

# I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro

Questo articolo presenta i risultati dei lavori svolti dall'inizio del 1999 dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali per elaborare degli indici dei tassi di cambio effettivi dell'euro appropriati per le esigenze dell'Eurosistema e basati su una metodologia comune. Tali lavori hanno portato all'elaborazione di due gruppi di indicatori: (i) un tasso di cambio effettivo nominale e più tassi di cambio effettivi reali, deflazionati con diversi indici di prezzi e di costi e riferiti a un gruppo ristretto di partner commerciali dell'area dell'euro composto da 13 paesi industriali e di nuova industrializzazione; (ii) un tasso di cambio effettivo nominale e un tasso di cambio effettivo reale riferiti a un gruppo ampio di partner commerciali composto da 39 paesi fra cui diverse economie emergenti e in transizione. Il gruppo ristretto e quello ampio di partner commerciali rappresentavano, rispettivamente, circa il 62 e l'89 per cento del commercio di manufatti dell'area dell'euro (importazioni ed esportazioni) nel periodo 1995-97.

La metodologia utilizzata per calcolare i pesi su cui si basano i tassi di cambio effettivi dell'Eurosistema è simile a quella utilizzata per gli indici dei tassi di cambio effettivi pubblicati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). I pesi utilizzati per costruire gli indici sono basati sul commercio complessivo di manufatti con paesi al di fuori dell'area dell'euro e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Lo schema di ponderazione è fisso; tuttavia, i pesi saranno aggiornati ogni cinque anni. I dati storici per gli indicatori riferiti ai gruppi ristretto e ampio di paesi sono calcolati aggregando i dati dei singoli paesi dell'area dell'euro e utilizzando un euro "teorico" calcolato, prima del 1999, con riferimento alle singole monete dei paesi partecipanti all'area dell'euro.

## I Introduzione

Il tasso di cambio effettivo (TCE) nominale è una misura sintetica del valore esterno della moneta di un paese rispetto alle monete dei suoi principali partner commerciali, mentre il TCE reale – ottenuto deflazionando il tasso nominale mediante appropriati indici dei prezzi e dei costi – rappresenta l'indicatore di competitività internazionale di prezzo e di costo più comunemente utilizzato.

Nella fase preparatoria all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM), la BCE e le BCN dei paesi partecipanti hanno cominciato i lavori per l'elaborazione di un insieme di indicatori di TCE per la moneta unica sulla base di una metodologia comune. Tale progetto era volto soprattutto a sopperire alla mancanza di indicatori che considerino l'area dell'euro nel suo insieme, assicurando nel contempo il ricorso a metodologie rigorose e rispondenti alle esigenze specifiche dell'Eurosistema.

Alla luce di questi obiettivi prioritari, sono stati elaborati due gruppi di tassi di cambio effettivi, riferiti, rispettivamente, a un insieme ristretto e uno ampio di partner commerciali, in modo da conciliare efficacemente le esigenze, contrapposte, di massima copertura degli

scambi commerciali e disponibilità dei dati, consentendo nel contempo un aggiornamento tempestivo degli indicatori. In particolare, tale duplice approccio assicura che: (i) il valore esterno dell'euro e la competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro possano essere valutate in modo esaustivo nei confronti di un numero relativamente ristretto di paesi rappresentativi di una quota sufficientemente ampia del commercio dell'area dell'euro, per i quali siano disponibili tempestivamente dati affidabili; (ii) si possa valutare la competitività dell'area dell'euro, anche se solo in termini di prezzi al consumo relativi, rispetto a un gruppo esteso di partner commerciali comprensivo anche di paesi candidati all'adesione e di economie emergenti dell'Asia, dell'America latina e dell'Europa orientale, oltre ad altri importanti partner commerciali nel resto del mondo.

La maggiore copertura fornita dal gruppo ampio di partner commerciali serve a perseguire anche un altro obiettivo. Tale gruppo è sufficientemente ampio da consentire il calcolo di indicatori di competitività nazionali per i paesi dell'area dell'euro, sulla base della stessa metodologia comune. Questi indicatori potrebbero fornire informazioni utili sulla posizione competitiva dei singoli paesi dell'area dell'euro, tenuto conto del

fatto che la struttura dell'interscambio con il resto del mondo potrebbe differire tra questi paesi.

I TCE reali per l'euro elaborati dall'Eurosistema e presentati in questo articolo sono concepiti essenzialmente per misurare le variazioni della competitività internazionale dell'area dell'euro in termini di prezzi e di costi e, pertanto, potrebbero rivelarsi non particolarmente adeguati per valutare l'impatto di variazioni dei tassi di cambio sull'inflazione interna tramite i prezzi alle importazioni. Per risolvere tale problema, è attualmente in esame la possibilità di costruire un

indicatore di tasso di cambio effettivo reale basato sui prezzi delle importazioni e con pesi appropriati.

Infine, va notato che in questo articolo il termine "competitività" è utilizzato con riferimento solo agli andamenti dei prezzi e dei costi relativi fra l'area dell'euro e i propri partner commerciali, dato che gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale non prendono in considerazione altri fattori di competitività internazionale, come la qualità dei prodotti, l'innovazione e la flessibilità dei mercati del lavoro.

## 2 Problemi metodologici

### **Aggregato merceologico di riferimento per il calcolo dei pesi**

I pesi necessari per costruire i TCE reali e nominali dell'euro sono calcolati sulla base dei flussi di commercio di manufatti come definiti dalle categorie 5-8 dello schema SITC (SITC 5-8), con riferimento alla loro media nel triennio 1995-97. Il commercio di manufatti rappresenta il riferimento più adeguato per il calcolo dei TCE dell'Eurosistema, soprattutto in virtù della forte incidenza del settore manifatturiero sul commercio totale dell'area dell'euro. Anche se, in linea di principio, sarebbe auspicabile includere nel calcolo l'interscambio di servizi, i dati relativi alle transazioni di servizi e ai loro prezzi sono relativamente scarsi e presentano un basso livello di comparabilità fra paesi.

