

A.I.O.T.E.
Associazione Italiana Operatori Titoli Esteri

**IL PROCESSO DI INTERNAZIONALIZZAZIONE
DELLA FINANZA ITALIANA**

Chia Laguna, 8 giugno 1991

Ringrazio il Presidente dell'AIOTE per le cortesi parole di benvenuto; da anni, la partecipazione al vostro Convegno è una gradita occasione per testimoniare l'attenzione della Banca d'Italia, e la mia personale, per i temi dello sviluppo dei mercati e della crescita professionale degli operatori. La centralità del mercato si va rafforzando anche per settori lungamente sottratti alle sue dinamiche. Mercati sviluppati ed efficienti sono di importanza fondamentale per imprese, risparmiatori e il sistema economico nel suo complesso.

Negli ultimi anni, ho proposto alla vostra attenzione le trasformazioni e le prospettive del mercato finanziario internazionale, con l'intento di evidenziare i progressi compiuti nell'adeguamento delle nostre strutture alle esigenze della crescente integrazione dei sistemi finanziari dei maggiori paesi industriali.

Quest'anno, nel delineare la recente evoluzione dei mercati, cercherò di mettere in luce più particolarmente le tendenze lungo le quali si sono mossi gli operatori italiani ormai liberi da vincoli valutari e di individuare le condizioni per un maggiore inserimento delle banche italiane nell'intermediazione finanziaria internazionale.

La stabilità del sistema finanziario internazionale

Nell'ultimo decennio l'espansione dell'attività finanziaria nei maggiori paesi industriali è stata sostenuta. L'adozione di politiche di apertura e l'integrazione dei mercati nazionali hanno rappresentato il principale fattore di sviluppo. Il forte impegno internazionale alla libera circolazione dei beni e dei capitali ha costituito un importante punto di raccordo per le scelte strategiche degli operatori.

La crescita dell'industria finanziaria non ha contribuito ad amplificare, come poteva temersi, i fattori di instabilità insiti nel quadro macroeconomico mondiale, anzi ha consentito di assorbirne gli effetti. L'avvicinamento dei mercati ha creato nuove opportunità, esponendo alla concorrenza settori a lungo protetti. Nell'insieme, l'industria finanziaria ha assolto il suo compito prioritario riallocando risorse dai settori in surplus a quelli in deficit; riducendo costi e rischi operativi; aumentando l'efficienza generale del sistema.

Nel processo di apertura e di crescita dei sistemi finanziari non sono mancati i momenti meno favorevoli, che hanno messo a nudo la fragilità di istituzioni cresciute troppo rapidamente. Sono emerse ridondanze di strutture,

forme di concorrenza eccessiva e l'assunzione di posizioni di rischio non sostenibili nel tempo, che sono sfociate in situazioni di crisi per gli operatori meno efficienti. La salvaguardia della stabilità degli intermediari e l'ordinato funzionamento dei mercati, compito primario delle autorità di controllo, richiedono che siffatti comportamenti degli intermediari restino circoscritti.

Gli organi preposti alla sorveglianza dei mercati hanno continuato a perseguire, in un'ottica di più stretto coordinamento internazionale, assetti normativi centrati sulla solidità degli intermediari, la cui presenza sul mercato deve trovare origine e giustificazione in una base patrimoniale adeguata. Prosegue la tendenza a estendere la vigilanza prudenziale agli intermediari non bancari, stabilendo anche per essi regole e coefficienti minimi di capitale. Nuove iniziative sono state inoltre avviate per rafforzare le strutture attraverso le quali si esplica l'intermediazione, come i sistemi di pagamento, al fine di ridurre i rischi di illiquidità e prevenire situazioni di crisi nello svolgimento delle transazioni finanziarie internazionali.

Agli operatori, cui le vicende del mercato hanno suggerito maggiore prudenza nelle strategie di diversificazione e di sviluppo, compete di contribuire alla trasparenza dell'informazione sulla propria situazione patrimoniale

e sulle condizioni praticate. Da essa dipende la possibilità per gli altri operatori e per gli investitori di valutare correttamente i rischi di intermediazione.

Il mercato finanziario internazionale nel 1990

Per effetto del rallentamento ciclico dell'economia, del pronunciato deprezzamento del dollaro e dell'incertezza derivante dalla crisi del Golfo, nel 1990 il ricorso netto al mercato internazionale è sceso di circa il 10 per cento rispetto al 1989.

