

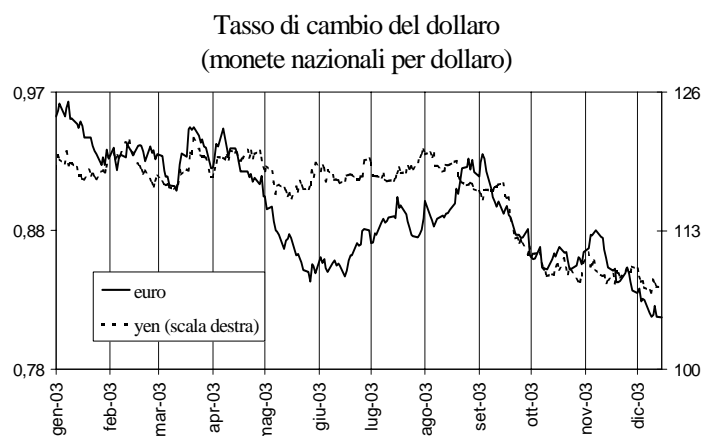


## GLI EFFETTI REALI DEL DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO

*Il tasso di cambio del dollaro sta sperimentando una intensa fase di deprezzamento. La debolezza della valuta statunitense sembra giustificata dalla necessità di riequilibrio del deficit esterno, a fronte di un rallentamento del suo finanziamento tramite afflussi netti di capitale; essa è inoltre una conseguenza del mantenimento, attuale e prospettico, di un policy mix marcatamente espansivo sia dal lato monetario che fiscale. Una fase duratura di debolezza del dollaro rappresenta quindi lo scenario più probabile per i prossimi mesi. Si sono volute verificare le conseguenze di tale ipotesi, in particolare per l'economia europea e giapponese, attraverso alcuni esercizi di simulazione econometrica i cui risultati possono essere così sintetizzati: 1) un ulteriore deprezzamento del cambio effettivo nominale del dollaro determinerebbe nel biennio 2004-05 sensibili effetti di stimolo per l'economia statunitense, ed effetti altrettanto forti, ma di segno opposto, per il Giappone, senza un apprezzabile riduzione del deficit esterno americano; 2) nel caso in cui le autorità monetarie nipponiche riuscissero a stabilizzare il cambio dello yen, le pressioni verso le altre valute, euro compreso, sarebbero più accentuate; 3) per contenere gli effetti negativi sulla crescita dell'area Euro, è cruciale la reazione della Banca Centrale Europea: una pronta risposta della BCE in termini di minori tassi di interesse, rispetto allo scenario di base, limiterebbe il rallentamento del PIL dell'area a solo pochi decimi di punto.*

In una situazione ciclica caratterizzata da convincenti segnali di rafforzamento negli Stati Uniti, il contestuale indebolimento del dollaro può apparire a prima vista sorprendente. Se è vero che una valuta riflette la forza economica, attuale e prospettica, del paese che rappresenta, la tendenza al deprezzamento del biglietto verde diviene difficilmente comprensibile; a maggior ragione se si guarda ai rapporti con l'area europea, nei cui confronti il tasso di cambio non sembra rispecchiare la reale situazione di forza relativa. Il recente raggiungimento del massimo storico nel rapporto di cambio euro/dollaro peraltro coincide con il momento di forte crisi istituzionale dell'Unione, dopo il contrasto verificatosi tra l'Ecofin e la Commissione circa l'applicazione delle regole di disciplina fiscale e il mancato accordo sul progetto di costituzione europea.

Il differente stadio della ripresa riscontra-



Fonte: Datastream

bile nelle tre principali aree geo-economiche del pianeta - oramai consolidata, se non eccessivamente impetuosa, negli Stati Uniti, più contenuta in Europa e Giappone - accresce le preoccupazioni circa le conseguenze reali di una prolungata debolezza della valuta statunitense, soprattutto alla luce del fatto che in almeno un paio delle principali economie europee (Germania e Italia), così come in Giappone, l'*incipit* alla crescita giunge tradizionalmente dalla domanda estera netta e che gli Stati Uniti rappresentano un importante mercato di sbocco per le rispettive esportazioni. Al dollaro sono inoltre legate con un rapporto di cambio fisso o sostanzialmente stabile le valute di alcuni paesi asiatici (Cina, Hong Kong, Singapore, Malesia); considerando anche queste economie, la quota dei mercati influenzati dalle oscillazioni del cambio della valuta statunitense cresce ulteriormente, arrivando per il Giappone a rappresentare, sulla base dei dati relativi al 2001, la metà delle esportazioni totali.

