

26 gennaio 2020



SERVIZIO | L'ANALISI

# PER IL SECONDO ROUND DELLA BREXIT I MERCATI PREMIANO LA STERLINA

di Marcello Minenna

Ci siamo. Fra pochi giorni il Regno Unito (UK) uscirà dall'Unione Europea (UE) onorando l'esito del referendum del 2016. Dal 1° Febbraio comincerà la fase 2 della Brexit che dovrebbe essere molto più rapida della prima fase del negoziato. Entro fine anno le due parti dovrebbero infatti finalizzare l'accordo di uscita (*divorce deal*) che ne disciplinerà le relazioni bilaterali in futuro. Le questioni sul tavolo sono molte ed eterogenee (commercio, difesa, clima, diritti dei lavoratori, immigrazione, istruzione, scienza, pesca, agricoltura, aiuti di Stato, protezione dei dati, etc.).

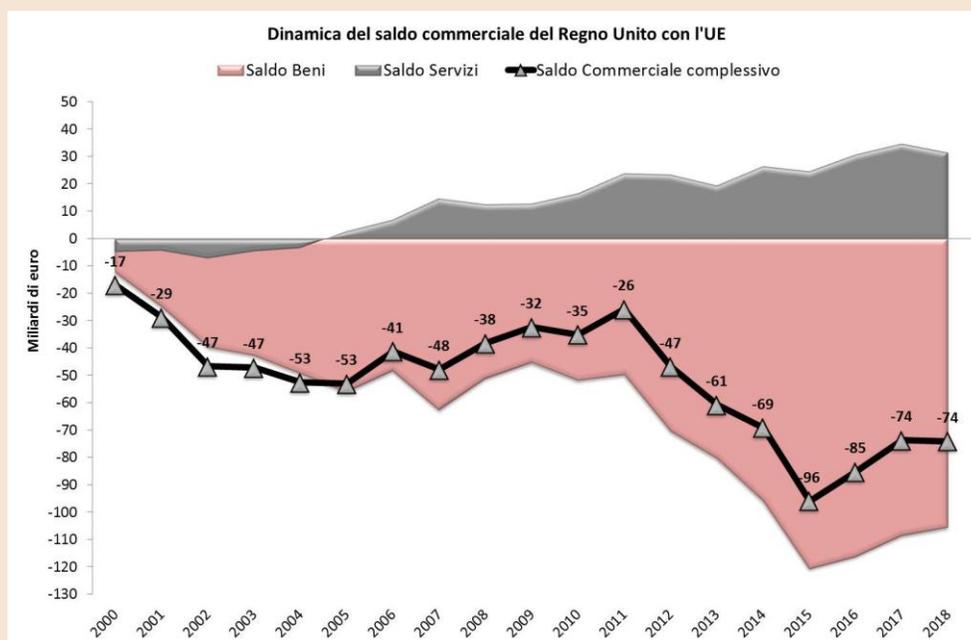
Sul fronte commerciale c'è chi scommette che 11 mesi non basteranno per concordare un accordo di libero scambio (*Free Trade Agreement* o FTA) e che, a meno di proroghe, c'è il concreto rischio di mancato accordo (*no-deal*). Ciò comporterebbe l'applicazione dello standard WTO (l'Organizzazione Mondiale del Commercio), con quote e tariffe tra le due sponde della Manica. E questo, secondo alcuni, dovrebbe essere fonte di preoccupazione per il Regno Unito. Si porta come esempio la tempistica di 7 anni richiesta per chiudere il FTA tra Canada e, appunto, UE. Pare quindi singolare che il premier britannico Johnson abbia spinto fino a far inserire nel disegno di legge per l'attuazione della Brexit (approvato dalla Camera dei Comuni la scorsa settimana) una proibizione legale per il governo di concordare con l'Europa estensioni del periodo di transizione oltre il 2020.

