



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Fluttuazioni del cambio e valuta di fatturazione:  
evidenze dalle imprese esportatrici italiane

di Alessandro Borin, Andrea Linarello, Elena Mattevi e Giordano Zevi

Dicembre 2018

Numero

473





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Fluttuazioni del cambio e valuta di fatturazione:  
evidenze dalle imprese esportatrici italiane

di Alessandro Borin, Andrea Linarello, Elena Mattevi e Giordano Zevi

Numero 473 – Dicembre 2018

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

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

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# FLUTTUAZIONI DEL CAMBIO E VALUTA DI FATTURAZIONE: EVIDENZE DALLE IMPRESE ESPORTATRICI ITALIANE

di Alessandro Borin\*, Andrea Linarello\*, Elena Mattevi\* e Giordano Zevi\*

## Sommario

Il lavoro analizza come la scelta della valuta di fatturazione usata nelle transazioni internazionali dalle imprese italiane influenzi la trasmissione degli shock sui tassi di cambio alle strategie di prezzo e all'attività d'azienda. Le imprese che fatturano in euro tendono a non aggiustare i listini dei beni esportati; in questo caso le oscillazioni del cambio si trasmettono quasi interamente sui prezzi di questi beni nei paesi di destinazione, inducendo anche una marcata risposta dei volumi esportati. Le imprese che fatturano in valuta locale trasmettono invece in misura più contenuta le fluttuazioni del cambio ai prezzi praticati nei mercati di sbocco e attenuano le variazioni delle quantità vendute. La decisione di fissare i prezzi in valuta estera risulta più frequente fra le aziende più grandi e più produttive, che quindi tendono a scaricare gli shock del cambio soprattutto sui margini unitari. Nel complesso, pur a fronte di canali di trasmissione differenti, l'effetto delle fluttuazioni del cambio sul fatturato realizzato all'estero, espresso in euro, risulta simile tra le diverse strategie di *pricing*.

**Classificazione JEL:** F3, F4.

**Parole chiave:** valuta di fatturazione, *pass-through* del tasso di cambio.

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. Letteratura di riferimento .....	6
3. I dati.....	9
4. Le strategie di fatturazione delle imprese italiane.....	10
5. Le ragioni per la scelta della valuta di fatturazione.....	14
6. Gli effetti delle fluttuazioni del cambio su prezzi, volumi e valori delle esportazioni .....	16
7. Il deprezzamento dell'euro nel 2014-2015 nei giudizi delle imprese .....	23
8. Conclusioni.....	27
Riferimenti bibliografici.....	29
Appendici .....	31

---

\* Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e Statistica.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Nei modelli tradizionali di commercio internazionale il deprezzamento (apprezzamento) della valuta di un paese genera un guadagno (perdita) di competitività attraverso la riduzione (aumento) dei prezzi relativi e quindi un aumento (diminuzione) dei volumi esportati. La letteratura empirica che stima l'elasticità dei prezzi di esportazione al tasso di cambio (*Exchange Rate Pass Through*, ERPT)<sup>2</sup> ne ha tuttavia evidenziato una notevole eterogeneità tra mercati, settori e imprese. Tra i fattori che influenzano tale relazione e su cui di più si sono soffermate le analisi recenti vi è il ruolo della valuta di fatturazione delle esportazioni (Goldberg e Tille, 2008, Gopinath, 2015). Questa, se da un lato costituisce un elemento che, data la vischiosità dei prezzi, determina gli effetti del tasso di cambio sui volumi venduti e sui profitti delle imprese, dall'altro viene scelta proprio in funzione di variabili macro e microeconomiche, che sono quindi tra le determinanti ultime dell'eterogeneità osservata nell'ERPT (Goldberg e Tille, 2016).

Questo lavoro analizza, per la prima volta in maniera esaustiva grazie all'uso dei dati Istat-COE, quali siano le valute di fatturazione adoperate dalle imprese italiane<sup>3</sup> e mostra come tali scelte varino a seconda del mercato di destinazione, della tipologia di prodotto e della classe dimensionale di impresa, sfruttando la possibilità di osservarne l'evoluzione, dal 2002 in poi, distintamente per ogni azienda, prodotto esportato e mercato di sbocco. Inoltre, il lavoro quantifica come la valuta di fatturazione contribuisca a spiegare l'eterogeneità dell'ERPT delle singole imprese su alcuni mercati e come, a sua volta, questo si rifletta sulla dinamica delle esportazioni in volume e in valore. Infine, si analizzano le scelte della valuta di fatturazione, le loro principali determinanti e gli effetti sull'attività di impresa utilizzando le informazioni raccolte tramite le indagini presso le imprese condotte dalla Banca d'Italia in corrispondenza del mercato deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, registrato tra la primavera del 2014 e quella del 2015.

I principali risultati del lavoro mostrano che le imprese italiane adottano strategie differenziate di *pricing* nelle esportazioni verso i mercati esterni all'area, anche se l'euro rimane la valuta prevalentemente utilizzata. La decisione di fissare i prezzi in valuta estera è più frequente per le aziende più grandi e più produttive, meglio in grado di gestire i rischi associati alle fluttuazioni dei tassi di cambio e di sostenere i costi fissi connessi con l'utilizzo di listini differenziati per mercato di destinazione.

Le stime dell'ERPT indicano che la trasmissione degli shock dei cambi ai prezzi dei beni esportati è molto differente a seconda della valuta di fatturazione: le imprese che fatturano in euro non aggiornano i prezzi delle esportazioni espressi in questa valuta nei primi due anni e le variazioni del cambio si

<sup>1</sup> Ringraziamo Andrea Brandolini, Matteo Bugamelli, Riccardo De Bonis, Marco Chiurato, Alberto Felettigh, Francesca Lotti, Stefano Neri, Alberto Pozzolo, Alfonso Rosolia, Paolo Sestito, Roberto Tedeschi, Giovanni Veronese e Francesco Zollino per i preziosi commenti. Un ringraziamento speciale va all'Istat per aver reso disponibili i dati necessari relativi all'universo degli esportatori italiani, a Maria Gabriela Ladu per l'eccellente lavoro di assistente di ricerca, e Corrado Abbate e Filippo Oropallo per l'aiuto prezioso per la costruzione dei dati. Le opinioni espresse non riflettono necessariamente quelle dell'Istituto di appartenenza.

<sup>2</sup> Per un quadro recente relativo in particolare all'area dell'euro si veda (ECB, 2016), in particolare il Box 2.

<sup>3</sup> In termini aggregati, questa informazione è pubblicata annualmente nell'annuario ICE-Istat; i risultati riportati in questo lavoro differiscono marginalmente a causa della incompleta disponibilità dei microdati impiegati per le elaborazioni, i cui dettagli sono nella sezione 3.

trasmettono interamente ai prezzi di acquisto dei beni importati (ERPT del 98 per cento), mentre in caso di fatturazione in valuta locale le fluttuazioni del cambio si trasmettono ai prezzi dei beni importati in misura più contenuta (ERPT pari a circa il 35 per cento il primo anno e circa il 60 per cento l'anno successivo). Questa eterogeneità si riflette specularmente sugli effetti degli shock al cambio sulle quantità esportate: un deprezzamento dell'euro rispetto alla valuta del mercato di destinazione comporta un aumento significativamente maggiore dei volumi esportati quando i prezzi sono fissati in euro rispetto a quando i beni sono fatturati nella valuta locale o in una valuta terza (generalmente il dollaro). Coerentemente con queste evidenze, le imprese che avevano scelto di fatturare prevalentemente in euro hanno segnalato di aver beneficiato del deprezzamento del cambio soprattutto attraverso un incremento dei volumi di vendita; diversamente, le imprese che avevano definito i propri prezzi prevalentemente in valuta estera in almeno uno tra alcuni mercati si è riscontrato principalmente un aumento dei margini unitari. In breve, la valuta di fatturazione utilizzata rivela le strategie di prezzo adottate dalle imprese e la loro propensione a trasferire o meno variazioni del tasso di cambio sui prezzi dei loro prodotti.

La parte restante del lavoro è strutturata come segue: la seconda sezione contiene una rassegna della principale letteratura di riferimento; quella successiva descrive i dati utilizzati nell'analisi. La quarta sezione caratterizza le strategie di *pricing* delle imprese italiane, con particolare riferimento all'utilizzo di valute estere per la fatturazione. La quinta sezione analizza le principali ragioni per la scelta della valuta di fatturazione per le transazioni internazionali. La sesta sezione descrive gli effetti delle fluttuazioni del cambio su prezzi, volumi e valori delle esportazioni, distinguendo per valuta di *pricing*. Nella settima si considerano i giudizi delle imprese sul deprezzamento dell'euro del 2014-15 per approfondire come la valuta di listino influenzi la relazione tra fluttuazioni del cambio e attività d'impresa. L'ottava sezione conclude.

## 2. Letteratura di riferimento

L'*Exchange Rate Pass Through* (ERPT), ovvero il grado di risposta dei prezzi alle variazioni del tasso di cambio, è da sempre al centro della letteratura di economia internazionale; da esso infatti dovrebbero dipendere gli effetti generati dalle fluttuazioni dei tassi di cambio su una serie di variabili macroeconomiche (es. riallocazione della spesa, volumi esportati e importati, inflazione, produzione etc.). Alcune recenti analisi empiriche hanno mostrato che l'aggiustamento dei prezzi nella valuta di fatturazione (*invoicing*) in risposta a variazioni dei tassi di cambio è molto limitato, anche su un orizzonte di 2 anni (Gopinath, Itskhoki, e Rigobon, 2010; Gopinath, 2015). Diversi contributi alla letteratura<sup>4</sup> mostrano che tale vischiosità, che non è affrontata in questo lavoro, si correla con la struttura del mercato di destinazione e l'elasticità locale della domanda, essa stessa alla base della scelta della valuta di *invoicing*. In presenza di prezzi vischiosi, almeno nel breve periodo, il grado con cui una variazione del tasso di cambio si trasmette ai prezzi dei beni esportati dipende dalla valuta di fatturazione utilizzata. Se il listino non cambia a seguito di uno shock al tasso di cambio, i prezzi per il paese importatore resteranno anch'essi invariati quando sono fissati nella valuta locale (ERPT pari a zero), mentre aumenteranno o diminuiranno seguendo il tasso di cambio nominale quando il listino è fissato nella valuta del paese esportatore

<sup>4</sup> Si vedano ad esempio Vermeulen et al. (2007) e Druant et al. (2012).

(ERPT completo). Ci si attende quindi che un ERPT elevato si associ a un sensibile aggiustamento tramite i volumi di vendita, mentre un ERPT contenuto dovrebbe influenzare soprattutto i margini unitari di profitto (misurati nella valuta del paese esportatore), data la limitata variazione dei prezzi nel mercato di destinazione.

In letteratura sono state avanzate diverse ipotesi riguardo al tipo di valuta prevalentemente utilizzata nelle transazioni internazionali. Il paradigma del *producer currency pricing* (PCP), che assume che i prezzi siano fissati nella valuta del paese esportatore, è alla base del modello tradizionale di Mundell-Fleming ed è quello più spesso impiegato nella letteratura macroeconomica (Obstfeld e Rogoff, 1995, Corsetti e Pesenti, 2001, Galí 2008). Alcuni contributi hanno considerato anche l'ipotesi alternativa, in cui i prezzi vengono fissati nella valuta del paese importatore; il paradigma del *local currency pricing* (LCP) è stata analizzato, tra gli altri, da Betts e Devereux (2000), Devereux e Engel (2003) e Corsetti et al. (2010). Più di recente alcune analisi empiriche hanno dimostrato che, a livello mondiale, le transazioni vengono di fatto fatturate in un ristretto numero di valute, con un ruolo predominante del dollaro (Gopinath, 2015)<sup>5</sup>. Ciò significa che spesso la valuta utilizzata non è né quella del paese esportatore, né quella del paese importatore, ma una terza (*vehicle currency pricing*, VCP). Analizzando le transazioni bilaterali di oltre 50 paesi dal 2000 al 2014, Boz et al. (2017) mostrano che, a livello globale, il tasso di cambio di un paese rispetto al dollaro è più rilevante rispetto a quello bilaterale nel determinare sia il livello di ERPT sia l'elasticità dei volumi esportati e importati alle variazioni dei tassi di cambio.

Nonostante il paradigma VCP (che, come sottolineato, è nello specifico un *dollar currency pricing*) possa essere quello più rilevante per il complesso del commercio mondiale, esiste una forte eterogeneità nella valuta di *pricing* utilizzata, che varia a seconda del paese (sia importatore sia esportatore), nonché del settore, impresa e tipo di transazione (Goldberg e Tille 2016). Gli stessi Boz et al. (2017) mostrano che la quota di beni prezzati in dollari cambia in misura rilevante tra le diverse coppie di paesi importatori-esportatori; ciò contribuisce a spiegare circa il 15% della variabilità complessiva nel livello di ERPT a livello bilaterale, le cui stime si differenziano sensibilmente tra i diversi mercati.

