

XXXVI Congresso Nazionale del Forex Club Italiano

## **La posizione valutaria dell'Italia**

Intervento del Governatore della Banca d'Italia  
Antonio Fazio

Salsomaggiore, 23 ottobre 1993

## SOMMARIO

1. I rapporti finanziari dell'Italia con l'estero	pag.	5
2. Una comparazione internazionale	"	7
3. La bilancia dei pagamenti e le riserve valutarie fino al dicembre 1992	"	8
4. Gli sviluppi più recenti	"	12
5. Alcune conclusioni	"	17

## **1. I rapporti finanziari dell'Italia con l'estero**

Il grado di apertura commerciale dell'Italia nei confronti dell'estero è paragonabile a quello di altri paesi industriali di analoga dimensione. L'apertura finanziaria appare invece ancora relativamente limitata e certamente destinata a svilupparsi negli anni a venire.

All'inizio degli anni settanta le attività finanziarie di residenti italiani verso il resto del mondo avevano raggiunto quasi il 40 per cento del prodotto interno lordo. Le difficoltà, gravi, connesse alle crisi petrolifere e all'esplosione dei costi del lavoro, portarono a una chiusura del nostro sistema finanziario; emblematica al riguardo è la legge 159 del 1976 che assegnò rilevanza penale alle infrazioni in materia di esportazione di capitali.

Lo sviluppo dei rapporti finanziari con l'estero subì una lunga battuta di arresto. Dal 1988, anno di entrata in vigore della nuova legge valutaria, al 1992, le attività di residenti nei confronti di controparti estere sono tornate ad aumentare, dal 28 al 39 per cento del reddito nazionale; le passività sono salite dal 31 al 50 per cento (tav. I).

Parallelamente all'espansione dei valori lordi, l'Italia ha accumulato, in misura crescente nel corso degli anni ottanta, come risultato della sequenza di saldi negativi della bilancia dei pagamenti di parte corrente, una posizione

passiva netta nei confronti dell'estero. Questa si ragguagliava, a fine 1992, a 173.000 miliardi di lire, pari all'11,5 per cento del prodotto nazionale (escludendo dal calcolo l'oro della Banca centrale: 203.000 miliardi, il 13,5 per cento del prodotto; tav. I).

Il pagamento di interessi, a non residenti, per importi cospicui e quasi pari nel 1992 al disavanzo globale della bilancia dei pagamenti, è il riflesso di questa situazione patrimoniale passiva, nonché del più elevato costo medio dell'indebitamento rispetto al ricavo medio delle attività.

La situazione patrimoniale negativa del Paese è una delle cause, non secondaria, dell'indebolimento della lira nei confronti delle altre principali valute.

Un'analisi della composizione dei flussi finanziari con l'estero per categorie di operatori pone in luce, dalla metà degli anni ottanta, un rapido accrescimento degli attivi degli operatori non bancari, dall'11 per cento circa del prodotto nazionale a metà degli anni ottanta, al 23,5 del 1992.

Lo squilibrio di parte corrente e gli investimenti italiani all'estero - questi ultimi effettuati presumibilmente con un'ottica di medio termine - trovano contropartita, essenzialmente, in una posizione debitoria netta, crescente, del sistema bancario nei confronti dell'estero (tav. II).

Questo squilibrio di scadenze ha subito, nello scorso autunno, una brusca correzione che ha portato alla crisi valutaria, in una sequenza di eventi sui quali mi sono intrattenuto a lungo nella "Relazione" del 31 maggio.

L'ulteriore successivo indebolimento della nostra moneta, rispetto alle altre, rivelatore di un'offerta superiore alla domanda, può avere avuto tra le cause di fondo l'affievolirsi, in alcuni momenti, della fiducia riposta nel nostro sistema economico; la tendenza tuttavia ha tratto ancora alimento, materialmente, dalla descritta situazione patrimoniale e di liquidità, strutturalmente debole, del Paese.

## **2. Una comparazione internazionale**

A fronte dei ricordati valori di interscambio finanziario relativi all'Italia, nella Germania federale, a fine 1991, le attività sull'estero dei residenti erano circa il 73 per cento del reddito nazionale e le passività poco più del 50. La cospicua posizione patrimoniale attiva, frutto della sequenza dei saldi positivi della bilancia dei pagamenti, è effetto e causa, nel contempo, della robustezza di quell'economia e della sua moneta (tav. III).

Lo sviluppo delle poste patrimoniali, attive e passive, della Francia nei confronti dell'estero è non dissimile da quello della Germania, ma la posizione netta

risulta leggermente negativa.

La Spagna presenta un'apertura finanziaria minore di quella dell'Italia, con una posizione netta negativa più alta in relazione al prodotto.

