

L'Europa nella fase di apprezzamento
della moneta unica

Tratto da:

Rapporto Annuale 2003 sullo stato dell'Unione Europea

Luglio 2003

Gli autori del capitolo qui presentato sono: Margherita Cagiano de Azevedo, Clemente De Lucia, Marco Fioramanti e Claudio Vicarelli.

L'Europa nella fase di apprezzamento della moneta unica

PREMESSA

La moneta unica europea sembra vivere una “vita spericolata”. Dopo una inattesa, quanto repentina, fase di deprezzamento nei suoi primi due anni di vita, è seguita una altrettanto rapida fase di rafforzamento. Nel frattempo, le condizioni macroeconomiche internazionali sono profondamente mutate. La nascita dell'euro ha coinciso con la fase finale di un ciclo espansivo statunitense particolarmente lungo e robusto, soprattutto nella seconda metà degli anni novanta, accompagnato da una bolla speculativa di notevoli proporzioni; in tale contesto, gli Stati Uniti costituivano un naturale approdo per i flussi di capitale internazionale. Considerando, inoltre, anche la cautela che ha inevitabilmente accompagnato l'arrivo sui mercati della nuova valuta che aspirava ad affiancare il dollaro nel ruolo di moneta internazionale di riserva e il processo di adattamento di strutture finanziarie e comportamenti degli operatori alla nuova realtà valutaria, l'andamento della moneta unica europea è stato giocoforza condizionato dall'insieme di tali fattori.

La Banca Centrale Europea, del resto, non ha tra i suoi compiti quello di “influenzare” il corso del tasso di cambio dell'euro. L'obiettivo primario della politica monetaria è quello definito nel Trattato Istitutivo della Comunità Europea agli articoli 105, 2 e 3a: il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatta salva quest'ultima, il Sistema Europeo delle Banche Centrali sostiene le politiche generali della Comunità, tra le quali non rientra il controllo dell'andamento esterno dell'euro¹.

Le attese di un euro “forte” sui mercati internazionali, prevalenti alla vigilia dell'UME da parte di molti operatori, sono naturalmente andate deluse. Se è vero che, in parte, una valuta tende a riflettere la forza economica e il prestigio del paese che rappresenta, le preoccupazioni circa la credibilità internazionale di Eurolandia suscitate in seguito al rapido deprezzamento

¹ Tra gli obiettivi generali della Comunità sono espressamente citate, all'articolo 2, “...lo sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche generali nell'insieme della Comunità, una crescita sostenibile, non inflazionistica e che rispetti l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra Stati membri”.

dell'euro appaiono oggi sicuramente eccessive.

D'altro canto, se la perdita di valore dell'euro è fondamentalmente dipesa dalle diverse prospettive di crescita che hanno caratterizzato Europa e Stati Uniti, la stessa motivazione non può essere adottata per la spiegazione del successivo rafforzamento della valuta europea. Alla fine del ciclo espansivo statunitense, infatti, condizionato anche da eventi straordinari quali gli attacchi terroristici e la guerra in Iraq, non si è sostituita una solida ripresa nel vecchio continente. Alla luce dell'andamento ciclico, quindi, la fase del recente apprezzamento appare ancora più sorprendente, tanto da aver fatto ritenere a molti osservatori che si debba parlare di debolezza del dollaro più che di forza dell'euro.

Proprio il contesto ciclico, caratterizzato da un modestissimo tasso di crescita per l'area europea nel suo insieme, in particolare per le economie più importanti, ha suscitato timori per gli ulteriori effetti negativi connessi all'andamento del tasso di cambio e, di conseguenza, alla perdita di competitività europea. Se si hanno come riferimento i livelli minimi raggiunti dall'euro nel corso del 2001, ci sarebbe in effetti motivo di preoccupazione; il deterioramento di competitività è stato notevole. Ma appare al tempo stesso non corretto giudicare lo status competitivo dell'euro sulla base di un livello palesemente sottovalutato quale quello raggiunto alla metà del 2001; tale considerazione vale tanto più in quei paesi accusati in passato di aver usato l'arma della svalutazione per sopperire a carenze strutturali di competitività.

In questo capitolo si cerca in primo luogo di valutare quanto effettivamente sia "forte" il tasso di cambio dell'euro, dopo la fase di apprezzamento iniziata nella primavera del 2002. Per fare ciò, nel primo paragrafo si guarderà non solo ai rapporti di forza tra la valuta europea e quella statunitense, ma anche al complesso delle relazioni con tutti gli altri partner commerciali, per potere effettivamente valutare quanto sia stata intaccata la competitività complessiva di Eurolandia. Si volgerà, inoltre, l'attenzione dal breve al lungo periodo, per analizzare la recente fase di apprezzamento in prospettiva storica.

Un secondo punto di riferimento necessario per la formulazione di un giudizio critico è costituito dalle indicazioni provenienti da quella parte della letteratura economica che ha indagato sulle determinanti di lungo periodo dell'andamento dei rapporti tra le monete. Si propone quindi, nel secondo paragrafo, una breve rassegna delle metodologie di calcolo dei tassi di cambio di equilibrio, riportandone i relativi risultati tratti da studi recenti con riferimento all'euro.

Nel terzo paragrafo, con l'ausilio del modello econometrico dell'*Oxford Economic Forecast* si tenterà, infine, di dar conto delle conseguenze macroeconomiche dei due episodi di deprezzamento e di apprezzamento, isolando gli effetti opposti sull'economia reale attraverso il canale della competitività e quello delle ragioni di scambio.

Le indicazioni che è possibile trarre dall'insieme di tali elementi sono le seguenti.

- Ai valori attuali del tasso di cambio della moneta unica, la posizione competitiva dell'area euro nel suo insieme, ma in particolare quella dei principali Stati membri qui esaminati, non appare

fuori linea rispetto agli andamenti registrati nel medio-lungo termine. Il livello dei cambi effettivi, infatti, sia nominali che reali, non si trova molto discosto da quello medio per il decennio scorso, periodo in cui il PIL dell'area euro è cresciuto a un tasso medio annuo del 2% circa; per alcuni paesi dell'area, la posizione competitiva è addirittura più favorevole.

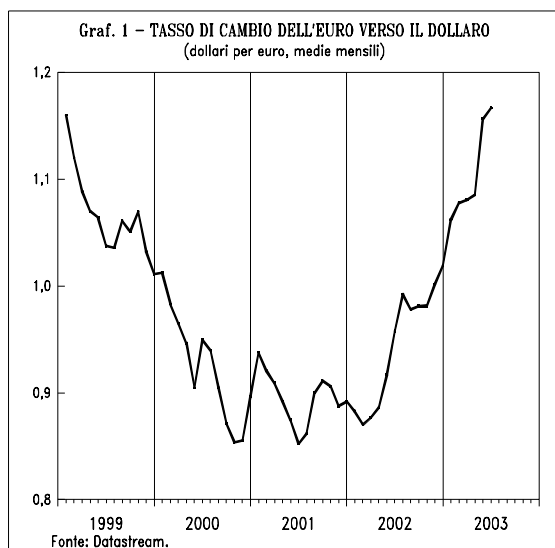
- La fissità del cambio all'interno dell'area ha contribuito a ridurre fortemente l'impatto del valore esterno dell'euro sulla competitività complessiva dei singoli paesi, smorzandone sia gli effetti negativi nel caso dell'apprezzamento, sia quelli positivi negli episodi di deprezzamento. Da questo punto di vista, quindi, la moneta unica sembra aver costituito un buon investimento: uno degli obiettivi della sua adozione era infatti rappresentato dalla volontà di mettersi al riparo dalle conseguenze delle violente oscillazioni valutarie (in particolare nei confronti del dollaro) che hanno caratterizzato gli ultimi trent'anni.
- L'analisi dei diversi impianti teorici per il calcolo di tassi di cambio di equilibrio fornisce risultati sostanzialmente univoci: la recente fase di apprezzamento può essere letta come il ritorno verso quotazioni più vicine a quelle di lungo periodo. Non sarebbe prudente utilizzare tali informazioni come indicatori di valori puntuali del cambio di equilibrio, anche in considerazione dei diversi aspetti critici che caratterizzano queste metodologie; esse, tuttavia, sembrano supportare la chiave di lettura evidenziata dall'analisi degli andamenti storici.
- Gli effetti macroeconomici dei due episodi di deprezzamento e apprezzamento della valuta unica europea appaiono significativi; la variazione di PIL nel 2000 e nel 2003 sarebbe stata pari, per l'intera area, rispettivamente a +5 e -4 decimi di punto a seguito delle oscillazioni del cambio. E' fuori di dubbio, quindi, che in un contesto di rallentamento ciclico, l'impatto del recente episodio di apprezzamento abbia contribuito a deprimere la situazione congiunturale; è altresì vero che le responsabilità della attuale fase di stagnazione vanno ricercate principalmente nella debolezza della domanda interna, vero motore (assente) della ripresa di Eurolandia, date le caratteristiche di relativa scarsa apertura commerciale di questa grande area economica. Anche negli ultimi anni, il contributo alla crescita della domanda estera netta non è stato particolarmente rilevante; l'area euro nel suo insieme non sembra presentare, quindi, le caratteristiche di una economia *export-led*.