Una serie di contributi ha quindi analizzato i fattori che contribuiscono alla scelta della valuta di fatturazione: alcuni considerano in particolare le determinanti macroeconomiche e finanziarie, altri quelle microeconomiche, a livello di impresa o di singola transazione. Tra i primi, Portes e Rey (1998) mostrano che i costi di transazione nei mercati valutari influenzano l'adozione di una certa valuta nelle transazioni commerciali, favorendo quelle più "liquide", ossia più scambiate nei mercati finanziari; Dever-

<sup>5</sup> Gopinath (2015) indaga sui meccanismi di *pricing* nel commercio internazionale, partendo da due principali fatti stilizzati: gran parte del commercio internazionale è fatturata in poche valute, tra le quali il dollaro esercita un ruolo dominante; i prezzi nella valuta di fatturazione reagiscono assai poco alle variazioni del tasso di cambio. Questo sistema internazionale dei prezzi comporta una serie di conseguenze: (i) l'effetto inflazionistico di un deprezzamento del cambio per il paese importatore aumenta con la quota di importazioni acquistate in valuta estera; (ii) l'impulso alla domanda derivante dal deprezzamento del cambio per il paese esportatore si riduce all'aumentare della quota di esportazioni realizzata in valuta estera (si osserva, ad esempio, che in paesi come il Giappone, in cui le esportazioni sono fatturate per lo più in dollari, un deprezzamento del cambio lascia invariati i prezzi e aumenta il *markup*); (iii) le variazioni della bilancia commerciale saranno dominate dal canale delle esportazioni nei paesi che effettuano le loro transazioni internazionali in valuta domestica (es. gli Stati Uniti), dal canale delle importazioni nei paesi che utilizzano prevalentemente la valuta estera per gli scambi verso l'esterno; (iv) i meccanismi di trasmissione delle politiche monetarie tra diversi paesi presentano forti asimmetrie: in particolare, la dominanza del dollaro nel commercio internazionale implica che la politica monetaria degli Stati Uniti ha ripercussioni sull'inflazione di altri paesi, al contrario gli *spillover* prodotti dalle politiche monetarie sull'inflazione degli Stati Uniti sono assai più contenuti.

eux et al. (2004) sottolineano il fatto che una valuta caratterizzata da una ridotta volatilità delle quotazioni di mercato, rispetto alle principali divise, sia più frequentemente utilizzata nelle transazioni commerciali. In linea con queste evidenze, Ito et al. (2010) trovano che la valuta del paese di destinazione (LCP) è tanto più usata quanto più sono ridotti i costi di copertura del rischio di cambio. Le esternalità di network possono poi contribuire ad accrescere questi effetti assegnando ad alcune valute un ruolo predominante, come nel caso del dollaro (Devereux e Shi, 2013).

Considerando i fattori microeconomici, Friberg (1998) mostra che anche l'elasticità relativa della domanda e la struttura dei costi di produzione influenzano la valuta di fatturazione<sup>6</sup>. Queste evidenze sono confermate da una serie di altri contributi: Bacchetta e van Wincoop (2005) rilevano che i paesi che detengono una elevata quota di mercato tendono a utilizzare più frequentemente la propria valuta nelle esportazioni, dato che le variazioni dei prezzi relativi rispetto ai concorrenti risultano più contenute; inoltre, in settori caratterizzati da un'alta elasticità di sostituzione, gli esportatori di diversi paesi privilegiano l'utilizzo di una stessa valuta (di norma il dollaro, Goldberg e Tille 2008, 2016). Novy (2006) mostra che le imprese tendono a prezzare i propri beni nella stessa valuta utilizzata per acquistare i propri input in modo da ottenere una sorta di copertura naturale per il rischio di variazione dei costi associato agli shock ai tassi di cambio. Da un questionario somministrato a un campione di imprese svedesi Friberg e Wilander (2008) rilevano che la scelta della valuta di fatturazione scaturisce spesso da una contrattazione tra l'impresa esportatrice e quella importatrice, meccanismo che viene delineato teoricamente da Goldberg e Tille (2013). Goldberg e Tille (2016), utilizzando dati sulle importazioni ed esportazioni del Canada a livello di singola transazione, rilevano che l'uso della valuta di destinazione è più frequente per transazioni di valore più elevato.

Infine una serie di contributi ha analizzato come le caratteristiche delle imprese, esportatrici e importatrici, influiscano sulla scelta della valuta di *pricing* e sul livello di ERPT, che si combina con le differenze già documentate tra i diversi mercati di sbocco e tipologie di beni (Dornbusch 1987, Goldberg e Knetter 1997, Campa e Goldberg 2002, Bugamelli e Tedeschi, 2008). Utilizzando dati delle imprese francesi e belghe Berman et al. (2012) e Amiti et al. (2014) mostrano che il *pass-through* tende a ridursi con la quota di mercato dell'esportatore. Questo risultato, che può essere spiegato da una serie di modelli che assumono eterogeneità tra imprese e *mark-up* variabili, suggerisce che le imprese più grandi e produttive siano in grado di utilizzare più spesso la valuta del paese di destinazione (LCP). Come evidenziato da Burstein e Gopinath (2014) infatti, in presenza di prezzi vischiosi, per date caratteristiche del mercato di destinazione, la scelta di *invoicing* riflette il livello di aggiustamento "ottimale" dei *mark-up* che la singola impresa applicherebbe in condizioni di prezzi flessibili. Se, ad esempio, le imprese più grandi e produttive tendono a privilegiare un elevato grado di aggiustamento sui *mark-up* a seguito di uno shock ai tassi di cambio, allora la scelta di LCP è quella che, data la rigidità dei prezzi di listino, genera una variazione dei *mark-up* più vicina a quella desiderata. Tuttavia Devereux, Wei e Tomlin (2017), utilizzando informazioni sulla valuta di *invoicing* delle imprese canadesi, trovano una relazione più articolata tra ERPT, valuta e quota di mercato: mentre le imprese più piccole e quelle più grandi tendono ad avere un *pass-through* più elevato e a utilizzare più spesso la propria valuta per le esportazioni (PCP), le

<sup>6</sup> Solitamente in questa letteratura i termini "valuta di listino", "valuta di fatturazione" o "valuta di regolamento" vengono utilizzati come sinonimi. Pur riferendosi a concetti diversi in linea di principio, alcune analisi empiriche hanno provato che queste valute coincidono nella quasi totalità delle transazioni (Friberg e Wilander, 2008).

imprese medie e medio-grandi tendono a scegliere più di frequente la valuta del paese di destinazione (LCP), che di norma implica *pass-through* più contenuti. Gli autori mostrano come queste relazioni “a U” siano coerenti con un modello che assume interazione strategica tra i concorrenti.

### 3. I dati

Questo lavoro utilizza due principali fonti di dati: la base dei dati doganali Istat-COE e i risultati delle indagini sulle imprese industriali e dei servizi realizzate dalla Banca d'Italia.

La base dei dati doganali COE contiene informazioni sull'universo delle imprese esportatrici italiane dal 2002 al 2015. In particolare, per ciascuna impresa, sono disponibili il valore e le quantità esportate annualmente per paese di destinazione e valuta di fatturazione distintamente per ciascun prodotto<sup>7</sup>. I dati sulle esportazioni di fonte doganale sono integrati con il numero di addetti e il fatturato complessivo provenienti dall'Archivio Statistico delle Imprese Attive (ASIA, Istat). Le informazioni sulla valuta di fatturazione sono disponibili esclusivamente per le esportazioni extra-UE<sup>8</sup>, e per ragioni di confidenzialità sono disponibili solo per le imprese che in un anno solare hanno esportato complessivamente più di 1000 euro. Al fine di tenere conto degli allargamenti dell'Unione Europea durante il periodo di analisi (nel 2004, nel 2007 e nel 2013), nella nostra base dati finale abbiamo incluso a partire dal 2002 solo le esportazioni dirette verso i paesi extra-UE 28. La base dati finale utilizzata nell'analisi contiene informazioni su circa 120 mila imprese all'anno (tavola 3.1), il valore delle esportazioni medie per impresa è aumentato da circa 850 mila euro nel 2002 a oltre 1 milione e 350 mila nel 2015 (valori nominali) e ciascuna impresa ha esportato in media verso poco più di 4 destinazioni.

L'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) e il sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi (sondaggio) sono condotti annualmente, rispettivamente in primavera e in autunno, dalla Banca d'Italia su un campione di circa 4000 imprese dell'industria e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti. Oltre a rilevare l'andamento delle principali variabili d'impresa, le indagini contengono degli approfondimenti monografici di specifico interesse. Sia il sondaggio sul 2015 sia l'edizione di Invind sul 2015 contenevano approfondimenti di particolare interesse per il presente lavoro. Il sondaggio sul 2015 rilevava la valuta prevalentemente utilizzata dalle imprese per il *pricing* delle esportazioni verso i principali mercati di sbocco, e chiedeva alle imprese una valutazione sull'effetto del recente deprezzamento dell'euro sulla propria attività, nonché il principale canale attraverso cui tale effetto aveva agito (cfr Appendice 2). L'edizione di Invind 2016 conteneva una sezione monografica sulle strategie di *pricing* adottate dalle imprese industriali nel 2015 in due importanti mercati di esportazione extra-europei, gli Stati Uniti e la Cina; si rilevavano, in particolare, la variazione dei prezzi in questi mercati, l'eventuale utilizzo della valuta del mercato di destinazione per fatturare le esportazioni, e le determinanti della scelta di fatturare in valuta locale o in euro.

<sup>7</sup> La base dati Istat-Coe registra le informazioni disaggregate per impresa, prodotto (secondo la classificazione *Harmonized System* a 6-digit), paese di destinazione e valuta di fatturazione.

<sup>8</sup> La valuta di fatturazione è disponibile esclusivamente per le esportazioni extra-UE perché richiesta nelle dichiarazioni doganali che le imprese devono compilare per assolvere gli obblighi di legge. Le esportazioni dirette verso i paesi dell'Unione Europea, invece, sono soggette a un regime statistico di segnalazione che non registra la valuta di fatturazione utilizzata.

**Tavola 3.1: Statistiche sulle imprese esportatrici, destinazioni extra-UE**

Anno	Numero Imprese	Export Medio	Numero paesi
2002	117126	847152	4.38
2003	115643	811327	4.45
2004	115430	885140	4.47
2005	111755	966956	4.62
2006	116273	1035477	4.66
2007	116217	1139547	4.44
2008	116341	1203893	4.39
2009	110289	1027468	4.14
2010	114340	1154452	4.28
2011	118407	1266780	4.30
2012	123672	1323020	4.29
2013	126365	1315776	4.30
2014	124714	1331225	4.37
2015	124910	1377085	4.42

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle esportazioni extra Unione Europea a 28.

#### 4. Le strategie di fatturazione delle imprese italiane

Per l'Italia i micro dati Istat-COE indicano l'utilizzo di un numero limitato di valute nelle transazioni internazionali. Nel 2015, ultimo anno per il quale sono disponibili dati completi, il 70,7 per cento del valore complessivo delle esportazioni extra-UE è stato fatturato in Euro (tavola 4.1); la seconda principale valuta utilizzata nelle transazioni extra-UE è il dollaro, con una quota pari al 25,7.

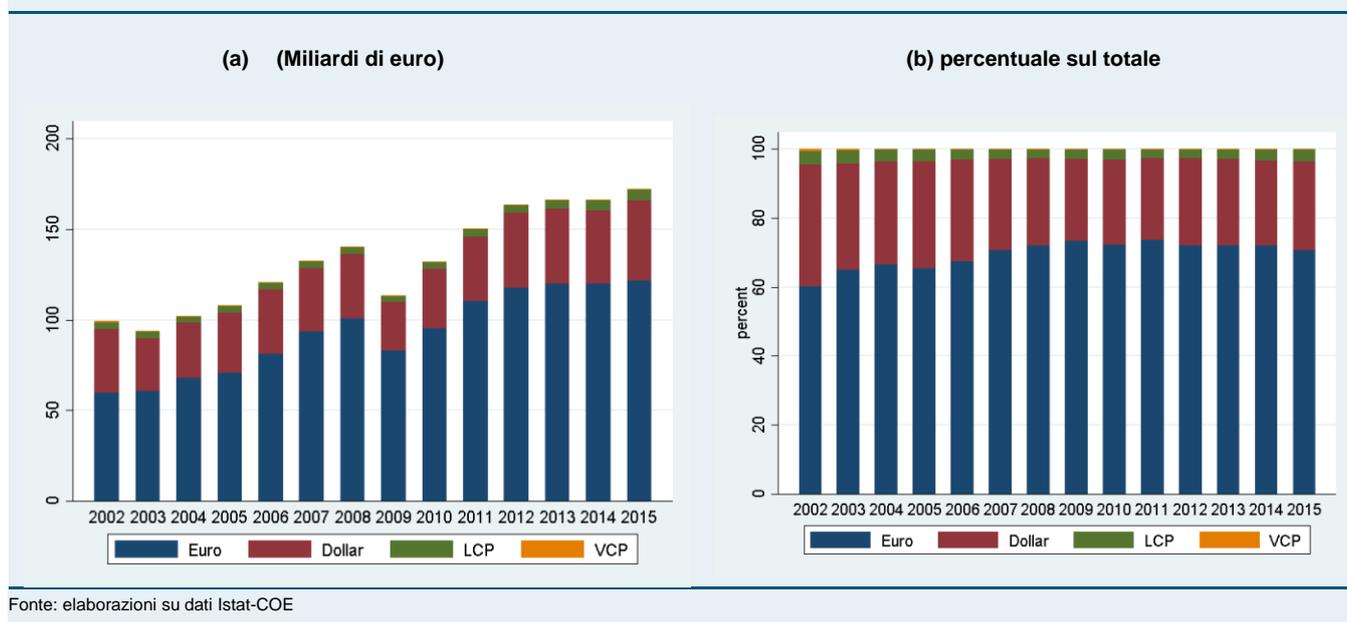
**Tavola 4.1: Principali valute di fatturazione nel 2015, destinazioni extra-UE**

Rank	Valuta	Quota	Cumulata
1	Euro	70.7	70.7
2	Dollaro US	25.7	96.3
3	Yen	0.9	97.2
4	Franco Svizzero	0.8	98
5	Dollaro Canadese	0.5	98.5
6	Dollaro Australiano	0.4	98.9
7	Renminbi	0.3	99.2
8	Dollaro Hong Kong	0.2	99.4
9	Rublo	0.1	99.5

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle esportazioni extra Unione Europea a 28.

Il ruolo dell'euro nei mercati esterni all'Unione Europea è cresciuto soprattutto nei primi anni dopo l'adozione della moneta unica, passando da circa il 60 per cento delle esportazioni extra-UE nel 2002 al 72 per cento nel 2007, per poi stabilizzarsi intorno a questo valore negli anni successivi (Figura 4.1).