Nel Regno Unito attività e passività dei residenti nei confronti dell'estero erano a fine 1991 pari a oltre il 160 per cento del prodotto nazionale; la posizione complessiva era in prossimità dell'equilibrio.

Le diversità tra paesi si attenuano rapportando le attività e passività con l'estero alle attività finanziarie complessive, anziché al reddito nazionale. Rimane tuttavia confermata, col procedere dello sviluppo economico, sia la generale tendenza all'aumento della dimensione e della complessità del sistema finanziario, sia la crescita, anche più rapida, dei rapporti finanziari internazionali.

### **3. La bilancia dei pagamenti e le riserve valutarie fino al dicembre 1992**

Nel quinquennio 1986-1990 il disavanzo complessivo dei pagamenti correnti dell'Italia, cioè l'aumento dell'indebitamento netto verso il resto del mondo, è stato di 39.000 miliardi di lire. Famiglie e imprese hanno investito all'estero, cioè esportato capitali, in misura pari a 100.000 miliardi.

Sempre nel quinquennio, gli operatori esteri hanno

investito in Italia per 162.000 miliardi e attraverso il sistema bancario sono affluiti fondi per altri 60.000 miliardi. Abbiamo cioè importato capitali in misura più che doppia rispetto alle esportazioni.

Tenuto conto di uscite non classificabili per 32.000 miliardi, le nostre riserve valutarie si sono accresciute nel periodo di 52.000 miliardi di lire (tav. IV).

In presenza di un saldo mercantile, depurato dai costi di trasporto e assicurazione, non discosto dall'equilibrio, i risultati negativi della bilancia dei pagamenti sono venuti a dipendere sempre più, progressivamente, dall'esborso netto per interessi, frutto dell'accumulo di debito estero, ma anche del differenziale tra tassi passivi sui debiti, da un lato, e ricavi sui nostri investimenti all'estero, dall'altro.

L'indebitamento all'estero delle banche soddisfaceva la crescente domanda di finanziamenti in valuta da parte della clientela, alimentata dalla favorevole fase ciclica e dal più basso tasso di interesse sui finanziamenti in valuta, con aspettative di stabilità del cambio.

L'andamento dei flussi valutari ha subito una rapida accelerazione nel 1990, a seguito della completa liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve termine, nonché dell'adesione del nostro Paese alla banda stretta di oscillazione nel Sistema monetario europeo, che consolidava,

almeno per il breve periodo, le aspettative di stabilità del cambio.

A fine 1990 le riserve valutarie della Banca d'Italia erano salite a 89 miliardi di dollari; a 64 miliardi escludendo l'oro (tav. V).

Nel corso del 1991 e fino a maggio del 1992 tutti i descritti movimenti di fondi in entrata e in uscita permanevano intensi; tendevano anzi ad accentuarsi ulteriormente. Il saldo valutario complessivo, da nettamente positivo nel 1990, diveniva tuttavia negativo, sia pure per ammontari non gravi. Al continuato afflusso di capitali esteri - gli investimenti di portafoglio tendevano peraltro a rallentare - faceva riscontro una forte accelerazione di investimenti italiani all'estero (tav. IV). Su questi movimenti influiva anche l'aumento dei tassi di interesse in Germania.

Dopo l'azzeramento dell'aliquota di riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta, diveniva più intenso l'afflusso di fondi a breve termine attraverso le banche, fondi destinati perlopiù a coprire crediti in valuta alla clientela, ma anche finanziamenti in lire. Si accresceva quindi il rischio di cambio complessivo soprattutto delle imprese, ma anche le banche assumevano, in misura consistente, posizioni a favore della lira.

Al 31 maggio 1992 le riserve italiane in oro e divise erano pari a 72 miliardi di dollari e a 49 miliardi quelle in

divise estere. La posizione passiva netta in valuta delle aziende di credito era pari a 94 miliardi di dollari; 67 dei quali destinati a crediti in valuta alla clientela residente (tav. V).

Nei tre mesi che vanno dall'inizio di giugno alla fine di agosto del 1992, la crisi del Sistema monetario europeo, con i pesanti accentuati riflessi sulla situazione italiana, si traduceva in una fuoriuscita netta di riserve per 17 miliardi di dollari.

Le banche continuavano a indebitarsi in valuta. La loro posizione passiva netta verso l'estero passava, tra fine maggio e fine agosto, da 94 a 115 miliardi di dollari. In contropartita aumentavano, ma in misura più limitata, i crediti in valuta alla clientela interna; si costituiva un notevole divario, pari a 30 miliardi di dollari, tra posizione passiva netta e credito in valuta all'interno.