In definitiva, l'apprezzamento dell'euro produce ripercussioni negative sull'attività economica di Eurolandia. Tali effetti "correggono" quelli positivi derivanti dall'eccesso di svalutazione degli anni precedenti. Nel caso in cui la fase di correzione dovesse spingersi oltre i valori raggiunti nella primavera del 2003, le preoccupazioni circa il deterioramento di competitività crescerebbero notevolmente.

L'ANDAMENTO DEL TASSO DI CAMBIO DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA STORICA

Alcuni fatti stilizzati

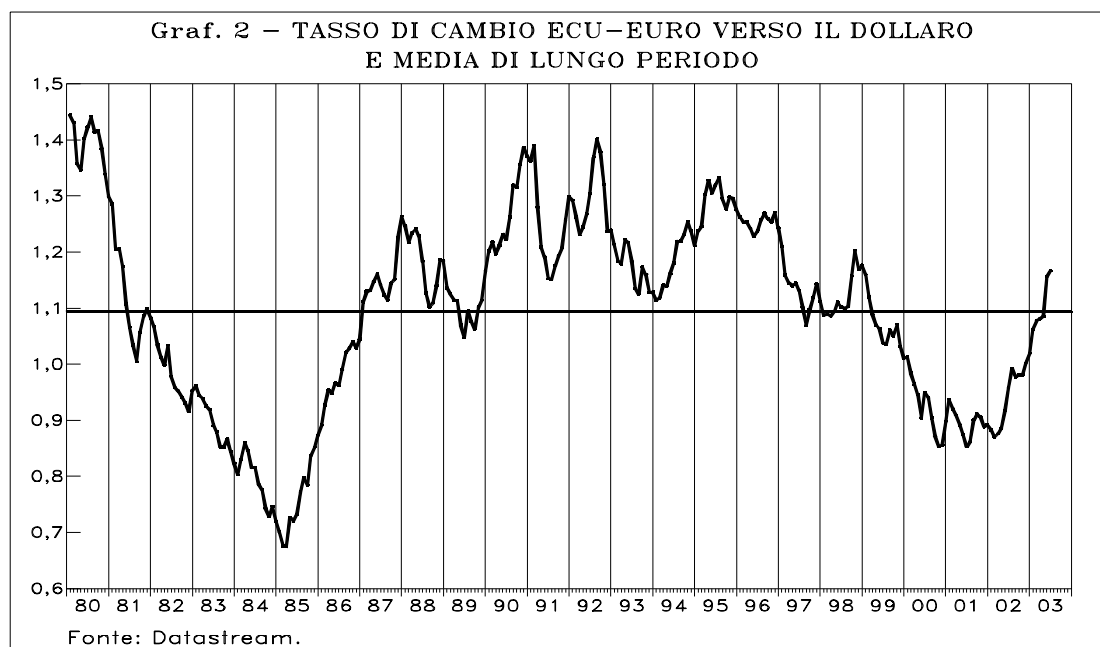
Sin dalla sua nascita, nel gennaio del 1999, il rapporto di cambio dell'euro nei confronti del dollaro è stato caratterizzato da forti oscillazioni. Già pochi mesi dopo il suo debutto sui mercati internazionali, la valuta unica europea sperimenta una rapida e decisa discesa, portandosi all'inizio del 2000 al di sotto della parità (da un valore di partenza, ad inizio 1999, di 1,18 dollari per euro) (Graf. 1). In seguito, nei mesi di maggio e giugno del 2001, il valore esterno dell'euro tocca la quotazione minima di 0,84 dollari per un euro, un livello inferiore di circa il 30% rispetto ai valori dell'esordio. Dopo un periodo di oscillazioni intorno ai minimi, segue, a partire dal febbraio del 2002, una fase di rapido apprezzamento, che riporta, nell'arco di poco più di un anno, il valore dell'euro nei confronti del dollaro sui livelli del gennaio 1999.



Ma il tasso di cambio dell'euro è oggi davvero così "forte"? L'entità e la velocità della fase del recente apprezzamento indurrebbe a una risposta affermativa; occorre però volgere lo sguardo dal breve al lungo periodo per potere dare un giudizio di merito più fondato.

Il grafico 2 riporta l'andamento di lungo periodo del tasso di cambio dell'ecu/euro² nei confronti del dollaro, accanto alla quotazione media calcolata nell'arco temporale 1980-2002. I valori recenti non sembrano molto discosti dalla media di lungo periodo: rispetto a tale punto di riferimento, nel maggio 2003 l'apprezzamento è stato pari al 5,8% . Tale apprezzamento risulta molto più ridotto (1,6%) se confrontato con la media calcolata per il periodo 1990-2002: nei primi due anni dello scorso decennio, infatti, l'apprezzamento dell'ecu è stato assai meno ampio di quello sperimentato nella seconda metà degli anni ottanta (l'ampiezza massima tra i due picchi, calcolata sui valori medi mensili, è stata rispettivamente del 16,6% tra gennaio 1990 e agosto 1992 e dell' 87% tra febbraio 1985 e dicembre 1987), ma le quotazioni hanno oscillato intorno a valori medi più elevati.

² Per il periodo 1980-98 si è considerato il cosiddetto rapporto di cambio dell'"ecu sintetico", rappresentato dal basket delle monete dei paesi che avrebbero successivamente dato vita all'euro.

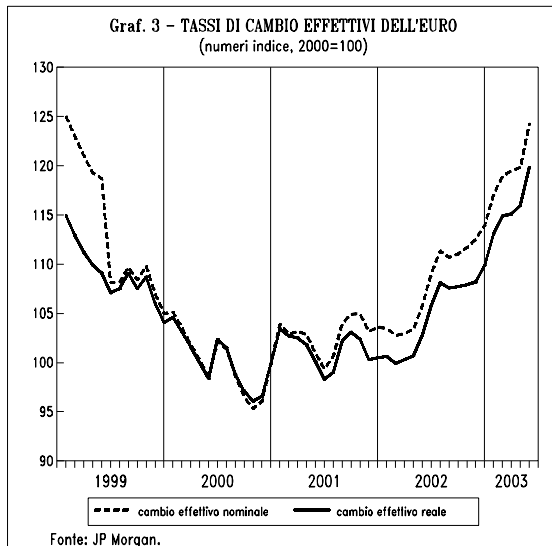


La competitività di cambio delle merci europee: il tasso di cambio effettivo dell'euro

In una prospettiva di più ampio respiro, dunque, la recente fase di rivalutazione della moneta europea appare ridimensionata; va inoltre considerato come il rapporto di cambio nei confronti del dollaro sia solo una parte, e non la più rilevante, del valore esterno dell'euro. Per valutarne le possibili ripercussioni negative sull'*export* di Eurolandia occorre infatti guardare all'andamento del tasso di cambio effettivo, sia nominale che reale. Tale indicatore fornisce un quadro più completo dell'andamento della competitività di un paese, dal momento che prende in considerazione un ampio ventaglio di mercati di sbocco. In particolare, l'indice utilizzato per queste elaborazioni³ include 48 *partners* commerciali, tra i quali sono presenti, oltre ai paesi industrializzati, la quasi totalità delle economie emergenti, in particolare asiatiche, la cui rilevanza in termini di peso sugli scambi mondiali è enormemente aumentata nell'ultimo decennio.