### **La selezione dei paesi partner**

L'area dell'euro intrattiene relazioni commerciali significative con un elevato numero di paesi in tutto il mondo. Ciò implica che l'andamento dei tassi di cambio effettivi dell'euro e l'evoluzione della competitività dell'area dell'euro devono essere misurati rispetto a un numero elevato di monete e di partner commerciali in tutto il mondo, fra cui figurano anche economie di mercato emergenti e economie in transizione. D'altra parte, per diversi di questi paesi esiste il rischio che i dati necessari, soprattutto gli indici dei prezzi e dei costi, non siano disponibili con tempestività o ad alta frequenza; inoltre, alcuni di questi paesi

potrebbero anche presentare una tendenza a registrare tassi di inflazione elevati e quindi di un forte e protratto deprezzamento nominale della loro moneta. Sulla base di queste considerazioni, l'Eurosistema ha deciso di elaborare i propri indicatori dei TCE sulla base di un duplice approccio, ovvero facendo riferimento a due gruppi di paesi: un gruppo ristretto composto da 13 paesi partner industriali e di nuova industrializzazione e un gruppo ampio composto da 39 partner commerciali.

I criteri utilizzati per scegliere i paesi da includere in ciascuno di questi due gruppi sono diversi e riguardano non solo la loro importanza relativa in qualità di partner commerciali dell'area dell'euro, ma anche le proprietà che il risultante indicatore di TCE dovrebbe idealmente esibire. Il gruppo ristretto, che copre una porzione significativa del commercio totale di manufatti dell'area dell'euro (il 62 per cento nel 1995-97), è composto da quei partner commerciali dell'area dell'euro che (i) hanno legami commerciali significativi con l'area dell'euro, e per i quali (ii) è garantita la disponibilità giornaliera di dati sui tassi di cambio e (iii) esiste una gamma sufficientemente ampia di indici dei prezzi e dei costi su base mensile o trimestrale, disponibile in modo relativamente tempestivo e affidabile.

Il gruppo ampio, che copre l'89 per cento del commercio estero di manufatti dell'area dell'euro nel periodo 1995-97, comprende, oltre ai paesi del gruppo ristretto, anche altri paesi

in possesso di almeno una delle seguenti caratteristiche: (i) una quota individuale nel commercio totale di manufatti dell'area dell'euro superiore all'1 per cento, (ii) appartenenza al gruppo dei paesi candidati all'adesione all'UE e (iii) legami commerciali significativi con singoli paesi dell'area dell'euro, anche in presenza di una quota ridotta nello scambio totale di manufatti dell'area. Insieme a questi criteri di selezione, la composizione del gruppo ampio è stata determinata anche dalla disponibilità su base mensile, in modo tempestivo e affidabile, dell'indice dei prezzi al consumo.

In termini di pesi globali del commercio, i due principali partner commerciali dell'area dell'euro sono gli Stati Uniti e il Regno Unito, cui corrispondono dei pesi molto simili, pari al 24 per cento circa ciascuno nell'indice ristretto e al 17 per cento nell'indice ampio (cfr. la tavola 1). I partner commerciali al terzo e al quarto posto in ordine di importanza – il Giappone e la Svizzera – hanno rispettivamente un peso pari al 15 e al 9 per cento nell'indice ristretto e al 10 e al 6 per cento in quello ampio. Tutti gli altri partner commerciali vantano una quota inferiore al 5 per cento in entrambi gli indici, a riprova dell'ampia dispersione del commercio estero dell'area dell'euro.

In termini di raggruppamenti regionali, le economie industriali europee non comprese nell'area dell'euro rappresentano chiaramente il gruppo più importante nel commercio estero dell'area, con un peso pari a circa il 34 per cento nell'indice ampio. La regione al secondo posto per dimensioni è l'Asia, con il 20 per cento circa, seguita dal Nord America, con il 18 per cento circa. Le economie in transizione dell'Europa orientale e la Russia rappresentano insieme l'11 per cento circa mentre l'America latina pesa intorno al 5 per cento. La quota restante comprende paesi dell'Africa, del Medio Oriente e dell'Oceania. I partner commerciali che sono stati esclusi dal gruppo ampio, pur rappresentando nell'insieme l'11 per cento circa del commercio totale di manufatti dell'area dell'euro, vantano singolarmente quote ridotte nel commercio dell'area dell'euro e intrattengono relazioni commerciali limitate con i singoli paesi dell'area.

## Il metodo di ponderazione

La metodologia utilizzata per il calcolo dei pesi necessari per la costruzione degli indici dei TCE dell'euro è simile a quella usata per gli indici dei tassi di cambio effettivi pubblicati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). I TCE nominali dell'Eurosistema sono costruiti applicando ai tassi di cambio bilaterali dell'euro con le monete dei partner commerciali pesi globali basati sul commercio di tali paesi con l'area (cfr. Appendice). Questi pesi globali incorporano informazioni sulle esportazioni e sulle importazioni ed escludono il commercio intra-area. I pesi delle importazioni corrispondono semplicemente alle quote dei singoli paesi partner nelle importazioni totali dell'area da paesi terzi. Le esportazioni sono soggette a una doppia ponderazione al fine di cogliere gli effetti della concorrenza sui mercati terzi, ovvero del fatto che gli esportatori dell'area dell'euro competono sui mercati esteri sia con i produttori locali sia con gli esportatori di paesi terzi. Poiché la doppia ponderazione delle esportazioni richiede una misura dell'offerta interna di manufatti su ciascun mercato di esportazione, questa viene stimata sottraendo le esportazioni nette di manufatti di ciascun paese partner dal suo valore aggiunto del settore manifatturiero.