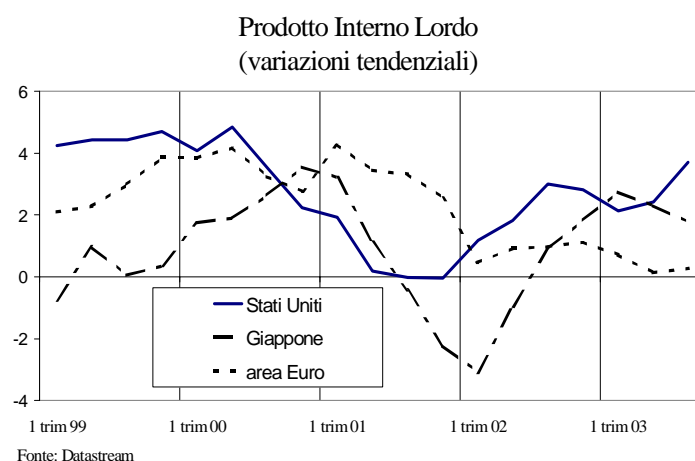
Giustificare, anche *ex post*, l'andamento a breve termine dei tassi di cambio è sempre problematico: le forze che interagiscono sono numerose e determinano effetti di segno contrapposto. Ciononostante è possibile individuare alcuni squilibri di natura macroeconomica che, almeno nel medio periodo, dovrebbero condizionare l'andamento di fondo del tasso di cambio del dollaro.

In questa nota cercheremo di analizzare le ragioni all'origine delle tendenze attuali; sulla base di queste, si formuleranno alcune ipotesi che costituiranno lo scenario di base per alcuni esercizi di simulazione econometrica attraverso i quali quantificare gli effetti reali del deprezzamento della valuta statunitense.

Tab. 1 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE ESPORTAZIONI  
(dati a prezzi correnti)

	Germania				Italia				Giappone			
	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
<i> Mercati </i>												
Stati Uniti	7,1	7,1	10,2	10,4	7,6	7,3	10,2	9,7	31,5	27,3	29,7	30,0
Cina	0,6	1,4	1,6	1,9	0,6	1,2	0,9	1,2	2,1	5,0	6,3	7,7
Hong Kong	0,5	0,7	0,7	0,7	0,9	1,7	1,3	1,2	4,6	6,3	5,7	5,8
Malesia	0,3	0,5	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,9	3,8	2,9	2,7
Singapore	0,5	0,7	0,7	0,6	0,5	0,8	0,6	0,6	3,7	5,2	4,3	3,6
Totale	8,9	10,4	13,4	14,0	9,7	11,3	13,3	13,1	43,8	47,5	49,0	49,9

Fonte: elaborazione ISAE su dati OCSE.



### *Il confronto con gli anni ottanta: alcuni fatti stilizzati.*

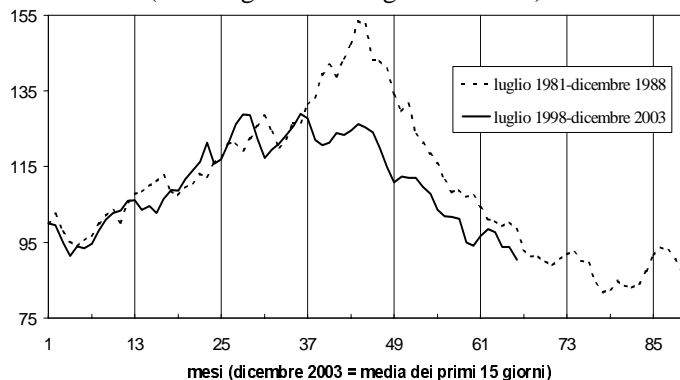
L'andamento del tasso di cambio del dollaro è sempre stato caratterizzato da periodi di intense oscillazioni. In particolare, nei confronti dell'ecu/euro, il "ciclo" valutario più recente mostra notevoli analogie con quello degli anni ottanta. Dalla sovrapposizione grafica dei due periodi è possibile notare come la durata della fase di apprezzamento tra il 1998 e il 2001 assomigli a quella sperimentata nella prima metà del decennio ottanta, anche se l'entità della variazione risulta in quest'ultimo caso superiore. Nella precedente esperienza, tra il punto di minimo (novembre 1981) e di massimo (febbraio 1985), il dollaro si apprezzò del 63 % a fronte del 41% del periodo ottobre 1998 - giugno 2001. La successiva fase di discesa fu particolarmente intensa, determinando un deprezzamento del 46% tra il febbraio 1985 e il dicembre 1987. A tutt'oggi, la variazione dal punto di massimo toccato nel giugno 2001 assomma a circa il 30 per cento.