## Esportazioni extra-EU per valuta di fatturazione



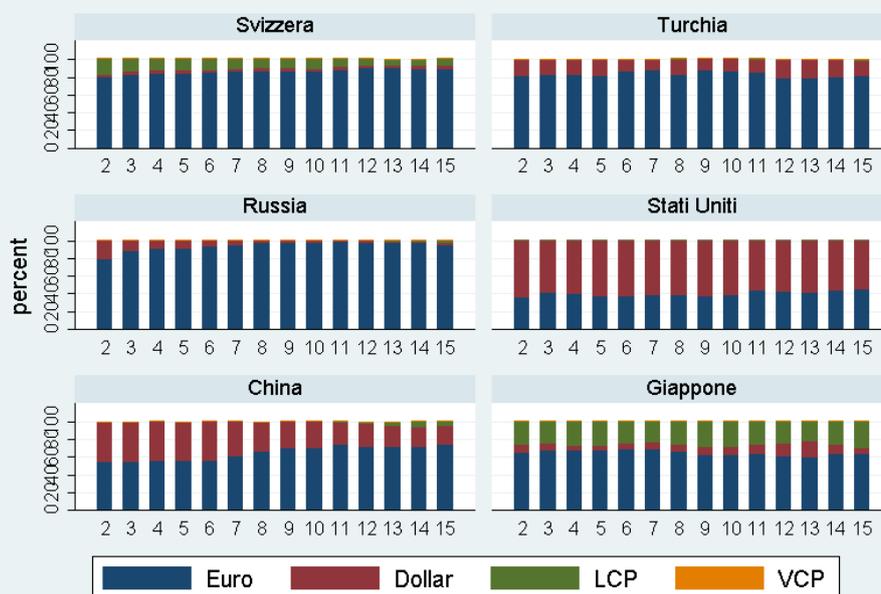
Il *pricing* in euro ha un peso preponderante in tutti i mercati di destinazione delle esportazioni italiane a eccezione degli Stati Uniti (Tavola 4.2 e Figura 4.2). Il dollaro assume un ruolo maggioritario per la fatturazione delle vendite negli Stati Uniti, dove nel 2015 oltre il 55 per cento delle esportazioni è stata fatturata in dollari, e raggiunge valori attorno al 20 per cento del totale nelle destinazioni extraeuropee più lontane, quali Messico, Canada e Cina.

## Tavola 4.2 : Quota di esportazioni per valuta di fatturazione in ciascuna area geografica nel 2015

	Euro	Dollaro	Valuta Locale	Altre valute
<b>Europa (escluso EU28)</b>	86.6	9.1	4.2	0.2
Svizzera	88.6	3.6	7.6	0.2
Russia	94.5	2.8	2.7	0.0
<b>Asia</b>	72.9	22.3	4.6	0.2
Giappone	63.0	7.2	29.3	0.6
Cina	75.2	18.7	5.7	0.4
India	83.5	15.9	0.3	0.3
<b>Nord America</b>	47.7	50.1	2.0	0.1
Stati Uniti	44.3	55.6	0.0	0.1
Canada	53.6	23.6	22.6	0.2
Messico	68.3	29.7	1.8	0.2
<b>America Latina</b>	76.4	23.3	0.3	0.0
Brasile	83.2	16.3	0.5	0.0
<b>Altre Aree</b>	76.8	19.6	3.4	0.2
<b>Totale</b>	70.7	25.7	3.5	0.2

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle esportazioni extra Unione Europea a 28.

## Esportazioni extra EU28 per valuta di fatturazione – Principali mercati di destinazione - (% sul totale)



Graphs by paese

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE

Le strategie di *pricing* variano molto tra le singole imprese e per mercato di destinazione (Tavola 4.3). Oltre l'85 per cento delle imprese usa l'euro come valuta di fatturazione esclusiva. Tale quota è pari a oltre il 96 per cento nei mercati europei non appartenenti all'Unione Europea, ed è superiore all'85 per cento in tutte le aree di destinazione ad eccezione del Nord America.

Per le esportazioni negli Stati Uniti oltre il 10 per cento delle imprese utilizzano il dollaro come unica valuta di fatturazione, per quelle in Cina, Canada e Messico la quota di imprese che fatturano esclusivamente in dollari supera il 5 per cento, mentre un maggior numero di imprese in questi mercati adotta strategie miste, ovvero utilizza sia l'euro sia il dollaro come valuta di *pricing*. Escludendo il caso degli Stati Uniti, l'utilizzo delle valute locali come principale valuta di fatturazione è un fenomeno che riguarda un numero contenuto di imprese e di mercati (Svizzera, Giappone e Canada). Per quanto riguarda le esportazioni dirette in Cina, l'utilizzo del renminbi è fenomeno che riguarda ancora un numero esiguo di imprese (meno dell'1 per cento), che pesano però per quasi il 6 per cento del valore dei beni esportati nel mercato cinese.

**Tavola 4.3: Valuta di fatturazione delle imprese per mercato di destinazione**

	solo Euro	solo Dollaro	Euro e Dollaro	Altro
<b>Europa (escluso EU28)</b>	96.4	0.3	1.2	2.1
Svizzera	96.5	0.2	0.5	2.8
Russia	98.2	0.6	0.9	0.3
<b>Asia</b>	86.8	2.1	9.7	1.4
Giappone	92.3	1.8	2.4	3.4
Cina	85.0	5.1	9.2	0.7
India	90.9	3.6	5.1	0.4
<b>Nord America</b>	72.4	7.1	18.7	1.9
Stati Uniti	69.7	10.3	19.6	0.5
Canada	81.3	6.8	6.9	5.0
Messico	82.3	7.7	9.7	0.3
<b>America Latina</b>	85.5	3.8	10.5	0.2
Brasile	90.3	3.8	5.6	0.3
Altre Aree	94.8	0.7	3.5	0.9
<b>Totale</b>	<b>85.7</b>	<b>1.5</b>	<b>10.5</b>	<b>2.4</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle imprese che esportano extra Unione Europea a 28.

La scelta di fissare i prezzi di vendita in valuta estera è inoltre più frequente per le imprese di maggiore dimensione, che sono più presenti nei mercati extraeuropei (Tavola 4.4). Nel 2015, le imprese con più di 500 addetti hanno esportato in euro il 57 per cento dei propri beni, contro oltre l'86 per cento delle imprese con meno di 20 addetti. L'utilizzo del dollaro e delle valute locali per il *pricing* cresce all'aumentare della dimensione di impresa. Nel complesso, il 96 per cento delle imprese usa l'euro (da solo o insieme al dollaro) ma solo il 71 per cento delle esportazioni nei paesi extra-UE è fatturato in euro. Questa evidenza sembra essere in linea con l'ipotesi che le imprese più grandi e produttive riescano meglio delle altre ad affrontare i costi fissi di avere listini differenziati per mercato, ed è confermata dai risultati empirici di un'inchiesta su circa 600 imprese europee (Langedijk et al., 2016).

**Tavola 4.4: Quota di esportazioni per classe dimensionale dell'impresa e valuta di fatturazione**

	Euro	Dollaro	LCP	VCP	Quota sul totale delle esportazioni
meno di 20	86.7	12.4	0.7	0.2	13.9
da 20 a 50	84.4	14.6	0.9	0.1	11.4
da 50 a 200	79.0	19.8	1.2	0.0	23.6
da 200 a 500	64.7	32.3	2.7	0.3	15.9
oltre 500	57.0	35.5	7.3	0.2	35.2
<b>Totale</b>	<b>70.7</b>	<b>25.7</b>	<b>3.5</b>	<b>0.2</b>	<b>100.0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle esportazioni extra Unione Europea a 28.

Le strategie di *pricing* variano molto anche tra settori di attività. Nel 2015, la quota di esportazioni in euro oscilla tra il 2,1 per cento nel comparto del "Coke e petrolio", caratterizzato dalla produzione di *commodities* il cui prezzo viene fissato nei mercati internazionali in dollari, al 92,4 in quello

della stampa (Tavola 4.5). Tra i settori con una quota di esportazioni in dollari superiore al 30 per cento vi sono i prodotti chimici, i farmaceutici, gli altri mezzi di trasporto e le altre attività manifatturiere. L'eterogeneità tra settori potrebbe in parte riflettere sia la diversificazione geografica delle esportazioni sia quella per classe dimensionale delle imprese esportatrici sia le diverse elasticità al prezzo della domanda.

**Tavola 4.5: Quota di esportazioni per settore e valuta di fatturazione –Manifattura**

	<b>Euro</b>	<b>Dollaro</b>	<b>LCP</b>	<b>VCP</b>
Alimentari	73.0	22.1	4.8	0.0
Bevande	67.5	21.8	10.5	0.2
Tessili	73.3	25.0	1.4	0.3
Abbigliamento	73.4	17.6	8.5	0.4
Articoli in pelle	68.1	23.8	7.8	0.4
Industria del legno	89.6	8.4	1.9	0.0
Carta	76.3	21.3	2.1	0.4
Stampa	92.4	5.4	2.2	0.0
Coke e Petrolio	2.1	97.8	0.2	0.0
Prodotti chimici	65.3	33.0	1.6	0.0
Prodotti farmaceutici	60.6	34.5	4.8	0.1
Gomma e plastica	82.7	15.5	1.7	0.0
Vetro, Ceramica	73.8	24.7	1.5	0.0
Metallurgia	78.6	20.3	1.1	0.0
Prodotti in metallo	79.7	19.4	0.9	0.0
Computer ed elettronica	74.2	23.7	2.0	0.2
Apparecchiature elettriche	80.8	17.0	2.1	0.1
Macchinari e apparecchiature	83.1	16.1	0.7	0.1
Autoveicoli	62.7	23.1	13.7	0.4
Altri mezzi di trasporto	58.1	38.0	3.6	0.3
Mobili	90.2	8.3	1.4	0.0
Altre Industrie Manifatturiere	61.7	33.8	4.1	0.5

Fonte: elaborazioni su dati Istat-COE. Note: anno 2015, quote sul totale delle esportazioni extra Unione Europea a 28.

## 5. Le ragioni per la scelta della valuta di fatturazione

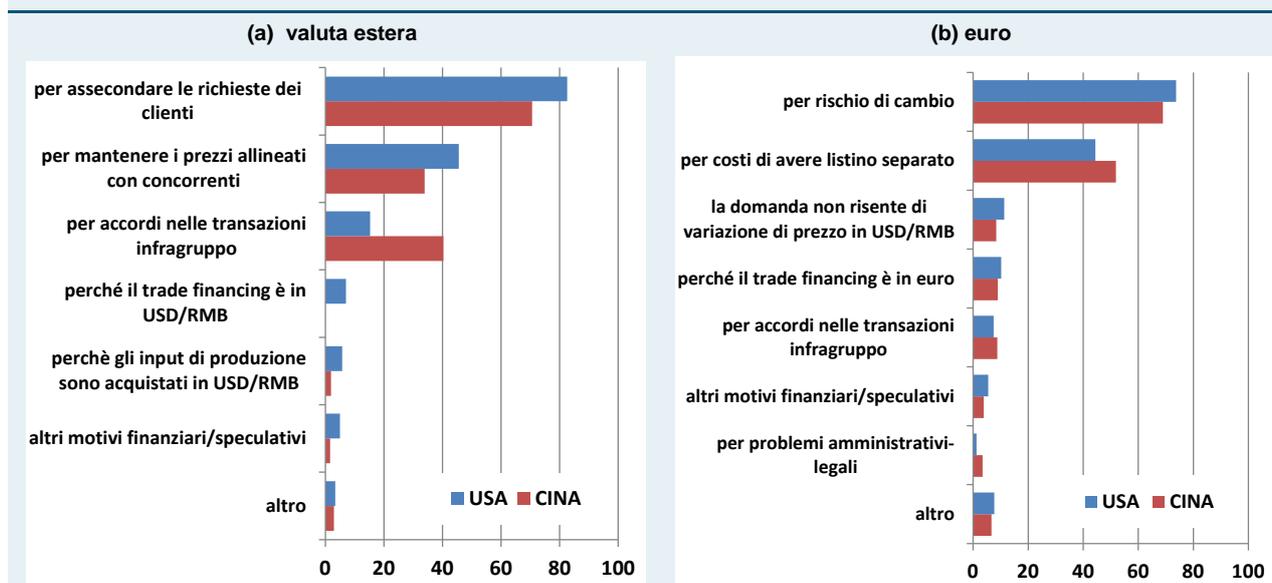
I risultati delle indagini svolte dalla Banca presso le imprese industriali e dei servizi per il 2015 approssimano con sufficiente precisione quanto emerge dai dati amministrativi Istat-COE, e consentono di approfondire le ragioni per cui un'impresa decide di adottare una data valuta di *pricing* in due dei principali mercati extraeuropei per le esportazioni italiane, gli Stati Uniti e la Cina. Relativamente alle valute utilizzate per il *pricing* delle esportazioni, i risultati delle rilevazioni indicano che il *pricing* in euro riguarda la quasi totalità delle vendite verso i paesi europei e riproducono piuttosto bene il quadro re-

lativo alle vendite nei paesi extra-europei: l'euro ha un peso preponderante in quasi tutti questi mercati, mentre il dollaro risulta essere la seconda valuta principalmente utilizzata<sup>9</sup>.

