altra, les garanties, sobre tot després de l'entrada en vigor de la Llei de Fallida. En molts casos els actius ja incorporen càrregues, cosa que pot perjudicar, al seu torn, la transacció (I. Juhasz, 1.993).

2.- Crèdits especials per a organitzacions de treballadors (Crèdits ESOP)²⁷⁹:

Entitats prestamistes: Bancs comercials

Beneficiaris potencials: Poden ésser concedits només a organitzacions de treballadors que desitgin accedir a la propietat de la pròpia empresa. Aquesta organització ha d'agrupar com a mínim el 40 % dels treballadors de l'empresa.

Objecte: Accions i negocis de l'AEP previament seleccionats (No actius desmembrats).

Tipus d'interès, termini, garanties i aportació inicial de

²⁷⁹Ens hi hem referit genèricament a l'apartat 3.5 del capítol 2.

patrimoni, regulats de manera equivalent als "E" crèdits.

Aspectes fiscals: El 20 % del benefici abans d'impostos pot ser aplicat al servei del deute.

Principals avantatges: Apart de les indicades per al Crèdit "E", cal esmentar que el condicionant de l'aportació inicial no representa tant problema atenent al volum de les operacions i a la seva repercussió sobre cadascun dels treballadors de l'organització.

Inconvenients: El fet que el prestatari sigui una organització, alenteix la formalització d'aquestes operacions. Així mateix, tal com exposem a una altra part d'aquest projecte d'investigació²⁸⁰, aquesta tècnica no afavoreix la formació d'accionistes amb verdadera mentalitat empresarial.

3.- Leasing²⁸¹.

Operativa: Com és ja conegut, el Leasing és un instrument financer que facilita el finançament a llarg termini d'actius fixes permetent disposar del mateix, arrendant-lo, en comptes de comprarlo, i oferint una opció de compra a la fi del contracte. L'arrendament es paga en forma de canon que equival a una quota fixa de capital i interessos. En el seu esquema habitual, un banc o societat de Leasing adquireix l'actiu a privatitzar en propietat i el lloga al beneficiari, el qual en pagar l'esmentada quota periòdica i una última residual pot, finalment, comprar l'actiu. No

²⁸⁰Apartat 5.3 del capítol 3.

²⁸¹També ens hi hem referit genèricament a l'apartat 3.5 del capítol 2.

obstant, la modalitat aplicada a Hongria és la del Leasing directe, és a dir, sense intermediaris financers: Les quotes les paguen directament els inversors a l'AEP.

Beneficiaris potencials: Poden ser beneficiaris les persones físiques individualment o agrupades (en cap cas persones jurídiques).

Objecte: Actius propietat de l'AEP.

Tipus d'interès: 7 % indexat anualment amb un 3 %.

Termini: 8-10 anys segons import i sector. La quota del primer any és reduïda.

Aportació inicial de patrimoni: No necessària.

Garantia: Equivalent a un any de quota, aportada mitjançant hipoteca sobre propietats privades pròpies de l'inversor o en forma d'aval bancari. Aquesta garantia s'afegeix a la de l'actiu que romandria a nom de l'AEP en cas d'impagament de les quotes.

Aspectes fiscals: Bàsicament la possible amortització accelerada de l'actiu i el fet que les quotes són considerades com a despeses deduïbles de l'Impost de Societats. D'altra banda, l'IVA no és aplicable a cap transacció que es produeixi dins d'aquesta estructura.

Principals avantatges: Apart dels aspectes fiscals, cal destacar els fets que no és necessària l'aportació inicial de patrimoni i que la garantia és menys rellevant. Addicionalment, l'AEP accepta cupons de compensació al seu valor nominal (I. Juhasz, 1.993).

Inconvenients: El cost és superior a les altres figures, malgrat els avantatges fiscals, i el termini inferior. Així mateix, les garanties alienes al propi actiu a adquirir i les orientades a protegir els actius poden desincentivar els inversors potencials.

Les cinc figures restants no ofereixen cap peculiaritat digne d'esment quant a la seva estructura, raó per la qual ens hi estendrem menys.

4.- Crèdits especials per a la compra de petits negocis. El crèdit és pel 90% de l'import de compra, a un termini de sis anys amb un de carència i un tipus d'interès equivalent al 60% del tipus bàsic del Banc Nacional d'Hongria (en aquell moment, 21%) incrementat amb un marge del 4%.

- Crèdits especials del Banc Nacional d'Hongria.

- Orientats a residents i empreses amb predomini de capital privat.

- Aportació pròpia inicial sense límit legal.

- Termini de 10 anys amb dos de carència.

- Tipus bàsic del Banc Nacional d'Hongria subvencionat en diferents graus i incrementat amb un marge del 5 %.

- L'objecte és la compra de propietats de l'AEP i actius financers estatals.

6.- Crèdits per a la reorganització de cooperatives i de l'activitat agrària en general.

- Aprofitables, tant per part de persones físiques com jurídiques, igual que en els casos anteriors.
- Aportació pròpia inicial del 30 %.
- Termini de 7 anys com a màxim.
- Tipus d'interès del 10 %
- Permeten la reestructuració de cooperatives en fallida.

7.- Crèdits especials per a la compra d'accions amb motiu del pla endegat el novembre de 1.993²⁸².

- Només dirigits a persones físiques.
- Termini: 5 anys
- Màxim de 100.000 HUF
- Sense interessos
- Garantia: les mateixes accions.
- Les accions no es poden vendre fins la cancel·lació del crèdit.

Aquesta figura creditícia està clarament orientada al petit inversor al que se suposa en una situació de notable liquiditat. Ja hem indicat que l'objectiu de l'AEP és vendre 120.000 milions de forints en accions de 70 empreses durant cinc anys. Els bancs compten amb la subvenció oficial dels interessos.

Tant la decisió dels inversors d'entrar en aquest esquema de

²⁸² Esmentat textualment a l'apartat 4 del capítol 2.

participació en la privatització, com la decisió dels bancs d'acceptar garanties d'accions, en uns moments en que la Llei de Fallida està causant un fort impacte restrictiu en els criteris de concessió de crèdits, depenen de la qualitat i solvència de les empreses seleccionades i de la seva projecció esperada. L'esmentada decisió presuposa, per tant, apart de la familiarització amb les inversions en renda variable i amb la interpretació de la situació patrimonial de les societats, la identificació amb el procés de privatització i unes expectatives optimistes d'evolució de l'economia i de la borsa. Atesos aquests condicionants, en la situació actual, no sembla que aquest nou sistema pugui contribuir de forma decisiva a impulsar la privatització.

8.- Finalment, destacar el finançament implícit a la possibilitat que ofereix l'AEP de pagar els actius que transfereix fins a 15 terminis. En aquest cas, a diferència del Leasing, la propietat es pot anar transferint gradualment de forma paral·lela al pagament dels terminis. L'actuació de l'AEP com a finançadora, permet salvar, en molts casos, el conservadurisme dels bancs en la concessió dels crèdits i en l'exigència de garanties (I. Juhász, 1.993).

Al capítol 2²⁸³ hem fet referència als condicionants macroeconòmics i institucionals que, al marge dels aspectes estrictament financers de les figures, justificarien el

²⁸³Apartat 4.

relativament limitat ús d'aquests que es desprèn de l'observació del quadre 5 anterior²⁸⁴.

Pel cantó de l'oferta, destacariem la situació deteriorada dels bancs abans comentada, el conservadurisme derivat de la Llei de Fallida i de l'adaptació a la normativa comunitària i la situació dels tipus d'interès interbancaris, els quals, amb dades del Banc Nacional d'Hongria, per al termini d'un mes s'han incrementat en 10 punts fins el 23 %, entre gener i novembre de 1.993 (M.F., 13-1-94)²⁸⁵.

Pel cantó de la demanda, trobem l'impacte de la situació econòmica recesiva i incerta, els elevats tipus d'interès, una altra vegada la Llei de Fallida i la percepció de que la qualitat de les empreses a privatitzar dins del nou esquema de privatització massificada, no és la més adient per a confiar en rendiments importants, sobretot tenint en compte que d'aquests rendiments depèn en gran part el retorn dels crèdits i que existeix la inversió alternativa i segura del finançament de l'Estat a través de Lletres i Bons del Tresor líquids i a curts terminis.

²⁸⁴Vegí's, també, l'I.F.R. nº 1.005 de novembre de 1.993.

²⁸⁵No entrem aquí a valorar la motivació d'aquests elevats tipus, donat que al costat de l'actuació de la política monetària, hi han indicis que els bancs estan protegint, per aquesta via, el seu compte de resultats de l'elevada morositat que arrossegueu (P. Dittus, 1.994, pàg. 29).

4.- LA PRIVATITZACIO DEL SISTEMA BANCARI

Després de l'evolució descrita a l'apartat anterior, la privatització de la banca seria la culminació d'un procés ja iniciat el 1.991. En cap cas, es podria plantejar a base de mesures aïllades sense que previament es procedeixi a sanejar els balanços i dotar-los de major solvència i transparència. En aquest punt observem alguna diferència de criteri respecte a la consideració de la privatització de les empreses. En efecte, podria objectar-se que també en el cas d'aquestes es fa necessària la reestructuració prèvia, però entenem que les possibles contingències futures de balanç, la previsió de les quals sorgeix habitualment en les discussions sobre valoració, són superiors en el supòsit de tractar-se d'entitats bancàries i, per tant, el preu que es fixaria, si es precipités la privatització, seria més reduït.

La privatització també es revela com una necessitat per a eliminar la percepció que l'Estat segueix estant darrera de les grans entitats en casos de crisi i per a que aquestes entitats puguin començar a operar al mercat amb mentalitat empresarial i competint davant els bancs estrangers establerts (N. Ash, 1.992); sens dubte aquesta previsible actitud tindria efectes expansius sobre la inversió productiva.

La privatització dels bancs es considera un dels principals objectius estratègics de la SHAE²⁸⁶ a curt termini. El febrer de

²⁸⁶Vegi's l'apartat 3.3 del capítol 2.

1.993, aquesta institució, que gestiona a la pràctica la participació individual de l'Estat a cada banc, va anunciar, com ja hem esmentat, la selecció del Crèdit Suisse First Boston com l'entitat assessora de Govern per a tot el que fa referència a la privatització dels bancs. L'elecció es va fer atenent a la intervenció d'aquesta entitat en nombrosos casos de privatització d'empreses i a la seva contribució al desenvolupament del mercat de capitals. Les funcions del C.S.F.B. seran les següents (H.B.L., 1.993, Vol.III, nº 1):

- Assessorar sobre l'oportunitat d'aplicació i les fòrmules adients dels programes de consolidació de deutes.
- Dissenyar un projecte de reestructuració del sistema bancari en el seu conjunt.
- Proposar les opcions i mètodes adients per a privatitzar: Venda directa prèvia prospecció d'inversors interessats, subhastes, oferta pública d'accions, subscripció d'ampliacions de capital.
- Negociar amb els bancs, els seus respectius assessors i la SHAE tots els detalls de les transaccions, partint sempre d'auditories externes sobre els balanços i d'un diagnòstic complet de l'entitat a privatitzar realitzat pel consultor corresponent.

Com ja hem esmentat, el procés de privatització comença amb les actuacions del govern per a sanejar els balanços de les entitats. També s'ha aplicat, com a simple prospecció, el sistema

d'intercanvi de cupons de compensació per accions²⁸⁷. La prova no va donar els resultats esperats a causa, principalment, de que el reduït abast i qualitat dels serveis bancaris i el conservadurisme en les inversions han restat atractiu als valors entre uns inversors, cada cop més sensibilitzats pel paper exercit per les institucions financeres en el procés de privatització.

Finalment, hom preveu que s'intentarà implicar a inversors institucionals, com la Seguretat Social²⁸⁸ i companyies d'assegurances, en l'incipient privatització dels bancs amb un percentatge màxim per institució del 10 %, i que s'instituirà la figura de les accions preferents per a captar nous inversionistes privats, titulars ja d'alguna empresa privatitzada (B. Kovacs, 1.994).

El plantejament inicial, pel que fa als principals bancs, s'ha produït a finals de 1.993, quasi coincidint amb l'anunci del tercer programa de consolidació. La SHAE enfoca el procés amb tres seqüències:

1ª: Inicialment, inversors professionals estratègics²⁸⁹ podran adquirir participacions del 30-50 %.

²⁸⁷Cas del Budapest Bank. Vegi's el quadre 5 del capítol 2.

²⁸⁸La Seguretat Social va intervenir, ja, el 1.992, a la privatització d'IBUSZ, descrita sintèticament a l'apartat 3.2 del capítol 2.

²⁸⁹Traducció literal que sembla voler significar el criteri de selecció que previsiblement s'utilitzarà.

2ª: S'obrirà la possibilitat que altres inversors financers a llarg termini, com fons de pensions o companyies d'assegurances, comprin entre un 2 i un 10 % adicional. L'equip directiu i petits inversors podran absorbir entre un 5 i un 10 %.

