

Research Paper - 2/2016

Brexit: Il fallimento dell'Europa unita?

Andrea Figallo

15 Aprile 2016

Il 23 giugno i cittadini britannici andranno alle urne per prendere una decisione che, qualunque sia l'esito, sarà storica. Per la prima volta dopo decenni in cui si è cercato di unificare economicamente e politicamente l'Europa, uno dei suoi Stati più importanti, deciderà se proseguire questo processo o allontanarsi da tutto quello che finora è stato costruito.

Gran Bretagna – Europa: un matrimonio da sempre burrascoso

La Gran Bretagna ha da sempre avuto un ruolo distaccato dal processo di unificazione europea iniziato nella metà del secolo scorso. Negli anni sessanta la sua candidatura per entrare nella CEE fu bloccata due volte dal premier francese Charles De Gaulle preoccupato da una conseguente perdita di potere politico a livello europeo del suo Paese; solo nel 1973, alla terza candidatura, la Gran Bretagna entrò a far parte della CEE insieme a Danimarca, Norvegia ed Irlanda. Pochi anni dopo, nel 1975, in seguito ad un cambio di Governo ci fu un referendum popolare per decidere se il popolo volesse o meno essere parte della allora CEE in cui con il 67,23% dei voti vinse il sì.

Il percorso europeo della Gran Bretagna è da sempre caratterizzato da eccezioni: non ha voluto aderire alla moneta unica, nonostante a livello finanziario ci sia uno stretto legame regolamentare con gli altri Stati europei, e non ha aderito alla Convenzione di Shengen se non in alcune sue parti.

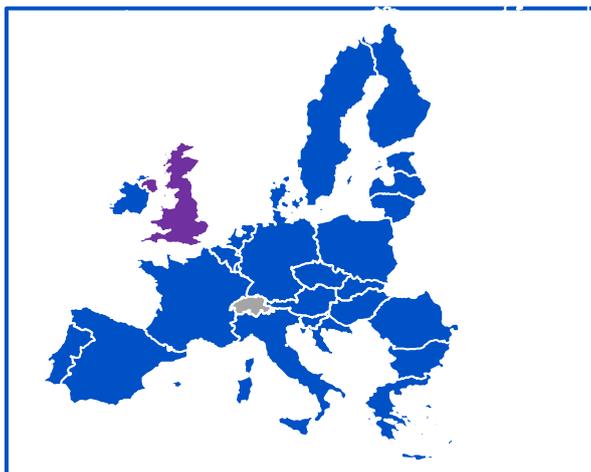


Grafico 1

Eccezioni che continuano anche nel nuovo millennio: il premier britannico David Cameron, ad aprile 2015, promise che avrebbe organizzato un referendum popolare prima della fine del 2017 per decidere la permanenza o meno del suo Paese all'interno dell'Unione Europea. Forti di un'economia che si è ripresa in anticipo dalla crisi del 2008 rispetto alle principali economie europee, i cittadini britannici – infatti - sono preoccupati sia dal forte potere decisionale degli organi comunitari nei confronti degli Stati membri, sia dalla forte migrazione di cittadini europei verso il loro Paese alla ricerca di un posto di lavoro. Cameron, consapevole del valore della permanenza della Gran Bretagna nell'UE, ha nei mesi scorsi negoziato con l'Unione Europea alcune modifiche agli accordi attualmente in essere riguardanti quattro principali aspetti:

- sovranità nazionale: ottenimento di una parziale “vittoria” con l’introduzione una norma in base alla quale se 15 parlamenti nazionali non approvano una norma europea questa viene bloccata;
- politiche migratorie: concessione di introdurre un sistema di welfare graduale per i migranti europei, violando quindi il principio di non discriminazione tra cittadini europei;
- governance: riconoscimento che l’UE ha più di una moneta, che ai cittadini britannici non verrà mai chiesto di supportare economicamente i Paesi dell’Eurozona e che qualsiasi problema che riguardi l’intera UE venga discusso da tutti i membri e non solo da quest’ultimi.

Ottenute le concessioni sopra descritte il Premier britannico sta attualmente appoggiando il fronte della permanenza nell’UE, lasciando allo stesso tempo libertà di scelta ai membri del suo Governo.

UK-EU: Facciamo parlare i numeri

Risulta molto difficile stimare l’impatto di un’eventuale uscita dall’Unione da parte della Gran Bretagna in quanto i due soggetti risultano fortemente interconnessi. Il Regno Unito è la seconda maggiore economia dell’Unione dopo la Germania, importazioni ed esportazioni rappresentano circa il 60% del suo PIL e gli investitori esteri detengono più di £10,000 miliardi di attività nel Paese pari a più del 500% del suo PIL¹. La Gran Bretagna, Londra in particolare, è il principale centro finanziario dell’Unione generando il 25% dei servizi finanziari europei.