Considerando le ragioni alla base delle strategie di *pricing*, per le imprese industriali che fissano i prezzi di listino nella valuta del paese di destinazione in USA e in Cina, la scelta sembra essere indotta prevalentemente da fattori di domanda. La “volontà di assecondare le richieste dei clienti” è stata indicata tra le due principali motivazioni da oltre l'80 per cento di chi vende negli Stati Uniti, mentre il circa il 40 per cento delle imprese che utilizzano la valuta del paese di destinazione dichiara di farlo “per mantenere i prezzi allineati a quelli dei concorrenti” (fig.5.1.a). Questi risultati sono coerenti con i contributi che hanno evidenziato il ruolo chiave dei fattori di domanda e di interazione strategica con i concorrenti nel determinare la valuta di fatturazione (Friberg, 1998, Goldberg e Tille, 2008 e 2016, Devereux et al., 2017). Nel caso delle esportazioni verso la Cina, anche le scelte di *pricing* nelle transazioni infragruppo rivestono un ruolo rilevante nella scelta di utilizzare la valuta del paese di destinazione, come segnalato da circa i due quinti delle imprese che adottano questa strategia in quel mercato.

Figura 5.1

**Principali motivazioni per l'utilizzo della valuta locale o dell'euro nelle esportazioni verso gli Stati Uniti e la Cina**  
(percentuale di imprese)



Fonte: Indagine sulle imprese industriali sul 2015. Statistiche ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Il rischio di cambio e i costi a esso associati costituiscono il principale motivo della decisione di fissare in euro i prezzi di listino sia per le vendite negli Stati Uniti, sia per quelle in Cina: in entrambi i casi circa il 70 per cento delle aziende che utilizzano principalmente l'euro come moneta di fatturazione

<sup>9</sup> Nostre stime relative alle vendite negli Stati Uniti indicano che il 54 per cento delle vendite delle imprese italiane sarebbe fatturato in dollari, contro il 55 per cento nei dati Istat. Il dollaro sarebbe inoltre la valuta di *pricing* prevalentemente utilizzata da circa il 15 per cento delle imprese che esportano in Cina secondo i sondaggi, mentre secondo i dati COE sarebbe impiegato, non necessariamente come valuta prevalente, dal 14 per cento delle aziende.

dichiara di farlo per questa ragione (fig.5.1.b)<sup>10</sup>. Anche i costi legati alla predisposizione e all'aggiornamento di un listino dei prezzi dedicato costituiscono un deterrente al *pricing* in valuta estera, in particolare per l'adozione di un listino in renminbi che, a differenza di un listino in dollari, sarebbe utilizzato solo nel mercato cinese. Nonostante esistano ancora rilevanti limitazioni alla convertibilità del renminbi, solo il 3,5 per cento delle imprese che nel 2015 utilizzavano l'euro per esportare in Cina lo facevano a causa dei problemi di carattere amministrativo e legislativo che ostacolano l'uso della moneta del paese di destinazione.

## 6. Gli effetti delle fluttuazioni del cambio su prezzi, volumi e valori delle esportazioni

Utilizzando le informazioni (Istat-COE) relative alle esportazioni delle imprese italiane, è possibile stimare l'elasticità dei prezzi alle fluttuazioni dei tassi di cambio e come questa sia influenzata dalle scelte di *pricing* delle imprese. In particolare, per ciascuna impresa è possibile calcolare i valori medi unitari (rapporto tra il valore delle esportazioni espresse in euro e le quantità vendute) per ciascun prodotto e paese di destinazione. I valori medi unitari, così calcolati, possono essere utilizzati per stimare la seguente equazione:

$$\Delta \ln UV_{idpt} = \alpha + \sum_{z=0,1} \beta_z \Delta \ln NER_{d(t-z)} + \sum_{z=0,1} \varphi_z \Delta X_{d(t-z)} + \delta_d + \delta_i + \delta_s + \delta_t \quad (1)$$

dove (i) indica le imprese, (d) i paesi di destinazione delle esportazioni, (p) i prodotti HS-6, e (t) il tempo. La variabile  $NER_{dt}$  rappresenta il tasso di cambio nominale bilaterale tra l'euro e la valuta di ciascuno paese di destinazione (d) nell'anno considerato (t): un aumento del tasso di cambio nominale indica una svalutazione dell'euro<sup>11</sup>.  $X_{dt}$  è un vettore di controlli che include le variazioni del PIL reale del mercato di destinazione, per tenere conto delle condizioni cicliche, e la variazione del rapporto tra l'indice dei prezzi alla produzione nel paese di destinazione e in Italia come indicatore di competitività relativa. Per valutare la dinamica di aggiustamento dei prezzi, sono state incluse anche le variazioni nell'anno precedente dei tassi di cambio e dei PPI relativi. I vettori  $\delta_d$ ,  $\delta_i$ ,  $\delta_s$ ,  $\delta_t$  indicano rispettivamente gli effetti fissi per mercato di destinazione, impresa, settore HS-4 e anno.

Sfruttando le informazioni sulla valuta di fatturazione è possibile inoltre verificare se l'aggiustamento dei prezzi alle fluttuazioni dei tassi di cambio sia differenziato a seconda della valuta di *pricing*. In particolare, calcoliamo i valori medi unitari (UV), sempre espressi in euro, distinti a seconda della valuta di fatturazione (k) e interagiamo il tasso di cambio nominale bilaterale con variabili *dummy* che indicano la valuta di fatturazione, ovvero "dollaro" e valuta locale ("LCP")<sup>12</sup> rispetto all'euro utilizzato come categoria omessa il cui coefficiente è dunque quello della variabile  $\Delta \ln NER_{dt}$ :

<sup>10</sup> In linea con questa evidenza, Lyonnet et al. (2017) riscontrano che le imprese europee del campione EFIGE che esportano utilizzando una valuta estera di *pricing* sono più propense ad assicurarsi contro il rischio di cambio.

<sup>11</sup> I dati sono riferiti alle esportazioni italiane nei principali 36 paesi di destinazioni delle esportazioni italiane nei mercati extra-europei.

<sup>12</sup> Le esportazioni in dollari verso gli Stati Uniti sono catalogate come LCP, ossia "valuta locale", diversamente dalle evidenze descrittive riportate nella sezione 4.

$$\begin{aligned} \Delta \ln UV_{idpkt} = & \alpha + \sum_{z=0,1} \beta_z \Delta \ln NER_{d(t-z)} + \sum_{z=0,1} \gamma_s \Delta \ln NER_{d(t-z)} \times \delta_{Dollar} \\ & + \sum_{z=0,1} \theta_z \Delta \ln NER_{d(t-s)} \times \delta_{LCP} + \sum_{z=0,1} \varphi_z \Delta X_{d(t-z)} + \delta_d + \delta_i + \delta_s + \delta_t + \delta_k \end{aligned} \quad (2)$$

In alcune specificazioni, inseriamo le interazioni tra *dummy*  $\delta_t \times \delta_i$  e  $\delta_t \times \delta_p$ , per cogliere rispettivamente tutti gli shock annuali a una determinata impresa o comuni a un determinato prodotto; in questo modo possiamo controllare per la variazione in altre componenti di domanda e di offerta, tra cui gli shock alla produttività di impresa. Rispetto alla specificazione dell'equazione (2), la presenza di effetti fissi di impresa-anno implica che le stime sono effettuate solo sulle esportazioni delle imprese multi-prodotto e/o multi-destinazione<sup>13</sup>. Per semplificare l'analisi non consideriamo le esportazioni fatturate in valute terze diverse dal dollaro, che rappresentano appena lo 0,2 per cento delle esportazioni italiane nei paesi extra-UE (cfr. tavola 4.2)<sup>14</sup>.

Nella prima colonna della tavola 6.1, impieghiamo come *proxy* dei prezzi i valori medi unitari calcolati, a livello di impresa-prodotto e paese di destinazione, usando il valore totale dei ricavi e delle quantità esportate, indipendentemente dalla valuta di fatturazione (eq. 1). L'elasticità dei prezzi delle esportazioni, misurate in euro, alle fluttuazioni dei tassi di cambio è positiva, a indicare che a fronte di una svalutazione dell'euro le imprese italiane tendono ad aumentare i prezzi in euro dei beni esportati. La stima puntuale, tuttavia, è quantitativamente molto piccola: a fronte di un deprezzamento del 10 per cento del tasso di cambio nominale, i prezzi alle esportazioni espressi in euro aumentano in media dello 0,6 per cento nello stesso anno. Il *pass-through* medio sui prezzi in valuta estera è quasi completo (94 per cento e si riduce solo leggermente, al 92 per cento, considerando anche l'aggiustamento dei prezzi nell'anno successivo). La variazione media dei prezzi in euro risulta più elevata nella stima pesata per il valore delle esportazioni (colonna 2), a suggerire un *pass-through* più basso per alcuni flussi di esportazione di dimensioni superiori alla media; complessivamente, il *pass-through* medio rimane comunque molto alto, prossimo al 90 per cento.

Nelle colonne 3 e 4 si stima l'elasticità dei prezzi alle fluttuazioni dei tassi di cambio per ciascuna valuta di fatturazione. Per le esportazioni fatturate in valuta locale la variazione dei prezzi al tasso di cambio è pari a circa i 2/3 dello shock nell'anno stesso in cui si verifica: una svalutazione del tasso di cambio del 10 per cento genera un aumento dei prezzi (in euro) del 6-7 per cento per le imprese esportatrici che usano la valuta locale; ciò implica che in valuta locale, i prezzi si riducono di circa il 3-4 per cento. Le stime indicano quindi un *pass-through* di breve periodo nei prezzi alle importazioni nel paese di destinazione intorno al 35 per cento, un valore assai più contenuto rispetto a quello stimato per le esportazioni in euro, che risulta prossimo al 100 per cento nell'anno in cui si verifica lo shock (vedi coefficienti nella prima riga nella colonna 3 e 4). Mentre per le esportazioni in euro anche

<sup>13</sup> Le imprese multi-prodotto sono il 40 per cento delle imprese esportatrici ma generano circa il 99 per cento del valore delle esportazioni aggregate (Bugamelli et al., 2018).

<sup>14</sup> Come mostrato nella tavola 4.2 nei principali mercati questo tipo di transazioni raggiungono al massimo lo 0,6 per cento nel caso delle esportazioni italiane in Giappone. Abbiamo pertanto escluso queste transazioni per semplificare l'analisi nella parte in cui si stimano elasticità differenziate per tipologia di *pricing*; per coerenza, la stessa scelta è stata estesa anche alle prime stime, in cui le transazioni sono distinte per impresa-prodotto-mercato-anno.

l'aggiustamento nell'anno successivo allo shock risulta molto contenuto (intorno al 4 per cento), nel caso delle esportazioni in valuta, le imprese sembrano adeguare maggiormente i prezzi di listino per controbilanciare la variazione del cambio: il *pass-through* nell'anno successivo sale dal 35 a quasi il 60 per cento. La differenza rispetto alle esportazioni fatturate in euro rimane comunque rilevante (intorno al 35 per cento dello shock).

Nel caso della fatturazione in dollari in mercati diversi dagli Stati Uniti si registrano *pass-through* intermedi tra quelli in valuta locale e quelli in euro: intorno al 60-70 per cento nell'anno dello shock e del 80-85 per cento il valore cumulato in due anni. Dato che in questo caso i prezzi di listino sono fissati in una valuta terza, non è possibile inferire il grado di aggiustamento degli stessi dalla stima dell'elasticità al tasso di cambio bilaterale tra l'euro e la valuta del paese di destinazione. Si è quindi stimata anche l'elasticità dei prezzi in euro alla variazione del tasso di cambio euro-dollaro (tavola A1). I risultati confermano che i prezzi in euro dei beni fatturati in dollari dipendono dal cambio euro/dollaro, mentre sono pressoché insensibili alle variazioni dei cambi con il paese di destinazione, l'opposto di quanto avviene per le transazioni in euro o in valuta locale. A una svalutazione dell'euro rispetto al dollaro del 10 per cento è associato un aumento dei prezzi (in euro) nell'anno stesso del 7 per cento circa, quindi il *pass-through* simultaneo nel prezzo in dollari è di circa il 30 per cento. Esso aumenta al 50 per cento nell'anno successivo. Dato che l'*invoicing* in dollari è il più utilizzato, dopo quello in euro, per le esportazioni italiane extra-UE, con quote rilevanti anche in mercati diversi dagli Stati Uniti, è importante considerare che esiste questa eterogeneità nell'aggiustamento dei prezzi. Va notato che questa differenziazione emerge chiaramente solo quando si considera nella stima dei *pass-through* il tasso di cambio bilaterale euro-dollaro, che è quello che guida la variazione dei prezzi in questo caso, mentre è assai meno evidente dalle regressioni che esaminano solo l'effetto dei tassi bilaterali con il paese di esportazione, anche separando le transazioni per valuta di fatturazione.

Il caso del mercato statunitense merita un ulteriore approfondimento per una serie di ragioni: i) il peso di questo mercato nelle esportazioni italiane extra-UE; ii) la quota eccezionalmente elevata di fatturazione in valuta locale, pari a oltre metà dell'export italiano negli Stati Uniti; iii) il ruolo peculiare del dollaro nelle transazioni internazionali, che fa sì che oltre il 90 per cento delle importazioni complessive degli Stati Uniti sia fatturato in questa valuta (Gopinath, 2015). La colonna 5 riporta i risultati delle stime escludendo le esportazioni verso gli Stati Uniti, mentre nelle colonne 6-7 si è scelto una specificazione che consente di avere elasticità *ad hoc* per quel mercato di destinazione. Per le esportazioni fatturate in euro non si rilevano differenze significative, mentre il *pass-through* sui prezzi esteri sembra essere più basso di circa 10 punti percentuali per i beni fatturati in valuta locale (55 per cento in due anni, rispetto al 65 per cento degli altri mercati). Quando si escludono le esportazioni di materie prime (colonna 7), per le quali l'utilizzo di particolari valute di fatturazione (il dollaro in primis) potrebbe seguire logiche diverse rispetto agli altri beni (Boz et al., 2017), i risultati rimangono sostanzialmente invariati.

