



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Alla ricerca dei capitali perduti:
una stima delle attività all'estero non dichiarate dagli italiani

di Valeria Pellegrini e Enrico Tosti

Luglio 2011

Numero

97



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Alla ricerca dei capitali perduti:
una stima delle attività all'estero non dichiarate dagli italiani

di Valeria Pellegrini e Enrico Tosti

Numero 97 – Luglio 2011

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

**ALLA RICERCA DEI CAPITALI PERDUTI:
UNA STIMA DELLE ATTIVITÀ ALL'ESTERO NON DICHIARATE DAGLI ITALIANI**

di Valeria Pellegrini ed Enrico Tosti*

Sommario

La dimensione rilevante delle attività estere emerse con gli “scudi fiscali” e analisi internazionali sulle statistiche di bilancia dei pagamenti suggeriscono che le attività dell’Italia verso il resto del mondo, così come quelle di altri paesi, sono caratterizzate da una sistematica sottostima di entità significativa concentrata nella componente degli investimenti di portafoglio. Questo lavoro si propone di verificare tale ipotesi e di quantificare il potenziale ordine di grandezza del fenomeno. Il metodo di stima è basato sul confronto delle statistiche *mirror* degli investimenti di portafoglio e si avvale principalmente dei dati della *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS) condotta dall’FMI, integrati da una pluralità di basi dati internazionali. La discrepanza a livello globale si attesta nella media del periodo 2001-2008 al 7,3 per cento del PIL mondiale. Sono stati adottati diversi criteri per distribuire l’*under-reporting* tra i paesi e stimarne la quota attribuibile all’Italia, che può plausibilmente ritenersi compresa tra i 124 e i 194 miliardi di euro a fine 2008 (7,9 - 12,4 per cento del PIL).

Classificazione JEL: F32, F21.

Parole chiave: posizione patrimoniale verso l’estero, titoli di portafoglio, under-reporting.

* Banca d’Italia. Servizio Statistiche economiche e finanziarie.

Indice

1. Introduzione	7
2. Canali di esportazioni di capitali all'estero e metodi di stima delle fughe di capitali e dell'economia sommersa.....	8
2.1 L'esportazione irregolare di capitali e profitti	8
2.2 Breve rassegna della letteratura sulle fughe di capitali.....	9
2.3 L'economia sommersa	10
3. Le statistiche mondiali sulle attività e passività estere di portafoglio.....	11
4. Le principali fonti statistiche internazionali e la prima fase di costruzione della base dati	14
4.1 La Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)	14
4.2 Dati sulle posizioni patrimoniali dei paesi pubblicate dall'FMI.....	15
4.3 La base dati External Wealth of Nations (EWN II)	15
4.4 L'integrazione delle principali fonti informative (CPIS, PNE ed EWN II).....	15
4.5 Altre fonti informative per completare la copertura del database per la stima della discrepanza globale degli investimenti di portafoglio.....	16
5. La base dati finale e la quantificazione della discrepanza globale.....	17
6. Una stima dell' <i>under-reporting</i> da attribuire all'Italia	20
6.1 Aggiustamenti metodologici nella PNE dell'area dell'euro	20
6.2 Gli investimenti in fondi comuni lussemburghesi	20
6.3 I criteri di attribuzione dell' <i>under-reporting</i>	22
7. Il confronto delle stime con i dati sui capitali emersi con lo scudo fiscale.....	27
8. Una contro-ipotesi: la rimozione dell'ipotesi di affidabilità delle passività	31
9. Le attività all'estero non dichiarate in investimenti diretti e altri investimenti	32
10. Conclusioni.....	36
Riferimenti bibliografici.....	38
Riferimenti normativi.....	40
Appendice.....	41
Note metodologiche	41
1) Caratteristiche dei sistemi di rilevazione dei dati dei principali paesi partecipanti alla Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS).....	41
2) Confronto tra passività dichiarate e passività derivate (CPIS)	42
3) Altre fonti informative utilizzate per migliorare la copertura del database per la stima della discrepanza globale degli investimenti di portafoglio.....	43
Tavole.....	47

1. Introduzione¹

La posizione patrimoniale verso l'estero riporta le consistenze delle attività e delle passività di un paese verso il resto del mondo a una certa data; il saldo tra attività e passività (posizione netta, PNE) rappresenta il credito o il debito netto di un paese nei confronti dell'estero. E' una misura essenziale per analizzare gli squilibri globali tra le economie, il grado di integrazione internazionale di un paese, la sua vulnerabilità agli shock esterni.

Gli importi rilevanti di attività estere emerse con gli scudi fiscali e alcune analisi internazionali sui flussi di bilancia dei pagamenti (BP) e sugli stock (PNE), suggeriscono che le attività verso l'estero dell'Italia, così come quelle di altri paesi, siano caratterizzate da una sottostima sistematica di entità non trascurabile, concentrata nella componente degli investimenti di portafoglio². Questo lavoro si propone di verificare l'esistenza di un significativo *under-reporting* delle attività di portafoglio sull'estero e di stimarne l'ordine di grandezza.

Le statistiche di BP e PNE sui titoli di portafoglio sono frequentemente basate sulle informazioni fornite dalle banche residenti sui pagamenti transfrontalieri e, soprattutto, sui depositi di titoli esteri della clientela; alternativamente, sono basate su dichiarazioni dirette (*direct reporting*) dei soggetti residenti (banche, imprese, investitori istituzionali, ecc.) riguardo ai propri rapporti creditorî o debitori con soggetti esteri.

È altamente probabile che le attività detenute all'estero dai soggetti residenti, in particolare dalle famiglie, sfuggano alla rilevazione o siano comunque sotto-rappresentate (*under-reporting*); i dati disponibili di fonte fiscale delle famiglie italiane sulle attività detenute all'estero forniscono un importo tendenzialmente trascurabile. In linea con gli orientamenti seguiti dagli altri paesi europei, l'Italia ha completato nel 2010 il passaggio da un sistema basato sui pagamenti transfrontalieri segnalati dalle banche a uno imperniato sul *direct reporting* e sulle informazioni riguardanti i depositi in titoli forniti dagli intermediari finanziari per conto della clientela.

È lecito supporre che il nuovo sistema, pur presentando indubbi vantaggi per vari aspetti legati alla qualità dei dati, possa aver accentuato i problemi connessi con la copertura delle informazioni riguardanti le attività sull'estero detenute dalle famiglie al di fuori del canale bancario nazionale. Tale criticità riguarda anche gli altri paesi che hanno adottato metodi di rilevazione simili al nostro. Le indagini condotte presso le famiglie generalmente non costituiscono uno strumento di rilevazione idoneo, in quanto i risultati possono facilmente essere distorti a causa sia dell'assenza di adeguate informazioni sulla distribuzione del fenomeno (ad esempio per l'individuazione dei soggetti con elevato patrimonio finanziario), sia della volontà deliberata di rappresentare parzialmente od occultare le attività sull'estero per ragioni fiscali o di segretezza. Nel par. 2.1 sono descritte in sintesi le modalità di esportazione di capitali e profitti. Un elemento confortante in questo senso giunge dall'esame sia dei flussi delle BP sia degli stock di PNE mondiali (cfr. par. 3), che segnalano una prevalenza delle passività dichiarate sulle corrispondenti attività. Nonostante la frammentarietà delle informazioni riguardanti questo fenomeno, che rende complessa la determinazione di una stima puntuale³, è possibile tentare una quantificazione dell'*under-reporting*.

¹ Gli autori desiderano ringraziare Gian Maria Milesi-Ferretti per avere fornito i dati relativi alla *Extended Wealth of Nations II* (EWN II). Un particolare ringraziamento va a Riccardo De Bonis, Marco Magnani e Roberto Tedeschi per gli utili suggerimenti. Gli autori restano i soli responsabili di eventuali errori. Le opinioni espresse sono personali e non coinvolgono l'istituzione di appartenenza.

² Gli investimenti di portafoglio, comprendono tutti gli investimenti in titoli non finalizzati ad assumere una responsabilità gestionale o a stabilire un legame durevole con un'impresa: vengono distinti in prima istanza in base alla tipologia di strumento finanziario che costituisce oggetto dell'investimento; a) azioni (purché al di sotto della soglia del 10 per cento del capitale) e quote di fondi comuni; b) titoli di debito, suddivisi in strumenti del mercato monetario e in obbligazioni e *notes*.

³ In generale, i capitali esportati per finalità di evasione sono frequentemente depositati in e amministrati tramite paesi che offrono dei vantaggi fiscali o di protezione del segreto bancario superiori alla media; per tutelare ulteriormente la segretezza, i capitali sono spesso intestati a soggetti diversi dall'effettivo titolare, ossia a prestanome, società fittizie o trust ubicati in paradisi

Si propone un approccio basato essenzialmente sulle statistiche *mirror*⁴ del portafoglio, avvalendosi di una pluralità di basi dati internazionali (cfr. par. 4) opportunamente integrate con altre fonti. Si perviene a una stima delle discrepanze tra attività dichiarate dai paesi investitori e passività segnalate dai paesi emittenti, disaggregate per tipologia di strumento (titoli azionari o di debito) e anno (dal 2001 al 2008, cfr. par. 5). Nel par. 6 verranno considerati differenti criteri di stima per la quota attribuita all'Italia; un approccio simile è seguito dalla Banca centrale europea, che effettua una stima dell'*under-reporting* delle attività investite in fondi comuni lussemburghesi e irlandesi da parte del complesso dei residenti nell'area dell'euro.

L'elemento cardine del metodo proposto in questo lavoro consiste nel confrontare il totale delle passività e delle attività di portafoglio dichiarate, rispettivamente dai paesi creditori e da quelli debitori, considerando le differenze osservate tra i due aggregati come una *proxy* dell'*under-reporting* delle attività all'estero, assumendo quindi che i dati relativi alle passività verso l'estero siano mediamente più affidabili. Nel par. 8 si analizza il fenomeno rimuovendo parzialmente tale ipotesi. L'approccio seguito risulta diverso da quelli adottati in letteratura, basati generalmente su stime del *misinvoicing trade* o dei *capital flights* (dai paesi in via di sviluppo) e spesso imperniati sull'analisi degli errori e omissioni di BP.

Nel caso dell'Italia, sia l'elevata incidenza dell'economia sommersa (cfr. par. 2.3) sia i risultati degli scudi fiscali (cfr. par. 7), lascerebbero presumere che l'aspetto legato alla volontaria sottodichiarazione sia quello preponderante. I risultati ottenuti con i metodi di stima adottati collocherebbero la sottostima delle attività all'estero in titoli di portafoglio detenute da italiani tra i 124 e i 194 miliardi di euro per la fine del 2008⁵ (fra il 7,9 e il 12,4 del PIL), a cui andrebbe sottratto l'ammontare (stimato in quasi 60 miliardi) dei titoli emersi con le segnalazioni dello scudo fiscale intervenuto nel 2009-2010. Nella parte finale del lavoro si estende la stima agli investimenti diretti e agli altri investimenti (per la componente dei depositi bancari all'estero, cfr. par. 9). Il par. 10 riassume le principali conclusioni del lavoro; un'appendice metodologica completa il lavoro.

2. Canali di esportazioni di capitali all'estero e metodi di stima delle fughe di capitali e dell'economia sommersa

La volontaria sottodichiarazione di capitali all'estero è un fenomeno rilevante. È opportuno illustrare brevemente le modalità di esportazione irregolare e i principali metodi utilizzati per la stima delle fughe di capitali; inoltre verranno richiamati alcuni aspetti dell'economia sommersa, uno dei fattori all'origine dei capitali detenuti all'estero.

2.1 L'esportazione irregolare di capitali e profitti

Le metodologie per la quantificazione dei capitali esportati irregolarmente proposte nella letteratura sono legate alle ipotesi sulla forma di esportazione dei capitali stessi e sui riflessi di questi fenomeni sulla BP e sulla PNE. Sono di seguito descritte le principali tipologie di esportazione (illecita) di capitali e profitti.

1) La sotto-fatturazione delle esportazioni e la sovra-fatturazione delle importazioni di merci, servizi e attività intangibili (*misinvoicing trade*). Il primo aspetto riguarda esclusivamente le imprese e consiste nel mostrare nelle scritture contabili l'abbattimento dei ricavi per trasferire profitti a controparti estere conniventi, che possono beneficiare di vantaggi fiscali offerti nei paesi in cui sono ubicate. Per la sovra-fatturazione delle importazioni, lo stesso meccanismo di

“societari”, che sono paesi (spesso *offshore*) caratterizzati da regole di diritto societario opache adatte a favorire l'uso di veicoli societari finalizzati a celare l'identità dei beneficiari.

⁴ Con questo termine si intendono i dati sullo stesso fenomeno derivabili dalle stime prodotte dai paesi controparte.

⁵ I dati ufficiali tengono conto degli scudi fiscali del periodo 2001-2003.

trasferimento dei capitali viene attuato aumentando il valore dei costi della società importatrice, e quindi le entrate della controparte estera esportatrice; questo canale può essere sfruttato anche dalle persone fisiche con dichiarazioni di “false” importazioni di beni o servizi. Tali modalità di esportazione di capitali non necessariamente generano errori e omissioni⁶ (EO) nella BP; essa può risultare in equilibrio, poiché i regolamenti finanziari di queste operazioni di norma trovano riscontro nella parte corrente. Viceversa, la PNE ufficiale, non registrando le attività all'estero così create, appare peggiore di quella “reale”.

2) Operazioni di conto finanziario: rientrano in questa categoria tutti i trasferimenti di capitale all'estero, in molti casi regolarmente dichiarati nelle segnalazioni statistiche all'atto del primo trasferimento all'estero. Successivamente, beneficiando del transito dei fondi per paesi esteri con legislazioni meno stringenti, i trasferimenti si trasformano in attività irregolari che vengono occultate e quindi non più dichiarate a fini contabili, fiscali e statistici (finanziamenti a società fittizie che successivamente dichiarano fallimento, falsi regolamenti estero su estero, etc.). I fondi nascosti sono successivamente investiti in altri strumenti finanziari (ad es. titoli di portafoglio). Tali forme di esportazioni di capitali possono riflettersi o meno sugli EO della BP e sulla PNE, a seconda della struttura del sistema di rilevazione e compilazione⁷ di queste statistiche.

3) Trasferimento di contanti: il caso archetipico di creazione clandestina di attività all'estero avviene attraverso il trasferimento di contante oltre la frontiera (ad esempio tramite gli “spalloni”); in ogni caso, non viene registrata la creazione di attività all'estero. Prima dell'introduzione dell'euro, al momento della richiesta di conversione in valuta estera a fronte della consegna di banconote denominate in lire da parte di banche estere (generalmente svizzere), si registrava un peggioramento della posizione verso l'estero della Banca centrale (riduzione dello stock di valuta estera) che, non essendo compensato da una corrispondente creazione di attività all'estero, si rifletteva in EO negativi. La creazione della moneta unica e il diffuso utilizzo di euro in contanti ha reso labile il legame dell'esportazione di capitali all'estero con le rimesse di banconote.

2.2 Breve rassegna della letteratura sulle fughe di capitali

Per quanto riguarda la costituzione di attività clandestine all'estero, la letteratura si è concentrata da un lato sulle fughe di capitali (*capital flight*)⁸, in particolare dai paesi emergenti o in via di sviluppo, dall'altro sulle distorsioni nella fatturazione delle merci importate/esportate, in Italia soprattutto con riferimento agli anni '60-'70.

Un'analisi degli EO sistematicamente negativi negli anni novanta nella BP italiana ha tentato di integrare questi diversi approcci (cfr. Committeri (1999)). La conclusione è imperniata sull'esistenza di un significativo deficit di segnalazioni di incassi per esportazioni regolate su conti esteri, con conseguente generazione di attività sull'estero non dichiarate. Prima della completa liberalizzazione dei movimenti dei capitali (1990), vi erano stati diversi lavori sulla fuga di capitali dall'Italia, incentrati in particolare sul tentativo di stima dei fenomeni delle esportazioni clandestine di banconote, cfr. ad esempio Vicarelli (1970), e delle sovra-fatturazioni delle importazioni, cfr. ad esempio Gandolfo (1977).

⁶ La presenza di ricorrenti errori e omissioni negativi nella bilancia dei pagamenti viene generalmente associata alla omessa registrazione di capitali esportati all'estero.

⁷ Una PNE calcolata per cumulo dei flussi netti calcolati sulla base dei pagamenti transfrontalieri segnalati dalle banche può tener conto dell'aumento delle attività generate anche se con errata classificazione; una PNE calcolata con dati di consistenza periodicamente rilevati è difficilmente in grado di registrare le attività che il soggetto intervistato ha occultato all'estero.

⁸ Varie definizioni sono state avanzate in letteratura; una frequentemente utilizzata definisce *capital flight* i repentini e irregolari flussi di investimenti in uscita da un paese dovuti a crisi o fattori economici che determinano un rischio di perdita del valore delle attività domestiche.

Al di fuori del contesto italiano, la letteratura sul *capital flight* ha riguardato principalmente i paesi in via di sviluppo, proponendo misure alternative di stima del fenomeno; per un rassegna si vedano B. Schneider (2003) e Chang *et al* (1997). In estrema sintesi, i tentativi di misurazione si sono concentrati sull'utilizzo dei dati dei flussi di BP che possono essere ricondotti a tale fenomeno. Alcuni approcci si fondano sull'analisi degli EO che, qualora sistematicamente e consistentemente negativi, possono essere interpretati come indicatori di deflussi di capitali non registrati (*Hot Money methods*).

Metodi alternativi si basano sul confronto tra afflussi netti (relativamente al settore pubblico e per investimenti diretti, *sources of funds*) e deflussi netti (di conto corrente e per riserve ufficiali, *uses of funds*); l'eventuale eccesso dei primi sui secondi rappresenta una misura della fuga di capitali. Tale metodologia è stata elaborata in diverse varianti, soprattutto da parte degli economisti della Banca Mondiale; si vedano ad esempio il *Dooley method* - cfr. Dooley (1996) - e il *World Bank residual method* - cfr. Claessens (1997).

Un diverso approccio è invece basato sulla parte reale della BP, misurando la componente del fenomeno derivante dal *trade misinvoicing*. Dai pionieristici lavori di Bhagwati (1964 e 1967) al lavoro di rassegna di Nitsch (2009), è stato messo in luce come frequentemente sotto-fatturazione delle esportazioni e/o sovra-fatturazioni delle importazioni costituiscano un canale di esportazione illecita di capitali.

Il denominatore comune di tale approccio consiste nel tentativo di stimare l'entità del fenomeno sulla base del confronto tra dati *mirror* di commercio con l'estero per evidenziarne le discrepanze. L'applicazione di tale metodo appare però problematica, date le rilevanti difficoltà di natura statistica esistenti. In particolare l'evidenza empirica a livello mondiale da almeno un ventennio tende a mostrare invece un'eccedenza delle esportazioni sulle importazioni. Differenti motivazioni, ad esempio le truffe sull'IVA, possono infatti indurre un *trade misinvoicing* in direzione opposta (ossia sovrappatturazione delle esportazioni e/o sottofatturazione delle importazioni); in definitiva, come osserva Bhagwati (1967): "*Whereas it is easy to establish the conditions under which the faking of trade values [...] will occur, it is in practice extremely difficult to set about determining whether such faking is actually occurring. It is further impossible to find out how much faking is going on*". Inoltre i fenomeni di sovra e sotto-fatturazione con finalità di esportazione di capitali non necessariamente determinano significative asimmetrie nei saldi di conto corrente a livello internazionale⁹.

Il metodo proposto in questo lavoro è basato su un approccio alternativo che stima la sottodichiarazione delle attività all'estero utilizzando le statistiche *mirror*. In particolare si analizzano le discrepanze tra attività e passività di portafoglio a livello di singolo paese emittente e tipo di strumento finanziario. In altre parole, si prescinde dalla modalità di esportazione dei capitali e si sposta invece l'attenzione sulla consistenza degli impieghi finanziari finali, che possono assumere anche forme diverse dai titoli di portafoglio (ad es. depositi bancari), seppure per importi di rilevanza verosimilmente minore (cfr. par 9).

2.3 L'economia sommersa

L'economia sommersa è connessa alle esportazioni di capitali; gli investimenti finanziari "custoditi" oltre le frontiere soddisfano più facilmente di quelli interni le finalità di nascondere e sottrarre all'accertamento e all'imposizione fiscale nazionale i proventi di attività economiche non dichiarate. La definizione di "sommerso" è dibattuta. In letteratura sono stati effettuati vari

⁹ Infatti, i casi che riguardano scambi *inter-company* o che avvengono secondo dinamiche organizzate e ripetute nel tempo si fondano sulla coerenza della registrazione contabile, e quindi presumibilmente anche statistica, degli scambi effettuati tra le due controparti. Si generano viceversa asimmetrie nei casi che coinvolgono persone fisiche o piccole imprese, in quanto la controparte estera potrebbe non essere effettivamente esistente o potrebbe non essere inclusa nelle rilevazioni statistiche (per dimensioni, perché persona fisica, per il carattere di irregolarità, ecc.).

tentativi di stima basati su differenti approcci; per una rassegna, si vedano Zizza (2002), Dell'Anno (2005) e Mazzocchi-Quintano (2008).

Numerosi paesi effettuano una stima del sommerso nell'ambito della propria contabilità nazionale. In Italia la metodologia utilizzata dall'Istat¹⁰ si basa su stime che comprendono correzioni per fenomeni di *misinvoicing*, ma escludono il canale estero. L'assunzione implicita è che si tratti di un fenomeno con ricadute quasi esclusivamente interne, perché riguardante imprese di piccole dimensioni e quindi scarsamente internazionalizzate. L'incidenza del sommerso, comunque stimata, tende in Italia a risultare significativamente maggiore rispetto agli altri paesi sviluppati, in particolare in ambito OCSE. Ciò può comportare una propensione superiore a quella della media dei maggiori paesi a costituire patrimoni clandestini all'estero.

