



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le nuove statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione verso l'estero dell'Italia: metodologie e risultati

di Rita Cappariello, Giovanni Giuseppe Ortolani e Valeria Pellegrini

Ottobre 2012

Numero

138



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le nuove statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione verso l'estero dell'Italia: metodologie e risultati

di Rita Cappariello, Giovanni Giuseppe Ortolani e Valeria Pellegrini

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.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

LE NUOVE STATISTICHE DI BILANCIA DEI PAGAMENTI E POSIZIONE VERSO L'ESTERO DELL'ITALIA: METODOLOGIE E RISULTATI

di Rita Cappariello*, Giovanni Giuseppe Ortolani** e Valeria Pellegrini*

Sommario

Il lavoro raccoglie i contributi presentati al workshop sulle “Nuove statistiche di Bilancia dei pagamenti e posizione verso l'estero” tenutosi a Roma il 24 gennaio 2012. I lavori presentano in dettaglio la nuova metodologia di rilevazione delle statistiche sull'estero, i risultati del confronto tra i nuovi e i vecchi dati nei periodi di sovrapposizione e l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia a partire dalla metà degli anni novanta, utilizzando le serie storiche ricostruite e le nuove statistiche.

Classificazione JEL: F32, F21, C8.

Parole chiave: bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero, sistema di raccolta e metodologia di stima dei dati.

Indice

1.	Introduzione	5
2.	Il nuovo sistema di compilazione delle statistiche sull'estero: metodologia e principali evidenze	5
2.1	La domanda di statistiche sull'estero	5
2.2	L'evoluzione dei sistemi statistici e il contesto europeo.....	7
2.3	Il nuovo sistema dell'Italia.....	9
2.4	Confronto tra vecchi e nuovi dati: principali evidenze.	13
3.	Ricostruzione e pubblicazione di serie storiche e analisi di coerenza del nuovo quadro	15
3.1	La ricostruzione del conto corrente e del conto capitale.....	17
3.2	La ricostruzione della posizione verso l'estero e del conto finanziario	20
3.3	Valutazione complessiva dei nuovi dati: relazioni tra stock e flussi	22
3.4	Plausibilità di una distorsione nel conto corrente o nella PNE	24
3.5	La sottostima delle attività di portafoglio	26
4.	La bilancia dei pagamenti dell'Italia nel periodo 1995-2011 sulla base dei nuovi dati.....	28
4.1	Gli andamenti del conto corrente e delle sue componenti	28
4.2	La posizione patrimoniale netta dell'Italia per strumento	34
5.	Conclusioni	35
	Riferimenti bibliografici.....	37
	Riferimenti normativi.....	37

* Banca d'Italia, Servizio Statistiche economiche e finanziarie.

** Banca d'Italia, Servizio Rilevazioni ed elaborazioni statistiche.

1 Introduzione¹

La prospettiva della moneta unica, dalla metà degli anni novanta, e il concreto avvio dell'area dell'euro hanno accresciuto l'integrazione finanziaria europea, parallelamente a quella mondiale. La crescente complessità delle transazioni economiche e finanziarie *cross-border*, il moltiplicarsi degli agenti economici coinvolti e l'incremento del volume degli scambi hanno reso necessari cambiamenti radicali nelle strategie di raccolta dei dati per la bilancia dei pagamenti (BP) e la posizione patrimoniale verso l'estero (PPE). I sistemi di raccolta basati sulle informazioni legate ai regolamenti con l'estero (causale di pagamento, paese di controparte, ecc.), segnalate per finalità statistiche dal sistema bancario, sono stati progressivamente abbandonati. Le nuove metodologie prevedono un ampio ricorso a rilevazioni dirette presso i soggetti, in particolare le imprese, che effettuano le operazioni con l'estero.

Questo lavoro illustra la transizione, attuata negli anni 2007-2011, verso un nuovo sistema di raccolta dei dati e di compilazione delle statistiche di BP e PPE dell'Italia. In particolare, dopo una illustrazione delle modalità con cui il cambio di metodologia è stato realizzato e delle principali evidenze emerse con l'introduzione del nuovo sistema statistico, si descrive il processo di ricostruzione delle serie storiche coerenti con i nuovi risultati e si svolge un'analisi del quadro economico emergente dalle nuove statistiche.

2 Il nuovo sistema di compilazione delle statistiche sull'estero: metodologia e principali evidenze

Il presente paragrafo illustra il contesto, mondiale ed europeo, in cui il cambiamento del sistema di produzione delle statistiche sull'estero si è inserito, le motivazioni del progetto, le fasi del processo di transizione e le caratteristiche della nuova metodologia di rilevazione e, infine, le principali evidenze risultanti dal confronto tra i nuovi e i vecchi dati.

2.1 La domanda di statistiche sull'estero

Nel corso degli ultimi due decenni la domanda di statistiche sui rapporti economici e finanziari dei paesi con il resto del mondo è significativamente cresciuta. Ci si riferisce in primo luogo alle aumentate esigenze informative riguardo alla BP e alla PPE, gli schemi macroeconomici classici, a cui nel seguito si farà riferimento con il termine "statistiche sull'estero". Tuttavia, il fenomeno si riscontra anche per statistiche affini, più "specializzate", sulle relazioni *cross-border*, come le statistiche sul commercio estero e le *foreign affiliate statistics* (FATS).

Questa crescente domanda origina da diversi fattori. L'aumentata interconnessione tra le economie, che si è verificata in particolare dalla fine degli anni novanta con

¹ Si ringraziano il prof. Giorgio Barba Navaretti dell'Università di Milano e il dottor Roberto Monducci dell'Istat, discussants dei risultati presentati durante il workshop per gli interessanti spunti di riflessione forniti. I paragrafi sono stati materialmente redatti da: Giovanni Giuseppe Ortolani (paragrafi 1 e 2), Valeria Pellegrini (paragrafi 3 e 5) e Rita Cappariello (paragrafo 4). Claudia Borghese ha fornito supporto editoriale. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

l'emergere della globalizzazione, ha avuto come riflesso statistico un tendenziale incremento del peso del "comparto estero" negli aggregati macroeconomici.

In particolare, a livello globale si è osservata una rilevante espansione degli sbilanci nei conti correnti delle bilance dei pagamenti, in uno schema che ha visto i paesi emergenti accrescere progressivamente il proprio surplus e, simmetricamente, gli Stati Uniti espandere il proprio disavanzo. Le esigenze conoscitive sul comparto estero sono quindi diventate più marcate, anche in virtù della maggiore consapevolezza tra gli analisti dell'importante ruolo degli *imbalances* nella determinazione delle crisi degli ultimi anni.

L'esigenza di un migliore supporto informativo scaturisce, inoltre, dalla sempre maggiore complessità delle transazioni economiche e finanziarie *cross-border*, che ha fatto seguito alla *deregulation* inaugurata alla fine degli anni ottanta. Gli schemi di regolamento semplici del passato, sostanzialmente limitati ai trasferimenti bancari su base lorda, sono divenuti più complicati, con l'adozione di sistemi di pagamento multilaterali e schemi di *clearing*. A ciò si sono aggiunti gli effetti dell'innovazione finanziaria, che ha fortemente ampliato la gamma dei prodotti scambiati sui mercati.

La crescita della domanda statistica è stata accompagnata da una maggiore sensibilità per la qualità intrinseca dei dati, in termini di accuratezza, livello di dettaglio e tempestività. Gli organismi internazionali e le istituzioni nazionali, nella maggior parte dei casi banche centrali, responsabili della produzione di tali statistiche, hanno in buona misura corrisposto a tali esigenze, attivando rilevanti investimenti. Il presidio della qualità è oggi molto più intenso, le statistiche sui fenomeni sono ampiamente disaggregate e sono diffuse con frequenza e tempestività sopra la media delle statistiche macroeconomiche.

Nel contesto descritto, le statistiche sull'estero hanno acquisito lo status di informazioni essenziali per il perseguimento di fini istituzionali, in un quadro di regole formalizzato, da parte di organismi internazionali e governi nazionali.

In primo luogo, le statistiche di BP e PPE, pur continuando a caratterizzarsi come un dominio autonomo, con propri standard e sistemi di *governance*, si integrano completamente nel più ampio sistema dei conti nazionali, per il quale rappresentano un'essenziale fonte. Di seguito si richiamano molto sinteticamente gli ulteriori principali ambiti di utilizzo:

- la BP è uno dei principali supporti analitici alla conduzione della politica monetaria, attraverso l'analisi del canale "estero" di formazione della base monetaria;
- le statistiche sull'estero restano una base conoscitiva essenziale ai fini dell'interpretazione degli andamenti dei tassi di cambio e vi si ricorre sempre più frequentemente per analisi sulla vulnerabilità delle economie rispetto agli shock esterni; si ricordano, a questo riguardo, i nuovi fabbisogni dell'*European Systemic Risk Board* per la supervisione macro prudenziale del sistema finanziario² e, a

² Cfr. Vítor Constâncio, "The establishment of the European Systemic Risk Board: challenges and opportunities", Introductory remarks of the Vice-President of the ECB at the Eurofi

livello globale, l'iniziativa *G20/Financial Stability Board* per superare i *gap* informativi emersi a seguito delle crisi³;

- si diffondono gli studi sul commercio estero di beni e servizi, ad esempio finalizzati al monitoraggio della penetrazione delle imprese nei mercati esteri, così come cresce l'interesse per le statistiche sugli investimenti diretti esteri, per l'analisi delle strutture di proprietà e controllo nel settore *corporate*.

Gli utilizzi istituzionali dei dati di BP e PPE hanno assunto maggiore rilevanza a seguito delle recenti crisi economico-finanziarie, che, in generale, hanno accentuato l'attenzione dei *policy maker* all'andamento degli indicatori macroeconomici. Nell'ambito della *Macroeconomic Imbalance Procedure*, ad esempio, alcuni aggregati tratti dalle statistiche sull'estero sono stati inclusi nell'insieme (*scoreboard*) di dieci indicatori considerati ai fini del monitoraggio degli sviluppi economico-finanziari all'interno dell'Unione Europea⁴. L'inclusione di indicatori di BP e PPE nello *scoreboard* testimonia un ritorno di interesse delle istituzioni europee per le statistiche sull'estero nazionali, cioè riferite ai singoli paesi, invertendo una tendenza in atto precedentemente che privilegiava invece gli aggregati riferiti all'intera area dell'euro o all'UE nel suo complesso.

2.2 L'evoluzione dei sistemi statistici e il contesto europeo

Negli anni novanta i compilatori europei delle statistiche sull'estero hanno iniziato a riconsiderare le metodologie di raccolta dei dati sino ad allora utilizzate. Il fattore di cambiamento principale può essere identificato nella citata tendenza globale verso la *deregulation* finanziaria. Particolarmente rilevante è stata la rimozione dei controlli amministrativi sugli scambi con l'estero, che ha consentito agli agenti economici di regolare le transazioni *cross-border* senza il tramite del canale bancario residente. Questa evoluzione ha anche implicato una maggiore complicazione degli schemi di regolamento, con la diffusione del ricorso a pratiche di *clearing* e *netting*, in special modo da parte delle imprese multinazionali, finalizzate alla riduzione dei costi di transazione.

I tradizionali e relativamente semplici sistemi per la produzione della BP, basati sulla segnalazione alle autorità statistiche dei regolamenti con l'estero effettuati dalle banche per conto della clientela sono divenuti obsoleti. Nella gran parte dei paesi europei si sono diffusi approcci metodologici più sofisticati, con il ricorso a indagini "dirette" (c.d. *direct reporting*) su base campionaria, aventi come *target* le controparti effettive delle transazioni, cioè, in prevalenza, le imprese.

Altri fattori hanno rafforzato la spinta verso la modernizzazione dei sistemi di produzione statistica: tra gli altri, il processo di integrazione europea che ha

Financial Forum 2010, plenary Session on "Implementing the de Larosière Agenda", 2010. http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100929_1.en.html

³ Cfr. International Monetary Fund, Financial Stability Board, "*The Financial Crisis and Information Gaps*", Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2009. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>

⁴ La *Macroeconomic Imbalance Procedure* è basata su due norme europee. La prima - Regolamento (UE) No 1176/2011 - stabilisce i dettagli della nuova procedura di sorveglianza e si applica a tutti i 27 paesi membri. La seconda - Regolamento (UE) No 1174/2011 - riguarda l'*enforcement*, tra cui aspetti sanzionatori, e si applica ai soli paesi dell'area euro.

progressivamente condotto a una maggiore attenzione degli utenti alla qualità delle statistiche sull'estero e la globalizzazione, che ha originato una domanda di informazioni accurate, tempestive e, soprattutto, comparabili tra i diversi paesi.

Ulteriori sfide per i compilatori delle statistiche sono derivate dall'accresciuta sensibilità verso il contenimento dell'onere segnaletico (*reporting burden*) gravante sui segnalanti (banche, imprese e famiglie), e, quindi, dalla maggiore attenzione all'efficienza dei sistemi di raccolta delle informazioni.

Parallelamente, soprattutto in Europa, alla già richiamata istituzionalizzazione degli utilizzi delle statistiche sull'estero ha corrisposto una crescente standardizzazione e formalizzazione della produzione statistica. La *governance* delle statistiche europee si fonda sulla cooperazione tra lo *European Statistical System* (ESS), composto dalla Commissione Europea (Eurostat) e dagli istituti nazionali di statistica, e lo *European System of Central Banks* (ESCB), comprendente la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali⁵. L'ambito della cooperazione tra i due sistemi è molto ampio, in virtù della stretta interdipendenza tra le statistiche finanziarie e di bilancia dei pagamenti, principalmente prodotte dall'ESCB, e i rimanenti domini statistici macroeconomici, principalmente di competenza dell'ESS.

I paesi membri sono chiamati a fornire alle istituzioni europee i propri “contributi nazionali” necessari alla costruzione degli aggregati statistici riferiti all'intera regione. Nel caso delle statistiche sull'estero, la BCE compila la BP e la PPE dell'area dell'euro, mentre Eurostat produce le statistiche aggregate dell'Unione Europea, pur se limitatamente al conto corrente e agli investimenti diretti⁶.

Sebbene la responsabilità della produzione della BP e della PPE ricada in prevalenza sulle banche centrali, gli istituti centrali di statistica contribuiscono fornendo informazioni di base, principalmente sul conto corrente e il conto capitale, tipicamente scambi internazionali di merci e trasferimenti governativi.