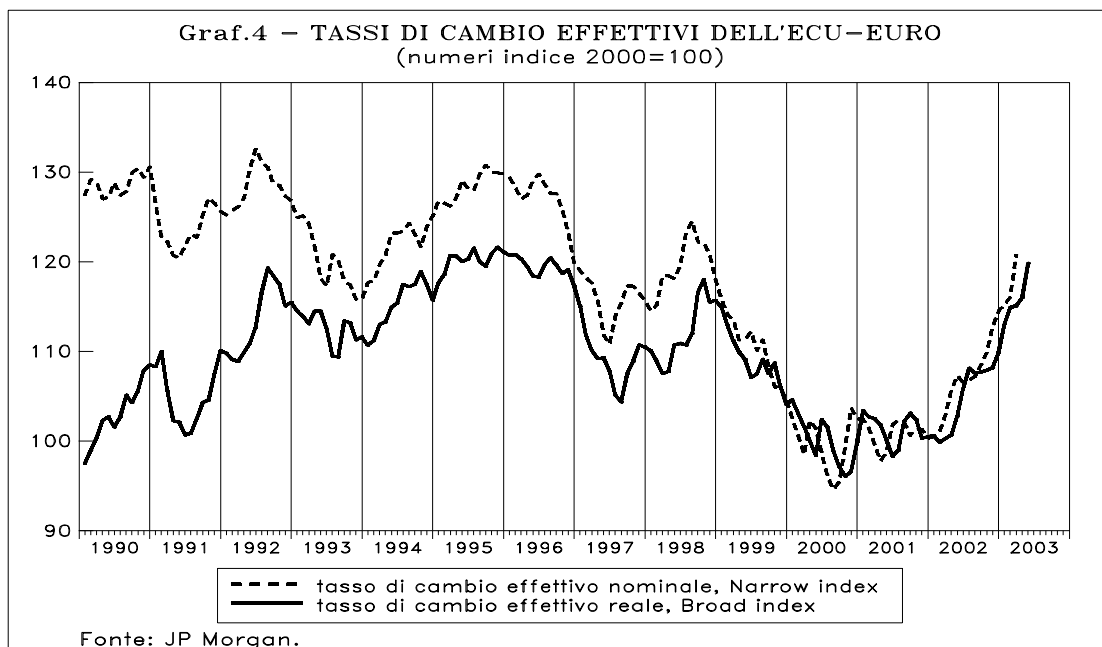
In coincidenza con la recente fase di rivalutazione verso il dollaro (33% in media tra febbraio 2002 e maggio 2003), il tasso di cambio effettivo dell'euro, sia nominale che reale, ha registrato un considerevole apprezzamento, ma di dimensioni più contenute (20,7 e 19,4% rispettivamente) (Graf. 3).

³ Il tasso di cambio effettivo reale utilizzato per queste analisi, di fonte JP Morgan, è costruito sulla base dei prezzi alla produzione. Maggiori dettagli metodologici sono disponibili sul sito www.jpmorgan.com.



Se si prende come riferimento un valore medio di lungo periodo, inoltre, l'entità della rivalutazione appare ancora più ridotta (il cambio effettivo a maggio 2003 è stato superiore dell' 8,6% in termini nominali e del 9,2% in termini reali rispetto alla media del periodo 1990-2002) (Graf. 4). Ipotizzando una stabilizzazione dell'indice sui livelli di maggio fino alla fine dell'anno, per l'intero 2003 si determinerebbe una rivalutazione in termini reali del 7,7 per cento.

L'indice di competitività per l'area euro nel suo insieme, rappresentato dal tasso di cambio effettivo reale, mostra, dunque, nonostante la fase di rapido apprezzamento dalla primavera del 2002, valori non molto discosti da quelli medi "di lungo periodo"; il rafforzamento della moneta unica sarebbe quindi interpretabile come una correzione rispetto ai valori fuori linea del periodo 1999-2001.



Bisogna inoltre ricordare come circa il 50% degli scambi commerciali dei paesi di Eurolandia avvenga all'interno dell'area stessa; la variazione del cambio effettivo misura dunque una perdita (o guadagno) di competitività che riguarda solo la metà, in media, del commercio complessivo dei singoli paesi membri.

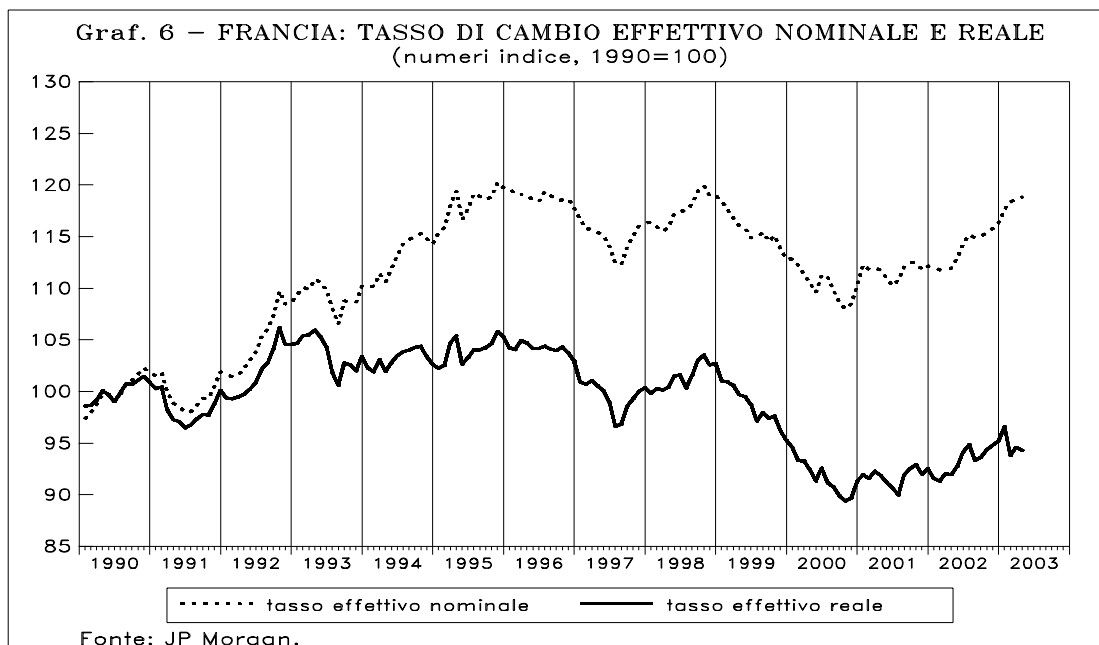
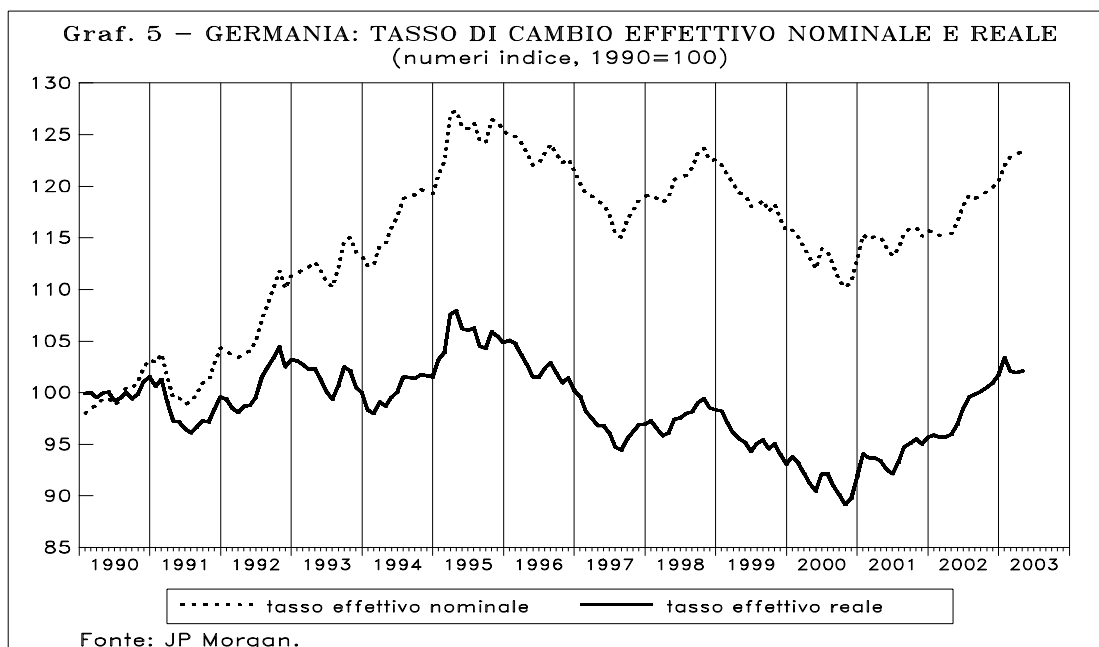
L'andamento competitivo dei singoli paesi dell'area euro