Complessivamente da queste evidenze emerge una netta differenziazione del *pass-through* sui prezzi di vendita nel mercato estero a seconda della valuta di fatturazione scelta, con possibili ricadute sui volumi esportati. Il grado di vischiosità dei prezzi nella valuta di *pricing* che emerge è invece in linea con quanto evidenziato in altri contributi della letteratura (Gopinath, Itskhoki, e Rigobon, 2010; Gopinath, 2015). Tale rigidità sembra essere ancor più forte per le imprese che fatturano i propri beni in euro,

mentre, nell'orizzonte di due anni considerato, i prezzi di listino sembrano rispondere maggiormente alle variazioni dei tassi di cambio nei casi di fatturazione in valuta estera.

**Tavola 6.1: Gli effetti delle fluttuazioni del tasso di cambio sui prezzi di esportazione**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<b>Ex.-rate (cambio bilaterale)</b>	<b>0.0623***</b> [0.0131]	<b>0.112**</b> [0.0522]	<b>0.00970</b> [0.00958]	<b>0.0147*</b> [0.00763]	<b>0.0145*</b> [0.00732]	<b>0.0143*</b> [0.00750]	<b>0.0140*</b> [0.00772]
Ex.-rate (t-1)	0.0186 [0.0153]	-0.0101 [0.0468]	0.0454*** [0.0127]	0.0396*** [0.0104]	0.0375*** [0.0116]	0.0389*** [0.0111]	0.0387*** [0.0111]
<b>Ex.-rate × Dollar Price</b>			<b>0.357***</b> [0.0612]	<b>0.288***</b> [0.0595]	<b>0.281***</b> [0.0591]	<b>0.289***</b> [0.0598]	<b>0.289***</b> [0.0600]
Ex.-rate × Dollar Price (t-1)			-0.213*** [0.0338]	-0.199*** [0.0326]	-0.189*** [0.0314]	-0.197*** [0.0323]	-0.194*** [0.0314]
<b>Ex.-rate × Local Price</b>			<b>0.655***</b> [0.0178]	<b>0.625***</b> [0.0193]	<b>0.612***</b> [0.0409]	<b>0.610***</b> [0.0443]	<b>0.612***</b> [0.0452]
Ex.-rate × Local Price (t-1)			-0.275*** [0.0382]	-0.269*** [0.0276]	-0.323*** [0.0371]	-0.328*** [0.0345]	-0.328*** [0.0336]
<b>Ex.-rate × USA</b>						<b>0.00193</b> [0.0157]	<b>0.00184</b> [0.0156]
Ex.-rate × USA (t-1)						0.0132 [0.0100]	0.0161 [0.0109]
<b>Ex.-rate × Local Price × USA</b>						<b>0.0217</b> [0.0461]	<b>0.0247</b> [0.0467]
Ex.-rate × Local Price × USA (t-1)						0.0954** [0.0379]	0.0927** [0.0369]
Effetti fissi:							
Impresa	X	X	X				
Prodotto (HS6)	X	X	X				
Anno	X	X	X				
Anno x Impresa				X	X	X	X
Anno x Prodotto (HS6)				X	X	X	X
Paese	X	X	X	X	X	X	X
<i>N</i>	2708612	2708612	2891028	2716890	2322244	2716890	2676554
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.022	0.085	0.022	0.126	0.132	0.126	0.125

*Note:* La variabile dipendente è la variazione logaritmica dei valori medi unitari, calcolati come il rapporto tra ricavi delle esportazioni espressi in euro e quantità esportate. Tutti i regressori sono espressi in termini di variazioni logaritmiche. Tra i controlli sono state incluse anche le variazioni del PIL reale del mercato di destinazione e dei PPI relativi nell'anno in corso e in quello precedente. Nelle prime due colonne la variabile dipendente è calcolata per il valore complessivo delle esportazioni per impresa-prodotto-mercato, indipendentemente dalla valuta di *pricing*. Nelle colonne 3-7 i valori medi unitari sono calcolati per ciascuna valuta di *pricing*: Euro, Dollaro, LCP. Nella colonna 5 vengono escluse le esportazioni verso gli USA; nella colonna 7 sono escluse le esportazioni di materie prime. Standard errors in parentesi clusterizzati a livello di paese. Significatività: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

Le stime fin qui presentate sono state quindi replicate utilizzando la variazione logaritmica delle quantità esportate come variabile dipendente (tavola 6.2). Come atteso, un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro è associato a un aumento (diminuzione) statisticamente significativo delle quantità esportate. L'elasticità media dei volumi al tasso di cambio bilaterale – senza distinguere per valuta di fatturazione – è di poco superiore a 0,4 nell'anno dello shock e sale a quasi lo 0,6 nell'anno successivo (colonna 1). La stima che pesa i flussi di esportazione per il loro valore in euro (colonna 2) è un po' più bassa nel primo anno (0,29), ma non si discosta di molto da quella “non pesata” quando si considera l'effetto cumulato nei due anni (0,53). In media quindi una svalutazione del tasso di cambio del 10 per cento genera un aumento delle quantità esportate del 5-6 per cento in due anni. Distinguendo i flussi per valuta di fatturazione (colonne 3-4), l'aumento più significativo dei volumi esportati si osserva per le esportazioni i cui prezzi sono fissati in euro, un risultato atteso visto il *pass-through* sui prezzi di destinazione significativamente più alto rispetto a quello stimato per la fatturazione in valuta estera.

Nonostante le differenze nell'elasticità dei volumi stimate tra esportazioni in euro e in valuta locale appaiano piuttosto contenute<sup>15</sup>, le colonne 5-7 mostrano che ciò dipende in larga parte dalla specificità delle esportazioni verso gli Stati Uniti, che rappresentano una quota molto elevata del totale delle esportazioni in valuta locale. Le quantità esportate verso altri mercati e fatturate in valuta locale risultano praticamente insensibili alla variazione del cambio bilaterale. Le esportazioni in dollari negli Stati Uniti, invece, mostrano un'elasticità al cambio non trascurabile, pari 0,37 in due anni<sup>16</sup>. Anche le esportazioni fatturate in euro rispondono in maniera più marcata alle fluttuazioni del cambio rispetto agli altri mercati: 0,84 è l'elasticità cumulata in due anni per gli Stati Uniti, rispetto a 0,51 per le altre destinazioni extra-UE. Ciò significa che, per singolo mercato di destinazione, l'elasticità delle quantità esportate al cambio si differenzia in misura sensibile tra fatturazione in euro e in valuta estera: è di circa 0,5 più elevata nel primo caso. Le regressioni che non isolano l'effetto degli Stati Uniti tendono a sottostimare questa differenza, a causa del peso molto elevato che ha questo mercato sul totale dei beni fatturati in valuta locale. Il fatto che i volumi esportati sembrano rispondere fortemente alle variazioni del cambio nel mercato statunitense può aver indotto molte imprese a esportare in dollari in quel mercato, al fine di rendere più stabili le proprie quote di mercato. Similmente ciò può si spiegare perché in quel mercato il *pass-through* sui prezzi esteri risulti più contenuto rispetto alle altre destinazioni.

<sup>15</sup> Ad esempio quella tra fatturazione in valuta locale e fatturazione in euro è limitata allo 0,10-0,15 in due anni, nonostante la differenza marcata nei *pass-through*.

<sup>16</sup> Ricordiamo che il *pass-through* stimato sui prezzi esteri per queste esportazioni verso gli USA è del 55 per cento; il fatto che sia inferiore a quello stimato per gli altri mercati (65 per cento) rende il risultato sui volumi ancor più degno di nota.

**Tavola 6.2: Gli effetti delle fluttuazioni del tasso di cambio sui volumi esportati**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<b>Ex.-rate (cambio bilaterale)</b>	<b>0.420***</b> [0.110]	<b>0.290**</b> [0.110]	<b>0.415***</b> [0.114]	<b>0.380***</b> [0.104]	<b>0.397***</b> [0.113]	<b>0.376***</b> [0.107]	<b>0.376***</b> [0.107]
Ex.-rate (t-1)	0.156*** [0.0558]	0.238** [0.103]	0.166*** [0.0564]	0.150*** [0.0502]	0.116** [0.0467]	0.132*** [0.0457]	0.132*** [0.0462]
<b>Ex.-rate × Dollar Price</b>			<b>-0.0600</b> [0.0750]	<b>-0.0367</b> [0.0719]	<b>-0.0388</b> [0.0754]	<b>-0.0322</b> [0.0740]	<b>-0.0326</b> [0.0750]
Ex.-rate × Dollar Price (t-1)			-0.109** [0.0489]	-0.0688 [0.0593]	-0.0363 [0.0574]	-0.0434 [0.0546]	-0.0486 [0.0540]
<b>Ex.-rate × Local Price</b>			<b>-0.159</b> [0.113]	<b>-0.125</b> [0.115]	<b>-0.349***</b> [0.111]	<b>-0.330***</b> [0.109]	<b>-0.340***</b> [0.111]
Ex.-rate × Local Price (t-1)			0.0112 [0.0578]	0.00183 [0.0961]	-0.242* [0.121]	-0.223* [0.123]	-0.222* [0.127]
<b>Ex.-rate × USA</b>						<b>0.0342</b> [0.0592]	<b>0.0354</b> [0.0594]
Ex.-rate × USA (t-1)						0.335*** [0.0521]	0.332*** [0.0523]
<b>Ex.-rate × Local Price × USA</b>						<b>0.290***</b> [0.102]	<b>0.305***</b> [0.105]
Ex.-rate × Local Price × USA (t-1)						0.126 [0.130]	0.122 [0.133]
Effetti fissi:							
Impresa	X	X	X				
Prodotto (HS6)	X	X	X				
Anno	X	X	X				
Anno x Impresa				X	X	X	X
Anno x Prodotto (HS6)				X	X	X	X
Paese	X	X	X	X	X	X	X
<i>N</i>	2702652	2702652	2884200	2709692	2316798	2709692	2669375
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.033	0.124	0.030	0.137	0.143	0.137	0.136

*Note:* La variabile dipendente è la variazione logaritmica delle quantità esportate. Tutti i regressori sono espressi in termini di variazioni logaritmiche. Tra i controlli sono state incluse anche le variazioni del PIL reale del mercato di destinazione e dei PPI relativi nell'anno in corso e in quello precedente. Nelle prime due colonne la variabile dipendente è calcolata per il valore complessivo delle esportazioni per impresa-prodotto-mercato, indipendentemente dalla valuta di *pricing*. Nelle colonne 3-7 le quantità sono calcolate per ciascuna valuta di *pricing*: Euro, Dollaro, LCP. Nella colonna 5 vengono escluse le esportazioni verso gli USA; nella colonna 7 sono escluse le esportazioni di materie prime. Standard errors in parentesi clusterizzati a livello di paese. Significatività: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

**Tavola 6.3: Gli effetti delle fluttuazioni del tasso di cambio sui valori esportati**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<b>Ex.-rate (cambio bilaterale)</b>	<b>0.481***</b> [0.107]	<b>0.399***</b> [0.111]	<b>0.448***</b> [0.117]	<b>0.428***</b> [0.108]	<b>0.446***</b> [0.117]	<b>0.424***</b> [0.111]	<b>0.425***</b> [0.111]
Ex.-rate (t-1)	0.179*** [0.0603]	0.198** [0.0856]	0.239*** [0.0596]	0.212*** [0.0545]	0.173*** [0.0482]	0.191*** [0.0500]	0.191*** [0.0505]
<b>Ex.-rate × Dollar Price</b>			<b>0.553***</b> [0.108]	<b>0.474***</b> [0.106]	<b>0.470***</b> [0.110]	<b>0.478***</b> [0.110]	<b>0.476***</b> [0.110]
Ex.-rate × Dollar Price (t-1)			-0.427*** [0.0578]	-0.376*** [0.0627]	-0.341*** [0.0580]	-0.344*** [0.0566]	-0.345*** [0.0562]
<b>Ex.-rate × Local Price</b>			<b>0.719***</b> [0.121]	<b>0.709***</b> [0.126]	<b>0.463***</b> [0.119]	<b>0.473***</b> [0.115]	<b>0.467***</b> [0.116]
Ex.-rate × Local Price (t-1)			-0.332*** [0.0864]	-0.321*** [0.112]	-0.613*** [0.0980]	-0.602*** [0.102]	-0.603*** [0.106]
<b>Ex.-rate × USA</b>						<b>0.0132</b> [0.0690]	<b>0.0163</b> [0.0694]
Ex.-rate × USA (t-1)						0.339*** [0.0509]	0.340*** [0.0507]
<b>Ex.-rate × Local Price × USA</b>						<b>0.350***</b> [0.115]	<b>0.360***</b> [0.118]
Ex.-rate × Local Price × USA (t-1)						0.230** [0.111]	0.230* [0.113]
Effetti fissi:							
Impresa	X	X	X				
Prodotto (HS6)	X	X	X				
Anno	X	X	X				
Anno x Impresa				X	X	X	X
Anno x Prodotto (HS6)				X	X	X	X
Paese	x	x	x	x	x	x	x
<i>N</i>	2717888	2717888	2382472	2210309	1853087	2210309	2182443
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.037	0.132	0.043	0.165	0.173	0.165	0.164

*Note:* La variabile dipendente è la variazione logaritmica delle quantità esportate. Tutti i regressori sono espressi in termini di variazioni logaritmiche. Tra i controlli sono state incluse anche le variazioni del PIL reale del mercato di destinazione e dei PPI relativi nell'anno in corso e in quello precedente. Nelle prime due colonne la variabile dipendente è calcolata per il valore complessivo delle esportazioni per impresa-prodotto-mercato, indipendentemente dalla valuta di *pricing*. Nelle colonne 3-7 i valori sono calcolati per ciascuna valuta di *pricing*: Euro, Dollaro, LCP. Nella colonna 5 vengono escluse le esportazioni verso gli USA; nella colonna 7 sono escluse le esportazioni di materie prime. Standard errors in parentesi clusterizzati a livello di paese. Significatività: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

Replicando le stesse stime per le variazioni del valore in euro dei beni esportati si può avere un'idea dell'effetto complessivo del tasso di cambio sul fatturato estero delle imprese italiane (tavola 6.3). La stima pesata per il valore dei flussi di esportazione (colonna 2) indica che, in media, una svalutazione del tasso bilaterale del 10 per cento comporta un aumento delle esportazioni in euro del 4 per cento circa nello stesso anno e, cumulativamente, del 6 per cento in due anni. Considerando la distinzio-

ne per valuta di fatturazione e soffermandoci sulle stime che consentono effetti specifici per il mercato statunitense (colonne 6-7), si nota che in caso di fatturazione in valuta estera (dollari o LCP) l'aumento del fatturato esportato è molto più forte nell'anno in cui avviene lo shock, con un'elasticità prossima al 90 per cento della variazione (contro un 43 per cento nel caso di *pricing* in euro). Gli aggiustamenti su prezzi e volumi nell'anno successivo allo shock riducono però fortemente queste differenze. Escludendo gli Stati Uniti, l'elasticità del valore esportato, in euro, cumulata sui due anni è pari a circa il 75 per cento per le esportazioni fatturate in dollari, del 62 per cento per quelle fatturate in euro e del 50 per cento circa per quelle fatturate in valuta locale. Nel caso delle esportazioni nel mercato statunitense le elasticità sono sensibilmente più elevate, intorno al 100 per cento dello shock, sia per le esportazioni in euro, sia per quelle in dollari.