In entrambi gli episodi, oscillazioni simili si evidenziano, peraltro, nei confronti di tutti i principali *partner* commerciali: anche in termini di tasso di cambio effettivo si nota, infatti, un andamento comparabile per intensità e durata.

Tuttavia le analogie sembrano fermarsi all'evidenza grafica. Profondamente diverse sembrano, infatti, le condizioni di fondo che in quel momento governavano l'economia statunitense e, in generale, la situazione macroeconomica nelle principali aree industrializzate.

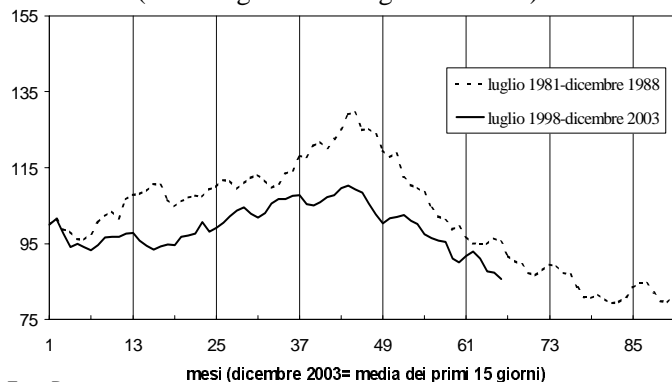
Nella prima metà degli anni ottanta l'espansione fiscale realizzata durante la presidenza Reagan fu bilanciata da una politica monetaria restrittiva. La stretta monetaria risale in

Cambio dollaro ecu/euro  
(indici luglio 1981 e luglio 1998=100)



Fonte: Datastream

Cambio effettivo del dollaro  
(indici: luglio 1981 e luglio 1998=100)



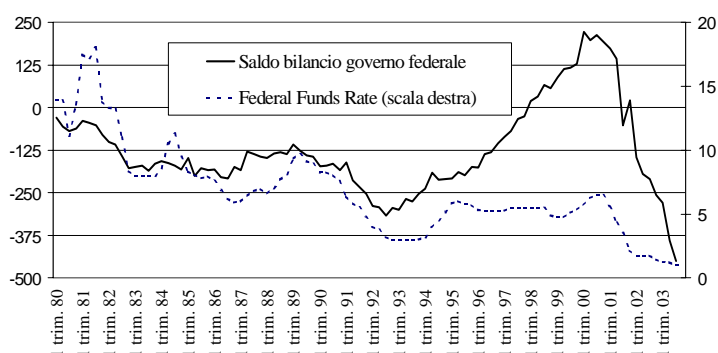
Fonte: Datastream

realtà alla fine degli anni settanta; nei primi mesi del 1981, in presenza di un'inflazione molto elevata (12% la variazione tendenziale in gennaio) i tassi di riferimento arrivarono a toccare il 19 per cento. Successivamente si verificò una discesa, cui seguì una nuova risalita tra l'inizio del 1983 e la fine del 1984. In questo periodo il deficit esterno raggiunse il 3,4% del PIL, un livello notevolmente inferiore a quello attuale (in ottobre il deficit commerciale ha raggiunto quota 41,8 miliardi di dollari; per il 2003 l'OCSE stima un saldo di parte corrente pari al 5% del PIL); il deficit federale si attestò al 3% del PIL, mentre il livello corrente risulta leggermente superiore al 4%; la crescita annua degli Stati Uniti fu particolarmente sostenuta, superando il 7% nel 1984.

La successiva fase di deprezzamento della valuta (1985-1987) fu pilotata di concerto tra le autorità monetarie dei principali paesi industrializzati, che si accordarono per interventi sul mercato dei cambi volti al riequilibrio dei rapporti valutari, dopo la corsa del dollaro nel quinquennio precedente (Accordi del Plaza). Il *policy mix* mutò di segno: la politica fiscale divenne restrittiva, quella monetaria più espansiva. Il deficit di parte corrente si andò via via riducendo, grazie agli effetti del deprezzamento ma anche alla sostenuta domanda dei maggiori paesi industrializzati: verso la fine del decennio la crescita statunitense rimase elevata, ma inferiore a quella tedesca, mentre il Giappone sperimentava la fase più acuta della *bubble-economy* (con tassi di espansione del PIL tra il 6,5% del 1988 e il 5,2% del 1990).