3ª: A l'última fase, els bancs cotitzaran a la Borsa de Budapest fins el límit marcat pel 25 % de participació que podrà seguir mantenint l'Estat.

Tot fa pensar que el procés s'allargarà durant tres o quatre anys com a mínim, és a dir, el termini de recomposició del capital que implícitament determinava la Llei de 1.991. Dependrà, en gran mesura, del grau de compliment de les últimes modificacions de la Llei Bancària²⁹⁰, de l'adequació prèvia de les regulacions sobre comptabilitat i tributació de beneficis i, sobretot, dels resultats dels programes de consolidació de crèdits (T. Smart, 1.994). Hem vist com l'Hungarian Foreign Trade Bank i el Budapest Bank són les entitats que, aparentment, estan millor posicionades en aquest sentit.

Sobre el paper, hi han dos models alternatius d'entitats financeres - que es corresponen amb els models alternatius d'empresa²⁹¹ - entre els quals s'està acomodant, gradualment, el sistema hongarés a través de les decisions referides a la reestructuració i privatització: l'exògen o anglosaxò, caracteritzat per la poca interconnexió entre bancs i empreses

²⁹⁰Vegi's l'apartat 3.3 d'aquest capítol.

²⁹¹Vegi's el quadre 1 del capítol 2.

a nivell de capital i de gestió, i l'endògen amb interconnexions accionàries i participació en la gestió (J. Corbett i C. Mayer, 1.991). El model exògen descansa en la preponderància del mercat i representa el contrapunt del model d'empresa gerencial anteriorment definit, i l'endògen es basa en el paper actiu dels bancs i es correspon amb el model cooperatiu.

QUADRE 7

MODELS D'ENTITAT FINANCERA

Model Exògen

Propietat dispersa

Separació de propietat i control.

Pocs incentius per als inversors externs a participar al capital de les institucions.

Poc compromís dels inversors exteriors en l'estratègia a llarg termini de les empreses.

Model Endògen

Concentració de la propietat i el control.

Associació de propietat i control.

Control per part d'inversors aliens, altres bancs principalment.

Intervenció molt puntual d'inversors externs (cas de crisi).

Font: Elaborat a partir de J. Corbett i C. Mayer (1.991).

Al moment d'escriure aquestes línies, no disposem encara d'informació sobre cap cas en que s'hagi culminat el procés. Però amb les dades aportades fins ara, podem completar el quadre d'interrelacions que es produeixen en la fase actual de transició d'Hongria a l'economia de mercat. Això ens permetrà centrar-nos ja, al següent capítol, en la formulació de les conclusions provisionals d'aquest projecte d'investigació.

4.1.- Els criteris de privatització per a les entitats de dimensió mitjana.

Fins ara, ens hem centrat en les actuacions del govern amb vistes a la privatització de les principals entitats del sistema bancari hongarès. Aquest subapartat el dedicarem als criteris emprats quant a les de menor dimensió. Ho farem, tot i el reduït pes específic de les mateixes dins l'economia, perquè entenem que les experiències negatives que s'han produït han afectat el conjunt del sistema bancari i de l'economia en general, en forma de pèrdua de confiança en el sistema per part dels impositors i dels potencials inversors estrangers, pèrdua de confiança que ha pogut posteriorment repercutir sobre l'incipient mercat interbancari de dipòsits i sobre d'altres processos de privatització. També ens permetrà justificar la necessitat del sistema bancari, a mesura que es desenvolupa, de comptar amb un mercat de capitals mínimament operatiu com a via alternativa de canalització de l'estalvi.

Per als petits bancs no s'aplica el concepte de privatització

fins ara descrit en forma de sanejament previ encaminat a una venda total o parcial a un inversor acuradament seleccionat. Contràriament, el govern, pressionat per la necessitat d'obtenir ingressos pressupostaris a través de la privatització, ha manifestat el seu desig de vendre ràpidament les petites entitats sense haver de procedir a les costoses reestructuracions prèvies. Com a conseqüència d'aquest fet, durant l'any 1.992 s'han produït tres casos d'insolvència motivats en gran part, d'acord amb un prestigiós setmanari financer hongarés (B.E., 28-1-93), a la irrupció de nous empresaris desconeguts del negoci bancari que, aprofitant els baixos preus de les entitats, motivats per la deteriorada qualitat dels seus actius, les han comprat per a promoure o potenciar les seves empreses o activitats, sense preocupar-se del sanejament.

Un conegut cas, que documenta aquest tema, és el del **Grup Hepta**, un conegut grup d'empreses i d'inversors particulars constituït aprofitant la liberalització de l'economia i el procés de privatització per entrar en inversions diversificades amb criteris especulatius. Amb aquesta filosofia, van comprar a l'AEP la majoria de l'YBL Bank i al Westdeutsche Landesbank el 20 % del General Bank of Venture Financing Ltd.. En aquest últim cas el grup Hepta va aconseguir, malgrat la seva participació minoritària, controlar també la direcció financera.

Amb dipòsits interbancaris i de la clientela, tots a curt termini, els referits bancs van iniciar el finançament de les empreses del Grup Hepta. Els problemes de liquiditat motivats per

aquesta política, en uns moments de dificultats de les empreses industrials del grup, va provocar una reacció en cadena de la que va resultar la fallida i la liquidació de les entitats per part de la Comissió Estatal Supervisora de l'activitat bancària (H.B.L., 3-8-92).

No ens estendrem a detallar les irregularitats detectades en aquest procés. Ens interessava ressenyar-lo per a entendre els efectes sobre la confiança en el sistema a que hem fet referència i, també, per a posar de manifest la importància de comptar amb un mercat de capitals desenvolupat. Centrats en aquest punt, la fallida del Grup Hepta ha estat relacionada, efectivament, amb el negatiu impacte sobre el sector bancari de l'estat encara embrionari del mercat de capitals (H.B.L., 3-8-92).

D'entre les motivacions que sustenten aquesta hipòtesi ens interessa ressenyar diversos punts d'interès. La informació sobre riscos que es deriva de l'existència d'un mercat de capitals transparent, especialment d'una borsa de valors, és substituïda per un ample diferencial entre els tipus d'interès màxims i mínims dels dipòsits i dels crèdits i per un ventall molt obert d'activitats inversores per part dels bancs. En aquest context, els inversors no escolleixen entre posar els seus estalvis als bancs o en altres alternatives d'inversió, sobretot després de la Llei de Fallida, sinó entre els diversos bancs i normalment a curt termini, en contrast amb les necessitats a llarg termini derivades del procés de privatització. L'elecció es realitza amb molt escassa informació sobre l'estructura de capital dels bancs

i sobre el seu grau de liquiditat i la qualitat de la cartera de crèdits; fins el punt, que persisteix el convenciment de que l'Estat està encara darrera de les entitats. Aquestes, d'altra banda, no semblen tenir organitzat cap circuit d'informació ni compleixen cap requisit d'informació periòdica.

Però el que volem destacar, és que l'insuficient desenvolupament del mercat de capitals tendeix a transferir la percepció de riscos de l'economia al sector bancari, el qual es pot veure compromès a realitzar tasques d'inversió més enllà de les que li són habituals.

A l'apartat següent descriurem breument les interrelacions que hem pogut detectar entre el sistema bancari i els mercats de capitals en el seu grau de desenvolupament actual.

5.- INTERRELACIONS I VALORACIO.

En aquest capítol hem pretès, més que descriure en profunditat l'estructura del sistema bancari hongarés, destacar aquells aspectes que hem identificat com a significatius dins de l'objectiu general que ens havíem proposat, és a dir, estudiar el procés de transformació de l'economia d'una forma global, insistint en l'estratègia de privatització i en les decisions de política econòmica implícites.

Segons hem detallat al capítol segon²⁹², aquestes decisions afecten al ritme de les privatitzacions, al seu abast, a si es reestructura abans o després de privatitzar, a si es prima l'espontaneïtat o es dirigeix "des de dalt" el procés, al model d'empresa que s'introdueix i als procediments o tècniques de privatització emprats.

- En el mateix capítol segon hem assenyalat, com a dada fonamental a considerar en la decisió sobre el ritme de la privatització, la situació del sistema bancari. En aquest sentit, hem pogut observar com l'any 1.990 es va iniciar la privatització de les empreses industrials amb uns primers objectius fixats per a 1.994, mentre que fins a finals de 1.993, i amb objectius fixats per a 1.997, no s'ha iniciat el procés en el sector bancari, tot i que s'havien establert ja les bases.

- La Llei Bancària de 1.991 ha acotat a un 25% la participació accionarial màxima de l'Estat a les institucions financeres, de manera similar a la regulació, per la Llei de Protecció dels Actius Estatals, de la participació als sectors industrials bàsics i als serveis públics²⁹³. Ens podriem questionar si la participació màxima de l'Estat, amparada per la llei, pot ser insuficient per a evitar que els criteris purs de mercat marquin en excés la pauta del desenvolupament econòmic i de la privatització al sector industrial. Dins del concepte que hem

²⁹²Apartat 1.2.

²⁹³Vegi's l'apartat 3.3 del capítol 2.

definit com de privatització parcial²⁹⁴, un paper orientador i estructurador com el que reclamem per a l'Estat, donaria lloc, en aquest sentit, a una influència, superior a la participació accionarial en aquest sector, en decisions crítiques sobre assignació de recursos, a les que difícilment s'hi pot incidir a través de mesures de política econòmica convencional.

- El criteri sostingut al sector industrial ha estat normalment el de no reestructurar les empreses per les despeses que això suposaria. En canvi, al sector bancari, amb l'excepció dels bancs de petita dimensió, s'ha optat per reestructurar prèviament mitjançant els diferents programes de consolidació. Cal destacar que a l'última de les versions d'aquests programes, l'Estat ha augmentat la seva participació accionarial als bancs afectats.

- A l'àmbit del sector industrial s'ha combinat l'espontaneïtat amb la direcció centralitzada del procés. Al sector bancari, els indicis són de que predominarà la centralització. Tot i així, han estat autoritzat diversos Joint-Ventures i sucursals de bancs estrangers el pes específic dels quals és, no obstant, molt limitat.

- Tot sembla indicar que les tècniques seran semblants però amb control més centralitzat en el cas dels bancs. No s'han establert diferències en funció del tamany de les entitats.

- El model d'empresa que s'ha promogut, fins el recent impuls de

²⁹⁴Vegi's l'apartat 3.1 del capítol 1.

la privatització massificada és de tipus cooperatiu²⁹⁵. Aquest model, caracteritzat entre d'altres ingredients per una alta concentració de l'accionariat, implícitament dóna un paper primordial al finançament aliè, però la situació descrita del sistema bancari i la seva escassa propensió a concedir préstecs sembla haver desviat aquest finançament cap a fonts exteriors no bancàries.

A l'àmbit del sector bancari, el procés de privatització s'ha iniciat en una moments en què, a nivell general, hom fomentava la dispersió del capital. A més a més, hem vist com les directrius marcades compten amb l'entrada a l'accionariat d'altres institucions, de petits propietaris i de l'equip directiu. No obstant, hom promociona la incorporació, amb la màxima participació relativa, d'un inversor professional estratègic. Per això, sembla haver-se marcat, tot i que, com hem apuntat anteriorment, no disposem d'informació sobre la culminació de cap cas, una tendència cap a un model mixt d'empresa financera entre els dos pols existents a nivell internacional, definits anteriorment.

Aquests factors diferencials, entre la privatització al sector industrial i la incipient privatització del sector bancari, ens suggereixen els següents comentaris:

- Els bancs no semblen incentivats de forma suficient a concedir crèdits al sector privat, per la qual cosa la capacitat econòmica

²⁹⁵Vegi's el quadre 1 del capítol 2 i l'apartat 5.1.1. del capítol 3.

dels inversors potencials domèstics es veu minvada, donades les tècniques de privatització vigents (P. Bolton i G. Roland, 1.992)²⁹⁶. Les inversions productives amb criteris empresarials haurien de trobar finançament bancari atorgat també amb criteris empresarials i aquest prové dels bancs estrangers o de les cases matriu dels inversors foranis en forma d'ampliacions de capital. La consolidació de la privatització de l'economia requeriria, en aquest sentit, que els bancs estiguessin privatitzats o que actuessin amb criteris d'eficiència comparables.

La situació descrita sembla estar configurant una estructura empresarial de caràcter dual: un grup d'empreses té accés al finançament a través d'inversors estrangers i, a més a més, gràcies a la seva activitat exportadora, pot obtenir liquiditat suficient per a finançar el capital circulant i l'expansió del negoci; una recent enquesta (E.I.U., 1.994, nº 1) indica que només un 12 % de les empreses amb participació de capital estranger, les quals representen un 17 % de les totals, tenen problemes de finançament. Un segon grup, bàsicament domèstic, s'enfronta a restriccions creditícies i a l'encariment dels crèdits pels motius adduïts anteriorment en connexió amb la situació patrimonial de les entitats i amb la Llei de Fallida.