I pesi globali ottenuti per entrambi i gruppi di partner commerciali sono presentati nella tavola 1, insieme alle semplici quote di commercio totale di manufatti dell'area dell'euro (ovvero, la media di importazioni più esportazioni) detenute dai paesi partner. Un semplice confronto fra i due insiemi di pesi per ciascun gruppo rivela quanto sia importante tenere conto degli effetti della concorrenza sui mercati terzi. Quei partner commerciali che sono importanti fornitori di manufatti a livello globale, e rappresentano pertanto dei temibili concorrenti per gli esportatori dell'area dell'euro sui mercati terzi, tendono ad assumere pesi superiori a quelli che corrispondono semplicemente alle rispettive quote nel commercio totale di manufatti dell'area dell'euro. Ciò si riscontra soprattutto nel caso degli Stati Uniti, del Giappone, e delle economie asiatiche di nuova industrializzazione.

Questo schema di ponderazione è fisso, nel senso che gli stessi pesi sono utilizzati in maniera

**Tavola I****Pesi nell'indice di cambio effettivo ristretto e ampio calcolati dalla BCE***(valori percentuali)*

Paesi partner	Quota semplice nel commercio di manufatti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Peso globale nell'indice di TCE ristretto <sup>2)</sup>	Quota semplice nel commercio di manufatti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Peso globale nell'indice di TCE ampio <sup>2)</sup>
<b>Gruppo ampio <sup>3)</sup></b>			<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Gruppo ristretto <sup>3)</sup></b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>69,32</b>	<b>69,69</b>
<i>Australia</i>	1,27	1,12	0,88	0,79
<i>Canada</i>	1,84	1,93	1,28	1,45
<i>Corea del Sud</i>	2,92	4,80	2,03	2,76
<i>Danimarca</i>	3,91	3,45	2,71	2,55
<i>Giappone</i>	10,01	14,78	6,94	9,98
<i>Grecia</i>	1,87	1,47	1,30	1,10
<i>Hong Kong (R.A.S.)</i>	2,68	3,83	1,85	2,03
<i>Norvegia</i>	2,10	1,68	1,45	1,32
<i>Regno Unito</i>	29,48	23,92	20,43	17,85
<i>Singapore</i>	2,36	3,44	1,63	2,04
<i>Stati Uniti</i>	23,29	24,72	16,15	17,07
<i>Svezia</i>	7,07	6,14	4,90	4,31
<i>Svizzera</i>	11,20	8,71	7,76	6,44
<b>Paesi aggiuntivi nel gruppo ampio</b>			<b>30,68</b>	<b>30,31</b>
<i>Algeria</i>			0,38	0,32
<i>Argentina</i>			0,58	0,53
<i>Brasile</i>			1,42	1,43
<i>Cina</i>			3,69	3,99
<i>Cipro</i>			0,15	0,10
<i>Croazia</i>			0,51	0,49
<i>Estonia</i>			0,17	0,15
<i>Filippine</i>			0,44	0,42
<i>India</i>			1,32	1,46
<i>Indonesia</i>			0,94	0,91
<i>Israele</i>			1,26	1,08
<i>Malesia</i>			1,18	1,30
<i>Marocco</i>			0,72	0,63
<i>Messico</i>			0,69	0,82
<i>Nuova Zelanda</i>			0,14	0,20
<i>Polonia</i>			2,61	2,29
<i>Repubblica Ceca</i>			2,09	1,83
<i>Romania</i>			0,73	0,68
<i>Russia</i>			2,11	2,33
<i>Slovacchia</i>			0,69	0,76
<i>Slovenia</i>			0,95	0,81
<i>Sud Africa</i>			0,89	0,89
<i>Tailandia</i>			1,10	1,20
<i>Taiwan</i>			1,94	2,13
<i>Turchia</i>			2,21	2,04
<i>Ungheria</i>			1,77	1,52

Fonti: Eurostat (Comext) ed elaborazioni della BCE.

- 1) Quote semplici delle importazioni ed esportazioni nel commercio totale di manufatti dell'area dell'euro, escludendo gli effetti della concorrenza su mercati terzi.
- 2) I pesi globali sono ottenuti come media ponderata dei pesi semplici alle importazioni e dei pesi alle esportazioni ricavati con la doppia ponderazione, ossia tenendo conto anche della concorrenza sui mercati terzi.
- 3) Il gruppo ristretto e il gruppo ampio rappresentano, rispettivamente, il 62 e l'89 per cento dell'interscambio totale di manufatti dell'area dell'euro nel periodo 1995-97.

uniforme sull'intero periodo per cui sono calcolati gli indici di tasso di cambio effettivo. Tuttavia, i pesi saranno aggiornati ogni cinque anni al fine di cogliere i cambiamenti nella struttura del commercio internazionale.