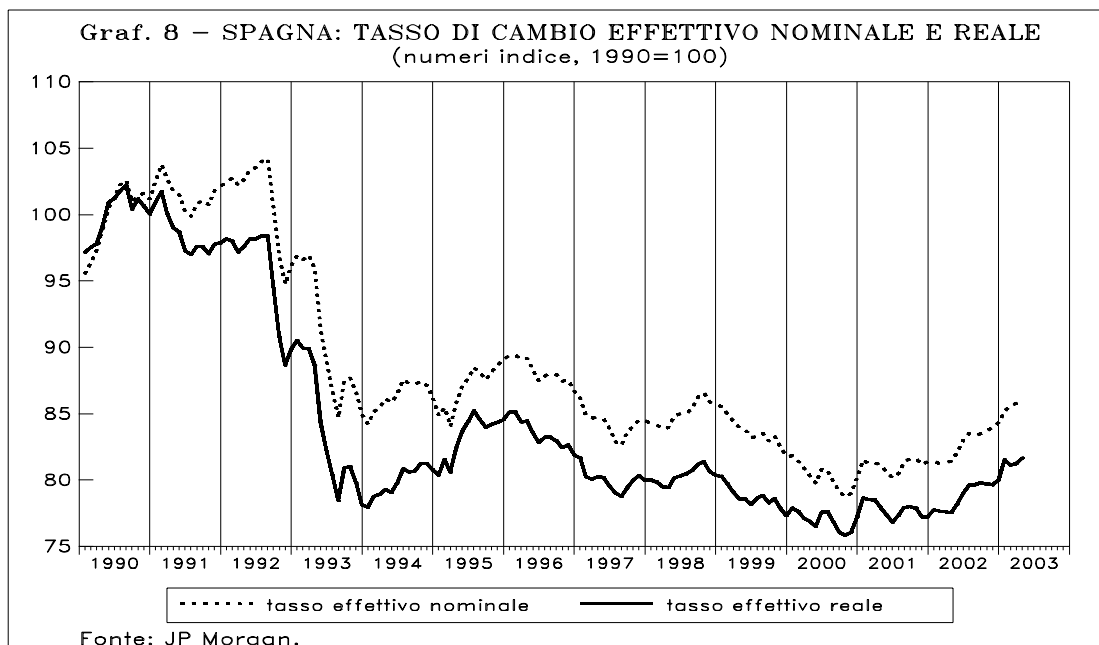
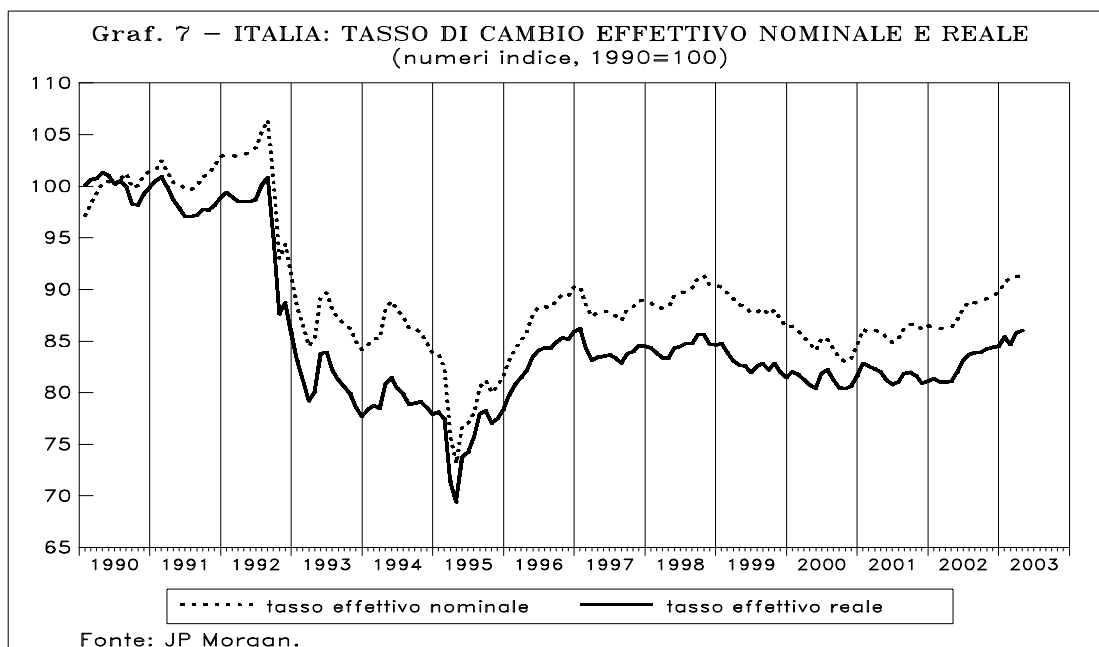
I grafici 5-8 riportano l'andamento degli indici di cambio effettivo nominale e reale per le principali economie di Eurolandia. In generale, grazie alla stabilità dei cambi all'interno dell'area, appare immediatamente evidente come, per i singoli paesi, la perdita di competitività complessiva sia stata nettamente inferiore a quella registrata nei confronti del dollaro. Nel periodo febbraio 2002-maggio 2003, a fronte del citato apprezzamento dell'euro del 33% nei confronti della valuta statunitense e del 20,7% rispetto all'insieme delle altre valute, il cambio effettivo nominale ha registrato variazioni nella stessa direzione dell'ordine del 7,1% in Germania, del 6,1% in Francia e del 5,9% in Italia. Le differenze tra i singoli paesi sono determinate dalla diversa composizione dei mercati di sbocco e dal peso relativo dei mercati extra-UE rispetto a quelli UE.

Rispetto ai valori nominali, inoltre, l'apprezzamento in termini reali risulta ancora più contenuto sia in Italia (5%), sia in Germania (6,7%); in Francia la perdita di competitività si riduce a circa un terzo (2,4%). Le differenze tra paesi nella variazione della competitività reale sono generate, oltre che dai fattori prima citati, anche dal differenziale d'inflazione nei confronti di tutti i partners commerciali.

Anche da una valutazione di più lungo periodo si confermano, quindi, le indicazioni precedenti: il recente periodo di debolezza della valuta statunitense ha riportato nei primi mesi del 2003 il livello dei cambi effettivi non molto discosto da quello medio del periodo 1990-2002. In termini reali, per i singoli paesi europei, la perdita di competitività sembra esser stata piuttosto modesta. In Germania, storicamente il paese più "virtuoso" nel contenimento dell'inflazione, l'apprezzamento è stato del 3,8%⁴; nei paesi più "indisciplinati" come Grecia e Portogallo, una dinamica dei prezzi più vivace, e quindi un differenziale d'inflazione minore rispetto all'insieme dei partners commerciali, ha ridotto l'effetto di contenimento dell'apprezzamento nominale: l'indice di cambio effettivo reale ha segnalato un incremento rispettivamente del 7,3 e dell'8,4%. Diversa appare la posizione della Spagna e dell'Italia: il primo paese ha addirittura registrato un deprezzamento in termini reali (-4,5%), il secondo una sostanziale parità (0,1%). In entrambi i casi, tale risultato appare condizionato dal passato andamento del cambio nominale, caratterizzato nella prima metà degli anni novanta da intense fasi di deprezzamento, solo parzialmente recuperato nel periodo più recente; l'evoluzione del differenziale di inflazione ha determinato un miglioramento competitivo tdi circa 3 punti per entrambi i paesi, a seguito del "rientro" da essi sperimentato rispetto a dinamiche inflazionistiche interne molto elevate nei primi anni del decennio novanta.

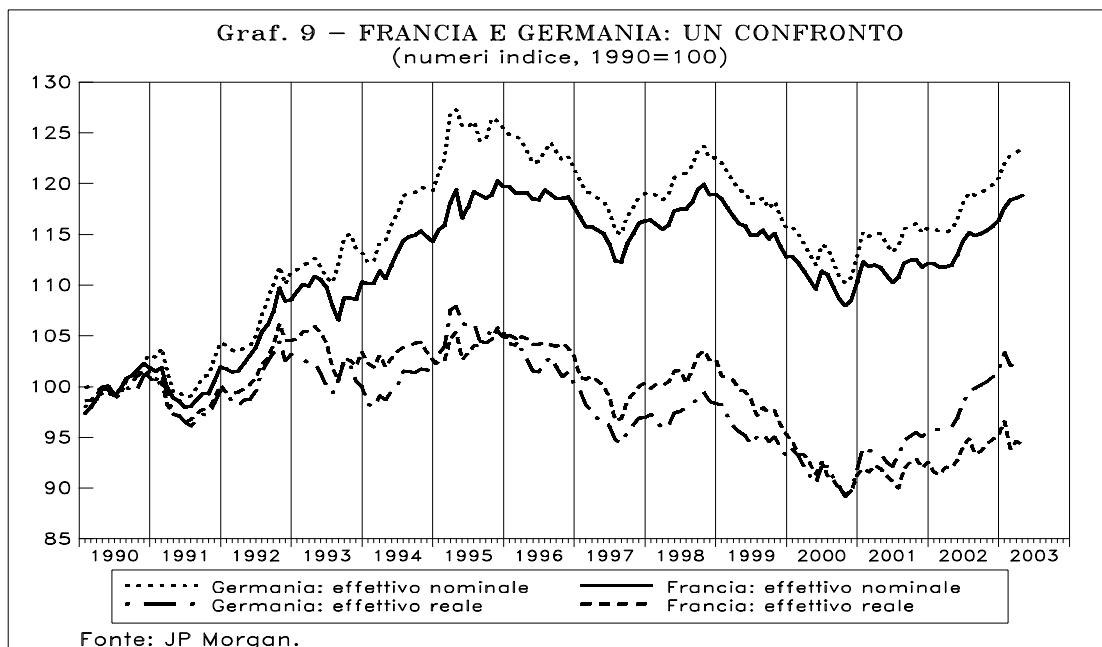
⁴ La perdita di competitività espressa da un aumento del livello dell'indice di tasso di cambio effettivo reale può essere il risultato di due effetti: il deprezzamento nominale e l'aumento del differenziale di inflazione nei confronti dell'insieme dei propri *partners* commerciali. Il secondo effetto può dunque amplificare o contenere la perdita di competitività derivante dal deprezzamento nominale, rispettivamente se il paese in questione presenta, nel periodo considerato, una dinamica inflazionistica in aumento o in riduzione rispetto all'insieme dei *competitors*.