Anche se l'impatto complessivo delle fluttuazioni del cambio sul fatturato realizzato all'estero può risultare simile tra le diverse strategie di *pricing*, la dinamica sembra differenziarsi in misura sostanziale (molto più forte nell'immediato in caso di fatturazione in valuta estera). Inoltre cambiano i canali attraverso cui tali effetti si manifestano (molto più forte l'effetto sui volumi esportati in caso di fatturazione in euro); questo aspetto è stato confermato dalle risposte fornite dalle imprese intervistate dalla Banca d'Italia a seguito del deprezzamento dell'euro del 2014-15.

## **7. Il deprezzamento dell'euro nel 2014-2015 nei giudizi delle imprese**

Tra la primavera del 2014 e quella del 2015 l'euro si è deprezzato di quasi il 20 per cento nei confronti del dollaro statunitense, del renminbi e di altre valute, mentre si è apprezzato rispetto alle divise di alcuni paesi emergenti come il rublo e il real (tav. 7.1). Pur tenendo conto della distribuzione geografica delle esportazioni italiane, fortemente orientate verso i paesi dell'area dell'euro, l'indebolimento del cambio è stato comunque significativo, pari a circa il 7 per cento in termini effettivi nominali. Tale episodio offre l'opportunità di approfondire come la valuta di listino influenzi la relazione tra fluttuazioni del cambio e attività d'impresa.

Nelle valutazioni sull'effetto della svalutazione del cambio rilevate nel sondaggio condotto dalla Banca d'Italia nell'autunno del 2015, il deprezzamento è stato considerato positivo per la propria attività dal 20 per cento delle imprese industriali, negativo dal 12 per cento e trascurabile per le restanti. L'eterogeneità delle valutazioni riflette, in parte, la diversa presenza delle aziende sui mercati esteri. Ponderando le risposte per il valore del fatturato esportato, il giudizio complessivo sul deprezzamento risulta decisamente più positivo: secondo queste stime, esso avrebbe beneficiato oltre un terzo delle esportazioni (35,2 per cento) italiane, mentre circa la metà non ne sarebbe stata interessata. L'effetto netto aggregato del deprezzamento sulle vendite italiane all'estero sarebbe stato quindi nettamente positivo, coerentemente con le evidenze macroeconomiche disponibili<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Secondo le stime della Banca d'Italia, nel biennio 2015-2016 la riduzione dei tassi d'interesse e la maggiore svalutazione del cambio rispetto alle attese avrebbero aggiunto 0,9 punti percentuali di PIL alla crescita rispetto a uno scenario controfattuale coerente con le aspettative formulate all'inizio del 2015 (Banca d'Italia, 2016).

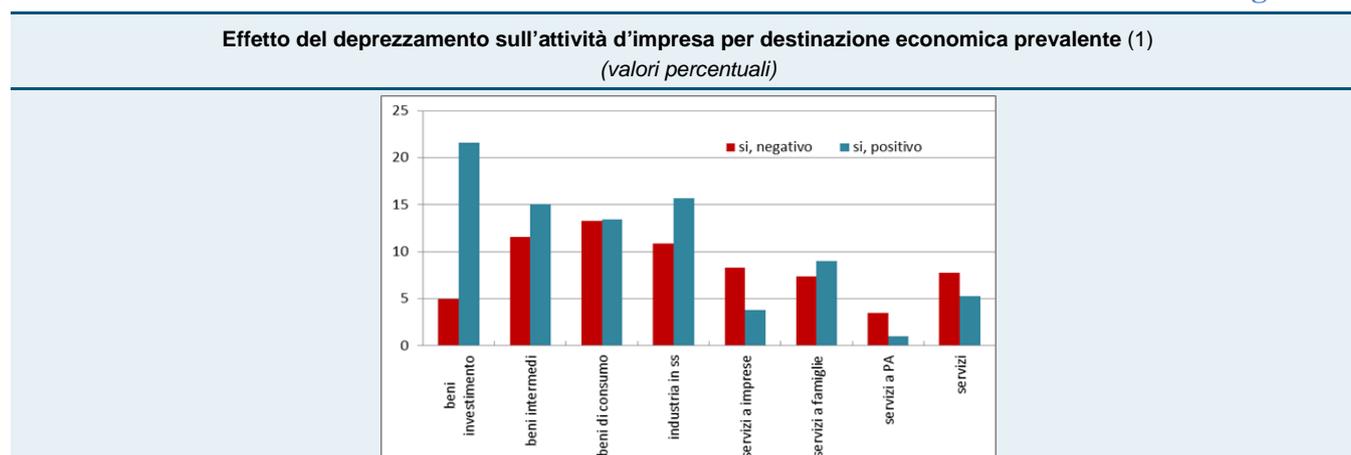
### Variazioni nominali dell'euro rispetto alle valute dei principali partner commerciali (valori medi del 2015 rispetto al 2014)

Paese o area	Valuta	Apprezamento o deprezzamento rispetto all'euro nel 2015 (1)	Quota delle esportazioni italiane nel 2014 (2)
Area dell'euro	euro	0	40,4
Unione europea ex area euro e Svizzera	varie	6,6 (3)	19,5
Stati Uniti	dollaro	19,8	7,5
Cina	renminbi	15,4	2,6
Russia	rublo	-32,6	2,4
Brasile	real	-18,4	1,2
Resto del mondo	-	-	26,4

Fonte: nostre elaborazioni su dati Eurostat, FMI e Banca Nazionale della Romania. Note: (1) espresso come variazione percentuale delle unità di valuta necessarie per acquistare 1 euro; (2) esportazioni di beni FOB in valore, elaborazioni Banca d'Italia su dati Istat; (3) valore medio delle variazioni del cambio dei sei paesi verso i quali le esportazioni rappresentano almeno l'1% delle esportazioni italiane (Regno Unito, Svizzera, Polonia, Romania, Svezia e Ungheria) e che insieme assommano a poco più del 16% delle esportazioni.

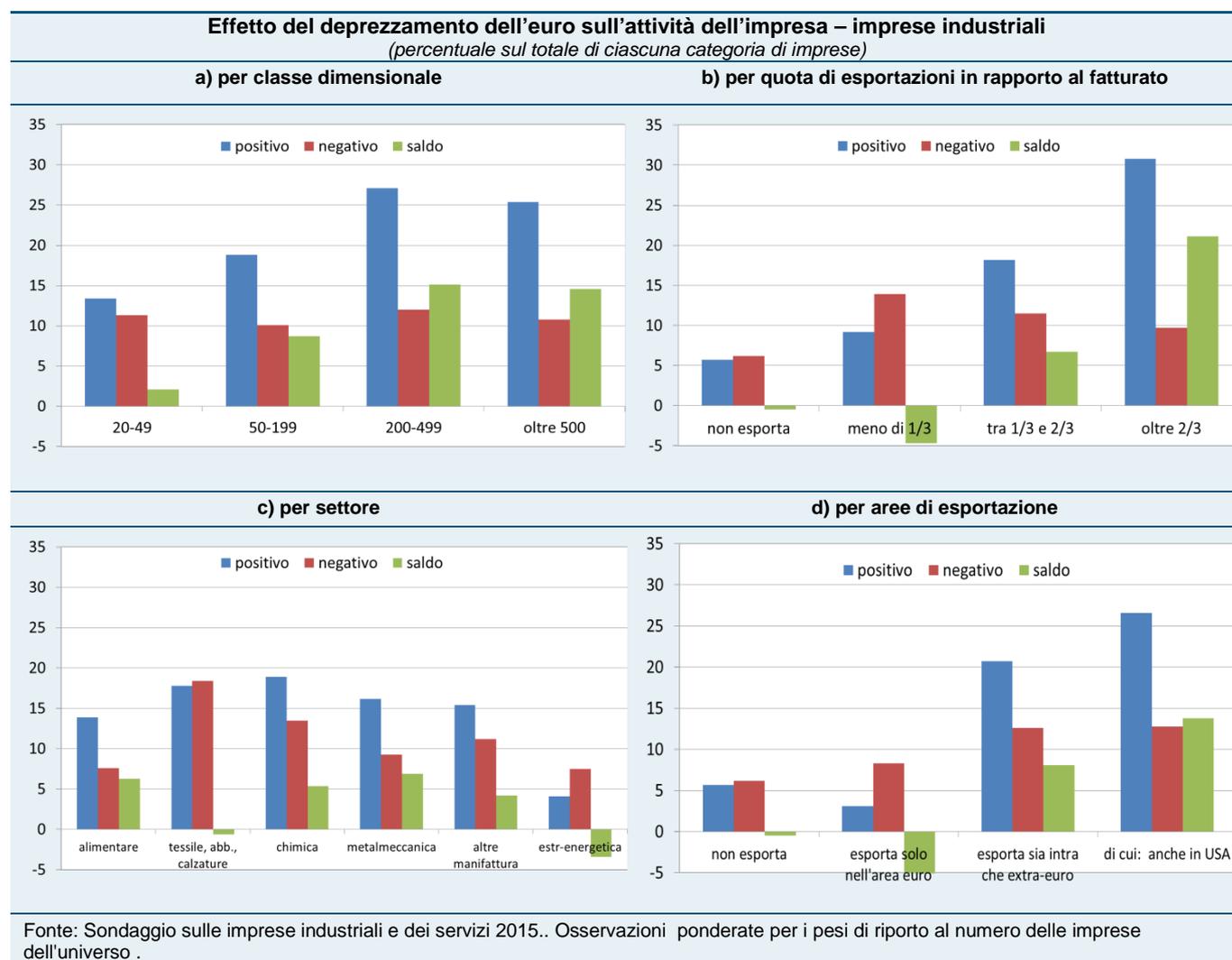
I giudizi sono nel complesso più favorevoli fra le imprese industriali che, rispetto a quelle dei servizi, si caratterizzano per una maggiore propensione all'export (fig. 7.1). Tra queste, il saldo tra giudizi positivi e negativi è maggiore tra le aziende con almeno 200 addetti, tra quelle che vendono negli Stati Uniti, e, in generale, tra quelle che realizzano all'estero oltre i due terzi del loro fatturato: (figura 7.2).

Figura 7.1



Fonte: Indagine e Sondaggio sulle imprese industriali e dei servizi sul 2015. Note: (1) osservazioni ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese dell'universo.

Figura 7.2



Dato che molte caratteristiche di impresa sono tra loro interrelate, è utile valutare attraverso una regressione multivariata come le aziende che hanno fornito un giudizio positivo (o negativo) sull'effetto del deprezzamento si differenziano da quelle che lo hanno giudicato trascurabile (Tavola 7.2).

La probabilità di un giudizio sfavorevole sul deprezzamento aumenta con la quota di input importati fatturati in dollari; a parità di altre condizioni, infatti, un deprezzamento del cambio rappresenta un aumento dei costi di produzione quando gli input vengono acquistati in valuta estera. Il risultato è anche coerente con l'idea che una maggiore integrazione nelle catene del valore globali possa rendere più complessi gli effetti di variazione del cambio sulla competitività delle imprese (Amiti et al., 2014).

Anche dal lato delle esportazioni lo shock al tasso di cambio è stato differenziato tra le imprese: un deprezzamento più marcato del tasso di cambio specifico di impresa, che considera la composizione geografica delle sue esportazioni e di quelle dei concorrenti nel settore di appartenenza, riduce la probabilità di dare un giudizio negativo. La probabilità di fornire un giudizio positivo sul deprezzamento dell'euro è invece maggiore quanto più elevata la quota di fatturato esportato, in particolare negli Stati Uniti, e per le imprese appartenenti a un gruppo. Emerge anche una correlazione positiva, ma statistica-

mente non robusta, tra la scelta di fissare prevalentemente in valuta estera i prezzi in almeno uno dei mercati extra-europei e la probabilità di aver tratto un beneficio dal deprezzamento<sup>18</sup>.