### La proxy del tasso di cambio dell'euro per il periodo 1990-1998

Poiché i tassi di cambio dell'euro sono disponibili solo dall'inizio della Terza fase dell'UEM, i dati per i tassi di cambio effettivi relativi al periodo precedente all'introduzione dell'euro sono calcolati utilizzando un paniere delle monete dei paesi che oggi costituiscono l'area dell'euro. I pesi relativi ai tassi di cambio dell'euro "teorico" prima del 1999 sono basati sulla quota di ciascun paese dell'area dell'euro nel commercio totale di manufatti (la media del triennio 1995-97) fra l'area dell'euro e il resto del mondo. Al fine di assicurare la coerenza con il metodo di ponderazione usato per calcolare i pesi globali del commercio dei tassi di cambio effettivi dell'euro, il commercio totale di manufatti è definito quale somma delle esportazioni totali dell'area dell'euro e delle importazioni dell'area dai paesi partner. Ciò implica l'uso di due insiemi di pesi, a seconda che si utilizzi il gruppo

ristretto o ampio di partner commerciali (cfr. la nota alla tavola 2). Il risultante indicatore composito dell'euro teorico riassume in sé gli andamenti dei tassi di cambio dei paesi che ora compongono l'area dell'euro, offrendo così una sintesi del valore esterno delle monete dell'area durante gli anni novanta (cfr. Appendice).

### La scelta dei deflatori

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro misurano la competitività di prezzo e di costo dei produttori dell'area dell'euro rispetto ai loro partner commerciali. Tali indicatori sono definiti come i prezzi relativi dell'area dell'euro rispetto ai suoi partner commerciali, espressi in una valuta comune e sono costruiti deflazionando l'indice di TCE nominale con appropriati indicatori di prezzi e costi.

Nel caso del gruppo ristretto di partner commerciali, la posizione competitiva dell'area dell'euro è misurata in termini di diversi deflatori, quali i prezzi al consumo, i prezzi alla produzione (o all'ingrosso) e il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore manifatturiero. Sono in corso lavori per ampliare il novero dei tassi di cambio effettivi dell'Eurosistema mediante l'utilizzo di altri deflatori, come per esempio i deflatori

## Tavola 2

### Pesi per la costruzione dell'euro "teorico" prima del 1999 <sup>1)</sup>

(valori percentuali)

Valute confluite nell'UEM	Pesi dell'euro "teorico" nell'indice ristretto	Pesi dell'euro "teorico" nell'indice ampio
Marco tedesco	34,66	35,52
Franco francese	17,83	17,38
Lira italiana	14,34	14,20
Fiorino olandese	9,19	9,32
Franco belga-lussemburghese	8,01	8,04
Peseta spagnola	4,95	4,94
Sterlina irlandese	3,75	3,47
Marco finlandese	3,27	3,07
Scellino austriaco	2,91	3,02
Scudo portoghese	1,08	1,05

Fonti: Eurostat (Comext) ed elaborazioni della BCE (su dati relativi agli anni 1995-97).

1) Il ricorso a due gruppi di pesi per l'euro "teorico" è reso necessario dal metodo di doppia ponderazione utilizzato per calcolare i pesi alle esportazioni per gli indici di TCE. In base a questa metodologia, si ipotizza che le esportazioni di manufatti, nonché la produzione interna del settore manifatturiero dei paesi non inclusi nel gruppo ristretto (ampio), definito per comodità "resto del mondo", non competano con i beni prodotti dai paesi concorrenti (cfr. appendice 1 in P. Turner e J. Van't dack, Measuring International Price and Cost Competitiveness, BIS Economic Papers n. 39, 1993). In tale modo la definizione di interscambio complessivo dell'area dell'euro che sottende il calcolo dei pesi dell'euro "teorico" non include le importazioni dal "resto del mondo".

del PIL e il costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera economia. Per il gruppo ampio si utilizzano solo i prezzi al consumo, poiché mancano altre misure di prezzi e di costi che siano comparabili e disponibili in modo tempestivo.

L'andamento dei prezzi rispetto ai due gruppi è sintetizzato applicando i pesi globali basati sul commercio agli appropriati indici dei prezzi dei partner commerciali. Per l'area dell'euro tale andamento è descritto, per quanto possibile, mediante indicatori comparabili riferiti all'area. In particolare, per gli andamenti dei prezzi al consumo e dei prezzi alla produzione dell'area dell'euro si utilizzano l'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e gli indici dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero elaborati dall'Eurostat. In mancanza di dati pubblicati sul costo del lavoro per unità di prodotto dell'Eurostat, il CLUP nel settore manifatturiero dell'area nel suo complesso è stato calcolato aggregando in modo appropriato i corrispondenti indicatori nazionali relativi ai paesi dell'area dell'euro.

### Periodo base e frequenza degli indicatori dei tassi di cambio effettivi

Tutti gli indicatori dei tassi di cambio effettivi utilizzano come periodo base il primo trimestre del 1999 (1° trim. 1999 = 100). Questa scelta dipende dal fatto che tale periodo coincide con l'avvio

della Terza fase dell'UEM ed è sufficientemente lungo per minimizzare le possibili distorsioni derivanti dalla selezione di un particolare giorno quale base degli indici. La scelta di tale periodo di riferimento non è in alcun modo connessa a un concetto di "valore di equilibrio" dell'euro.

Per quanto riguarda la frequenza dei dati delle serie dei tassi di cambio effettivi, l'indice di TCE nominale relativo al gruppo ristretto di partner commerciali è pubblicato con frequenza giornaliera sul sito Internet della BCE, poiché rappresenta una misura sintetica dell'andamento di breve periodo del mercato dei cambi. Il TCE nominale per il gruppo ampio sarà pubblicato con cadenza mensile. L'indice di tasso di cambio effettivo reale relativo al gruppo ristretto e basato sui prezzi al consumo viene pubblicato mensilmente, così come avviene per gli indicatori dei TCE reali basati sui prezzi al consumo per il gruppo ampio e sui prezzi alla produzione per il gruppo ristretto. L'indice ristretto di tasso di cambio effettivo reale deflazionato con il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero verrà pubblicato con cadenza trimestrale. La minore frequenza con cui vengono pubblicati alcuni indicatori dipende dalla disponibilità dei dati. La tavola 3 offre una visione d'insieme degli indicatori dei tassi di cambio effettivi in termini di disponibilità e frequenza di pubblicazione.