Anche in Italia le leggi nazionali assegnano alla banca centrale la responsabilità della produzione, cioè della raccolta, della compilazione e della diffusione, delle statistiche sull'estero⁷. L'impegno della Banca d'Italia a questo riguardo è coerente con le sue altre competenze in materia di statistiche economiche, monetarie, creditizie e finanziarie, in analogia con quanto avviene in altri paesi.

⁵ Il *framework* di riferimento per la cooperazione europea in ambito statistico origina dal Trattato che istituisce la Comunità Europea - art. 285 e “Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea” (art. 5) - il Regolamento (CE) No 223/2009 sulle statistiche europee e il Regolamento (CE) No 2533/1998, emendato dal Regolamento (CE) No 951/2009, sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE.

⁶ Sul piano concettuale non può esistere una BP “completa” dell'UE, in quanto quest'ultima non costituisce un'unione monetaria e pertanto non se ne può definire il “conto finanziario”.

⁷ Cfr. D. Lgs. 195/2008, art. 11. Specifiche norme europee, a loro volta, impongono l'obbligo di fornitura da parte dei paesi membri alla BCE e alla Commissione dei “contributi nazionali” di BP e PPE (v. Indirizzo BCE/2011/23; Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio (CE) No 184/2005 sulle statistiche di bilancia dei pagamenti, scambi internazionali di servizi e investimenti diretti esteri, emendato dal Regolamento della Commissione (UE) No 555/2012).

2.3 Il nuovo sistema dell'Italia

In risposta al mutamento del contesto in precedenza delineato, nel 2007 la Banca d'Italia ha avviato un progetto di radicale rinnovamento del proprio sistema di produzione delle statistiche sull'estero⁸. L'iniziativa, che è stata realizzata nell'arco di un quinquennio, ha richiesto significativi investimenti, sia per la Banca che per la platea dei segnalanti.

Nelle fasi iniziali del progetto è stata condotta una ricognizione delle *best practices* internazionali, attraverso contatti con i compilatori degli altri paesi europei che già avevano completato la transizione verso nuovi approcci. In seguito è stata adattata la cornice legale a supporto delle nuove modalità di raccolta, maggiormente orientate verso le imprese non finanziarie, prevedendo un regime di obbligatorietà per la fornitura delle segnalazioni statistiche e, quindi, sanzioni amministrative in caso di inadempienza. Si è tuttavia anche prestata particolare attenzione affinché fosse incoraggiato, con modalità non coercitive, un atteggiamento cooperativo da parte dei segnalanti. A questo fine nelle fasi di avvio del progetto è stato organizzato un apposito “*road show*”, in collaborazione con Confindustria, allo scopo di illustrare alle imprese segnalanti gli scopi e le principali caratteristiche del nuovo sistema di raccolta dei dati. Inoltre, sono state attivate specifiche strutture di *help desk* e strumenti informatici per la compilazione guidata delle informazioni e la trasmissione delle stesse tramite la rete Internet.

La pianificazione ha previsto una fase di parallelo tra il nuovo e il vecchio sistema della durata di circa due anni e mezzo. Il parallelo ha consentito il *fine tuning* del nuovo impianto e ha offerto una base empirica utile nella fase di ricostruzione delle serie storiche. Il vecchio sistema di raccolta è stato completamente dismesso nella seconda metà del 2010 e, come illustrato in dettaglio nel paragrafo successivo, la revisione delle serie storiche di lungo periodo è stata completata nell'ottobre del 2011.

Il nuovo sistema segue un “approccio matriciale”, identificando la fonte informativa più appropriata in relazione a ciascuna sezione della BP e della PPE e a ciascun settore residente coinvolto nelle transazioni con l'estero. Una versione semplificata della matrice delle fonti della BP è mostrata nella Tav. 2.1, che riporta per riga le sezioni della BP e per colonna i settori residenti; ciascuna cella indica la fonte di dati utilizzata per ciascuna combinazione sezione /settore.

Le principali fonti componenti il nuovo sistema sono:

- il *direct reporting* delle imprese non finanziarie e assicurative (*DR*). Si tratta di un insieme di cinque rilevazioni campionarie – a frequenza mensile o annuale (la frequenza trimestrale che integrava nella prima fase le informazioni mensili è stata poi eliminata) – su un totale di circa 6.500 imprese, principalmente grandi e medie. La selezione campionaria si basa su uno specifico “registro delle imprese” e su informazioni di fonte bancaria sugli importi complessivamente regolati con l'estero da ciascuna impresa residente. Il *DR* è utilizzato principalmente per compilare le voci “altri servizi”, investimenti diretti e “altri investimenti”;

⁸ L'iniziativa era stata lanciata congiuntamente all'Ufficio italiano dei cambi, ente confluito nella Banca d'Italia all'inizio del 2008.

- le segnalazioni delle banche sui *titoli detenuti in custodia*. Le informazioni sono raccolte su base censuaria, con dettaglio al livello del singolo titolo (c.d. *security-by-security*). La rilevazione è inserita nel sistema integrato di raccolta a fini statistici e di supervisione dal settore bancario (c.d. “matrice dei conti”, *MC*). Le informazioni sono incrociate sia con alcune anagrafi dei titoli interne che con il *Centralised Security Data Base* sviluppato in ambito ESCB (*DBTIT*). L’uso combinato delle informazioni *MC* e *DBTIT*, inaugurato nel novembre del 2009 per adempiere a specifiche previsioni normative della BCE⁹, ha rappresentato un passaggio intermedio nella transizione al nuovo sistema¹⁰. Come illustrato oltre, tale innovazione ha prodotto significativi effetti sulle “misure” degli investimenti di portafoglio nella *PPE*. Queste fonti sono principalmente utilizzate per gli investimenti di portafoglio e i redditi da investimenti;
- le segnalazioni delle *banche e degli altri intermediari finanziari sulle proprie transazioni e posizioni*. Anche in questo caso la rilevazione è inclusa nel sistema integrato di raccolta dei dati a fini statistici e di vigilanza (*MC* and *AIF*). Le fonti sono utilizzate principalmente per gli “altri servizi” (soprattutto “servizi finanziari”), redditi da investimenti e il conto finanziario in generale;
- *indagini campionarie specializzate*, avviate nella seconda metà degli anni novanta, sul turismo (*INDTUR*) e sui trasporti internazionali (*INDTRA*). La prima indagine, di dimensioni particolarmente rilevanti, è basata su circa 100.000 interviste *face-to-face* di viaggiatori; le informazioni analitiche così raccolte sono anche un patrimonio importante per i ricercatori, l’industria e i *policy makers* di settore. La seconda rilevazione ha per oggetto un campione di operatori specializzati nel settore del trasporto di merci e raccoglie informazioni sui costi medi unitari e sulle quote di mercato dei vettori residenti;
- *fonti amministrative (FA)* riguardo alle transazioni internazionali e alle posizioni finanziarie *cross-border* delle famiglie. Le fonti più rilevanti sono i dati forniti dall’Agenzia delle entrate (dichiarazioni dei redditi e *monitoraggio fiscale*, in forma aggregata). La fonte è utilizzata principalmente per il conto finanziario e gli “altri servizi”.

La matrice mostra graficamente come il sistema integri numerose fonti eterogenee. Ciascuna fonte è stata individuata attraverso un’accurata analisi costi-benefici, sfruttando al massimo grado possibile le fonti di dati già esistenti.

⁹ Cfr. Indirizzo BCE/2004/15, emendato dall’Indirizzo BCE/2007/3.

¹⁰ Cfr. par. 3.

Tavola 2.1: Bilancia dei pagamenti dell'Italia: matrice delle fonti (rappresentazione semplificata)

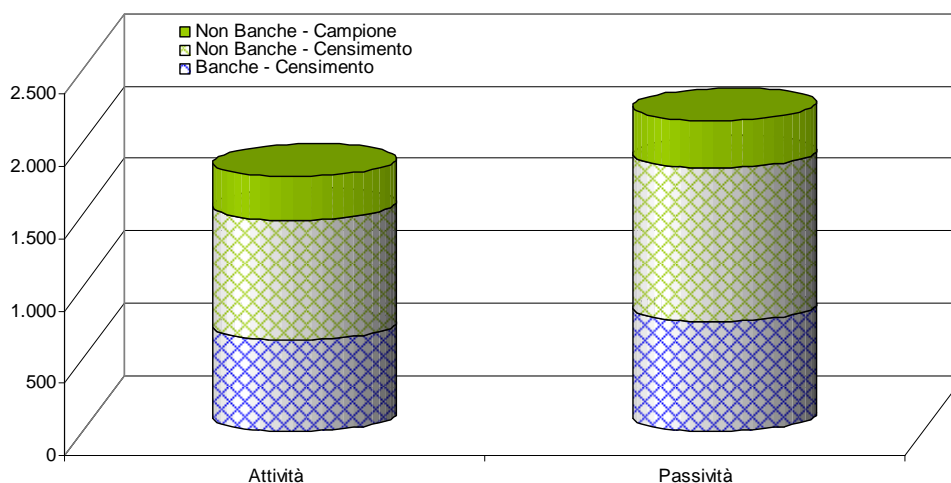
		SETTORE RESIDENTE coinvolto nella transazione con l'estero					
		Pubblica Amministrazione centrale	Autorità monetarie	Banche	Imprese non finanziarie e assicurative	Altri intermediari finanziari	Famiglie
Conto Corrente e Conto capitale	Merci	COE + INDTRA	COE + INDTRA	COE + INDTRA	COE + INDTRA	COE + INDTRA	COE + INDTRA
	Servizi: Viaggi e Trasporti - passeggeri	INDTUR	INDTUR	INDTUR	INDTUR	INDTUR	INDTUR
	Servizi: Trasporti - merci	INDTRA	INDTRA	INDTRA	INDTRA	INDTRA	FA + ST
	Servizi: Altri servizi	BdI	BdI	MC	DR	AIF	FA + ST
	Redditi da lavoro, conto corrente e conto capitale	BdI	BdI	MC	DR	AIF	FA + ST
	Redditi da investimenti	MC+ST+BdI	BdI	MC	DR	AIF + ST	FA + ST
Conto finanziario	Investimenti diretti	FA		MC	DR	AIF	FA
	Investimenti di portafoglio	MC+DR+DBTIT	BdI	MC+DR+DBTIT	MC+DR+DBTIT	MC+DBTIT+AIF	MC+DBTIT+FA
	Derivati	BdI	BdI	MC	DR	AIF	FA
	Altri investimenti	BdI	BdI	MC	DR	AIF	FA

LEGENDA

AIF = Segnalazioni degli intermediari finanziari non bancari per scopi statistici e di vigilanza
 BdI = Fonti interne della Banca d'Italia
 COE = Statistiche sul commercio con l'estero (Istat)
 DBTIT = Data base titoli (della Banca d'Italia e *Centralised Security Database* del SEBC)
 DR = Direct reporting
 FA = Fonti amministrative
 INDTRA = Indagine campionaria della Banca d'Italia sugli operatori del trasporto merci
 INDTUR = Indagine campionaria della Banca d'Italia sul turismo internazionale
 MC = Segnalazioni delle banche per scopi statistici e di vigilanza ("Matrice dei conti")
 ST = Stime

Va rilevato che l'incidenza delle indagini campionarie nella determinazione delle stime degli aggregati finali, pur significativa per alcuni comparti (ad es. per le voci della bilancia dei pagamenti relative al turismo internazionale e agli "altri servizi", per i quali rappresentano la fonte esclusiva o largamente prevalente) è nel complesso non preponderante. La Fig. 2.1 rappresenta il contributo delle fonti campionarie e censuarie, bancarie e non bancarie, rispetto agli aggregati della posizione patrimoniale verso l'estero a fine 2009. Come si evince dal grafico, in termini dimensionali il maggiore apporto deriva ancora dalle fonti censuarie, in particolare dalle segnalazioni delle banche sulle operazioni condotte in proprio e sui titoli in custodia per conto della clientela. Le fonti campionarie contribuiscono solo per il 17% e al 15%, rispettivamente, delle attività e delle passività verso l'estero; ciò consente di limitare l'incidenza dell'errore campionario sulle stime finali delle attività e delle passività al di sotto dell'1,5%.

Figura 2.1: Incidenza delle indagini campionarie e delle rilevazioni censuarie nella determinazione della posizione patrimoniale verso l'estero (*). Fine 2009 (miliardi di euro)



(*) L'indicazione "banche" e "non banche" si riferisce al settore del soggetto residente detentore delle attività/passività (non necessariamente coincidente con il settore del segnalante).

Il nuovo sistema, rispetto al precedente basato sui regolamenti, ha significativamente innalzato la qualità dell'output. Il sistema di raccolta *security-by-security* ha consentito di migliorare l'accuratezza delle statistiche sugli investimenti di portafoglio, la principale voce della bilancia dei pagamenti in termini di volumi lordi. L'accresciuta qualità delle informazioni su questo comparto deriva anche dal passaggio alla rilevazione diretta dei valori di consistenza, in luogo del calcolo di questi ultimi sulla base del cumulo dei flussi e di una stima degli aggiustamenti di valutazione come in passato.

Il ricorso al *direct reporting* ha contribuito a rendere più affidabili le statistiche su commercio internazionale di servizi, investimenti diretti e altri investimenti, riducendo le "asimmetrie bilaterali" di misurazione con i paesi partner. Si è inoltre incrementato il grado di adesione agli standard internazionali, con ricadute positive anche sulla coerenza

con le statistiche di contabilità nazionale.