**Tavola 7.2 Effetto del deprezzamento dell'euro sull'attività di impresa**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	effetto negativo				effetto positivo			
numero dipendenti (log)	0.258*	0.326*	0.418**	0.111	0.139*	-0.0171	-0.000290	0.0724
	(0.138)	(0.196)	(0.189)	(0.182)	(0.0712)	(0.0917)	(0.0952)	(0.113)
esporta meno di 1/3	0.656*	0.323	0.210	0.505	0.785**	0.757*	0.725*	0.500
	(0.335)	(0.367)	(0.405)	(0.377)	(0.356)	(0.397)	(0.410)	(0.477)
esporta tra 1/3 e 2/3	0.942***	0.378	0.331	0.476	1.521***	1.347***	1.490***	1.250***
	(0.317)	(0.332)	(0.370)	(0.388)	(0.359)	(0.396)	(0.407)	(0.467)
esporta oltre 2/3	0.410	-0.306	-0.528	-0.181	2.215***	1.905***	2.023***	1.778***
	(0.412)	(0.476)	(0.517)	(0.497)	(0.351)	(0.381)	(0.394)	(0.465)
gruppo		0.185	-0.151	-0.0463		0.591***	0.502**	0.447*
		(0.350)	(0.349)	(0.329)		(0.208)	(0.226)	(0.242)
quota export in USA (%)		0.0153	0.0268**	0.00628		0.0399***	0.0427***	0.0319***
		(0.0122)	(0.0136)	(0.0175)		(0.00701)	(0.00854)	(0.00845)
baseline delta x-rate NO RoW			-0.0367	-0.0508*			0.00137	0.00154
			(0.0266)	(0.0286)			(0.0218)	(0.0245)
perdita nel 2014			-0.159	0.00793			0.0999	-0.0384
			(0.368)	(0.381)			(0.268)	(0.258)
5-30% input regolati in USD				0.887**				-0.0260
				(0.378)				(0.305)
30-100% input regolati in USD				1.916***				0.781
				(0.446)				(0.544)
pricing non solo in euro				0.525				0.473*
				(0.351)				(0.244)
effetti fissi per settore	si	si	si	si	si	si	si	si
Constant	-4.179***	-4.193***	-4.485***	-2.918***	-3.427***	-3.284***	-3.474***	-3.388***
	(0.745)	(0.918)	(0.902)	(0.845)	(0.486)	(0.533)	(0.566)	(0.639)

Note: standard errors in parentesi; \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01; osservazioni ponderate per i pesi di riporto al numero di addetti dell'universo.

Secondo le risposte delle imprese, i benefici del deprezzamento si sarebbero trasmessi sia attraverso un aumento dei volumi, sia attraverso un aumento dei margini unitari. Coerentemente con le previsioni teoriche (Gopinath, 2015) e le evidenze mostrate nella sezione 6, il canale dei margini è stato più frequentemente segnalato come rilevante dalle imprese che fatturano anche in valuta estera, mentre le imprese che definiscono i propri prezzi principalmente in euro in tutti i mercati hanno soprattutto incrementato i volumi di vendita. Questi risultati sono coerenti con la relativa rigidità dei prezzi di listino già

<sup>18</sup> I mercati considerati sono: Area euro, Resto d'Europa, Stati Uniti, Cina, Brasile-India-Russia, Resto del Mondo.

emersa dalle regressioni sull'ERPT della sezione precedente e confermata dagli stessi risultati dell'indagine: le imprese che esportano negli Stati Uniti e in Cina dichiarano di aver variato in misura molto contenuta i propri prezzi nella valuta di *pricing* tra il 2014 e il 2015, senza differenze significative tra gruppi di imprese che utilizzano diverse valute di fatturazione<sup>19</sup>.

La vischiosità dei prezzi emersa e le scelte differenziate sulla valuta di *invoicing* determinano effetti eterogenei delle fluttuazioni del cambio tra imprese: attraverso la fatturazione in valuta estera, ad esempio, le grandi imprese esportatrici tendono a scaricare le variazioni del cambio sui *markup*. Le imprese che esportano in euro, invece, tendono a beneficiare di un deprezzamento attraverso il canale più tradizionale dei volumi esportati, avvantaggiandosi della riduzione dei prezzi relativi nel mercato di sbocco.

Questi risultati si riflettono inoltre sugli effetti aggregati delle variazioni dei tassi di cambio: ad esempio, i dati ufficiali Istat stimano un aumento dei valori medi unitari delle esportazioni italiane negli Stati Uniti tra il 2014 e il 2015 del 10,5 per cento a fronte di un deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro pari 19,7 per cento; il dato appare coerente con quanto si può calcolare a partire dalle risposte delle imprese sulle variazioni dei prezzi di listino (molto contenute) e sulle quote di esportazioni fatturate in dollari e in euro negli Stati Uniti<sup>20</sup>.

## 8. Conclusioni

Questo lavoro studia la relazione tra scelta della valuta di *pricing* utilizzata dalle imprese italiane nelle transazioni internazionali e gli effetti delle fluttuazioni del cambio sull'attività d'impresa. Utilizzando dati doganali Istat-COE e i giudizi forniti dalle imprese nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia si documentano i seguenti risultati.

Le imprese italiane fissano i prezzi prevalentemente in euro anche quando esportano fuori dall'Europa. Una quota rilevante di transazioni è tuttavia fatturata in altre valute, in particolare il dollaro statunitense: nel 2015 era fatturato in questa valuta il 25,7 per cento delle esportazioni extra-UE e oltre il 55 di quelle verso gli Stati Uniti.

Vi è una relazione tra la valuta di listino utilizzata negli scambi internazionali e quanto cambiano nella valuta locale del compratore i prezzi dei beni esportati al variare dei tassi di cambio (*exchange rate pass through, ERPT*). Considerando le esportazioni delle imprese italiane nei paesi esterni all'Unione europea, si confermano per l'Italia le attese previste dalla letteratura teorica: i prezzi di acquisto per gli importatori nei paesi di destinazione delle vendite all'estero delle imprese italiane variano in misura maggiore quando le imprese esportatrici fissano i prezzi in euro, rispetto a quando lo fanno nella valuta del paese di destinazione. In particolare le nostre stime indicano un *pass through* pressoché completo per

<sup>19</sup> Le imprese che fatturano in dollari o in renminbi avrebbero potuto ridurre i propri prezzi per ottenere un guadagno in termini di competitività; di contro, quelle che esportano in euro avrebbero potuto aumentare leggermente i prezzi di listino per incrementare i *markup*.

<sup>20</sup> Le risposte indicano una variazione media dei prezzi pari, rispettivamente, a 0,8 e 0,5 per cento per le esportazioni in euro e in dollari realizzate negli Stati Uniti. Considerando che la quota di fatturato in dollari sulle esportazioni negli Stati Uniti era pari al 56 per cento, mentre la parte rimanente era fatturata in euro, ne sarebbe derivata una variazione aggregata dei prezzi in euro dell'11,7 per cento, simile a quella stimata dall'Istat (10,7 per cento).

le esportazioni fatturate in euro, e intorno al 35 per cento nell'anno in cui si verifica lo shock per quelle in valuta locale (60 per cento nell'anno successivo). Quando la valuta scelta è una terza, come ad esempio il dollaro per le esportazioni nei paesi asiatici, le variazioni dei prezzi risultano guidate dai tassi di cambio rispetto al dollaro, più che da quelli bilaterali tra l'euro e la valuta del paese importatore. Questi risultati suggeriscono una relativa rigidità dei prezzi nella valuta di listino che, insieme alle scelte sulla valuta di fatturazione, comporta effetti eterogenei delle fluttuazioni del cambio anche sui volumi esportati: ad esempio, a fronte di un deprezzamento del 10 per cento del tasso di cambio nominale, i volumi delle esportazioni fatturate in euro aumentano di quasi il 6 per cento in due anni, mentre le quantità di beni esportate in valuta locale restano pressoché invariate; entrambe le elasticità risultano più elevate per le esportazioni verso gli Stati Uniti, ma gli effetti rimangono nettamente differenziati tra i due tipi di fatturazione.

La scelta della valuta di fatturazione non è determinata esogenamente ma rappresenta una delle strategie competitive adottate dall'impresa in funzione delle caratteristiche del mercato di destinazione. Dalle rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia su un campione di imprese esportatrici italiane emerge che la decisione di fissare i prezzi in valuta estera è più frequente per le aziende più grandi e più produttive, meglio in grado di gestire i rischi associati alle fluttuazioni dei tassi di cambio e di affrontare i costi fissi necessari a mantenere listini differenziati per mercato. Le imprese che adottano una valuta diversa dall'euro lo farebbero soprattutto per assecondare le richieste dei clienti locali in mercati significativi o per mantenere i prezzi di vendita allineati a quelli dei concorrenti; in alcuni casi, tale scelta è anche il riflesso di accordi sulle transazioni infragruppo.

Il deprezzamento dell'euro osservato tra il 2014 e il 2015 ha offerto l'opportunità di approfondire come la strategia di fissazione dei prezzi influenzi la relazione tra fluttuazioni del cambio e attività d'impresa. Esso ha fornito uno stimolo complessivamente positivo per l'economia italiana, ma con differenze tra imprese e settori. Al netto di altre possibili determinanti, una più alta quota di fatturato esportata, in particolare negli Stati Uniti, si associa a un giudizio maggiormente positivo dell'effetto del deprezzamento, mentre le imprese con una maggior quota di input produttivi pagati in dollari hanno fornito più frequentemente un giudizio negativo. Tra le aziende che rilevano un effetto complessivamente positivo, quelle che fissano prevalentemente in valuta estera i prezzi in almeno uno dei mercati extra-europei riportano di aver beneficiato del deprezzamento dell'euro soprattutto attraverso un aumento dei margini unitari, mentre per quelle che utilizzano per lo più l'euro come valuta di fatturazione hanno registrato soprattutto incrementi nei volumi di vendita.

La fatturazione in valuta estera si assocerebbe, quindi, a una propensione delle imprese più grandi e produttive a scaricare le variazioni del cambio sui *markup* e la ricomposizione delle esportazioni verso questo tipo di imprese potrebbe aver contribuito a rendere le quantità esportate, nell'aggregato, meno sensibili alle fluttuazioni del tasso di cambio negli anni recenti (Bugamelli et al., 2017).

Le risposte delle imprese hanno inoltre indicato un ruolo importante del canale delle importazioni per capire la relazione tra fluttuazioni del cambio e attività di impresa, coerentemente con quanto rilevato dalle evidenze internazionali. Potrebbe quindi essere interessante estendere quest'analisi allo studio delle importazioni delle imprese italiane, al fine di chiarire in che misura la valuta di fatturazione influenzi i prezzi dei beni importati e come ciò influisca sulla trasmissione degli shock di cambio all'inflazione interna.

## Riferimenti bibliografici

- Amiti, M., O. Itskhoki e J. Konings (2014), “Importers, Exporter, and Exchange Rate Disconnect”, *American Economic review*, vol. 104 (7), pp. 1942-1978.
- Bacchetta, P., e E. van Wincoop (2005), “A theory of the currency denomination of international”, *Journal of International Economics*, vol. 67 (2), pp. 295–319.
- Banca d’Italia (2016), “Le determinanti della ripresa”, riquadro Capitolo 5, *Relazione annuale sul 2015*.
- Berman, N., P. Martin e T. Mayer (2012), “How do different exporters react to exchange rate changes?” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (1), pp. 437-492.
- Betts, C. e M.B. Devereux (2000), “Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market”, *Journal of International Economics*, vol. 50 (1), pp. 215-244.
- Boz, E., G. Gopinath e M. Plagborg-Møller (2017), “Global trade and the dollar”, NBER Working Paper, n. 23988.
- Bugamelli, M., S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello (2017), “Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports”, *Questioni di Economia e Finanza (Banca d’Italia Occasional Papers)*, n. 399.
- Bugamelli, M., A. Linarello e R. Serafini (2018), “The ‘margin call’: firm-level export dynamics in Italy”, *Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza*, forthcoming.
- Bugamelli, M. e R. Tedeschi (2008), “Pricing-to-Market and Market Structure”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 70, pp. 155-180.
- Burstein, A. e G. Gopinath (2014), “International prices and exchange rates”, in G. Gopinath, E. Helpman e K. Rogoff (eds), ‘*Handbook of International Economics*’, vol. 4, pp. 391-451, Elsevier.
- Campa, J.M. e L. Goldberg (2002), “Exchange Rate Pass-Through: A Macro or Micro Phenomenon”, NBER Working Paper, n. 8934.
- Corsetti, G., L. Dedola e S. Leduc (2010), “Optimal Monetary Policy in Open Economies”, in Friedman, B. M. e M. Woodford (eds), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, cap. 16, pp. 861-933.
- Corsetti, G. e P. Pesenti (2001), “Welfare and Macroeconomic Interdependence”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116 (2), pp. 421-445.
- Devereux, M.B. e C. Engel (2003), “Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility”, *Review of Economic Studies*, vol. 70 (4), pp. 765-784.
- Devereux, M.B., C. Engel e P. Storgaard (2004), “Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance”, *Journal of International Economics*, vol. 63 (2), pp. 263-291.
- Devereux, M.B. e S. Shi (2013), “Vehicle currency”, *International Economic Review*, vol. 54 (1), pp. 97-133.
- Devereux, M.B., D. Wei e B. Tomlin (2017), “Importers and exporters in exchange rate pass-through and currency invoicing,” *Journal of International Economics*, vol. 105(C), pp. 187-204.
- Dornbusch, R. (1987), “Exchange Rates and Prices”, *American Economic Review*, vol. 77, pp. 93-106.
- Druant, M., S. Fabiani, Kezdi, G., Lamo, A., Martins, F. e Sabbatini, R. (2012), “Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness”, *Labour Economics*, vol. 19 (5), pp. 772-782.