Come riporta Zizza (2002), “secondo lo studio svolto dalla Commissione europea (1998), in media nell'Unione il sommerso si attesterebbe tra il 7 e il 16 per cento del PIL [...]. Le stime variano molto a seconda del metodo utilizzato, ma convergono sull'esistenza di raggruppamenti di paesi. Agli estremi si trovano il gruppo formato da paesi scandinavi, Irlanda, Austria e Paesi Bassi, in cui il sommerso ammonta circa al 5 per cento del PIL, e quello, comprendente Italia e Grecia, in cui la percentuale supera il 20 per cento.[...]. Per Schneider (2000), l'Italia nel 1994 era al primo posto nella graduatoria dei paesi OCSE esaminati, con un'incidenza del sommerso sul PIL pari al 25,8 per cento, seguita da Spagna e Belgio”.

Occorre ricordare che, in linea con gli standard europei, l'Istat non considera l'economia illegale (o criminale). Nei successivi lavori, F. Schneider (2005 e 2007) oltre a utilizzare differenti modelli¹¹, amplia la stima dell'incidenza dell'economia sommersa sul PIL a un insieme di 120 paesi; ancorché opinabile, l'approccio utilizzato consente comunque una valutazione di tipo comparativo, confermando che il dato italiano (stimato tra il 21 e il 23 per cento) si colloca tra i più elevati all'interno dei 25 principali paesi OCSE (cfr. in Appendice la tav. A1).

3. Le statistiche mondiali sulle attività e passività estere di portafoglio

Prima di addentrarsi nella disamina dei dati disponibili e della stima dell'*under-reporting* degli stock di portafoglio, è opportuno analizzare il fenomeno anche dal lato dei flussi di BP. Nell'analisi delle discrepanze statistiche a livello globale, l'FMI evidenzia la preponderanza dei flussi dichiarati di passività verso l'estero rispetto alle attività; si veda la figura 1, basata sulla serie storica dal 1988 al 2008 degli investimenti di portafoglio mondiali. Le passività totali sono considerate al netto dell'ammontare dei titoli detenuti come riserve ufficiali, per coerenza con le attività, che non comprendono tale componente¹².

Teoricamente, in caso di corretta registrazione di tutti i flussi di portafoglio il saldo globale dovrebbe essere nullo; la discrepanza annuale risulta invece in media pari allo 0,34 per cento del

¹⁰ In estrema sintesi consiste in: a) applicazione di un modello di rivalutazione del valore aggiunto dichiarato dalle piccole e medie imprese; b) stima esaustiva dell'input di lavoro mediante l'integrazione tra fonti informative di natura statistica e amministrativa direttamente osservabili, nonché l'uso di fonti informative e di tecniche statistiche che rendono possibile la stima dell'occupazione non regolare; c) utilizzo delle stime esaustive dell'occupazione (punto b) come coefficienti di espansione dei valori medi pro capite rilevati attraverso le indagini sui conti delle imprese e corretti per la sottodichiarazione (punto a); d) verifica della consistenza degli aggregati economici con tecniche di bilanciamento delle risorse e degli impieghi a livello di singola branca di attività economica. Per una dettagliata descrizione cfr. Baldassarini-Pascarella (2003) e Istat (2006); la metodologia italiana è stata approvata e raccomandata dall'Eurostat.

¹¹ In precedenza aveva generalmente utilizzato un modello di *currency demand approach*. Il metodo utilizzato in Schneider (2007) si basa invece su modello econometrico strutturale (MIMIC) in cui il sommerso è trattato come una variabile non osservabile, legata da un lato a un set di indicatori osservabili che ne riflettono i cambiamenti, e dall'altro a un set di variabili, anch'esse osservabili, che si ritengono “causali” per il fenomeno.

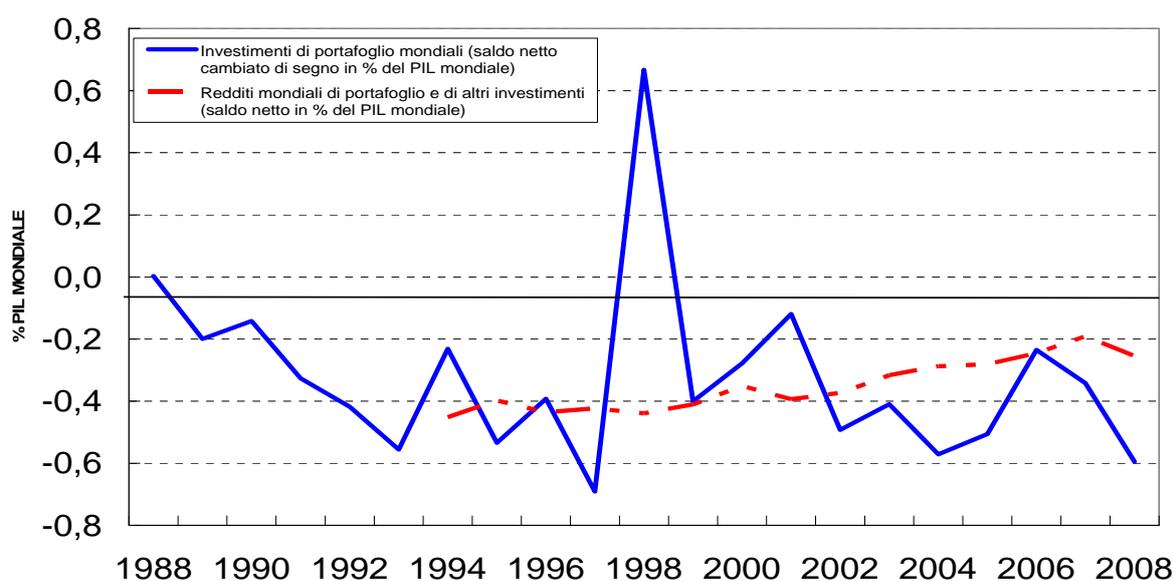
¹² L'FMI effettua una stima dei dati relativi ai paesi mancanti per rendere gli aggregati globali confrontabili; la stima viene presentata nel *Balance of Payments Yearbook* soltanto a livello aggregato, senza dettaglio delle singole componenti per paese e tipologia di strumento.

PIL mondiale. In termini cumulati nel periodo considerato si raggiunge un livello pari al 6,8 per cento del PIL mondiale, ossia circa 4.145 miliardi di dollari a fine 2008.

Nella figura 1 si riporta anche la somma dei saldi globali dei redditi da investimenti di portafoglio e altri investimenti (nei dati FMI le due voci sono aggregate e sono disponibili a partire dal 1994). Anch'essa è sistematicamente negativa, con una discrepanza annuale mediamente pari allo 0,35 per cento del PIL mondiale. Ciò significa che gli interessi o dividendi che il paese debitore dichiara di pagare all'estero sono di norma superiori a quelli che gli investitori esteri dichiarano di ricevere.

Fig. 1

Salda globali: investimenti di portafoglio e redditi da investimenti di portafoglio e altri
(in percentuale del PIL mondiale, 1988-2008)



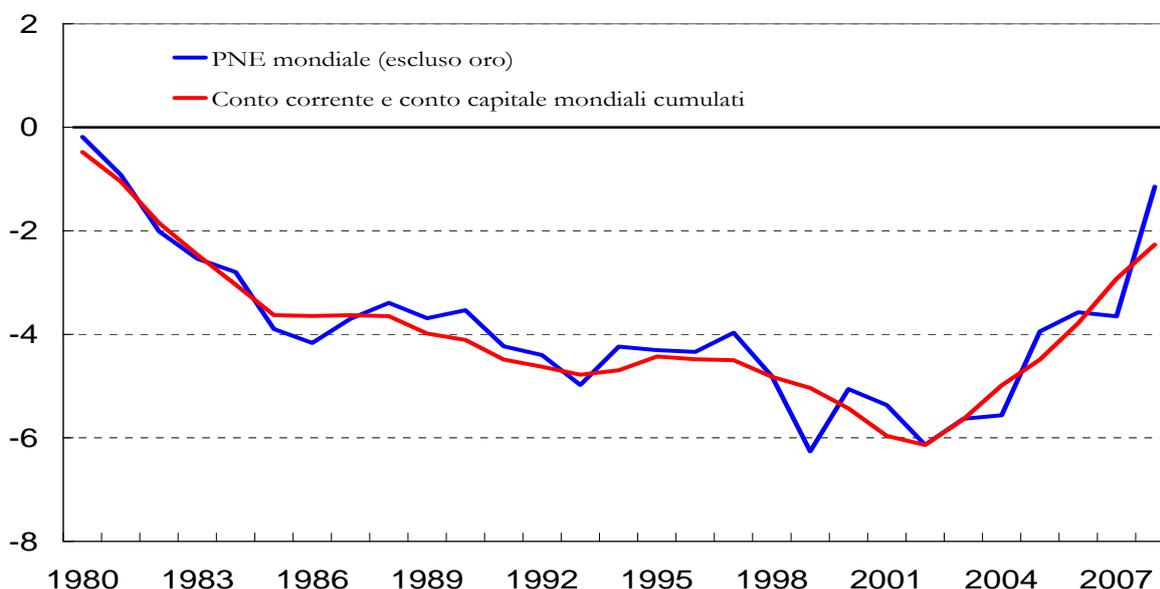
Fonte: elaborazioni su dati FMI.

Appare inoltre utile, sempre sulla base delle informazioni ufficiali di fonte FMI, confrontare i dati mondiali sugli stock di PNE¹³ e i saldi cumulati di conto corrente e conto capitale che, a meno di aggiustamenti di valutazione ed errori e omissioni cumulati, dovrebbero mostrare una sostanziale coerenza.

L'analisi delle discrepanze statistiche sugli stock conferma quanto evidenziato dai flussi: l'accumulo di attività è inferiore a quello di passività, considerando sia il conto corrente cumulato sia la PNE di circa 145 paesi (al netto dell'oro in quanto contabilizzato solo tra le attività). Questa stima è derivata dalla base dati *Extended Wealth of Nations II* (EWN II), cfr. Lane e Milesi-Ferretti (2007) e il par. 4.3 per maggiori dettagli su questa fonte. Dal 1980 la discrepanza negativa tende ad ampliarsi, fino a raggiungere il 6 per cento del PIL mondiale all'inizio di questo decennio per poi contrarsi a partire dal 2003, riflettendo il passaggio a una discrepanza di segno positivo sia nel conto corrente sia nel conto finanziario; la riduzione riguarda però componenti diverse dal portafoglio (cfr. figura 2).

¹³ Nell'*Yearbook* dell'FMI l'analisi delle discrepanze globali delle PNE è riferita a tutte le componenti della PNE e non in maniera specifica al portafoglio.

Confronto tra conto corrente e conto capitale cumulati e la PNE dichiarati complessivamente dai paesi in percentuale del PIL mondiale (1980-2008)



Fonte: elaborazioni su dati EWN II – cfr. Lane e Milesi-Ferretti (2007).

Si riscontra quindi che i paesi in prevalenza presentano una posizione patrimoniale peggiore di quella effettiva. Tale tendenza potrebbe dipendere sia dalla sovrastima delle passività sia dalla sottostima delle attività.

Nel primo caso si può affermare che generalmente il paese emittente i titoli di portafoglio conosce l'ammontare complessivo del proprio indebitamento, sebbene possa commettere errori sulla distribuzione geografica degli investitori. La sovrastima delle passività verso l'estero può essere quindi legata all'erronea attribuzione a investitori esteri di titoli emessi da residenti, detenuti all'estero (al di fuori del circuito bancario e finanziario nazionale) e non dichiarati dagli investitori residenti. Tale eventualità si configura come una versione "interna" della mancata dichiarazione di attività all'estero (e non "sull'estero"); in altre parole, questa tipologia di sottodichiarazione si traduce in una sovrastima delle passività verso l'estero di portafoglio¹⁴. È però possibile una distorsione nel senso opposto, ossia una sottovalutazione delle passività verso l'estero che condurrebbe quindi ad una sottostima dell'effettiva discrepanza calcolata secondo il metodo proposto nel presente lavoro.

Nel secondo caso, quello della sottostima delle attività di portafoglio, un'eventuale distorsione appare invece plausibile, per i motivi già esposti, soprattutto nella direzione di una sistematica sottodichiarazione per la parte detenuta al di fuori del sistema bancario residente. Questa difformità di comportamento potrebbe costituire una delle principali cause delle discrepanze osservate tra attività e passività globali. Inoltre, se è vero che possono sussistere diverse cause di errore di natura prettamente statistica – differenti criteri di valutazione, di allocazione geografica, difficoltà nella distinzione tra investimenti diretti e di portafoglio azionari,

¹⁴ Tale tipo di distorsione dovrebbe essere trascurabile nel caso dei centri *offshore* e finanziari di piccole dimensioni (come il Lussemburgo) come conseguenza della scarsa rilevanza degli investimenti di soggetti residenti, salvo i casi (presumibilmente limitati) di reinvestimenti in fondi localizzati nel medesimo centro.

etc. – è altrettanto vero che questi fattori dovrebbero generare discrepanze in entrambe le direzioni e non sembrano quindi verosimilmente giustificare le sistematiche e significative differenze osservate a livello globale.

Alla luce di queste considerazioni, nel prosieguo del lavoro ci si baserà sull'ipotesi che le passività di portafoglio dichiarate dai paesi possano costituire un valido punto di riferimento e che la differenza tra attività e passività possa approssimare l'entità della sottostima delle attività estere di portafoglio. Il metodo proposto non consente di scindere la componente di tale sottostima legata a errori di natura statistica (esaustività e accuratezza delle statistiche di portafoglio, ecc.) da quella riconducibile al deliberato intento di occultamento di capitali all'estero (propensione a investire all'estero capitali irregolari, ecc.). Nel par. 8 si analizzerà invece un'ipotesi intermedia, in cui si riterranno ugualmente probabili la sottostima delle attività e la sovrastima delle passività.

4. Le principali fonti statistiche internazionali e la prima fase di costruzione della base dati

La quantificazione degli importi non dichiarati viene affrontata secondo una prospettiva globale, analizzando i rapporti finanziari tra i paesi sulla base delle attività e passività di portafoglio come descritti nelle statistiche internazionali ufficiali. Questi dati sono stati integrati con altre fonti informative, al fine di rendere omogenei gli aggregati posti a confronto. Nei prossimi sottoparagrafi verranno descritte le basi dati utilizzate e la fase preliminare del lavoro di integrazione delle informazioni disponibili sugli stock.

4.1 La Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)

La fonte primaria è costituita dalla *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS) che viene condotta annualmente su iniziativa dell'FMI dai paesi membri; la partecipazione è su base volontaria. I dati sono disponibili con regolarità a partire dal 2001. Nel 2008 le nazioni partecipanti erano 74, tutte le più importanti in questo ambito, con l'eccezione della Cina, di alcuni paesi arabi esportatori di petrolio (principalmente l'Arabia Saudita) e di alcuni centri *offshore*. Nella CPIS ogni nazione fornisce le attività in titoli di portafoglio verso l'estero alla fine dell'anno di riferimento disaggregate per paese emittente. Le attività sono distinte almeno per i due principali comparti, i titoli azionari (che includono azioni e fondi) e i titoli di debito (strumenti del mercato monetario e *bonds* e *notes*, cfr. nota 1). I dati devono essere valutati al prezzo di mercato di fine periodo e sono compilati sulla base della metodologia descritta nella quinta edizione del Manuale della bilancia dei pagamenti (BPM5)¹⁵. Nell'ambito della CPIS si svolgono due indagini supplementari che riguardano i titoli detenuti come attività di riserva ufficiale e i titoli detenuti dagli organismi internazionali¹⁶.

Le statistiche raccolte con le tre indagini descrivono i rapporti bilaterali tra paesi emittenti e paesi investitori secondo i dati forniti da questi ultimi. La disaggregazione geografica per paese emittente consente di derivare dati sulle passività (“passività derivate”) delle singole nazioni; come si vedrà più avanti, le passività derivate sono state utilizzate sia come elemento informativo nel caso di carenza delle altre basi dati, sia come termine di confronto con le passività dichiarate dai singoli paesi emittenti. In termini formali, definiamo:

A = attività; L = passività; P = passività derivate.

Sottoscritti: i = paese emittente; j = paese investitore; t = anno (da 2001 a 2008).

¹⁵ Cfr. in Appendice la nota metodologica 1 in cui vengono fornite alcune informazioni circa le modalità di rilevazione dei dati approntate dai principali paesi segnalanti (cfr. fig. A.1).

¹⁶ Queste statistiche sono pubblicate solo a livello aggregato poiché i dati sono confidenziali.

Soprascritti: E = azioni e fondi; D = titoli di debito.

Aggregando le attività dichiarate dai paesi investitori j in un paese emittente i , si ottengono le passività derivate del paese i in un anno t per una tipologia di strumento finanziario (E o D):

$$1) \quad {}_t P_i^E = \sum_j {}_t A_{ji}^E \quad \text{e} \quad {}_t P_i^D = \sum_j {}_t A_{ji}^D$$

4.2 Dati sulle posizioni patrimoniali dei paesi pubblicate dall'FMI

La seconda fonte è costituita dai dati della PNE di ciascun paese pubblicati dall'FMI¹⁷ e compilati sempre sulla base delle regole stabilite nel BPM5. Gli stock di portafoglio sono disaggregati per tipo di strumento finanziario, ma non presentano il dettaglio per paese controparte, investitore (per le passività) o emittente (per le attività). Sono stati utilizzati soprattutto per ricavare il totale delle passività verso l'estero in quanto, non partecipando tutti i paesi alla CPIS, le passività derivate dovrebbero (in assenza di errori di segnalazione) risultare minori o uguali di quelle dichiarate nella PNE. Per le attività sono invece stati adoperati soprattutto per un controllo dei totali pubblicati nella CPIS (cfr. in Appendice la tav. A.2a).

4.3 La base dati External Wealth of Nations (EWN II)

Come già accennato, l'*Extended Wealth of Nations II* (EWN II) è una base dati elaborata da Lane e Milesi-Ferretti¹⁸. Le statistiche raccolgono dati ufficiali pubblicati dall'FMI (CPIS e PNE) integrati con specifiche fonti e stime degli stock di attività e passività di circa 145 paesi (per i principali a partire dal 1970). Tali dati sono disaggregati per le principali componenti di PNE, ma diversamente dalla CPIS non presentano informazioni bilaterali sulla distribuzione geografica delle attività. Nell'ambito del presente lavoro questa base dati è stata utilizzata soprattutto per colmare le lacune informative sui paesi che non pubblicano dati di PNE e non partecipano alla CPIS; per un confronto tra EWN II e i dati di PNE, cfr. in Appendice la tav. A.2b.

4.4 L'integrazione delle principali fonti informative (CPIS, PNE ed EWN II)

La base dati è stata costruita in passi successivi, mirati a ottenere la massima copertura informativa. Il punto di partenza è costituito dalla CPIS disponibile nella serie storica dal 2001 al 2008¹⁹. Tali dati sono stati confrontati con le corrispondenti passività di portafoglio²⁰, analizzando le tre fonti fin qui esaminate: PNE, la stessa CPIS (passività derivate, cfr. par. 4.1) ed EWN II. Per ogni paese emittente si può quindi calcolare la differenza tra il totale delle sue passività (non ripartibili per paese investitore) e la somma delle attività che i paesi investitori dichiarano di detenere in titoli emessi da tale paese (fonte CPIS):

$$2) \quad \forall i, t \quad {}_t U_i^E = {}_t L_i^E - \sum_j {}_t A_{ji}^E \quad \text{e la discrepanza globale su azioni e fondi è data da: } {}_t U^E = \sum_i {}_t U_i^E$$

$$3) \quad \forall i, t \quad {}_t U_i^D = {}_t L_i^D - \sum_j {}_t A_{ji}^D \quad \text{e la discrepanza globale sui titoli di debito è data da: } {}_t U^D = \sum_i {}_t U_i^D$$

¹⁷ Statistiche IFS, <http://www2.imfstatistics.org/GFS/>.

¹⁸ Cfr. per maggiori dettagli Lane e Milesi-Ferretti (2001 e 2007).

¹⁹ Per alcuni paesi si è reso necessario stimare i dati dei periodi mancanti nella serie storica esaminata: si tratta di Messico, India, Pakistan, Bahrein, Kuwait e Lettonia.

²⁰ Non è stata considerata nei metodi di stima successivamente illustrati l'informazione sul settore economico dell'investitore prevista nella CPIS. Il dettaglio settoriale, sebbene utile nel definire la composizione dei portafogli per i settori maggiormente soggetti a sottostima (famiglie e imprese), non viene fornito da alcuni tra i principali paesi: l'incompletezza di questa informazione ne rende quindi problematico l'utilizzo.

Per la determinazione delle passività (${}_tL_i^E$ e ${}_tL_i^D$), qualora disponibile è stato usato il dato ufficiale di PNE; secondariamente il dato di fonte EWN II²¹. In caso di assenza di entrambe le fonti, le passività del paese emittente sono state poste uguali alle passività derivate calcolate a partire dalla CPIS, ossia:

$$4) \quad {}_tL_i^E = {}_tP_i^E = \sum_j {}_tA_{ji}^E \quad \text{e quindi per definizione la discrepanza per tale paese è nulla: } {}_tU_i^E = 0$$

$$5) \quad {}_tL_i^D = {}_tP_i^D = \sum_j {}_tA_{ji}^D \quad \text{e quindi per definizione la discrepanza per tale paese è nulla: } {}_tU_i^D = 0$$

Vale la pena ribadire che la nostra ipotesi si fonda sul ritenere che ${}_tU_i^E$ e ${}_tU_i^D$ siano interamente attribuibili a sottodichiarazione delle attività sull'estero (*under-reporting*). La sintesi dei dati, dopo la fase iniziale di integrazione con le fonti citate, viene riportata nella tavola 1, in cui si evidenzia la sistematica superiorità delle passività sulle attività con un divario che in media risulta pari a circa il 20 per cento delle attività dichiarate, raggiungendo nell'ultimo anno della serie quasi il 25 per cento (corrispondente al 12,7 per cento del PIL mondiale).