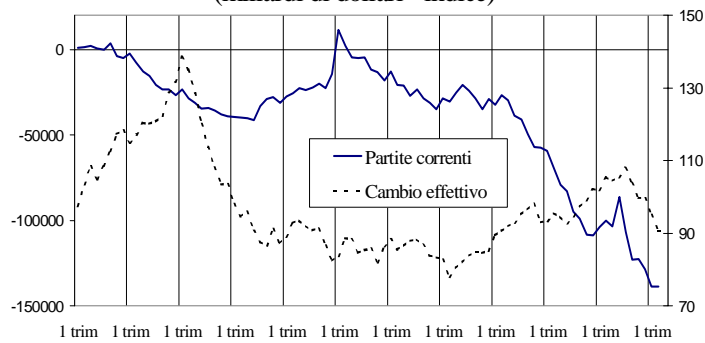
Nel complesso, quindi, l'attuale situazione internazionale risulta alquanto diversa da quella di allora: in particolare, né l'Europa né il Giappone si trovano oggi nelle condizioni di poter assorbire le merci statunitensi sospinte da

Saldo Bilancio Federale e politica monetaria  
(saldo in miliardi di dollari - tasso)



Fonte: Datastream

Saldo partite correnti e cambio effettivo  
(miliardi di dollari - indice)



Fonte: Datastream

un cambio indebolito; del resto, non si profila nel breve periodo un cambiamento dell'attuale *policy mix* statunitense, che ragionevolmente rimarrà orientato in senso espansivo per diversi mesi. Il timore circa i rischi di deflazione più volte espresso da parte della *Federal Reserve*, gli aumenti di produttività e l'ampia capacità produttiva inutilizzata non depongono a favore di un imminente rialzo dei tassi di interesse a breve termine. L'avvicinarsi della scadenza elettorale non sembra peraltro rappresentare il momento più propizio per una inversione dell'attuale impostazione della politica macroeconomica.

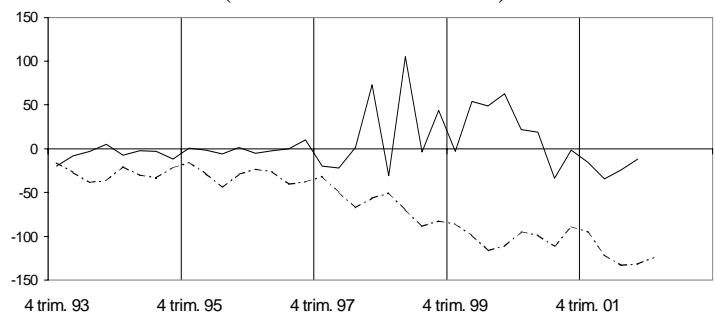
Una ricomposizione del deficit estero non sembra quindi poter contare su un rallentamento della domanda interna statunitense (con conseguente riduzione delle importazioni), né su un incremento di domanda estera (che determinerebbe un aumento di esportazioni), almeno da parte dei principali paesi industrializzati; il deprezzamento del cambio appare quindi l'unico canale percorribile.

### ***Il finanziamento del deficit estero: meccanismi di aggiustamento***

La sostenibilità di un deficit deve essere valutata in relazione alla possibilità del suo finanziamento. La bilancia di parte corrente rappresenta la controparte degli afflussi di capitale; a partire dall'inizio del 2000 la componente privata (che include gli investimenti diretti e l'acquisto di titoli) ha notevolmente ridotto il proprio apporto alla copertura del deficit di parte corrente; nel periodo più recente le banche centrali estere (principalmente quelle asiatiche), tramite l'acquisto di titoli del Tesoro, hanno assolto tale compito.