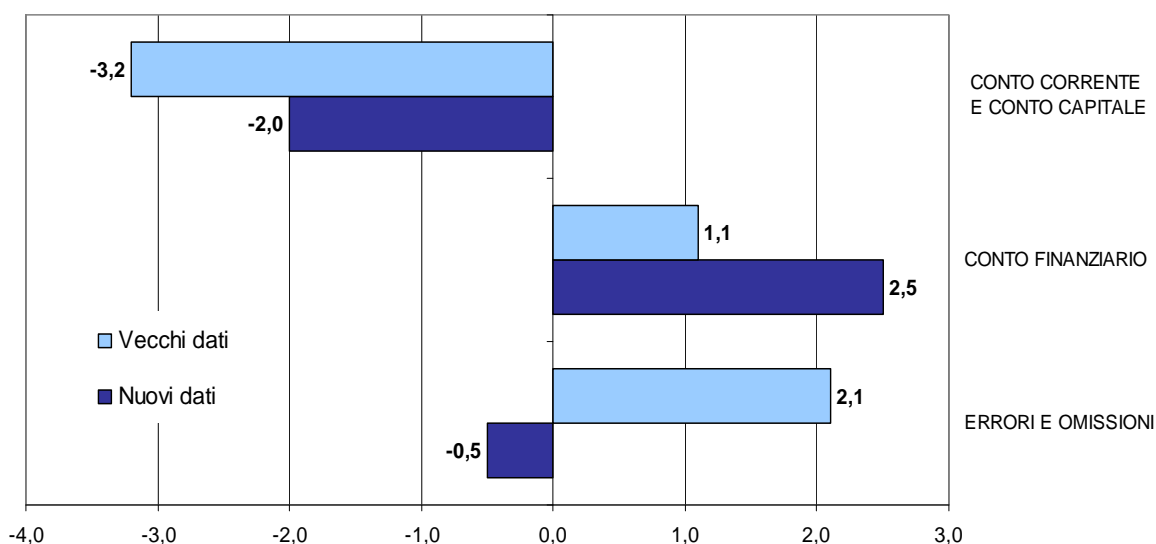
In conclusione, il nuovo sistema ha consentito di raggiungere un più ottimale compromesso qualità-costi, grazie alla riduzione delle ridondanze informative e all'identificazione di un'appropriata combinazione di indagini censuarie e campionarie, preservando la coerenza dell'impianto statistico complessivo.

2.4 Confronto tra vecchi e nuovi dati: principali evidenze.

In questo paragrafo si presenta una sintesi dei principali cambiamenti strutturali originati dal cambio di metodologia, rinviando al seguito del documento per una trattazione più approfondita delle differenze tra i risultati prodotti con il nuovo sistema rispetto al precedente. Si analizzano le informazioni sul 2009, cioè il più recente periodo per il quale si dispone di dati prodotti con entrambe i metodi. In ogni caso, le tendenze illustrate sono in larga parte confermate per l'intero periodo di "parallelo" tra il vecchio e il nuovo sistema (2008 - giugno 2010).

La prima importante evidenza è che, i nuovi valori mostrano un saldo negativo della "componente reale" della **bilancia dei pagamenti** (il conto corrente e il conto capitale) pari al 2% del PIL, quindi significativamente migliore, di poco più di un punto percentuale, rispetto alle vecchie serie (Fig. 2.2). A fronte di un saldo del conto finanziario più positivo di 1,4 punti di PIL, gli errori e omissioni (-0,5% rispetto al PIL) sono più contenuti rispetto alle precedenti stime; tuttavia, la riduzione della discrepanza statistica osservata nei periodi recenti non è confermata nelle serie storiche ricostruite sul lungo periodo.

Figura 2.2: Confronto tra i risultati del vecchio e del nuovo sistema. Bilancia dei pagamenti dell'anno 2009 - principali aggregati
(saldi in percentuale del PIL)

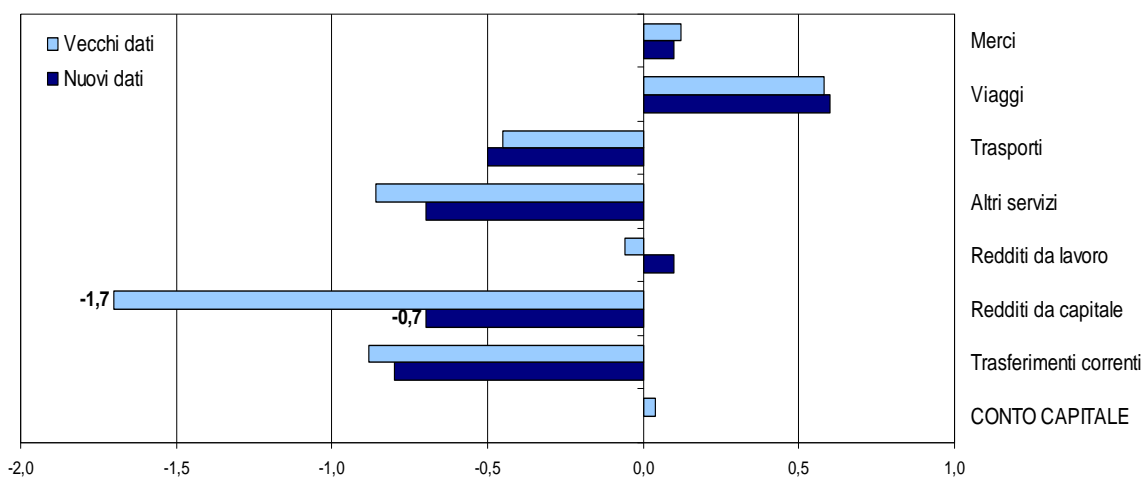


Il saldo meno negativo del conto corrente e del conto capitale origina in larga misura da una riduzione, di un punto di PIL, del deficit dei redditi da capitale (Fig. 2.3). Le altre

poste non sono state oggetto di revisione metodologica (viaggi, trasporti), hanno risentito in misura contenuta solo di revisioni “ordinarie” dei dati (merci), oppure, anche in presenza di un cambiamento di fonti, non sono variate in modo marcato nei valori aggregati (altri servizi, trasferimenti correnti, conto capitale).

Il comparto dei redditi da capitale ha invece subito una radicale rivisitazione, in particolare con la rilevazione di dati puntuali “titolo-per-titolo” e l’affinamento della misura dei redditi reinvestiti connessi agli investimenti diretti. I nuovi valori dei redditi sono molto più coerenti con gli stock finanziari da cui derivano, dando luogo a rendimenti impliciti delle attività e delle passività verso l’estero più plausibili.

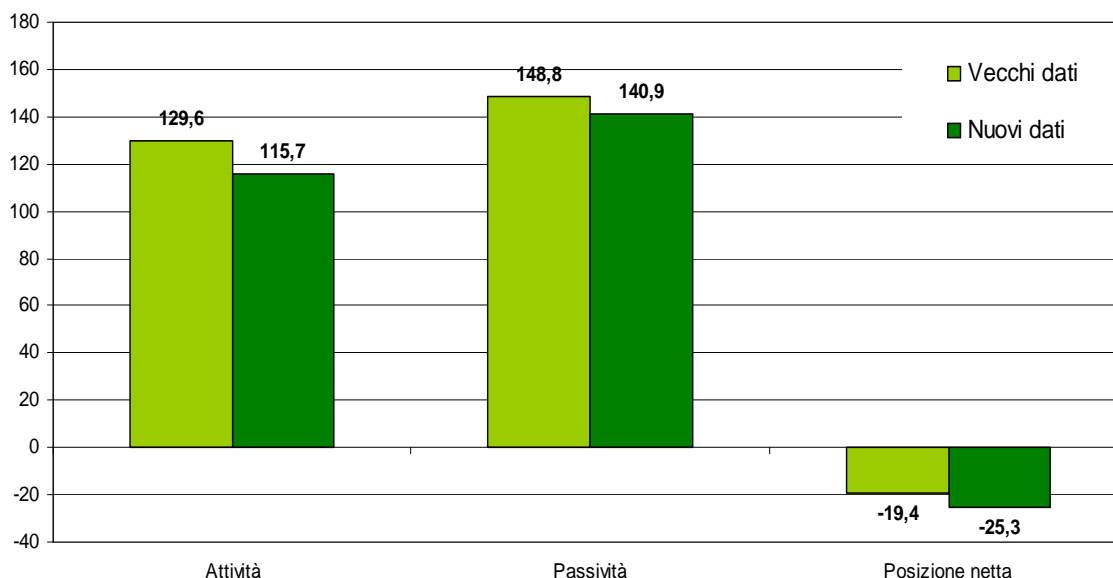
Figura 2.3: Confronto tra i risultati del vecchio e del nuovo sistema. Bilancia dei pagamenti dell’anno 2009 - dettaglio conto corrente e conto capitale (saldi in percentuale del PIL)



La nuova **posizione patrimoniale verso l’estero** a fine 2009, sempre rispetto alle precedenti misure, evidenzia una riduzione sia delle attività che delle passività verso l’estero (Fig. 2.4), dovuta in particolare a una diminuzione dei crediti e dei debiti finanziari dei settori non bancari privati, come si vedrà in seguito soprattutto delle imprese non finanziarie. La contrazione dell’attivo (circa 14% del PIL) è stata più marcata di quella del passivo (circa 8%), per cui la posizione netta verso l’estero, che si attesta a -25,3%, è più negativa per circa 6 punti di PIL.

Dal sintetico quadro delle differenze tra i risultati del nuovo sistema rispetto alla precedente metodologia emergono tendenze in contrasto per la bilancia dei pagamenti e la posizione verso l’estero. Infatti, a un miglioramento del saldo delle partite correnti, *ceteris paribus*, dovrebbe associarsi una posizione netta sull’estero più positiva, contrariamente a quanto sopra evidenziato. L’analisi di tale apparente discrasia è presentata nei paragrafi seguenti.

Figura 2.4: Confronto tra i risultati del vecchio e del nuovo sistema. Posizione patrimoniale verso l'estero - principali aggregati. Fine 2009
(consistenze in percentuale del PIL)



3 Ricostruzione e pubblicazione di serie storiche e analisi di coerenza del nuovo quadro

In questo paragrafo vengono illustrati i criteri applicati nella ricostruzione delle serie storiche e si analizzano i principali cambiamenti rispetto al quadro delineato dal vecchio sistema. Si effettua inoltre una valutazione complessiva del grado di qualità e coerenza delle statistiche prodotte con la nuova metodologia, soffermandosi sulle possibili cause delle tendenze contrastanti osservate nelle revisioni delle voci di bilancia dei pagamenti da un lato e della posizione verso l'estero dall'altro.

L'introduzione del nuovo sistema di raccolta e compilazione delle statistiche verso l'estero, l'analisi qualitativa e la pubblicazione dei nuovi dati, e infine il raccordo delle nuove serie storiche con quelle in precedenza disponibili hanno richiesto un lavoro segnato da quattro tappe fondamentali:

1. **nel novembre del 2009** sono stati pubblicati i nuovi flussi e le nuove consistenze degli **investimenti di portafoglio** (a partire dai valori di fine 2008). Queste statistiche, come detto, hanno subito profonde revisioni a seguito dell'introduzione della nuova metodologia raccomandata dalla Banca Centrale Europea. I nuovi dati riferiti alla fine dell'anno 2008 hanno mostrato un'emersione di passività per circa 157 miliardi di euro, concentrata in particolare nei titoli azionari detenuti da non residenti. L'aumento delle passività è stato solo in minima parte controbilanciato dalla crescita delle attività per circa 17 miliardi di euro. Non è stato quindi necessario ricostruire le serie storiche delle attività di portafoglio a fronte di una revisione di entità paragonabile a quelle consuete apportate ai dati su

base annuale. È stata quindi effettuata una prima provvisoria ricostruzione delle consistenze delle passività di portafoglio solo fino all'anno 1997, decumulando i saldi dei flussi finanziari dagli stock di fine 2008 rilevati dal nuovo sistema e rivedendo gli aggiustamenti per la variazione dei cambi e dei prezzi;

2. **nel gennaio del 2011**, sono stati diffusi i **dati della bilancia dei pagamenti per il periodo 2008-2010, interamente rilevati e costruiti con il nuovo sistema**. Come accennato, la coesistenza per un periodo di circa due anni di vecchio e nuovo sistema ha consentito di effettuare comparazioni e accurati controlli di qualità sugli aggregati. Il confronto ha evidenziato per il biennio 2008-09 un miglioramento nel saldo del conto corrente, complessivamente pari a circa 26 miliardi di euro;
3. **nel maggio del 2011** è stata pubblicata la posizione patrimoniale verso l'estero con le componenti investimenti diretti, derivati e altri investimenti compilate secondo il nuovo sistema a partire dai valori di fine dicembre 2007 (Tav. 3.1). La posizione verso l'estero rivista ha registrato un ulteriore forte ampliamento del saldo debitorio (peggiore di circa 107 miliardi di euro a fine 2010), concentrato nella componente degli altri investimenti;
4. **nell'ottobre del 2011** sono state pubblicate le serie storiche di tutti i flussi rivisti per gli anni precedenti il 2008 e delle consistenze per i periodi precedenti dicembre 2007, raccordate a quelle nuove e calcolate sulla base delle informazioni contenute nelle vecchie rilevazioni. Si è così concluso il globale processo di revisione della bilancia dei pagamenti e della posizione verso l'estero.

Tavola 3.1: Posizione patrimoniale sull'estero
(in percentuale del PIL)

Anno	Dati pubblicati in precedenza	Dati nuovo sistema (Relazione annuale sul 2010)
2007	-21,5	-24,6
2008	-21,5	-24,2
2009	-19,4	-25,3
2010	-17,1	-24,3

Per la bilancia dei pagamenti la ricostruzione ha interessato quasi tutte le voci, salvo le merci, il turismo e i trasporti, con effetti maggiori sul conto finanziario. Per la posizione patrimoniale la ricostruzione ha modificato pressoché tutte le componenti rispetto a quanto precedentemente pubblicato. Le nuove serie (Tav. 3.2), analogamente a quanto avvenuto per gli anni i cui dati sono rilevati direttamente con il nuovo sistema, mostrano un

miglioramento del saldo del conto corrente (circa 80 miliardi in termini cumulati tra il 1991 e il 2007), principalmente dovuto ai redditi da capitale. L'ampliamento della posizione patrimoniale debitoria, che nel nuovo sistema viene rilevata direttamente e quindi rappresenta un vincolo per i flussi pregressi del conto finanziario, ha indotto a rivedere al rialzo per il passato gli afflussi di capitali. Le tendenze contrastanti delle revisioni sul conto corrente e sulle poste finanziarie, emerse anche nei nuovi dati già pubblicati, si sono riflesse nel periodo 1997-2007 in un aumento pari a circa 140 miliardi cumulati degli errori e omissioni negativi. Le serie storiche per il conto corrente e il conto capitale sono state ricostruite dal periodo 1991-2007 assicurando la continuità con i valori assunti dalle stesse serie negli anni 1970-90; inoltre la revisione delle serie ha consentito il superamento delle differenze rispetto al conto del resto del mondo dei conti nazionali. Il conto finanziario, la posizione verso l'estero e coerentemente la componente resto del mondo dei conti finanziari sono stati ricostruiti a partire dal 1997.