Più sorprendente, invece, la posizione della Francia: nell'aprile 2003, il tasso di cambio effettivo reale si trovava ancora al di sotto del livello di lungo periodo (media 1990-2002) di ben 4,5 punti percentuali.

Il grafico 9 evidenzia la posizione relativa delle due principali economie europee, Germania e Francia. A fronte di un andamento simile in termini di cambio effettivo nominale, quello reale ha mostrato per la Francia, a partire dalla fine del 1998, un miglioramento della posizione competitiva rispetto alla Germania: il *gap* tra il livello dei due indici, inizialmente a favore dell'economia tedesca, si è ridotto fino ad annullarsi; successivamente, in coincidenza con la fase di apprezzamento reale dell'euro, tale divario è divenuto favorevole alla Francia.



Nonostante tassi di inflazione simili a quelli tedeschi, quindi, il guadagno di competitività (o la minor perdita) in termini reali rispetto alla Germania appare evidente. La spiegazione in parte risiede nella diversa composizione del commercio estero extra-UE dei due paesi. La tabella 1

Tab. 1 COMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLE ESPORTAZIONI DI FRANCIA E GERMANIA - Anno 2000
(percentuale sul totale dell'export, dati a prezzi correnti)

	Francia	Germania
Area euro	54,54	45,86
Europa centro-orientale	3,76	9,51
Asia	5,74	6,69
America Latina	2,17	2,36
Resto del mondo	33,79	35,58

Fonte: elaborazioni ISAE su dati OCSE.

mostra le quote di esportazione di Francia e Germania nelle principali aree per l'anno 2000, lo stesso utilizzato per la ponderazione degli indici di cambio effettivo.

La Germania risulta esposta verso il mercato dell'Europa orientale in misura tripla rispetto alla Francia. Nello scorso decennio il processo di disinflazione nell'est europeo è stato particolarmente ampio. Tra il 1998 e il 2003, il periodo per il quale l'evidenza grafica mostra il differente andamento di competitività tra i due paesi, l'inflazione media per l'Europa centro-orientale, calcolata in termini di prezzi al consumo, è passata da circa il 40 al 3%: la maggiore esposizione tedesca verso quest'ultima area ne ha quindi ridotto il vantaggio competitivo rispetto alla Francia.

In conclusione, l'osservazione del tasso di cambio dell'euro in una prospettiva più ampia e completa (non guardando cioè solo al rapporto con il dollaro) porta in qualche misura a ridimensionare le preoccupazioni circa la posizione competitiva dei singoli paesi membri, sollecitate dal forte apprezzamento sulla valuta americana; l'indice di cambio effettivo evidenzia un livello di poco superiore, o in qualche caso inferiore, a quello di lungo periodo. La fissità del cambio all'interno dell'area ha, infatti, contribuito a ridurre significativamente l'impatto del valore esterno dell'euro sulla competitività complessiva dei singoli paesi membri. Permane, peraltro, qualche elemento di differenziazione: la maggiore esposizione relativa del commercio estero nei paesi extra-UE che hanno registrato una dinamica inflazionistica più elevata o un processo di disinflazione meno ampio ha permesso a qualche paese un guadagno competitivo (o, nel caso in questione, una minor perdita) rispetto agli altri partners europei.

METODI DI STIMA DEL TASSO DI CAMBIO D'EQUILIBRIO

Per potere esprimere un giudizio circa la "forza" del tasso di cambio della moneta europea dopo l'intenso periodo di rivalutazione sperimentato tra la primavera del 2002 e quella del 2003, l'andamento recente del tasso di cambio dell'euro è stato valutato, nella prima parte del presente capitolo, alla luce dell'esperienza passata; in questa seconda sezione, invece, si prenderanno a riferimento le indicazioni provenienti da quella parte della letteratura economica che ha indagato sulle determinanti di fondo dell'andamento dei rapporti tra le monete.

Sebbene i corsi dei tassi di cambio seguano nel breve periodo andamenti notevolmente erratici, tali studi evidenziano come, nel lungo periodo, la loro direzione sia guidata da forze (i così detti fondamentali dell'economia) che tendono a far convergere il rapporto tra due diverse valute verso un particolare valore, denominato *tasso di cambio di equilibrio* (TCE). Si darà quindi brevemente conto di quali sono le tecniche normalmente utilizzate per la stima del TCE, evidenziando anche i valori che ne derivano per il cambio dell'euro.

L'approccio di PPA

L'approccio più noto è senz'altro quello relativo alla teoria della parità dei poteri d'acquisto (PPA).

Tale tesi opera in un contesto di lungo periodo, quando si ipotizza che gli agenti abbiano raggiunto la composizione ottimale dei loro portafogli finanziari. Il prezzo di una valuta è determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta sia di attività finanziarie che di beni e servizi; nel contesto di lungo periodo, quindi, i soli elementi che influiscono sulla determinazione del tasso di cambio d'equilibrio sono rappresentati proprio dall'operare delle forze di domanda e offerta di beni e servizi.

Questa teoria deriva da una generalizzazione della legge del prezzo unico, in base alla quale il prezzo di uno stesso bene, espresso nella medesima valuta, deve essere identico in due paesi distinti. Se così non fosse, i consumatori del paese dove il bene ha un costo più elevato acquisterebbero il prodotto nel paese dove il costo è minore; questo arbitraggio influirebbe sul cambio nominale (prezzo della valuta estera in termini della valuta nazionale) e/o sui prezzi dei due paesi fino a ristabilire l'uguaglianza tra i prezzi del bene.

La PPA definisce il tasso di cambio d'equilibrio come quel valore capace di rendere uguale il prezzo di due panieri di beni, espressi nella stessa valuta, in due paesi distinti.

Tale approccio presta il fianco a diverse critiche. In primo luogo questa teoria opera esclusivamente in un contesto di lungo periodo, mentre gli operatori economici sono maggiormente interessati a tendenze di breve-medio periodo. La PPA, inoltre, è valida se non vi sono restrizioni al commercio internazionale, come barriere doganali, dazi e costi di transazione che impediscano un arbitraggio tra i prezzi dei beni nei vari paesi. Difficoltà ulteriori derivano dalla corretta determinazione di panieri omogenei di beni tra i diversi paesi. Infine, un limite all'utilizzo e all'affidabilità della teoria dei poteri d'acquisto nella determinazione del TCE deriva dalla presenza, nella realtà, di beni non commerciabili accanto ai beni commerciabili. Il meccanismo di arbitraggio può consentire un livellamento del prezzo dei beni commerciabili, ma non di quello dei beni non commerciabili, non permettendo quindi alla PPA di operare correttamente.

Alcune importanti organizzazioni internazionali, quali l'OCSE e l'EUROSTAT, forniscono regolarmente valori di parità dei poteri d'acquisto. I dati OCSE relativi alla media del 2002 mostrano un valore del tasso di cambio dollaro/euro di 1,12. Negli anni precedenti, il valore di equilibrio teorico ha oscillato tra l'1,11 del 1999 e l'1,136 del 2001 (Tab. 4). Da un confronto tra i valori medi effettivamente realizzati in questi anni e il tasso di cambio di equilibrio così calcolato si evidenzia, quindi, come nei confronti della valuta statunitense il corso dell'euro sia rimasto costantemente sottovalutato. In quest'ottica, la fase di apprezzamento recente può quindi essere giudicata come una correzione verso i valori "teorici" di medio-lungo periodo.

L'indice Economist

Il settimanale Economist pubblica periodicamente il Big Mac Index, che provvede a fornire il prezzo nella stessa valuta di un noto bene come l'hamburger Big Mac di McDonald. L'idea è quella di utilizzare questo bene, che presenta qualità di omogeneità (viene prodotto secondo gli stessi standard e la stessa ricetta in tutti i paesi), al fine di ottenere dei tassi di cambio di equilibrio secondo la teoria delle parità dei poteri d'acquisto⁵. In realtà, il bene in questione non è scambiato tra paesi diversi così come richiederebbe la teoria delle PPA (e quindi si tratta di fatto di un bene *non tradable*) e i prezzi sono distorti dalla presenza di fattori quali tassazione, tariffe, differenti margini di profitto e differenze nei costi di produzione; tale indice, secondo la prestigiosa rivista britannica, non ha comunque mai avuto la pretesa di costituire un preciso indicatore dei movimenti valutari, ma solo uno strumento per rendere più "digeribile" la teoria dei tassi di cambio. D'altra parte, tale indicatore ha mostrato nel tempo una buona capacità di prevedere alcuni importanti punti di svolta, come la sopravvalutazione di alcune monete nei confronti del marco tedesco prima della crisi dello SME nel 1992 o la caduta del corso dell'euro all'indomani del suo lancio nel 1999.