Secondo le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali, lo scorso anno le emissioni complessive lorde di titoli sul mercato internazionale, circa 240 miliardi di dollari, sono diminuite rispetto al 1989 del 9 per cento, quelle nette del 24 per cento. Le emissioni nette di titoli equity-linked, in forte crescita nel 1989, hanno risentito pesantemente dell'andamento flettente dei corsi azionari, in particolare di quelli della Borsa di Tokyo, calando di quasi il 70 per cento. In ricupero è risultata invece l'attività in titoli a tasso variabile, che ha beneficiato, nella seconda parte dell'anno, del ricorso di banche giapponesi a prestiti di tipo subordinato, utilizzati per elevare i propri coefficienti di capitale ai livelli minimi previsti dall'accordo di Basilea.

Il deprezzamento del dollaro nel corso del 1990 ha inciso sulla composizione per valuta dei titoli proposti al mercato: la quota in dollari delle nuove emissioni lorde è scesa nell'anno da quasi il 50 al 36 per cento. Anche i segmenti in dollari canadesi e australiani hanno mostrato flessioni. I comparti nelle altre principali valute hanno invece fatto registrare un aumento: il mercato della sterlina, dopo l'ingresso nella stessa nell'accordo di cambio dello SME, ha registrato il suo migliore andamento; in espansione sono stati anche quelli in lire e in pesetas.

Una delle caratteristiche del 1990 è stata la crescita dimensionale e qualitativa del mercato dell'ecu. L'avanzare del progetto di Unione economica e monetaria e l'affermarsi di un'area di stabilità, cui anche paesi extracomunitari fanno riferimento, hanno incentivato l'acquisto di attività in ecu da parte di investitori non europei. In presenza di una netta riduzione di ecu emessi dal sistema bancario, connessa con il rallentamento dell'attività di prestito, la pressione della domanda ha portato per la prima volta i tassi di cambio e di interesse dell'ecu espressi dal mercato a discostarsi dai valori calcolati sulla base del paniere di valute che lo compongono: i tassi di interesse sono scesi sotto il rendimento dell'ecu-basket, mentre il tasso di cambio è risultato spesso in apprezzamento. Sembra pertanto emergere la tendenza degli operatori a considerare sempre più l'ecu come moneta a sé stante,

piuttosto che come un paniere di valute.

L'anno scorso anche il credito bancario internazionale netto ha mostrato un minor dinamismo, con una forte contrazione nell'ultimo trimestre. Tale andamento riflette fenomeni di credit crunch negli Stati Uniti e in Giappone, riconducibili a atteggiamenti più prudenti a fronte del deterioramento della qualità degli attivi di alcune istituzioni creditizie. Il settore dei crediti sindacati ha risentito, in particolare, della cautela di investitori e banche giapponesi; queste ultime hanno contenuto l'espansione dei finanziamenti, avendo, come ho già ricordato, una capitalizzazione inferiore ai coefficienti minimi stabiliti dall'accordo di Basilea.

I movimenti di capitale in Italia dopo la liberalizzazione

La liberalizzazione valutaria ha progressivamente rafforzato l'afflusso di capitali nel nostro paese. Già nel 1987 la bilancia dei pagamenti valutaria aveva registrato afflussi netti di capitali per oltre 10.000 miliardi di lire. Da allora i flussi si sono più che quintuplicati. Nel 1990, sono affluiti capitali non bancari per circa 30.000 miliardi e bancari per 23.000; fra i primi, le poste più dinamiche sono state quelle degli investimenti di portafoglio, da e verso l'estero, e i prestiti assunti da operatori italiani,

prevalentemente sull'euromercato.

Le possibilità di diversificazione per valuta e per strumenti offerte dal nuovo regime valutario sono state pienamente colte dagli investitori italiani; il processo è stato ordinato. La consistenza degli investimenti di portafoglio verso l'estero è salita da 21.500 miliardi alla fine del 1987 a oltre 71.000 alla fine del 1990; l'anno scorso i nuovi investimenti sono stati oltre 104.000 miliardi, i disinvestimenti 81.000 miliardi. Le scelte di portafoglio hanno interessato un ampio spettro di settori, ma per oltre la metà gli acquisti si sono concentrati sulle emissioni di enti pubblici, specie sovranazionali, che sono esenti da imposta. I fondi sono stati investiti soprattutto in Lussemburgo, Stati Uniti, Germania e Giappone.