In settembre le riserve diminuivano di ulteriori 26 miliardi. Il deprezzamento del cambio effettivo della lira tra il 31 agosto e il 30 settembre fu del 12 per cento.

Dei 26 miliardi di diminuzione delle riserve ufficiali, 19 corrispondono alla riduzione della posizione netta verso l'estero delle banche; solo per un quarto si tratta di restituzione di prestiti in valuta da parte di clienti.

Nel trimestre ottobre-dicembre 1992, ai nuovi tassi

di cambio, peraltro fortemente variabili nella nuova situazione, si verifica un riafflusso massiccio di capitali italiani precedentemente esportati e riprende l'entrata di capitali esteri (tav. VI). Il riafflusso di fondi dall'estero si trasforma in misura pressoché identica in aumento di riserve ufficiali, con l'ausilio di operazioni pronti contro termine in valuta tra la Banca d'Italia e il sistema bancario.

E' da presumere che in assenza di tali contratti una parte rilevante del riafflusso di valuta sarebbe stata destinata a ridurre la posizione sull'estero delle banche.

La bilancia corrente presenta già nell'ultimo trimestre del 1992 un miglioramento rispetto ai tre trimestri precedenti.

A fine anno la posizione complessiva a pronti in valuta delle banche italiane è ancora scoperta per 8 miliardi di dollari.

#### **4. Gli sviluppi più recenti**

Il rientro di capitali italiani è continuato a ritmo rallentato nei primi mesi di quest'anno; in seguito è ripreso il movimento in uscita. Hanno acquistato vigore notevole, invece, gli investimenti esteri in titoli italiani: nei primi otto mesi dell'anno hanno raggiunto 63.000 miliardi di lire.

Le partite correnti presentano, sempre nei primi otto

mesi dell'anno, secondo dati preliminari, un saldo attivo per circa 5.000 miliardi.

L'afflusso di valuta prende la forma esclusivamente di ulteriore riduzione dell'esposizione netta verso l'estero delle nostre banche. Questa migliora, da fine 1992 al 30 settembre scorso, di altri 22 miliardi di dollari (tav. V).

La diminuzione del passivo netto verso l'estero del nostro sistema bancario è, dall'agosto del 1992, allorché aveva raggiunto 115 miliardi di dollari, al settembre di quest'anno, di ben 50 miliardi di dollari.

A fronte della posizione verso l'estero in valuta, si trova ora un ammontare esattamente equivalente di crediti in valuta verso residenti italiani. La posizione complessiva a pronti in valuta, verso l'estero e verso l'interno, appare in perfetto equilibrio. Le banche italiane conservano però anche una posizione a termine attiva, costituita dai crediti verso la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi, per 20 miliardi di dollari. La loro posizione complessiva in valuta, a pronti e a termine, è pertanto divenuta nettamente positiva.

Un aspetto nuovo della situazione bancaria nei confronti dell'estero è costituito dalla crescita di posizioni attive in lire. Esse, pari a poco più di 1.000 miliardi a fine 1992, raggiungono 12.000 miliardi a fine agosto.

La liberalizzazione valutaria ha innovato, rispetto

alle precedenti esperienze, anche italiane, in regime di moneta fiduciaria, su un punto di notevole rilevanza: la possibilità - in precedenza limitata a casi tassativamente stabiliti - di concedere linee di credito a non residenti. Il primo effetto è la ricordata costituzione di un attivo netto in lire nei confronti dell'estero.

L'effetto potenzialmente più rilevante è costituito dalla crescita e progressiva organizzazione di un mercato dell'eurolira.

Sviluppi analoghi, di creazione di un mercato e di moltiplicazione per la moneta di un paese al di fuori dei confini nazionali, erano possibili nel sistema monetario di Bretton Woods solo per le valute di riserva. Da quella possibilità nacque, in particolari condizioni di sollecitazione al sistema finanziario internazionale, il mercato dell'eurodollaro e più in generale il mercato delle xeno-valute. Quel mercato, fuori dei controlli delle autorità statunitensi, da un lato svolse un'importante funzione nel riciclaggio dei petrodollari, dall'altro fu una delle cause della crisi del vecchio sistema monetario.

Non esistono informazioni complete e sistematiche sullo sviluppo e sull'operatività di questi mercati; né tanto meno di possibilità di controllo monetario, se non indiretto, sugli stessi da parte delle Autorità nazionali. Si sta studiando, in collaborazione tra più paesi, nel Gruppo dei

dieci, l'organizzazione di un sistema di rilevazione e di limitazione dei rischi degli operatori di questi mercati, in particolare per i prodotti derivati, a fini di vigilanza prudenziale.

Una conoscenza più approfondita della dimensione e del modo di operare di questi mercati, al fine anche di valorizzarne le potenzialità, appare indispensabile.