Tav. 1

**Confronto attività e passività globali di portafoglio:
integrazione dei dati CPIS, PNE ed EWN II
(miliardi di dollari USA a valori correnti)**

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
(A) Attività (incluso riserve ufficiali dichiarate nella CPIS)	Azioni e fondi	5.433	4.994	7.230	9.058	11.000	14.831	17.901	10.296
	Titoli di debito	7.526	9.313	12.127	14.659	15.423	18.846	22.117	21.172
	Totale	12.958	14.307	19.357	23.718	26.424	33.677	40.018	31.468
(L) Passività	Azioni e fondi	6.851	6.368	9.021	11.233	13.474	17.590	21.568	12.899
	Titoli di debito	8.893	10.864	13.937	16.975	18.138	22.072	26.418	26.329
	Totale	15.744	17.232	22.957	28.208	31.613	39.662	47.986	39.228
Discrepanza assoluta $\sum_i {}_tU_i$	Azioni e fondi	-1.418	-1.373	-1.791	-2.174	-2.474	-2.758	-3.667	-2.603
	Titoli di debito	-1.368	-1.552	-1.810	-2.316	-2.715	-3.226	-4.301	-5.157
	Totale	-2.786	-2.925	-3.601	-4.490	-5.189	-5.985	-7.968	-7.760
Discrepanza in % delle attività	Azioni e fondi	-26,1%	-27,5%	-24,8%	-24,0%	-22,5%	-18,6%	-20,5%	-25,3%
	Titoli di debito	-18,2%	-16,7%	-14,9%	-15,8%	-17,6%	-17,1%	-19,4%	-24,4%
	Totale	-21,5%	-20,4%	-18,6%	-18,9%	-19,6%	-17,8%	-19,9%	-24,7%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE) ed EWN II.

4.5 Altre fonti informative per completare la copertura del database per la stima della discrepanza globale degli investimenti di portafoglio

La seconda fase della costruzione del database è consistita nell'individuare particolari criticità nella copertura e nella disponibilità dei dati. L'aggiunta di ulteriori fonti ha consentito di colmare le principali lacune informative, soprattutto dal lato delle attività di alcuni paesi importanti (la Cina, alcuni centri *offshore* e i paesi arabi esportatori di petrolio, cfr. par. 4.1), determinando una diminuzione della discrepanza globale rispetto ai dati esposti nella tav. 1.

²¹ In appendice la nota metodologica 2 riporta i pochi casi in cui le passività derivate di fonte CPIS sono risultate superiori a quelle dichiarate dal paese emittente.

In alcuni casi sono state operate delle correzioni sia per le attività sia per le passività, in seguito all'individuazione di anomalie riscontrate nei dati ufficiali. In estrema sintesi, il lavoro di miglioramento del livello di copertura e coerenza della base dati ha riguardato i seguenti paesi o gruppi di paesi: Stati Uniti, Giappone, Irlanda, Germania, Cina, organismi internazionali, Olanda, paesi arabi esportatori di petrolio e principali centri *offshore* (isole Cayman, isole Vergini Britanniche, Guernsey e Jersey). In Appendice nella nota metodologica 3 si riportano dettagliatamente le aggiunte o le correzioni effettuate e le ulteriori fonti statistiche reperite.

Per quanto riguarda i rimanenti centri *offshore*, l'indisponibilità di informazioni non ha consentito di effettuare stime attendibili delle passività di portafoglio, che sono state quindi poste pari alle passività derivate di fonte CPIS. Non è stata calcolata l'eventuale discrepanza relativa ai titoli emessi da questi paesi, con conseguente possibile sottostima della discrepanza globale; le Antille Olandesi costituiscono il caso più rilevante, sebbene nel complesso i centri *offshore* mancanti dovrebbero risultare meno importanti, nel settore dei titoli di portafoglio, rispetto a quelli sopra citati.

5. La base dati finale e la quantificazione della discrepanza globale

Al termine dell'ampliamento e della correzione delle basi dati, si ottengono, rispettivamente per le passività e le attività globali di portafoglio, i valori ripartiti secondo la fonte statistica di provenienza (in miliardi di dollari USA, cfr. tav. 2).

Per le passività la fonte principale è rappresentata dai dati di PNE, anche se le passività derivate di fonte CPIS presentano un'incidenza significativa; l'importanza della base dati EWN II appare minore. Per le attività il ruolo preponderante è svolto, secondo le aspettative, dalla CPIS. Occorre specificare che sia nei casi di attività e passività stimate o modificate, sia nei casi di utilizzo delle passività derivate di fonte CPIS, i valori riportati si riferiscono al totale dell'aggregato relativo al paese oggetto di stima e non all'entità dell'aggiustamento effettuato rispetto alla fonte ufficiale esistente.

Nella tavola 3 si riassumono a livello globale i risultati delle elaborazioni sopra descritte. Le differenze tra attività e passività sono comunque consistenti - anche se significativamente minori rispetto a quanto riportato nella tav. 1 - e mediamente pari nel periodo al 13,2 per cento delle attività complessive. In particolare si riduce significativamente la discrepanza nei titoli di debito, mentre rimane piuttosto elevata per le azioni e i fondi, settore per il quale l'incidenza dei paesi *offshore* e di taluni centri finanziari risulta maggiore.

La stima della discrepanza globale per il 2008, pari a 4.491 miliardi di dollari (corrispondente al 7,3 per cento del PIL mondiale), appare in linea con il dato cumulato (dal 1988) delle asimmetrie mondiali ottenuto dai dati FMI sui flussi di investimenti di portafoglio (4.145 miliardi, cfr. par. 3), per il calcolo del quale non era stato considerato alcun tipo di aggiustamento di valutazione.

Base dati finale: investimenti di portafoglio globali ripartiti per fonte statistica
(valori in miliardi di dollari USA)

PASSIVITÀ		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Azioni e fondi	Derivate da CPIS	715	550	983	1.649	2.926	3.678	4.297	3.028
	EWN II	1.084	1.075	1.548	324	411	653	1.587	418
	PNE	4.939	4.324	6.260	8.917	9.162	11.963	14.095	8.608
	Stimate o modificate	542	901	942	1.334	2.200	3.077	3.855	2.623
	Totale	7.280	6.851	9.735	12.224	14.699	19.371	23.834	14.677
Titoli di debito	Derivate da CPIS	1.728	2.011	3.085	2.142	2.242	2.499	2.618	2.691
	EWN II	832	328	361	388	374	392	433	416
	PNE	5.321	7.183	9.324	13.092	14.090	17.559	21.469	21.328
	Stimate o modificate	1.157	1.518	1.511	1.706	1.642	1.911	2.243	2.289
	Totale	9.037	11.041	14.281	17.327	18.348	22.360	26.763	26.725
ATTIVITÀ		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Azioni e fondi	CPIS	5.323	4.899	7.084	8.861	10.820	14.203	17.122	9.951
	EWN II	224	194	279	341	421	580	777	447
	PNE	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stimate o modificate	509	574	850	1.155	1.432	2.108	2.714	1.964
	Totale	6.056	5.667	8.213	10.357	12.673	16.892	20.613	12.361
Titoli di debito	CPIS	7.414	9.167	12.107	14.584	15.283	18.667	21.960	21.211
	EWN II	23	40	69	91	115	127	141	148
	PNE	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stimate o modificate	436	531	731	1.144	1.489	2.155	2.807	3.190
	Totale	7.873	9.738	12.908	15.820	16.886	20.949	24.908	24.549

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

Base dati finale: confronto tra attività e passività globali di portafoglio (2001-2008)
(miliardi di dollari USA a valori correnti)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Attività	Azioni e fondi	6.056	5.667	8.213	10.357	12.673	16.892	20.613	12.361
	Titoli di debito	7.873	9.738	12.908	15.820	16.886	20.949	24.908	24.549
	Totale	13.929	15.405	21.120	26.177	29.559	37.841	45.521	36.910
Passività	Azioni e fondi	7.280	6.851	9.735	12.224	14.699	19.371	23.834	14.677
	Titoli di debito	9.037	11.041	14.281	17.327	18.348	22.360	26.763	26.725
	Totale	16.317	17.891	24.016	29.551	33.047	41.731	50.597	41.402
Stima discrepanza globale $\sum_i U_i$	Azioni e fondi	1.224	1.183	1.522	1.867	2.026	2.480	3.221	2.316
	Titoli di debito	1.164	1.302	1.374	1.507	1.462	1.411	1.855	2.175
	Totale	2.388	2.486	2.896	3.374	3.488	3.890	5.076	4.491
Discrepanza globale in % delle attività	Azioni e fondi	20,2%	20,9%	18,5%	18,0%	16,0%	14,7%	15,6%	18,7%
	Titoli di debito	14,8%	13,4%	10,6%	9,5%	8,7%	6,7%	7,4%	8,9%
	Totale	17,1%	16,1%	13,7%	12,9%	11,8%	10,3%	11,2%	12,2%
Discrepanza globale in % del PIL mondiale	Azioni e fondi	3,8%	3,6%	4,1%	4,4%	4,5%	5,0%	5,8%	3,8%
	Titoli di debito	3,6%	3,9%	3,7%	3,6%	3,2%	2,9%	3,3%	3,6%
	Totale	7,5%	7,5%	7,8%	8,0%	7,7%	7,9%	9,2%	7,3%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS, PNE e WEO), EWN II e fonti varie.

Nella tavola 4 sono riportate le principali discrepanze per paese emittente, valori parzialmente influenzati dalla ripartizione geografica delle attività stimate (essenzialmente Cina,

paesi arabi *oil exporters* e alcuni centri *offshore*). Nel comparto azioni e fondi le prime sei nazioni (isole Cayman, Lussemburgo, Stati Uniti, Jersey, Guernsey e Irlanda) costituiscono in media circa il 76 per cento della discrepanza globale nel periodo 2001-2008. Ciò appare coerente con il ruolo svolto da quasi tutti questi paesi, luoghi di ubicazione dei fondi di investimento e di attrazione per i capitali detenuti (anche irregolarmente) all'estero. Per quanto riguarda la discrepanza relativa agli USA, si nota un andamento sensibilmente declinante nel periodo in esame; un trend opposto si verifica invece per tre centri *offshore* o finanziari - Jersey, Guernsey e Irlanda - che nel 2008 registrano una discrepanza anche in valore assoluto nettamente superiore a quella statunitense.

Il comparto dei titoli di debito risulta meno concentrato, con i primi tre paesi emittenti – gli Stati Uniti, la Francia e l'Olanda – che complessivamente registrano un'incidenza media di circa il 45 per cento sulla discrepanza globale; in particolare, la presenza degli USA appare coerente con il peso rappresentato dalle proprie emissioni di titoli (in larga misura pubblici) sul totale mondiale. Nell'ultima colonna della tavola 4 è riportata l'incidenza della discrepanza relativa al singolo paese rispetto alle proprie passività (dichiarate o stimate). Soprattutto nel comparto delle azioni e dei fondi, come atteso, per i paesi sviluppati (ad esempio gli USA) tale incidenza è nettamente minore rispetto a quella registrata dai paesi *offshore* (isole Cayman, Jersey, Guernsey e isole Vergini Britanniche) e da centri finanziari come il Lussemburgo.

Tav. 4

Base dati finale: principali discrepanze tra passività e attività di portafoglio per paese emittente e tipologia di strumento (2001-2008)
(miliardi di dollari USA a valori correnti o valori percentuali)

Paesi	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Incidenza media su discrepanza globale	Incidenza media su passività del paese emittente
AZIONI E FONDI										
Isole Cayman	193,4	234,6	354,5	517,2	613,2	889,0	1.055,1	849,9	29,7%	70,9%
Lussemburgo	240,6	280,8	346,6	401,8	464,0	569,3	725,0	645,7	23,2%	40,3%
Stati Uniti	315,7	232,2	290,1	304,6	208,9	130,5	179,3	47,2	10,8%	14,9%
Jersey	59,4	70,3	70,0	68,2	66,8	107,8	146,3	118,2	4,5%	84,2%
Guernsey	31,2	34,5	47,2	67,2	76,1	111,0	157,1	125,5	4,1%	81,5%
Irlanda	35,0	46,1	57,8	65,4	73,1	35,1	76,0	159,3	3,5%	14,9%
Svizzera	79,8	73,5	68,7	73,3	58,1	59,3	42,4	32,4	3,1%	18,9%
Olanda	0,0	10,1	0,0	0,0	98,7	138,9	155,5	78,3	3,0%	15,8%
Isole Vergini Britanniche	38,5	31,4	42,1	44,6	49,8	71,5	96,8	52,4	2,7%	62,9%
Altri paesi	230,5	170,1	244,9	324,8	317,6	367,1	587,3	206,7	15,5%	-
Totale	1.224,1	1.183,4	1.521,9	1.867,1	2.026,4	2.479,6	3.220,7	2.315,7	100,0%	14,6%
TITOLI DI DEBITO										
Stati Uniti	183,2	211,8	345,0	460,0	504,2	349,6	265,8	399,6	22,2%	8,1%
Francia	171,3	189,1	177,2	267,5	280,2	197,2	274,7	361,6	15,7%	21,4%
Olanda	10,6	42,2	147,3	158,5	69,4	155,6	178,0	171,3	7,6%	11,2%
Giappone	51,9	41,3	44,6	81,9	38,9	93,2	162,1	155,6	5,5%	19,4%
Italia	57,7	35,8	31,1	0,0	7,1	90,7	179,4	225,9	5,1%	7,8%
Australia	54,7	70,0	65,2	64,2	69,2	86,7	97,8	74,1	4,8%	25,8%
Regno Unito	65,3	86,2	28,2	5,4	99,0	72,2	96,7	70,6	4,3%	6,0%
Austria	38,6	49,9	52,1	62,7	50,5	54,3	72,6	96,4	3,9%	22,4%
Brasile	66,5	68,4	45,8	37,4	31,5	31,2	47,8	47,8	3,1%	44,1%
Altri paesi	464,0	507,7	437,1	369,7	312,0	279,8	480,0	572,6	27,9%	-
Totale	1.163,9	1.302,4	1.373,6	1.507,3	1.461,9	1.410,6	1.855,0	2.175,4	100,0%	8,4%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

6. Una stima dell'*under-reporting* da attribuire all'Italia

La nuova stima della discrepanza globale delle statistiche del portafoglio può essere assunta come misura dell'*under-reporting* globale. L'obiettivo dell'analisi diventa ora la stima della parte attribuibile ai singoli paesi investitori, nel nostro caso l'Italia. Prima di affrontare tale questione, è però opportuno approfondire il tema della significativa discrepanza osservata per i fondi di investimento, in particolare quelli emessi nel Lussemburgo; le attività dichiarate raggiungono solo il 60 per cento delle corrispondenti passività. Tali fondi assumono un ruolo molto rilevante sia per gli investitori italiani sia per quelli dell'area dell'euro.

6.1 Aggiustamenti metodologici nella PNE dell'area dell'euro

Nell'ambito del problema della sottostima delle attività nei fondi esteri, è importante richiamare l'approccio metodologico adottato dalla Banca centrale europea (BCE), che ha affrontato il problema della stima dell'*under-reporting* delle attività sull'estero nell'ambito della compilazione della PNE e della BP dell'area euro.

Dall'aggregazione dei dati nazionali di BP relativi ai rapporti con l'esterno dell'area emergevano elevati errori e omissioni complessivi nella BP dell'area dell'euro. A seguito di analisi approfondite, effettuate con l'ausilio degli esperti e dei compilatori di BP e PNE dei paesi membri, una delle cause è stata individuata nella sottostima delle attività dichiarate dai soggetti residenti nell'area relativamente a fondi lussemburghesi e irlandesi. In dettaglio, "un raffronto tra le passività per investimenti di portafoglio di ciascun paese dell'area e le corrispondenti attività sull'estero dei residenti all'esterno dell'area, basato sui risultati dell'indagine *Coordinated Portfolio Investment Survey* del Fondo monetario internazionale (FMI), ha mostrato che le consistenze di titoli azionari emessi dal Lussemburgo e dall'Irlanda (in larga prevalenza fondi di investimento) e detenute da residenti dell'area dell'euro erano sottostimate. Tale discrepanza può essere associata a una incompleta segnalazione delle quote di fondi di investimento detenute dalle famiglie residenti nell'area" (cfr. BCE (2009b), pag. 109).

Al fine di ridurre le asimmetrie e gli errori e omissioni, la BCE ha adottato una metodologia che prevede, tra l'altro, di intervenire al momento della compilazione con la riduzione delle passività di portafoglio in azioni e fondi nei confronti dei paesi esterni all'area; per il periodo dal 1° semestre del 2004 al 2° semestre del 2009 cumulativamente la correzione dei flussi è risultata di circa 217 miliardi di euro (cfr. BCE (2009a)). Ciò ha comportato un aggiustamento nella medesima direzione per quanto riguarda gli stock di PNE dell'area. Per via del metodo di compilazione "residuale"²² la riduzione delle passività verso non residenti si traduce in uno speculare aumento delle attività dei residenti dell'area verso il Lussemburgo e l'Irlanda.

6.2 Gli investimenti in fondi comuni lussemburghesi

Gli investimenti italiani in fondi lussemburghesi sono rilevanti sia come incidenza sul totale delle attività sull'estero in azioni e fondi detenute dagli italiani - circa il 53 per cento nella media del periodo, cfr. in Appendice la tav. A3a - sia per quanto riguarda le passività derivate del Lussemburgo - circa il 21 per cento nella media del periodo. La rilevanza degli investimenti italiani in fondi irlandesi, altro centro europeo rilevante in tale ambito, è significativamente minore soprattutto dal lato delle attività dell'Italia sull'estero (il 7,3 per cento del totale), mentre costituiscono circa l'11 per cento delle passività derivate dell'Irlanda. Inoltre, pur presentando in valore assoluto la discrepanza mediamente più rilevante (cfr. tav. 4), le isole Cayman registrano

²² Le passività dell'area dell'euro sono calcolate dalla BCE come differenza tra la somma delle passività verso il resto del mondo (intra ed extra area) dichiarate dai singoli paesi appartenenti all'area e la somma delle attività da essi detenute nei confronti degli altri paesi appartenenti all'area.

una quota delle loro passività derivate in azioni e fondi (dati CPIS) detenute dagli italiani in media inferiore al 3 per cento (cfr. in Appendice la tav. A3a).

È interessante confrontare le attività in azioni e quote di fondi dichiarate dai principali investitori (fonte CPIS) con i dati di fonte ALFI (*Association of the Luxembourg Fund Industry*) che forniscono per il 2008 una ripartizione del *net asset value* dei fondi lussemburghesi per paese controllante il gruppo bancario/finanziario promotore (cfr. tav. 5)²³. Per i paesi nei quali la differenza rappresentata nella terza colonna è relativamente contenuta, si evince che i gruppi finanziari “nazionali” tendono a collocare questi titoli lussemburghesi soprattutto presso il mercato domestico. Nei casi di elevata differenza - in particolare gli Stati Uniti, la Svizzera e il Regno Unito - si può dedurre invece il ruolo internazionale svolto dai gruppi finanziari di tali nazioni: essi sembrerebbero collocare i fondi in prevalenza al di fuori del mercato domestico. In questo ambito la Francia, la Germania e il Belgio sono in una posizione intermedia, poiché la parte collocata presso investitori non residenti appare significativa ma non prevalente²⁴.

Tav. 5

Confronto tra quote in circolazione dei fondi di investimento lussemburghesi per paese controllante il gruppo finanziario promotore e attività in quote di fondi lussemburghesi segnalate dai paesi investitori nella CPIS
(anno 2008 – miliardi di euro)

Paese controllante il gruppo bancario/finanziario promotore dei fondi lussemburghesi (colonna A) e paese investitore in azioni e fondi di investimento lussemburghesi (colonna B)	A) <i>Net asset value</i> dichiarato dai fondi lussemburghesi	B) Attività in azioni e fondi lussemburghesi dichiarate in CPIS	Differenza A-B
Stati Uniti	308,8	11,3	297,5
Svizzera	257,1	68,7	188,4
Regno Unito	137,6	16,8	120,8
Germania	323,1	252,0	71,1
Belgio	131,3	81,2	50,1
Francia	102,1	59,5	42,5
Giappone	26,1	7,5	18,6
Olanda	35,2	34,8	0,4
Svezia	23,2	27,3	-4,2
Italia	125,8	134,7	-8,9
Altri paesi	56,3	113,9	-57,6
Totale	1.526,6	807,8	718,7
Per memoria - passività totali ufficiali verso l'estero per azioni e fondi del Lussemburgo (dato PNE)	1.506,6		
Per memoria - riduzione passività (flussi BOP) area euro per azioni e fondi (dato cumulato gennaio 2004-giugno 2009)			217

Fonti: ALFI, FMI (CPIS e PNE) e BCE.

Per l'Italia la somiglianza tra i due dati segnala una mancanza di proiezione internazionale del nostro sistema finanziario in questo settore. Ciò induce a ritenere che l'eventuale fenomeno dell'*under-reporting* dei fondi lussemburghesi sia legato per l'Italia agli investimenti che non

²³ Per memoria si riporta il dato ufficiale delle passività del Lussemburgo in fondi e azioni, prossimo a quello di fonte ALFI; occorre far presente che gli aggregati messi a confronto non sono del tutto omogenei in quanto il *net asset value* dei fondi include anche gli eventuali investimenti nel Lussemburgo stesso e che le passività derivate di fonte CPIS comprendo anche i titoli azionari diversi da fondi comuni.

²⁴ Per questi paesi una parte delle discrepanze osservate potrebbe in realtà derivare dall'*under-reporting* dei residenti in particolare per i titoli non depositati presso il sistema bancario domestico.

transitano per i gruppi bancari/finanziari che operano in ambito nazionale²⁵. In particolare potrebbe essere significativa l'intermediazione svolta dai gruppi finanziari svizzeri, in virtù del loro consolidato ruolo nella gestione e amministrazione di capitali italiani all'estero, recentemente confermato anche dalle evidenze statistiche dello scudo fiscale (cfr. par. 7).