- Quant al fet que hom promogui la reestructuració prèvia dels grans bancs, entenem que pot ser justificable per l'especificitat

²⁹⁶ Com hem posat de manifest a l'apartat 2.3 d'aquest capítol, aquests autors havien proposat un sistema de subhastes anomenades "non cash" perquè el pagament podia ajornar-se per a fer-lo coincidir amb els rendiments dels actius privatitzats.

del negoci i per l'insuficient desenvolupament del mercat de capitals, però amb les següents observacions.

En primer lloc, si la reestructuració actual del sistema bancari no va seguida a curt termini per la privatització o per un canvi en els criteris de gestió, la inoperància davant el procés de privatització de les empreses es podria accentuar. Volem enfatitzar en el fet que, a priori, la gestió, més que la privatització, és el concepte imprescindible en aquest raonament.

D'altra banda, si no es procedeix a una reestructuració de les empreses encara ubicades a l'esfera de l'Estat, poden seguir augmentant els crèdits dubtosos i pot seguir éssent necessari reestructurar els balanços dels bancs, mitjançant el sistema de consolidació, cosa que ajornaria indefinidament la privatització del sistema bancari. Sobre aquest aspecte, creiem molt ajustada a la realitat la recomanació a la SHAE d'accelerar la reestructuració al sector industrial que s'explicita a l'exposició de motius de la nova modificació de la Llei Bancària efectuada el 1.993²⁹⁷.

En últim terme, podria haver-se estudiat la possibilitat d'adaptar el ritme de privatització de les empreses al ritme possible de privatització dels bancs, donada la seva importància estratègica. Ens questionem però, en aquesta hipòtesi, si el govern hongarés hauria pogut afrontar conjuntament la

²⁹⁷Vegi's l'apartat 3.3 d'aquest capítol.

reestructuració necessària d'empreses i bancs, pel seu elevat cost pressupostari, i si l'entorn internacional i l'estabilitat social eren les idònies per actuar amb aquest criteri.

- En relació amb el punt anterior, hi han indicis que en aplicar els programes de consolidació s'ha actuat sense aprofitar les potencials sinergies amb la política d'estabilització (excepte pel fet que els títols en que s'ha documentat la consolidació han pogut ser negociats, contribuint a desenvolupar el mercat de capitals) i amb el procés de privatització en curs. Aquests indicis els basem en l'anàlisi efectuada, sense contrastació empírica, per T. Rybczynski (1.991) i que les informacions, a les quals hem tingut accés, semblen corroborar.

L'esmentat autor concedeix molta importància a l'element sistèmic dels incentius dels empresaris, al qual ens hem referit al capítol anterior²⁹⁸ i ens referirem més endavant. Amb aquesta premissa, parteix del fet que la gestió i la disciplina constitueixen elements de primer ordre a l'hora de determinar si un crèdit és recuperable o no. Si la inviabilitat no és absoluta, sembla plausible suposar que la participació en beneficis i la possibilitat de reestructuració dels passius dels balanços amb noves figures creditícies aportades per un sistema financer desenvolupat, permetrien el reflatament d'alguna de les empreses.

- Fent novament referència al model de sistema financer, el curs de la privatització anirà situant el perfil de les institucions

²⁹⁸ Apartat 5.3.

financeres a les proximitats d'un o altre dels models teòrics apuntats. Assenyalem però, algunes de les característiques que caldria controlar, amb l'objectiu de mantenir la coherència entre el model de sistema financer i el model d'empresa predominant.

El model endògen té com a principals riscos la possible perpetuació de la concentració de poder degut a les interconnexions accionaries entre bancs i empreses i, conseqüència d'això, el retard en l'establiment generalitzat de l'economia de mercat i de la competència. En la mesura en que els objectius de les noves concentracions de poder es desviïn respecte els de l'Estat, aquest pot veure's en la necessitat d'intervenir. Al seu torn, el model exògen, dona molta més autonomia als nous empresaris domèstics i als inversors estrangers, en el context d'una preponderància absoluta del mercat que pot fer necessària, també, la intervenció correctora de l'Estat.

5.1.- El paper de l'empresari.

En la mesura en que la privatització suposa una substitució gradual de les subvencions pressupostàries per capital privat i endeutament bancari, sembla raonable pensar que, també per aquest motiu, es revaloritzarà progressivament la figura professional de l'empresari domèstic com a gestor de recursos, figura que al moment d'iniciar-se el procés de privatització tenia poc

protagonisme²⁹⁹.

Aquesta revalorització de la figura de l'empresari connecta amb dos aspectes de sistema que passem a comentar i que han estat ja insinuats en identificar condicionants sistèmics explicatius dels resultats provisionals de la privatització³⁰⁰.

El primer és que, tot i que en molt menor grau que en altres països de la zona, donada la prematura liberalització i generalització d'iniciatives privades a Hongria, no deixa de ser vàlida, sobretot per a les grans empreses, la consideració que va desenvolupar Berliner ja fa temps (J.S. Berliner, 1.974, pàg. 395). Segons Berliner, l'empresari, en aquest cas hongarés, no s'ha enfrontat històricament amb els problemes típics d'una gestió pròpia del sistema d'economia de mercat i, per tant, tampoc no disposa de la pràctica ni, sovint, de l'educació per a resoldre'ls. La seva gestió ha estat, fins la passada dècada, més encaminada a proveir-se de matèries primeres en bones condicions, que no pas a seleccionar inversions i tecnologia, obrir mercats i desenvolupar el marketing.

Aparentment, ens allunyariem de l'objecte d'aquest treball si insistíssim en la referència a la figura de l'empresari³⁰¹. En

²⁹⁹Així ho confirmen, no només diverses publicacions, sinó també les entrevistes mantingudes.

³⁰⁰Vegi's l'apartat 5.3 del capítol 3.

³⁰¹Una àmplia investigació referida a l'antiga U.R.S.S. es pot trobar a C. De la Cámara (1.994), Tesi Doctoral dirigida pel Dr. Benjamín Bastida Vila. També es pot trobar una valuosa referència a aquesta matèria a K. Mayhew i P. Seabright (1.992).

diferents apartats ja hem fet notar la gran importància que li atribuïm en la situació de transició en què es troba Hongria. Tanmateix, en tornar a explicitar aquí aquest parer, el que pretenem és vincular l'esmentada temàtica de l'empresari amb la moderna teoria de les incitacions (J.J. Laffont, 1.985)³⁰², interrelacionada al seu torn amb la funció de preferència social a que ens hem referit al capítol primer³⁰³.

Si haviem al·ludit, com un dels justificants del nostre projecte d'investigació, a la percepció apriorística de que Hongria havia d'evolucionar en la línia en que ho està fent, però que potser tenia l'oportunitat de no incórrer en algunes de les disfuncions de les economies de mercat del món occidental, la modulació dels objectius dels empresaris i altres responsables de l'assignació de recursos individuals en sentit no únicament economicista, contribuiria a aquesta visió. En aquesta línia, hem pogut observar en el resum d'una recent reunió celebrada entre govern i directors d'entitats bancàries, la coincidència en assenyalar, com a prioritària, la tasca de reeducació dels empresaris del sector amb el criteri de controlar l'adaptació de les pautes de gestió provinents dels països occidentals (B. Kovacs, 1.994).

Com ja hem anticipat, la revalorització de la figura de l'empresari connecta amb un segon aspecte de sistema econòmic. El fet que les empreses vagin guanyant autonomia confereix més

³⁰²Del mateix autor, més recentment, A Theory of Incentives in Procurement and Regulation, Cambridge, Mass.; MIT Press., publicació, l'original de la qual no ens ha estat possible consultar.

³⁰³Apartat 1.1.

rellevància a tot el que fa referència a la teoria dels drets de propietat³⁰⁴ i a la seva ramificació en la teoria sobre l'estructura de capital.

Efectivament, les noves teories sobre l'estructura de capital (M. Dewatripont i J. Tirole, 1.992c; A.R. Vining i A.E. Boardman, 1.992) enfatitzen en l'eficiència que comporta a nivell agregat una combinació òptima de fons propis i endeutement bancari. Si aquest darrer és el que predomina, i els beneficis de l'empresa són elevats, l'empresari adquireix més poder i pot actuar sense interferències; però, si els beneficis són baixos o hi han problemes de liquiditat per afrontar el pagament del deute bancari, fàcilment es dissipa el poder de l'empresari i el va cedint a entitats creditores, inclús abans de poder traspassar la gestió a un altre empresari. Per tant, l'estructura de capital es constitueix com un mecanisme de control basat en la capacitat de l'equip directiu o, subsidiàriament, dels creditors.

La inversió estrangera ompla els buits provocats per la manca de finançament intern, per la manca d'actituds empresarials domèstiques i, també, per la manca d'un mercat de capitals mínimament desenvolupat, que pugui donar liquiditat als productes d'inversió i compleixi la funció de font d'informació. En contrapartida, hem vist que el país queda a expenses de decisions externes. Podem trobar en aquesta complexa situació una explicació de la feblesa del procés de transició i també del

³⁰⁴Ja ens hi hem referit a l'apartat 3.1 del capítol 1.

gradualisme amb que s'està gestionant.

CONCLUSIONS

Ens proposem en aquest últim capítol aportar la nostra valoració dels resultats provisionals de l'estratègia de política econòmica plantejada, per a regular la transició de l'economia hongaresa cap al mecanisme de mercat. Dins d'aquesta estratègia ens fixarem especialment en la política de privatitzacions aplicada durant els tres anys i escaig transcorreguts des del canvi polític de 1.990.

La valoració seguirà la pauta indicada a la Introducció. Es a dir, intentarem contrastar, en base a la investigació realitzada, la hipòtesi de que les carències observades poden relacionar-se amb l'excés d'actuacions parcials, puntuals i sense enfocar el procés de transició com una transformació global. Sobretot tenint en compte que el mateix marc de l'activitat econòmica està canviant i que, simultàniament, s'està aplicant una política de caire estabilitzador.

Hem centrat la nostra anàlisi especialment en tres aspectes on la carència d'aquesta visió globalitzadora, o les dificultats per a instrumentar la política econòmica d'acord amb ella, entenem que ha estat decisiva. Els aspectes seleccionats fan referència a les següents característiques identificades com a especialment rellevants en el procés: la importància relativa conferida a la privatització dins l'estratègia de transformació de la societat i economia, la manca de sincronia entre el procés privatitzador al sector industrial i al sector financer; i la conformació d'un

nou procés decisonal, poc coherent encara, amb l'entorn de l'activitat.

Les dades aportades al capítol 3 i l'anàlisi qualitativa efectuada, gairebé sense perspectiva històrica, ens serviran de base per a identificar les carències a que ens hem referit i per a inferir els condicionants i obstacles, específics i generals, que les han motivat d'acord amb aquest projecte d'investigació.

Entre 1.990 i 1.994 hom preveia que la participació de les empreses privades a la formació del PIB passaria del 10 al 50 %, aproximadament, en un context de creixement sostingut de l'esmentat agregat de producció. Aquest increment havia de ser fruit de la creació de noves empreses, de l'ampliació d'empreses privades ja existents, de la posada en funcionament de nombrosos Joint-Ventures i de la privatització. Ens hem proposat precisament estudiar la contribució de la privatització a aquest progrés, centrats en els sectors industrial i de serveis.

El procés de privatització s'ha concretat en tres seqüències principals: **transformació** o adopció de la forma jurídica de societat mercantil per part de les unitats productives, **reestructuració**, consistent en el sanejament de les empreses o en la seva fragmentació, i **privatització** pròpiament dita o transferència efectiva de les accions al sector privat. La segona de les fases pot donar-se també després de la privatització.

L'entorn dins del qual ha operat la privatització ha estat

especialment complex per les interrelacions entre els elements d'aplicació de les polítiques d'estabilització, liberalització i privatització. Efectivament, l'impacte inicial de la liberalització ha incidit sobre una economia en una situació de crisi caracteritzada per l'elevada taxa d'atur, la inflació i la desacceleració del creixement; així ho palesen els indicadors d'inflació, atur i producció industrial. I aquest no és, òbviament, el marc més idoni per a procedir a la necessària reestructuració de les empreses abans o després de privatitzar-les, per a que els bancs, ja afectats per la Llei de Fallida, concedeixin finançament als potencials inversors domèstics i per a que es generin expectatives clares sobre la viabilitat de les empreses privatitzades que indueixin als inversors a arriscar-hi els seus estalvis a la borsa. La privatització adquiriria també, des d'aquest punt de vista, la dimensió d'un medi per accelerar la recuperació econòmica.

Les conclusions d'aquest projecte d'investigació les desglossarem, d'acord amb el seu abast i atenent també al seu grau de síntesi, en conclusions específiques, referides bàsicament als criteris directors del procés, als resultats obtinguts i als mecanismes emprats; conclusions generals, referides als principals àmbits on la carència d'una visió global o la impossibilitat de posar-la en pràctica ha estat decisiva, i, com a resum de la nostra aportació, la conclusió final.