Per quanto riguarda lo sviluppo delle eurolire, il nesso con il recente, ampio, volume di investimenti esteri in titoli italiani è molto stretto.

Dai dati che ho ricordato più sopra è evidente che soltanto una parte degli investimenti esteri di portafoglio ha dato luogo a disponibilità valutarie per il nostro sistema; esse sono state utilizzate, come anche ricordato, per ridurre l'esposizione netta in valuta delle banche verso l'estero.

Circa i due terzi degli investimenti esteri in titoli italiani sono stati finanziati con operazioni di pronti contro termine in lire o, più genericamente, attraverso l'aumento dell'attivo in lire delle banche verso l'estero.

Gli investitori esteri sono entrati nel nostro mercato dei titoli senza assumere rischi di cambio.

Alla base della decisione deve trovarsi una convenienza in termini di differenziali di tassi di interesse e di rendimento; presumibilmente amplificata dalle attese e dal-

l'effettiva realizzazione, in tempi molto ravvicinati, di guadagni in conto capitale.

I titoli possono allora solo in parte considerarsi come "classati".

Eventuali disinvestimenti non saranno probabilmente di disturbo, almeno in via immediata, al nostro rapporto di cambio, non dando luogo direttamente a domanda di valuta contro lire.

L'impatto può riflettersi però sul nostro mercato finanziario, come per certi versi mostra l'esperienza del giugno 1992 e dei mesi immediatamente successivi. Le difficoltà del mercato italiano dei titoli in quella fase, difficoltà enormi come dimostrato dall'oscillazione eccezionale dei tassi di interesse, si combinarono allora con le attese di variazione del rapporto di cambio, risultandone amplificate. Misero in moto aspettative e comportamenti destabilizzanti anche da parte dei residenti.

La situazione attuale si presenta, proprio per le caratteristiche ricordate di queste operazioni, in particolare avuto riguardo alle modalità di finanziamento, differente. Il mercato è, in misura parziale, isolato, fuori dei confini nazionali.

Si tratta di una sorta di estensione, di appendice, del mercato nazionale. Può essere considerato un fenomeno positivo in quanto estende i confini dei nostri mercati e

allarga le possibilità di finanziamento dello Stato e del settore privato.

Le caratteristiche del fenomeno risulteranno decisamente positive solo dopo aver superato la fase iniziale di sviluppo, per ora sospinta prevalentemente dalla forte diminuzione dei tassi e dall'aumento dei corsi; in seguito questo nuovo segmento del mercato dovrebbe essere in grado di assorbire al suo interno i possibili, e in qualche misura fisiologici, fenomeni di assestamento e instabilità.

Nell'attuale fase di crescita molto rapida la situazione rimane ancora per molti versi delicata, in termini di possibili riflessi sui tassi di interesse e indirettamente sui movimenti di valuta e sul tasso di cambio. La risposta, soprattutto nella fase di transizione e crescita, è costituita dall'ispessimento e dall'ulteriore irrobustimento del nostro mercato finanziario interno, permanendo anche una flessibilità del mercato valutario. Consolidandosi la fiducia nel nostro sistema, una parte di quegli investimenti potrà assumere carattere definitivo rendendo accettabile da parte degli investitori anche il rischio di cambio.

## **5. Alcune conclusioni**

L'economia italiana ha affrontato la fase di completa liberalizzazione dei movimenti di capitali, dal 1988 fino ai primi anni novanta, partendo da una situazione di relativa

debolezza. La bilancia corrente era divenuta costantemente deficitaria, sia pure per quote inizialmente trascurabili del reddito nazionale; le esportazioni di merci divenivano progressivamente meno competitive e la produttività generale del sistema economico non cresceva a sufficienza; anche per l'ampio disavanzo del settore pubblico, la bassa produttività dei servizi e di alcuni comparti della spesa pubblica, l'inefficienza di alcuni comparti del sistema tributario.

La politica monetaria rimaneva, in conseguenza, tendenzialmente restrittiva. I tassi di interesse a breve termine nell'ultima parte degli anni ottanta superavano di cinque punti percentuali quelli della Germania federale e di tre punti quelli della Francia.

L'apertura completa anche per i movimenti di capitale a breve termine nella primavera del 1990 ha dato luogo, anziché a un deflusso di capitali, come allora da più parti temuto, a un afflusso rilevante di fondi attraverso il sistema creditizio.

Ciò ha indotto un abbassamento dei tassi di mercato a breve e tendenzialmente anche di quelli a lungo termine. La correzione del disavanzo pubblico, richiesta per affrontare in condizioni di maggiore forza il delicato passaggio, è stata inadeguata; di conseguenza, la pressione sul mercato finanziario è rimasta elevata.