6.3 I criteri di attribuzione dell'*under-reporting*

La brevità delle serie storiche disponibili – per ogni discrepanza ${}_iU_i^E$ o ${}_iU_i^D$ sono disponibili soltanto 8 osservazioni – rende problematica l'adozione di un approccio econometrico. L'*under-reporting* viene allora attribuito proporzionalmente a variabili che misurano la rilevanza dei paesi investitori.

Il primo criterio si basa sull'utilizzo dei dati *mirror* di fonte CPIS; l'*under-reporting* viene attribuito all'Italia in base alla relativa quota sulle attività dichiarate dal complesso dei paesi investitori per ogni combinazione di paese emittente, tipo di strumento e anno. Questo approccio è orientato al pieno utilizzo delle informazioni dettagliate della CPIS; l'ipotesi equivale ad assumere che l'*under-reporting* sia proporzionale agli importi segnalati dai paesi investitori. Questo criterio ha il vantaggio di tener conto del livello di investimenti esteri (e quindi dell'apertura finanziaria del paese investitore) e della preferenza manifestata per una determinata combinazione paese emittente/strumento. La scelta attribuisce una maggiore propensione all'exportazione illecita di capitali alle nazioni che hanno preferenza a investire in paesi per i quali si osserva un'elevata discrepanza (il Lussemburgo, le isole Cayman, ecc.). Ai paesi non partecipanti alla CPIS non viene attribuita alcuna attività non dichiarata.

Al fine di valutare la plausibilità del risultato ottenuto sull'ammontare dell'*under-reporting* attribuibile agli investitori italiani, vengono proposti degli approcci alternativi che, sebbene presentino dei limiti o siano fondati su ipotesi "forti", delineano un intervallo di valori all'interno del quale l'*under-reporting* attribuibile all'Italia può essere verosimilmente compreso.

Un primo criterio alternativo consiste nell'attribuzione delle attività non dichiarate ai singoli paesi investitori in base alla propria rilevanza economica espressa in termini di quota sul PIL mondiale. Questa variabile è disponibile per tutti i paesi, ma è legata alle grandezze reali dell'economia più che a quelle finanziarie. Inoltre, come già accennato, l'Italia è un paese caratterizzato da una accentuata propensione alla sottodichiarazione e all'economia sommersa, ma i criteri finora utilizzati non tengono conto di questa peculiarità. A tal scopo è stata considerata anche una ripartizione basata sulla quota elaborata in base al peso sul PIL sommerso mondiale. L'ipotesi implicita, apparentemente estrema, di questo approccio è che l'*under-reporting* sia riconducibile alla volontà di occultare all'estero capitali frutto di attività sommerse. In generale i criteri basati sulle quote del PIL mondiale presentano il vantaggio di concentrare l'attribuzione delle attività non dichiarate presso quelle nazioni che registrano un ruolo significativo nell'economia mondiale (ufficiale o sommersa), ma hanno lo svantaggio di non tener conto dei differenti livelli di propensione al risparmio o apertura finanziaria verso l'estero, né della preferenza per un determinata combinazione di paese emittente/strumento.

Infine è stato utilizzato un indicatore direttamente connesso alla distribuzione mondiale della ricchezza finanziaria delle famiglie (fonti OCSE e *Global Wealth Databook*). Questo aggregato è più idoneo rispetto al PIL per la stima delle attività di portafoglio non dichiarate, in quanto consente di tenere maggiormente conto della propensione al risparmio e delle scelte di

²⁵ Occorre precisare che nel nuovo sistema di rilevazione, sulla base delle segnalazioni statistiche su base volontaria delle società di gestione dei fondi estere operanti in Italia, si effettua una stima parziale dell'entità di fondi comuni lussemburghesi depositati fuori dall'Italia che viene incorporata tra le attività di portafoglio; non è noto se gli altri principali investitori in questi titoli operino analoghe correzioni.

investimento operate dalle famiglie (italiane). Inoltre occorre ricordare che la quota calcolata secondo i dati CPIS comprende anche gli investimenti dei settori bancari e degli investitori istituzionali, generalmente meno soggetti al fenomeno dell'*under-reporting*. D'altro canto, come per i criteri basati sul PIL anche il presente approccio soffre del limite di non tener conto dei differenti livelli di apertura finanziaria verso l'estero di uno specifico paese investitore, né della preferenza per un determinata combinazione area paese emittente/strumento. La distribuzione geografica e per strumento finanziario riflette infatti anche in questo caso quella dell'*under-reporting* globale. Di seguito si illustreranno i risultati prodotti dai metodi descritti.

Il criterio basato sull'utilizzo dei dati mirror (CPIS)

Riprendendo la notazione introdotta nel par. 4.4, possiamo definire l'*under-reporting* da attribuire a un paese investitore x nell'anno t secondo l'espressione:

$${}_t U_x = \left(\sum_i {}_t K_{xi}^E \cdot U_i^E + \sum_i {}_t K_{xi}^D \cdot U_i^D \right) \quad (\text{con } 0 \leq K \leq 1)$$

Per il criterio basato sull'incidenza del paese investitore sulle attività dichiarate in CPIS, disaggregate per paese emittente e tipo di strumento, si ha che:

$$C1) \quad \forall i, t \quad {}_t K_{xi}^E = \frac{{}_t A_{xi}^E}{\sum_j {}_t A_{ji}^E} \quad \text{e} \quad {}_t K_{xi}^D = \frac{{}_t A_{xi}^D}{\sum_j {}_t A_{ji}^D} \quad \text{con } x \in \{CPIS\}$$

Tale criterio tende ad attribuire all'Italia una quota decrescente di *under-reporting*, come riflesso del calo progressivo delle sue attività estere sul totale mondiale; nella tav. 6 si mettono a confronto nel periodo in esame la dinamica dell'Italia delle attività di portafoglio all'estero in percentuale del totale mondiale, rispetto alle principali aree geo-economiche di riferimento (OCSE, UE e area dell'euro).

Tav. 6

Quote delle attività di portafoglio sull'estero sul totale mondiale per l'Italia e per i principali raggruppamenti geo-economici (2001-2008)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Var. 2008 sulla media del periodo
Italia	Azioni e fondi	4,0%	4,4%	4,0%	3,7%	3,3%	3,2%	2,8%	2,5%	-28,8%
	Titoli di debito	4,7%	4,2%	4,2%	3,9%	3,8%	3,3%	3,0%	3,1%	-17,8%
	Totale	4,4%	4,3%	4,1%	3,8%	3,6%	3,2%	2,9%	2,9%	-21,1%
OCSE esclusa Italia	Azioni e fondi	80,9%	79,1%	79,1%	78,6%	78,5%	77,4%	75,5%	72,9%	-6,3%
	Titoli di debito	80,2%	80,9%	80,9%	79,7%	77,4%	76,9%	76,0%	74,5%	-4,9%
	Totale	80,5%	80,1%	80,1%	79,2%	77,9%	77,1%	75,8%	73,9%	-5,4%
UE esclusa Italia	Azioni e fondi	40,0%	40,3%	40,2%	40,7%	40,0%	39,8%	37,5%	36,2%	-7,9%
	Titoli di debito	50,3%	52,7%	52,9%	53,5%	52,3%	52,6%	52,5%	51,1%	-2,1%
	Totale	45,4%	47,7%	47,5%	48,0%	46,6%	46,5%	45,2%	45,6%	-2,1%
Area euro esclusa Italia	Azioni e fondi	26,6%	27,2%	27,8%	27,7%	27,4%	27,3%	26,0%	25,2%	-6,3%
	Titoli di debito	37,8%	41,5%	42,8%	42,9%	41,9%	41,5%	42,2%	41,2%	-0,6%
	Totale	32,5%	35,7%	36,4%	36,4%	35,2%	34,7%	34,3%	35,3%	0,6%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS) e fonti varie.

Ne consegue che la quota dell'Italia sull'*under-reporting* globale (cfr. tav. 7) sia sostanzialmente stabile tra il 2001 e il 2005 – intorno al 6 per cento – e poi decrescente fino a scendere al 4,4 per cento nel 2008. Dal punto di vista della ripartizione per paese emittente, si ottiene una distribuzione fortemente concentrata nel comparto azioni e fondi comuni emessi dal Lussemburgo. L'ammontare delle attività in fondi lussemburghesi e irlandesi non dichiarate e

attribuite a investitori italiani rappresenterebbe secondo questo criterio una quota superiore a un terzo dell'ammontare di *under-reporting* stimata dalla BCE per l'intera area dell'euro (cfr. par. 6.1).

Tav. 7

**Attribuzione all'Italia di una quota dell'*under-reporting*
in base al criterio dell'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS)
(miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)**

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Attribuzione <i>under-reporting</i> secondo il criterio dell'utilizzo dei dati <i>mirror</i> (CPIS)	A) Azioni e fondi	95,4	95,0	99,9	101,7	131,1	133,1	137,8	96,8
	<i>A su under-reporting globale (%)</i>	6,9%	8,4%	8,3%	7,4%	7,6%	7,1%	6,3%	5,8%
	B) Titoli di debito	66,4	53,4	43,7	45,2	42,8	33,8	36,5	46,5
	<i>B su under-reporting globale (%)</i>	5,0%	4,3%	4,0%	4,1%	3,5%	3,2%	2,9%	3,0%
	C) Totale	161,7	148,4	143,6	146,9	173,9	166,8	174,3	143,3
	<i>C su under-reporting globale (%)</i>	6,0%	6,3%	6,3%	5,9%	5,9%	5,6%	5,1%	4,4%
Ripartizione per principale paese emittente									
A) Azioni e fondi	Lussemburgo	63,9	67,7	68,3	67,0	88,1	92,5	100,0	77,3
	Isole Cayman	2,2	3,5	7,6	13,9	19,6	24,2	18,3	4,9
	Irlanda	5,9	6,5	7,3	6,6	8,4	2,8	5,2	9,5
	Stati Uniti	13,3	7,0	6,9	5,3	3,8	1,4	1,3	0,3
	Isole Vergini Britanniche	0,5	1,3	1,9	2,6	2,3	2,5	2,0	0,6
	Altri paesi	9,6	8,9	7,9	6,2	9,0	9,6	11,1	4,2
B) Titoli di debito	Francia	14,0	13,7	8,8	12,6	16,3	10,0	12,4	15,5
	Olanda	1,2	3,2	7,5	7,1	3,9	7,3	6,3	6,6
	Stati Uniti	3,6	3,6	5,7	6,4	8,9	4,5	3,5	5,5
	Brasile	7,7	5,2	2,9	1,7	1,3	1,1	1,3	1,1
	Austria	1,3	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,9	4,1
	Altri paesi	38,6	26,5	17,6	16,0	10,7	9,2	11,2	13,7

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

I criteri basati sulla quota sul PIL mondiale (ufficiale e sommerso)

Come nel caso precedente, appare utile riportare il confronto per il periodo in esame della quota relativa all'Italia e alle principali aree geo-economiche di riferimento (OCSE, UE e area dell'euro) in percentuale del totale del PIL mondiale; dalla tavola 8 si evince come la quota italiana non abbia registrato un andamento significativamente difforme rispetto a tali aree, in contrasto con quella relativa alle attività di portafoglio (cfr. tav. 6).

Tav. 8

**Quota sul PIL mondiale dell'Italia e dei principali raggruppamenti geo-economici
(valori percentuali)**

Paesi o aree geo-economiche	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008 su media del periodo
Italia	3,5%	3,7%	4,1%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	3,8%	-1,4%
OCSE esclusa Italia	77,5%	77,9%	77,4%	76,4%	74,7%	72,8%	70,8%	68,2%	-9,3%
OCSE esclusi USA e Italia	45,6%	46,2%	47,9%	48,4%	47,2%	45,8%	45,6%	44,7%	-3,9%
UE esclusa Italia (26 paesi)	23,5%	24,7%	26,7%	27,4%	26,6%	26,2%	27,0%	26,5%	1,4%
UME esclusa Italia (15 paesi)	16,4%	17,2%	18,9%	19,2%	18,5%	18,2%	18,6%	18,6%	2,2%

Fonte: elaborazioni su dati FMI.

In termini formali, indicando con GDP il prodotto interno lordo (ufficiale o sommerso), con x l'Italia, con r un generico paese emittente²⁶, si ha che:

$$C2) \quad \forall i, t \quad {}_t K_{xi}^E = {}_t K_{xi}^D = \frac{{}_t GDP_x}{\sum_r {}_t GDP_r}$$

La fonte di dati più esaustiva sull'economia sommersa (cfr. par. 2.3) – ossia in grado di fornire informazioni per il maggior numero di paesi secondo una metodologia uniforme - è costituita dalle elaborazioni di Schneider (2007) riguardanti 120 paesi. I pareri sull'attendibilità di queste stime sono discordanti, in quanto esse risulterebbero generalmente superiori alle stime ufficiali (disponibili però in rari casi). L'applicazione di questi pesi²⁷, che mostrano per l'Italia un'incidenza sul totale mondiale lievemente al di sopra del 6 per cento, è nel nostro caso semplicemente finalizzata a valutare un approccio basato sulla maggiore propensione al “sommerso” dell'Italia tra i paesi sviluppati (cfr. in Appendice la tav. A.1).

In entrambi i casi la composizione geografica dell'*under-reporting* attribuito all'Italia appare decisamente meno concentrata nel Lussemburgo (cfr. tav. 9). Considerando il totale dei titoli di portafoglio, il criterio basato sul “portafoglio CPIS” risulta generalmente compreso per tutto il periodo tra il “limite inferiore” del criterio del PIL ufficiale e il “limite superiore” del PIL sommerso. In particolare, nei primi due anni della serie risulta in linea con quello più elevato; successivamente si discosta fino ad avvicinarsi nel 2008 a quello sul PIL ufficiale.

Se invece si distingue tra le due categorie di strumenti, per le azioni e i fondi il “criterio CPIS” attribuisce all'Italia valori frequentemente superiori anche al metodo basato sul PIL sommerso, mentre per i titoli di debito risulta in diversi anni inferiore anche al criterio del PIL ufficiale²⁸.

A fini di confronto è utile verificare alcuni dei criteri sopra proposti per l'Italia effettuando il calcolo del potenziale *under-reporting* anche per i quattro principali paesi dell'Unione europea; la Germania, la Francia, il Regno Unito e la Spagna; in Appendice si riportano i dati relativi a due criteri, quello basato sull'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS) e quello calcolato sulla quota rispetto al PIL mondiale (cfr. tav. A.4). Dal confronto emerge come, a parità di criterio, la quota italiana sia superiore soltanto a quella relativa alla Spagna, come riflesso del maggior peso registrato dagli altri tre paesi in entrambi gli indicatori utilizzati.

²⁶ Per similitudine con il criterio basato sull'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS), nel computo di \sum_r sono state escluse le quote di PIL mondiale detenute dai paesi non partecipanti alla CPIS; in pratica sono state escluse soltanto le quote relative a Cina e Arabia Saudita, data la rilevanza minima delle altre nazioni.

²⁷ Sulla base delle stime di Schneider (2007) si è calcolata, per singolo paese, una percentuale di incremento (o decremento) rispetto alla sua quota sul PIL mondiale.

²⁸ È interessante notare che per l'Italia si registra nel periodo in esame, rispetto ai principali paesi OCSE, un trend maggiormente sfavorevole degli investimenti in fondi comuni (nazionali ed esteri, in rapporto al PIL) da parte di famiglie e imprese (cfr. in Appendice la tav. A5).

**Attribuzione all'Italia dell'*under-reporting* globale in base
alla quota sul PIL mondiale ufficiale e sommerso
(miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)**

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Attribuzione <i>under-reporting</i> proporzionalmente alla quota sul PIL mondiale	A) Azioni e fondi	50,1	43,0	50,5	58,0	71,2	75,8	89,5	68,0
	B) Titoli di debito	46,2	46,7	44,9	51,0	53,0	42,4	44,7	55,7
	C) Totale	96,3	89,7	95,4	109,0	124,2	118,2	134,2	123,7
	<i>C su under-reporting globale (%)</i>	3,6%	3,8%	4,2%	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%
Attribuzione <i>under-reporting</i> proporzionalmente alla quota sul PIL sommerso mondiale	A) Azioni e fondi	81,4	69,7	81,9	93,8	114,6	121,2	142,0	106,5
	B) Titoli di debito	75,1	75,8	72,7	82,5	85,2	67,9	70,9	87,3
	C) Totale	156,5	145,5	154,7	176,3	199,8	189,0	213,0	193,8
	<i>C su under-reporting globale (%)</i>	5,8%	6,1%	6,7%	7,1%	6,8%	6,4%	6,2%	6,0%
Ripartizione per principale paese emittente (per entrambi i criteri) - in percentuale									
A) Azioni e fondi	Isole Cayman	16,1%	20,1%	23,6%	28,4%	30,3%	35,9%	32,8%	36,9%
	Lussemburgo	20,0%	24,1%	23,1%	22,1%	22,9%	23,0%	22,5%	28,0%
	Stati Uniti	26,3%	19,9%	19,3%	16,7%	10,3%	5,3%	5,6%	2,0%
	Jersey	4,9%	6,0%	4,7%	3,7%	3,3%	4,4%	4,5%	5,1%
	Guernsey	2,6%	3,0%	3,1%	3,7%	3,8%	4,5%	4,9%	5,4%
	Irlanda	2,9%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	1,4%	2,4%	6,9%
	Altri paesi	27,1%	22,9%	22,3%	21,8%	25,9%	25,5%	27,3%	15,5%
B) Titoli di debito	Stati Uniti	16,5%	16,7%	25,9%	28,7%	33,5%	25,2%	16,5%	21,2%
	Francia	15,5%	14,9%	13,3%	16,7%	18,6%	14,2%	17,1%	19,2%
	Olanda	1,0%	3,3%	11,0%	9,9%	4,6%	11,2%	11,1%	9,1%
	Giappone	4,7%	3,3%	3,3%	5,1%	2,6%	6,7%	10,1%	8,2%
	Australia	4,9%	5,5%	4,9%	4,0%	4,6%	6,3%	6,1%	3,9%
	Altri paesi	57,4%	56,2%	41,6%	35,6%	36,1%	36,3%	39,1%	38,5%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

Il criterio basato sulla ricchezza finanziaria delle famiglie

La ricchezza finanziaria²⁹ delle famiglie derivabile dalle statistiche dei conti finanziari è disponibile per un insieme limitato di paesi (44); in altri quattro vengono condotte indagini sulle attività delle famiglie da cui è possibile ricavare le attività finanziarie. Complessivamente, tali nazioni rappresentano circa il 63 per cento della popolazione e (si stima) il 93 per cento della ricchezza. Sulla base di queste informazioni – la gran parte delle quali raccolte e diffuse dall'OCSE³⁰ – è stata recentemente sviluppata da Davies *et al.* (2010) una metodologia di stima della ricchezza del settore famiglie per i paesi mancanti, arrivando a un totale di 138 nazioni, secondo un approccio econometrico. Davies e Shorrocks hanno, per conto del *Credit Suisse Research Institute*, esteso la stima al periodo 2000-2010³¹.

²⁹ Si tratta del complesso delle attività delle famiglie escluse le attività immobiliari; sono quindi compresi in questa definizione anche gli strumenti finanziari (depositi di conto corrente, derivati ecc.), esteri e domestici diversi dai titoli di portafoglio.

³⁰ Cfr. <http://stats.oecd.org/index.aspx> (voce "Households' financial and non-financial assets and liabilities").

³¹ Per maggiori dettagli si veda Credit Suisse, *Global Wealth Databook 2010* e Davies *et al.* (2010); in questi lavori uno dei principali obiettivi è costituito dalla stima della distribuzione infra-nazionale della ricchezza delle famiglie.

Sulla base di tali dati è stato possibile calcolare la quota dell'Italia sul totale mondiale della ricchezza finanziaria delle famiglie³². Con le stesse modalità dei criteri basati sul PIL (cfr. formula C2), l'*under-reporting* da attribuire agli investitori italiani è stato calcolato proporzionalmente a tale quota. Essa è piuttosto stabile, in media di poco superiore al 4 per cento (cfr. tav. 10), quindi lievemente superiore all'incidenza sul PIL mondiale (ufficiale). Le stime dell'*under-reporting* per gli anni più recenti del periodo in esame si attestano su valori solo leggermente inferiori a quelli ottenuti applicando il criterio di ripartizione basato sui dati CPIS; per gli anni precedenti le stime sono simili a quelle calcolate secondo il metodo del PIL ufficiale.

Tav. 10

Attribuzione all'Italia dell'*under-reporting* globale in base alla quota sulla ricchezza finanziaria mondiale delle famiglie (miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Attribuzione <i>under-reporting</i> in base alla quota sulla ricchezza finanziaria mondiale delle famiglie	A) Azioni e fondi	51,6	49,4	54,9	63,4	72,5	81,2	97,1	75,0
	B) Titoli di debito	47,6	53,6	48,8	55,8	53,9	45,5	48,5	61,4
	C) Totale	99,2	103,0	103,7	119,2	126,4	126,7	145,6	136,4
	<i>C su under-reporting globale</i>	3,7%	4,3%	4,5%	4,8%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%
Ripartizione per principale paese emittente									
A) Azioni e fondi	Isole Cayman	8,3	9,9	13,0	18,0	21,9	29,2	31,9	27,7
	Lussemburgo	10,3	11,9	12,7	14,0	16,6	18,7	21,9	21,0
	Stati Uniti	13,6	9,8	10,6	10,6	7,5	4,3	5,4	1,5
	Jersey	2,6	3,0	2,6	2,4	2,4	3,5	4,4	3,8
	Guernsey	1,3	1,5	1,7	2,3	2,7	3,6	4,7	4,1
	Irlanda	1,5	2,0	2,1	2,3	2,6	1,2	2,3	5,2
	Altri paesi	14,0	11,3	12,3	13,8	18,8	20,7	26,5	11,6
B) Titoli di debito	Stati Uniti	7,9	9,0	12,6	16,0	18,0	11,5	8,0	13,0
	Francia	7,4	8,0	6,5	9,3	10,0	6,5	8,3	11,8
	Olanda	0,5	1,8	5,4	5,5	2,5	5,1	5,4	5,6
	Giappone	2,2	1,8	1,6	2,9	1,4	3,1	4,9	5,1
	Australia	2,4	3,0	2,4	2,2	2,5	2,8	3,0	2,4
	Altri paesi	27,3	30,2	20,3	19,8	19,5	16,5	19,0	23,6

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

7. Il confronto delle stime con i dati sui capitali emersi con lo scudo fiscale

La distribuzione per paese e tipo di strumento finanziario risultante dai diversi criteri di stima dell'*under-reporting* dei titoli detenuti all'estero è stata posta a confronto con le statistiche sulla composizione dei capitali emersi con lo scudo fiscale³³, che ha consentito di dichiarare le attività estere, detenute irregolarmente, rimpatriandole o regolarizzandole. Il primo caso implicava

³² In termini di ricchezza finanziaria delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, l'Italia presenta valori inferiori rispetto ai paesi anglosassoni ma superiori ad altre nazioni sviluppate come la Francia, la Germania e la Spagna; cfr. ad esempio Banca d'Italia (2008 e 2010).