Oltre alla domanda di titoli esteri da parte di investitori istituzionali residenti, cresce quella degli operatori privati, che si avvalgono prevalentemente dell'intermediazione delle banche italiane. Nel 1990, i privati, orientandosi maggiormente verso le obbligazioni quotate, hanno effettuato investimenti esteri per oltre 30.000 miliardi e disinvestimenti per 23.000; due anni prima, essi erano stati di 6.000 e 3.000 miliardi, rispettivamente.

Gli accresciuti investimenti italiani all'estero sono stati ampiamente bilanciati da afflussi di capitali

verso l'Italia, sia in investimenti di portafoglio, sia in prestiti. L'espansione di questi ultimi è stata notevole: l'afflusso netto - ivi compresi i prestiti del settore pubblico, in particolare del Tesoro - è salito da 11.500 miliardi nel 1988 a oltre 35.000 nel 1990.

A questo riguardo, giova ricordare che, negli intendimenti delle Autorità monetarie, la presenza della Repubblica italiana sui mercati internazionali non è stata ispirata dall'esigenza di ricercare permanenti e cospicui canali di finanziamento, alternativi rispetto al mercato interno. Se da un lato le dimensioni dell'euromercato non consentono ricorsi ampi e frequenti, dall'altro non rientra nelle scelte della Banca d'Italia, in particolare, di accrescere la proporzione del debito pubblico in valuta per le sue implicazioni monetarie interne.

L'attività di emissione del Tesoro sull'euromercato, iniziata nella seconda metà degli anni ottanta, è stata motivata da considerazioni strategiche: stabilire una presenza e consolidare un elevato merito di credito, al fine di consentire ai prenditori italiani di effettuare operazioni alle migliori condizioni di mercato; contrastare ingiustificate aspettative in tema di tassi d'interesse sul mercato interno; dare indicazioni per l'allungamento delle scadenze. Ne è risultata un'attività di finanziamento dosata e in grado di contribuire al miglioramento strutturale del mercato.

Ciò è stato particolarmente vero sul mercato dell'ecu, dove attiva ed efficace è stata la presenza della Repubblica. Nel marzo 1990, con la prima grande emissione a dieci anni, la Repubblica ha iniziato con successo lo sviluppo del segmento a lungo termine. Mentre la scadenza a cinque anni sembrava un limite invalicabile, il Tesoro italiano, a opportuni intervalli, ha effettuato emissioni con scadenza fino a venti anni. Nel contempo le emissioni interne nette di BTE e CTE sono state ridotte, da circa 17.000 miliardi di lire nel 1988, a 10.000 miliardi nel 1989, a 3.000 miliardi nel 1990; sono state nulle nei primi cinque mesi di quest'anno.

Il debito della Repubblica sull'euromercato è oggi inferiore a 20 miliardi di dollari; in maggio sono stati rimborsati 30 miliardi di yen e 370 milioni di ecu. Le nostre emissioni, anche più recenti, hanno incontrato il favore degli investitori. Il rating della Repubblica è ora in corso di revisione. Anche dalle agenzie di rating ci viene dunque un richiamo a proseguire nella correzione degli squilibri strutturali della nostra economia. Le loro valutazioni dovrebbero tener conto, oltre che delle modeste dimensioni del debito in valuta, delle misure assunte dal Governo per ricondurre il deficit pubblico del 1991 entro i limiti originariamente stabiliti e del programma per ridurre fortemente la dimensione nei prossimi tre anni. La linea

delle Autorità rimane orientata a circoscrivere il ricorso della Repubblica sull'euromercato solo a operazioni che rispondano alle finalità strategiche prima ricordate.

Molto più ingente è stato il ricorso alla raccolta sull'estero da parte di altri operatori. La libertà valutaria ha dischiuso opportunità di finanziamento per intermediari, come gli istituti di credito a medio-lungo termine, che sul mercato interno incontrano difficoltà di provvista. Tuttavia, il mercato internazionale è regolato da meccanismi che impongono un accesso ordinato, una presenza volta alla continuità.