L'evoluzione della posizione valutaria dell'Italia

per le componenti più liquide nei confronti dell'estero si riassume in questi dati: a fine 1990 il sistema bancario, e attraverso questo il Paese nel suo complesso, era esposto nei confronti dell'estero, a breve, per 46 miliardi di dollari. Le riserve ufficiali erano pari a 89 miliardi di cui 64 in valute convertibili. Al 31 maggio 1992 l'esposizione era salita a 94 miliardi di dollari e le riserve ufficiali erano discese a 72 miliardi.

Immediatamente prima della crisi dello scorso autunno lo squilibrio appariva più elevato, e a fine settembre si incrementava ancora, sia pure marginalmente.

Dall'ottobre 1992 inizia una riduzione progressiva e sensibile della posizione netta in valuta verso l'estero delle aziende di credito. Le riserve della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi si riportano in prossimità dei valori precedenti alla crisi. A fine settembre di quest'anno la posizione netta passiva delle banche risulta migliorata, rispetto all'agosto del 1992, di 50 miliardi di dollari.

La posizione complessiva in valuta del sistema bancario, a pronti, nei confronti di residenti e non residenti, appare alla fine di agosto di quest'anno in equilibrio: i crediti in valuta a clienti residenti, al netto dei depositi in valuta, sono identici ai debiti netti in valuta verso l'estero. Tenendo conto dell'attivo a termine

costituito dai prestiti temporanei in valuta alla banca centrale, la situazione valutaria complessiva delle banche risulta nettamente invertita rispetto a un anno prima.

Ho ricordato il miglioramento della bilancia corrente valutaria nell'ultimo trimestre del 1992 e nel corso del 1993. Le valutazioni della Banca d'Italia relative alle partite correnti della bilancia dei pagamenti segnalano, per il primo semestre dell'anno in corso, previa depurazione dei fattori stagionali, un leggero avanzo.

Il risultato è dovuto ad ambedue le componenti dell'interscambio: una forte caduta delle importazioni, connessa alla debolezza della domanda interna e alla minore penetrazione nel nostro mercato di prodotti esteri; una notevole crescita delle esportazioni, connessa al forte incremento di competitività.

Tra il 1987 e l'agosto del 1992 la perdita di competitività era stimabile tra il 5 e il 7 per cento. Rispetto all'agosto del 1992, nel marzo di quest'anno la competitività di prezzo per i prodotti dell'industria era aumentata del 19 per cento; in settembre ancora del 18 per cento.

Nel 1993 la bilancia dei pagamenti correnti risulterà in equilibrio o in avanzo; ugualmente può adesso prevedersi in avanzo per il 1994.

Si arresterà dapprima, e quindi dovrebbe invertirsi, la tendenza alla crescita del debito del paese nei confronti

dell'estero. E' necessario, per rafforzare la nostra posizione patrimoniale, che l'attivo di parte corrente si prolunghi nel tempo.

Tale miglioramento della posizione economica del Paese nei confronti dell'estero corrobora quello della posizione complessiva di liquidità, misurata dal confronto tra indebitamento in valuta a breve, nei confronti dell'estero, del sistema bancario e disponibilità di riserve ufficiali. La situazione valutaria tenderà a consolidarsi con gli ulteriori attivi di parte corrente e con gli afflussi di fondi per prestiti e investimenti.

Dovrebbe venir meno la pressione sul cambio che negli scorsi dodici mesi è derivata dall'esigenza di ridurre il debito a breve.

Il Paese affronta questa nuova fase della sua economia in una situazione nettamente più stabile rispetto a un anno prima. Il tasso di inflazione appare contenuto ed è ancora in diminuzione, grazie a una serie di circostanze favorevoli attinenti all'economia internazionale e a quella nazionale; tra queste la debolezza della domanda interna e internazionale ha carattere reversibile, ma rimane, di importanza determinante, l'accordo sulla politica dei redditi.

E' stato affrontato con la legge finanziaria per il 1993 il problema del riequilibrio strutturale dei conti

pubblici. Sono attualmente in discussione, con la legge finanziaria per il 1994, nuovi interventi; anche se al riguardo, come ho già avuto occasione di esprimere di fronte alle Commissioni Bilancio del Senato e della Camera, la correzione non si preannuncia ancora completa.

I tassi di interesse sono stati progressivamente, ma decisamente, ricondotti in prossimità del livello, in termini reali, prevalente nei paesi europei a più bassa inflazione. Nei confronti della Francia il differenziale dei tassi a breve è attualmente di circa due punti percentuali; nei confronti della Germania è di due punti percentuali e mezzo; analoghi divari si riscontrano sulle scadenze lunghe. In un'ottica di medio termine esiste ancora un differenziale inflazionistico a nostro svantaggio rispetto a questi paesi.