³³ La Banca d'Italia ha raccolto per finalità statistiche connesse alla compilazione della bilancia dei pagamenti e della posizione verso l'estero i dati relativi alle attività detenute all'estero emerse ai sensi della legge 3 agosto 2009, n. 102 ("scudo fiscale"). Le attività oggetto di dichiarazione dovevano essere state costituite in data non posteriore al 31 dicembre 2008. I dati sono stati segnalati alla Banca d'Italia principalmente da intermediari bancari e società fiduciarie.

il trasferimento in Italia delle attività stesse o dei capitali derivanti dalla loro liquidazione. Il secondo caso si verificava quando le attività venivano dichiarate, ma erano mantenute all'estero³⁴.

Nella tavola 11 si riportano i dettagli dello scudo fiscale 2009-2010 per tipo di attività, per paese debitore o di ubicazione dell'attività e distinti tra rimpatri con liquidazione e l'insieme delle regolarizzazioni e dei rimpatri senza liquidazione. I dati complessivi mostrano una prevalenza di emersione di depositi e conti correnti (45,8 miliardi), seguiti dagli strumenti di debito (22,3 miliardi) e dalle azioni e quote di fondi comuni (14,2 miliardi).

Tav. 11

Dati riassuntivi dello scudo fiscale 2009-2010
(miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)

Tipo di attività	A) Rimpatri con liquidazione	B) Rimpatri senza liquidazione e regolarizzazioni	Totale A+B	In percentuale del totale complessivo	Composizione effettiva stimata
Denaro	-	5,2	5,2	5,4%	8,8
Depositi in conto corrente	38,1	7,7	45,8	47,2%	13,0
Titoli - azioni	0,1	14,1	14,2	14,6%	23,7
Titoli - strumenti di debito	1,1	21,2	22,3	23,0%	35,7
Strumenti derivati	-	-	-	-	0,0
Altre attività finanziarie	-	8,1	8,1	8,4%	13,6
Immobili, quote diritti reali e multiproprietà	-	1,4	1,4	1,4%	2,4
Totale	39,4	57,6	97,0	100,0%	97,0
Paese di ubicazione	A) Rimpatri con liquidazione	B) Rimpatri senza liquidazione e regolarizzazioni	Totale A+B	In percentuale del totale complessivo	
Svizzera	27,7	39,1	66,8	68,8%	
Lussemburgo	1,4	6,2	7,6	7,9%	
San Marino	2,4	2,2	4,6	4,8%	
Principato di Monaco	2,9	1,5	4,4	4,5%	
Austria	0,9	0,6	1,5	1,6%	
Liechtenstein	0,4	1,1	1,5	1,6%	
Jersey	0,0	1,2	1,2	1,3%	
Francia	0,5	0,7	1,2	1,2%	
Regno Unito	0,6	0,5	1,2	1,2%	
Irlanda	0,0	0,9	0,9	1,0%	
Germania	0,7	0,1	0,8	0,9%	
Stati Uniti d'America	0,4	0,4	0,8	0,8%	
Singapore	0,4	0,1	0,5	0,5%	
Altri paesi	1,0	3,0	4,0	4,1%	
Totale	39,4	57,6	97,0	100,0%	

Fonte: elaborazioni su dati segnalati alla Banca d'Italia nell'ambito dello scudo fiscale (cfr. comunicato SDDS "La bilancia dei pagamenti dell'Italia", 21 giugno 2010).

Nota: i dati presentano limitate differenze rispetto a quelli diffusi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, spiegabili dalla diversa copertura delle fonti e dalla presenza di soglie di segnalazione statistica.

³⁴ Le regolarizzazioni sono state permesse solo per le attività detenute in paesi dell'Unione Europea, nonché in quelli che consentono un effettivo scambio di informazioni per motivi fiscali. Per tutti i paesi è stato però consentito il rimpatrio giuridico che poteva essere realizzato conferendo a un intermediario abilitato residente la custodia, il deposito, l'amministrazione o la gestione delle attività finanziarie emerse detenute all'estero.

La dichiarazione di attività in depositi potrebbe però derivare in larga parte dal disinvestimento di altri strumenti finanziari (titoli, strumenti derivati ecc.) in cui i capitali erano impiegati prima di essere liquidati. La larga prevalenza degli investimenti in depositi, soprattutto nel caso dei rimpatri con liquidazione e in analogia a quanto osservato in occasione dei precedenti scudi fiscali, è probabilmente solo apparente.

La distribuzione per strumento delle regolarizzazioni e dei rimpatri senza liquidazione è invece caratterizzata dalla prevalenza delle attività in titoli di portafoglio (oltre il 60 per cento del totale); essa riflette probabilmente in modo più realistico l'effettiva composizione dei capitali all'estero non dichiarati. Si può allora ipotizzare una riallocazione del totale dei fondi rientrati con lo scudo secondo tale composizione. L'ultima colonna della tavola 11 mostra la nuova distribuzione secondo la quale i capitali in titoli di portafoglio scudati ammonterebbero complessivamente a quasi 60 miliardi di euro, mentre il valore dei depositi effettivamente detenuti all'estero dagli italiani prima dello scudo fiscale verrebbe nettamente ridimensionato (a 13 miliardi).

Dal confronto con le stime dell'*under-reporting* emerge che l'ammontare stimato dei titoli di portafoglio scudati rappresenta solo una parte, per quanto consistente, dei titoli all'estero non dichiarati, a prescindere dal criterio utilizzato. Inoltre risulta un diverso rapporto tra azioni e fondi nei confronti dei titoli di debito, con questi ultimi apparentemente prevalenti sui primi nell'ambito dei capitali scudati, mentre la stima della discrepanza globale ha evidenziato una tendenza sostanzialmente opposta; una spiegazione potrebbe consistere nella maggiore possibilità offerta dai titoli di debito di liquidazione senza (o con minori) perdite in conto capitale.

Per confrontare la distribuzione per paese dei titoli dichiarati nel 2008 con lo scudo fiscale con la ripartizione ipotizzata secondo i criteri di stima adottati, è stato necessario considerare l'informazione sul paese emittente dei titoli anziché quella sul paese di ubicazione (paese in cui erano depositati o amministrati i titoli o sede del deposito in conto corrente alimentato dalla loro liquidazione).

E' stato possibile individuare correttamente il paese emittente solo per i capitali regolarizzati per i quali era disponibile nella segnalazione statistica il codice del titolo, per il tramite del quale è possibile determinare la residenza dell'emittente (cfr. tav. 12). Si tratta di un sottoinsieme delle segnalazioni statistiche (6,5 miliardi per azioni e fondi e circa 12 miliardi per i titoli di debito), che può fornire qualche indicazione interessante sebbene per consistenza e modalità di auto-selezione non possa essere considerato un campione rappresentativo della distribuzione dei capitali non dichiarati. Sono comunque messi a confronto con le distribuzioni dell'*under-reporting* risultanti dall'applicazione di due criteri, il primo basato sull'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS) e il secondo sulla quota della ricchezza finanziaria delle famiglie (che presenta la medesima ripartizione percentuale dei criteri basati sul PIL).

Per quanto riguarda le azioni e i fondi scudati, si conferma il ruolo preminente del Lussemburgo, ma con un'incidenza più vicina a quella risultante dall'applicazione del criterio basato sulla ricchezza finanziaria rispetto all'approccio basato sui dati *mirror* (CPIS). La situazione si capovolge se si guarda al dato relativo ai paesi *offshore*.

Titoli scudati nel 2009-2010 (segnalati con il codice titolo) disaggregati per paese emittente e confronto con l'*under-reporting* attribuito all'Italia (miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)

Azioni e fondi esteri	Valori scudati	In percentuale sul totale	Under-reporting attribuito all'Italia per l'anno 2008 (in % del totale)	
			Criterio dati <i>mirror</i> (CPIS)	Criterio ricchezza finanziaria
Lussemburgo	2,10	37,7%	78,5%	26,9%
Svizzera	0,90	16,1%	0,2%	1,4%
Paesi <i>offshore</i>	0,64	11,4%	6,7%	47,8%
Stati Uniti d'America	0,34	6,1%	0,3%	2,0%
Germania	0,31	5,5%	0,0%	0,0%
Regno unito	0,31	5,5%	0,0%	0,0%
Francia	0,29	5,3%	0,4%	0,4%
Irlanda	0,18	3,2%	9,6%	6,6%
Olanda	0,14	2,6%	1,4%	3,3%
Altri paesi	0,37	6,6%	2,9%	11,7%
Totale	5,58	100,0%	100,0%	100,0%
Indice di similarità di Krugman (rispetto allo scudo)			0,4721	0,4567
Titoli di debito esteri	Valori scudati	In percentuale sul totale	Criterio dati <i>mirror</i> (CPIS)	Criterio ricchezza finanziaria
Organismi internazionali	2,25	19,6%	0,0%	0,0%
Germania	1,95	17,0%	3,8%	2,7%
Francia	1,42	12,3%	27,2%	14,4%
Olanda	1,29	11,2%	11,5%	6,8%
Stati Uniti d'America	0,99	8,6%	9,6%	15,9%
Paesi <i>offshore</i>	0,65	5,7%	0,1%	1,8%
Regno unito	0,54	4,7%	2,5%	2,8%
Austria	0,38	3,3%	7,2%	3,8%
Irlanda	0,36	3,2%	0,0%	0,0%
Lussemburgo	0,31	2,7%	0,0%	0,0%
Finlandia	0,11	1,0%	0,5%	0,8%
Altri paesi	1,23	10,7%	37,6%	50,9%
Totale	11,49	100,0%	100,0%	100,0%
Indice di similarità di Krugman (rispetto allo scudo)			0,4679	0,5001
Titoli emessi in Italia	Valori scudati	In % sul totale scudato (titoli esteri+italiani)		
Azioni e fondi	0,93	14,2%		
Titoli di debito	0,47	3,9%		

Fonte: elaborazioni su dati segnalati alla Banca d'Italia nell'ambito dello scudo fiscale.

Complessivamente l'indice di Krugman – definito come semisomma degli scarti in valore assoluto fra le due distribuzioni percentuali - indica una somiglianza con la distribuzione dei titoli azionari scudati lievemente maggiore per il criterio della ricchezza finanziaria; il contrario accade invece per i titoli di debito. In tale comparto appaiono molto elevati i pesi dei titoli scudati relativi alla Germania³⁵ e agli organismi internazionali³⁶, mentre risultano più in linea con la stima dell'*under-reporting* i valori percentuali di Francia e Olanda.

³⁵ Paese per il quale invece non risulterebbe un elevato *under-reporting*, il che avvalorerebbe l'ipotesi di un'eventuale sottostima delle passività di portafoglio nei dati ufficiali tedeschi.

³⁶ Si tratta di uno dei pochissimi casi di *over-reporting*, legato probabilmente alla valutazione sul valore nominale anziché su quello di mercato che la BRI fornisce sull'insieme di tali titoli (cfr Appendice, nota metodologica 3).

Nel confronto è però opportuno tenere conto di tre aspetti. In generale la distribuzione descritta dalle segnalazioni dello scudo potrebbe sottostimare il peso di alcuni paesi (ad esempio quelli *offshore*), in quanto l'immediata liquidazione delle attività, imposta dall'esigenza di scudere i capitali entro i termini stabiliti dalla legge, avrebbe potuto comportare perdite notevoli (ad esempio *hedge funds*) a fronte di un basso rischio di individuazione da parte del fisco di queste attività depositate presso paesi ad alta protezione del segreto bancario.

La seconda osservazione riguarda il notevole peso dei titoli svizzeri scudati, superiore all'incidenza stimata secondo i diversi criteri adottati; ciò lascia supporre che la localizzazione del deposito titoli o la nazionalità dell'intermediario che li amministra influisca sulle scelte di portafoglio degli investitori. L'analisi della composizione per singolo titolo mostra inoltre che numerosi fondi scudati (ubicati in Lussemburgo o centri *offshore*) fanno capo a società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi svizzeri.

Il terzo aspetto riguarda la presenza, tra le attività regolarizzate segnalate con codice titolo, di una quota minoritaria ma non trascurabile di titoli italiani, in particolare per le azioni e i fondi (14 per cento del totale). Si tratta quindi di emissioni nazionali detenute irregolarmente all'estero da italiani. Queste attività di residenti vengono erroneamente incluse nelle passività verso l'estero perché generalmente nella compilazione delle statistiche sulle passività di portafoglio si assume che i titoli acquistati da una banca estera o depositati presso di essa appartengano a non residenti. Risulta quindi opportuno porre, sia pure parzialmente, in discussione l'ipotesi di correttezza delle passività verso l'estero, in quanto le evidenze dello scudo fiscale mostrano che una parte non trascurabile di attività all'estero può riguardare emissioni nazionali.

8. Una contro-ipotesi: la rimozione dell'ipotesi di affidabilità delle passività

Con i precedenti criteri la discrepanza globale tra passività e attività è stata azzerata in base all'ipotesi di *under-reporting* delle seconde. Ciò si può anche ottenere ipotizzando una combinazione di riduzione delle passività e incremento delle attività, sotto l'ipotesi alternativa che per le prime vi possa essere un problema di sovrastima. Come osservato nel paragrafo precedente, i dati dello scudo fiscale evidenziano una quota non trascurabile di titoli italiani detenuti all'estero da parte di soggetti residenti.

Sia pur reputando nettamente prevalente il fenomeno di sottodichiarazione delle attività rispetto a quello di sovradichiarazione delle passività nella spiegazione dell'*under-reporting* globale, nel presente paragrafo si esamineranno le conseguenze per l'Italia dell'assunzione di un'ipotesi intermedia. Ipotizzeremo equamente probabili i due tipi di errore, attribuendo quindi una metà della discrepanza globale alla sovrastima delle passività – con loro conseguente riduzione - e la restante metà a un effettivo *under-reporting* delle attività. Verranno quindi esaminati i riflessi di questo scenario, da considerarsi meno plausibile a nostro avviso, sulla PNE italiana.

Data la variabilità del fenomeno e le peculiarità dei singoli paesi nei ruoli di emittente e investitore, l'assunzione di tale ipotesi ha un impatto fortemente differenziato sulle posizioni nette dei diversi paesi. Per quanto riguarda l'Italia, nel caso delle passività di portafoglio in azioni si riscontra una sostanziale corrispondenza con le "passività derivate" di fonte CPIS; si registra invece un significativo scostamento nel caso delle passività in titoli di debito (cfr. tav. 4). In termini formali, per l'incremento delle attività, a fini espositivi si può utilizzare il 50 per cento del criterio basato sull'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS), ossia con $x=Italia$:

$$C3a) \quad {}_t K_{xi}^E = \frac{{}_t A_{xi}^E}{2 \times \sum_j {}_t A_{ji}^E} \quad e \quad {}_t K_{xi}^D = \frac{{}_t A_{xi}^D}{2 \times \sum_j {}_t A_{ji}^D}$$

Dal punto di vista delle passività, si considera una riduzione pari al 50 per cento della discrepanza finale risultante, ossia (con $i=Italia$):

$$C3b) \quad \frac{L_i^E - \sum_j A_{ji}^E}{2} \quad e \quad \frac{L_i^D - \sum_j A_{ji}^D}{2}$$

Nella tavola 13 si riporta la stima delle due componenti, con la relativa somma che costituisce l'effetto totale di miglioramento della PNE italiana. L'aggiustamento sulle attività estere dell'Italia per il 2008 (71,7 miliardi) è di non molto superiore all'importo stimato relativo alle regolarizzazioni in titoli (circa 60 miliardi). La riduzione ipotizzata per le passività (96,7 miliardi) è troppo elevata per poter essere ricondotta al fenomeno dei titoli italiani detenuti da residenti e non dichiarati; la discrepanza residua dovrebbe quindi dipendere in prevalenza da errori di natura prettamente statistica nel calcolo delle passività di portafoglio verso l'estero.

Tav. 13

Attribuzione del 50% dell'*under-reporting* calcolato con il criterio dell'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS) e dimezzamento della discrepanza sulle passività verso l'estero dell'Italia (miliardi di euro a valori correnti)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U) <i>Under-reporting</i> globale attribuito all'Italia (50% del criterio dati <i>mirror</i>)	A) Azioni e fondi	47,7	47,5	50,0	50,9	65,6	66,5	68,9	48,4
	B) Titoli di debito	33,2	26,7	21,9	22,6	21,4	16,9	18,3	23,3
	C) Totale	80,9	74,2	71,8	73,5	87,0	83,4	87,2	71,7
D) Riduzione delle passività sull'estero dell'Italia	A) Azioni e fondi	17,0	9,6	8,0	15,3	0,1	2,6	1,1	4,1
	B) Titoli di debito	34,0	17,9	13,4	0,0	3,4	40,6	72,0	92,6
	C) Totale	51,1	27,5	21,4	15,3	3,6	43,2	73,0	96,7
Totale (U+D)	A) Azioni e fondi	64,7	57,1	58,0	66,2	65,7	69,2	70,0	52,5
	B) Titoli di debito	67,2	44,6	35,3	22,6	24,8	57,5	90,2	115,9
	C) Totale	132,0	101,7	93,2	88,8	90,5	126,6	160,2	168,4

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

Il miglioramento complessivo della PNE italiana (168,4 miliardi nel 2008) sarebbe comunque del medesimo ordine di grandezza di quella risultante dagli esercizi effettuati in precedenza (nel 2008 si collocherebbe al di sotto solo del criterio della quota sul PIL sommerso mondiale), sia pure con una differente dinamica all'interno della serie, con i valori più bassi situati nel biennio 2004-2005.

9. Le attività all'estero non dichiarate in investimenti diretti e altri investimenti

Prima di trarre delle conclusioni è opportuno estendere brevemente l'indagine sui capitali all'estero non dichiarati alle altre principali forme di attività finanziarie - investimenti diretti (IDE) e altri investimenti (AI)³⁷ - per valutarne la potenziale rilevanza e considerare la possibilità di produrre una stima attendibile di un eventuale *under-reporting*, di nuovo basata sulle statistiche *mirror*, anche in questo ambito.

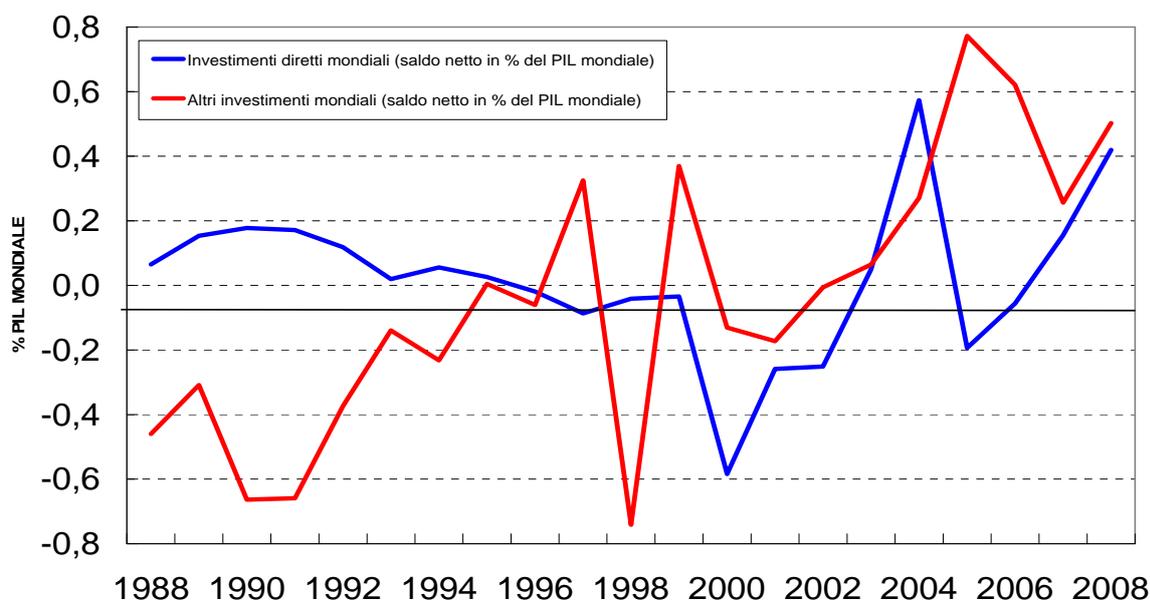
Per quanto riguarda gli IDE, le discrepanze statistiche a livello globale sui dati di flusso evidenziano una tendenza fortemente variabile con inversioni di segno; la fig. 3 riporta la serie

³⁷ Si definiscono diretti tutti gli investimenti finalizzati ad assumere una responsabilità gestionale e a stabilire un legame durevole con un'impresa: (quota di partecipazione nel capitale sociale almeno pari al 10 per cento). Gli investimenti altri invece comprendono depositi di conto corrente e inoltre prestiti, crediti commerciali e altre attività o passività residuali non connessi a investimenti diretti.

storica dal 1988 degli IDE e degli AI mondiali (fonte FMI). In particolare nei periodi recenti gli investimenti diretti netti all'estero dichiarati dai paesi investitori sopravanzano gli investimenti dall'estero dichiarati dai paesi oggetto di investimento; non si evidenzia dunque la strutturale tendenza alla sottostima delle attività e alla sovrastima delle passività.