Negli ultimi anni il finanziamento italiano sul mercato dei crediti sindacati è cresciuto rapidamente; nel 1990 ha raggiunto i 14 miliardi di dollari, cifra superiore a quelle della Francia (9 miliardi) e della Germania (4 miliardi), ma inferiore a quella del Regno Unito (27 miliardi). Per molti operatori italiani la scelta dei crediti sindacati è suggerita da ragioni fiscali: rispetto ai bonds, essi offrono anche strutture di rimborso più flessibili, meglio rispondenti alle esigenze di istituzioni di credito a medio-lungo termine o di project finance. Pur essendo opportuno ricercare i vantaggi che settori specializzati sono in grado di offrire, occorre considerare che eccessi nell'offerta di nuovi prestiti, specie se concentrati, originano ingiustificati aumenti dei costi, possono

compromettere la raccolta futura.

L'intermediazione estera delle banche italiane

Dall'analisi dei movimenti di capitale dell'Italia emerge un sistema finanziario più dinamicamente organizzato e proiettato a recuperare quote nel mercato internazionale.

La vivacità mostrata dagli operatori italiani, sia come investitori sia come prenditori di fondi sull'estero, sta avendo riflessi positivi sui livelli di intermediazione del nostro sistema finanziario. In passato, nonostante il peso crescente che la nostra economia andava acquisendo, le banche italiane non riuscivano a migliorare la propria posizione nell'intermediazione finanziaria internazionale; questo "basso profilo" non trovava spiegazione neppure nel lungo periodo di vigenza delle restrizioni valutarie.

Quel quadro sta ora gradualmente cambiando: l'impegno delle banche italiane alla diffusione di strumenti in lire e in ecu sta dando i suoi frutti. Nella league table del 1990 per book-runner delle euroobbligazioni, sei aziende italiane figurano nelle prime 60 posizioni: solo pochi anni or sono non ve n'era alcuna. Nel settore dei crediti sindacati, sette banche italiane stanno guadagnando posizioni. Sempre più emittenti italiani sono guidati sul mercato internazionale da intermediari nazionali, in grado di

offrire condizioni competitive sia per prodotti tradizionali, sia per quelli più innovativi. Una maggiore acquisizione di clientela non residente permetterebbe ai nostri intermediari di fare un altro salto di qualità, e di assumere un più spiccato profilo internazionale nella propria attività.

Al Convegno dell'anno scorso anticipai l'intenzione delle Autorità monetarie di aprire il mercato dell'eurolira a intermediari esteri. Come è stato recentemente annunciato, dal primo di luglio sarà consentito il lead-management delle emissioni anche a banche estere, purché esse si impegnino, al pari di quanto è richiesto a quelle nazionali, ad affiancare all'attività sul mercato primario un'adeguata presenza su quello secondario. Dalla stessa data, il sistema di coda delle emissioni verrà sostituito da una più snella procedura. Rilevante è stato il contributo della vostra Associazione per la definizione del nuovo sistema. Esso è un primo passo verso la liberalizzazione del settore, da realizzare gradualmente per consentire un'adeguata preparazione dei nostri operatori.

L'intermediazione sull'estero delle banche italiane sta crescendo, oltre che nel settore del capital market, anche in quello dell'attività creditizia. Secondo le statistiche della B.R.I., nei bilanci delle banche italiane le attività sull'estero si sono quasi raddoppiate in un quinquennio. Il ritmo di crescita è aumentato dopo la liberalizzazione, che ha permesso alle nostre aziende di

seguire più da vicino la tendenza espansiva dell'attività bancaria internazionale. La recente rimozione della riserva obbligatoria sugli incrementi della posizione netta in valuta mira essa stessa ad accrescere la capacità competitiva del nostro sistema bancario.

Nel confronto internazionale, nonostante i più recenti progressi, la quota di mercato delle banche di proprietà italiana sugli attivi amministrati rimane ancora modesta: alla fine del 1990, essa era pari al 5,5 per cento, inferiore a quelle della Francia (9) e della Germania (10), ma superiore a quella del Regno Unito. Tuttavia, ove si faccia riferimento alla residenza delle banche, anziché alla loro proprietà, la quota del Regno Unito, in virtù della forte proiezione internazionale della piazza di Londra, è pari al 18 per cento, contro l'1,5 dell'Italia.