Gli ultimi dati disponibili (aprile 2003) rilevano un tasso di cambio dollaro/euro in PPA pari a 1, contro un valore storico di 1,10 di dollaro/euro nello stesso periodo di riferimento (Tab.2). Di conseguenza, l'euro risulterebbe sopravvalutato rispetto al dollaro.

Modelli di regressione a forma ridotta

Un'altra metodologia di calcolo dei cambi di equilibrio consiste nel mettere in relazione, attraverso la stima di una equazione, il tasso di cambio effettivo con una serie di variabili chiave, tra le quali le attività nette estere e un indice capace di prendere in considerazione l'effetto Balassa-Samuelson⁶, la tendenza cioè all'apprezzamento del tasso di cambio reale nelle economie che sperimentano processi di *catching up* nella produttività. Tra gli studi più recenti che hanno adottato questo approccio, si segnala quello di Alberola *et al* (1999): il valore di tasso

⁵ Tale indicatore comincia ad essere utilizzato in diversi lavori empirici; recentemente è stato pubblicato un intero libro sulle capacità anticipatrici nel lungo periodo dell'indice Economist. Si veda Li Lian Ong (2003)

⁶ In generale, i prezzi dei beni oggetto di commercio internazionale (*tradable*) tendono a essere uguali nei paesi con differenti gradi di sviluppo, a causa delle pressioni all'uniformità derivanti dalla concorrenza internazionale. Essendo, però, i paesi meno sviluppati caratterizzati da più bassa produttività del lavoro, l'uguaglianza dei prezzi comporta livelli salariali nelle economie meno sviluppate inferiori rispetto ai paesi sviluppati. I minori salari nel settore *tradable* si riflettono, in presenza di mobilità intersettoriale del lavoro, in minori salari del settore *non-tradable*. Ne consegue che il livello dei prezzi dei beni *non-tradable* (e generale) sia inferiore nei paesi a più basso sviluppo (effetto di Balassa-Samuelson). I processi di *catching up*, nei quali la produttività dei *tradable* cresce nei paesi "in rincorsa" più che nelle economie sviluppate, comportano una dinamica salariale dei paesi meno sviluppati superiore a quella dei paesi a maggior grado di sviluppo. La crescita della produttività nei *tradable* si riflette infatti in un incremento dei salari, che si trasferisce anche al settore dei *non-tradable* a più bassa produttività. L'effetto ultimo è dunque un'inflazione dei beni *non-tradable* e totale superiore nelle economie meno sviluppate rispetto alle altre economie; ciò determina, a parità di altre condizioni, la tendenza all'apprezzamento del cambio effettivo reale di queste economie.

di cambio di equilibrio dollaro/euro stimato per l'anno 1999 era pari a 1,27, un livello dunque ancora più sopravvalutato rispetto alle indicazioni fornite dal cambio di PPA (Tab. 2).

Tab. 2 STIME DEL TASSO DI CAMBIO DI EQUILIBRIO

Studio	Metodo utilizzato	Anno di riferimento	Tasso di cambio dollaro/euro (valore storico)	Tasso di cambio stimato d'equilibrio dollaro/euro	Sopravvalutazione (+) o sottovalutazione (-) del tasso di cambio rispetto al valore teorico d'equilibrio
OCSE	Parità dei poteri d'acquisto	2002	0,93	1,11	-15%
Alberola <i>et al</i>	Forma Ridotta	1999	1,05	1,27	-16%
Wren-Lewis	Modello equilibrio parziale	2002	0,93	1,15*	-18%
The Economist	Parità dei poteri d'acquisto calcolata su un unico bene omogeneo	apr-03	1,10	1,00	10%

Fonte OCSE, Datastream e S. Wren-Lewis.

* Si ipotizza un deficit di bilancio USA del 3,5 % del PIL ed un *surplus* del 1 % del PIL per l'area Euro.

Modelli macroeconomici

Il tasso di cambio reale effettivo, nei lavori di Barrell e Wren-Lewis (1989) e di Williamson (1994), viene determinato attraverso la risoluzione di un modello macroeconomico. Il contesto temporale, contrariamente all'approccio delle parità dei poteri d'acquisto, è quello di medio periodo; questo implica che gli *shock* di natura monetaria, i cui effetti sono legati essenzialmente a rigidità nominali dei prezzi e salari, non siano considerati, al contrario di quelli di natura fiscale, che manifestano i loro effetti proprio nel medio periodo. In letteratura la determinazione del tasso di cambio d'equilibrio secondo questo approccio prende il nome di *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER). All'interno di questo schema si possono trovare sia modelli completi che modelli ad equilibrio parziale. Data la maggior semplicità nella trattazione, questi ultimi hanno ricevuto maggior attenzione⁷.

La debolezza di tale modellistica risiede nella arbitrarietà di alcune assunzioni necessarie al suo funzionamento, riguardanti in particolare il livello dell'output potenziale e quello dei movimenti di capitale nel medio periodo. Una volta ipotizzato il livello dell'output potenziale, il modello determina il valore della bilancia delle partite correnti ad esso collegato. La bilancia dei pagamenti, data l'assunzione sui movimenti di capitale nel medio periodo, può non essere in equilibrio. Il livello del tasso di cambio capace di riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti

⁷ I modelli completi permettono una miglior valutazione degli effetti delle variabili che influenzano il tasso di cambio. Infatti essi permettono di prendere in considerazione non solo l'effetto diretto che dalle variabili chiave si trasmette al tasso di cambio, ma anche un effetto di *feedback* dal tasso di cambio verso le variabili stesse. Questo, chiaramente, a costo di una non facile trattazione analitica.

identifica il tasso di cambio d'equilibrio di medio periodo.⁸

Un recente lavoro che ha utilizzato questo approccio è quello di Wren-Lewis (2003), in cui si fornisce una stima del tasso di cambio di equilibrio per il 2002. In questo studio sono considerati congiuntamente quattro aree economiche: l'area euro, gli Stati Uniti d'America, il Regno Unito ed il Giappone. Ipotizzando un deficit di finanza pubblica del 3,5% per gli Stati Uniti (coerente, cioè, con le ipotesi relative ai valori di *output gap* e movimenti di capitale) e un *surplus* dell'1% per l'area Euro, l'autore stima un tasso di cambio d'equilibrio pari a 1,15 dollari per un euro (Tab. 2).

Confrontando questo risultato con il valore corrente del tasso di cambio per il mese di maggio 2003, emerge una sostanziale coincidenza tra il valore di equilibrio e quello storico del cambio euro-dollaro; il livello attuale del rapporto deficit/PIL negli Stati Uniti è però più elevato di quello ipotizzato dall'autore. Ne consegue quindi che, a parità di altre condizioni, il tasso di cambio del dollaro nei confronti dell'euro potrebbe essere più deprezzato rispetto ai livelli correnti per risultare compatibile con l'ipotesi formulata circa il livello sostenibile del rapporto deficit/PIL negli Stati Uniti.

In conclusione, diversi impianti teorici e differenti metodologie di stima forniscono valutazioni sostanzialmente univoche. Con la sola eccezione dell'indicatore proposto dall'*Economist*, infatti, i valori stimati di cambio d'equilibrio provenienti dalla letteratura portano a interpretare la recente fase di apprezzamento dell'euro come un movimento che corregge un precedente, eccessivo deprezzamento e riporta il tasso di cambio della moneta unica verso valori maggiormente equilibrati. L'approccio di PPA sembrerebbe segnalare che il livello del cambio nella primavera 2003 abbia raggiunto livelli "di equilibrio"; al contrario, gli altri due approcci analizzati sembrerebbero indicare come vi siano ancora spazi di apprezzamento della valuta europea.

E' opportuno sottolineare che, come visto, ciascuno di questi metodi presta il fianco a diverse considerazioni critiche. Queste informazioni possono quindi essere utili per dare un giudizio esclusivamente qualitativo sulla fase di rafforzamento dell'euro e non dovrebbero essere prese come indicatori di valori puntuali del cambio di equilibrio.

⁸ Normalmente la verifica dei risultati ottenuti si realizza confrontando (*ex post*) l'*output* del modello con i valori storici del tasso di cambio. Un altro metodo di verifica consiste nel confrontare i risultati del FEER con quelli della PPA e testare la significatività economica delle variabili che spiegano il FEER. La non significatività di queste variabili ci condurrebbe ad accettare la teoria della parità dei poteri d'acquisto.