Fig. 3

**Saldi netti mondiali degli investimenti diretti e degli altri investimenti
in percentuale del PIL mondiale (1988-2008)**



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

I dati di posizione derivanti dalla *Coordinated direct investment survey* (CDIS) lanciata recentemente dall'FMI, sono disponibili per il solo anno 2009³⁸; le attività segnalate superano di circa il 7 per cento le passività. La tendenza globale sui dati di posizione non va nella direzione della sottostima delle attività. Occorre però osservare che ciò può essere influenzato dall'assenza dei dati di alcuni paesi non partecipanti alla CDIS.

Al fine di trarre eventuali conclusioni su un eventuale *under-reporting* sarebbe dunque necessario analizzare in modo più approfondito i singoli rapporti bilaterali. Tali confronti appaiono però particolarmente problematici quando interessano paesi a "tassazione agevolata" – come ad esempio il Lussemburgo e l'Olanda – per i quali transita una parte molto rilevante degli IDE mondiali tramite *special purpose entities* (SPEs³⁹). Le posizioni di questi speciali soggetti, in alcuni casi escluse dalle statistiche sugli IDE (ad esempio l'Olanda) oppure allocate geograficamente secondo criteri che possono differire da quelli adottati dal paese controparte (ad esempio Il Lussemburgo), sono generalmente associati ad asimmetrie bilaterali molto accentuate.

³⁸ Questa indagine raccoglie il contributo su base volontaria di 52 paesi tra i più importanti; diversamente dalla CPIS, vengono forniti dati di posizione non solo per gli IDE all'estero (attività) ma anche per gli IDE dall'estero (passività), in entrambi i casi con la ripartizione rispettivamente per il paese oggetto dell'investimento e per quello investitore.

³⁹ Si tratta di società veicolo, di norma senza dipendenti e fatturato e nessuna o limitatissima interazione con l'economia ospite, che detengono esclusivamente attività e passività verso l'estero pressoché bilanciate.

Questo fenomeno rende poco affidabili o parziali eventuali stime basate sui dati *mirror*⁴⁰. Si è così ritenuto di non procedere a un'eventuale stima dell'*under-reporting* sugli IDE. In prospettiva, serie storiche più profonde, l'estensione della CDIS a un numero maggiore di paesi e la disponibilità di statistiche più dettagliate (ad esempio inclusione ed evidenziazione degli investimenti connessi a SPEs) migliorerebbero l'affidabilità di esercizi basati su dati *mirror*.

Infine, alcune riflessioni possono essere basate sulle evidenze dello scudo fiscale: sono state scarsamente rilevanti le regolarizzazioni che hanno interessato azioni societarie non quotate e quote di capitale sociale, principale forma assunta dagli IDE. Tutto ciò induce a ritenere che, sebbene la presenza di IDE all'estero non registrati possa essere sottorappresentata nelle segnalazioni dello scudo, la rilevanza di tale fenomeno sia inferiore rispetto al caso delle attività di portafoglio. Le regolarizzazioni riferite a immobili ubicati all'estero, comprese negli IDE, sono anch'esse di ammontare piuttosto limitato.

Anche per gli AI, in larga parte costituiti da prestiti e depositi, le analisi sulle discrepanze globali evidenziano un andamento non sistematico in media, con una prevalenza non marcata delle passività dichiarate rispetto alle attività (cfr. fig. 3). Si osserva un'inversione nel periodo recente, in cui i disinvestimenti dichiarati dagli investitori superano la corrispondente diminuzione di passività dichiarata dai debitori. Nemmeno per gli AI si evidenzia una tendenza così netta come quella riscontrabile per gli investimenti di portafoglio.

Considerando la componente degli AI più rilevante ai fini dell'analisi, i depositi bancari, l'unica fonte disponibile che riporta il dettaglio geografico della controparte è data dalle statistiche della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), che pubblica le posizioni dei sistemi bancari dei principali paesi (*Locational banking statistics*, 45 nazioni segnalanti) su base trimestrale, disaggregati per settore economico (bancario e non bancario) e paese di residenza delle controparti estere.

È possibile un confronto statistico tra questi dati di stock, sebbene non esaustivi, e le attività italiane in conti e depositi esteri che risultano dalla PNE italiana e dalle evidenze dello scudo fiscale. La tav. 14 riporta i dati di fonte BRI con le indicazioni degli stock detenuti da soggetti non bancari residenti in Italia e nei paesi *offshore*, che possono facilmente nascondere, con l'intestazione dei conti a società fittizie, attività non dichiarate di effettiva proprietà di residenti in altri paesi (tra i quali l'Italia). È immediato osservare come la quota dei depositi con detentori italiani risulti piuttosto bassa in relazione al peso dell'Italia sull'economia mondiale, sia in termini di PIL sia di attività o ricchezza finanziaria, a fronte di un'incidenza dei centri *offshore* invece particolarmente elevata (nella media del periodo il 21,2 per cento).

Tav. 14

Depositi all'estero intestati a soggetti non bancari: totale, Italia e paesi *offshore*
(miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Depositi all'estero detenuti da non banche (totale)	2.571,8	3.072,6	2.965,9	3.084,2	3.352,4	3.967,7	4.511,8	5.065,2	4.977,5
di cui - detentori italiani	50,2	45,8	43,3	48,0	41,7	43,5	40,0	42,0	45,6
<i>in percentuale sul totale</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,9%</i>
di cui - detentori residenti in paesi <i>offshore</i>	579,2	576,1	605,5	686,2	818,5	925,6	1001,2	970,0	896,8
<i>in percentuale sul totale</i>	<i>22,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,2%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>19,2%</i>	<i>18,0%</i>

Fonte: elaborazioni su dati BRI.

⁴⁰ Le complessità metodologica legata ai criteri di compilazione degli investimenti diretti e la non completa conformità agli standard che caratterizza queste statistiche per molti paesi limitano ulteriormente l'affidabilità delle conclusioni desumibili dai confronti bilaterali

La dinamica delle consistenze dei depositi all'estero intestati a italiani è stata posta a confronto con le segnalazioni dello scudo fiscale. Nella tavola 15 si riportano i dati trimestrali dello stock di conti esteri detenuti da italiani secondo le statistiche *mirror* di fonte BRI (riga A e, per le variazioni dello stock, riga A1), dei flussi e degli stock di depositi scudati e delle attività in depositi risultanti nella PNE italiana.

Tav. 15

Depositi all'estero detenuti da soggetti non bancari italiani
(dati trimestrali in miliardi di euro)

	2008-4	2009-1	2009-2	2009-3	2009-4	2010-1	2010-2
A) Stock di depositi all'estero detenuti da residenti italiani non bancari (fonte BRI)	42,0	43,2	41,5	42,1	45,6	37,7	34,9
<i>A1) Variazione trimestrale di A</i>		1,3	-1,8	0,6	3,5	-7,9	-2,8
B) Variazione dello stock di depositi dovuto a rientri per lo scudo fiscale (dato segnalato)					-33,7	-4,4*	
C) Stima degli effettivi depositi scudati (rientri e regolarizzazioni)					11,5	1,5	
<i>C1) di cui: stima rientri effettivi in Italia (disinvestimenti)</i>					-4,7	-0,6	
D) Stock PNE depositi esteri detenuti da non banche (incluso lo scudo fiscale)	79,4				49,7		
E) Stock PNE depositi esteri detenuti da non banche (al netto dello scudo fiscale)	33,6				37,6		
F) Stima stock PNE depositi esteri detenuti da non banche	46,5				45,9		
G) Limite superiore = A + quota offshore (6 per cento dei depositi intestati a paesi offshore)	100,2				99,4		

Fonte: elaborazioni su dati BRI, scudo fiscale e PNE dell'Italia.

Nota: * il dato è in realtà relativo al quadrimestre gennaio-aprile 2010, ma data l'esiguità dei valori registrati ad aprile per comodità di esposizione è stato classificato al primo trimestre.

Il rimpatrio di capitali (circa 38 miliardi, riga B) avrebbe dovuto determinare un sensibile calo delle passività bancarie verso controparti italiane non bancarie che non si è invece verificato in concomitanza con lo scudo fiscale⁴¹; soltanto nei primi due trimestri del 2010 si nota infatti un calo (per quasi 11 miliardi di euro, riga A1) che appare di un ordine di grandezza decisamente inferiore. Nella riga C si riporta la stima, illustrata nel precedente paragrafo, degli "effettivi" depositi scudati - sia rientrati in Italia sia regolarizzati all'estero - disaggregata secondo il trimestre di segnalazione, mentre nella riga C1 viene valorizzata la stima della sola parte rientrata in Italia (per un totale di 5,3 miliardi); quest'ultimo dato è quello che andrebbe confrontato con le variazioni degli stock riportate nella riga A1.

Al fine di quantificare l'entità dell'eventuale *under-reporting* sui depositi bancari all'estero, occorre effettuare un confronto tra i dati ufficiali italiani e le statistiche *mirror*. Si riportano quindi gli stock registrati nella PNE italiana, sia comprensivi dei valori emersi con lo scudo fiscale (riga D) sia al netto di essi⁴² (riga E). Quest'ultimo dato costituisce il punto di partenza per "ricalcolare" gli stock al fine di tener conto di quanta parte dei capitali scudati era effettivamente detenuta all'estero in forma di depositi (riga F). In dettaglio, per il dato di fine 2008 alla riga E si aggiunge il totale della stima dei depositi effettivamente scudati, che a quella data erano ancora tutte attività sull'estero, ossia:

⁴¹ Analoghe incoerenze con le statistiche bancarie della BRI erano state osservate anche in occasione delle precedenti edizioni degli scudi fiscali.

⁴² La parte al netto delle segnalazioni dello scudo comprende solamente i dati sui depositi all'estero raccolti attraverso un'indagine rivolta ai residenti (es. imprese); è escluso dall'indagine il settore famiglie, per il quale è prevista un'integrazione, per importi estremamente esigui, basata sulle fonte delle dichiarazioni fiscali dei contribuenti.

$F(\text{IV trimestre } 2008) = E(\text{IV trimestre } 2008) + \text{totale riga C.}$

Per la stima del dato di fine 2009 occorre anche sottrarre il valore dei depositi scudati e rientrati in Italia nel corso del 2009, ossia:

$F(\text{IV trimestre } 2009) = E(\text{IV trimestre } 2009) + \text{totale riga C} - C1(\text{IV trimestre } 2009).$

Infine nella riga G si riporta una stima dello stock “potenziale” detenuto da residenti italiani in depositi all'estero sulla base dei dati BRI. Più in dettaglio, la componente aggiunta alla riga A è stata calcolata nell'ipotesi estrema che tutte le passività in conti e depositi verso settori non bancari ubicati nei paesi *offshore* (970,0 miliardi di euro a fine 2008, cfr. tav 14) nascondano effettivi titolari residenti in altri paesi; all'Italia ne è stata attribuita una quota pari al 6 per cento, ovvero la quota maggiore tra quelle utilizzate nei vari criteri di attribuzione all'Italia dell'*under-reporting* mondiale (cfr. par. 6.3). I valori espressi nelle righe A e G possono essere quindi considerati alla stregua di un limite “inferiore” e di uno “superiore” per i depositi all'estero di pertinenza di italiani, ricostruite sulla base delle statistiche *mirror*. Sotto queste ipotesi, la differenza G-D (pari a 49,7 miliardi di euro) dovrebbe costituire una sorta di limite superiore all'ammontare di depositi all'estero non dichiarati da parte di residenti italiani a fine 2009⁴³. I valori della riga F appaiono maggiormente compatibili con i valori *mirror* e sempre molto prossimi al limite inferiore.

L'andamento dei dati sembra confermare che in larga parte i conti e depositi emersi con lo scudo fiscale fossero precedentemente investiti in altre forme di attività sull'estero (cfr. par. 7). L'incoerenza con l'andamento delle statistiche BRI si attenua considerando invece la distribuzione dei capitali scudati stimata secondo la composizione per strumento delle regolarizzazioni. Inoltre l'ipotesi⁴⁴ avanzata, che una parte dei depositi detenuti all'estero irregolarmente da residenti (sia scudati sia non emersi) possa essere intestata a paesi *offshore*, contribuisce a giustificare le incoerenze osservate tra le segnalazioni dello scudo e gli andamenti delle statistiche BRI. In ogni caso appare improbabile che i depositi all'estero possano superare i valori stimati nella riga G della tavola 15. Dunque l'eventuale *under-reporting* dei depositi all'estero indica importi più contenuti rispetto agli investimenti di portafoglio.

10. Conclusioni

I confronti internazionali sulle statistiche di portafoglio evidenziano la sistematica preponderanza degli stock e dei flussi di passività di portafoglio rispetto a quelli delle corrispondenti attività. E' probabile che una parte significativa delle discrepanze osservate dipenda dalla mancata dichiarazione di attività detenute al di fuori del sistema bancario nazionale, sul quale ricadono di norma obblighi di segnalazioni di dati a fini statistici e di controllo fiscale. La recente adozione del nuovo sistema di rilevazione diretta delle consistenze, non più basato sui regolamenti bancari, potrebbe aver accentuato tale problema. Inoltre, nel caso delle statistiche italiane l'elevato ammontare di capitali esteri emersi a seguito degli scudi fiscali rafforzano l'ipotesi che l'*under-reporting* delle attività di portafoglio possa essere significativo. In questo lavoro ne è stato stimato il potenziale ordine di grandezza. L'elemento innovativo è costituito dal tentativo di quantificare la discrepanza degli stock in termini globali sulla base delle statistiche *mirror*, in particolare attingendo ai dati della CPIS e delle PNE nazionali nonché ad altre fonti statistiche utilizzate per raggiungere la massima copertura possibile. Si cerca di osservare il

⁴³ Tale conclusione è fortemente dipendente dall'ipotesi formulata sulla composizione per strumento dei dati scudati.

⁴⁴ In realtà un'ipotesi di “estero-vestizione per l'occasione” dei capitali per poter usufruire dei vantaggi fiscali dello scudo non potrebbe essere esclusa dall'insieme delle possibili cause dell'incoerenza riscontrata tra le statistiche sullo scudo fiscale e quelle prodotte dal sistema bancario internazionale; la rilevanza delle estero-vestizioni nell'ambito dei capitali scudati è tuttavia di difficile, se non impossibile, quantificazione e quindi nell'ambito dei confronti nei dati si è ipotizzato che tutti i capitali emersi fossero in effetti precedentemente investiti in attività detenute all'estero.

fenomeno dal lato dell'impiego finale dei capitali non dichiarati, a prescindere dalle modalità di esportazione.

Nel mondo, il divario fra attività dichiarate e passività dichiarate totali ammonterebbe in media nel periodo tra il 2001 e il 2008 al 7,3 per cento del PIL mondiale. Il fenomeno è particolarmente rilevante per fondi comuni di investimento ubicati in Lussemburgo e nei paesi *offshore*, in linea con le aspettative. Per gli strumenti di debito la discrepanza risulta meno concentrata e presenta un'incidenza più bassa, pari in media al 10,0 per cento delle attività (contro il 17,8 per le azioni e fondi), e riguarda i titoli emessi dai maggiori paesi avanzati.

A partire dall'aggregato dell'*under-reporting* per singola combinazione di paese emittente, anno e tipo di strumento finanziario, è stata calcolata la quota di pertinenza degli investitori italiani, ipotizzando differenti criteri di attribuzione. Ne risultano valori compresi tra i 124 e i 194 miliardi di euro a fine 2008 (7,9 - 12,4 per cento del PIL); in termini puntuali, una stima di circa 140 miliardi appare plausibile. Poiché i titoli di portafoglio "scudati" ammontano a poco meno di 60 miliardi, le attività estere di portafoglio non dichiarate - e quindi non incluse nella PNE dell'Italia - sarebbero pari a circa 5,5 punti percentuali di PIL. Per la fine del 2010, tenendo conto degli aggiustamenti di valutazione, una proiezione innalzerebbe l'integrazione al 6,8 per cento; aggiungendo tale stima alla PNE dell'Italia, il saldo debitorio si ridurrebbe dal 24,3 a circa il 17,5 per cento del PIL. Nell'ipotesi che i divari riscontrati siano attribuibili solo per metà a *under-reporting* e la restante parte sia invece riconducibile a una sovrastima delle passività, l'effetto complessivo sulla PNE dell'Italia sarebbe comunque dell'ordine di grandezza sopra riportato.

Le stime ottenute sono state inoltre messe a confronto con le statistiche sui capitali emersi con lo scudo fiscale, queste ultime opportunamente corrette per tener conto di alcune distorsioni nei dati segnalati. L'analisi della distribuzione per paese e tipo di titolo delle attività di portafoglio scudate conferma la predominanza dei fondi comuni lussemburghesi e più in generale la tendenza all'*under-reporting* per i fondi comuni, con un peso piuttosto rilevante delle emissioni di paesi *offshore*. I dati dello scudo evidenziano, come nelle precedenti sanatorie, una forte incidenza di capitali provenienti dalla Svizzera, a conferma del ruolo svolto da questo paese nella gestione delle attività non dichiarate.

Nel lavoro è stata anche analizzata la possibilità di estendere la stima dell'eventuale *under-reporting* basata sulle statistiche *mirror* agli investimenti diretti e agli altri investimenti. Nel primo caso l'incompletezza delle statistiche, la scarsa profondità delle serie con dettaglio geografico e le criticità nei confronti bilaterali che caratterizzano il confronto con gli investimenti diretti dei paesi che ospitano SPEs (ad esempio l'Olanda e il Lussemburgo) rendono allo stato attuale scarsamente attendibili stime dell'*under-reporting* basate sui dati *mirror*. Tuttavia si può supporre che l'entità dei capitali non dichiarati sia meno significativa rispetto a quella ipotizzabile nel caso dei titoli di portafoglio. Per quanto riguarda gli altri investimenti, in particolare per la componente depositi all'estero, è stata effettuata una stima *mirror* basata sui dati delle *Locational banking statistics* diffuse dalla BRI, che individua in poco meno di 50 miliardi di euro un limite superiore all'ammontare di depositi all'estero non dichiarati a fine 2009.

In conclusione, sulla base delle statistiche *mirror* l'insieme dei criteri adottati mostra che la posizione verso l'estero dell'Italia risulta eccessivamente debitoria e l'*under-reporting* potenziale delle attività appare significativamente superiore a quanto emerso in occasione dei recenti scudi fiscali. I circa 60 miliardi di titoli di portafoglio emersi rappresenterebbero una quota compresa tra il 30 e il 48 per cento del totale non dichiarato, con un'incidenza più bassa per le azioni e i fondi (in media il 28,4 per cento) e un peso maggiore sui titoli di debito (in media il 60 per cento). In prospettiva, notevoli potranno essere i margini di miglioramento per quanto riguarda sia la precisione della stima dell'*under-reporting* sia la sua distribuzione per paese e strumento finanziario. L'auspicabile estensione della principale base dati adoperata in questo lavoro, la CPIS, dal punto di vista sia del numero di paesi partecipanti sia dei dettagli disponibili (ad esempio il settore dell'investitore), potrà migliorare sensibilmente l'attendibilità delle stime.

Riferimenti bibliografici

- Baker, R. W. (2005), *Capitalism's Achilles Heel*, John Wiley and Sons, New Jersey (USA).
- Baldassarini, A. e Pascarella, C. (2003), *The Italian approach to estimating the extent of the Non-Observed Economy: methods and results*, presentato alla conferenza "The Non-Observed Economy: Measurement and Policy Issues", Roma, 20-21 gennaio.
- Banca d'Italia - Ufficio Italiano dei Cambi (2004), *Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia*.
- Banca d'Italia (2008), *Household wealth in Italy*, atti del convegno, Perugia, 16-17 ottobre 2007, www.bancaditalia.it/studricerche/convegni/atti/ric_fam_it/Household_wealth_Italy.pdf.
- Banca d'Italia (2010), *La ricchezza delle famiglie italiane*, Supplemento al Bollettino Statistico, n° 67, 20 dicembre.
- BCE (2002), *Final report of Task Force on Portfolio Investment Collection Systems*.
- BCE (2008), *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, Occasional Papers, n° 91, luglio.
- BCE (2009a), *Methodological changes in the compilation of the euro area balance of payments and international investment position (as of november 2009)*, 2 novembre. http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bop/meth_changes_nov09.pdf?48a338af044ea51ecf3e32f9a5a23067
- BCE (2009b), *Bollettino Mensile*, dicembre.
- BCE (2010), *Bollettino Mensile*, maggio.
- Bertaut, C., Grier, W. e R. Tryon (2006), *Understanding U.S. Cross-Border Securities Data*, <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2006/crossbordersecurities/default.htm>, Federal Reserve Bulletin.
- Bhagwati, J.N. (1964), *On the Under-Invoicing of Imports*, Bulletin of the Oxford University, Institute of Economics and Statistics, 26, pp. 389-97.
- Bhagwati, J.N. (1967), *Fiscal policies, the Faking of Foreign Trade Declarations and the Balance of Payments*, Bulletin of the Oxford University, Institute of Economics and Statistics, 29, pp. 61-77.
- Cayman Islands Monetary Authority (2009), *Investment Statistical Digest*, anni 2007 e 2008, disponibili a: <http://www.cimoney.com.ky>.
- Commissione Europea (1998), *Communications of the Commission on undeclared work*, Bruxelles, COM(98) – 219.
- Chang, P.H.K., Claessens, S. e Cumby, R.E. (2001), *Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight*, International Journal of Finance and Economics, Vol. 2, pagg. 101-119.
- Claessens, S. (1997), *Estimates of capital flight and its behavior*, Revista de Analisis Economico, vol. 12, n° 1, pp. 3-34.
- Committeri, M. (1999), *Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti, esportazioni di capitali e apertura finanziaria dell'Italia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 352.
- Credit Suisse Research Institute (2010), *Global Wealth Databook*, ottobre.
- Davies, J.B., Sandström, S., Shorrocks, A.F. e E.N. Wolff (2010), *The level and distribution of global household wealth*, Economic Journal, Doi: 10.1111/j.1468-0297.2010.02391.