Johnson, si sa, vuole interrompere quanto prima quello che reputa il “vassallaggio” del suo paese verso l’Europa anche perché durante il periodo transitorio gli inglesi dovranno continuare a contribuire al bilancio comune (per il quale dal ’73 hanno già sborsato circa 200 miliardi di sterline), senza peraltro partecipare più al processo legislativo Europeo.

Insomma un cambio di passo rispetto all’atteggiamento della May nei confronti degli interlocutori Europei i quali nella fase 1 del negoziato hanno avuto un atteggiamento poco conciliante col loro avversario. Per Johnson mettere fretta all’Europa è una strategia rischiosa ma potrebbe comunque risultare vincente. Magari non riuscirà a chiudere il *deal* entro fine anno ma le sue pressioni potrebbero favorire il raggiungimento di un accordo sui punti cardine, che potrebbe essere adottato provvisoriamente fino alla ratifica di quello definitivo da parte di tutti i 27 paesi dell’UE. Del resto tra Europa e Canada è andata proprio così.

Chiaramente molto dipenderà anche dall’atteggiamento del vecchio continente che finora ha spesso usato il bastone e pare intenda continuare così, come nel recente tentativo di includere nell’accordo la previsione di multe in caso di violazioni degli impegni assunti dall’una o dall’altra parte.

Ma anche l’UE ha molto da perdere se non riuscirà a preservare un rapporto privilegiato col Regno Unito. Infatti, pur essendo acquirente netto di servizi (intorno ai 30 miliardi di euro l’anno), l’Europa esporta in UK un’enorme quantità di beni (circa 100 miliardi di euro l’anno) a cui la sua fragile economia non può rinunciare senza criticità.



Di contro una grossa fetta dell'export britannico è extra-UE, a partire dagli Stati Uniti che nel 2018 hanno acquistato beni *made-in-UK* per 51 miliardi di sterline. E Johnson punta a chiudere al più presto un nuovo accordo commerciale con Trump, addirittura prima che con la stessa Europa. Senza contare lo sconfinato mercato cinese con cui gli inglesi hanno già relazioni finanziarie molto robuste: la City è la più grande piazza di offshore dello yuan dopo la Cina stessa (a Londra sono quotate oltre 110 *dim sum* bond, ossia obbligazioni denominate in yuan ma emesse fuori dalla Cina) e a giugno 2019 è partita l'iniziativa *Shanghai-London Stock Connect* che rafforza il legame tra le due piazze finanziarie.

Nelle relazioni con la Cina Trump potrebbe creare qualche problema, ad esempio chiedendo al Regno Unito di non fare accordi con economie non di mercato – come quella di Xi-Jinping – come condizione per siglare un accordo di libero scambio USA-UK. Ma simili richieste dovrebbero comunque passare la prova di un ennesimo negoziato e, se alla fine lo stesso Trump ha trovato il compromesso con Pechino, significa che l'appetibilità del mercato interno della Cina e della sua enorme montagna di risparmio non va sottovalutata. Difficile che il Regno Unito – primo paese a designare un inviato speciale per l'iniziativa sulla Nuova Via della Seta – si lasci estromettere.

In aggiunta, negli ultimi quattro anni, la finanza britannica – per quanto colpita dall'*affaire* Brexit – lo ha progressivamente metabolizzato con varie mosse tra cui l'aumento degli avamposti in Europa (che si sono sommati ai numerosi già presenti in paesi come Repubblica d'Irlanda e Lussemburgo) e l'apertura di linee di credito in valuta (*currency swap lines*) tra la Banca d'Inghilterra e le altre principali banche centrali del pianeta (350 miliardi di yuan quella con la banca centrale cinese).