	UK	Totale UE
Tasso di Disoccupazione	5.1%	9.0%
PIL pro capite (EUR)	33.842	26.604
Tasso di Crescita della Popolazione (media ultimi 5 anni)	0.7%	0.2%
Età mediana	40.5	42.5
Densità della popolazione (pers. per km ²)	267	120
Deficit Pubblico (in perc. sul PIL)	-2.8%	-2.0%
Debito Pubblico (in perc. sul PIL)	88%	87%
Utenti internet (su 100 pers.)	92	78
Tempistica per aprire un nuovo business (giorni)	4.5	10.2
Energie rinnovabili (su tot. energia consumata)	11.3%	17.7%

Fonti:Confederation of British Industry, Bank of England, Commissione Europea, UK Trade and Investment, FMI e Banca Mondiale. Nota: I dati PIL, bilancio e debito pubblico sono stime dell’FMI per il 2016

Tabella 1

Se si confrontano direttamente i rapporti tra le due realtà si nota quanto sia più importante per il Regno Unito far parte dell’UE rispetto ai rapporti dell’UE con esso. Le esportazioni inglesi nell’Unione ammontano al 13% del PIL del Paese mentre le esportazioni dell’UE nei confronti di esso sono pari al solo 3%.

L’Unione, allo stesso tempo si priverebbe di uno dei suoi maggiori contributori: l’Inghilterra versa, infatti, ogni anno circa 9 miliardi di pound (10% del budget totale), alla pari di Germania e Francia.

Brexit si o Brexit no? Un’analisi costi-benefici che dovrebbe fare ogni cittadino britannico

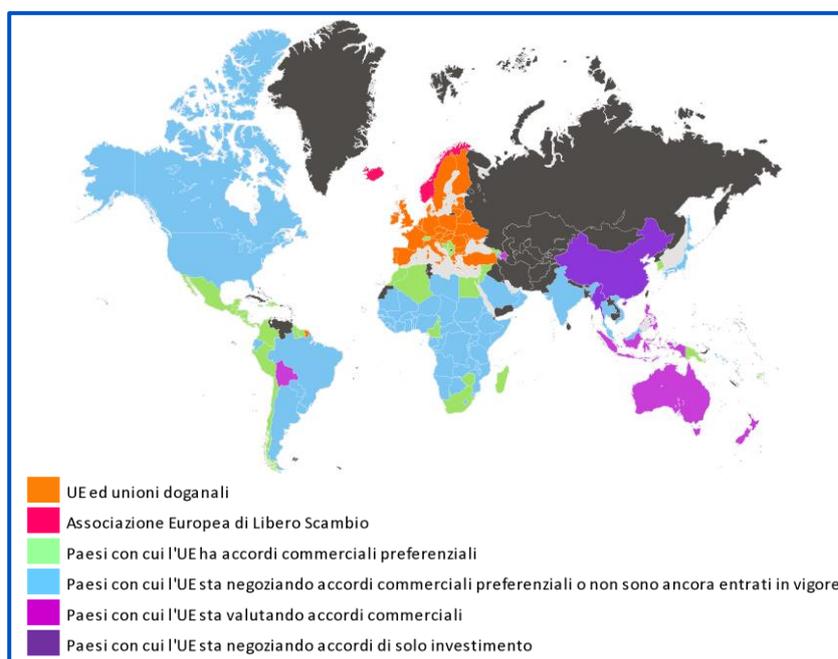
Mancano ormai poco più di due mesi al voto ed ogni cittadino britannico dovrebbe iniziare a valutare quali siano i costi ed i rischi legati all’uscita dall’Unione rispetto alla sua permanenza. Come anticipato questa analisi non risulta facile e precisa in quanto non vi sono precedenti da prendere a modello, tuttavia i numerosi dati economici ci aiutano ad effettuare alcune stime.

¹ EU membership and the Bank of England, Ottobre 2015 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/euboe211015.pdf>

La sola decisione di uscita porterà una forte incertezza nel Paese sui suoi effetti e sulle tempistiche necessarie a ristabilire un quadro di accordi commerciali necessari a sostenere l'economia. Un primo effetto sarà pertanto una stagnazione degli investimenti domestici, come già si verificò nel periodo precedente al referendum scozzese, che ammontano a circa il 10% del PIL inglese. Ovviamente alcune società aumenteranno gli investimenti puntando ai benefici di una sterlina debole ma in generale è possibile stimare un maggior effetto negativo.