- Dell'Anno, R. (2005), *Metodi di stima dell'economia sommersa: una rassegna*, in Rivista Italiana degli Economisti, anno X, n° 1, aprile.
- Eurispes (2002), *L'oro in nero: una indagine Eurispes sul sommerso in Italia*, Roma.
- Gandolfo, G. (1977), *Esportazioni clandestine di capitali e sovrapproduzione delle importazioni*, in Rassegna economica, n° 6, novembre-dicembre.
- Guernsey Financial Services Commission, *Investment Statistics*, vari numeri disponibili all'indirizzo: [http://www.gfsc.gg/The-Commission/Documents and Forms/](http://www.gfsc.gg/The-Commission/Documents%20and%20Forms/).
- Felettigh, A. e Monti, P. (2008), *How to interpret the CPIs data on the distribution of foreign portfolio assets in the presence of sizeable cross-border positions in mutual funds. Evidence from Italy and the main euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper No. 16, agosto.
- FMI (2002), *Coordinated Portfolio Investment Survey Guide*, 2nd Edition.
- FMI (2008), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.
- ISTAT (2006), *La misura dell'economia sommersa secondo le statistiche ufficiali. Anni 2000-2004*, http://www.istat.it/salastampa/comunicati/non_calendario/20061214_00/.
- Jersey Financial Services Commission, *Summary of statistical data provided to the International Monetary Fund's information framework*, vari numeri disponibili all'indirizzo: http://www.jerseyfsc.org/the_commission/general_information/statistics/international_monetary_fund.asp.
- Kubelec, C. e Sá, F. (2010), *The geographical composition of national external balances sheets: 1980-2005*, Bank of England, Working Paper n° 384, marzo.
- Lane, P. R. e Milesi-Ferretti, G.M. (2001), *The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries*, Journal of International Economics, Vol. 55, pp. 263–94, novembre.
- Lane, P. R. e Milesi-Ferretti, G.M. (2007), *The External Wealth of Nations Mark II*, Journal of International Economics, 73, n° 2 (novembre), pp. 223-50.
- Lane, P.R., e Milesi-Ferretti, G.M. (2008), *International investment patterns*, The Review of Economics and Statistics, 90(3), pp. 538–549.
- Lane, P.R. e Milesi Ferretti, G.M. (2010), *Cross-Border Investment in Small International Financial Centers*, IMF Working Papers, WP/10/38.
- Mazzocchi, P. e Quintano, C. (2008), *Una visione d'insieme sull'economia sommersa: approcci, contributi, sperimentazioni*, Università degli Studi di Napoli "Parthenope", Quaderni di Discussione, n° 31, Scritti di Statistica Economica.
- Milesi-Ferretti, G.M. (2009), *The financial crisis and its international transmission: some tentative lessons*, mimeo, settembre.
- McGuire, P e Tarashev, N (2008), *Global monitoring with the BIS International Banking Statistics*, BIS Working Paper, n° 244.

- McGuire, P e Wooldridge, P (2005), *The BIS Consolidated Banking Statistics: structure, uses and recent enhancements*, BIS Quarterly Review, settembre.
- Nitsch, V. (2009) *Trade Mispricing and Illicit Flows*, presentato a un convegno della Banca Mondiale, “The Dynamics of Illicit Flows from Developing Countries”, 14-15 settembre.
- Schneider, B. (2003), *Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations*, Overseas Development Institute, Working Paper n° 194, London (UK).
- Schneider, F. (2000) *The increase of the size of the shadow economy of 18 OECD countries: some preliminary explanations*, IFO Working paper n° 306.
- Schneider, F. (2005), *Shadow Economies around the world: what do really know?*, European Journal of Political Economy, Vol. 21, pp. 598– 642.
- Schneider, F. (2007), *Shadow Economies and Corruption all Over the World: New Estimates for 145 Countries*, <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2007-9>, Economics.
- Vicarelli, F. (1970), *L’esportazione di banconote nell’esperienza italiana dell’ultimo decennio: una analisi quantitativa*, in Studi Economici, n° 3-4, maggio-agosto.
- Wooldridge, P.D. (2006), *The changing composition of official reserves*, BIS Quarterly Review, settembre.
- Zizza R. (2002), *Metodologie di stima dell’economia sommersa: un’applicazione al caso italiano*, Tema di discussione n° 463, Banca d’Italia, www.bancaditalia.it [10/02/03].

Riferimenti normativi

- Indirizzo BCE/2004/15 (16 luglio 2004) sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull’estero e schema delle riserve internazionali.
- Indirizzo BCE/2007/3 (31 maggio 2007) che modifica l’indirizzo BCE/2004/15 sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull’estero e schema delle riserve internazionali.
- Legge 03.08.2009, n. 102 (G.U. 04.08.2009, n. 140) - Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78 (“Scudo fiscale”).

Appendice

Note metodologiche

1) Caratteristiche dei sistemi di rilevazione dei dati dei principali paesi partecipanti alla Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)

La discrepanza globale riscontrata tra attività e passività di portafoglio è direttamente connessa al livello di accuratezza ed esaustività dei dati sulle attività di portafoglio segnalati in CPIS. Il grado di qualità e completezza che caratterizza i sistemi di rilevazione dei diversi paesi non è però oggettivamente quantificabile e pertanto di questo aspetto non si è potuto tenere conto nella stima della distribuzione geografica dell'*under-reporting*.

Tuttavia al fine di tracciare un quadro descrittivo sia del livello di affidabilità sia delle eventuali peculiarità dei dati prodotti dai singoli paesi, si riporta di seguito una sintesi di alcune informazioni contenute nelle note metodologiche⁴⁵ riguardanti i 21 maggiori paesi segnalanti (Australia, Austria, Belgio, Bermuda, Brasile, Canada, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong, Irlanda, Lussemburgo, Jersey, Norvegia, Olanda, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera), le cui attività rappresentano sul totale segnalato circa l'89 per cento per le azioni e fondi e, al netto delle riserve ufficiali, circa il 92 per cento per i titoli di debito.

Dalle note metodologiche emerge che nella quasi totalità dei casi esiste una base legale che regola la fornitura di questi dati; ciò generalmente garantisce un buon livello di copertura per i settori segnalanti soggetti all'obbligo. In diversi casi sono previste delle soglie di esenzione per la segnalazione delle attività di portafoglio, ma la parte esclusa dalla rilevazione viene generalmente definita trascurabile o comunque scarsamente rilevante dal paese compilatore.

I dati vengono segnalati *security-by-security*, ovvero con il dettaglio del codice identificativo del singolo titolo da molti dei principali paesi (cfr. fig. A.1), ma ci sono alcune importanti eccezioni di paesi (ad esempio il Regno Unito, la Germania e il Giappone) per le quali i dati vengono raccolti su base aggregata. Generalmente l'utilizzo del codice titolo è associato ad una maggiore correttezza nell'individuazione del paese debitore e nella classificazione dello strumento finanziario.

Per quanto riguarda i settori maggiormente coinvolti nel problema dell'*under-reporting*, ossia famiglie e altri settori non bancari, la maggior parte dei paesi adotta alternativamente dei sistemi di rilevazione basati sui depositi segnalati dalle banche (che non incorporano quindi i titoli depositati all'estero) o indagini rivolte agli investitori finali (generalmente caratterizzate da problemi di sottorappresentazione degli investitori più abbienti appartenenti al settore famiglie).

Solo in un caso (la Spagna) vengono utilizzati entrambi gli approcci; in altri casi nessuno dei due approcci è adottato, ma per il Regno Unito parte degli investimenti delle famiglie vengono probabilmente derivati da altre fonti quali ad esempio le segnalazioni di *trusts*, *brokers* e altri soggetti finanziari che operano in questo ambito. Infine, l'Italia ha recentemente introdotto una stima relativa alle quote di fondi comuni depositati all'estero collocate da società di gestione operanti e segnalanti (su base volontaria) in Italia.

⁴⁵ Ove necessario i dati contenuti nelle note metodologiche CPIS sono state aggiornati o integrati con l'ausilio di specifiche fonti e informazioni relative ai singoli paesi.

Fig. A.1

Informazioni di sintesi sui sistemi di rilevazione dei dati sulle attività di portafoglio verso l'estero per 21 dei principali paesi partecipanti alla CPIS

Raccolta titolo per titolo (<i>security-by-security</i>)		
Si	No	Parzialmente
IT, AT, US, FR, LU, IE, NE, CA, HK, BE, SP	UK, JP, DE, CH, AU, BR, SW, NO, BM, JE	HK

Inclusione del settore famiglie		
Incluso con raccolta dati da depositi bancari	Incluso con raccolta dati da investitore finale	Non incluso
IT, AT, FR, LU, DE, NE, CH, SW, SP, US	IE, AU, BR, NO, SP	UK, JP, CA, HK, BE, BM, JE

Inclusione degli altri settori non bancari		
Incluso con raccolta dati da <i>custodians</i>	Incluso con raccolta dati da investitore finale	Non incluso
FR, JP, LU, DE, IT, CH, CA, HK, BE, SP, US	IT, AT, UK, FR, JP, LU, IE, NE, AU, BR, HK, BE, SW, NO, SP, BM, JE	-

Legenda: Australia=AU, Austria=AT, Belgio=BE, Bermuda=BM, Brasile=BR, Canada=CA, Francia=FR, Germania=DE, Giappone=JP, Hong Kong=HK, Irlanda=IE, Lussemburgo=LU, Jersey=JE, Norvegia=NO, Olanda=NE, Regno Unito=UK, Spagna=SP, Stati Uniti=US, Svezia=SW e Svizzera=CH.

2) Confronto tra passività dichiarate e passività derivate (CPIS)

Solo in pochi casi si è verificato che le passività derivate fossero superiori a quelle risultanti nelle altre due fonti utilizzate (PNE e EWN II), per importi non trascurabili anche se non rilevanti in termini di incidenza sulle passività globali; si tratta di Olanda, Germania e Lussemburgo per gli strumenti di debito e di Gran Bretagna e Canada per le azioni.

Per il Lussemburgo e l'Olanda si è individuata la causa nell'esclusione dalle loro passività di portafoglio delle emissioni effettuate dalle *special purpose entities* (SPEs). Queste entità si incontrano frequentemente nelle catene societarie delle multinazionali e vengono create per beneficiare di vantaggi legali, fiscali e di protezione della privacy offerti in specifici paesi. I titoli emessi da queste società veicolo vengono invece dichiarate dagli investitori come attività verso questi paesi.

Negli altri casi non sono stati rintracciati elementi sufficienti per stabilire se la discrepanza dipenda da un *over-reporting* nella CPIS delle attività in titoli emessi da questi paesi, o da specifici metodi di compilazione dei dati che tendono a una sistematica sottovalutazione delle passività. Si è ritenuto allora opportuno, nel calcolo dell'aggregato mondiale, prendere in considerazione per quasi tutti questi paesi le passività derivate di fonte CPIS, con conseguente aumento di quelle globali; l'incidenza sul totale di questi aggiustamenti è stata in media inferiore all'1 per cento del totale e non ha inciso sulla stima della discrepanza tra attività e passività, come si è visto per definizione pari a zero in questi casi (cfr. formule 4 e 5 del testo). Per l'Olanda invece sono

disponibili dati ufficiali comprensivi delle SPEs (fonte Banca centrale olandese, cfr. la prossima nota metodologica).

3) Altre fonti informative utilizzate per migliorare la copertura del database per la stima della discrepanza globale degli investimenti di portafoglio

Si riportano dettagliatamente le aggiunte e le correzioni effettuate, nonché le ulteriori fonti statistiche reperite, per migliorare il livello di copertura e coerenza della base dati (cfr. par. 4.5).

Dati sulle passività degli Stati Uniti dettagliate per paese investitore

Il Dipartimento del Tesoro statunitense (*U.S. Department of Treasury*) raccoglie informazioni sulle transazioni e sulle posizioni verso l'estero relative ai titoli di portafoglio attraverso il *Treasury International Capital (TIC) reporting system*⁴⁶. Questo sistema di raccolta acquisisce dati da banche e *brokers*; su base annuale viene condotta un'indagine dettagliata sulle attività e passività in titoli, per paese emittente e paese investitore, con la raccolta di informazioni estesa anche a imprese importatrici ed esportatrici e istituzioni finanziarie diverse da banche. Vengono resi pubblici dati sulle passività in titoli, con il dettaglio geografico del paese dell'investitore, sia pure con alcune difficoltà di individuazione della corretta residenza dell'investitore a causa del *custodial bias*, ovvero della tendenza ad allocare ai paesi che maggiormente detengono titoli in custodia una quota superiore a quella effettiva⁴⁷.

L'informazione sul dettaglio geografico delle passività degli Stati Uniti viene quindi utilizzata al fine di quantificare le attività in titoli statunitensi dei principali paesi non dichiaranti nella CPIS; si tratta di Cina, Taiwan, isole Cayman, isole Vergini britanniche, Barbados e l'insieme dei paesi arabi esportatori di petrolio. Ne deriva un aumento delle attività complessive e una corrispondente diminuzione della discrepanza globale.

Dati sulle passività del Giappone dettagliate per paese investitore

La Banca Centrale del Giappone pubblica sul proprio sito⁴⁸ i dati delle passività di portafoglio alla fine di ogni anno dettagliate per paese investitore. Queste informazioni sulle transazioni e le posizioni verso l'estero relative ai titoli sono raccolte attraverso indagini campionarie. I dati sulle passività disaggregate per paese investitore sono stati utilizzati in modo analogo a quelli relativi alle passività degli Stati Uniti, ovvero per quantificare le attività in titoli giapponesi detenute dai principali paesi non dichiaranti nella CPIS; in questo caso si tratta di Cina, Taiwan, isole Cayman e i paesi arabi esportatori di petrolio. Di nuovo ne deriva un aumento delle attività complessive e una corrispondente diminuzione della discrepanza globale.

Dati sulle passività in azioni e fondi dell'Irlanda

Per quanto riguarda l'Irlanda e relativamente al comparto delle azioni e fondi, è emersa una forte discrepanza tra le passività ufficiali e quelle derivate dalla CPIS, presumibilmente connessa alla presenza di SPEs soprattutto nel settore bancario/finanziario⁴⁹ (in media circa il 42 per cento

⁴⁶ Dati basati su indagini specifiche condotte annualmente tramite interviste a *brokers* e *dealers* operanti negli USA (<http://www.ustreas.gov/tic/fpis.shtml>).

⁴⁷ Nel caso di catene lunghe e articolate di depositi e intermediari che si frappongono tra l'emittente dei titoli e l'investitore finale spesso non è possibile risalire al paese residenza di quest'ultimo; in particolare, secondo il *U.S. Department of Treasury*, per i titoli statunitensi il "custodial bias" può portare a una sopravvalutazione della quota delle passività verso Cayman Island, Svizzera, Regno Unito e Lussemburgo, e a una sottovalutazione della quota di passività nei confronti di tutti gli altri paesi, cfr. Bertaut *et al.* (2006).

⁴⁸ Cfr. http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/bop/rdip/.

⁴⁹ L'*International Financial Services Centre* (IFSC) è un importante centro di servizi finanziari localizzato a Dublino presso il quale sono presenti più della metà dei primi 50 gruppi finanziari del mondo.

del totale delle passività sono di pertinenza del comparto bancario). Si tratta di passività riconosciute dall'Irlanda ma non dichiarate dai paesi investitori. Sulla base di specifiche informazioni di natura confidenziale, è stato possibile eliminare dalla discrepanza osservata la componente sicuramente non riferibile all'Italia. Anche in questo caso sono state inserite attività aggiuntive nella base dati.

Aggiustamenti dal lato delle attività (USA e Germania)

Dal lato delle attività si è reso necessario intervenire sulle attività dichiarate dagli Stati Uniti e dalla Germania, poiché i due paesi segnalano nella CPIS importi significativamente diversi a quanto dichiarano nelle attività di portafoglio della PNE. Il contributo alle attività complessive di questi paesi è stato calcolato come il valore della PNE, con la ripartizione geografica di fonte CPIS.

Le attività della Cina (riserve ufficiali)

Le attività della Cina (non disponibili nella CPIS) sono detenute in larghissima parte in forma di riserve ufficiali; in virtù delle precedenti integrazioni, è stato necessario stimarne solamente la componente investita in titoli di portafoglio emessi da paesi diversi dagli USA e dal Giappone. La stima si è basata sulle informazioni relative al totale delle riserve ufficiali e delle attività di portafoglio contenute nella base dati EWN II, ipotizzando per le prime un'incidenza dell'80 per cento di investimenti in titoli di debito⁵⁰. Non essendo disponibile la ripartizione per paese emittente di tali attività, essa è stata stimata in base alla ripartizione media distinta per anno dei dati CPIS riguardanti le riserve ufficiali in titoli di debito. Di nuovo ne deriva un aumento delle attività complessive e una corrispondente diminuzione della discrepanza globale.

Gli organismi internazionali (passività)

Le passività in strumenti di debito emesse dagli organismi internazionali (ad esempio, obbligazioni emesse dalla Banca Europea per gli Investimenti), che non pubblicano statistiche di PNE, sono state stimate sulla base dei dati sul circolante delle emissioni internazionali obbligazionarie pubblicati dalla BRI. Occorre precisare che la valutazione della BRI è basata sul valore nominale anziché su quello di mercato adottato nella segnalazione delle attività per la CPIS, il che tende a provocare delle discrasie rispetto ai valori dichiarati dai paesi investitori, come si vedrà successivamente.

Aggiustamenti dal lato delle passività (Olanda)

Come già accennato, i titoli di debito al passivo dell'Olanda sono stati incrementati delle passività emesse dalle SPEs grazie alla disponibilità di dati pubblicati dalla Banca centrale olandese su tali emissioni⁵¹. La correzione ha evidenziato anche in questo caso una prevalenza delle passività rispetto alle attività dichiarate.

La attività dei paesi arabi esportatori di petrolio (fondi sovrani)

La stima delle attività dei paesi arabi petroliferi, verso paesi diversi dagli USA e dal Giappone, si è basata principalmente sui dati relativi alle attività gestite dai fondi sovrani riconducibili a questi paesi provenienti da uno specifico studio pubblicato dalla BCE (2008). In assenza di informazioni attendibili sulla loro ripartizione geografica e su quella per strumento finanziario, esse sono state sottratte alla stima delle discrepanze ${}_i U_i^E$ e ${}_i U_i^D$ pro quota, per ciascuna combinazione di anno, paese emittente e tipologia di strumento (cfr. di seguito la

⁵⁰ Superiore alla media (70 per cento) stimata in ambito BRI (cfr. Wooldridge (2006), pag. 32) per il complesso dei paesi avanzati, in quanto vi sono indizi circa una minor preferenza delle autorità cinesi nei confronti delle altre tipologie di attività finanziarie.

⁵¹ Cfr.: <http://www.statistics.dnb.nl/popup.cgi?/statistics/excel/t12.14ek.xls>.

formula A.1). Anche in questo caso si verifica un aumento delle attività complessive e una corrispondente diminuzione della discrepanza globale.

I paesi offshore (attività e passività)

I due più importanti centri *offshore* dal punto di vista degli investimenti di portafoglio, in particolare per quanto riguarda i fondi di investimento, le isole Cayman e le isole Vergini Britanniche⁵², non compilano la PNE. Le Vergini Britanniche non partecipano alla CPIS, mentre le Cayman segnalano solo le attività del settore bancario; per entrambi i paesi sono quindi state stimate sia le attività sia le passività.

Per le isole Cayman le stime si sono basate in particolare sui dati relativi ai fondi comuni residenti pubblicati dalla *Cayman Islands Monetary Authority*⁵³ (CIMA); in dettaglio, il *net asset value* dichiarato da tali fondi è stato considerato come una *proxy* per la stima delle passività in titoli azionari (in particolare fondi di investimento) verso l'estero delle isole Cayman; per quanto riguarda quelle in strumenti di debito, in assenza di specifiche informazioni, sono state poste pari alle passività derivate dalla CPIS. Inoltre, sempre dalle statistiche di fonte CIMA si è ricavato l'ammontare degli investimenti dei fondi in titoli di portafoglio esteri, al fine di stimare le attività in titoli⁵⁴ (escluse quelle detenute nei confronti di USA e Giappone, si veda sopra); in assenza di informazioni attendibili sulla loro ripartizione geografica sono state proporzionalmente sottratte alle discrepanze esistenti con la stessa modalità utilizzata per i paesi arabi *oil exporter* (cfr. l'equazione A.1).

Per le isole Vergini Britanniche, Lane e Milesi-Ferretti (2010) stimano il totale delle attività e passività verso l'estero di tale nazione; anche in questo caso le attività stimate, in assenza di informazioni attendibili sulla loro ripartizione geografica (con l'eccezione degli USA), sono state proporzionalmente sottratte alle discrepanze esistenti, cfr. di seguito la formula A.1.

Per altri due importanti centri *offshore*, Guernsey e Jersey, l'integrazione alla base dati ha riguardato soltanto le passività per la componente relativa al comparto dei fondi di investimento; entrambi i paesi non compilano la PNE ma segnalano le attività di portafoglio nella CPIS. La stima di tale integrazione si è basata sui dati relativi ai fondi comuni ivi ubicati e pubblicati rispettivamente dalla *Guernsey Financial Services Commission*⁵⁵ e dalla *Jersey Financial Services Commission*⁵⁶. Di nuovo è stato utilizzato il *net asset value* dei fondi comuni emessi per approssimare l'entità delle passività in azioni e quote di fondi comuni verso l'estero.