L'ultima riduzione di mezzo punto percentuale dei tassi ufficiali, tenuto conto della stabilità dei costi del lavoro e della competitività acquisita attraverso il cambio della lira, pone ora il sistema produttivo, in analogia a quanto è possibile constatare in tutti i paesi industriali, pienamente in condizione di intraprendere una fase di ripresa degli investimenti e della produzione.

Nella nuova configurazione dei rapporti internazionali i fattori di fondo che governano il cambio di una moneta sono più ampi rispetto alla situazione nella quale i pagamen-

ti per scambi di merci e servizi dominavano le transazioni internazionali.

Chi investe a medio e lungo termine in un sistema economico valuta indubbiamente la situazione contingente dei conti con l'estero, ma anche e soprattutto le possibilità di ritorno, in termini reali, nel medio e lungo termine, degli investimenti.

I fattori tradizionali di competitività, costituiti da costi, prezzi e produttività, rimangono determinanti per l'equilibrio tra risparmio e investimenti e quindi per la posizione generale dell'economia di un paese nei confronti dell'estero. Hanno però acquisito rilievo ulteriori fattori, che attengono alle capacità di sviluppo del sistema economico. Da qui la necessità di amministrazione efficiente del settore pubblico, nel quale si generano attualmente redditi pari alla metà del prodotto nazionale. La necessità inoltre che, ciclicamente e strutturalmente, lo stesso settore pubblico contribuisca alla crescita della produzione nel settore privato, piuttosto che al suo spiazzamento.

I cambisti riuniti in questa Associazione hanno grandi tradizioni di professionalità, esercitate a servizio del sistema finanziario, delle attività produttive e del Paese. Essi sapranno sicuramente fronteggiare i compiti che li attendono nei prossimi anni, ben più vasti rispetto

all'attività svolta fino a pochi anni addietro.

Il volume delle transazioni in cambi è cresciuto enormemente; il venir meno di un riferimento costituito da un prezzo determinato dalle autorità monetarie, la presenza massiccia di movimenti di valuta connessi ad attività di investimento con orizzonti più lunghi, impongono una maggiore capacità di valutazione autonoma che, a giudicare dalle enormi oscillazioni osservate nel corso dell'ultimo anno, sembra ancora insufficiente a contrastare oscillazioni e improvvisi mutamenti di aspettative, innescati da altri gruppi di operatori.

Una maggiore integrazione operativa con l'attività di negoziazione della liquidità sul mercato monetario interno e un più intenso scambio di informazioni con gli specialisti degli investimenti a più lunga scadenza, possono dare più spessore al mercato e più stabilità; in definitiva, accrescere la funzione, da parte delle transazioni in cambi esteri, di correzione degli squilibri del mercato e, più in generale, di stabilizzatore dell'economia, contribuendo al suo sviluppo.

Certo della capacità vostra e della vostra Associazione di far fronte a questi nuovi impegnativi compiti, sicuro del vostro impegno di agire in tale senso, nell'interesse privato e della comunità, vi rivolgo il mio migliore augurio di buon lavoro nelle nuove condizioni del mercato, più difficili, ma anche più ricche di opportunità di sviluppo.

**Posizione dell'Italia verso l'estero**  
(consistenze a fine anno in % del PIL)

Anni	Attività	Passività	Posizione netta	Posizione netta (escluso l'oro della Banca centrale dalle attività)
1971	35,0	26,7	8,3	5,9
1972	39,0	31,9	7,1	4,9
1973	37,2	35,6	1,7	- 0,2
1974	25,5	27,5	- 2,0	- 3,5
1975	23,6	27,1	- 3,5	- 4,8
1976	26,4	27,6	- 1,2	- 5,9
1977	26,6	25,6	1,0	- 3,6
1978	28,1	23,4	4,7	0,1
1979	29,6	21,8	7,8	2,6
1980	32,6	24,1	8,4	- 0,4
1981	32,8	29,1	3,7	- 3,8
1982	28,1	27,6	0,5	- 5,4
1983	32,0	29,8	2,2	- 4,7
1984	33,6	32,2	1,3	- 4,4
1985	29,8	31,5	- 1,8	- 6,6
1986	27,6	29,1	- 1,5	- 5,5
1987	27,4	28,6	- 1,2	- 5,3
1988	28,5	30,9	- 2,4	- 5,8
1989	31,6	36,6	- 5,0	- 7,8
1990	32,8	40,2	- 7,4	- 9,7
1991	34,2	42,8	- 8,5	-10,6
1992	38,8	50,3	-11,5	-13,5