Un primer bloc de conclusions específiques es referirà, doncs, als criteris directors de la política de privatitzacions, algun

d'ells implícit a l'actuació del govern i que el treball realitzat ens ha permès d'identificar:

1) El primer criteri director fa referència al ritme que s'ha imprimit a les privatitzacions. Hongria s'ha caracteritzat per promoure la distribució dels drets de propietat a través d'un procés de privatització gradual, cercant la coherència amb les possibilitats d'absorció de la demanda dels inversors domèstics i estrangers, amb la política d'estabilització, amb el nivell de desenvolupament del sistema financer i amb la liberalització de l'economia. L'opció pel gradualisme reflecteix la preponderància dels criteris econòmics sobre les consideracions de caire polític. Es a dir, en tot moment el procés s'ha considerat irreversible.

Cal destacar que fins a finals de 1.993 no s'ha iniciat el procés al sector bancari.

2) Per tal d'aconseguir els màxims ingressos pressupostaris, els organismes especialitzats, Agència Estatal de Propietat (AEP) i Societat Holding d'Actius Estatals (SHAE), en les transaccions que mediatitzen, decideixen cas per cas si cal reestructurar abans o després de privatitzar. Estatutàriament, la SHAE té més vocació reestructuradora que no pas l'AEP.

La decisió d'intentar vendre els actius a curt termini al preu vigent versus reestructurar-los i vendre'ls a un preu superior però després d'esmerçar-hi quantioses partides pressupostàries,

constitueix així un càlcul econòmic comú amb repercussions recaudatòries molt importants.

A l'àmbit del sector bancari s'ha optat per reestructurar prèviament mitjançant diferents programes de consolidació, consistents en l'absorció a través de diversos instruments de les pèrdues acumulades per les entitats financeres. Hem pogut comprovar com a l'última de les versions d'aquests programes, l'Estat ha augmentat provisionalment la seva participació accionarial en els bancs afectats.

Al marge d'aquestes consideracions relatives a la influència de que la reestructuració sigui prèvia o posterior, observem una visió molt pragmàtica i, a curt termini, en la selecció de mecanismes i tècniques de privatització. Així, s'han potenciat els mecanismes que apelen a compradors no coincidents amb els subscriptors potencials de deute públic per tal de maximitzar simultàniament ambdós fòrmules recaudatòries. També s'han evitat, fins que políticament ha estat possible, els mecanismes que tendeixen a subvalorar les accions susceptibles de transmetre al sector privat.

3) Considerant globalment el període analitzat, s'ha buscat un equilibri, no exempt de connotacions polítiques, entre les aproximacions centralitzada i descentralitzada a la privatització. Els primers mecanismes controlats "des de dalt" amb que es va estructurar el procés, després dels plantejaments incipients de privatització espontània, han donat pas

posteriorment als mecanismes descentralitzats; mai no s'ha prescindit, però, de la facultat de supervisar les operacions. Més recentment, amb la creació de la SHAE, s'ha retrocedit a criteris centralitzadors però de forma selectiva.

D'altra banda, una mateixa operació de privatització pot incorporar diversos mecanismes. Molt especialment, la privatització massificada s'està utilitzant sovint per a completar les transaccions iniciades per altres procediments.

El procés privatitzador iniciat al sector bancari ha adoptat un caràcter més centralitzat.

4) La política de privatitzacions està, ella mateixa, orientada a consolidar a llarg termini un mercat competitiu i, en aquest sentit, a configurar uns procediments que assegurin que el nou propietari serà més eficient que l'Estat. Per això s'ha intentat seleccionar estratègicament els inversors, en el doble sentit de la seva idoneïtat i d'evitar posicionaments monopolistes, i s'han evitat al màxim els mecanismes susceptibles de provocar una excessiva dispersió del nou accionariat.

5) Pel que fa als inversors foranis, és coneguda la vocació hongaresa de col.laborar amb el capital estranger en diferents activitats i a diferents nivells en base a consideracions de tipus macroeconòmic i microeconòmic. Aquest criteri s'ha mantingut tot i que, davant la massiva entrada de capitals per a posicionar-se en sectors bàsics, ha sorgit la polèmica sobre

els límits de participació i s'ha arribat a frenar l'entrada de capitals de manera indirecta a través de l'actuació d'organismes estatals i de la potenciació d'un o altre procediment de privatització en diferents moments.

En síntesi, entre els criteris directors programàtics podem destacar el gradualisme, en una doble acepció temporal i d'harmonia, la maximització a curt termini dels ingressos pressupostaris, la progressiva flexibilització - sempre controlada-, la introducció de pautes de gestió eficient i del sentit de competència i l'aprofitament de l'atracció dels inversors estrangers.

Passem ara a resumir, com a segon bloc de conclusions específiques, els resultats provisionals, globals i per mecanismes, de la política de privatitzacions, a partir de la fase inicial de transformació.

6) Podem establir, en aquest sentit, que la contribució de la privatització dels actius estatals al progrés de la participació del sector privat en el conjunt de l'activitat econòmica, ha estat substancialment inferior a la prevista inicialment, sense que, al marge del procés pròpiament privatitzador, s'hagin operat canvis en el marc d'actuació dels agents econòmics d'una entitat suficient com per a poder compensar, des dels punts de vista del progrés de la participació del sector privat i de l'eficiència, aquells resultats inferiors als previstos.

Les dades estimades per a 1.993 indiquen que s'ha assolit una participació del sector privat del 37 %, segons les fonts estadístiques internes disponibles que hem pogut contrastar amb fonts occidentals. El grau de privatització de les empreses identificades com a objectiu del Govern ha estat, tant en nombre com en valor, de l'ordre del 18 %, considerant les participacions accionaries per sobre el 50 %.

7) Hem considerat tres principals programes centralitzats amb la característica comuna de que l'empresa així com el moment de privatització, el comprador i la tècnica emprada era escollida per l'AEP o la SHAE. Els Programes descentralitzats, al seu torn, han estat endegats per accelerar el procés i donar-li més flexibilitat, destacant, en una primera fase, la privatització espontània i, posteriorment, els mecanismes a iniciativa dels inversors i de la pròpia empresa. L'impuls del sistema massificat en base als cupons de compensació, com a complementari dels anteriors, sembla respondre a la mateixa motivació i també a l'objectiu polític de popularitzar la privatització i contrarrestar la percepció de que els inversors estrangers s'havien apropiat d'un excés d'actius.

Dels programes gestionats de forma centralitzada mereix ésser destacada l'aportació de la SHAE en les empreses de serveis públics, com MATAV i MALEV; els vehiculats a través de l'AEP han resultat normalment poc operatius. Pel que fa a la privatització descentralitzada i massificada els resultats computats, tot i que donen signes d'un major dinamisme, són encara poc significatius.

Donats aquests modestos resultats obtinguts, seguidament seleccionarem les principals causes identificades a la nostra anàlisi, com a més rellevants per a explicar-los. Aquestes causes les subdividirem en dos blocs addicionals de conclusions específiques: les relacionades amb els criteris directors (conclusions 8 a 16) i les atribuïbles al disseny o funcionament dels mecanismes (17 a 19).

Pel que fa als criteris directors, considerats globalment, i atenent a que l'estratègia de transformació de l'economia té com a principals eixos interdependents la privatització i l'establiment d'un marc competitiu, el treball realitzat ens permet formular les següents conclusions o crítiques:

8) Com a conseqüència del retard en la consecució d'objectius en el terreny de la privatització i, també, com a resultat de la important participació estrangera en el procés, l'adequació de l'entorn impulsada pel govern hongarés no sembla haver operat significativament com a incentiu per a la gestió de les empreses mitjanes i grans; els hàbits dels agents econòmics propis d'una economia de mercat no semblen haver-se arrelat de forma suficient. En canvi, la repercussió en la creació de noves empreses i negocis de més reduït tamany ha estat notòria.

En termes més generals relatius a l'aplicabilitat futura de polítiques conjunturals, l'escàs arrelament de la privatització, perjudica la representativitat dels preus i l'hàbit dels agents econòmics a reaccionar als estímuls propis d'una economia de

mercat.

9) Hem notat l'absència d'una discussió en profunditat sobre el paper aconsellable de l'Estat a l'economia. Hom parteix de la desconfiança en les solucions polítiques i en les accions del govern, inclús en aquelles que s'orienten al desenvolupament institucional i a l'estructuració de l'ordre legal del mercat. Des de la nostra perspectiva, entenem que, apart d'aquest paper estructurador de l'Estat, resulta convenient per a l'adequada orientació de l'economia que aquest mantingui una participació mínima en sectors estratègics per tal d'orientar l'activitat econòmica a llarg termini; de fet, aquest seria el model emprat pels països occidentals que serveixen de referència.

Com a contrapunt positiu a aquesta objecció, la publicació, l'octubre de 1.992 de la Llei de Protecció dels Actius Estatals amb la llista de grans empreses en les quals l'Estat es proposa mantenir una participació accionarial mínima de l'ordre del 25% i l'anunci de les primeres directrius sobre la reforma i privatització del sistema bancari, amb el límit situat al mateix percentatge, han suposat un element clarificador de la política de privatització, en eliminar incerteses.

Subscrivim, en aquest sentit, aquests límits màxims de privatització imposats. Però, en canvi, hem de destacar la manca de disseny de mecanismes de control i d'influència en la definició dels objectius empresarials que permetin l'aprofitament de l'esmentada participació accionarial minoritària en el context

del paper estructurador i orientador de l'Estat, al que ens hem referit. Aquesta eventual assignació de drets de control, no proporcionals a la propietat efectiva, dins del concepte que hem definit com de privatització parcial, ha estat absent en els processos de privatització a l'àmbit del sector industrial i s'ha limitat expressament al sector bancari a partir de 1.995.

Tanmateix, queda oberta la pregunta sobre quina seria la fase d'evolució del sistema, tal com s'ha desenvolupat als països occidentals, a la qual hauria de proposar-se accedir Hongria per a situar-se a un nivell de desenvolupament no subordinat.

10) El gradualisme a que ens hem referit no només reflecteix la voluntat política dels governants sinó que constitueix una conseqüència de la complexitat de l'entorn que acabem d'apuntar i de l'estratègia combinada de transformació sistèmica i estabilització econòmica per a fer-hi front. En aquest sentit es pot parlar d'un gradualisme inevitable.

Però dins d'aquest marc, ens hem preguntat per la gestió del gradualisme, sobretot tenint en compte la constatació que la política de privatitzacions no ha contribuït a clarificar de forma suficient les expectatives dels inversors domèstics potencials, ni, per tant, a la recuperació de l'economia. La investigació realitzada ens suggereix tres consideracions amb clars efectes sobre la fluïdesa del procés privatitzador, sobre les expectatives dels agents econòmics i sobre l'arrelament del sistema d'economia de mercat.

Ens referirem breument - i formularem les corresponents conclusions - a les carències observades a la fase de transformació (conclusions 11 i 12), a les deficiències del sistema de finançament d'inversors i empreses (13 a 15) i a les modificacions periòdiques de criteri (16) pel que fa a l'aplicació dels diferents mecanismes i tècniques o quant al recolzament d'inversors interns o externs.

11) La fase de transformació ha estat concebuda, durant els primers dos anys i mig de transició, bàsicament com un tràmit per a passar d'immediat a la privatització. No s'han arbitrat mesures tendents a donar un contingut d'eficiència i rendabilitat a una gestió pública que, sobre el paper, tenia la possibilitat d'adoptar un caràcter eminentment empresarial- en contrast amb els criteris polítics. Aquesta oportunitat d'imprimir una gestió empresarial, al marge de l'AEP o de la SHAE, podria haver estat propiciada per la configuració d'un marc competitiu i, molt especialment, pels incentius derivats de la competència en els mercats de factors i de productes, per les restriccions financeres i per la política salarial.

La situació econòmica interna i sobretot la necessitat d'obtenir ingressos per part de l'Estat - ingressos que podia aconseguir a curt termini a través d'inversors estrangers interessats en la transferència dels actius estatals - podrien explicar aquest limitat aprofitament de la fase de transformació per a experimentar noves fòrmules de gestió i sentar així les noves bases de l'estructura econòmica hongaresa amb criteri de llarg

termini. Una gestió amb caràcter empresarial com la que volem significar, hauria portat, sens dubte en darrer terme, a procedir a una reestructuració generalitzada de les empreses, sense esperar a que es privatitzessin en contra de l'esmentat objectiu pressupostari d'incrementar els ingressos estatals.

Fins l'any 1.993, el Govern hongarés no s'ha inclinat per promoure un cert grau de reestructuració de les empreses abans de posar-les a la venda. Concretament, amb la potenciació de la SHAE durant aquest any s'ha introduït explícitament el criteri de reestructuració prèvia, independent de la que puguin aportar els nous accionistes. Les informacions de que disposem ens segueixen indicant, no obstant, que la limitació dels fons pressupostaris- sempre sota la pressió de les directrius del F.M.I.-, la incertesa quant a la plusvàlua a obtenir gràcies a la reestructuració i la preferència per a que siguin els nous propietaris els que dissenyin les característiques productives i l'organització de les empreses, han propiciat les decisions cap a la venda immediata a inversors estrangers, encara que sigui a un preu relativament reduït.