In tutti questi casi si sono assunte le seguenti ipotesi semplificative: a) gli investitori sono tutti non residenti nei paesi di ubicazione dei fondi; b) a loro volta, i fondi investono completamente al di fuori del paese in cui sono ubicati. Tali ipotesi dovrebbero avere scarsi effetti sul calcolo complessivo dell'entità della discrepanza globale, influenzando sia dal lato delle attività sia dal lato delle passività; l'impatto potrebbe invece essere rilevante per ciò che riguarda la sua distribuzione per paese e strumento.

Per quanto riguarda la ripartizione delle attività stimate per paese emittente, definendo:

⁵² In base alle stime effettuate da Lane e Milesi-Ferretti (2010), questi due paesi rappresentano tra il 50 e il 60 per cento delle attività e passività complessive dei 32 paesi denominati *small international financial centers* (SIFC), informazione relativa al 2007.

⁵³ Cfr. http://www.cimoney.com.ky/Stats_Reg_Ent/, in particolare i rapporti *Investment Statistical Digest 2007 e 2008*.

⁵⁴ I patrimoni dei fondi comuni ubicati in questo paese sono in larga prevalenza investiti in titoli esteri, quindi si può ipotizzare che al *net asset value* dei fondi corrispondano per circa pari ammontare attività di portafoglio (azioni e titoli di debito) verso l'estero.

⁵⁵ Cfr. <http://www.gfsc.gg/The-Commission/Documents and Forms/>.

⁵⁶ Cfr. http://www.jerseyfsc.org/the_commission/general_information/statistics/international_monetary_fund.asp.

A_{OKV}^E e A_{OKV}^D il totale delle attività detenute complessivamente dai paesi arabi *oil exporters* (O), dalle isole Cayman (K) e dalle isole Vergini Britanniche (V), rispettivamente in titoli azionari e di debito emessi da paesi diversi dagli USA e dal Giappone, e ponendo pari a

$${}_t U^{E*} \quad {}_t U^{D*} \quad {}_t U_i^{E*} \quad {}_t U_i^{D*}$$

le discrepanze globali e per singolo paese emittente risultanti prima dell'inserimento delle suddette attività, il calcolo finale della discrepanza sarà dato, in un determinato anno per un paese emittente e per il comparto delle azioni e dei fondi, da:

$$A.1) \quad \forall i, t \quad {}_t U_i^E = {}_t U^{E*} - \left(A_{OKV}^E \times \frac{{}_t U_i^{E*}}{{}_t U^{E*}} \right) = {}_t L_i^E - \sum_j {}_t A_{ji}^E - \left(A_{OKV}^E \times \frac{{}_t U_i^{E*}}{{}_t U^{E*}} \right)$$

con ovvia notazione sia per la discrepanza globale sia per il settore dei titoli di debito.

Tavole

Tav. A.1

Dimensione dell'economia sommersa nei 25 principali paesi OCSE (dati in percentuale del PIL nazionale)

Paese	1996	1998	2000	2002	2003	2004	2005	2006
Australia	10,8	11,5	11,7	12,0	12,3	12,4	12,8	13,0
Austria	7,4	7,8	8,3	8,2	8,0	8,0	9,3	9,5
Belgio	17,9	18,0	18,4	18,8	18,9	19	19,6	19,9
Canada	11,8	12,6	12,8	13,2	13,1	13,3	14,1	14,1
Danimarca	14,5	15,3	15,3	16,1	16,2	16,2	16,1	16,5
Finlandia	13,8	14,5	14,8	15,4	15,5	15,4	15,8	15,8
Francia	11,7	12,2	11,8	12,1	12,5	12,5	13,2	13,2
Germania	13,5	14,0	14,7	14,8	14,7	14,6	15,3	15,4
Grecia	24,6	24,4	24,9	25,5	25,7	25,2	26,3	26,0
Islanda	12,1	12,8	13,0	13,5	13,4	13,7	14,1	14,1
Irlanda	12,1	13,0	13,3	13,5	13,4	13,3	14,1	14,5
Italia	21,2	21,9	22,1	22,3	22,6	22,7	23,2	23,1
Giappone	7,4	7,5	7,9	7,2	7,6	7,9	8,8	8,9
Corea del Sud.	26,1	25,6	26,2	26,7	26,5	26,6	27,5	27,3
Lussemburgo	7,5	7,9	8,5	8,7	8,6	8,6	9,3	9,4
Messico	31,9	31,1	30,9	31,6	31,3	31,6	31,7	32,1
Olanda	9,7	10,3	10,7	10,6	10,4	10,4	11,1	11,2
Nuova Zelanda	9,9	11	9,8	9,9	10,3	10,4	10,9	10,9
Norvegia	15,5	16,2	15,4	15,6	15,9	16,1	16,8	16,6
Portogallo	19,0	19,5	19	19,9	19,6	19,5	20,4	20,3
Spagna	18,6	19,4	19,7	19,8	19,7	19,8	20,5	20,2
Svezia	14,8	15,0	15,3	15,6	15,7	15,8	16,3	16,3
Svizzera	7,2	8,1	8,4	8,3	8,1	7,8	8,5	8,3
Regno Unito	9,2	10,2	9,7	9,6	9,6	10,0	10,3	10,9
Stati Uniti	5,9	6,8	6,9	6,6	6,8	7,0	7,9	8,0
Media	14,2	14,7	14,8	15,0	15,1	15,1	15,8	15,8

Fonte: F. Schneider (2007)

Confronto attività di portafoglio CPIS e PNE (2001-2008)
(miliardi di dollari Usa a valori correnti)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ATTIVITÀ (fonte CPIS)									
Azioni e fondi	N° paesi dichiaranti	67	68	71	73	74	75	74	74
	N° paesi emittenti	189	197	198	207	209	224	216	211
	Valori di cui: <i>titoli emessi da organismi int. e titoli compresi nelle riserve</i>	5.200	4.796	6.949	8.705	10.579	14.250	17.124	9.849
		17	14	27	35	35	43	54	39
Titoli di debito	N° paesi dichiaranti	68	68	71	73	74	75	74	74
	N° paesi emittenti	191	200	188	200	193	192	204	193
	Valori di cui: <i>titoli emessi da organismi int. e titoli compresi nelle riserve</i>	7.503	9.272	12.058	14.568	15.308	18.718	21.975	21.024
		1.265	1.415	1.823	2.110	2.186	2.515	3.055	3.604
Totale di cui: <i>titoli emessi da organismi internazionali e titoli compresi nelle riserve</i>		12.703	14.069	19.007	23.273	25.887	32.968	39.099	30.873
		1.282	1.429	1.850	2.145	2.221	2.558	3.109	3.643
ATTIVITÀ (fonte PNE)									
Azioni e fondi	N° paesi dichiaranti	78	81	83	88	90	92	93	90
	Valori	4.777	4.655	6.749	8.467	10.231	13.346	16.017	9.366
Titoli di debito	N° paesi dichiaranti	81	87	84	89	92	93	96	90
	Valori	5.427	7.423	9.862	11.975	12.482	15.487	18.167	16.985
Totale		10.204	12.078	16.610	20.442	22.713	28.833	34.183	26.352
Rapporto attività CPIS (escluso organismi internazionali e riserve) su attività PNE		112%	105%	103%	103%	104%	105%	105%	103%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e IFS).

Confronto attività e passività PNE ed EWN II (2001-2008)
(miliardi di dollari Usa a valori correnti)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ATTIVITÀ E PASSIVITÀ PNE									
ATTIVITÀ	Azioni e fondi	4.777	4.350	6.261	8.467	10.231	13.372	16.049	9.317
	Titoli di debito	5.427	6.805	9.020	11.969	12.474	15.471	18.168	17.088
	Totale	10.204	11.154	15.280	20.436	22.704	28.843	34.217	26.404
PASSIVITÀ	Azioni e fondi	5.442	4.826	6.834	10.021	11.812	15.365	18.243	10.911
	Titoli di debito	7.571	9.314	11.926	14.937	15.958	19.369	23.293	23.539
	Totale	13.013	14.140	18.760	24.958	27.770	34.734	41.536	34.451
Differenza in % delle attività	Azioni e fondi	-14%	-11%	-9%	-18%	-15%	-15%	-14%	-17%
	Titoli di debito	-40%	-37%	-32%	-25%	-28%	-25%	-28%	-38%
	Totale	-28%	-27%	-23%	-22%	-22%	-20%	-21%	-30%
ATTIVITÀ E PASSIVITÀ EWN II									
ATTIVITÀ	Azioni e fondi	5.535	5.011	7.272	9.108	11.017	14.430	17.389	10.000
	Titoli di debito	5.949	7.461	9.932	12.054	12.580	15.588	18.297	17.231
	Totale	11.484	12.472	17.204	21.163	23.597	30.018	35.686	27.231
PASSIVITÀ	Azioni e fondi	6.414	5.897	8.385	10.298	12.227	16.070	19.437	11.396
	Titoli di debito	7.693	9.474	12.153	14.974	15.987	19.393	23.313	23.535
	Totale	14.107	15.372	20.538	25.272	28.213	35.463	42.750	34.932
Differenza in % delle attività	Azioni e fondi	-16%	-18%	-15%	-13%	-11%	-11%	-12%	-14%
	Titoli di debito	-29%	-27%	-22%	-24%	-27%	-24%	-27%	-37%
	Totale	-23%	-23%	-19%	-19%	-20%	-18%	-20%	-28%

Fonte: FMI, EWN II.

**Ripartizione geografica delle attività verso l'estero dell'Italia:
azioni e fondi
(dati CPIS in miliardi di euro a valori correnti)**

Azioni e fondi	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Incidenza media nel periodo
Lussemburgo	100,9	111,0	124,9	136,8	174,1	229,8	235,7	134,7	52,5%
Stati Uniti	43,2	27,5	30,5	25,9	30,9	24,2	17,6	10,0	8,2%
Irlanda	16,1	15,6	19,3	21,4	28,5	30,1	29,5	14,6	7,3%
Francia	18,1	11,4	14,5	15,3	20,9	27,5	26,1	23,8	6,6%
Regno Unito	18,4	12,7	12,3	12,6	16,2	11,8	10,1	4,3	3,9%
Germania	14,7	9,6	9,5	9,6	12,5	14,4	11,7	7,3	3,6%
Olanda	14,7	7,6	9,6	8,6	9,8	9,5	9,4	3,6	2,9%
Giappone	11,7	6,6	7,9	8,7	12,2	8,8	6,2	2,2	2,5%
Isole Cayman	1,1	1,8	4,0	7,5	11,2	13,8	13,1	2,5	2,4%
Svizzera	6,7	8,2	7,3	6,1	6,1	5,4	4,3	3,1	1,9%
Spagna	4,6	3,5	3,4	3,7	3,9	3,7	4,4	2,5	1,2%
Bermuda	0,9	0,9	1,4	2,8	3,6	4,1	3,5	0,6	0,8%
Finlandia	3,5	1,9	1,7	1,5	1,8	1,7	1,3	0,8	0,6%
Austria	0,4	0,5	0,4	0,6	1,2	2,4	2,5	1,5	0,4%
Is. Vergini Britanniche	0,1	0,8	1,2	1,8	1,6	1,7	1,4	0,4	0,4%
Australia	1,4	1,0	1,1	1,1	1,6	1,4	1,1	0,5	0,4%
Belgio	0,7	0,7	0,7	1,3	1,4	1,4	1,3	0,4	0,3%
Svezia	1,3	0,6	1,0	1,0	1,4	1,4	0,9	0,2	0,3%
Corea del Sud	1,5	0,8	1,0	0,9	1,5	1,0	0,8	0,3	0,3%
Brasile	2,1	0,6	1,0	0,9	1,0	0,7	0,4	0,3	0,3%
Hong Kong	1,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,4	0,2%
Canada	1,0	0,4	0,6	0,6	1,0	0,9	0,7	0,4	0,2%
Altri paesi	7,3	11,6	7,9	9,8	9,9	9,6	8,8	5,0	2,8%
Totale	271,7	236,0	262,1	279,1	353,0	406,1	391,6	219,3	100,0%

Fonte: CPIS.

**Ripartizione geografica delle attività verso l'estero dell'Italia:
titoli di debito
(dati CPIS in miliardi di euro a valori correnti)**

Titoli di debito	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Incidenza media nel periodo
Germania	52,9	44,2	66,3	77,5	108,7	92,6	81,7	70,9	18,1%
Stati Uniti	40,7	39,8	47,8	46,7	63,6	54,5	65,4	66,8	13,0%
Francia	31,7	40,1	44,0	48,3	57,9	65,7	65,7	64,4	12,9%
Olanda	45,6	44,0	40,2	41,2	53,5	50,0	44,9	50,2	11,1%
Organismi internazionali	44,7	32,7	30,0	36,0	42,4	43,5	38,9	34,8	9,0%
Regno Unito	19,9	18,7	21,2	24,1	23,0	23,2	26,2	37,2	5,9%
Lussemburgo	19,4	28,9	25,2	21,1	20,9	16,8	18,0	20,8	5,1%
Spagna	8,6	7,7	9,1	11,5	16,6	21,6	20,1	20,9	3,6%
Irlanda	2,5	5,0	7,5	9,5	13,0	18,1	17,9	28,0	3,2%
Grecia	3,1	4,6	8,2	9,7	13,9	12,3	14,6	16,4	2,6%
Isole Cayman	19,1	10,6	11,3	8,2	7,2	6,2	4,7	2,4	1,9%
Austria	3,7	3,6	4,6	5,0	7,3	8,4	8,5	13,8	1,7%
Belgio	5,2	5,9	6,7	6,9	8,2	6,9	7,6	6,5	1,6%
Portogallo	2,9	2,8	4,6	5,4	5,1	5,4	5,3	6,5	1,2%
Jersey	2,8	4,3	4,6	4,3	6,3	5,2	5,5	5,2	1,2%
Argentina	10,3	4,0	3,3	8,3	3,9	3,7	3,3	1,3	1,1%
Svezia	4,0	4,3	4,1	2,9	3,2	2,1	2,3	2,1	0,7%
Brasile	5,5	3,0	3,8	3,0	2,7	2,5	2,3	1,7	0,7%
Antille Olandesi	5,9	5,0	2,9	1,7	1,8	1,3	1,0	1,4	0,6%
Messico	4,5	2,5	1,8	2,0	1,4	2,9	2,4	0,5	0,5%
Finlandia	1,1	1,4	1,5	2,2	2,5	2,2	1,7	1,6	0,4%
Giappone	2,1	1,6	1,4	1,2	1,7	1,8	1,4	1,2	0,4%
Australia	1,3	1,3	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4	1,6	0,3%
Canada	2,1	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	1,0	1,2	0,3%
Danimarca	1,4	1,3	1,1	1,2	1,2	1,0	0,9	0,9	0,3%
Altri paesi	13,7	13,5	10,4	11,2	10,3	9,3	9,6	9,7	2,6%
Totale	354,6	332,4	364,3	391,9	479,5	459,9	452,2	468,0	100,0%

Fonte: CPIS.

Attribuzione dell'under-reporting globale ai principali paesi europei secondo i criteri dell'utilizzo dei dati *mirror* (CPIS) e del PIL ufficiale (miliardi di euro a valori correnti o valori percentuali)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GERMANIA									
1° criterio: utilizzo dati <i>mirror</i> (CPIS)	A) Azioni e fondi	156,1	123,4	124,9	128,6	181,2	149,7	164,2	157,4
	B) Titoli di debito	91,3	95,8	79,6	91,9	88,0	97,9	117,2	145,3
	C) Totale	247,5	219,2	204,6	220,4	269,2	247,6	281,4	302,8
	% su <i>under-reporting</i> globale	9,3%	9,6%	9,1%	8,8%	9,1%	8,3%	8,3%	9,7%
2° criterio: proporzionale alla quota sul PIL mondiale	A) Azioni e fondi	82,8	66,5	79,5	91,0	108,9	116,6	135,2	97,7
	B) Titoli di debito	82,2	79,9	75,2	81,0	83,6	73,0	83,5	104,9
	C) Totale	165,1	146,5	154,7	172,0	192,5	189,5	218,7	202,6
	% su <i>under-reporting</i> globale	6,2%	6,4%	6,9%	6,9%	6,5%	6,3%	6,4%	6,5%
FRANCIA									
1° criterio: utilizzo dati <i>mirror</i> (CPIS)	A) Azioni e fondi	54,2	45,6	59,7	70,4	93,8	119,7	142,7	104,5
	B) Titoli di debito	57,0	61,3	63,8	73,0	66,4	87,8	126,1	162,5
	C) Totale	111,2	106,9	123,5	143,4	160,2	207,5	268,8	267,0
	% su <i>under-reporting</i> globale	4,2%	4,7%	5,5%	5,7%	5,4%	6,9%	7,9%	8,6%
2° criterio: proporzionale alla quota sul PIL mondiale	A) Azioni e fondi	58,7	48,1	58,6	68,2	83,7	90,6	105,4	76,7
	B) Titoli di debito	58,3	57,8	55,4	60,8	64,3	56,7	65,1	82,3
	C) Totale	117,0	105,9	114,1	129,0	148,0	147,3	170,5	159,0
	% su <i>under-reporting</i> globale	4,4%	4,6%	5,1%	5,2%	5,0%	4,9%	5,0%	5,1%
REGNO UNITO									
1° criterio: utilizzo dati <i>mirror</i> (CPIS)	A) Azioni e fondi	104,2	84,8	86,3	112,3	125,4	129,6	144,5	94,5
	B) Titoli di debito	137,0	96,9	87,9	116,3	105,3	129,7	119,4	147,3
	C) Totale	241,2	181,7	174,2	228,6	230,7	259,4	263,9	241,7
	% su <i>under-reporting</i> globale	9,1%	7,9%	7,8%	9,2%	7,8%	8,6%	7,8%	7,8%
2° criterio: proporzionale alla quota sul PIL mondiale	A) Azioni e fondi	64,4	53,1	60,5	72,9	89,0	97,7	114,1	71,7
	B) Titoli di debito	63,9	63,8	57,2	65,0	68,3	61,1	70,4	76,9
	C) Totale	128,3	116,8	117,7	137,9	157,3	158,8	184,5	148,6
	% su <i>under-reporting</i> globale	4,8%	5,1%	5,2%	5,5%	5,3%	5,3%	5,4%	4,8%
SPAGNA									
1° criterio: utilizzo dati <i>mirror</i> (CPIS)	A) Azioni e fondi	12,1	9,9	12,5	17,7	25,8	26,6	27,3	18,6
	B) Titoli di debito	16,3	20,1	23,0	26,7	33,1	25,8	30,5	36,5
	C) Totale	28,4	30,0	35,5	44,4	58,9	52,4	57,7	55,1
	% su <i>under-reporting</i> globale	1,1%	1,3%	1,6%	1,8%	2,0%	1,7%	1,7%	1,8%
2° criterio: proporzionale alla quota sul PIL mondiale	A) Azioni e fondi	26,7	22,6	28,8	34,6	44,1	49,3	58,6	42,9
	B) Titoli di debito	26,5	27,2	27,2	30,8	33,9	30,9	36,2	46,0
	C) Totale	53,2	49,8	56,0	65,4	78,0	80,2	94,7	88,9
	% su <i>under-reporting</i> globale	2,0%	2,2%	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%

Fonte: elaborazioni su dati FMI (CPIS e PNE), EWN II e fonti varie.

**Investimenti in fondi comuni (nazionali ed esteri) di famiglie e imprese non finanziarie
per i principali paesi OCSE
(in percentuale del PIL nazionale)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Diff. ass. 2007 - 2001	Diff. ass. 2008 - 2001
Stati Uniti	41,5%	36,1%	39,7%	41,4%	41,7%	45,3%	48,9%	40,8%	7,4%	-0,7%
Svizzera	37,4%	35,8%	39,0%	43,5%	43,2%	50,6%	53,7%	30,7%	16,2%	-6,7%
Belgio	41,3%	39,6%	41,0%	41,6%	40,9%	45,4%	41,9%	26,5%	0,5%	-14,9%
Francia	28,6%	30,6%	33,1%	31,3%	28,6%	33,0%	32,0%	23,6%	3,4%	-5,1%
Germania	24,4%	26,2%	29,1%	28,2%	26,3%	28,1%	29,0%	21,4%	4,6%	-3,0%
Italia	32,1%	29,5%	29,7%	26,5%	23,1%	22,4%	19,3%	10,3%	-12,8%	-21,8%
Spagna	22,7%	22,5%	25,2%	28,3%	26,0%	27,6%	25,3%	15,2%	2,6%	-7,5%
Austria	21,3%	22,3%	24,0%	24,9%	24,4%	26,2%	24,5%	15,4%	3,2%	-5,9%
Svezia	21,7%	17,6%	20,3%	21,6%	21,6%	25,8%	22,5%	11,4%	0,8%	-10,3%
Portogallo	16,9%	18,5%	20,8%	21,3%	19,3%	22,4%	20,9%	10,1%	4,0%	-6,8%
Grecia	16,3%	16,2%	17,7%	16,4%	11,2%	9,3%	8,2%	2,3%	-8,1%	-14,0%
Finlandia	6,8%	7,5%	9,9%	11,7%	13,4%	18,1%	17,0%	6,9%	10,2%	0,2%
Regno unito	13,6%	11,0%	11,6%	12,3%	10,9%	13,7%	12,0%	4,3%	-1,6%	-9,3%
Giappone	7,4%	7,8%	9,4%	10,2%	11,8%	13,6%	15,4%	13,2%	7,9%	5,7%
Olanda	11,6%	9,3%	9,4%	8,0%	9,2%	11,3%	10,7%	5,8%	-0,8%	-5,8%
Media semplice	21,5%	20,7%	23,6%	24,1%	23,8%	26,8%	26,2%	16,3%	4,7%	-5,2%

Fonte: OCSE (conti finanziari)