EFFETTI MACROECONOMICI DELLE FLUTTUAZIONI DEL TASSO DI CAMBIO DELL'EURO VERSO IL DOLLARO

Le due fasi di fluttuazione che hanno caratterizzato la moneta unica europea dalla sua nascita hanno sicuramente determinato effetti macroeconomici, di segno opposto, sulle variabili reali: da un lato, infatti, il cambio "debole" (e, simmetricamente, il cambio "forte") aumenta (diminuisce) la competitività nei confronti dei paesi extra-UE, che si riflette in un innalzamento (abbassamento) delle esportazioni nette; dall'altro, determina una perdita (guadagno) di ragioni di scambio⁹, che si riflette in impulso positivo (negativo) ai consumi interni.

In questa parte del capitolo, con l'ausilio del modello macro-econometrico dell'Oxford Economic Forecasting, si cerca di quantificare l'entità di tali effetti, misurandone l'impatto sull'economia dell'area euro e dei tre principali paesi membri (Germania, Francia e Italia).

Si sono condotti tre differenti esercizi, con l'obiettivo di analizzare:

- gli effetti del deprezzamento avvenuto nel 2000. Si confronta l'andamento "storico" del tasso di cambio euro-dollaro nell'anno 2000 rispetto all'ipotesi di invarianza dello stesso sui livelli medi registrati nel 1999;
- gli effetti dell'apprezzamento nel corso del 2003. Si misurano gli effetti della fase di apprezzamento del cambio dell'euro rispetto all'ipotesi di una stabilizzazione, nello stesso anno, sul livello medio registrato nel 2002. Per il 2003 si utilizza il valore medio annuo stimato dall'ISAE;
- gli effetti dello scostamento del cambio dai valori "teorici" di riferimento. Vengono misurate le ripercussioni determinate, nel periodo 1999-2002, dalla differenza registrata tra l'andamento storico del cambio dollaro/euro rispetto all'andamento "teorico" previsto dalla parità dei poteri d'acquisto (PPA). Come visto in precedenza, tale approccio non è esente da critiche; ciononostante, la disponibilità e l'omogeneità di dati per gli anni considerati ci ha spinto ad utilizzare le indicazioni fornite da questa metodologia come riferimento per la simulazione.

Nella tabella 3 sono riportati i valori medi annui, storici e stimati, dei rapporti di cambio tra l'euro, lo yen e la sterlina nei confronti del dollaro statunitense, utilizzati nei primi due esercizi;

.Tab. 3

TASSI DI CAMBIO OSSERVATI
(medie annue)

	1999	2000	2001	2002	2003*
yen/dollaro	113,74	107,80	121,49	125,20	119,64
dollaro/sterlina	1,6180	1,5150	1,4398	1,5023	1,6305
dollaro/euro	1,0668	0,9240	0,8958	0,9448	1,1153

Fonte: OECD - Main Economic Indicators, Giugno 2003.

⁹ Le ragioni di scambio di un paese sono definite come il rapporto tra il prezzo dei beni esportati e il prezzo dei beni importati. Un peggioramento (miglioramento) delle ragioni di scambio è inteso come una riduzione (aumento) di questo rapporto.

nella tabella 4 i livelli medi degli stessi, calcolati sulla base della parità del potere d'acquisto, impiegati come riferimento nel terzo esercizio di simulazione.

Tab. 4 CAMBI ESPRESSI IN PARITA' DEL POTERE D'ACQUISTO

	1999	2000	2001	2002
yen/dollaro	162,00	156,00	150,00	147,00
dollaro/sterlina	1,5385	1,5504	1,5601	1,5291
dollaro/euro	1,1173	1,1325	1,1364	1,1249

Fonte: OECD - Main Economic Indicators, Giugno 2003.

Esercizio 1. Effetti del deprezzamento avvenuto nel 2000

Per poter misurare l'effetto sull'economia reale prodotto dal deprezzamento medio dell'euro nel corso dell'anno 2000 (pari al 13,4%), si è simulato un andamento "piatto" del tasso di cambio di euro, yen e sterlina rispetto al dollaro sui livelli medi storici registrati nel 1999, confrontando poi l'andamento storico con quello ipotizzato. I risultati sono riportati nella tabella 5.

Tab. 5 EFFETTI DEL DEPREZZAMENTO DELL'EURO NEL 2000
(variazioni in punti percentuali)

	Zona Euro	Italia	Germania	Francia
PIL	0,5	0,4	0,4	0,3
Consumi Privati	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3
Investimenti Fissi Lordi	0,1	0,5	0,0	0,3
Esportazioni di beni e servizi	1,6	1,6	2,0	1,6
Importazioni di beni e servizi	-0,1	-0,3	-0,3	0,3
Prezzi al consumo	0,5	0,4	0,4	0,4
Reddito disponibile	n.a.	-0,1	-0,3	-0,2
Costo del lavoro unitario	n.a.	0,0	-0,1	-0,1
Altri costi	n.a.	7,3	7,3	7,4
Tasso di cambio effettivo nominale*	n.a.	-1,8	-4,9	-3,5

* La variazione del cambio effettivo nominale è determinata dalle sole variazioni di euro, yen e sterlina ipotizzate nell'esercizio.

Il deprezzamento dell'euro ha comportato, per l'area nel suo insieme, un aumento del PIL di mezzo punto percentuale, e per i tre maggiori paesi un incremento leggermente inferiore. È possibile esaminare questo risultato come la combinazione di due effetti: il primo, negativo, sulle ragioni di scambio e il secondo, positivo, sulla competitività.

Per quanto riguarda il primo effetto, il peggioramento delle ragioni di scambio, avvenuto attraverso l'incremento dei prezzi delle importazioni, ha determinato un aumento dell'inflazione che, riducendo il reddito disponibile dei consumatori, ne ha contratto la spesa effettiva (i consumi

privati sono diminuiti di tre decimi di punto per l'area nel suo insieme). D'altra parte, il deprezzamento del cambio ha reso le esportazioni europee più competitive rispetto a quelle dei paesi non appartenenti all'area euro (l'incremento delle esportazioni di beni e servizi è stato tra l'1,6 e il 2%); al contempo, i prezzi più elevati in valuta nazionale delle merci importate hanno ridotto il volume di importazioni.

L'aumento della domanda estera netta ha quindi più che compensato la riduzione dei consumi, determinando un effetto finale positivo sulla crescita reale.

Esercizio 2. Effetti dell'apprezzamento nel 2003

Ipotizzando che il tasso di cambio delle tre principali valute nel 2003 segni in media d'anno i valori riportati in tabella 3, si determinerebbe un apprezzamento dell'euro verso il dollaro pari al 18% rispetto al livello medio del 2002. Quest'ultimo costituisce la base di riferimento del secondo esercizio di simulazione. La tabella 6 ne riassume i risultati.

Tab. 6 EFFETTI DELL'APPREZZAMENTO DELL'EURO NEL 2003
(variazioni in punti percentuali)

	Zona euro	Italia	Germania	Francia
PIL	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
consumi privati	0,3	0,3	0,5	0,3
Investimenti fissi lordi	-0,1	-0,4	0,1	-0,2
Esportazioni di beni e servizi	-1,2	-1,3	-1,1	-1,1
Importazioni di beni e servizi	0,1	0,2	0,2	-0,2
Prezzi al consumo	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Reddito disponibile	n.a.	0,1	0,4	0,2
Costo del lavoro unitario	n.a.	0,1	0,1	0,1
Altri costi	n.a.	-5,6	-5,6	-5,7
Tasso di cambio effettivo nominale*	n.a.	3,9	4,7	3,4

* La variazione del cambio effettivo nominale è determinata dalle sole variazioni di euro, yen e sterlina ipotizzate nell'esercizio.

I canali di trasmissione degli impulsi del cambio alle variabili reali sono i medesimi, ma ovviamente gli effetti sono opposti rispetto a quelli osservati nell'esercizio precedente. Il miglioramento delle ragioni di scambio alimenta i consumi grazie alla riduzione dell'inflazione e al conseguente aumento del reddito disponibile. D'altra parte, l'incremento di prezzo dei beni esportati determina una riduzione di domanda estera di entità superiore all'espansione dei consumi. L'effetto finale sulla crescita reale è quindi negativo, e pari a quattro decimi di punto per l'intera area.

Dal confronto tra i risultati delle prime due simulazioni possono essere tratte ulteriori considerazioni. In particolare, sembrerebbe emergere un'asimmetria di comportamento nelle fasi di apprezzamento e deprezzamento. Nel primo esercizio l'entità della variazione del cambio sia

verso il dollaro che nei confronti della sterlina è di misura inferiore rispetto al secondo (-13,4 e -7,5% circa nella fase di deprezzamento, +18 e +10% in quella di apprezzamento. Ciononostante, l'impatto reale (positivo) del deprezzamento appare superiore a quello (negativo) dell'apprezzamento: il guadagno in termini di PIL nel primo esercizio è più elevato, per l'area nel suo insieme così come per i singoli paesi, rispetto alla riduzione evidenziata nel secondo.