3.1 La ricostruzione del conto corrente e del conto capitale

Per gli "**altri servizi**" (diversi da viaggi e trasporti internazionali) il nuovo totale dei crediti e dei debiti è risultato pienamente coerente con il passato, tuttavia l'articolazione per tipologia di servizio e la ripartizione geografica hanno presentato forti discontinuità. Sono state ridimensionate le voci residuali in favore delle voci più specifiche (in particolare servizi assicurativi, finanziari e informatici). Inoltre il nuovo sistema, diversamente dal passato, ha consentito una corretta ripartizione dei lavori di costruzione tra la voce *servizi di costruzione* e la voce *investimenti diretti* (allocando gli importi in quest'ultima quando l'opera di costruzione si protrae per oltre un anno), coerente con la classificazione prevista dal quinto manuale della bilancia dei pagamenti e da quella adottata nella contabilità nazionale, comportando una diminuzione nella voce servizi di costruzione. Col nuovo sistema si è realizzata la riallocazione geografica dei flussi dai paesi di regolamento dei pagamenti bancari ai paesi controparte delle transazioni, che si è principalmente riflessa in una revisione al ribasso della controparte Regno Unito a favore di paesi dell'area dell'euro.

Le serie storiche articolate per tipologia di servizio e dettaglio geografico del paese della controparte sono state ricostruite all'indietro fino al 2005. I criteri adottati si sono basati sulla sostanziale coerenza dei crediti e dei debiti complessivi tra vecchio e nuovo sistema. I valori dei tre anni oggetto di ricostruzione dettagliata sono stati stimati sulla base delle nuove ripartizioni per tipologia di servizi (delle comunicazioni, delle costruzioni, delle assicurazioni, finanziari, informatici, royalties, altri alle imprese, personali, governativi) e per paese, modellando anche la stagionalità sulla base delle nuove evidenze.

Le serie dei **redditi da capitale** sono state ricostruite per il periodo 1998-2007 con l'articolazione per voce di bilancia (diretti, portafoglio, altri investimenti) e per tipologia di reddito (dividendi, strumenti di debito, altri investimenti). Le revisioni hanno generato un netto miglioramento del saldo dei redditi e del conto corrente.

In linea generale, si è ritenuto preferibile, ove possibile, riclassificare le diverse voci mantenendo inalterati gli aggregati complessivi. Questi aggiustamenti hanno riguardato in particolare la riduzione della componente legata agli altri investimenti dal lato dei debiti ai

quali probabilmente il vecchio sistema attribuiva erroneamente redditi riconducibili ad altre voci. Solo nei casi in cui i vecchi importi sono stati considerati implausibili è stata operata una revisione dell'ammontare totale dei flussi.

In particolare l'inclusione dei redditi figurativi derivanti dai fondi comuni ad accumulazione, non colti dal precedente sistema di rilevazione è la causa principale del miglioramento osservato nei saldi di conto corrente. L'importo di questa variazione è stato significativo dal lato dei crediti (circa 52 miliardi dal 1997 al 2007). Infatti i fondi comuni esteri sono una componente piuttosto rilevante nell'ambito delle attività di portafoglio. L'inclusione di questa componente ha avuto invece effetti solo marginali dal lato delle passività: è infatti poco significativa la quota di fondi comuni italiani detenuti da investitori esteri. L'introduzione dei redditi figurativi ha eliminato un'importante differenza rispetto ai dati della contabilità nazionale che già prevedevano questa componente.

Sono stati rivisti i redditi reinvestiti derivanti da investimenti diretti. In occasione della ricostruzione le metodologie di stima di questa componente sono state affinate ed è stato esteso il ricorso a fonti esterne (es. archivi dei bilanci d'impresa, comunicati stampa dei gruppi di imprese). Il nuovo sistema, inoltre, si caratterizza per una stagionalità più marcata rispetto al passato, soprattutto per la componente dei dividendi. Ne è derivato un complessivo miglioramento del saldo dei redditi da investimenti diretti pari a circa 28 miliardi nel periodo dal 1998 al 2008.

Per quanto riguarda i **redditi da lavoro, i contributi sociali, le imposte sul reddito e la ricchezza, le altre componenti dei trasferimenti privati e le attività intangibili**, la nuova metodologia di raccolta e compilazione ha comportato una discontinuità nei livelli di alcune di queste voci o dei loro dettagli, rendendo necessaria la ricostruzione all'indietro di serie coerenti, sebbene l'impatto complessivo delle variazioni sugli aggregati di bilancia sia stato limitato. Per i redditi da lavoro il modello di stima utilizzato dal lato dei crediti ha fornito valori più elevati rispetto a quelli rilevati con il vecchio sistema, mentre dal lato dei debiti i redditi prodotti dal nuovo sistema di direct reporting sono maggiormente coerenti con il passato; tutto ciò ha contribuito al miglioramento complessivo del saldo della voce redditi. Con la revisione, grazie ai modelli di stima e di ricostruzione delle serie adottati, è migliorata rispetto al passato la coerenza delle serie di contributi sociali e imposte sul reddito con gli aggregati a esse collegati (es. redditi da lavoro, redditi da capitale). Per le attività intangibili il nuovo sistema di direct reporting ha prodotto livelli più elevati, mostrando la capacità di cogliere fenomeni che sfuggivano al sistema dei regolamenti; l'impatto delle revisioni sul saldo di conto corrente e conto capitale della bilancia è stato tuttavia ridotto.

Tavola 3.2: Bilancia dei pagamenti ricostruita e differenze rispetto ai dati antecedenti la revisione (saldi in miliardi di euro)

	Conto corrente				Conto capitale	Conto finanziario	Errori e omissioni
	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti			
Bilancia ricostruita							
1991	-1,5	2,1	-11,7	-4,4	0,4	19,5	-4,5
1992	-0,1	0,5	-14,8	-4,8	0,5	22,6	-3,8
1993	23,7	2,7	-13,6	-5,5	1,3	6,1	-14,7
1994	26,2	4,3	-14,7	-5,2	0,9	-13,5	2,1
1995	32,6	5,3	-14,4	-2,9	1,4	-5,1	-16,8
1996	43,0	5,7	-13,4	-4,6	0,1	-16,3	-14,5
1997	35,2	6,8	-9,1	-3,1	2,9	-18,3	-14,5
1998	32,6	4,4	-9,8	-7,0	2,2	1,3	-23,7
1999	22,0	1,1	-6,3	-5,3	2,8	10,8	-25,1
2000	10,4	1,2	-8,4	-5,5	3,2	5,8	-6,6
2001	17,4	0,0	-7,5	-6,5	1,0	-6,9	2,4
2002	14,0	-3,0	-10,1	-6,5	0,0	4,0	1,7
2003	9,9	-2,4	-10,9	-7,1	2,3	23,6	-15,5
2004	8,9	1,2	-6,2	-8,5	1,7	13,7	-10,8
2005	0,5	-0,5	-1,8	-10,8	1,1	40,6	-29,1
2006	-10,2	-1,3	2,5	-13,4	1,5	42,5	-21,7
2007	3,2	-7,1	-1,2	-14,8	1,8	29,2	-11,1
Differenze rispetto ai dati antecedenti la revisione							
1991	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	-0,4
1992	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1
1993	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	-0,4
1994	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	-0,7
1995	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	-0,6
1996	0,0	0,0	-0,2	0,7	0,0	0,0	-0,5
1997	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,0	0,0	-0,5
1998	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,2
1999	0,0	0,0	4,1	-0,2	0,0	19,6	-23,5
2000	0,0	0,0	4,7	-0,8	0,0	1,5	-5,4
2001	0,0	0,0	4,1	0,0	0,1	-3,6	-0,7
2002	0,0	0,0	5,3	-0,9	0,0	-4,5	0,1
2003	0,0	0,0	6,9	0,0	0,1	6,3	-13,3
2004	0,0	0,0	8,6	-0,2	0,0	4,6	-13,1
2005	0,0	0,0	11,9	-0,8	-0,3	19,7	-30,5
2006	0,0	0,0	16,1	-0,1	-0,3	17,1	-32,8
2007	0,0	0,0	18,4	-0,6	-0,4	3,0	-20,3
Differenze cumulate							
1991-2007	0,0	0,0	80,0	-0,5	-0,8	63,7	-142,4

3.2 La ricostruzione della posizione verso l'estero e del conto finanziario

I dati di stock rilevati secondo il nuovo sistema hanno costituito un punto di riferimento per la ricostruzione delle poste finanziarie. Nella ricostruzione si è scelto di ricongiungersi al saldo della posizione netta di fine 1996, non ritenendo opportuno rivedere il saldo complessivo della posizione netta negli anni precedenti tale data. È infatti plausibile ipotizzare che l'affidabilità del conto finanziario rilevato dal vecchio sistema, inizialmente buona, sia andata declinando nel corso del tempo, in seguito al fortissimo sviluppo delle transazioni finanziarie (che ha mostrato un'accelerazione proprio a partire dalla seconda metà degli anni '90). Inoltre, le principali voci per le quali è stata riscontrata la differenza più ampia tra vecchio e nuovo sistema sono legate a fenomeni relativamente recenti: investimenti esteri in azioni italiane (che si sono espansi con le privatizzazioni e lo sviluppo del mercato azionario), crescita dei prestiti intersocietari tra controllanti italiane e controllate estere, che hanno assunto maggior rilievo con la più diffusa internazionalizzazione delle imprese.

I dati di flusso e le serie storiche delle consistenze sono stati ricostruiti tenendo conto di due punti di riferimento nei processi di stima: la posizione verso l'estero rilevata con il nuovo sistema e la posizioni netta di fine 1996. Le consistenze ricostruite per i periodi intermedi sono state quindi ottenute decumulando i nuovi flussi netti finanziari, dai dati di stock rilevati con il nuovo sistema e rivedendo gli aggiustamenti di valutazione. I nuovi flussi, a loro volta, sono stati stimati in modo da soddisfare i suddetti vincoli, sulla base del profilo dei flussi rilevati nel vecchio sistema. Successivamente ove il procedimento di decumulo ha evidenziato stock implausibili o consistenze negative si è proceduto in primo luogo a riallocare i flussi, a parità di saldi, tra diverse componenti e strumenti finanziari. Si è preso a riferimento iniziale il profilo (es. distribuzione temporale, per voci ecc.) dei flussi rilevati dal vecchio sistema assumendo che il vecchio sistema valutario fosse in grado di coprire adeguatamente il complesso dei flussi finanziari con l'estero, ma che classificasse alcune poste in modo errato rispetto alla categoria funzionale. Le riallocazioni sono in prevalenza consistite nella riduzione delle poste degli "altri investimenti" sia attive sia passive, con corrispondente aumento di altre componenti (in prevalenza portafoglio).

Parte delle differenze riscontrate tra consistenze e flussi è stata riassorbita grazie a un affinamento delle metodologie di calcolo degli aggiustamenti di valutazione. La parte residuale ha invece comportato una consistente modifica nel saldo complessivo dei flussi del conto finanziario, in particolare con un incremento dei flussi netti in entrata (e un conseguente aumento delle passività nette verso l'estero) e, quindi, un corrispondente aumento di errori e omissioni negativi. Sono state inoltre inserite le contropartite delle revisioni apportate ai redditi da capitale, in linea con gli standard internazionali; in particolare, nel caso dei redditi reinvestiti da investimenti diretti è stato imputato un corrispondente flusso di segno contrario negli investimenti diretti e per i redditi non distribuiti dei fondi comuni ad accumulazione è stato registrato un flusso di segno contrario negli investimenti di portafoglio in azioni estere.

La ricostruzione della posizione patrimoniale sull'estero è stata effettuata a partire dalla fine del 1997 per i dettagli pubblicati nel Supplemento al bollettino statistico "Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero" della Banca. La Tav. 3.3 riporta il quadro complessivo degli interventi di ricostruzione degli stock della posizione

netta verso l'estero (PNE) tra il 1997 e il 2006. Il nuovo sistema ha determinato, come detto, un sensibile peggioramento della PNE e marcate differenze nella ripartizione per categoria funzionale; la ripartizione per settore (banche, banca centrale, pubblica amministrazione, altri settori) non è invece mutata in modo significativo, poiché l'introduzione del nuovo sistema ha riguardato principalmente il solo comparto degli "altri settori".

Tavola 3.3: Posizione patrimoniale verso l'estero ricostruita e differenze con i dati antecedenti la revisione (consistenze in miliardi di euro)

Dati ricostruiti										
VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ATTIVITÀ	721	848	1.043	1.171	1.193	1.127	1.208	1.316	1.566	1.723
Investimenti diretti	128	152	176	183	190	162	160	171	207	238
Investimenti di portafoglio	273	370	544	635	626	568	626	693	853	907
Altri investimenti	247	276	274	300	320	333	354	386	424	497
Strumenti derivati	3	3	3	4	5	11	18	21	26	24
Riserve ufficiali	70	46	45	50	52	53	50	46	56	58
PASSIVITÀ	771	946	1.099	1.257	1.266	1.289	1.391	1.538	1.807	2.055
Investimenti diretti	79	94	117	132	130	128	149	170	201	237
Investimenti di portafoglio	398	546	643	743	745	785	854	961	1.127	1.263
Altri investimenti	294	306	339	381	388	371	384	397	460	535
Strumenti derivati	0	1	1	1	3	3	4	9	19	19
POSIZIONE NETTA COMPLESSIVA	-50	-99	-57	-86	-73	-161	-183	-221	-241	-332
Differenze rispetto ai dati antecedenti la ricostruzione										
VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ATTIVITÀ	-15	-8	-54	-49	-30	-21	-28	-26	-62	-97
Investimenti diretti	1	1	-5	-11	-17	-23	-29	-35	-41	-50
Investimenti di portafoglio	24	13	0	0	0	0	0	8	20	32
Altri investimenti	-41	-23	-49	-38	-13	3	1	1	-40	-79
Strumenti derivati	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Riserve ufficiali	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PASSIVITÀ	-68	-66	-149	-121	-81	-38	-47	-32	-45	-71
Investimenti diretti	1	1	1	1	2	4	6	8	11	13
Investimenti di portafoglio	-57	-58	-109	-75	-47	0	-7	17	18	5
Altri investimenti	-10	-7	-40	-45	-34	-36	-38	-46	-61	-73
Strumenti derivati	-2	-2	-2	-2	-2	-5	-8	-10	-13	-17
POSIZIONE NETTA COMPLESSIVA	53	58	95	72	51	17	19	5	-17	-26

Vi sono state tuttavia forti riallocazioni tra sottosectori riscontrabili nelle ripartizioni del conto resto del mondo dei conti finanziari, che, come detto, è stato ricostruito coerentemente con la serie storica della posizione verso l'estero e del nuovo conto

finanziario per lo stesso periodo. Per le attività, la disaggregazione per settore residente ha fortemente ridimensionato i crediti delle società non finanziarie a favore degli altri settori non bancari, in particolare le famiglie: vi ha contribuito l'inclusione delle attività emerse con lo scudo fiscale. Dal lato del passivo, la diminuzione si concentra presso le altre società finanziarie, riflettendo principalmente una minore esposizione in derivati, che il vecchio sistema tendeva a sovrastimare.