Gli interventi da parte delle banche centra-

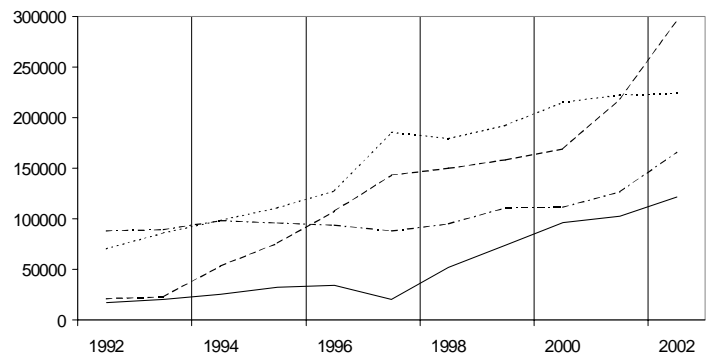
Finanziamento delle partite correnti  
(miliardi di dollari correnti)



Fonte: Datastream

--- Saldo delle partite correnti  
— Acquisti di titoli da privati (netti) + investimenti diretti (netti)

Riserve internazionali, principali paesi dell'est asiatico  
(milioni di dollari correnti)



Fonte: ADB

--- Cina ..... Hong Kong — Corea - · - Taipei

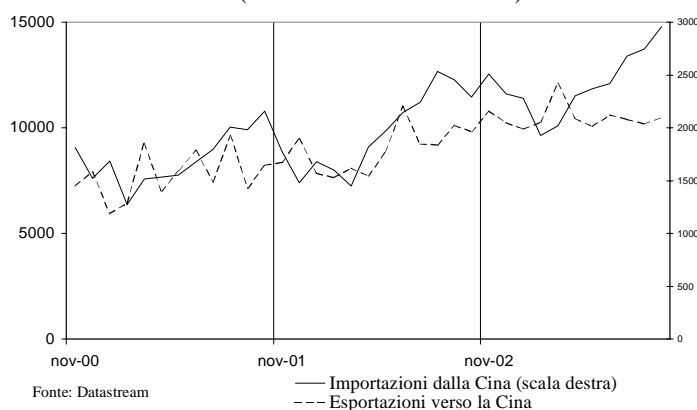
li asiatiche sono mirati a mantenere la parità di cambio nei confronti del dollaro (nel caso della Cina) o quantomeno a contenerne l' apprezzamento (nel caso del Giappone), sostenendo così le proprie esportazioni verso il mercato statunitense. Il crescente deficit degli Stati Uniti nei confronti di queste economie sta però innescando pressioni protezionistiche in particolare nei confronti della Cina; i timori di un inasprimento delle tensioni commerciali non creano un clima favorevole all'afflusso di capitali.

Anche il differenziale di rendimento delle attività finanziarie, attuale e prospettico, appare al momento sfavorevole agli Stati Uniti; questo elemento, che nel recente passato era stato "neutralizzato" dal divario di crescita a favore dell'economia americana, potrebbe, nelle nuove circostanze, contribuire a spiegare il rallentamento degli afflussi di capitali privati.

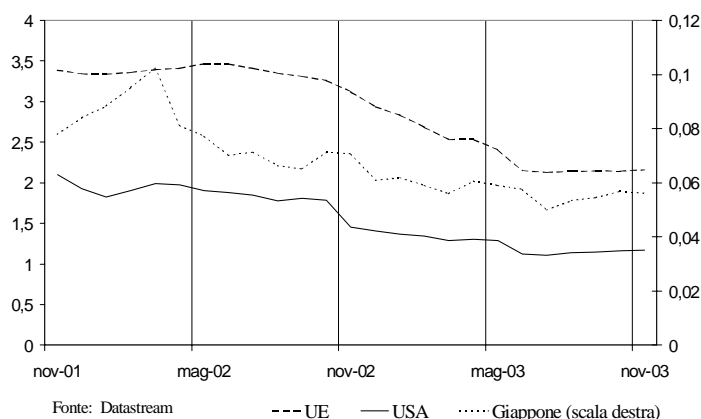
Questi fattori lasciano presupporre un'ulteriore svalutazione del dollaro. E' vero però che alle migliori prospettive statunitensi di ripresa sono legate attese di maggior redditività delle imprese; ciò dovrebbe attrarre investitori esteri, diminuendo, in tal modo, le pressioni al deprezzamento della moneta statunitense. In questo momento il primo gruppo di fattori sembra prevalere sul secondo.