Legati agli investimenti domestici troviamo quelli esteri che stiamo non solo rallentare ma diminuire, scoraggiati da una moneta più debole che molto probabilmente porterà anche a più alti livelli di inflazione ed a una conseguente diminuzione del potere d'acquisto dei cittadini inglesi.

A livello governativo dovrà immediatamente iniziare una veloce ed efficace opera di rinegoziazione dei trattati commerciali attualmente in essere grazie all'UE e che contano per circa il 70% delle esportazioni inglesi. Proprio su questo argomento si concentrano le maggiori incertezze legate agli effetti economici della Brexit in quanto il Regno Unito dovrà cercare di negoziare questi trattati come singolo Stato avendo quindi un potere contrattuale sensibilmente ridotto e potenzialmente non riuscendo ad ottenere le stesse condizioni garantite all'UE. A questo riguardo due studi hanno cercato di stimarne gli effetti economici, uno elaborato da Open Europe² stima un effetto sul PIL tra il +0.6% ed il -0.8% mentre il "Centre for Economic Performance"³ ha stimato che questo impatto possa essere notevolmente superiore arrivando ad un risultato tra il -6.3% ed il -9.5% utilizzando un modello dinamico. Anche il Governo britannico ha commissionato uno studio⁴ al riguardo risultante in un forte impatto economico delle rinegoziazioni soprattutto se la situazione precedente era di totale assenza di barriere.



Fonte: Commissione Europea

Grafico 2

² What if there were a Brexit? Consequences, challenges and opportunities facing Britain outside the EU, Open Europe, March 2015 <http://openeurope.org.uk/intelligence/britain-and-the-eu/what-if-there-were-a-brexite/>

³ The Costs and Benefits of Leaving the EU, Ottaviano, Pessoa and Sampson, May 2014 http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/pa016_tech.pdf

⁴ The Impact of Free Trade Agreements Between Developed and Developing Countries on Economic Development in Developing Countries, July 2015 https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/448862/REA_FreeTradeAgreements.pdf

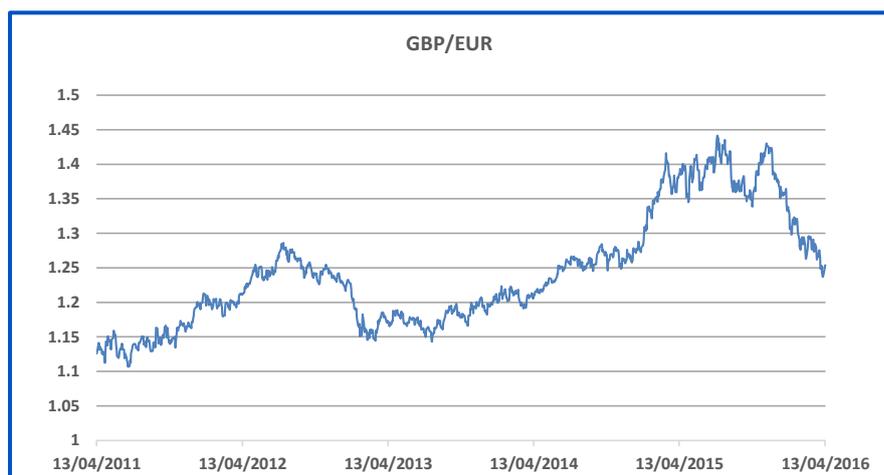
La politica migratoria successiva all'uscita andrà anch'essa ad incidere sull'economia inglese poiché non sempre i lavoratori europei potranno essere sostituiti da cittadini britannici e portando di conseguenza non solo un effetto negativo sul PIL ma anche sulle entrate fiscali da esso derivanti.

Ovviamente la Brexit porterebbe anche alcuni effetti positivi sull'economia inglese tra cui un consistente risparmio sulla spesa pubblica dovuto al non pagamento dei contributi annuali all'Unione e potenzialmente alcuni risparmi legati ad una minore regolamentazione non dovendo più applicare i regolamenti europei. Anche su quest'ultimo punto, nonostante vi siano stati diversi studi⁵, risulta molto difficile stabilire l'effettivo risultato anche perché molto probabilmente l'Unione imporrà alla Gran Bretagna di mantenere in vigore alcune regolamentazioni come condizione obbligatoria alla firma di trattati commerciali.