3.3 Valutazione complessiva dei nuovi dati: relazioni tra stock e flussi

I nuovi dati della bilancia dei pagamenti di parte reale si discostano solo per alcuni specifici fenomeni da quelli prodotti dal vecchio sistema di rilevazione. Il nuovo quadro conferma dunque, nel complesso, una situazione in linea con il passato. Per quanto riguarda la posizione patrimoniale, invece, l'innovazione di metodo è stata più forte e sono state anche più significative le differenze riscontrate tra nuovi e vecchi dati. Le tendenze sono quindi tra di loro contrastanti e peggiorano la coerenza statistica di insieme. Le relazioni contabili che definiscono il legame tra i saldi della bilancia dei pagamenti e la posizione netta sono le seguenti:

- PNE_t** = posizione netta verso l'estero al tempo **t**
- SF** = saldo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti tra il tempo **t** e **t+1**
- SCC** = saldo del conto corrente e conto capitale tra il tempo **t** e **t+1**
- AV** = aggiustamenti di valutazione per prezzi, cambi e altri aggiustamenti della posizione netta intervenuti tra **t** e **t+1**

Vale la seguente relazione¹¹:

$$\mathbf{PNE}_{t+1} = \mathbf{PNE}_t - \mathbf{SF} + \mathbf{AV}$$

In assenza di errori e omissioni vale la seguente uguaglianza:

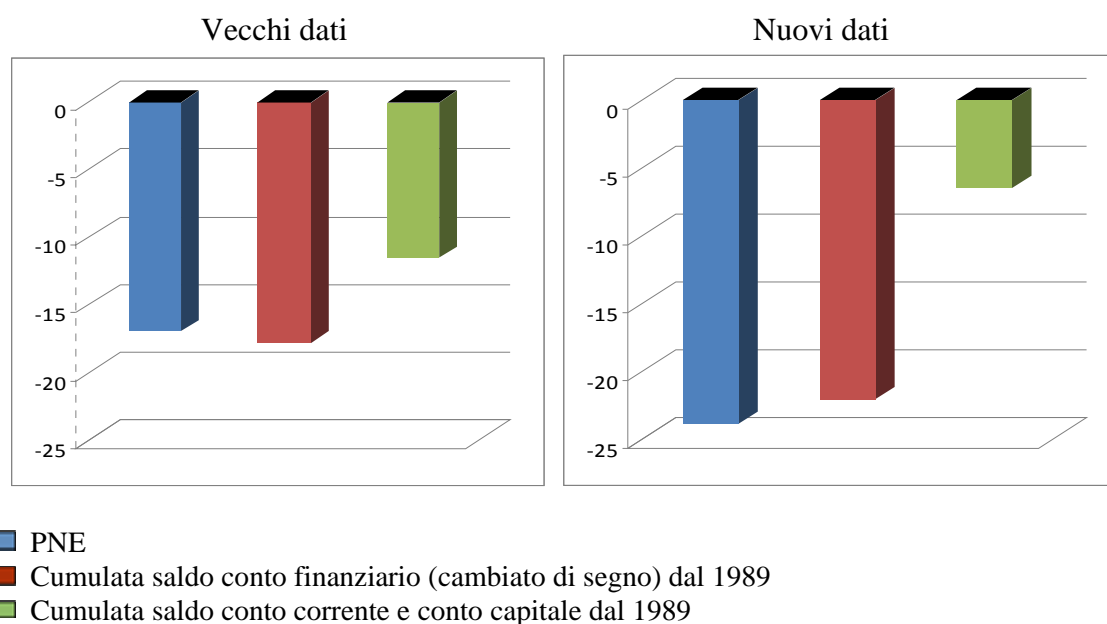
$$\mathbf{SCC} = - \mathbf{SF}$$

In un quadro coerente, vale a dire quando gli errori e omissioni sono poco significativi, la somma cumulata del saldo di conto corrente e conto capitale, a meno degli aggiustamenti di valutazione, deve essere prossima alla PNE. Nella Fig. 3.1 si riporta il confronto tra PNE, somma cumulata del saldo del conto finanziario cambiata di segno e somma cumulata del saldo del conto corrente rapportate al PIL 2010, a partire dall'anno 1989, rispettivamente per vecchio e nuovo sistema. Nei vecchi aggregati la differenza piuttosto contenuta tra la posizione patrimoniale netta verso l'estero e la cumulata del saldo del conto finanziario riflette l'effetto complessivo degli aggiustamenti di valutazione e la posizione debitoria iniziale a fine 1988 (circa 17 miliardi di euro). Con la cessazione del regime di controlli valutari, era venuta meno la rilevazione diretta della posizione netta. La posizione patrimoniale del vecchio sistema è stata quindi calcolata per circa venti anni, fino all'introduzione del nuovo sistema, cumulando all'ultimo dato di consistenza

¹¹ Il saldo del conto finanziario compare nella seguente espressione con segno invertito poiché, secondo le convenzioni della bilancia dei pagamenti, un segno positivo di questo saldo indica un afflusso di capitali e quindi una diminuzione di attività/aumento di passività e il segno negativo indica un'uscita di capitali e quindi un aumento di attività/diminuzione di passività.

disponibile (1988) i flussi netti rilevati dai regolamenti segnalati dalle banche e applicando ai dati di stock opportuni aggiustamenti di valutazione. Il quadro del vecchio sistema evidenzia già una cumulata del conto corrente e conto capitale (-11,5 per cento) “migliore” di quella del conto finanziario (-17,9 per cento) e della corrispondente posizione netta (-17 per cento), segnalando quindi la presenza di errori e omissioni cumulati negativi. Si ricorda a questo proposito che i sistematici errori e omissioni negativi indicano in bilancia dei pagamenti squilibri dovuti a una sottostima di attività all'estero / sovrastima di passività verso l'estero o, in alternativa, a un saldo di conto corrente migliore di quello reale. L'andamento divergente che caratterizza il nuovo quadro, vale a dire il peggioramento della posizione netta (direttamente rilevata) a fronte del miglioramento della somma cumulata del saldo corrente accentua notevolmente nel nuovo sistema la differenza già riscontrabile nel vecchio¹². La posizione debitoria iniziale (1988) e gli aggiustamenti di valutazione, possono spiegare solo parzialmente la marcata differenza (il 17,4 per cento del PIL) riscontrata tra cumulata del saldo del conto corrente e del conto capitale e la posizione netta a fine 2010. La differenza osservata segnala quindi un'incoerenza strutturale tra conto corrente e poste finanziarie della bilancia e della PPE principalmente dovuta alla difficoltà di queste ultime nel cogliere alcuni specifici fenomeni. Le ragioni di tale conclusione saranno mostrate a conclusione dell'analisi descritta nei successivi paragrafi.

Figura 3.1: Confronto tra PNE, cumulata del saldo del conto finanziario cambiata di segno e cumulata del saldo del conto corrente
(in percentuale del PIL 2010)



Emerge quindi l'esigenza di approfondire le cause di tali incoerenze presenti nelle nuove statistiche individuando possibili distorsioni o problemi di copertura. Queste tendenze contrastanti che caratterizzano il nuovo quadro statistico hanno determinato un aumento di errori e omissioni cumulati negativi per circa 140 miliardi di euro nel periodo

¹² Si ricorda che i dati di stock rilevati secondo il nuovo sistema hanno costituito un punto di riferimento per la ricostruzione delle poste finanziarie, che sono conseguentemente coerenti con essi.

oggetto di revisione (1997-2007). Nel paragrafo seguente sono riportate alcune riflessioni sul livello di qualità e coerenza dei diversi aggregati della bilancia e della posizione verso l'estero.

3.4 Plausibilità di una distorsione nel conto corrente o nella PNE

La prima possibile spiegazione del peggioramento della complessiva coerenza tra posizione netta e serie dei saldi di conto corrente e conto capitale potrebbe trovarsi nella posizione netta: in una sottostima delle attività verso l'estero o in una sovrastima delle passività verso l'estero. L'ipotesi più immediata, suggerita dalla dimensione dei capitali non dichiarati emersi con gli "scudi fiscali" (178 mld di euro in totale dal 2001), è che esistano ancora attività di residenti italiani detenute all'estero non dichiarate e quindi non rilevate nelle statistiche. Anche l'elevata quota di economia sommersa in Italia (circa il 17 per cento del PIL secondo la stima Istat per il 2008) rende plausibile questa ipotesi. L'economia sommersa è infatti connessa con le esportazioni di capitali poiché gli investimenti finanziari "custoditi" oltre le frontiere soddisfano più facilmente di quelli interni la finalità di sottrarre all'accertamento e all'imposizione fiscale nazionale i proventi di attività economiche non dichiarate.

Le attività detenute dai settori non bancari (in particolare famiglie e imprese) al di fuori del canale bancario domestico, potrebbero in parte sfuggire all'attuale rilevazione diretta degli stock. Nel vecchio sistema la copertura delle transazioni era censuaria ed esse venivano rilevate direttamente dalla banca intermediaria (anche se in modo anonimo). Pertanto, in passato, la formazione di attività sull'estero dei residenti originata attraverso il transito per le banche residenti era colta in modo più completo.

La raccolta dei dati circa le attività finanziarie delle famiglie è uno dei punti problematici di tutti i sistemi di rilevazione diretta. Il sistema italiano, come descritto nel par. 2.3, fa ricorso a un insieme di fonti variegate per mitigare l'entità di tale problema, proprio con il fine di massimizzare la copertura delle attività finanziarie sull'estero delle famiglie residenti. Si ricorre infatti a dati su:

- i titoli esteri detenuti in custodia presso gli intermediari residenti;
- le attività detenute direttamente all'estero (titoli esteri, depositi, quote di fondi comuni, ecc.), sulla base di dati dell'Agenzia delle entrate (dichiarazioni dei redditi, monitoraggio fiscale, "scudi fiscali");
- le segnalazioni di vigilanza dei fondi comuni di investimento non residenti operanti sul mercato italiano relative alle quote detenute dalle famiglie italiane, integrate con stime.

Tuttavia, come per il complesso degli altri paesi, non sono rilevate tutte le attività detenute direttamente all'estero dalle famiglie e "nascoste" (cioè fiscalmente *undisclosed*).

La difficoltà di rilevare il totale delle attività detenute all'estero, comune anche ad altri paesi, è testimoniata anche dalla recente modifica metodologica da parte della BCE dei dati della bilancia dell'area dell'euro, affetta negli anni scorsi da errori e omissioni rilevanti e sistematicamente negativi. La modifica è consistita nell'aggiustamento delle attività sottostimate verso gli altri paesi dell'area, poiché le analisi condotte hanno mostrato che le passività segnalate dai paesi che accentrano l'industria europea dei fondi

comuni - Lussemburgo e Irlanda - non venivano segnalate "a sufficienza" tra le attività dagli altri paesi dell'area.

Ci sono dunque argomenti economici e statistici per ipotizzare che parte della ricchezza finanziaria italiana detenuta all'estero sfugga alle rilevazioni. Nel prossimo paragrafo viene proposto un esercizio di quantificazione di queste attività all'estero non dichiarate basato su un lavoro di ricerca (Valeria Pellegrini e Enrico Tosti, *Alla ricerca dei capitali perduti: una stima delle attività sull'estero non dichiarate dagli italiani*, "Questioni di economia e di finanza", Banca d'Italia) che si avvale principalmente della base dati CPIS (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) del Fondo Monetario Internazionale. Questa fonte dati fornisce informazioni sugli stock di attività in titoli di portafoglio verso l'estero dettagliati per paese investitore, paese emittente e tipo di strumento finanziario. Le stesse statistiche sono state utilizzate anche per valutare la verosimiglianza dell'ipotesi di sovrastima delle passività italiane verso l'estero. L'analisi è stata condotta sulla base del confronto delle passività verso l'estero rilevate dall'Italia con i dati *mirror*, vale a dire l'immagine complessiva delle passività italiane (passività estere derivate) ottenuta come somma delle attività dichiarate da investitori esteri in titoli emessi dall'Italia.

Le passività estere in strumenti di debito costruite sulla base delle statistiche CPIS sono notevolmente più basse del dato pubblicato dall'Italia (la differenza è pari a circa 198 miliardi di euro a fine 2010). Per quanto riguarda invece la componente azionaria, le passività estere dichiarate dall'Italia sono in linea con quelle derivate dalla CPIS. La forte discrepanza osservata per le passività in titoli di debito potrebbe essere giustificata dalla sottodichiarazione di attività da parte delle controparti estere investitrici e/o della lacuna informativa dovuta alla mancata partecipazione alla CPIS di alcuni importanti paesi (es. Cina e alcuni paesi off-shore). Tuttavia l'elevata entità della differenza riscontrata lascia aperta l'ipotesi di sovrastima delle passività estere di portafoglio dell'Italia¹³. Le passività estere di portafoglio sono quindi sottoposte costantemente ad accurati controlli. Tuttavia, l'impossibilità di dettagliare le passività rilevate per paese investitore¹⁴ consente solo comparazioni sull'aggregato complessivo e non i confronti bilaterali con i singoli paesi che permetterebbero invece di individuare e analizzare più efficacemente le possibili discrepanze. Per quanto riguarda l'eventuale sottodichiarazione delle attività in investimenti diretti¹⁵ e delle attività in conti e depositi, gli elementi esaminati lascerebbero supporre che l'entità dei capitali non dichiarati dovrebbe essere meno rilevante di quella relativa alle attività di portafoglio. In generale per le componenti diverse dal portafoglio, sia per le attività sia per le passività, i confronti effettuati con i dati *mirror* e con le altre fonti¹⁶ non mostrano discrepanze sistematiche ed evidenti che possano fornire una spiegazione delle incoerenze osservate tra la posizione verso l'estero e la serie cumulata dei saldi di conto corrente e conto capitale.

¹³ Questo tema sarà approfondito anche nel paragrafo seguente.

¹⁴ Il sistema di rilevazione consente solo di stabilire se l'investitore è residente o non residente.

¹⁵ Le caratteristiche delle statistiche internazionali attualmente disponibili in questo ambito rendono però scarsamente affidabili stime di questo genere.

¹⁶ In questo caso le informazioni disponibili sono meno ricche di dettagli e più frammentarie rispetto alla fonte CPIS utilizzata per l'analisi delle statistiche delle componenti di portafoglio.