Un ulteriore indebolimento del dollaro appare inoltre coerente rispetto all'ipotesi di mantenimento dell'attuale *policy mix* statunitense. In economia aperta e perfetta mobilità di capitali (modello Mundell-Fleming), infatti, una politica fiscale espansiva dovrebbe determinare, tramite un aumento della domanda interna, un incremento delle importazioni. Si tenga presente che diversi studi hanno evidenziato per gli Stati Uniti una elevata elasticità delle importazioni alla domanda aggregata. Se, da un

Stati Uniti: esportazioni e importazioni verso e dalla Cina (miliardi di dollari correnti)



Rendimento dei titoli a breve termine (3 mesi)



lato, una politica fiscale espansiva aumenta, *ceteris paribus*, il deficit di parte corrente, dall'altro dovrebbe però determinare, attraverso l'aumento dei tassi di interesse necessari per compensare la maggior domanda di moneta, un apprezzamento del cambio. Ma se la domanda di moneta viene soddisfatta attraverso una politica monetaria espansiva, come nel caso attuale, l'incremento della domanda aggregata è massimo; per preservare l'equilibrio di parte corrente il cambio deve quindi deprezzarsi.

E' inoltre probabile che, rispetto al passato, una politica monetaria espansiva possa essere mantenuta più a lungo, grazie al minore impatto che il deprezzamento del cambio esercita sui prezzi interni; negli ultimi anni è infatti aumentata la quota di importazioni americana di beni provenienti da quei paesi le cui valute sono legate al dollaro.

### ***Gli effetti di un deprezzamento del dollaro***

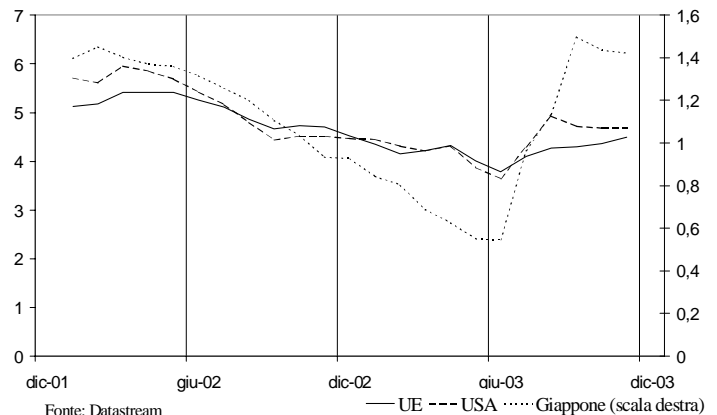
Le considerazioni fin qui svolte ci portano a ritenere che una fase di ulteriore deprezzamento del dollaro rappresenti lo scenario più probabile per i prossimi mesi.

Il nostro obiettivo è quello di verificare, da un lato, quanto tale tendenza possa costituire, attraverso il freno alle esportazioni, un ostacolo alla incipiente ripresa di Europa e Giappone; dall'altro, se un ulteriore indebolimento del dollaro sarebbe in grado di migliorare, e in quale misura, il saldo di parte corrente degli Stati Uniti.

#### **Simulazione 1: deprezzamento del cambio effettivo del dollaro del 10 per cento**

A tal scopo si sono condotti, con l'ausilio del modello macroeconomico dell'*Oxford Economic Forecast*, alcuni esercizi di simula-

Rendimenti dei titoli a lungo termine (10 anni)





zione. Nel primo si è ipotizzato un deprezzamento del 10% del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro nel corso del primo trimestre 2004, mantenendo poi costante tale differenza rispetto allo scenario base; si è però esclusa l'ipotesi di rivalutazione della moneta cinese, che manterrebbe quindi l'attuale parità di cambio rispetto al dollaro. Si è inoltre supposta una sostanziale invarianza nella conduzione della politica monetaria della Federal Reserve nel corso del 2004, con un incremento minimo dei tassi di interesse a 3 mesi, pari a un decimo di punto, e un più marcato rialzo nell'anno successivo (otto decimi di punto rispetto alla base in media d'anno).