Brexit ed i mercati finanziari

Il primo player che sarà costretto ad intervenire immediatamente dopo il voto del 23 giugno sarà la Bank of England che, nonostante l'elevata probabilità di un aumento dell'inflazione, ha già discusso la possibilità di abbassare il tasso di riferimento, anche se probabilmente non lo porterà in territorio negativo per evitarne gli effetti sul sistema bancario commerciale già colpito dagli effetti dell'uscita. Una scelta contemporanea al taglio dei tassi potrebbe essere l'annuncio di un maggiore QE soprattutto nel caso in cui i rendimenti dei GILTs dovessero salire eccessivamente.

I rendimenti dei titoli governativi inglesi potrebbero infatti alzarsi notevolmente sia a causa dell'uscita di investitori esteri che ne detengono più del 30%, sia a causa di un incremento della spesa pubblica necessaria come stimolo per l'economia che porterebbe ad un conseguente downgrade nel rating sovrano del Paese. Per quanto riguarda la sterlina sicuramente vi sarà una forte correzione (già iniziata sui mercati) nei confronti delle principali valute internazionali dovuta sia alla minor forza economica del Paese sia alla politica monetaria espansiva. Potremmo comunque assistere ad un effetto moderato nei confronti dell'Euro dovuto ad una contemporanea debolezza della valuta dell'Unione in seguito all'instabilità causata dalla Brexit; al contrario verso il dollaro la debolezza della moneta sarà significativa.



Fonte: Bloomberg

Grafico 3

Nel mercato azionario inglese tornerà al centro dell'attenzione il FTSE100 che negli ultimi anni aveva ceduto campo al FTSE250 che comprende le small e mid cap.

⁵ Top 100 EU regulations cost the UK economy £27.4bn a year, Open Europe, October 2013 <http://openeurope.org.uk/intelligence/britain-and-the-eu/100-most-expensive-eu-regulations/>
How Much Does the European Union Cost Britain, Tim Congdon, 2012 <http://www.timcongdon4ukip.com/docs/UKIP%20Cost%20of%20the%20EU.pdf>

All'interno dell'indice avremo società maggiormente orientate all'esportazione che, nel caso si riescano a ristabilire condizioni commerciali favorevoli, saranno agevolate da una sterlina più debole mentre verranno probabilmente fortemente penalizzate le società del settore finanziario che saranno le maggiormente colpite dagli effetti della Brexit.

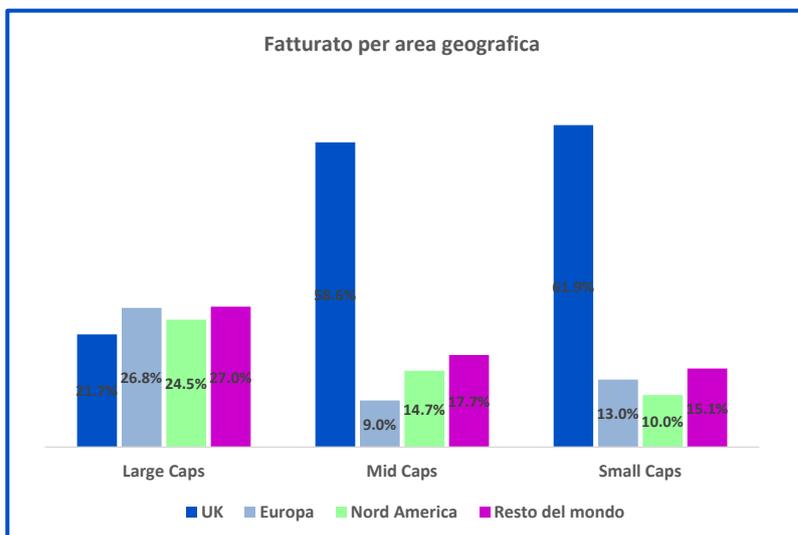


Grafico 4

Fonte: Thomson Reuters

Il mercato obbligazionario britannico avrà sicuramente una correzione dovuta alle variate condizioni sia macroeconomiche sia creditizie; inoltre, essendo poco liquido, anche vendite limitate porteranno ad un forte abbassamento dei prezzi. I titoli obbligazionari delle principali aziende UK risentiranno in termini negativi dell'aumento della percezione del rischio e del flusso in ricerca di sicurezza verso i titoli di Stato: registreremo un aumento del costo del credito che, se confermato nel medio periodo, potrà intaccare la redditività delle stesse aziende.

Per quanto riguarda i mercati europei vi sarà un doppio effetto negativo provocato dagli effetti economici già citati, ma anche da una minore credibilità del progetto di Unione che si sta costruendo in questi anni.