L'intermediazione sull'estero delle nostre banche resta prevalentemente orientata ai rapporti in valuta e in eurolire con i residenti, ma sta migliorando per quanto riguarda la diversificazione delle fonti di raccolta e la quota di affari con la clientela ordinaria. Alla fine del 1990, le attività verso "non banche" rappresentavano il 36 per cento del totale, a fronte del 27 del 1987; nello stesso arco di tempo i rapporti interbancari sono scesi dal 68 al 56 per cento; per le banche francesi e inglesi questo valore è leggermente superiore al 50 per cento. Rispetto a queste

ultime, le aziende italiane presentano un minor grado di integrazione tra casa madre e filiali e controllate estere. L'attivo delle banche italiane verso uffici all'estero risulta pari a circa il 7 per cento del totale, contro il 16 del Regno Unito, il 18 della Germania, il 19 della Francia.

Dopo una fase di relativa stasi nel periodo 1985-88, negli ultimi due anni il numero delle filiali estere delle aziende di credito italiane ha ripreso a crescere, di sette unità nel 1989 e di nove nel 1990: alla fine di aprile di quest'anno operavano 96 dipendenze estere, per quasi la metà insediate nei paesi della Comunità Europea.

L'attivo complessivo delle filiali estere delle banche italiane è cresciuto nel 1990 dell'11 per cento, raggiungendo alla fine dell'anno l'importo di 220 mila miliardi di lire. Anche per le filiali estere, nonostante il peso preponderante dell'attività all'ingrosso, si registra un miglioramento delle posizioni verso la clientela ordinaria.

Lo sviluppo dei mercati in lire

La quota delle transazioni in lire nelle operazioni finanziarie internazionali è in aumento, ma rimane modesta. Nelle consistenze degli attivi bancari dei paesi industriali alla fine del 1990, essa rappresentava l'1,2 per cento del totale, contro il 2,8 del franco francese e il 15 del marco.

Tuttavia, l'apertura del nostro sistema finanziario verso l'estero sta stimolando l'internazionalizzazione della lira. Il maggior uso della nostra moneta da parte di operatori esteri rafforza le capacità concorrenziali degli intermediari italiani, favorendone l'inserimento nel mercato internazionale. Inoltre, la diversificazione dei portafogli alimenta correnti d'investimento verso i comparti in lire e verso l'Italia.

Le scelte di investimento sono motivate non solo dalle opportunità di rendimento, ma anche dall'efficienza complessiva dei mercati. Per questo motivo, parallelamente al processo di liberalizzazione valutaria e di integrazione finanziaria in Europa, le Autorità monetarie non hanno mai perso di vista l'obiettivo del rafforzamento strutturale del mercato italiano. E' stata un'azione complessa, non ancora conclusa, che ha coinvolto per oltre un decennio Autorità e operatori: è stato migliorato il sistema delle negoziazioni e dei pagamenti; ampliato il novero degli operatori e degli strumenti; la legge sulle SIM pone ora le basi per un riassetto organico dei mercati mobiliari e per la creazione dei comparti in futures e options; sul mercato dei titoli di Stato cresce la domanda dell'estero, incoraggiata anche dalla stabilità della lira.

Restano tuttavia da approvare le leggi sulle OPA e sui fondi pensione; è da modificare la fiscalità sulla

finanza. Lo scorso anno, al vostro Convegno era viva la preoccupazione per l'introduzione del monitoraggio fiscale sugli investimenti esteri dei residenti. I dati dei movimenti di capitale italiani dimostrano che si trattava di una preoccupazione largamente infondata. In quella occasione attirai l'attenzione sull'esigenza di affrontare organicamente il tema della tassazione del risparmio per rimuovere distorsioni concorrenziali provocate dai trattamenti tributari. La razionalizzazione della fiscalità della finanza è materia su cui in Italia e nella Comunità si stenta a progredire.

L'attenzione degli investitori esteri per i titoli in lire si è accresciuta dopo l'annuncio dell'attivazione delle procedure per il rimborso di imposta dovuto in forza dei trattati sulla doppia imposizione. La partecipazione degli operatori esteri al nostro mercato, obiettivo a lungo perseguito, sta quindi crescendo; ma ciò non deve far perdere di vista che presupposto per una presenza durevole e fruttuosa degli investitori internazionali sul nostro sistema finanziario è il mantenimento di condizioni di stabilità monetaria interna.

* * *

Vorrei concludere questo mio intervento con un breve accenno ai problemi di politica economica che il Paese

è chiamato ad affrontare. Non ho bisogno di dilungarmi, perché su questi temi la Banca ha già espresso il suo punto di vista il 31 maggio scorso. Ma mi preme sottolineare un punto in particolare.