## Tavola 3

### Gli indicatori di TCE reali e nominali elaborati dalla BCE <sup>1)</sup>

Indicatore di TCE	Massima frequenza in cui i dati sono disponibili	Periodo coperto	Data di pubblicazione
<i>Gruppo ristretto</i>			
TCE nominale	giornaliera	dal 1990	ottobre 1999
TCE reale, deflazionato con:			
IPC	mensile	dal 1990	ottobre 1999
IPP	mensile	dal 1990	aprile 2000
CLUPM	trimestrale	dal 1990	aprile 2000
<i>Gruppo ampio</i>			
TCE nominale	mensile	dal 1993	aprile 2000
TCE reale, deflazionato con:			
IPC	mensile	dal 1993	aprile 2000

Fonte: BCE.

1) Le sigle IPC, IPP e CLUPM indicano, rispettivamente, gli indici dei prezzi al consumo, dei prezzi alla produzione e del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero.

### 3 Il valore esterno dell'euro in termini nominali e reali

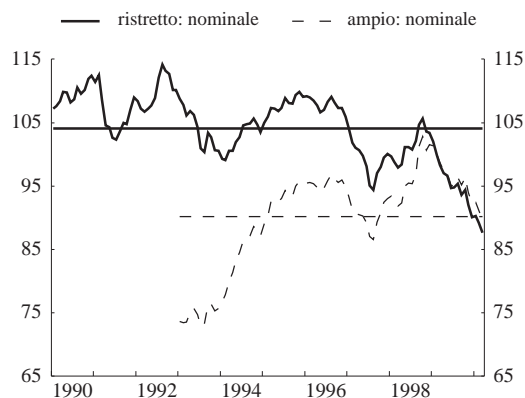
L'andamento del tasso di cambio effettivo *nominale* dell'euro è sintetizzato dagli indici di tasso di cambio effettivo nominale. Tali indici sono calcolati come una media geometrica ponderata dei tassi di cambio bilaterali fra l'euro e ciascuna delle monete dei partner commerciali. I pesi utilizzati sono i pesi globali del commercio presentati nella tavola 1, mentre i tassi di cambio bilaterali sono per lo più delle medie mensili delle quotazioni giornaliere a pronti dell'euro. L'indice di tasso di cambio effettivo nominale relativo al gruppo ristretto è calcolato per il periodo con inizio nel gennaio 1990, mentre il TCE nominale ampio è disponibile solo a partire dal gennaio 1993, a causa della mancanza di dati relativi a diverse economie in transizione dell'Europa orientale.

Il fatto che il gruppo ampio di partner commerciali comprenda economie a volte caratterizzate da tassi di inflazione relativamente elevati (in Asia, America latina ed Europa orientale) fa sì che il TCE nominale dell'euro relativo al gruppo ampio sia influenzato dal deprezzamento nominale del valore esterno delle monete di tali paesi. Ciò è evidenziato nella figura 1, che mostra gli indici di tasso di cambio effettivo nominale nei confronti

**Figura 1**

**Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alle valute del gruppo ristretto e del gruppo ampio di partner commerciali <sup>1)</sup>**

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



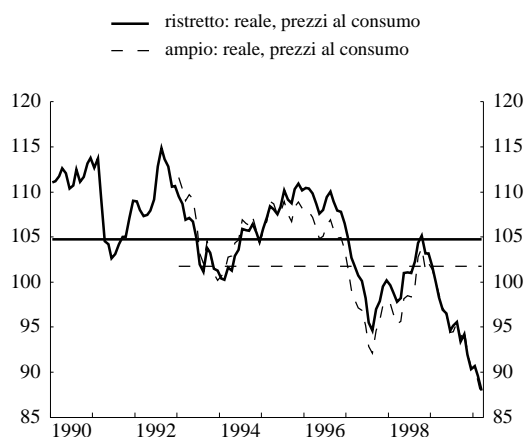
Fonte: BCE.

1) Elaborazioni della BCE. Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le linee orizzontali sono medie sul periodo rappresentato nel grafico. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2000.

**Figura 2**

**Tasso di cambio effettivo reale dell'euro deflazionato con i prezzi al consumo rispetto alle valute del gruppo ristretto e del gruppo ampio di partner commerciali <sup>1)</sup>**

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Elaborazioni della BCE. Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le linee orizzontali sono medie sul periodo rappresentato nel grafico. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2000.

dei due gruppi di paesi partner. Gli andamenti registrati nel corso degli anni novanta dai TCE nominali dell'euro relativi al gruppo ampio e al gruppo ristretto appaiono divergenti. L'indicatore ampio di TCE nominale segnala fra il 1993 e il 1998 un forte apprezzamento nominale dell'euro rispetto alle monete dei partner commerciali, pari al 38 per cento. In netto contrasto, nello stesso periodo l'indicatore ristretto di TCE nominale indica invece un apprezzamento nominale di circa il 5 per cento. Nondimeno, una volta presi in considerazione i movimenti dei prezzi relativi dell'area dell'euro e dei rispettivi gruppi di partner commerciali, ovvero dopo aver calcolato i tassi di cambio effettivi reali per i due gruppi, la discrepanza osservata fra l'indicatore ristretto e quello ampio si riduce in modo considerevole (cfr. figura 2). Sulla base di questa constatazione e considerata la crescente importanza delle economie emergenti e in transizione nel commercio mondiale, l'indice di tasso di cambio effettivo reale relativo al gruppo ampio potrebbe offrire un'utile misura della competitività dell'area dell'euro. Nel prossimo futuro, esso potrebbe

inoltre servire da punto di riferimento per la derivazione dei TCE reali dell'area dell'euro rispetto a determinati gruppi regionali di paesi.