12) La incertesa sobre els resultats de la reestructuració a que ens referim prové del fet que la seva viabilitat - i inclús, a efectes de trobar finançament, el seu disseny prospectiu- depèn de la liberalització dels preus. Però aquesta liberalització, per a ésser efectiva i generar les reaccions pròpies del mercat, requereix un sector privat consolidat i una gestió amb criteris d'eficiència. Per tant, la privatització i la creació d'empreses

privades haurien d'haver arribat a cotes de consecució més elevades, per a optimitzar les mesures de caire liberalitzador.

13) Dins l'àmbit del sector bancari, podem relacionar aquests comentaris respecte a la gestió efectiva del gradualisme a la fase prèvia a la privatització, pròpiament dita, amb l'etapa iniciada el 1.992. En aquesta data es van endegar els Programes de Consolidació de Crèdits l'impacte pressupostari acumulat dels quals, segons hem pogut veure al capítol 4, ha estat de 344.900 milions d'HUF, impacte que en part quedarà diluït en el temps, tenint en compte els diferents procediments de consolidació adoptats. Aquests programes de consolidació no s'han aprofitat per a recolzar mesures de reestructuració industrial, sanejament d'empreses o, inclús, la mateixa privatització.

Sobre aquest punt, entenem que el fet de no prendre mesures suficients per a introduir criteris d'eficiència a les empreses i a les entitats financeres paral·lelament a l'aplicació d'aquests programes, pot fer necessari arbitrar programes addicionals del mateix caire per a poder procedir a la privatització o reestructuració del sistema bancari. En altres termes, si no es procedeix a una reestructuració de les empreses encara ubicades a l'esfera de l'Estat, poden seguir augmentant els crèdits dubtosos i pot seguir éssent necessari reestructurar els balanços dels bancs mitjançant el sistema de consolidació, cosa que ajornaria indefinidament la privatització del sistema bancari. Creiem, doncs, molt coherent l'abans esmentada recomanació a la SHAE d'accelerar la reestructuració al sector

industrial que s'explicita a l'exposició de motius de la modificació de la Llei Bancària efectuada el 1.993.

14) D'altra banda, si el sanejament actual del sistema bancari no va seguit a curt termini per la privatització o per un canvi en els criteris de gestió, la inoperància davant el procés de privatització de les empreses es podria perllongar. Volem posar l'accent en el fet que, a priori, la privatització no és imprescindible en aquest raonament. Ja ens hem qüestionat anteriorment si una dosi apreciable de participació del sector públic podria ser aconsellable, per tal de modular amb perspectiva de llarg termini la pauta del desenvolupament econòmic i de la privatització al sector industrial.

Veiem aquí un element de sincronització necessari entre privatització a les empreses industrials i al sector bancari que se junta amb la sincronització igualment rellevant en sentit invers al descrit i concretada en la necessitat de finançament per a inversors potencials i per al funcionament de les empreses ja privatitzades o transformades.

En últim terme, podria haver-se estudiat la possibilitat d'adaptar el ritme de privatització de les empreses al ritme possible de privatització dels bancs, donada la seva importància estratègica. Ens qüestionem però, en aquesta hipòtesi, si el govern hongarés hauria pogut afrontar conjuntament la reestructuració necessària d'empreses i bancs pel seu elevat cost pressupostari i pel seu fort impacte sobre la societat.

15) Centrats encara en el sector bancari però adoptant una altra perspectiva, hem observat un cert contrast entre la promoció implícita d'un model d'empresa amb uns fons propis relativament reduïts respecte el finançament total, una alta concentració de l'accionariat i una forta dependència del finançament creditici amb un sistema bancari poc desenvolupat i operant amb criteris desfasats respecte als ja utilitzats per algunes empreses. Les inversions productives amb criteris empresarials no troben finançament bancari atorgat també amb criteris empresarials. Aquest prové dels bancs estrangers o de les cases matriu dels inversors foranis en forma d'ampliacions de capital i, en qualsevol cas, es dirigeix prioritàriament cap a les empreses estrangeres. La consolidació de la privatització de l'economia requeriria, en aquest sentit, que les entitats bancàries estiguessin privatitzades o que actuessin amb criteris d'eficiència comparables.

La situació descrita sembla estar configurant una estructura empresarial de caràcter dual: un grup d'empreses bàsicament estrangeres té accés al finançament a través de bancs també estrangers - o alternativament de les cases matriu-i, a més a més, gràcies a la seva activitat exportadora, pot obtenir liquiditat suficient per a finançar el capital circulant i l'expansió del negoci; i un segon grup, bàsicament domèstic, s'enfronta a restriccions creditícies i a l'encariment dels crèdits per motius relacionats amb la situació patrimonial de les entitats i amb la Llei de Fallida.

Aquesta situació poc desenvolupada del sistema financer no ha contribuït a la transmissió d'impulsos i criteris d'economia de mercat en el context de la política d'estabilització.

16) Pel que fa a la modificació periòdica de criteris identificada com a carència de la gestió del gradualisme, hem pogut comprovar al capítol 2 com s'han produït succesius desplaçaments entre plantejaments centralitzats i descentralitzats i entre tècniques de privatització incentivadores dels inversors domèstics i de la inversió estrangera. Aquesta última ha estat, en tot cas, la principal protagonista, especialment durant el període 1.990-92. L'ur dinamisme ha omplert els buits provocats per la manca de finançament intern, per la inexistència o inadequació de les actituds empresarials domèstiques i, també, per la manca d'un mercat de capitals mínimament desenvolupat i d'un sistema bancari que recolzés els inversors interns. En contrapartida, hem vist que tendeix a incrementar-se la preponderància de les decisions externes.

A partir de 1.993 hem detectat una major activitat per part dels inversors domèstics els quals s'han vist motivats, tot i que en menor grau que l'esperat, per les mesures financeres i fiscals d'impuls instrumentades. Hi han indicis de que aquest canvi d'orientació ha coincidit amb la constatació de que la qualitat dels actius pendents de privatitzar és substancialment inferior a la dels actius ja privatitzats.

En resum, atenent a tot el que hem exposat en relació als criteris directors, podem afirmar que degut a la incertesa i indefinició sobre el paper que ha d'assumir l'Estat, a l'escàs arrelament dels hàbits propis d'una economia de mercat en els agents econòmics, a les periòdiques modificacions de criteri quant als mecanismes a potenciar, a les característiques de la gestió realitzada del gradualisme - en qualsevol cas inevitable - i a la poca sincronització de la privatització a les empreses industrials i al sector bancari, s'han produït importants disfuncions en l'aplicabilitat en el temps inicialment previst dels esmentats criteris de la política de privatitzacions.

D'altra banda, la possibilitat real a curt termini de transferir actius a inversors estrangers, sense problemes de finançament i amb un impacte macroeconòmic favorable, sembla haver primat sobre l'objectiu de transformació gradual i harmònica. Com a conseqüència d'això s'ha alentit i distorsionat el procés.

Dins encara del bloc de conclusions específiques, passem a destacar a continuació els principals obstacles o condicionants referits al disseny i funcionament dels mecanismes de privatització emprats que, d'acord amb la investigació duta a terme, més han influït en els discrets resultats.

17) Els primers que considerarem són els mecanismes descentralitzats, és a dir, el mecanisme de privatització espontània endegat ja abans de la llei reguladora de la transformació, la privatització a iniciativa de la pròpia empresa

i la privatització a iniciativa dels inversors.

Atenent als casos que hem aportat i a la descripció de les corresponents seqüències, els tres mecanismes presenten, sobre el paper, uns plantejaments coherents. Les possibles distorsions provenen de l'aplicació. Hem seleccionat les següents:

- a) Irregularitats per manca de control abans de la creació de l'AEP.
- b) Confiança excessiva en les consultores i distorsions derivades de la seva intervenció.
- c) Fixació restringida dels requisits per a optar al Programa a iniciativa de la pròpia empresa.
- d) Control burocràtic ineficient per part de l'AEP.
- e) Marc institucional encara no consolidat.
- f) Insuficient desenvolupament del sistema bancari i del mercat de capitals.
- g) Manca de coordinació entre la privatització de les empreses i la dels bancs, agreujada, en el cas dels inversors domèstics, per la forta dependència del finançament de tercers i per la incidència de la Llei de Fallida.
- h) Impacte de la política d'estabilització i expectatives incertes.
- i) Aspectes sistèmics quant a la predisposició dels inversors domèstics a participar.
- j) Afavoriment de les empreses estrangeres en la manera de regular l'aplicació dels mecanismes.

k) Afavoriment de la concentració del capital i de la continuació de les situacions de monopoli. Les tendències internacionals propicien també aquesta distorsió.

l) Necessitat prèvia de reestructuració no atesa.

18) Quant als mecanismes centralitzats, podem explicitar els següents aspectes, com a possibles responsables dels decevedors resultats:

a) Els punts d a i de l'apartat anterior.

b) Selecció de les empreses.

c) Selecció inadequada de les tècniques o combinació de tècniques en relació al tamany de les empreses i a la situació de l'entorn.

d) Insuficient prospecció d'inversors estratègics estrangers.

e) Excés de criteris polítics i de condicionants de política macroeconòmica a curt termini, ambdós inadequats per a donar resposta a les necessitats de les empreses en procés de privatització.

f) Reestructuració de l'AEP i creació de la SAHE. Rigidesa.

g) Marginació dels inversors domèstics.

19) Resta comentar el mecanisme de privatització massificada que, des de la seva aparició el maig de 1.993, s'aplica simultàniament amb els anteriors. Hi hem identificat els següents condicionants:

a) Influència del clima econòmic general i de la política

- d'estabilització. Especial preocupació pel dèficit públic.
- b) Aspectes sistèmics relatius al comportament de famílies i empreses com a inversors. Resposta menor de l'esperada a l'esquema dels crèdits per a fomentar l'adquisició de cupons.
 - c) Indefinició de la fiscalitat.
 - d) Insuficient desenvolupament i poc satisfactòries experiències amb la Borsa.
 - e) Esgotament de l'estoc d'empreses de qualitat susceptibles de cotitzar a borsa amb perspectives de rendabilitat.
 - f) Preus de sortida sobrevalorats, més coherents amb l'objectiu recaudatori de l'Estat, que amb l'objectiu de distribució de la propietat implícit al mecanisme.
 - g) Discrecionalitat en la fixació de la paritat cupons/accions.
 - h) Percepció d'una possible instrumentalització política.
 - i) Incertesa davant les eleccions de 1.994.
 - j) Impacte de la Llei de Fallida.
 - k) Trencament del criteri de mercat en la privatització.
 - l) Percepció que aquest tipus de privatització propicia el control final per part dels anteriors gestors degut a la gran dispersió de la propietat.
 - m) Interès prioritari dels subscriptors de cupons i accions per a obtenir guanys mitjançant la venda en mercat secundari dels títols, en detriment de l'opció de constituir-se en accionistes permanents de les companyies.
- En aquest sentit, el limitat desenvolupament de l'esmentat

mercat secundari suposa un fre per a l'impuls d'aquest mecanisme.

n) Possible desinterès dels inversors que han participat inicialment en la privatització per a continuar-la a través d'aquest procediment.

ñ) Component inflacionari dels cupons.

En definitiva, centrats en els mecanismes, els aspectes sistèmics i institucionals, la descoordinació amb la política d'estabilització així com l'orientació cap als inversors i intermediaris estrangers, la burocratització o discrecionalitat en els processos i el poc desenvolupament del sistema financer estan a la base dels precaris resultats obtinguts. Hem observat que el disseny i operativa dels mecanismes en sí mateixos no ha estat considerat un obstacle de la mateixa rellevància que els relatius a les disfuncions observades en posar en marxa els mecanismes en un entorn concret.

Un cop sintetitzats els condicionants i obstacles específics de la política de privatitzacions estem ja en condicions d'especificar les conclusions generals respecte els tres àmbits on, segons el nostre criteri, la carència d'una visió global, o la impossibilitat d'instrumentar la política econòmica d'acord amb ella, entenem que ha estat decisiva. Els tres àmbits o aspectes seleccionats com a especialment rellevants en el procés són el pes específic de la privatització, l'aportació del sistema financer i les actituds dels agents econòmics.

20) Respecte el pes específic atorgat a la privatització, el govern hongarès ha actuat molt condicionat per la situació econòmica interna que dificultava experimentar noves fòrmules de gestió dins del sector públic i impedia reestructurar previamente les empreses. La mateixa pressió de les mesures estabilitzadores i d'equilibri pressupostari està a la base de la prioritat donada a la inversió estrangera, en la transferència dels actius estatals. Segons això, el govern estaria desaprofitant oportunitats de millorar l'eficiència al marge dels processos de transferència de la propietat. La indefinició de la fase de transformació i l'orientació excessiva de la privatització cap a inversors estrangers, impedeixen, per exemple, en aquest sentit que el mecanisme de mercat arrelí en els gestors i inversors potencials domèstics.