Nelle Considerazioni finali, il Governatore, richiamando le contraddizioni in cui versa l'economia italiana, ha ricordato l'urgenza di rafforzare e completare l'azione volta alla stabilità, attraverso la condotta monetaria e del cambio, con incisivi interventi di politica di bilancio e di politica dei redditi. Si tratta di interventi indispensabili per ricondurre il tasso di inflazione ai più bassi livelli dei nostri partners europei; sono misure necessarie per una durevole riduzione dei tassi reali di interesse. Obiettivi questi sui quali convergono ampi consensi, compresi quelli, ne sono certo, di coloro che, come voi, operano nei mercati finanziari e nelle Borse.

Come ha detto il Governatore, i nostri sistemi economici non sono condannati agli attuali livelli dei tassi reali. Il nostro auspicio è che, attraverso politiche orientate alla stabilità, la flessione dei tassi reali possa realizzarsi su scala mondiale, facilitando una ripresa dell'attività economica nei paesi industriali e ricreando le condizioni favorevoli allo sviluppo del commercio e degli investimenti internazionali.

BILANCIA DEI PAGAMENTI VALUTARIA - SALDO DEI MOVIMENTI DI CAPITALI

(in miliardi di lire)

ANNI	CAPITALI NON BANCARI					CAPITALI BANCARI
	INVESTIMENTI		PRESTITI		TOTALE	
	ITALIANI	ESTERI	ITALIANI	ESTERI		
1987	-7235	515	-1914	13388	4754	5573
1988	-13360	16517	-1492	11499	13164	10224
1989	-14056	20108	-772	19640	24920	14979
1990	-32208	30580	-4253	35385	29504	22973

**BILANCIA DEI PAGAMENTI VALUTARIA
INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI DI CAPITALI ITALIANI ALL'ESTERO**

(in miliardi di lire)

ANNI	PORTAFOGLIO			DIRETTI ED ALTRI			DEPOSITI C/C			FLUSSO	
	INTROITI	ESITI	SALDO	INTROITI	ESITI	SALDO	INTROITI	ESITI	SALDO	NETTO	
1987	12049	15795	-3746	1962	5451	-3489	0	0	0	-7235	
1988	24744	31635	-6891	1421	7890	-6469	0	0	0	-13360	
1989	37542	48283	-10741	5329	8644	-3315	0	0	0	-14056	
1990	81229	104214	-22985	5358	14250	-8892	5493	5824	-331	-32208	

INVESTIMENTI ITALIANI ALL'ESTERO
per categorie dei principali investitori residenti

(in miliardi di lire)

INVESTITORI	1988(*)		1989(*)		1990(**)	
	INVEST.	DISINV.	INVEST.	DISINV.	INVEST.	DISINV.
SOCIETA' FINANZIARIE						
Titoli di stato	7802	7255	6380	6531	7766	5985
Azioni quotate	3848	3520	5179	3858	7239	3960
Azioni non quotate	233	153	1014	601	699	1195
Obblig. quotate	5195	3931	12505	10527	41036	25503
Obblig. non quotate	173	103	429	169	4072	2598
Fondi comuni	98	396	376	1505	319	422
Partecipazioni	261	0	648	20	1653	209
Totale	17610	15358	26531	23211	62784	39872
ASSICURAZIONI						
Titoli di stato	1408	1397	402	599	215	150
Azioni quotate	1021	926	394	983	168	130
Azioni non quotate	293	26	276	448	268	207
Obblig. quotate	1599	1524	1405	934	721	223
Obblig. non quotate	98	104	39	475	38	4
Fondi comuni	33	13	10	17	0	0
Partecipazioni	1	0	140	206	465	22
Totale	4453	3990	2666	3662	1875	736
PRIVATI						
Titoli di stato	272	81	1329	1486	4586	2840
Azioni quotate	513	214	733	2296	1350	1169
Azioni non quotate	39	142	687	265	767	348
Obblig. quotate	4673	1287	11796	4746	19190	17174
Obblig. non quotate	3	0	280	38	3351	921
Fondi comuni	435	1382	417	644	557	462
Partecipazioni	21	5	249	118	346	128
Totale	5956	3111	15491	9593	30147	23042

(*) Comprese le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta.

(**) Dati provvisori.