L'effetto espansivo sulla crescita degli Stati Uniti sarebbe di entità non trascurabile: il PIL risulterebbe più elevato di 3 decimi di punto nel 2004 e di sette decimi nel 2005. L'effetto combinato degli impulsi espansivi di *policy* e di un deprezzamento del cambio condurrebbe nel 2004 a un incremento dei prezzi al consumo di 1,3 punti rispetto alla base, pari ad un livello del 3,3%; l'aumento nel 2005 (1,6 punti rispetto alla base) determinerebbe un tasso di inflazione pari al 3,9%. Le esportazioni beneficerebbero della maggiore competitività di prezzo, aumentando nel 2004 del 9% in valore; l'elevata elasticità delle importazioni alla domanda aggregata configurerebbe un temporaneo aumento in valore delle stesse (5,8% nel 2004), a cui seguirebbe nel 2005 un decremento (-2,3%). Di conseguenza, il saldo di parte corrente peggiorerebbe leggermente nel 2004 per poi migliorare l'anno seguente; in termini di PIL, si tratta di variazioni poco significative, dato l'effetto marcatamente espansivo sulla crescita esercitato dallo shock sul mercato dei cambi.

In sintesi, un deprezzamento del dollaro di

Tab. 2.1 SIMULAZIONE 1. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Stati Uniti	
	2004	2005
PIL	0,3	0,7
Inflazione	1,3	1,6
Esportazioni di beni (1)	9,0	0,5
Importazioni di beni (1)	5,8	-2,3
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,1	0,2
Tassi di interesse a tre mesi (2)	0,1	0,8

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

Tab. 2.2 SIMULAZIONE 1. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Area Euro	
	2004	2005
PIL	-0,1	-0,2
Inflazione	-0,1	-0,1
Esportazioni di beni (1)	-0,1	-1,1
Importazioni di beni (1)	0,9	-1,2
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,3	-0,3
Tassi di interesse a tre mesi (2)	-0,2	-0,5

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

Tab. 2.3 SIMULAZIONE 1. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Giappone	
	2004	2005
PIL	-0,4	-0,8
Inflazione	-0,1	-0,3
Esportazioni di beni (1)	-1,9	-3,0
Importazioni di beni (1)	1,3	-2,1
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,3	-0,4
Tassi di interesse a tre mesi (2)	-0,1	-0,1

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

questa entità non appare risolutivo, quantomeno come “effetto d’impatto”, rispetto all’obiettivo del risanamento del deficit estero statunitense; d’altro canto, le ripercussioni reali di tale andamento appaiono rilevanti, in particolare per il Giappone. L’apprezzamento dello yen condurrebbe, infatti, a una sensibile riduzione della crescita rispetto allo scenario base, pari a 4 decimi nel 2004 e a 8 decimi nel 2005, con indesiderate conseguenze in termini di deflazione. Gli effetti negativi sul PIL dell’area Euro sarebbero invece più ridotti, grazie alla minore esposizione commerciale verso gli Stati Uniti e verso i paesi le cui valute sono legate al dollaro: un decimo di punto in meno nel 2004, due decimi nel 2005. Questo risultato dipenderebbe in misura cruciale dalla risposta dell’autorità monetaria europea; in altri termini, una pronta riduzione dei tassi di interesse della Banca Centrale Europea di fronte a un apprezzamento duraturo dell’euro (i tassi di mercato a 3 mesi diminuirebbero di 2 e 5 decimi di punto rispetto allo scenario di base nel biennio in esame) riuscirebbe a limitarne gli effetti negativi sulla crescita.

#### Simulazione 2: lo yen stabile

Come precedentemente ricordato, negli ultimi mesi la banca centrale del Giappone è in realtà ripetutamente intervenuta sul mercato con lo scopo di limitare la tendenza all’apprezzamento dello yen. In un secondo esercizio abbiamo quindi voluto ipotizzare la prosecuzione di tali interventi, postulando il mantenimento di un livello di cambio pari alla media del quarto trimestre 2003 per tutto l’anno successivo (108 yen per dollaro), per poi assumere per il 2005 l’andamento di fondo previsto dal modello, pari ad un livello medio di 113,82 yen per dollaro. Il mantenimento di una stabilità del

Tab. 3.1 SIMULAZIONE 2. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Stati Uniti	
	2004	2005
PIL	0,2	0,5
Inflazione	1,2	1,4
Esportazioni di beni (1)	7,7	-1,6
Importazioni di beni (1)	5,2	-2,8
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,1	0,2
Tassi di interesse a tre mesi (2)	0,1	0,8

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d’anno.

Tab. 3.2 SIMULAZIONE 2. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Area Euro	
	2004	2005
PIL	-0,2	-0,2
Inflazione	-0,3	-0,4
Esportazioni di beni (1)	-1,5	-1,4
Importazioni di beni (1)	-0,8	-1,2
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,2	-0,3
Tassi di interesse a tre mesi (2)	-0,5	-0,9

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d’anno.