Al costat de la pressió exercida per la situació econòmica interna, la indefinició del paper de l'Estat i la manca d'una priorització de les funcions econòmiques i socials del Pressupost ha estat un obstacle addicional per a fomentar la competitivitat i el dinamisme de l'activitat econòmica i pot condicionar el curs immediat de la transició ajornant la seva efectiva consolidació.

21) Com a element comú a tots els mecanismes i que constitueix, doncs, una de les principals causes de l'evolució descrita, hem analitzat la situació i criteris de transformació del sistema bancari i la seva adequació als procediments emprats per a privatitzar les empreses.

La manca de sincronització del procés privatitzador o de les fases prèvies de sanejament de les empreses industrials i de les entitats financeres és una segona carència a destacar. Només volem afegir a les consideracions efectuades anteriorment que aquesta manca de sincronització podria tenir conseqüències més generals en afectar altres aspectes de l'estratègia de transició del sistema.

El sistema financer constitueix, en efecte, un dels principals vehicles transmissors dels impulsos de la política econòmica sobre els agents econòmics en una economia de mercat guiada per criteris empresarials en les sol·licituds i concessions de crèdit i, on l'accés als fons pressupostaris està bloquejat. Tot sembla indicar, en aquest sentit, que entre els elements explicatius de la lentitud amb què s'estan modificant les actituds dels esmentats agents s'hi inclouen el retard en l'inici del procés privatitzador del sistema bancari i les reaccions de cautela, dins d'aquest àmbit, a les mesures liberalitzadores globals, especialment a la Llei de Fallida.

22) Precisament, la tercera carència seleccionada fa referència als aspectes sistèmics. L'èxit de la política d'estabilització i de les mesures de reforma estructural depèn, en últim terme, de la resposta dels agents econòmics. Qualsevol dels temes encetats en aquest projecte d'investigació ha derivat cap a referències o valoracions sobre els hàbits, motivacions, incentius i comportament general d'aquests agents. Per això, un dels resultats colaterals que hem obtingut i que hem contrastat

repedidament és que, o bé l'entorn institucional no és l'adequat encara per a que els agents econòmics responguin eficaçment a les incitacions macroeconòmiques, o bé els agents econòmics no sintonitzen correctament amb el nou entorn.

Com a conclusió final, podem afirmar que els tres primers anys de la transició de l'economia hongaresa han estat condicionats per la sensibilitat a les inversions estrangeres, com a variable que solventava de forma simultània i solapada els objectius a curt termini de la política de privatitzacions, de la política d'estabilització i, a través dels efectes difusors de la seva gestió, de l'adequació institucional al funcionament del mercat. Els mecanismes de privatització i les mateixes tècniques emprades s'han orientat a optimitzar aquesta possibilitat a curt termini i només quan s'ha produït una desacceleració de les referides inversions o s'ha aguditzat la polèmica interna sobre la seva conveniència, s'han dissenyat o aplicat noves fòrmules per a continuar el procés. La pèrdua de dinamisme de la inversió estrangera, en posar més de manifest els punts febles de la política instrumentada, suposaria, des d'aquesta òptica, una nova desacceleració en el procés de transició.

En aquest context, l'entremat d'interrelacions considerat en aquest treball, no s'ha gestionat amb criteris d'harmonia, com es pretenia en proclamar els avantatges del gradualisme. Contràriament, cercant una major eficàcia a curt termini de la política econòmica, s'han intentat controlar els succesius efectes i neutralitzar els inevitables tensionaments provocats

per aquell impuls de la inversió estrangera. La consolidació d'aquesta, dependrà però novament, de les expectatives que generi la situació global de l'economia i la seva efectiva liberalització.

La complexitat de l'entorn no s'ha afrontat, doncs, de manera estratègica, sense que, durant el període analitzat, això hagi suposat avantatges perceptibles des del punt de vista de la consecució dels objectius perseguits. La limitada perspectiva temporal de la investigació, confereix, en aquest sentit, un marcat caràcter de provisionalitat a les conclusions a les quals hem arribat, conclusions que, per tant, no poden considerar-se tancades quant a la valoració del període de transició transcorregut, ni extrapolables cap al futur. Noves variables lligades tant a l'evolució de l'economia com a la sociologia i a la psicologia dels agents econòmics, ara latents, podrien afectar doncs els esdeveniments dels pròxims anys.

BIBLIOGRAFIA

ABEL, István i BONIN, P. John (1.993), The "Big-Bang" versus "Slow but Steady": A comparison of the hungarian and the polish transformations, Centre for Economic policy Research (CEPR) nº 626, London.

ACKERMANN, Charbel i LINDQUIST, John (1.992), Acquiring in Eastern Europe: The record to date a Mergers & Adquisitions Europe, juny.

AGHION, Philippe (1.993), Economic Reform in Eastern Europe: Can theory help?, European Economic Review nº 37, North-Holland.

AKOS, P. (1.990), Market Strategy of the Hungarian Enterprise. Sources of Inadequate Response to Environmental Challenges, Eastern European Economics, Vol.28 nº 2 New-York.

AKOS, Valentinyi (1.992) Monetary Policy and Stabilization in Hungary, Soviet Studies Vol. 44 no 6.

AMAT, O. (1.984), Análisis Económico-Financiero, Servicio de Publicaciones del Estudio Legal, Tributario y Financiero, Barcelona.

ANDREFF, Wladimir (1.991), Reforma o mutación del sistema

económico, a Wladimir ANDREFF et al. Europa del Este ante el cambio económico, Colegio de Economistas de Madrid.

ANDREFF, Wladimir (1.991a), Técnicas y experiencias de privatización: La "success story" de las privatizaciones en Francia y las necesidades actuales de los países de Europa del Este, Cuadernos del Este nº 3.

ANDREFF, Wladimir (1.992), Restricciones sistémicas y restricciones externas a las privatizaciones, Cuadernos del Este nº 7.

ANDREFF, Wladimir (1.993), El largo proceso de privatización en la Europa del Este: Obstáculos y balance provisional, Información Comercial Española nº 717, maig.

ANTAL, László (1.979), Development-With some disgression:The hungarian Economic Mechanism in the seventies, Acta Oeconomica, 23, nº 3-4.

ANTAL, László (1.988), Turning Point and Reform, Eastern European Economics Vol. 26 nº 4.

ARGIMON, Isabel; GONZALEZ PARAMO, José Manuel; MARTIN, Maria Jesus; i ROLDAN, José Ma (1.993), El papel de las infraestructuras en la producción privada, Boletín Económico del Banco de España, juny.

ASH, NIGEL (1.992), Counting on bank change, Suplement d'Euromoney, abril.

BANKS AND EXCHANGES (Bank és Tőzsde), (B.E.), (1.993), Setmanari financer i de Negocis, Budapest, números corresponents al 28-1-93 i al 18-6-93.

BANK OF AUSTRIA (B.A.), (1.993) East-West Reports, publicació mensual, diversos números.

BARDHAN, Pranab (1.991), On the Concept of Power in Economies Economics and Politics, Vol.3 nº 3, Novembre.

BASTIDA, Benjamín (1.991), La Unión Soviética: Se acabó la Perestroika a Wladimir ANDREFF et al. Europa del Este ante el cambio económico, Colegio de Economistas de Madrid.

BAUER, Tamás (1.976), The contradictory position of the enterprise under the New Hungarian Economic Mechanism, Eastern European Economics, 15, nº 1.

BEERGLOF, E. (1.990), Capital Structure as a Mechanism of control: A comparison of Financial Systems a The Firm as a Nexus of Treaties, Aoki, M. Gustaffson and O. Williamson eds. Sage press.

BEESELEY, M.E. (1.992), Privatizations, regulation and deregulations, Rouledge in association with I.E.A.

Institute of Economic Affairs London.

BEGG, David i PORTES, Richard (1.993), Enterprise Debt and Financial Restructuring in Central and Eastern Europe, European Economic Review nº 37.

BERLINER, Joseph S. (1.974), Management Incentives and Decision Making: A comparison of The United States and The Soviet Union, a M. Bornstein (1.974).

BIEHL, Dieter (1.988), Las infraestructuras y el desarrollo regional, Papeles de Economía Española nº 35.

BISHOP, M., KAY, J.A., MAYER, C.P. i THOMPSON, D.J. (eds.) (1.992), Privatization and Regulation: The U.K. Experience, Oxford University Press.

BLANCHART, O. (1.991), Notes on the speed of transition, unemployment and growth, MIT, Cambridge MA.

BLANCO, Francisco; MALLOL, Jesús R. (1.991), Privatizaciones. Métodos de de valoración: En busca del precio justo, Economistas nº 49, Abril/Maig.

BLOMMESTEIN, Hans J. i MARRESE, M. (1.991), Transformation des économies planifiées: Réforme du droit de propriété et stabilité macro-économique, O.C.D.E., Paris.

BLOMMESTEIN, Hans J. (1.992), Clef du marché à l'Est: un système bancaire efficace, L'observateur de l'O.C.D.E. agost-setembre. Extracte del llibre d'imminent publicació La restructuration du secteur bancaire en Europe Centrale et Orientale, Les éditions de l'OCDE, Paris.

BOISSEVAIN, Benjamín i SCHUSTER, Walter (1.992), Europe de l'Est: Surmonter les problèmes d'investissement, Analyse Financière, 2º trimestre.

BOKROS, Lajos (1.992), Privatization and Capital Market development in Hungary, Hungarian Foreign Trade Bank Ltd. Economic Review nº 1.

BOLETIN OFICIAL DEL ESTADO, Acuerdo Europeo por el que se crea una Asociación entre las Comunidades Europeas y sus Estados Miembros, por una parte, y la República de Hungría por otra, hecho en Bruselas el 16 de diciembre de 1.991, Suplemento del número 106 4 de Mayo de 1.994.

BOLTON, Patrick i ROLAND, Gérard (1.992), Privatization in Central and Eastern Europe, Economic Policy, Octubre.

BOOTE, Anthony R. (1.991), Economic Reform in Hungary since 1.968, Occasional Papers, International Monetary Fund, Washington.

BORNSTEIN, Morris (1.974), Comparative Economic System: Models

and Cases, Richard D. Irwin, Inc. 1.974

BORNSTEIN, Morris (1.992), Privatisation in Eastern Europe, Communist Economies and Economic Transformation, Vol. 4 nº 3.

BOYCKO, Maxim, SHLEIFER, Andrei i VISHNY, Robert W. (1.993), Privatizing Russia, Economic Activity nº 2.

BRABANT, Joseph M. Van (1.992) Rumbos de la privatización en el Este a Cuadernos de Este nº 7.

BRADA, J.C. i DOBOZI, I. (1.989), Economic Reform in Hungary. An overview and Assessment, Eastern European Economics, Fall, Part.I New-York.

BRAINARD, L. (1.991), Reform in Eastern Europe: Creating a Capital Market, Federal Reserve bank of Kansas City, Economic Review, Gener-Febrer.

BRUNO, Michael (1.992), Stabilization and Reform in Eastern Europe. A preliminary evaluation. IMF Staff Papers Vol.39 nº 4, desembre.

BRUS, W. (1.986), Histoire Economique de l'Europe de l'Est (1.945-1.985), Eds. La Decouverte, Paris.

BRUS, W. i LASKI, K., (1.991), From Marx to the market:

Socialism in Search of an Economic System, Glarendon Press,
Oxford, New-York.

BUSINESS PARTNER HUNGARY (B.P.H.), diversos números 1.993,
publicació mensual.

CALVO, G. i FRENKEL, J. (1.991), Credit markets, credibility and
economic transformation, Journal of Economic Perspectives.

CAVE, M. i HARE, P. (1.981), Alternative Approaches to Economic
Planning, MacMillan, Londres.

R. CAVES i R. JONES (1.977), World Trade and Payments, Little
Brown, Boston.

CEE-ONU, United Nations, Economic Comission for Europe, (1.992),
Economic Survey of Europe 1.989-90, United Nations, New-
York.

CEE-ONU, United Nations, Economic Comission for Europa (1.993),
Reform Issues in the former Soviet Union, nº 49.

Central European (C.E.), (1.993), diversos números. Publicacions
Euromoney.

- Petofi's Hungarian Tax Arbitrage, setembre.
- Hungary Utilities, setembre.

CHANDLER, A. (1.990), Scale and Scope. The dynamics of Industrial Capitalism, Harvard University Press.

COCO, David (1.992), Un fonds d'investissement industriel en Hongrie: une étude de cas de privatisation, Analyse Financière 3^e trimestre.

CORBETT, Jenny i MAYER Colin, (1.991), Financial Reform in the Eastern Europe: Progress with the wrong model, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 7 n^o 4.

CRANE, k. (1.991), La Réforme des droits de propriété: étude sur la Hongrie, a BLOMMESTEIN, H. i MARRESE, M. (1.991), O.C.D.E.

CSABA, László (1.991), Systemic Change and Stabilization in Eastern Europe. Aldershot and Brookfield, NY. Dartmouth Publishing Co.

DE ANNE, J. i THOMSEN, S.E., (1.989), Inward Investment and Foreign owned firms, Royal Institute of International Affairs, Londres.