**Posizione dell'Italia verso l'estero, per gruppo di operatori**  
(in % del PIL; consistenze a fine anno)

O p e r a t o r i	1971-75 (1)	1976-80 (1)	1981-85 (1)	1986-90 (1)	1990	1991	1992
				<b>Attività</b>			
Operatori non bancari	16,9	11,7	10,7	13,3	16,0	18,8	23,5
Operatori bancari	11,1	7,1	9,6	8,6	8,8	8,7	10,2
Banca centrale	4,1	9,8	11,0	7,7	8,0	6,7	5,1
Totale	32,1	28,6	31,3	29,6	32,8	34,2	38,8
				<b>Passività</b>			
Operatori non bancari	16,6	12,9	16,9	18,3	22,6	23,3	25,9
Operatori bancari	11,7	9,6	12,9	14,7	17,5	19,3	23,7
Banca centrale	1,5	1,7	0,3	0,1	0,1	0,1	0,6
Totale	29,8	24,2	30,1	33,6	40,2	42,8	50,3
				<b>Posizione netta</b>			
Operatori non bancari	0,3	- 1,2	- 6,2	- 5,0	- 6,6	- 4,5	- 2,4
Operatori bancari	- 0,6	- 2,5	- 3,3	- 6,1	- 8,7	- 10,6	- 13,5
Banca centrale	2,6	8,1	10,7	7,6	7,9	6,6	4,5
Totale	2,3	4,4	1,2	- 4,0	- 7,4	- 8,6	- 11,5

(1) Media dei dati di fine anno del periodo.

**Principali transazioni reali e finanziarie nella bilancia dei pagamenti**  
(miliardi di lire)

V o c i	1986-90	1991	gennaio- maggio 1992	giugno- agosto 1992	settembre 1992	ottob. 92 giugno 93
<b>Partite correnti</b>	<b>-38.974</b>	<b>-26.598</b>	<b>-17.241</b>	<b>- 3.976</b>	<b>- 4.960</b>	<b>- 6.528</b>
di cui: merci (fob)	1.865	- 923	- 5.793	5.558	- 804	18.716
<b>Movimenti di capitale di operatori diversi dalle banche residenti</b>	<b>62.707</b>	<b>-10.594</b>	<b>-21.537</b>	<b>-21.403</b>	<b>- 640</b>	<b>64.239</b>
Capitali italiani	-99.754	-48.339	-39.084	-24.571	212	1.103
Investimenti	-77.132	-39.878	-35.927	-21.181	232	21.246
Prestiti	-12.340	- 7.671	- 1.390	- 2.367	- 335	- 4.894
Crediti commerciali e altro	-10.282	- 790	- 1.767	- 1.023	315	-15.249
Capitali esteri	162.461	37.745	17.547	3.168	- 852	63.136
Investimenti	69.428	26.306	5.177	2.889	- 587	58.761
Prestiti	84.614	13.409	9.735	2.357	- 1.676	2.607
Crediti commerciali e altro	8.419	- 1.970	2.635	- 2.078	1.411	1.768
<b>Movimenti di capitale delle banche residenti</b>	<b>60.206</b>	<b>39.369</b>	<b>35.202</b>	<b>15.105</b>	<b>-25.881</b>	<b>-28.048</b>
Errori e omissioni	-32.227	-10.748	- 2.724	-12.581	1.623	- 2.802
<b>Variazioni nelle riserve ufficiali (1)</b>	<b>-51.712</b>	<b>8.571</b>	<b>6.300</b>	<b>22.855</b>	<b>29.858</b>	<b>-26.861</b>

(1) A cambi e quotazioni costanti. Il segno (-) indica un'acquisizione di riserve ufficiali, cioè un miglioramento della posizione netta verso l'estero della banca centrale (Banca d'Italia e Ufficio italiano dei cambi).

Attività e passività sull'estero  
dei principali paesi europei  
alla fine del 1991

(in % del PIL)

Paesi	Attività	Passività	Posizione netta
Italia (1)	38,8	50,3	-11,5
Francia	71,0	76,1	- 5,1
Germania	73,3	50,5	22,8
Regno Unito	165,1	162,7	2,4
Spagna	29,0	44,7	-15,7

(1) Dati relativi alla fine del 1992.

Fonte: per Francia, Germania e Spagna, OCSE;  
per il Regno Unito, CSO.