Tab. 3.3 SIMULAZIONE 2. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Giappone	
	2004	2005
PIL	0,1	-0,3
Inflazione	0,5	0,7
Esportazioni di beni (1)	5,4	-0,8
Importazioni di beni (1)	6,3	-3,0
Partite correnti in percentuale del PIL	0,0	0,2
Tassi di interesse a tre mesi (2)	0,1	0,4

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d’anno.



cambio yen/dollaro nel 2004 comporterebbe un modesto incremento di PIL giapponese (un decimo di punto); nel 2005, nonostante il deprezzamento dello yen, si determinerebbe una riduzione di 3 decimi rispetto alla base, dovuta ad una contrazione in termini reali del reddito disponibile delle famiglie.

L'esclusione del Giappone dal novero dei paesi nei cui confronti si ipotizza un deprezzamento del dollaro ridurrebbe, di conseguenza, l'impatto positivo sulla crescita USA rispetto a quanto evidenziato nella prima simulazione.

Nel 2004 l'effetto sull'area Euro sarebbe leggermente superiore rispetto allo scenario base (due decimi di punto in entrambi gli anni). Anche in questo caso tale risultato si otterrebbe a fronte di un comportamento della BCE sufficientemente reattivo, volto ad evitare conseguenze eccessivamente negative sulla crescita: i tassi di interesse a breve termine, direttamente influenzati da quelli ufficiali, si ridurrebbero infatti di 5 e 9 decimi di punto rispetto all'andamento dello scenario di base. La più ampia diminuzione dei tassi nel secondo esercizio è coerente con le ipotesi formulate: il mantenimento dell'entità complessiva del deprezzamento del cambio effettivo nominale del dollaro (10%) equivale a ipotizzare, rispetto alla prima simulazione, un maggiore deprezzamento bilaterale nei confronti delle n-1 valute considerate; l'apprezzamento dell'euro sarebbe quindi, in questo caso, superiore.

#### Simulazione 3: le conseguenze di un'assenza di reazione della BCE

In una terza simulazione abbiamo voluto verificare gli effetti reali del deprezzamento del dollaro nel caso in cui la Banca Centrale Europea si dimostrasse totalmente indifferente all'andamento del cambio. Oltre alle ipotesi già

Tab. 4.1 SIMULAZIONE 3. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Stati Uniti	
	2004	2005
PIL	0,2	0,5
Inflazione	1,2	1,4
Esportazioni di beni (1)	7,7	-1,6
Importazioni di beni (1)	5,2	-2,8
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,1	0,2
Tassi di interesse a tre mesi (2)	0,1	0,8

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

Tab. 4.2 SIMULAZIONE 3. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Area Euro	
	2004	2005
PIL	-0,3	-0,4
Inflazione	-0,3	-0,5
Esportazioni di beni (1)	-1,8	-2,0
Importazioni di beni (1)	-1,2	-2,0
Partite correnti in percentuale del PIL	-0,2	-0,2
Tassi di interesse a tre mesi (3)	0,0	0,0

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

Tab. 4.3 SIMULAZIONE 3. VARIAZIONI IN PUNTI PERCENTUALI RISPETTO ALLO SCENARIO DI BASE (se non altrimenti specificato)

	Giappone	
	2004	2005
PIL	0,0	-0,3
Inflazione	0,5	0,6
Esportazioni di beni (1)	5,3	-1,1
Importazioni di beni (1)	6,2	-3,3
Partite correnti in percentuale del PIL	0,0	0,2
Tassi di interesse a tre mesi (2)	0,1	0,4

(1) Prezzi correnti.

(2) Variazione in media d'anno.

formulate nel secondo esercizio, si è quindi considerato un comportamento meno accomodante da parte della BCE, con i tassi di mercato a breve termine “fermi” al profilo della base; ciò equivale a prevedere per il 2004 un livello medio pari ai valori attuali (2%) ed una risalita nel 2005 fino al 2,8 per cento.

In questo caso la riduzione di PIL per l’area Euro sarebbe più sensibile rispetto alla simulazione precedente: rispettivamente 3 e 4 decimi di punto nel biennio considerato.

*La presente nota è stata chiusa con le informazioni disponibili al 15 dicembre 2003. E’ stata curata da Claudio Vicarelli, con la collaborazione di Margherita Cagiano de Azevedo, Clemente De Lucia e Marco Fioramanti, e la supervisione di Sergio de Nardis.*