L'altra ipotesi che potrebbe spiegare la divergenza osservata tra parte reale e finanziaria delle statistiche verso l'estero è quella di una eventuale distorsione nel saldo del conto corrente e conto capitale della bilancia, con la sovrastima delle esportazioni di merci, di servizi, dei redditi in entrata e/o con la sottostima di importazioni di merci, di servizi, e di redditi in uscita. Nel complesso, l'ipotesi appare poco plausibile: il livello complessivo dell'import/export di servizi è stato confermato, nonostante il radicale cambiamento di fonti; le statistiche sulle merci, di fonte Istat e non interessate dall'introduzione del nuovo sistema, provengono da sistemi di raccolta largamente consolidati nel tempo e coerenti con altri aggregati statistici di riferimento. Inoltre, occorre tenere presente che la sottofatturazione dell'export/sovrapproduzione dell'import di merci e servizi, attraverso cui avvengono le esportazione di capitali e profitti, dovrebbe teoricamente produrre un saldo del conto corrente peggiore del reale. Per quanto riguarda i redditi da capitale, la revisione al rialzo dopo l'introduzione del nuovo sistema ha sensibilmente migliorato, rispetto al passato, la compatibilità tra redditi e stock e la coerenza con gli aggregati di contabilità nazionale. Non c'è quindi ragione di ritenere che il saldo passato e quello attualmente registrato siano sensibilmente distorti nella direzione di una sovrastima dei redditi ricevuti e/o sottostima dei redditi pagati.

In conclusione, i risultati delle analisi effettuate inducono a ritenere che la posizione netta dell'Italia rappresentata nelle statistiche ufficiali possa essere peggiore di quella effettiva e che la causa sia da ricercare principalmente nella componente degli investimenti di portafoglio, in particolare dal lato delle attività; il conto reale della bilancia sembra invece rappresentare bene i fenomeni sottostanti.

3.5 La sottostima delle attività di portafoglio

Contabilmente, le attività sull'estero di un paese dovrebbero corrispondere alle passività verso l'estero segnalate dagli altri paesi verso di esso. I dati non soddisfano però questo vincolo contabile, in particolare per gli investimenti di portafoglio. Sebbene questa tendenza sia meno netta nei periodi più recenti, i confronti internazionali mostrano una eccedenza a livello globale degli stock di passività di portafoglio verso l'estero rispetto alle attività dichiarate dai paesi investitori. I paesi, in media, sovrastimano le proprie passività e/o sottostimano le proprie attività. E' molto probabile, come detto, che il secondo caso sia predominante, verosimilmente a causa della omessa dichiarazione di attività detenute dai soggetti privati al di fuori del canale degli intermediari nazionali, sui quali ricadono obblighi di segnalazione statistica.

Questa discrepanza tra attività e passività può essere calcolata sulla base del confronto dei dati della rilevazione CPIS con le passività verso l'estero di portafoglio dichiarate dal complesso dei paesi. Le informazioni indipendenti per l'attivo e per il passivo sono state opportunamente integrate con una pluralità di fonti internazionali per colmare le lacune, correggere le distorsioni note e, in generale, per rendere più puntuale il confronto tra gli aggregati esaminati. I risultati mostrano che a fine 2010 la discrepanza a livello globale era pari a circa 4.800 miliardi di dollari. Nella media del periodo 2001-2010 essa è risultata relativamente stabile su valori compresi tra il 7 e l'8 per cento del PIL mondiale (Tav. 3.4).

Tavola 3.4: Stima della discrepanza tra attività e passività estere di portafoglio dichiarate dal complesso dei paesi, in percentuale del PIL mondiale

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Azioni e fondi	3,9	3,6	4,0	4,3	4,5	5,1	6,0	4,0	4,8	5,4
Titoli di debito	3,2	3,4	3,1	3,0	2,6	2,2	2,4	2,8	2,6	1,7
Totale	7,1	7,0	7,1	7,3	7,1	7,3	8,4	6,8	7,4	7,1

L'*under-reporting* è particolarmente accentuato per i fondi comuni di investimento in Lussemburgo, dove le attività segnalate dai paesi investitori raggiungono solo il 70 per cento delle passività dichiarate da questo paese, e nei centri off-shore; sui titoli di debito la discrepanza risulta meno marcata e riguarda soprattutto i titoli emessi dai maggiori paesi.

Le discrepanze così calcolate sono state utilizzate per ottenere una stima delle attività sull'estero non dichiarate dell'Italia. Si è ipotizzato che le discrepanze siano interamente dovute a sottodichiarazione e ne è stata stimata una quota attribuibile all'Italia in proporzione alla quota italiana sulle attività dichiarate dal complesso dei paesi investitori per ciascun paese debitore (criterio 1); a scopo di raffronto, basato su usuali indicatori di dimensione, all'Italia viene attribuita una quota della discrepanza globale pari alla quota del suo PIL sul PIL mondiale (criterio 2)¹⁷. In alternativa, si è ipotizzato che ogni discrepanza riscontrata tra attività e passività possa essere dovuta in uguale misura a sottodichiarazione delle attività e sovrastima delle passività (criterio 3)¹⁸.

La distribuzione dell'*under-reporting* complessivo tra i paesi conduce per l'Italia a una stima di circa 140 miliardi di euro a fine 2008, applicando il primo criterio che utilizza in modo puntuale l'intero patrimonio informativo della CPIS. Il secondo criterio indicherebbe un effetto sulla posizione netta di entità lievemente inferiore (circa 130 miliardi). Con l'ipotesi alternativa il miglioramento della posizione netta (circa 92 miliardi) sarebbe dovuto all'effetto congiunto di attività non dichiarate e riduzione delle passività dichiarate in eccesso.

Le stime relative a fine 2008, che riflettono la situazione antecedente l'ultimo scudo fiscale, sono state confrontate con i dati relativi alle emersioni di capitale avvenute nel periodo 2009-2010. Poiché i titoli di portafoglio "scudati" sono stati stimati pari a poco meno di 60 miliardi di euro¹⁹, le attività estere di portafoglio ancora non dichiarate - e

¹⁷ Sia D^i il valore monetario della discrepanza del paese i , e sia A_j^i il valore dell'attivo del paese j nei confronti del paese i (ad esempio, i titoli di debito emessi da residenti nel paese i e detenuti da residenti nel paese j). Secondo il criterio 1 la stima delle attività non dichiarate del paese j è ottenuta come $\sum_{i \neq j} D^i \frac{A_j^i}{\sum_i A_j^i}$; secondo il criterio 2 la stima è ottenuta come $\frac{PIL_j}{\sum_j PIL_j} \sum_i D^i$.

¹⁸ In base a tale criterio, a ogni paese viene attribuita una quota del 50 per cento dell'*under-reporting* globale (stimato con il criterio 1) con una contemporanea riduzione del 50 per cento della discrepanza tra le proprie passività e le attività dichiarate nei suoi confronti dagli altri paesi. Con questo criterio risultano in particolare ridotte le passività dei paesi che hanno passività sull'estero non dichiarate da investitori esteri.

¹⁹ E' stata attribuita all'ammontare dei titoli scudati anche larga parte dei depositi scudati, probabilmente originati dalla liquidazione di portafogli in titoli immediatamente precedente alla regolarizzazione.

quindi non incluse nella PNE ufficiale dell'Italia - sarebbero pari a circa 80 miliardi (5,5 punti percentuali di PIL). Per la fine del 2010 secondo una nostra proiezione, tenendo conto degli aggiustamenti di valutazione, l'integrazione per i capitali non dichiarati si collocherebbe tra il 6 e il 7 per cento del PIL.

Queste stime delle attività sull'estero non dichiarate potrebbero essere impiegate nella compilazione delle statistiche ufficiali italiane. I risultati raggiunti finora sono stati considerati preliminari e sono dunque necessari approfondimenti ulteriori per valutare il loro impiego. In ogni caso, la definizione di metodi per la stima sistematica di questi fenomeni richiedono il coordinamento con le istituzioni internazionali che stabiliscono gli standard statistici e il confronto con i paesi che osservano distorsioni simili nelle statistiche sull'estero.

4 La bilancia dei pagamenti dell'Italia nel periodo 1995-2011 sulla base dei nuovi dati

Come già evidenziato, a seguito della revisione dei dati di bilancia dei pagamenti, l'andamento del saldo di conto corrente dell'Italia e di alcune sue componenti, in particolare, redditi e servizi, è mutato. Anche la posizione patrimoniale sull'estero degli anni più recenti è stata profondamente rivista. L'obiettivo di questo paragrafo è descrivere l'evoluzione della bilancia dei pagamenti dell'Italia e della sua posizione patrimoniale sull'estero a partire dalla metà degli anni novanta, con particolare riferimento all'ultimo quinquennio. Per il periodo antecedente al 2008 sono stati utilizzati i dati diffusi a ottobre 2011, ricostruiti con l'obiettivo della coerenza con i dati compilati col nuovo sistema di raccolta.

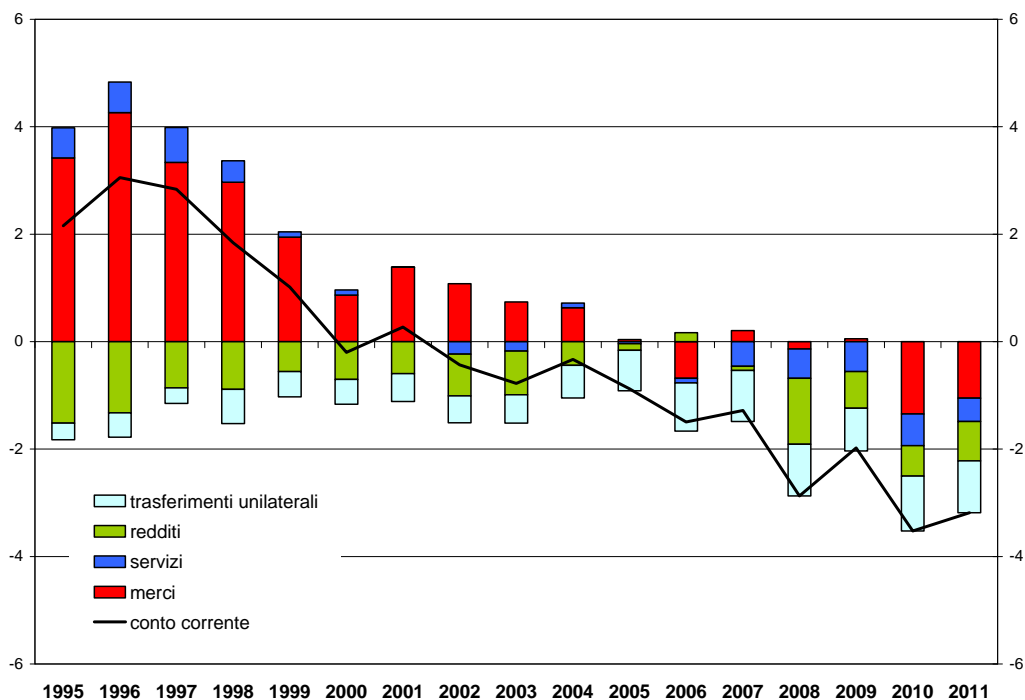
4.1 Gli andamenti del conto corrente e delle sue componenti

La Fig. 4.1 mostra il saldo del conto corrente dell'Italia e delle sue componenti tra il 1995 e il 2011 (in rapporto al Pil). Si individuano tre periodi molto differenti.

Nel primo, compreso tra il 1996 e il 2000, il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti italiana, largamente positivo nel 1995 a seguito del deprezzamento della lira e della debolezza della domanda interna nel periodo 1992-1995, si è rapidamente deteriorato. Nel 2000 l'avanzo si era completamente eroso e il saldo era vicino allo zero. Questo andamento ha riflesso in larga parte il peggioramento del saldo merci, il cui surplus dal 4,3 per cento del PIL nel 1996 si è contratto fino a raggiungere l'1 per cento circa nel 2000. Nello stesso periodo, anche il surplus nei servizi è diminuito, fino ad azzerarsi nel 2001. Il progressivo peggioramento del saldo commerciale è stato in parte compensato dall'andamento del deficit nei redditi da capitale che, in questa fase di crescente integrazione finanziaria, è migliorato nonostante il progressivo peggioramento della posizione debitoria netta dell'Italia. Ciò è riconducibile a due fattori. Innanzitutto vi è stato uno spostamento nella composizione del portafoglio di attività estere dell'Italia verso strumenti caratterizzati da più elevati rendimenti, con una quota crescente di titoli azionari e di quote di fondi comuni sul totale. Il secondo fattore è stato la riduzione dei tassi di interesse nominali e dei differenziali di quelli italiani rispetto ai maggiori paesi dell'Unione Europea. Questa riduzione, riconducibile a una contrazione del premio sia sul

rischio paese sia sul rischio di cambio, ha riflesso la crescente fiducia dei mercati nelle politiche macroeconomiche finalizzate al progressivo avvicinamento ai parametri per l'ingresso nell'euro. Di conseguenza in questo periodo la quota di titoli italiani, soprattutto di debito, detenuta all'estero è molto aumentata, mentre il relativo flusso di reddito è cresciuto in modo ben più contenuto.