Per quanto concerne l'evoluzione della competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro negli anni novanta, così come è misurata dai tassi di cambio effettivi reali, entrambi gli indici di TCE reali deflazionati con i prezzi al consumo indicano un graduale miglioramento nel periodo per cui tali indicatori sono calcolati. Fra il primo trimestre del 1990 e il quarto trimestre del 1999 l'indice ristretto di TCE reale ha registrato un deprezzamento effettivo del 17,2 per cento; approssimativamente lo stesso deprezzamento (ovvero il 16,2 per cento) è stato registrato anche dall'indice ampio nel periodo fra il primo trimestre del 1993 e il quarto trimestre del 1999. Come appare dalla figura 2, la competitività dell'area dell'euro ha segnato un miglioramento dopo la crisi degli accordi europei sui cambi del 1992, quando le monete di diversi paesi destinati ad aderire all'area dell'euro hanno registrato un deprezzamento rispetto alle monete dei principali partner commerciali. Il tasso di cambio effettivo reale si è poi apprezzato dall'inizio del 1994 fino a verso la metà del 1996 per poi scendere, fra il terzo trimestre del 1996 e il terzo trimestre del 1997, al di sotto del valore minimo registrato nel primo trimestre del 1994 a causa del deprezzamento nominale delle monete aderenti all'UEM, soprattutto rispetto al dollaro statunitense, e della perdita di competitività delle economie emergenti e in transizione. Nondimeno, in seguito alla crisi finanziaria e monetaria asiatica, ovvero fra il terzo trimestre del 1997 e il quarto trimestre del 1998, il guadagno di competitività di prezzo e di costo registrato dall'area dell'euro nei dodici mesi precedenti la crisi si è quasi interamente annullato.

Dopo il varo della moneta unica, l'evoluzione della competitività dell'area dell'euro rispetto ai suoi partner commerciali ha registrato un'ulteriore inversione di tendenza. Fra il primo e il quarto trimestre del 1999, il deprezzamento dell'euro in termini effettivi reali è stato pari al 7,8 per cento rispetto alle monete del gruppo ristretto e al 7,5 per cento rispetto a quelle del gruppo ampio. Poiché l'inflazione al consumo nell'area dell'euro e nei paesi partner del gruppo

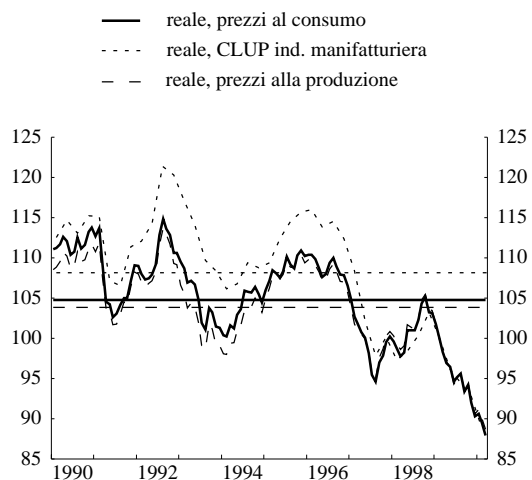
ristretto ha avuto un andamento molto simile, il miglioramento della competitività dell'area dell'euro nel 1999 è riconducibile quasi esclusivamente al deprezzamento nominale dell'euro. Il deprezzamento effettivo dell'euro è stato indotto essenzialmente dall'indebolimento della moneta unica nei confronti delle monete dei maggiori partner commerciali dell'area, in particolare gli Stati Uniti, il Giappone e il Regno Unito. Nel 1999 la diminuzione del valore esterno reale dell'euro rispetto alle monete dei paesi partner del gruppo ampio è stata pari a quella registrata rispetto ai paesi del gruppo ristretto.

Il ricorso a deflatori alternativi per il gruppo ristretto di paesi partner per cui tali informazioni sono disponibili fornisce indicatori del valore esterno reale dell'euro che riflettono in larga misura l'andamento dell'indice di TCE reale basato sugli indici dei prezzi al consumo (cfr. figura 3). In termini di livelli, il TCE reale ristretto ottenuto con i prezzi alla produzione è praticamente indistinguibile dall'analogo indice calcolato con i prezzi al consumo. L'indice di TCE reale basato sul Costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore manifatturiero segnala un deprezzamento effettivo

**Figura 3**

**Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro per il gruppo ristretto calcolato con deflatori alternativi <sup>1)</sup>**

(medie mensili e trimestrali; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Elaborazioni della BCE. Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le linee orizzontali sono medie sul periodo rappresentato nel grafico. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2000 e al primo trimestre del 2000.



dell'euro lievemente più accentuato che, tuttavia, discende perlopiù da movimenti occorsi all'inizio e a metà degli anni novanta. Fra il primo trimestre del 1990 e il quarto trimestre del 1999 la competitività dei produttori dell'area dell'euro è aumentata del 18 per cento circa in termini di costo del lavoro per unità di prodotto rispetto a un miglioramento di circa il 17 e il 15 per cento in termini, rispettivamente, di prezzi al consumo e di prezzi alla produzione. Dall'avvio della moneta unica il deprezzamento effettivo cumulato dell'euro in termini reali, misurato con il costo

del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero è stato simile a quello registrato dai TCE reali deflazionati con i prezzi al consumo e alla produzione.