La differenza è essenzialmente determinata dalle esportazioni in volume di beni e servizi, in aumento dell'1,6% nell'episodio di deprezzamento e in contrazione del 1,2% in seguito all'apprezzamento dell'euro. Questa asimmetria sembra derivare dalla differente variazione di competitività nei due episodi, (più elevata nel caso del deprezzamento), a sua volta principalmente attribuibile alle politiche di prezzo differenziate perseguite dagli esportatori nelle fasi di apprezzamento e deprezzamento. Nella prima, i prezzi alle esportazioni sono stati ridotti più di quanto non siano stati incrementati nella seconda.

L'Italia sembra essere, tra le 3 principali economie, il paese maggiormente sensibile alle fasi di apprezzamento esterno dell'euro: in termini di PIL, la riduzione risulta per il 2003 superiore di due decimi a quella francese, di un decimo rispetto a quella tedesca.

Esercizio 3. Effetti dello scostamento del tasso di cambio rispetto ai valori previsti dalla parità del potere d'acquisto nel periodo 1999 – 2002

Nella seconda parte di questo capitolo sono state brevemente ripercorse alcune metodologie di stima di un livello di tasso di cambio di equilibrio. In questo esercizio utilizziamo i valori stimati dall'OCSE¹⁰ sulla base della teoria della parità dei poteri d'acquisto (PPA) come riferimento rispetto al quale misurare gli scostamenti effettivamente realizzati dal cambio del dollaro sull'euro nel periodo 1999-2002. Da un confronto tra i livelli del cambio storico e di PPA (tabelle 3 e 4) si può osservare come, per l'intero periodo considerato, l'andamento del cambio "reale" dell'euro risulti costantemente deprezzato nei confronti di quello "teorico".

La tabella 7 mostra i risultati della simulazione, che vanno interpretati come gli effetti reali ottenuti in seguito all'andamento "storico" del cambio dollaro/euro rispetto a quello "teorico" (e quindi maggiormente apprezzato) indicato dai livelli di PPA.

Si può notare come, dopo un primo anno con effetti simili per tutti i paesi, si manifesti un'asimmetria di reazione tra l'Italia e gli altri partner europei; questi ultimi sembrano essere riusciti a trarre maggiore beneficio, in termini di effetto cumulato sull'intero periodo, dal deprezzamento dell'euro rispetto a quanto si registra per la nostra economia. Tale effetto differenziale può essere ricondotto, in via principale, all'elevata reattività dei prezzi italiani all'inflazione importata, che, come visto, influenzano il PIL sia attraverso la domanda interna che quella estera. L'aumento dei costi, nella misura in cui viene trasferito ai prezzi delle esportazioni, riduce il vantaggio competitivo proveniente dal deprezzamento del cambio. Se inoltre gran parte

¹⁰ Fonte: OCSE, (2003).

Tab. 7 EFFETTI DELLO SCOSTAMENTO DELL'EURO DALLA PPA NEL PERIODO 1999 - 2002
(variazioni in punti percentuali)

	1999	2000	2001	2002	Effetto Cumulato
AREA EURO					
PIL	0,4	0,5	-0,1	0,2	0,9
Consumi privati	-0,3	-0,8	-0,2	0,5	-0,8
Investimenti fissi lordi	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,1
Esportazioni di beni e servizi	1,5	1,4	-0,8	0,8	2,9
Importazioni di beni e servizi	-0,1	-1,1	-1,0	1,3	-0,9
Prezzi al consumo	0,4	1,3	1,1	1,0	3,8
Reddito disponibile	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Costo del lavoro unitario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Altri costi	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ITALIA					
PIL	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,4
Consumi privati	-0,3	-0,7	-0,2	0,7	-0,5
Investimenti fissi lordi	0,4	0,7	0,1	0,5	1,6
Esportazioni di beni e servizi	1,4	0,7	-1,4	0,6	1,3
Importazioni di beni e servizi	-0,2	-1,4	-0,6	1,8	-0,4
Prezzi al consumo	0,3	1,0	1,1	1,2	3,6
Reddito disponibile	0,0	-0,3	0,1	0,1	-0,2
Costo del lavoro unitario	-0,1	0,5	1,5	1,1	3,0
Altri costi	9,0	6,5	-2,9	-0,1	12,5
GERMANIA					
PIL	0,4	0,6	0,2	0,5	1,7
Consumi privati	-0,4	-1,1	-0,2	0,7	-0,9
Investimenti fissi lordi	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1
Esportazioni di beni e servizi	1,8	1,9	-0,7	1,1	4,1
Importazioni di beni e servizi	-0,2	-1,9	-1,7	-1,5	-5,3
Prezzi al consumo	0,4	0,9	0,8	0,8	2,8
Reddito disponibile	-0,2	-0,3	0,1	0,2	-0,1
Costo del lavoro unitario	-0,1	0,3	0,9	0,5	1,6
Altri costi	9,2	6,5	-3,0	-0,1	12,6
FRANCIA					
PIL	0,2	0,3	0,0	0,4	0,9
Consumi privati	-0,3	-0,6	-0,1	0,6	-0,3
Investimenti fissi lordi	0,2	-0,2	-0,7	0,5	-0,2
Esportazioni di beni e servizi	1,4	1,6	-0,2	1,3	4,1
Importazioni di beni e servizi	0,2	-0,6	-0,8	1,6	0,4
Prezzi al consumo	0,3	0,8	0,5	0,3	1,9
Reddito disponibile	-0,1	-0,2	0,2	0,3	0,1
Costo del lavoro unitario	-0,1	0,2	0,6	0,0	0,7
Altri costi	9,0	6,6	-3,0	-0,2	12,4

del commercio avviene con paesi appartenenti alla stessa area valutaria, la perdita di competitività è dovuta principalmente all'aumento dei prezzi dei propri beni.

L'elevato aumento dell'inflazione, in conseguenza del deprezzamento rispetto al livello *benchmark* di PPA, avrebbe ridotto, in Italia, i consumi in misura maggiore rispetto alla Francia e al contempo determinato, attraverso l'erosione del guadagno di competitività, minori benefici dal lato delle esportazioni. Quest'ultimo effetto è conseguenza dell'elevata quota di commercio che il nostro paese intrattiene con quelli appartenenti all'area euro. Per la Germania, che avrebbe registrato incrementi di inflazione inferiori, l'effetto negativo sui consumi è compensato da quello delle esportazioni, essendo la quota di commercio intra-area inferiore a quella italiana. La Francia invece, per la quale le esportazioni nell'area euro rappresentano più della metà del totale, avendo registrato incrementi di inflazione significativamente più contenuti, avrebbe ottenuto un guadagno di competitività nei confronti sia dei paesi extra-area (per via della sottovalutazione del cambio) sia di quelli appartenenti all'area euro (per via del minor incremento dei prezzi).

Riassumendo, gli effetti macroeconomici dei due episodi di deprezzamento e apprezzamento della valuta unica europea appaiono importanti; la variazione di PIL nel 2000 e nel 2003 sarebbe stata pari, per l'intera area, rispettivamente a +5 e -4 decimi di punto a seguito delle oscillazioni del cambio. Giova ricordare che tale effetto è dovuto alle variazioni dei rapporti di cambio rispetto al dollaro delle sole tre valute considerate (euro, yen, sterlina).

Gli esercizi di simulazione hanno evidenziato un'asimmetria di comportamento nelle fasi di deprezzamento e apprezzamento: l'effetto reale (positivo) del primo episodio è risultato superiore a quello (negativo) del secondo, pur in presenza di una variazione del tasso di cambio verso il dollaro di entità inferiore. Un'altra asimmetria è rilevabile nel comportamento dell'economia italiana nell'episodio di apprezzamento del cambio. La maggiore sensibilità al rialzo dei prezzi dei beni importati sembra determinare un impatto negativo sull'economia più intenso di quanto sperimentato dai due principali *competitors* europei, Francia e Germania.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Alberola E., S. Cervero, H. Lopez e A. Ubide (1999), “ Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, ‘Ins’, ‘Out’, and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework” in *IMF Working Paper WP/99/175*.
- Barrell A. e S. Wren-Lewis (1989), “Fundamental Equilibrium Exchange Rates for the G7”, *CEPR Discussion Paper*, N. 323.
- Driver R. e S. Wren-Lewis (1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Washington Institute for International Studies.
- Li Lian Ong (2003), *The Big Mac Index: Application of Purchasing Power Parity*, Palgrave Macmillan.
- OECD (2002), *Purchasing Power Parities and Real Expenditures*, Paris, France
- OECD (2003), *Main Economic Indicators*, giugno.
- Williamson J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington, Institute for International Studies.
- Wren-Lewis S. (2003), *Estimates of Equilibrium Exchange Rates for Sterling against the Euro*, London HM Treasury