Figura 4.1: Scomposizione del saldo del conto corrente in percentuale del PIL



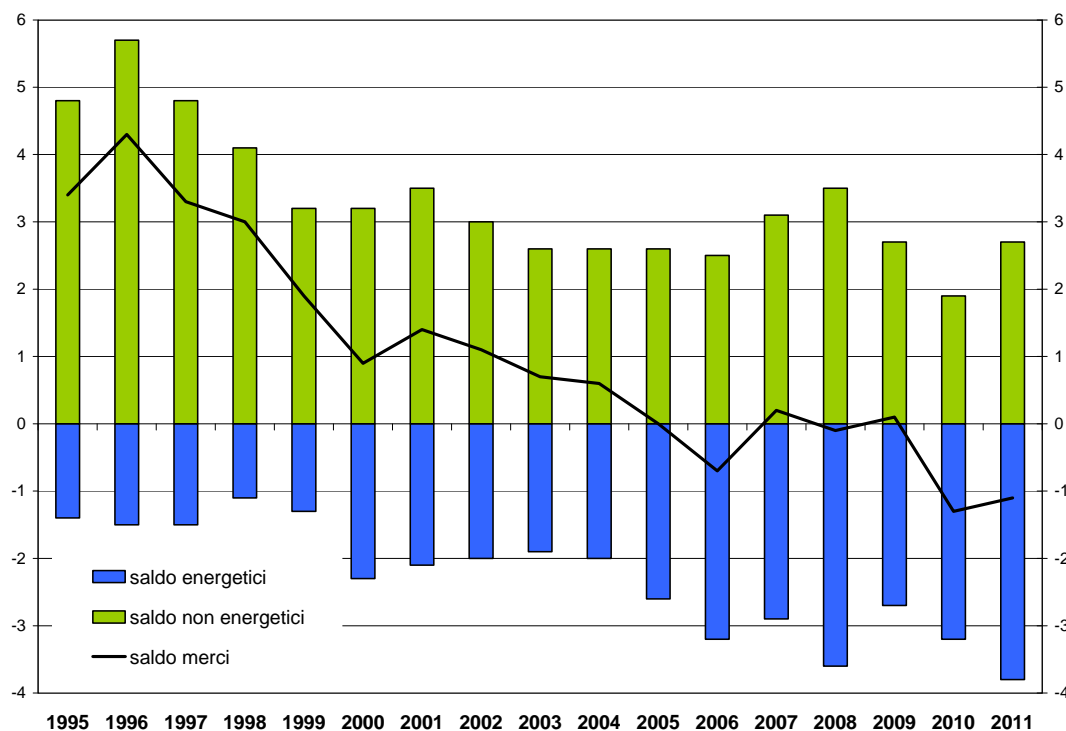
Dal 2001 fino alla vigilia della crisi finanziaria globale, il conto corrente ha continuato a peggiorare ma in modo meno intenso: nel 2007 risultava negativo per circa un punto percentuale del PIL. Nel periodo, l'ampliamento del deficit commerciale è derivato soprattutto da un più elevato deficit della bilancia energetica, accentuatosi particolarmente tra il 2005 e il 2007 per i ripetuti aumenti del prezzo del petrolio in dollari, solo in parte attenuati dall'apprezzamento dell'euro. L'avanzo del saldo delle merci non energetiche è rimasto, invece, piuttosto stabile, segnalando una complessiva tenuta delle nostre esportazioni di prodotti manifatturieri. Tra il 2001 e il 2007 vi è stata una ulteriore significativa riduzione del deficit sui redditi che, nel triennio precedente la crisi (2005-2007), si è annullato. Questo andamento è riconducibile soprattutto alla forte contrazione dei rendimenti pagati sulle passività dell'Italia, titoli di debito e principalmente titoli di Stato, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e di contenuti differenziali con gli altri paesi dell'area dell'euro. Di converso, si è annullato l'avanzo nei servizi che aveva caratterizzato la fine degli anni novanta.

Dal 2008 il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana è nettamente peggiorato. Il saldo dei redditi è tornato in deficit, fornendo un contributo negativo all'andamento del saldo complessivo paragonabile, per entità, a quello del periodo immediatamente precedente all'avvio dell'euro. A ciò si è aggiunto nell'ultimo biennio un

netto peggioramento del saldo merci che, dopo essersi mantenuto su valori prossimi allo zero durante la crisi (2008-2009), ha registrato un disavanzo dell'1,1 per cento nel 2011.

Il saldo delle merci - Per meglio comprendere le determinanti dell'andamento della bilancia commerciale dell'Italia, il saldo delle merci è stato scomposto in due componenti: quella attribuibile ai flussi di prodotti energetici (petrolio e gas importati e benzine e altri petroliferi raffinati esportati) e quella dovuta agli scambi delle altre merci (Fig. 4.2).

Figura 4.2: Scomposizione del saldo merci in percentuale del PIL



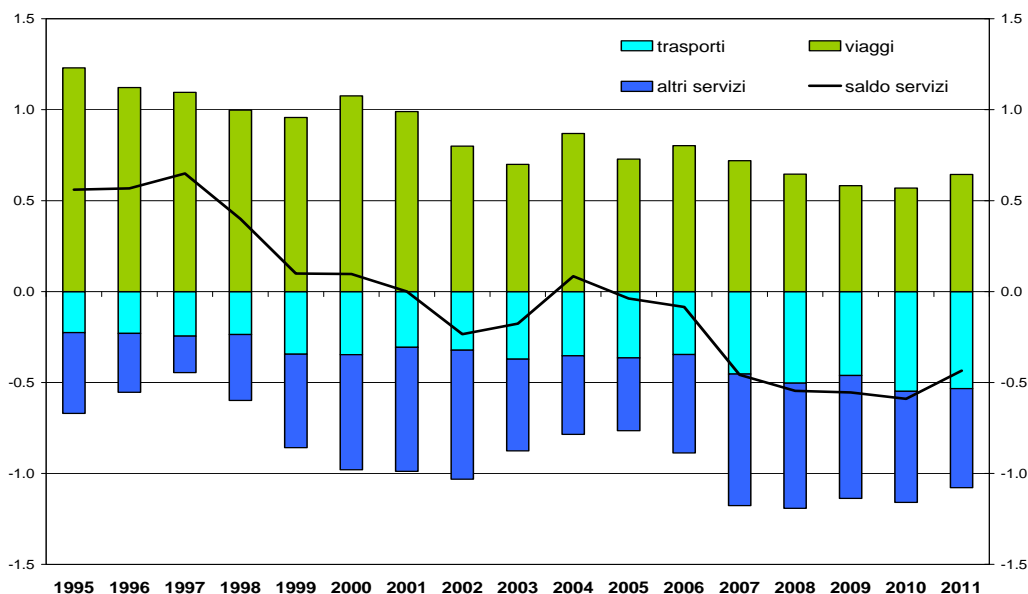
Negli anni compresi tra il 1996 e l'introduzione dell'euro, che fece venir meno la possibilità di beneficiare di svalutazioni competitive, la riduzione dell'avanzo delle merci del nostro paese è essenzialmente riconducibile a una erosione del saldo attivo nel commercio estero di beni al netto dei prodotti energetici. In questa fase, la componente energetica ha giocato un ruolo solo marginale nell'evoluzione della bilancia commerciale italiana, anche grazie all'andamento delle quotazioni del greggio, che hanno toccato minimi storici, riportandosi sui livelli antecedenti la prima crisi petrolifera in termini reali. Dal 2001 fino al 2007 l'avanzo del saldo per il commercio di prodotti non energetici è rimasto piuttosto stabile (intorno al 3 per cento circa del PIL), mentre i ripetuti aumenti del prezzo del petrolio in dollari, solo in parte compensati dall'apprezzamento dell'euro, hanno determinato un deficit crescente della bilancia energetica, più accentuato a partire dal 2005²⁰. Successivamente alla crisi finanziaria del 2008 e al conseguente crollo del

²⁰ Tra il 2001 e il 2007 le quotazioni medie del petrolio in dollari sono quasi triplicate. Questa crescita è stata mitigata dall'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro: se valutato in euro, il prezzo del petrolio è risultato nella media del 2007 quasi doppio rispetto al 2001. Tra il 2001 e il 2005 anche le quantità di prodotti

commercio mondiale a cavallo tra il 2008 e il 2009, anche l'avanzo della bilancia commerciale italiana non energetica ha registrato un peggioramento, fino ad attestarsi nel 2010 intorno ai due punti percentuali. Il deficit energetico si è ridotto solo nel 2009, grazie alla caduta dei corsi del petrolio; successivamente è tornato ad assestarsi sul livello del 2008 (intorno ai quattro punti percentuali).

Il saldo dei servizi - Con la sola eccezione del 2004, dal 2002 il saldo dei servizi è risultato negativo (Fig. 4.3). Nell'ultimo quinquennio i servizi sono peggiorati in modo più accentuato, fino a un deficit pari a 0,6 punti percentuali di PIL nel 2011. Il peggioramento deriva in larga parte dalla riduzione dell'attivo nei viaggi internazionali: gli introiti per le spese degli stranieri in Italia, che nel 2000 rappresentavano il 2,5 per cento del prodotto, nel 2011 sono scesi al 2 per cento. Di converso, vi è stata una sostanziale stabilità delle spese degli italiani all'estero misurate in rapporto al PIL (1,3 nel 2011). Anche gli "altri servizi" e i trasporti, caratterizzati da un saldo strutturalmente negativo, hanno contribuito, se pur con minore intensità, al peggioramento del saldo complessivo dei servizi.

Figura 4.3. Scomposizione del saldo dei servizi in percentuale del PIL



Il saldo dei trasferimenti - Nel corso dell'ultimo decennio, i trasferimenti unilaterali hanno fornito un crescente contributo negativo al conto corrente dell'Italia (Fig. 4.4), nel 2011 pari a circa un punto percentuale del PIL. Il deficit della componente pubblica dei trasferimenti è risultato piuttosto stabile nell'ultimo decennio e pari in media a circa 0,6 punti percentuali di PIL, riflettendo il contributo netto apportato dal Governo italiano al bilancio dell'unione Europea; il saldo della componente privata dei trasferimenti è invece diventato negativo solo a metà del 2004. Da allora quest'ultima voce, costituita in buona parte dal saldo delle rimesse degli emigranti, è progressivamente peggiorata di riflesso all'intensificarsi della presenza di lavoratori stranieri sul territorio italiano (ad eccezione

energetici importati sono aumentate; tra il 2005 e il manifestarsi della crisi del 2008 sono rimaste costanti; a partire dalla crisi del 2008 si sono invece contratte.

del 2009 quando, in concomitanza con la crisi, si sono ridotti i flussi di rimesse verso l'estero).

Figura 4.4: Scomposizione del saldo dei trasferimenti in percentuale del PIL

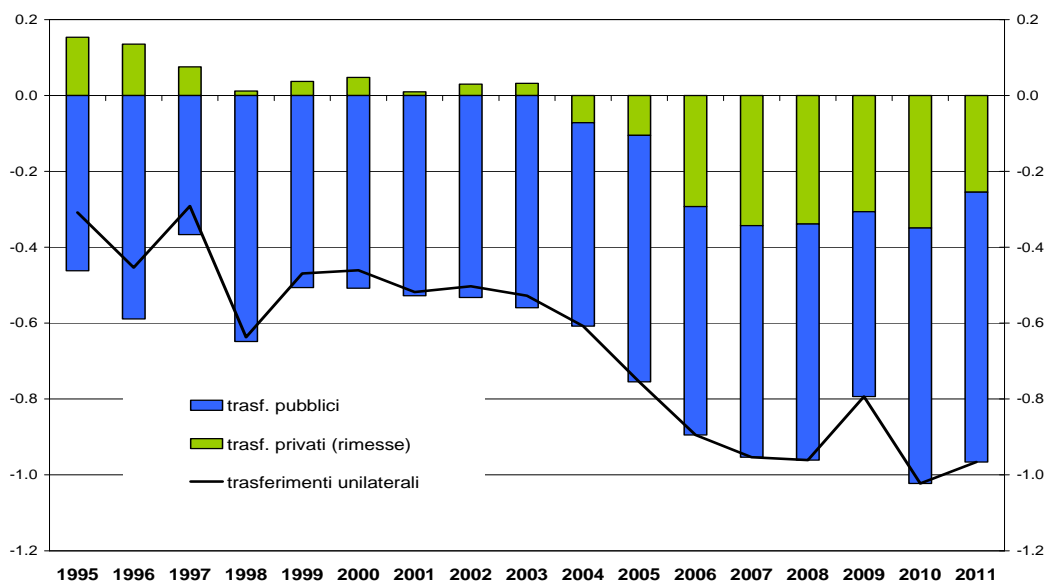
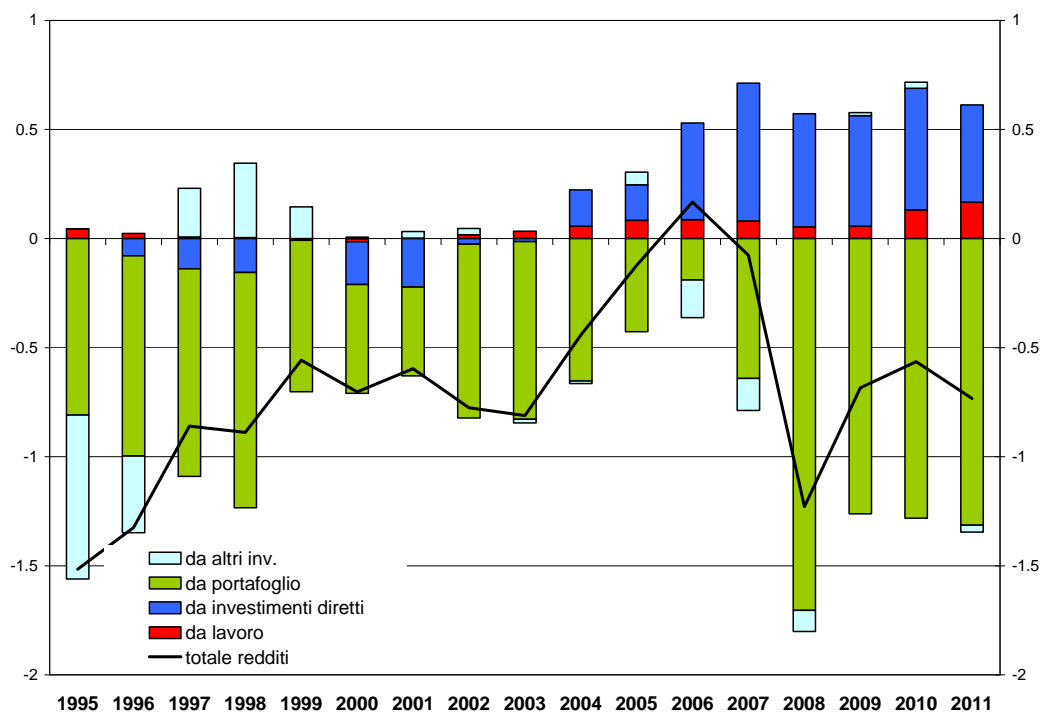


Figura 4.5: Scomposizione del saldo dei redditi in percentuale del PIL



Il saldo dei redditi - Il saldo del conto redditi, determinato in gran parte dai redditi da capitale, è stato rivisto al rialzo in misura sensibile a seguito dell'introduzione del nuovo sistema di rilevazione e della conseguente ricostruzione della serie storica a partire dal 1991.