La BCE per contrastare questi effetti negativi dovrà procedere nella direzione del "whatever it takes", anche se le misure possibili ancora utilizzabili sembrano limitate. Potrebbe abbassare ulteriormente il tasso di deposito e incrementare il QE, ma gli asset acquistabili sul mercato in base ai criteri stabiliti (pesi del rischio Paese, limitazioni sulla tipologia e sull'ammontare delle emissioni...), risultano non sufficienti a permetterne l'utilizzo sul lungo periodo. Ipotizzare l'acquisto da parte della BCE di obbligazioni bancarie o addirittura di titoli azionari risulta al momento poco realizzabile.

Un'eventuale forte recessione a livello europeo porterebbe inoltre molti Stati membri ad essere costretti a non rispettare il Fiscal Compact per aiutare l'economia del proprio Paese, comportando una minor fiducia nel "sistema Europa" ed un peggioramento non solo economico ma anche creditizio di questi Paesi. In questo caso ci possiamo aspettare un forte "fly to quality", che comporterà un ulteriore abbassamento dei rendimenti del Bund a scapito dei titoli governativi della periferia come i nostri BTP.

Ovviamente questi effetti, seppur minori rispetto a quelli presenti nel mercato britannico, si ripercuoteranno sia a livello di credito che sui mercati azionari, in cui verranno maggiormente colpite le società con forti rapporti commerciali con l'economia britannica.

Quali effetti sull'economia del nostro Paese?

L'eventuale uscita del Regno Unito dall'Unione Europea potrebbe portare, oltre ad instabilità politica, un impatto economico non solo sulla bilancia commerciale ma anche a livello occupazionale.

Solo negli ultimi anni l'Italia è riuscita ad avere un Governo che, seppur con difficoltà, ha potuto attuare un programma di riforme per cercare di uscire da una crisi economica che perdura nel Paese e, nonostante per la maggior parte dei cittadini italiani sia importante la presenza della Gran Bretagna nell'Unione per contrastare l'egemonia politica tedesca, i partiti euro-sceettici troverebbero maggiore appoggio in caso di Brexit.

Risulta innegabile l'effetto negativo che questo evento causerebbe all'economia italiana. Come già descritto, l'uscita dall'Unione implicherebbe anche la necessità di dover rinegoziare con l'Unione accordi di libero scambio in modo tale da evitare l'introduzione di barriere commerciali ma, prevedendo che un accordo possa essere raggiunto solo nel medio-lungo termine, l'effetto sulla bilancia commerciale italiana sarebbe immediato e rilevante, andando a influenzare non solo gli scambi commerciali ma anche i numerosi investimenti di società italiane in territorio inglese.

I costi strutturali di mantenimento dell'Unione dovrebbero essere ripartiti tra gli Stati membri (escludendo quindi la Gran Bretagna) portando ad un aumento della quota di ognuno di essi.

Inoltre negli ultimi anni la forte emigrazione di cittadini italiani verso il Regno Unito, che agli occhi dei cittadini inglesi risulta una grave problematica causata dall'Unione, permette invece a cittadini italiani di trovare lavoro non andando ad alzare ulteriormente il livello di disoccupazione del proprio Paese.

Conclusioni

Nonostante gli ultimi exit polls siano sempre più incerti, con la percentuale di favorevoli alla Brexit in crescita, ci aspettiamo che i cittadini inglesi votino per restare nell'Unione in modo tale da evitare di incorrere in una situazione totalmente imprevedibile e con buone probabilità di avere costi elevati. Proprio per questa ragione ci si può aspettare che i cittadini che risulteranno ancora indecisi al momento del voto preferiranno votare contro la Brexit per evitare le incertezze che comporta.

La sterlina è stata la prima ad essere colpita dalle paure di un'eventuale uscita e sicuramente sarà ancora al centro dell'attenzione dei mercati nei prossimi mesi. Un risk premium aggiuntivo dovrà inoltre essere prezzato in tutti gli asset del mercato inglese finché non si giungerà alla votazione.

Avvicinandoci al 23 giugno, nel caso in cui un risultato non sia già delineato, e nei mesi subito successivi in caso di uscita dall'Unione, troveremo che la vera vincitrice sarà la volatilità, con forti correzioni dei mercati incerti su come la situazione si evolverà.

Al contrario, aspettandoci un esito negativo del referendum potrà essere utile inserire a portafoglio una posizione lunga in sterline per sfruttarne il successivo rialzo.

Bisogna anche ricordare che nei giorni precedenti il referendum scozzese sembrava che avesse dovuto vincere il fronte indipendentista come segnalavano i principali exit polls, invece alla fine hanno vinto i no come avevano invece previsto i siti di scommesse inglesi.