- ECB (2016), article “Exchange rate pass-through into euro area inflation”, Economic bulletin, n. 7.
- Engel, C. (2006), “Equivalence results for optimal pass-through, optimal indexing to exchange rates, and optimal choice of currency for export pricing”, *Journal of European Economic Association*, vol. 4 (6), pp. 1249-1260.
- Friberg, R. (1998), “In which currency should exporters set their prices?”, *Journal of International Economics*, vol. 45 (1), pp. 59-76.
- Friberg, R. e F. Wilander (2008), “The currency denomination of exports - a questionnaire study”, *Journal of International Economics*, vol. 75 (1), pp. 54-69.
- Gali, J. (2008), “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework”, Princeton University Press.
- Goldberg, P. e M.M. Knetter (1997), “Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35 (3), pp. 1243-1272.
- Goldberg, L. e C. Tille (2008), “Vehicle currency use in international trade”, *Journal of International Economics*, vol. 76 (2), pp. 177-192.
- Goldberg, L. e C. Tille (2008), “A bargaining theory of trade invoicing and prices”. NBER Working Paper, n. 18985.
- Goldberg, L. e C. Tille (2016), “Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing: Synthesis and novel patterns”, *Journal of International Economics*, vol. 102(C), pp. 173-187.
- Gopinath, G. (2015), “The International Price System”, NBER Working Paper, n. 21646.
- Gopinath, G., O. Itskhoki e R. Rigobon (2010), “Currency choice and exchange rate pass-through”, *American Economic Review*, vol. 100 (1), pp. 304-336.
- Ito, T., S. Koibuchi, K. Sato e J. Shimizu (2010), “Why has the yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese exporters’ invoicing behavior”, NBER Working Paper, n. 16231.
- Langedijk, S., S. Karagiannis e E. Papanagiotou (2016), “Invoicing Currencies in International Trade - Drivers and Obstacles to the Use of the Euro”, JRC Scientific and Policy Report, European commission, January.
- Lyonnet, V., J. Martin e I. Mejean (2017), “Invoicing currency and financial hedging”, CEPR, Discussion Paper, n.11700.
- Novy, D. (2006), “Hedge your Costs: Exchange Rate Risk and Endogenous Currency Invoicing”, mimeo, University of Cambridge.
- Obstfeld, M. e K. Rogoff (1995), “Exchange Rate Dynamics Redux”, *Journal of Political Economy*, vol. 103 (3), pp. 624-660.
- Portes, R. e H. Rey (1998), “The emergence of the euro as an international currency”, *Economic Policy*, vol. 13 (26), pp. 306-343.
- Vermeulen, P., D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini e H. Stahl (2007) “Price Setting in the EuroArea: Some Stylised Facts from Individual Producer Price Data”, ECB Working Paper, n. 727.

## Appendici

### APPENDICE A1.

**Tavola A1: Gli effetti delle fluttuazioni del tasso di cambio bilaterali e con il dollaro sui prezzi di esportazione**

	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Ex.-rate (cambio bilaterale)</b>	<b>0.0198**</b> [0.00731]	<b>0.0204***</b> [0.00707]	<b>0.0323***</b> [0.00760]	<b>0.0278***</b> [0.00866]
Ex.-rate (t-1)	0.0765*** [0.0102]	0.0786*** [0.0101]	0.0479*** [0.0124]	0.0485*** [0.0117]
<b>Ex.-rate × Dollar Price</b>	<b>0.355***</b> [0.0610]	<b>0.365***</b> [0.0629]	<b>0.0300</b> [0.0292]	<b>0.0139</b> [0.0317]
Ex.-rate × Dollar Price (t-1)	-0.204*** [0.0328]	-0.217*** [0.0342]	-0.0243 [0.0343]	-0.0406 [0.0358]
<b>Ex.-rate × Local Price</b>	<b>0.655***</b> [0.0492]	<b>0.688***</b> [0.0374]	<b>0.647***</b> [0.0463]	<b>0.693***</b> [0.0311]
Ex.-rate × Local Price (t-1)	-0.361*** [0.0407]	-0.340*** [0.0429]	-0.331*** [0.0407]	-0.310*** [0.0404]
<b>Euro/dollar x-rate (cambio €\$)</b>			<b>-0.038***</b> [0.0104]	<b>-0.0230**</b> [0.0104]
Euro/dollar x-rate(t-1)			0.0468*** [0.0128]	0.0555*** [0.0128]
<b>Euro/dollar x-rate× Dollar Price</b>			<b>0.687***</b> [0.0362]	<b>0.706***</b> [0.0415]
Euro/dollar x-rate× Dollar Pr. (t-1)			-0.200*** [0.0375]	-0.194*** [0.0434]
<b>Euro/dollar x-rate× Local Price</b>			<b>0.0328</b> [0.0272]	<b>0.00181</b> [0.0255]
Euro/dollar x-rate× Local Price(t-1)			-0.0476 [0.0391]	-0.0587 [0.0364]
<b>PPI (rapporto indici bilaterali)</b>	<b>0.00898</b> [0.0336]	<b>-0.00586</b> [0.0350]	<b>0.00387</b> [0.0291]	<b>-0.00884</b> [0.0298]
PPI (t-1)	-0.00275 [0.0176]	-0.0144 [0.0172]	0.00165 [0.0174]	-0.0125 [0.0180]
Effetti fissi:				
Impresa	x		x	
Settore (HS4)	x		x	
Paese	x		x	
Settore x Impresa x Paese		x		x
<i>N</i>	2708612	2708612	2891028	2716890
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.022	0.085	0.022	0.126

*Note:* La variabile dipendente è la variazione logaritmica dei valori medi unitari, calcolati come il rapporto tra ricavi delle esportazioni espressi in euro e quantità esportate. Tutti i regressori sono espressi in termini di variazioni logaritmiche. Tra i controlli è stata incluso anche la variazione del PIL reale nell'anno in corso e in quello precedente nel mercato di destinazione.

## APPENDICE A2. Indagini alle imprese industriali e dei servizi, domande utilizzate

### Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi – 2015

(Solo per le imprese esportatrici)

#### 19 Vendite all'estero e valuta dei prezzi di listino

(rispondere separatamente per ogni mercato)

	Come prevedete che muteranno le vendite della Vostra impresa nei diversi mercati di destinazione?		C In quale valuta fissate prevalentemente i prezzi di listino dei Vostri beni per i seguenti mercati di destinazione nel 2015? <sup>(2)</sup>
	A nel 2015 rispetto al 2014 <sup>(1)</sup>	B nel 2016 rispetto al 2015 <sup>(1)</sup>	
A Area euro (Italia esclusa) .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
B Resto d'Europa (Russia esclusa) .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
C USA .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
D Cina .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
E Russia, Brasile e India .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
F Resto del mondo .....	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

**Legenda:** (1) 1=in forte calo; 2=in modesto calo; 3=stabile; 4=in modesto aumento; 5=in forte aumento; 8=l'impresa non vende in quel mercato; 9=non so, non intendo rispondere.

(2) 1=euro; 2=dollaro statunitense; 3=valuta del mercato di destinazione se diversa da euro e dollaro statunitense; 4=altre valute, diverse da euro, dollaro statunitense e dalla valuta del mercato di destinazione; 8=l'impresa non vende in quel mercato; 9=non so, non intendo rispondere.

 Alla fine del questionario è presente la lista dei paesi appartenenti agli aggregati Area euro e Resto d'Europa.

#### 20 A partire dalla metà del 2014 l'euro ha registrato un forte deprezzamento rispetto al dollaro statunitense e ad altre valute. Tale deprezzamento ha avuto un effetto sull'attività della Vostra impresa nel corso degli ultimi 12 mesi? .....

- 1 no 🔗 domanda 22  
 2 sì, negativo 🔗 domanda 22  
 3 sì, positivo  
 9 non so, non intendo rispondere 🔗 domanda 22

(Solo per le imprese che hanno risposto "sì, positivo" alla domanda precedente)

#### 21 In che modo il deprezzamento dell'euro ha influenzato positivamente l'attività della Vostra impresa?

- A aumento dei volumi di vendita..... ||  
 B crescita dei margini di profitto (in euro) per unità venduta..... ||

**Legenda:** 1=molto rilevante; 2=poco rilevante; 3=per nulla rilevante; 9=non so, non intendo rispondere.

**Indagine sulle imprese industriali sul 2015 (edizione 2016); Sezione: Fatturato, prezzi e risultato di esercizio**

**Input produttivi delle imprese (migliaia di euro)**

Indicare il costo complessivo per l'acquisto di beni (materie prime, sussidiarie, di consumo e merci) e di servizi nell'anno.....  
(inclusi gli acquisti dalle imprese dello stesso gruppo di appartenenza)

Quale **percentuale** degli input del 2015:

- è stata regolata in dollari? <sup>(1)</sup> .....
- è stata acquistata da imprese **estere**? <sup>(1)</sup> .....

2014	2015	Prev. 2016
	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	

**Legenda:** (1) 1=da 0 a 5 per cento; 2=dal 5,1 al 10 per cento; 3=dal 10,1 al 30 per cento; 4=dal 30,1 al 60 per cento; 5=oltre il 60 per cento.

**2015/2014**

Variazione percentuale media annua dei prezzi dei beni e servizi

da Voi **acquistati** in Italia e all'estero .....     %

**Sezione: Quota e prezzi delle vendite in valuta estera negli Stati Uniti nel 2015**

Avete esportato negli **Stati Uniti** nel 2015? .....

sì  no

Quanto incidono le Vostre vendite **con prezzi fissati in dollari** sul totale del fatturato negli **Stati Uniti**? .....

- 1 l'impresa non fissa i prezzi in dollari
- 2 da 0,1 a 5 per cento
- 3 da 5,1 a 10 per cento
- 4 da 10,1 a 30 per cento
- 5 da 30,1 a 60 per cento
- 6 da 60,1 a 100 per cento

**Se l'impresa ha indicato 2, 3, 4, 5, 6 nella precedente domanda:** quali dei fattori sotto indicati hanno influenzato maggiormente la Vostra scelta di fissare **in dollari** i prezzi di listino per le Vostre vendite negli **Stati Uniti**? (indicare fino a due fattori) ..... 1°  2°

- 1 per mantenere i prezzi allineati con quelli dei concorrenti
- 2 perché gli input di produzione sono acquistati nella stessa valuta
- 3 per assecondare le richieste dei clienti nel mercato di destinazione
- 4 perché le transazioni sono state finanziate nella stessa valuta
- 5 per altre ragioni di carattere finanziario/speculativo
- 6 per accordi sulle transazioni con le altre imprese dello stesso gruppo
- 7 altro

(specificare) \_\_\_\_\_

Quali dei fattori sotto indicati hanno influenzato maggiormente la Vostra scelta di fissare **in euro** i prezzi di listino per le Vostre vendite negli **Stati Uniti**?

(indicare fino a due fattori) ..... 1°  2°

- 1 per non sostenere i costi associati ad avere un listino prezzi diverso
- 2 per ridurre i rischi associati alle fluttuazioni del tasso di cambio
- 3 perché la domanda per i Vostri beni risente poco delle fluttuazioni del prezzo nella valuta locale
- 4 perché le transazioni sono state finanziate nella stessa valuta
- 5 per altre ragioni di carattere finanziario/speculativo
- 6 per accordi sulle transazioni con le altre imprese dello stesso gruppo

- 7 per impedimenti di carattere amministrativo e legislativo che ostacolano l'uso della moneta locale
- 8 altro
-  (specificare) \_\_\_\_\_
- 9 non applicabile (l'impresa non fissa i prezzi in euro)

Variazione %	Valuta <sup>(1)</sup>
--------------	-----------------------

Qual è stata la variazione media dei prezzi nel 2015 rispetto al 2014 **nella principale valuta di fatturazione** nel mercato statunitense? .....

--	--	--	--	--	--	--	--

**Legenda:** (1) 1=euro; 2=dollaro; 3=altre valute.

### Sezione: Quota e prezzi delle vendite in valuta estera in Cina nel 2015

Avete esportato in **Cina** nel 2015? ..... si no

Quanto incidono le Vostre vendite **con prezzi fissati in renminbi** sul totale del fatturato in **Cina**? .....

- 1 l'impresa non fissa i prezzi in renminbi
- 2 da 0,1 a 5 per cento
- 3 da 5,1 a 10 per cento
- 4 da 10,1 a 30 per cento
- 5 da 30,1 a 60 per cento
- 6 da 60,1 a 100 per cento

**Se l'impresa ha indicato 2, 3, 4, 5, 6 nella precedente domanda:** quali dei fattori sotto indicati hanno influenzato maggiormente la Vostra scelta di fissare **in renminbi** i prezzi di listino per le Vostre vendite in **Cina**? (indicare fino a due fattori) ..... **1°** | | **2°** | |

- 1 per mantenere i prezzi allineati con quelli dei concorrenti
- 2 perché gli input di produzione sono acquistati nella stessa valuta
- 3 per assecondare le richieste dei clienti nel mercato di destinazione
- 4 perché le transazioni sono state finanziate nella stessa valuta
- 5 per altre ragioni di carattere finanziario/speculativo
- 6 per accordi sulle transazioni con le altre imprese dello stesso gruppo
- 7 altro

 (specificare) \_\_\_\_\_

Quali dei fattori sotto indicati hanno influenzato maggiormente la Vostra scelta di fissare **in euro** i prezzi di listino per le Vostre vendite in **Cina**? (indicare fino a due fattori) ..... **1°** | | **2°** | |

- 1 per non sostenere i costi associati ad avere un listino prezzi diverso
- 2 per ridurre i rischi associati alle fluttuazioni del tasso di cambio
- 3 perché la domanda per i Vostri beni risente poco delle fluttuazioni del prezzo nella valuta locale
- 4 perché le transazioni sono state finanziate nella stessa valuta
- 5 per altre ragioni di carattere finanziario/speculativo
- 6 per accordi sulle transazioni con le altre imprese dello stesso gruppo
- 7 per impedimenti di carattere amministrativo e legislativo che ostacolano l'uso della moneta locale
- 8 altro

 (specificare) \_\_\_\_\_

- 9 non applicabile (l'impresa non fissa i prezzi in euro)

Variazione %	Valuta <sup>(1)</sup>
--------------	-----------------------

Qual è stata la variazione media dei prezzi nel 2015 rispetto al 2014 **nella principale valuta di fatturazione** nel mercato cinese?.....

--	--	--	--	--	--	--	--

**Legenda:** (1) 1=euro; 2=dollaro; 3=renminbi; 4=altre valute.