In prospettiva storica, nel primo trimestre del 2000 (cfr. figure 2 e 3) sia il TCE reale relativo al gruppo ampio deflazionato con i prezzi al consumo sia i TCE reali relativi al gruppo ristretto si sono attestati al di sotto delle corrispondenti medie per il periodo 1990-2000 (1993-2000 per il gruppo ampio).

## Appendice

### Formule utilizzate per il calcolo dei tassi di cambio effettivi

La metodologia utilizzata per il calcolo dei tassi di cambio effettivi dell'Eurosistema è simile a quella usata dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) (cfr. P. Turner e J. Van't dack: *Measuring International Price and Cost Competitiveness*, BIS Economic Paper n. 39, 1993). Gli indici sono calcolati come medie geometriche ponderate degli indicatori di prezzi relativi utilizzando le formule indicate qui di seguito.

#### Formula generale per il tasso di cambio effettivo (TCE)

La formula generale per il calcolo del tasso di cambio effettivo reale nel periodo  $t$  è:

$$TCER^{(t)} = \prod_{i=1}^N \left( \frac{d_{euro}^{(t)} e_{i,euro}^{(t)}}{d_i^{(t)}} \right)^{w_i},$$

dove  $N$  è il numero di paesi partner nell'indice di TCE,  $d_i$  è il deflatore per il paese partner  $i$ ,  $d_{euro}$  è il deflatore per l'area dell'euro,  $e_{i,euro}$  è il tasso di cambio fra la moneta del paese partner  $i$  e l'euro e  $w_i$  è il peso globale del commercio attribuito alla moneta (o al paese partner)  $i$ .

Il tasso di cambio effettivo nominale è ricavato in modo simile, escludendo i deflatori dalla formula precedente. Pertanto la formula per il TCE nominale è:

$$TCEN^{(t)} = \prod_{i=1}^N \left( e_{i,euro}^{(t)} \right)^{w_i}.$$

#### Doppia ponderazione delle esportazioni

Si ipotizzi che l'area dell'euro esporti in  $H$  mercati esteri ( $H > N$ ) e che  $x_j^a$  indichi il flusso lordo delle esportazioni dall'area dell'euro verso il mercato  $j$  nel periodo di riferimento. La quota di ciascun mercato nelle esportazioni totali è quindi uguale a:

$$x_j = x_j^a / \sum_{j=1}^H x_j^a, j = 1, 2, \dots, H.$$

Tali quote semplici delle esportazioni sono corrette per tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Ipotizzando che gli  $N$  paesi partner siano i soli fornitori sugli  $H$  mercati esteri e che né le esportazioni né l'offerta interna del settore manifatturiero dei paesi non inclusi fra i paesi partner (ovvero  $H-N$ ), che definiamo per semplicità "resto del mondo", siano in concorrenza con i beni prodotti dai paesi partner, i pesi ottenuti con la doppia ponderazione delle esportazioni di ciascun paese partner sono definiti come:

$$w_i^x = \sum_{j=1}^H S_{i,j} x_j, i = 1, 2, \dots, N,$$

in cui  $S_{ij}$  è la quota dell'offerta del paese  $i$  nel mercato  $j$ , definita come:

$$S_{i,j} = S_{i,j}^a / \sum_{i=1}^N S_{i,j}^a,$$

dove  $S_{i,j}^a$  (per  $i \neq j$ ,  $i = 1, 2, \dots, N$ , e  $j = 1, 2, \dots, H$ ) indica i flussi lordi delle esportazioni dal paese  $i$  al mercato  $j$ , e  $S_{i,i}^a$  (per  $i = 1, 2, \dots, N$ ) rappresenta la produzione interna lorda destinata al mercato interno del paese  $i$ .

### Ponderazione delle importazioni

Il peso delle importazioni del paese partner  $i$  non è soggetto ad alcuna correzione e, di conseguenza, coincide con la sua quota semplice ( $m_i$ ) nelle importazioni totali dell'area dell'euro dagli  $N$  paesi partner, ovvero

$$w_i^m = m_i = m_i^a / \sum_{i=1}^N m_i^a, \quad i = 1, 2, \dots, N,$$

dove  $m_i^a$  denota i flussi lordi di importazioni nel periodo di riferimento dal paese  $i$  all'area dell'euro.

### Pesi globali del commercio

Il peso globale attribuito a ciascun paese partner è quindi ottenuto come

$$w_i = \left( \frac{x^a}{x^a + m^a} \right) w_i^x + \left( \frac{m^a}{x^a + m^a} \right) w_i^m, \quad i = 1, 2, \dots, N,$$

dove  $x^a = \sum_{j=1}^H x_j^a$  indica le esportazioni dell'area

dell'euro negli  $H$  mercati esteri e  $m^a = \sum_{i=1}^N m_i^a$

indica le importazioni dell'area dell'euro dagli  $N$  paesi partner.

### La proxy dell'euro

Il tasso di cambio dell'euro fino al 31 dicembre 1998 è ottenuto aggregando i tassi di cambio delle monete nazionali dei paesi dell'area dell'euro in un tasso di cambio "teorico" dell'euro (ovvero, una proxy per il tasso di cambio dell'euro) secondo la formula seguente:

$$e_{i,euro}^{(t)} = \prod_{k=1}^n \left( e_{i,k}^{(t)} \right)^{w_k^e}, \quad i = 1, 2, \dots, N,$$

dove  $n$  rappresenta il numero di monete sostituite dall'euro,  $e_{i,euro}^{(t)}$  è la proxy per il tasso di cambio della moneta del paese partner  $i$  rispetto all'euro ed  $e_{i,k}^{(t)}$  è il tasso di cambio della moneta del paese partner  $i$  rispetto alla moneta del paese  $k$  dell'area dell'euro.