**INVESTIMENTI ITALIANI ALL'ESTERO DI PORTAFOGLIO
classificati secondo il ramo di attività economica
dell'operatore estero emittente il titolo**

(in miliardi di lire)

	1987(*)	1988(*)	1989(*)	1990(**)
INVESTIMENTI				
Agricoltura	1	1	8	10
Energia	839	698	1109	1559
Industria	4484	4883	6547	9249
Trasporti e Comunic.	416	1305	1562	2055
Commercio e altri ser.	638	778	1343	1584
Banche e Assicurazioni	1806	2004	3735	20619
Società finanziarie	2757	2556	5972	6894
Enti pubblici	7724	21685	32087	62244
Totale	18665	33910	52363	104214
DISINVESTIMENTI				
Agricoltura	10	10	13	3
Energia	540	531	862	1389
Industria	3712	3924	5775	7106
Trasporti e Comunic.	462	792	1028	1773
Commercio e altri ser.	586	730	1101	1614
Banche e Assicurazioni	1559	1776	2580	12698
Società finanziarie	2722	3904	5289	7443
Enti pubblici	4292	15143	23348	49203
Totale	13883	26810	39996	81229
CONSISTENZE				
Agricoltura	21	2	1	9
Energia	166	663	667	893
Industria	2367	2724	4624	6429
Trasporti e Comunic.	378	1003	976	1198
Commercio e altri ser.	525	709	490	468
Banche e Assicurazioni	1285	1264	3551	11362
Società finanziarie	11645	12268	12347	11880
Enti pubblici	5189	13266	25755	38889
Totale	21576	31899	48411	71128

(*) Comprese le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta.

(**) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero

INVESTIMENTI ITALIANI ALL'ESTERO DI PORTAFOGLIO
classificati secondo il ramo di attività economica
dell'operatore estero emittente il titolo

(in percentuale)

	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTI				
Agricoltura	,0	,0	,0	,0
Energia	4,5	2,1	2,1	1,5
Industria	24,0	14,4	12,5	8,9
Trasporti e Comunic.	2,2	3,8	3,0	2,0
Commercio e altri ser.	3,4	2,3	2,6	1,5
Banche e Assicurazioni	9,7	5,9	7,1	19,8
Società finanziarie	14,8	7,5	11,4	6,6
Enti pubblici	41,4	64,0	61,3	59,7
DISINVESTIMENTI				
Agricoltura	,1	,0	,0	,0
Energia	3,9	2,0	2,2	1,7
Industria	26,7	14,6	14,4	8,7
Trasporti e Comunic.	3,3	3,0	2,6	2,2
Commercio e altri ser.	4,2	2,7	2,8	2,0
Banche e Assicurazioni	11,2	6,6	6,5	15,6
Società finanziarie	19,6	14,6	13,2	9,2
Enti pubblici	31,0	56,5	58,3	60,6
CONSISTENZE				
Agricoltura	,1	,0	,0	,0
Energia	,8	2,1	1,4	1,3
Industria	11,0	8,5	9,6	9,0
Trasporti e Comunic.	1,8	3,1	2,0	1,7
Commercio e altri ser.	2,4	2,2	1,0	,7
Banche e Assicurazioni	6,0	4,0	7,3	16,0
Società finanziarie	54,0	38,5	25,5	16,7
Enti pubblici	23,9	41,6	53,2	54,6
Totale				

INVESTIMENTI ITALIANI ALL'ESTERO DI PORTAFOGLIO
classificati in base ai principali paesi di residenza
dell'operatore estero

(in miliardi di lire)