DE CECCO, M. (1.989), Alternative Modes of Financial Organization a Ch. KESSIDES et Al. eds. Financial Reform in Socialist Economies, Washington, DC, The World Bank.

DE LA CAMARA, Carmen (1.994) La Perestroika de los managers

rusos, Tesi Doctoral dirigida pel Dr. Benjamín Bastida Vila, Universitat de Barcelona.

DENTON, Nicholas (1.994), Investors block float of MATAV, Financial Times del 24-5-94. Del mateix autor, Hungarians queue again, for shares, i Charge pushes Hungarian Bank into deficit també al Financial Times del 22-4-94 i del 13-5-94, respectivament.

DEWATRIPONT, M. i ROLAND, G. (1.992a), The virtues of gradualism and legitimacy in the transition to a market economy, Economic Journal nº 102.

DEWATRIPONT, M. i ROLAND, G. (1.992b), Economic Reform and dynamic political constraints, Review of Economic Studies nº 59.

DEWATRIPONT, M. i TIROLE, J. (1.992c), A theory of debt and equity: diversity of securities and manager-shareholder congruence a MAYER, C. i VIVES, X. Financial Intermediation in the construction of Europe, Cambridge University Press, Cambridge.

DICZHAZI, Bertalan (1.994), Facts and Figures on Hungarian Privatization, PRIVINFO, Vol.3 nº 4, febrer.

DIETRICH, Verena, (1.993), Hungary- Uncertainty slows expected economic upturn, East-West Report, Setembre.

DITTUS, Peter (1.994), Corporate Governance in Central Europe: The role of Banks, Bank for International Settlements Economic Papers nº 42, Basle.

DOBOSIEWICZ, Zbigniew (1.992), Foreign Investment in Eastern Europe, Rouledge, Londres.

DOING BUSINESS WITH EASTERN EUROPE (D.B.E.E.), Publicació trimestral (1.992, 1.993), diversos números. Business International Limited.

DUNNING, J.(1.982), Multinational Enterprises in the 1.970's, European Merger Control, Vol.1, Berlín.

EAST-EUROPEAN MARKETS (E.E.M.), Publicació mensual (1.993-1.994), diversos números.

ECO-BRIEF (E.B.), Publicació mensual (1.992 a 1.994), diversos números, Hungarian Ministry of International Economic Relations. Budapest.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, (E.I.U.), (1.992, 1.993 i primer trimestre 1.994), Hungary: Country Report, The EIU, diversos números, London.

EDWARDS, Ben (1.994), Bonds Bloom in Budapest, Euromoney, març.

ELLMAN, M. (1.989), Socialist Planning, 2ª ed. Cambridge

University Press, Cambridge.

EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, BERD (1.993),
Annual Economic Review 1.992, London.

EUROMONEY (1.993a), Central European, diversos números 1.992-93.
London.

FACTS SHEETS ON HUNGARY (F.S.H.), (1.991-1.994), diversos
números. Ministry of Foreign Affairs, Budapest.

FARRIOLS, Xavier (1.980), Rasgos definitorios del sistema de
gestión soviético del comercio exterior, Memòria presentada
per a la obtenció del grau de Llicenciatura en Ciències
Econòmiques i Empresariales.

FEHER Ferenc, (1.983) Análisis de la Revolución Húngara, Ed.
Hacer, Barcelona.

FERNANDEZ, R. i RODRICK, D. (1.991), Resistance to Reform:
Status quo bias in the presence of individual-specific
uncertainty, American Economic Review Vol. 85 nº 5
deseembre.

FISCHER, S., (1.992), Privatization in East European
Transformation, NBER Working Paper n. 3.703.

GABOR, I.R. (1.989), Second Economy in State Socialism: Past

Experience and Future Prospects. The case of Hungary,
European Economic Review, Vol. 33 nº 2-3, març.

GACS, J. (1.989), Descentralización y liberalización de la economía húngara, Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 4 Madrid.

GADO, Ottó (1.993), Business in Hungary, Ministry of Foreign Affairs, Budapest.

GALGOCZI, Béla (1.992), Some experiencies of Joint Ventures in Hungary. Institute for Social Studies, Budapest.

GALGOCZI, Béla (1.993), The Change of Investment Environment in Hungary, Institute for Social Studies, Budapest. Agost.

GALGOCZI, Béla (1.993a), Strategies of Privatization in Hungary, Mimeo, setembre.

GALGOCZI, Béla (1.993b), The Change of Investment Environment in Hungary: Experiences of Joint-Ventures a Grup d'Estudis dels Països d'Europa Central i Oriental, Universitat de Barcelona, Entrepreneurship in East-European Countries in the framework of increasing East-West Economic compatibility, Barcelona, setembre.

GATSIOS, (1992), Privatization in Hungary: Past present and futur, CEPR Discussions Paper 642).

GAVIN, Brigid (1.993), Some Normative Principles for Direct Foreign Investment a Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Juny.

GKI GAZDASAGKUTATO (Institut d'Investigació Econòmica), (1.994), The situation of the hungarian economy preceding the general election due in 1.994, Budapest abril.

GOMULKA, Stanislaw (1.991), The causes of recession following stabilization, Comparative Economic Studies Vol. 33 no.2.

GRAHAM, Edward M. (1.992), Los determinantes de la inversión extranjera directa: teorías alternativas y evidencia internacional, Moneda y Crédito, Segunda Epoca nº 194.

GROSSMAN, S. i HART, O. (1.986), The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral integration, Journal of Political Economy nº 94.

GUAL, Jordi (1.992), La competitividad sectorial de la economía española, Document de Treball de l'Institut d'Estudis Superiors de l'Empresa (I.E.S.E.).

HARDY, Daniel i LAHIRI, Ashok Kumar (1.992), Bank Insolvency and Stabilization in Eastern Europe, IMF Staff Papers Vol,39 nº 4 desembre.

HARE, Paul (1.991), The Assessement: Microeconomics

of Transition in Eastern Europe, Oxford Review of Economic Policy. Vol.7 nº 4.

HARE, Paul i REVESZ, Tamás (1.992), Hungary's transition to the market: the case against a big-bang, Economic Policy Eastern Europe nº 14, abril.

HART, Oliver D. (1.983), The Market Mechanism as an Incentive Scheme, Journal of Political Economics nº 14.

HETI VILAGZASZAG, (H.V.), diversos números (1.992, 1.993).
Revista mensual.

HUNGARIAN BANK LETTER (H.B.L.), (1.992-1.994), diversos números.
Butlletí mensual de l'Associació de Banca Hongaresa.
Budapest.

HUNGARIAN BUSINESS BRIEF (H.B.B.), Publicació bi-setmanal,
diversos números (1.991, 1.992, 1.993 i 1.994). Commercial
and Credit Bank. Budapest.

HUNGARIAN BUSINESS HERALD (H.B.H.), Publicació trimestral,
diversos números (1.992, 1.993 i 1.994), Hungarian Ministry
of International Economic Relations. Budapest.

HUNGARIAN BUSINESS REVIEW (H.B.R.). (1.994), nº 1.

HUNGARIAN CENTRAL STATISTICAL OFFICE, (H.C.S.O.), (1.989, 1.990,

1.991, 1.992, 1.993), Statisztikai Evkönyv, Budapest.

HUNGARIAN CHAMBER OF COMMERCE (HCC), (1.993), Investment and Business guide to Hungary, Business Promotion Service of The Hungarian Chamber of Commerce, Budapest.

HUNGARIAN MINISTRY OF FINANCE (H.M.F.), (1.992) Economic Policy 1.993-94 Vol.I (Economic policy and forecasts) i II Economic Actions and Legislations), Budapest.

HUNYA, Gábor (1.993), Frictions in the Economic Transformation of Czechoslovakia, Hungary and Poland, WIIW Forschungsberichte, Instituto de Viena de Estudios Económicos Comparados nº 190, febrer.

HUSAIN, Aasim M. SAHAY, Ratna (1.992), Does Sequencing of Privatization Matter in Reforming Planned Economies?, IMF Staff Papers Vol.39 nº 4, desembre.

INTERNATIONAL FINANCING REVIEW, (I.F.R.), Publicació setmanal (1.992, 1.993, 1.994), diversos números.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI), (1.992-1.993), Estadísticas Financieras Internacionales, Revista mensual.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI), (1.992a), World Economic Outlook, Washington, D.C., setembre.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, (1.993), Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe. Occasional Paper nº 102, Febrer.

INTERNATIONAL REPORTS (I.R.), publicació setmanal (1.992, 1.993 i 1.994), diversos números.

JACKSON, Marvin (1.992) Constraints on Systemic Transformation and their Policy Implications Oxford Review of Economic Policy Vol.7 nº 4.

JACOMET, Thierry (1.992), Le Cadre Juridique Général des Opérations de privatisation en Europe de l'Est, Analyse Financière, 2º trimestre.

JOHNSON, S.R. (1.993), State-Market-Civil Institutions : The case of the Eastern Europe and the Soviet Republics, World Development, Vol. 21 nº 4 Abril.

JONES, L., TANDON, P. i VOSELSANG, I. (1.990), Selling Public Enterprises: A Benefit/Cost Approach, Cambridge MIT, Press.

JONES, Colin i TIMEWELL, Stephen (1.994), Budapest Sounds its horn, The Banker, Juliol.

JUHASZ, Imre (1.993), Comparing the various forms of Payment, PRIVINFO, Vol.2, nº14, 2-7-1.993.

- KADAR, Béla (1.993), The role of Foreign Investments in Hungary, Hungarian Business Herald nº 1.
- KASER, Michael i ALLSOPP, Christopher (1.992), The assessment: Macroeconomic transition in Eastern Europe, 1.989-91, Oxford Review of Economic Policy Vol. 8 nº 1.
- KISS, Tibor (1.981), International Division of Labour in open Economies with special regard to the CMEA, Akadémiai Kiadó Budapest.
- KISS, Tibor (1.993), La integració d'Hongria a la Unió Europea, Conferència pronunciada el 10-11-93 al Patronat Català Pro-Europa organitzada pel Consulat General de la República d'Hongria a Barcelona.
- KISS, Yudit (1.992), Privatisation in Hungary-Two years later, Soviet Studies, Vol. 44 nº 6.
- KLAUS, Vaclav (1.990), Contribution à la discussion "L'aprèscommunisme: une troisième voie?", Le Débat, Gallimard, nº 59, Paris, març-abril.
- KLUSON, Václav (1.991), The Transformation of a State Enterprise Into a Joint-Stock Company, Eastern European Economics, Vol.30 nº 2, winter 1.991-92.
- KORNAI, János (1.980), Economics of Shortage, Amsterdam, North

Holland Pub.

KORNAI, J. i MATITS (1.986), Softness of the budget constraint. Analysis Relying on the data firms, Acta Oeconomica nº 32.

KORNAI, János (1.990), The road to a free economy, New-York, Norton cop. Traducció a l'espanyol d'editorial Ariel, 1.991.

KOVACS, B, (1.994), Draft Guidelines for the privatization of banks, PRIVINFO, Vol.3, nº 4, febrer.

KOVES, Andras (1.992), Shock Therapy versus gradual change: Economic Problems and Policies in Central and Eastern Europe (1.989-91), Acta Oeconomica, Vol.44 1-2.

KUCZI, Tibor i VAJDA, Agnes (1.992), Privatization and the Second Economy, The New hungarian Quaterly, Vol.33 nº 126.

KUZMINOV, Yaroslav (1.993), Transition to a market economy and the problems of changing the economic culture publicat a la revista de la Comissió de les Comunitats Europees, European Economy nº 49.

LACQUE-LABARTHE, Dominique (1.993), L'organisation de systèmes bancaires sûrs et efficaces en Europe Centrale et Orientale, Cahiers Économiques et Monétaires de la Banque de France, primer semestre.

LAFFONT, Jean Jacques (1.985), Théorie des incitations et économie publique, a COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, Calcul Economique, Recherches Economiques et Sociales nº 15, 3º trimestre.

LAVIGNE, Marie (1.979), Les Economies Socialistes Soviétique et Européennes, Armand Colin, Paris.

LAVIGNE, Marie i ANDREFF, Wladimir (1.985), La Réalité Socialiste: Crise, adaptation et progrès, Economica, Paris.

LAVIGNE, Marie (1.991), Reformas Económicas en la U.R.S.S. y en la Europa del Este: Perspectivas para los años noventa, a Wladimir ANDREFF et al. Europa del Este ante el cambio económico, Colegio de Economistas de Madrid.

LAVIGNE, Marie (1.993), Comparación de las políticas económicas aplicadas en Hungría, Polonia y Checoslovaquia, Información Comercial Española nº 717, maig.

LOPEZ MORENO, Luis (1.994), El difícil camino hacia la economía de mercado, Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.402, 21-27 febrer.

LORINCZ, Lajos (1.992), Réforme Constitutionnelle et administrative en Hongrie, Révue d'Etudes Comparatives Est-Ouest, nº 4.