I pesi applicati corrispondono alle quote di ciascun paese dell'area dell'euro nel commercio totale dell'area in beni del settore manifatturiero e sono calcolati come segue: sia  $t_k^a$  il flusso lordo totale del commercio del paese  $k$  dell'area dell'euro, dove il flusso lordo totale del commercio è definito come le esportazioni totali dell'area dell'euro verso gli  $H$  mercati esteri più le importazioni totali dell'area dell'euro dagli  $N$  paesi partner. Tali dati sono coerenti con i dati sulle esportazioni e importazioni usati per calcolare i pesi globali del commercio nel TCE dell'euro, in quanto:

$$\sum_{k=1}^n t_k^a = \sum_{j=1}^H x_j^a + \sum_{i=1}^N m_i^a.$$

I pesi per il calcolo del tasso di cambio teorico dell'euro sono quindi dati da:

$$w_k^e = t_k^a / \sum_{k=1}^n t_k^a, \quad k = 1, 2, \dots, n.$$

# L'UEM e la vigilanza bancaria

*L'introduzione della moneta unica ha rafforzato l'internazionalizzazione dell'attività bancaria nell'area dell'euro. L'interconnessione delle infrastrutture per i pagamenti d'importo rilevante e per i mercati interbancari e l'integrazione sempre maggiore dei mercati finanziari hanno già prodotto nuovi e crescenti legami tra le banche. Mentre nelle attività bancarie tradizionali i rischi scaturiscono ancora oggi, nella maggior parte dei casi, dai mercati nazionali, i cambiamenti determinati dall'introduzione dell'euro lasciano le banche sempre più esposte a shock che hanno origine oltre i confini nazionali. Il quadro istituzionale per la vigilanza bancaria si fonda in gran misura sui sistemi nazionali che a tutt'oggi presentano una vasta gamma di soluzioni. Allo stesso tempo, esso richiede un'ampia cooperazione tra le autorità di vigilanza bancarie a livello nazionale – e tra queste e l'Eurosistema – al fine di assicurare un adeguato scambio di informazioni e una buona gestione delle crisi ogni qual volta queste producano effetti transfrontalieri. Mentre, in linea di massima, il quadro istituzionale (vale a dire il Trattato che istituisce la Comunità europea e le relative Direttive comunitarie) si rivela adeguato, gli accordi operativi per la cooperazione tra le autorità di vigilanza necessitano di ulteriori miglioramenti se si vuole assicurare che l'attività di supervisione venga svolta efficacemente in un mercato bancario sempre più integrato all'interno dell'area dell'euro. Alcuni passi in questa direzione sono stati già compiuti, ma il processo deve continuare. Il Comitato per la vigilanza bancaria del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) è stato costituito per assistere l'Eurosistema nel suo compito di contribuire alla conduzione delle politiche nazionali per quanto riguarda la vigilanza prudenziale e la stabilità finanziaria, ma anche per promuovere la cooperazione tra le autorità di vigilanza.*

## I L'internazionalizzazione della vigilanza bancaria e prudenziale

La globalizzazione dell'attività finanziaria ha reso sempre più necessario l'aggiornamento e il miglioramento delle salvaguardie a tutela della stabilità finanziaria. La vigilanza prudenziale – cioè i requisiti da rispettare per una sana e prudente gestione dell'attività bancaria e finanziaria, i controlli per verificarne l'osservanza e gli strumenti per intraprendere azioni correttive – ha già subito cambiamenti sostanziali a partire dalla metà degli anni '80. Lo sviluppo delle attività transfrontaliere (*cross-border*) ha creato l'esigenza di una maggiore cooperazione tra le autorità di vigilanza e di sforzi congiunti per elaborare un insieme comune di principi e requisiti volti a prevenire l'insorgenza di crisi finanziarie. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è stato il principale forum ad aver promosso la cooperazione tra le autorità di vigilanza e ha contribuito a delineare un quadro generale, inizialmente applicato ai paesi del G10 ed esteso successivamente al resto del mondo. Sono stati gradualmente abbandonati quegli strumenti prudenziali tradizionali volti a limitare il novero delle attività consentite, l'articolazione geografica e la determinazione dei prezzi da parte delle banche. I requisiti patrimoniali, che obbligano le banche a mantenere un livello adeguato di fondi propri a fronte dei rischi assunti, costituiscono ora un elemento fondamentale della normativa di vigilanza.

L'attenzione della vigilanza bancaria è sempre di più focalizzata sulle procedure e le politiche che le stesse banche attuano per misurare, tenere sotto osservazione e controllare i rischi. L'espansione internazionale dell'attività creditizia, attraverso reti sempre più complesse di filiazioni bancarie e non bancarie, ha reso necessario far sempre maggiore affidamento su procedure di vigilanza applicate a livello consolidato. La responsabilità ultima per la vigilanza sui gruppi bancari internazionali spetta all'autorità del paese in cui ha sede legale la società madre, ma un ruolo importante è assegnato agli accordi di collaborazione finalizzati a uno scambio di informazioni e al coordinamento delle misure correttive.

Nell'ambito dell'UE, l'armonizzazione normativa e la cooperazione in materia di vigilanza sono state promosse in misura certamente maggiore con la creazione del Mercato unico dei servizi bancari e finanziari. Le banche e le istituzioni finanziarie hanno piena libertà di fornire servizi in qualsiasi Stato membro, sia mediante filiali sia con la prestazione diretta, e sono sottoposte al controllo da parte delle autorità di vigilanza del proprio paese d'origine. Le banche localizzate negli 11 Stati membri che partecipano all'Unione economica e monetaria (UEM) possono ora utilizzare un quadro unificato di regole per accedere alla liquidità della banca