Dalla metà degli anni novanta all'introduzione della moneta unica, nonostante il progressivo peggioramento della posizione debitoria netta dell'Italia, vi è stata una significativa riduzione del deficit nei redditi (Fig. 4.5). Questa contrazione è dovuta a due fattori. Innanzitutto vi è stata una netta crescita dei flussi in entrata relativi a redditi percepiti dagli italiani su investimenti di portafoglio in titoli emessi all'estero (passati dall'1,1 per cento del Pil nel 1996 al 2,3 per cento del 2000). Tale andamento è attribuibile, oltre che a un forte aumento delle attività di portafoglio dell'Italia, al maggior orientamento verso strumenti caratterizzati da più elevati rendimenti: il peso dei titoli azionari e delle quote di fondi comuni sul complesso delle attività di portafoglio nel periodo è passato da circa il 30 al 48 per cento. Il secondo fattore che spiega il miglioramento del saldo dei redditi nel periodo è la riduzione dei tassi di interesse nominali e dei differenziali dei tassi interni rispetto ai maggiori paesi dell'Unione Europea, su cui hanno influito le politiche macroeconomiche volte alla disinflazione e al risanamento della finanza pubblica in vista dell'adesione alla moneta unica. Nonostante la forte crescita delle passività di portafoglio dell'Italia (passate dal 23,3 al 62,0 per cento del Pil tra il 1995 e il 2000) la crescita del relativo flusso di reddito ne è risultata mitigata. La riduzione dei flussi di reddito in uscita ha beneficiato inoltre della flessione dei pagamenti all'estero dell'Italia sugli "altri investimenti", in prevalenza prestiti e depositi bancari. Di conseguenza, il contributo negativo del deficit nei redditi sul conto corrente, che nella prima metà degli anni novanta era pari a oltre 1,5 punti percentuali, si è ridotto con il progressivo avvicinamento all'introduzione dell'euro attestandosi nel 2000 intorno allo 0,5 per cento.

Dopo il biennio 2002-2003, quando il disavanzo nel conto dei redditi si era ampliato riflettendo la crescente posizione netta debitoria dell'Italia e la contrazione del valore espresso in euro dei redditi ricevuti dal resto del mondo per effetto dell'apprezzamento dell'euro, il saldo nel conto dei redditi è ulteriormente migliorato fino a collocarsi su valori vicini allo zero nel triennio 2005-2007. Vi ha contribuito l'andamento del deficit dei redditi sugli "investimenti di portafoglio" che si è progressivamente contratto fino a quasi annullarsi nel 2006. L'andamento è riconducibile alla riduzione dei tassi di interesse che ha determinato una forte contrazione dei pagamenti sui titoli italiani, soprattutto titoli di debito, detenuti all'estero. Ha contribuito al miglioramento del saldo totale anche la crescita dei redditi netti derivanti da investimenti diretti all'estero, soprattutto dal 2005, in una fase di profitti crescenti per il ciclo favorevole.

Nel 2008 il saldo dei redditi ha manifestato un netto peggioramento per la forte riduzione dei dividendi e interessi su titoli percepiti dagli investitori italiani, relativi a investimenti di portafoglio. Dopo la successiva modesta ripresa del 2009, quando il saldo dei redditi da investimenti di portafoglio ha beneficiato di una contrazione dei dividendi pagati da emittenti italiani su azioni e fondi comuni più accentuata rispetto a quella dei dividendi incassati su azioni emesse all'estero, il disavanzo di questa componente dei redditi si è mantenuta intorno all'1,3 per cento del Pil, un livello più elevato rispetto a quello degli anni immediatamente precedenti la crisi.

4.2 La posizione patrimoniale netta dell'Italia per strumento

Come già illustrato, i dati relativi alla **posizione patrimoniale sull'estero** dell'Italia si basano dal 2007 sulla rilevazione diretta delle consistenze presso i depositari di titoli e presso un campione di imprese; nel passato la posizione veniva calcolata cumulando i flussi e applicando aggiustamenti di valutazione allo stock. La Fig. 4.6 presenta la posizione netta dell'Italia, utilizzando per il periodo 1995-2006 i dati pubblicati nell'ottobre 2011, ricostruiti utilizzando le vecchie informazioni e raccordando il risultato alla nuova. La posizione netta debitoria dell'Italia è in progressivo aumento dal 2001, passando dal 5,8 al 24,0 per cento del PIL nel 2010). A fine 2011 la posizione debitoria si è ridotta, attestandosi al 21,8 per cento del PIL, per effetto degli aggiustamenti di valutazione che hanno più che compensato il maggior indebitamento netto nel conto finanziario.

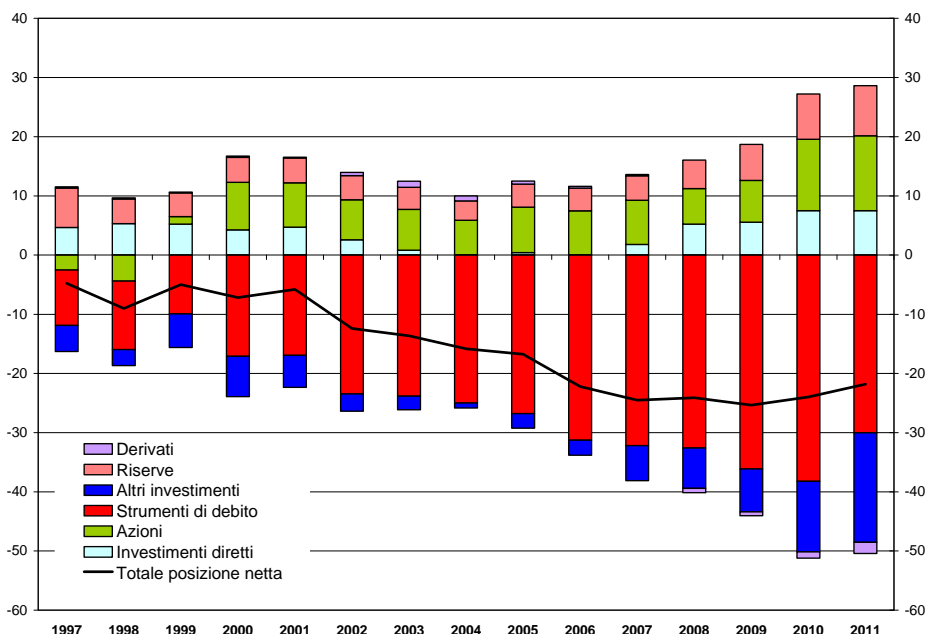
Come si vede dalla scomposizione in termini dei saldi per tipo di strumento finanziario, fino al 2010 sono cresciuti soprattutto i titoli italiani non azionari in mano ai residenti esteri²¹, la cui quota preponderante è costituita da titoli del debito pubblico²². La componente azionaria ha avuto un saldo positivo dal 1999, riflettendo soprattutto la crescita delle attività degli italiani investite in fondi comuni esteri²³. Anche la posizione netta della componente relativa agli investimenti diretti, che si era assottigliata attorno alla metà dello scorso decennio per effetto di un deciso incremento degli investimenti esteri in Italia tra il 2003 e il 2007, è tornata positiva dal 2007, data a partire dalla quale i soli investimenti italiani in uscita sono in aumento. Nel corso del 2011 vi è stata una forte ricomposizione dalla componente strumenti di debito a favore della componente “altri investimenti – autorità monetarie” che riflette la crescita del saldo Target2, ovvero delle passività della Banca d'Italia verso l'Eurosistema.

²¹ In base alle informazioni sulle attività in titoli di portafoglio verso l'estero disaggregate per paese emittente tratte dalla *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS) condotta dall'FMI che raccoglie i dati presso i più importanti paesi e presso alcuni centri off-shore, si stima che nel periodo compreso tra il 2004 e il 2010 oltre il 75 per cento dei titoli di debito emessi da residenti in Italia e detenuti all'estero era detenuto da investitori residenti nell'area dell'euro. Questa percentuale costituisce una sovrastima in quanto alcuni importanti paesi, in particolare la Cina e alcuni paesi arabi, e centri off-shore esterni all'area dell'euro non partecipano all'indagine del Fondo. La quota di titoli di debito dell'Italia in mani estere detenuta da paesi dell'area dell'euro continuerebbe a risultare relativamente elevata, collocandosi tra il 65 e il 75 per cento del totale nel periodo tra il 2004 e il 2009, anche attribuendo interamente alla componente esterna all'area la discrepanza positiva tra le passività dell'Italia in titoli di debito, così come rilevate nei dati di bilancia dei pagamenti, e le attività emesse in Italia negli stessi strumenti detenute e dichiarate dai paesi nell'ambito del CPIS. In base ai dati provvisori relativi al 2010, questa quota sarebbe scesa al 62 per cento.

²² Dalla fase di avvio dell'unione monetaria europea la quota dei titoli del debito pubblico italiano detenuta da non residenti è fortemente cresciuta. Con riferimento al totale dei titoli inclusi nel debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche al valore di mercato e secondo il “criterio del creditore”, la quota detenuta da non residenti era il 16,3 per cento alla fine del 1995, si è attestata al 40,6 per cento alla fine del 2000 (35,4 nel 1999). Dal 2005 in poi è stata intorno al 50 per cento (52,5 a fine 2010) per scendere al 45,5 per cento alla fine 2011.

²³ In base a stime su dati CPIS, Assogestioni e ALFI (Association of the Luxembourg Fund Industry), nella media del 2003-2005 il 6 per cento circa del valore delle attività estere di portafoglio detenute dagli italiani attraverso fondi lussemburghesi e irlandesi sarebbe costituito da titoli emessi da emittenti italiani.

Figura 4.6: Posizione patrimoniale sull'estero per strumento in percentuale del PIL



Nota: (1) Saldi delle componenti per tipologia di strumento finanziario. (2) I dati relativi al periodo 2007-2010 sono basati sul nuovo sistema di rilevazione; quelli degli anni precedenti sono stati coerentemente ricostruiti e pubblicati nell'ottobre del 2011.

5 Conclusioni

Negli anni recenti, la crescente complessità ed espansione delle transazioni internazionali e l'ampia domanda di informazioni sempre più tempestive, dettagliate e accurate hanno reso problematica la rilevazione delle statistiche sull'estero secondo i modelli di raccolta tradizionalmente usati in passato. Si trattava principalmente di sistemi di rilevazioni basati sulle segnalazioni statistiche degli intermediari bancari, sostituiti ora da modelli incentrati su indagini rivolte direttamente ai soggetti che effettuano scambi con l'estero. L'Italia si è adeguata a queste nuove esigenze adottando un sistema di raccolta che prevede un ampio ricorso al *direct reporting* e si avvale inoltre di una pluralità di fonti eterogenee. Il disegno e l'avvio del nuovo sistema di raccolta è iniziato nel 2007; il progetto si è concluso nel 2011 con la pubblicazione delle nuove serie storiche. Con l'introduzione del nuovo sistema sono state superate alcune incoerenze metodologiche della bilancia dei pagamenti rispetto alla contabilità nazionale. Si sono inoltre ridotte le "asimmetrie bilaterali" di misurazione con i paesi partner, grazie alla crescita dell'affidabilità delle statistiche su commercio internazionale di servizi, investimenti diretti e altri investimenti.

I nuovi dati mostrano un miglioramento del saldo del conto corrente principalmente dovuto ai redditi da capitale. Il livello complessivo dell'import/export di servizi è rimasto sostanzialmente inalterato e il peso delle variazioni delle altre voci (trasferimenti, attività intangibili, ecc.) è stato marginale rispetto alla bilancia nel suo complesso. Con l'introduzione del nuovo sistema emerge una posizione netta sull'estero dell'Italia

maggiormente debitoria (peggiore di circa 7 punti di PIL a fine 2010) rispetto a quella rilevata con il vecchio sistema. La tendenza osservata è quindi contraria rispetto a quella indicata dalla direzione delle revisioni sul saldo di conto corrente e conto capitale. Una probabile spiegazione di questa incoerenza, tra parte finanziaria e parte reale delle nuove statistiche sull'estero, è da ricercare nella difficoltà dei nuovi sistemi basati sulle rilevazioni dirette, sperimentata anche dagli altri paesi, di cogliere le attività costituite all'estero dalle famiglie senza l'intermediazione delle banche residenti e non dichiarate al fisco. Secondo alcune stime, illustrate nel paragrafo 3.3, la sottostima delle attività dei residenti in titoli di portafoglio esteri sarebbe compreso tra 6 e 7 punti percentuali di PIL a fine 2010.

Riferimenti bibliografici

- Constâncio, V. (2010), *The establishment of the European Systemic Risk Board: challenges and opportunities*”, presentato all’ Eurofi Financial Forum, Brussels, settembre 2010. http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100929_1.en.html
- FMI, FSB, (2009), *The Financial Crisis and Information Gaps*, Rapporto G-20, 2009. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>
- Pellegrini, V. e Tosti, E. (2011), *Alla ricerca dei capitali perduti: una stima delle attività all’estero non dichiarate dagli italiani*, Banca d’Italia , Collana Questioni di Economia e Finanza, n° 97, luglio 2011

Riferimenti normativi

- Decreto Legislativo 19 novembre 2008, n. 195 “Modifiche ed integrazioni alla normativa in materia valutaria in attuazione del Regolamento (CE) n. 1889/2005”.
- Legge n. 102 del 3 agosto 2009 “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 1° luglio 2009, n. 78 (“Scudo fiscale”)”.
- 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.
- Indirizzo BCE/2011/23 (9 dicembre 2011) sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche esterne.
- Trattato che istituisce la Comunità Europea e “Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea” a esso allegato.
- Regolamento (CE) n. 2533/1998 del Consiglio del 23 novembre 1998 sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea.
- Regolamento (CE) n. 184/2005 del 12 gennaio 2005 del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle statistiche comunitarie riguardanti la bilancia dei pagamenti, lo scambio internazionale di servizi e gli investimenti diretti esteri.
- Regolamento (CE) n. 1055/2008 del 27 ottobre 2008, che attua il regolamento (CE) n. 184/2005 del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda i criteri di qualità e le relazioni sulla qualità per le statistiche della bilancia dei pagamenti.
- Regolamento (CE) n. 223/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell’11 marzo 2009 relativo alle statistiche europee.

- Regolamento (CE) n. 951/2009 del Consiglio, del 9 ottobre 2009, che modifica il Regolamento (CE) n. 2533/98 sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea.
- Regolamento (UE) n. 1174/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro.
- Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.
- Regolamento della Commissione (UE) n. 555/2012 del 22 giugno 2012, che emenda il Regolamento (CE) n. 184/2005 del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle statistiche comunitarie riguardanti la bilancia dei pagamenti, lo scambio internazionale di servizi e gli investimenti diretti esteri per ciò che concerne l'aggiornamento delle richieste di dati e le definizioni.