- LUENGO, Fernando, (1.991), Las dificultades de la transición al mercado a Wladimir ANDREFF et al. Europa del Este ante el cambio económico, Colegio de Economistas de Madrid.
- MARCZEWSKI, Jean (1.979), La convertibilité des monnaies des pays du CAEM, Revue d'Etudes Comparatives Est-Ouest Vol. 10 nº 4, desembre.
- MARTIN, Pablo, RUESGA, Santos (1.991), La Economía Paralela en los Países del Este: La experiencia húngara, Cuadernos del Este nº 2.
- MARTINEZ-SERRANO, José Antonio i MYRO, Rafael (1.992), La penetración del capital extranjero en la industria española, Moneda y Crédito, 2ª época nº 194.
- MASARSKII, M.V. (1.991), Mif o Kollektivnoi sobstvennosti (El mite de la propietat col.lectiva), Ekonomika i organizatsiva promyshlennogo proizvodstva (EKO), nº 3.
- MASCAREÑAS, Juan (1.993), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas, Mc. Graw-Hill, Madrid.
- MATOLCSY, G. (1.991), Privatization: Hungary, Eastern European Economics, Vol.30 nº 1.
- MAYHEW, Ken i SEABRIGHT, Paul (1.992), Incentives and the

management of enterprises in economic transition: Capital markets are not enough, Oxford Review of Economic Policy Vol.8 nº 1.

MC. KINNON, Ronald I. (1.979), Money in International Exchange. The Convertible Currency System, Oxford University Press, Oxford New-York.

MELLAR, Tamás (1.993), The third stage of privatization has begun, Privinfo 2 de març, Vol.2 nº 6.

MERGERS & ADQUISITIONS INTERNATIONAL (M.A.I.), Publicació mensual, (1.991, 1.992, 1.993), diversos números.

MITCHELL, J. (1.992), Creditor passivity and bankruptcy: Implications for economic reform, a C. Mayer and X. Vives eds. Financial intermediation in the construction of Europe, Cambridge University Press, Cambridge.

MONITOR FIGYELŐ, (M.F.), (1.993-1.994), (Diversos números). Setmanari del K&H BANK.

MORRIS, Joseph M. (1.984), Adquisitions, Divestitures ans Corporate Joint-Ventures, John Wiley & Sons, Inc.

MUSGRAVE, R. i MUSGRAVE, P. (1.984), Public Finance in Theory and Practice, 4ª ed. New-York.

NADORY, István (1.992), The financing of Business Ventures in Hungary, Hungarian Business Herald nº 1.

NATIONAL BANK OF HUNGARY (1.992), Annual Report. Budapest.

NATIONAL BANK OF HUNGARY (N.B.H.), (1.992 i 1.993), Monthly Bulletin.

NATIONAL BANK OF HUNGARY (N.B.H.), (1.994), Overview of the Hungarian Economy, Febrer.

NEWBERY, D. (1.991), Reform in Hungary: Sequencing and Privatization, European Economic Review nº 35. North-Holland.

NEWSLETTER HUNGARY (N.H.), revista mensual, (1.991, 1.992, 1.993 i 1.994), diversos números. Hungarian Ministry of International Economic Relations. Budapest.

NISKANEN, William A.(1.991), La infraestructura básica de una economía de mercado. Reproduït de In Search of a Transition to a Free Society, The Mont Pelerin Society, Praga, a la Revista del Instituto de Estudios Económicos nº2 1.992.

NORTH, Douglas (1.990), Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press.

NOVE, Alec (1.993), Transition to the market and Economic

NUGENT, Jeffrey B. (1.993) Between state, markets and households: A Neoinstitutional analysis of local organizations and Institutions" World Development Vol.21 nº 4 Abril.

NUTI, D. Mario (1.991), Privatization in Hungary, original no publicat citat a M. Lavigne, 1.993.

NUTI, D. Mario (1.992), How to contain Economic Inertia in the Transitional Economies, Transition, The World Bank Newsletter about Reforming Economies, Vol. 3 nº 11, desembre.

O.C.D.E. (1.991), Etudes Economiques de l'OCDE: L'Hongrie, OCDE Ed., Paris.

O.C.D.E. (1.992), Regulatory Reform, Privatisation and Competition Policy, OCDE Ed. Paris.

O.C.D.E. (1.992a), Reforming the Economies of Central and Eastern Europe, Paris. Traducció publicada a la Revista del Instituto de Estudios Económicos nº2 1.992.

O.C.D.E. (1.992b), Evolution dans certains pays en dehors de la zone de l'OCDE, Perspectives Economiques de l'OCDE nº 52, desembre.

O.C.D.E. (1.992c), Agricultural Policy Reform and Public Goods, OCDE Ed., Paris.

O.I.T., Organización Internacional del Trabajo, (1.991), Transición y mercado de trabajo en los países de Europa del Este y en la U.R.S.S. Dossier 1.

PADILLA, Jorge (1.993), Comentari a J. Vickers (1.993), Moneda y Crédito, Segona Epoca, nº 196.

PEJOVICH, S. (1.990), The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems, Kluwer, Ed.

PERSANYI, Ferenc (1.992), Experiences of Privatization, Hungarian Business Herald nº 3-4.

PICHLER, Ferenc (1.993), Banks awaiting privatization, PRIVINFO Vol. 2 nº 18 setembre.

PlanEcon (P.E.), (1.993), diversos números.

POMMERHNE, W. i FREY, B. (1.976), Two Approaches to Estimating Public Expenditures, Public Finance Quarterly, Vol. 4.

PORTER, M. (1.992), Towards a Dynamic Theory of Business Strategy, Strategic Management Journal nº 13.

PORTES, Richard (1.991), Introduction to the Path of Reform in

Central and Eastern Europe. Número especial nº 2 d'European Economy.

PREGEL, Gert, SUÑOL, Rafael i NUENO, Pedro (1.989), Instrumentos financieros al servicio de la empresa, Ed. Deusto, Bilbao.

PRIVINFO (1.992, 1.993, 1.994), Publicació mensual, diversos números. Agència Estatal de Propietat. Budapest.

- Organizational and Functional Rules and Regulations of the State Property Agency. Vol. 2 nº 14, 2-7-93.

- Asset Management, privatization. State Holding Company, Tasks. Vol. 2 nº 6, 2-3-93.

- Facts about Hungarian Privatization 1.990 to 1.992. VOL. 2, nº 12 2-6-93.

- Self-privatization nearing completion. Vol.2 nº 24, 2-12-93.

- The activity of the State Holding Company. Vol. 2 nº 24, 2-12-93.

- Property Policy Guidelines. Vol. 3 nº2, 2-1-94.

RICHARDSON, G.B. (1.960), Information and Investment, Oxford Publications.

RICHET, Xavier (1.983), Dynamique de l'entreprise et droits de propriété: vers un entrepreneurship socialiste, Analyses de la SEDEIS nº 31, gener.

RICHET, Xavier (1.985), Politiques d'ajustement et réformes

institutionnelles en Hongrie a Marie LAVIGNE et Wladimir ANDREFF, La réalité socialiste, Economica, Paris.

RICHET, Xavier (1.992) Reestructuración Industrial y Transformación Económica en Europa Central y Oriental, Cuadernos del Este nº7.

RIECKE, Werner (1.993), Expanded Framework for monetary policy in Hungary, Hungarian Foreign Trade Bank, Ltd. Economic Review nº 1.

RITSON, Marjorie (1.994), After the Ball Banking Technology, febrer.

RODRIGUEZ, L; PAREJO, J.A. i CUERVO, A. (1.991), Manual de sistema financiero español, 3ª edición, Ariel, Barcelona.

ROLAND, Gérard (1.993), The Political Economy of transition in the Soviet Union, European Economy nº 49 setembre.

ROLAND, Gérard (1.993b), The political economy of restructuring and privatization in Eastern Europe, European Economic Review nº37. North-Holland.

ROSSI-LANDI, Ferruccio (1.978) L'Ideologia, Istituto Editoriale Internazionale (ISEDI), Milà. Traducció d'Editorial Labor, Barcelona 1.980.

ROTHSCHILD, Michael (1.994), Capital markets, Mixed opportunities, International Financing Review, abril.

RYBCZYNSKI, Tad. M. (1.991), The Sequencing of Reform, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 7 nº 4.

SADOULET, Elisabeth i THORBECKE, Erik (1.994), Le Renouveau de l'analyse économique du développement, Problèmes Economiques nº 2.361, 2 de febrer.

SALAS, Vicente (1.993), El papel de los mecanismos de asignación de capital en la competitividad a largo plazo de la economía española, ponència presentada al V Simposi sobre l'Economia Catalana sobre "El repte de l'economia productiva en el nou mercat únic europeu" celebrat a Barcelona el mes de febrer.

SAMUELSON, Paul (1.973), Pure Theory of Public Expenditure and Taxation a Public Finance Selected-Readings, Ed. Houghton, Middlesex.

SAUNDERS, A. i WALTERS, I. (1.991), Reconfiguration of Eastern European Banking and Financial markets, Journal of International Securities Markets, nº 3.

SAUVY, Alfred (1.984), Le travail noir et l'économie de demain, Ed. Calmann-Lévy, Paris.

SCOTT, Norman (1.992), The Implications of the Transition for Foreign Trade and Investment, Oxford Review of Economic policy, Vol.8 nº 1.

SEGURA, Julio (1.990), Las ganancias de eficiencia, Discurs Premio Rey Juan Carlos de Economia.

SHLEIFER, Andrei i VISHNY, Robert W. (1.986), Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy nº 94.

SIMONETI, Marko (1.993), A Comparative Review of Privatisation Strategies in Four Former Socialist Countries, Europe-Asia Studies, Vol.45 nº 1.

SMART, Tim (1.994), A land where bankers must be nimble, Euromoney, Suplement d'abril.

SOOS, K.A. (1.976), Causes of Investment fluctuations in the hungarian economy, Eastern European Economics nº 15.

STATE PROPERTY AGENCY (S.P.A.), (1.990), Privatization and Foreign Investment in Hungary, document intern. Budapest.

STATE PROPERTY AGENCY (S.P.A.) (1.990a), Background Information to First Privatization Programme, document intern, setembre.

STATE PROPERTY AGENCY (S.P.A.), (1.991), Second Privatization

Program 1.991, document intern.

STATE PROPERTY AGENCY (S.P.A.). (1.991a), Privatization and Foreign Investment in Hungary. Document intern. Març.

STIGLITZ, J.E. (1.989), Financial Markets and Development, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 5, nº 4.

TARDOS, Márton (1.980), The role of money: Economic relations between the State and the Enterprises in Hungary, Acta Oeconomica, 25, nº 1-2.

TEJERA, Camilo (1.980), Funciones de los Impuestos en el Nuevo Mecanismo Económico Húngaro, Hacienda pública Española no. 66.

TEJERA, Camilo (1.983), Los precios en las economías socialistas, Anales de la Universidad Hispalense, Publicaciones de la Universidad de Sevilla, nº 16 serie Económicas y Empresariales.

THIRLWALL, A.P.(1.976), Financing Economic Development, The MacMillan Press. Ltd. Londres. Existeix traducció al castellà de 1.978, Ed. Vicens-Vives.

TIMEWELL, Stephen (1.993), Catch a falling star, THE BANKER Juliol.

TOROK, Adám (1.993), Hungarian Industry in 1.992: An Assessment of trends and behaviours, Economic Review, Hungarian Foreign Trade Bank Ltd. nº 1.

VAN WIJNBERGEN, S. (1.991), Intertemporal speculation, shortages, and the political economy of price reform: A care against gradualism, CEPR, discussion paper nº 510 (CEPR, London).

VICKERS, John i YARROW, G.K. (1.988), Privatization: An Economic Analysis, Cambridge MIT Press.

VICKERS, John i YARROW, G.K. (1.991), Economic Perspectives on Privatization, Journal of Economic Perspectives nº 5.

VICKERS, John (1.993), El Programa de privatizaciones británico: Una evaluación económica, Moneda y Crédito nº 196.

VIENNA INSTITUTE FOR COMPARATIVE ECONOMIC STUDIES, (V.I.C.E.S.), (1.989), CMEA: Selected economic indicators 1.989, Viena.

VINING, Aidan R. i BOARDMAN, Anthony E. BOARDMAN, (1.992), Ownership versus competition: Efficiency in Public Enterprise, Public Choice nº 73.

VIRGILI, Teresa (1.991), Checoslovaquia: la revolución de terciopelo, a Wladimir ANDREFF et al. Europa del Este ante el cambio económico, Colegio de Economistas de Madrid.

WILCZYNSKI, J. (1.974), Desarrollo y reformas en los países socialistas. Ed. Vicens Vives.

WILLIAMSON, O. (1.988), Corporate Finance and Corporate Governance, The Journal of Finance, juliol.

WINIECKI, J. (1.991), Theoretical underpinnings of the privatisation of the State owned enterprises in post-soviet type economies, Communist Economies and economic transformation, Vol.3 no 4.

WORLD EQUITY, (W.E.) (1.993 i 1.994), diversos números.