	1987(*)	1988(*)	1989(*)	1990(**)
INVESTIMENTI				
<i>Enti Internazionali</i>	4295	11281	21039	46153
<i>Francia</i>	669	1974	2236	4450
<i>Germania</i>	2793	4558	3540	4936
<i>Gran Bretagna</i>	2017	3011	2144	4707
<i>Lussemburgo</i>	1428	717	1141	5961
<i>Svizzera</i>	322	491	2517	3596
<i>Giappone</i>	1090	2715	3432	6824
<i>U.S.A.</i>	3302	3325	6030	8152
<i>Altri Paesi</i>	2749	5838	10284	18471
Totale	18665	33910	52363	104214
DISINVESTIMENTI				
<i>Enti Internazionali</i>	1960	6108	10352	32048
<i>Francia</i>	554	1856	3552	3512
<i>Germania</i>	2334	3837	4303	4550
<i>Gran Bretagna</i>	1063	3313	2038	3785
<i>Lussemburgo</i>	1677	2115	2456	3683
<i>Svizzera</i>	209	261	1699	1495
<i>Giappone</i>	903	1993	2771	3523
<i>U.S.A.</i>	2893	2892	4737	6638
<i>Altri Paesi</i>	2290	4435	8088	21994
Totale	13883	26810	39996	81229
CONSISTENZE				
<i>Enti Internazionali</i>	3748	8851	21156	35458
<i>Francia</i>	576	955	1041	1840
<i>Germania</i>	1366	2344	2032	2448
<i>Gran Bretagna</i>	1108	858	1256	2004
<i>Lussemburgo</i>	9591	11078	10458	8371
<i>Svizzera</i>	1517	360	1183	3029
<i>Giappone</i>	401	1354	2041	5045
<i>U.S.A.</i>	1345	1997	3081	4394
<i>Altri Paesi</i>	1924	4102	6163	8539
Totale	21576	31899	48411	71128

(*) Comprese le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta.

(**) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero.

INVESTIMENTI ITALIANI ALL'ESTERO DI PORTAFOGLIO
*classificati in base ai principali paesi di residenza
dell'operatore estero*

(in percentuale)

	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTI				
<i>Enti Internazionali</i>	23,0	33,3	40,2	44,3
<i>Francia</i>	3,6	5,8	4,3	4,3
<i>Germania</i>	15,0	13,4	6,8	4,7
<i>Gran Bretagna</i>	10,8	8,9	4,1	4,5
<i>Lussemburgo</i>	7,7	2,1	2,2	5,7
<i>Svizzera</i>	1,7	1,4	4,8	3,5
<i>Giappone</i>	5,8	8,0	6,6	6,5
<i>U.S.A.</i>	17,7	9,8	11,5	7,8
<i>Altri Paesi</i>	14,7	17,2	19,6	18,6
DISINVESTIMENTI				
<i>Enti Internazionali</i>	14,1	22,8	25,9	39,5
<i>Francia</i>	4,0	6,9	8,9	4,3
<i>Germania</i>	16,8	14,3	10,8	5,6
<i>Gran Bretagna</i>	7,7	12,4	5,1	4,7
<i>Lussemburgo</i>	12,1	7,9	6,1	4,5
<i>Svizzera</i>	1,5	1,0	4,2	1,8
<i>Giappone</i>	6,5	7,4	6,9	4,3
<i>U.S.A.</i>	20,8	10,8	11,8	8,2
<i>Altri Paesi</i>	16,5	16,5	20,2	27,1
CONSISTENZE				
<i>Enti Internazionali</i>	17,4	27,7	43,7	49,9
<i>Francia</i>	2,7	3,0	2,2	2,6
<i>Germania</i>	6,3	7,3	4,2	3,4
<i>Gran Bretagna</i>	5,1	2,7	2,6	2,8
<i>Lussemburgo</i>	44,5	34,7	21,6	11,8
<i>Svizzera</i>	7,0	1,1	2,4	4,3
<i>Giappone</i>	1,9	4,2	4,2	7,1
<i>U.S.A.</i>	6,2	6,3	6,4	6,2
<i>Altri Paesi</i>	8,9	12,9	12,7	12,0

EMISSIONI DI "EUROBONDS" DELLA REPUBBLICA ITALIANA

(in milioni di dollari)

ANNO	EMISSIONI LORDE	RIMBORSI	EMISSIONI NETTE
1984	1500	0	1500
1985	2110	0	2110
1986	1452	700	752
1987	3389	0	3389
1988	2000	1000	1000
1989	3196	2289	907
1990	6118	1000	5118
1991 (*)	5015	861	4154
Totale	24780	5850	18930

(*) Al 31.5.1991, ai cambi del 27.5.1991

EMISSIONI DI BTE E CTE DELLA REPUBBLICA ITALIANA*(in miliardi di lire)*

ANNO	EMISSIONI LORDE	RIMBORSI	EMISSIONI NETTE
1982	1592	0	1592
1983	822	0	822
1984	1792	0	1792
1985	3602	0	3602
1986	2360	0	2360
1987	4543	0	4543
1988	18456	1582	16874
1989	20340	9766	10574
1990	14129	11155	2974
1991(*)	3458	3458	0
Totale	71094	25961	45133

() Al 31 maggio 1991*