BILANCIA DEI PAGAMENTI  
(gennaio '92 - agosto '93)

tav. VI

PERIODO	1992				1993								Ott. 92- Dic. 92	Ott. 92- Ago. 93 (*)	Gen. 93- Ago. 93 (*)	
	Gen.-Ago.	Sett.	Ott.	Nov.	Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giù.	Lug. (*)	Ago. (*)			
<b>A. SALDO GLOBALE</b>	-29.155	-29.858	10.065	3.465	12.935	26.465	-759	-2.937	4.519	-3.478	-430	3.461	-1.250	-1.956	23.655	-2.810
<b>B. Partite Correnti</b>	-21.217	-4.960	-1.787	-4.064	-706	-6.557	-3.440	-20	-943	629	1.720	2.083	1.924	2.955	-1.649	4.908
<b>C. Movimenti di capitale</b>	7.367	-26.521	9.138	4.806	16.992	30.936	4.636	-1.708	8.830	-5.693	2.377	-3.187	-3.174	-4.911	28.106	-2.830
C.1.1. Bancari	50.307	-25.881	-3.160	-3.471	7.508	877	-1.341	-13.199	1.060	-1.040	-6.334	-8.071	-5.750	-13.267	-47.065	-47.942
di cui:																
- aziende di credito	50.674	-23.811	-1.737	-2.404	4.991	850	-1.700	-12.928	200	-4.224	-6.405	-4.259	-4.806	-11.778	-45.050	-45.900
- altri	-367	-2.070	-1.423	-1.067	2.517	27	359	-271	860	3.184	71	-3.812	-944	-1.489	-2.015	-2.042
C.1.2. Non Bancari	-42.940	-640	12.298	8.277	9.484	30.059	5.977	11.491	7.770	-4.653	8.711	4.884	2.576	8.356	75.171	45.112
di cui:																
- Capitali Italiani:																
a) Inv. di portafoglio	-50.900	388	7.975	8.624	9.761	26.360	1.685	2.849	-1.013	-4.114	4.047	27	-1.980	-3.661	24.200	-2.160
b) Prestiti	-3.757	-335	-19	-1.190	-581	-1.790	982	-758	-480	-1.527	-835	-486	-160	-39	-5.093	-3.303
- Capitali Esteri																
a) Inv. di portafoglio	6.180	-921	164	5.291	2.074	7.529	2.354	11.261	9.653	7.948	6.489	9.399	3.288	12.210	70.131	62.602
b) Prestiti	12.092	-1.676	4.319	-5.415	-244	-1.340	3.786	-510	2.159	-2.254	1.500	-734	1.413	-260	3.760	5.100
<b>D. Errori &amp; Omissioni</b>	-15.305	1.623	2.714	2.723	-3.351	2.086	-1.935	-1.209	-3.368	1.586	-4.527	4.565	=	=	-2.802	-4.888

(\*) Per i mesi di luglio ed agosto, i dati relativi ad errori & omissioni e crediti commerciali sono inclusi nelle partite correnti

RISERVE UFFICIALI IN VALUTE CONVERTIBILI

PERIODO	1992				1993										
	Gen.	Luglio	Agosto	Sett.	Ott.	Nov.	Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giù.	Lug.	Ago.
Valute convertibili (consistenze in milioni di USD)	27.519	15.265	11.765	9.096	19.394	22.404	24.912	23.739	22.441	24.298	22.824	21.107	22.818	21.433	20.442
Per memoria: P/T in valuta Banca d'Italia/Sistema bancario (consistenze di fine mese in milioni di USD)	=	=	=	=	10.099	12.301	20.612	21.625	15.884	21.074	21.804	20.848	19.417	19.556	19.968

(1) La variazione delle consistenze non coincide con il saldo globale BOP in quanto il dato è al lordo degli aggiustamenti di valutazione.

**Posizione netta sull'estero e sull'interno in valuta  
delle AZIENDE DI CREDITO, e riserve ufficiali**  
(consistenze in miliardi di dollari)

Date	PNE			Posizione netta sull'interno in valuta	Riserve ufficiali		Posizione complessiva netta BI-UIC
	Totale	In lire	In valuta		Oro	Altre attività nette	
31.12.90	- 50,2	- 4,3	- 45,9	48,6	24,9	64,5	89,4
31.05.92	- 92,1	1,6	- 93,7	67,3	23,5	48,9	72,4
31.08.92	-115,1	- 0,2	-114,9	84,3	22,9	31,7	54,6
30.09.92	- 94,1	1,5	- 95,6	79,2	22,8	5,4	28,2
31.12.92	- 85,7	0,8	- 86,6	78,1	23,2	25,3	48,5
30.06.93	- 65,5	5,9	- 71,4	68,1	22,3	26,0	48,3
31.08.93	- 55,4	7,3	- 62,7	62,9	22,3	24,5	46,8
30.09.93(1)	- 57,9	7,1	- 65,0	64,5	23,0	29,6	52,6

(1) Dati provvisori.