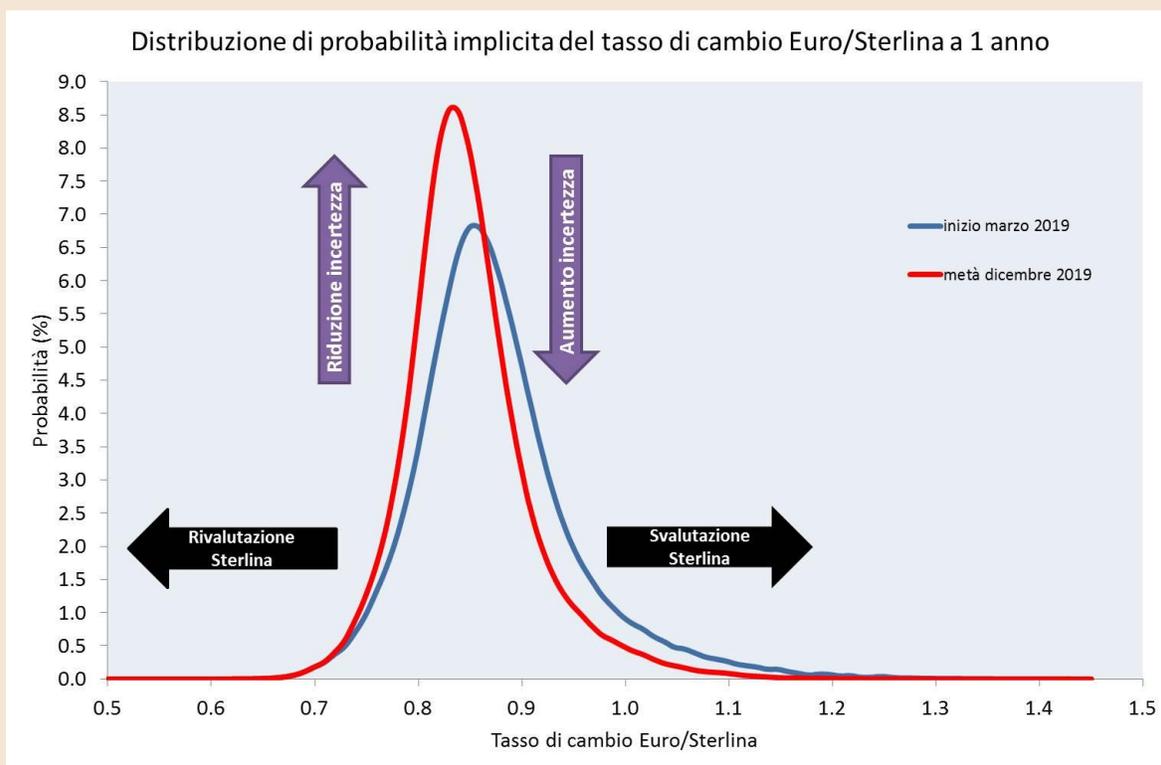
Tutti aspetti su cui l'Europa dovrà riflettere con attenzione. Per ora la Commissione Europea ribadisce l'importanza di mantenere standard di qualità su prodotti e del giudizio di equipollenza sulla prestazione di servizi finanziari nei paesi UE da parte di intermediari inglesi come condizione per arrivare a un accordo senza tariffe e senza quote. Intanto però Johnson tiene la barra dritta. L'uomo che di fatto ha piazzato in mare il confine tra le due Irlande mira a trasformare Londra in una "Singapore sul Tamigi". Progetto senza dubbio ambizioso che rilancerebbe la City come la più grande piazza finanziaria internazionale del mondo all'insegna della *deregulation* e della *detaxation*, limitando all'osso la *corporate tax* e azzerando i prelievi su dividendi e guadagni in conto capitale.

L'incertezza negoziale della fase 1 della Brexit ha indebolito l'attrattiva della City, ma i giochi restano aperti e Londra potrebbe presto tornare ad essere una sirena allettante per le grandi banche d'affari.

La situazione complessiva resta senza dubbio molto fluida e fare previsioni sarebbe azzardato. Quel che è certo è che la vittoria plebiscitaria di Johnson alle urne ha circoscritto l'incertezza percepita dagli operatori di mercato con riguardo al valore futuro della sterlina.

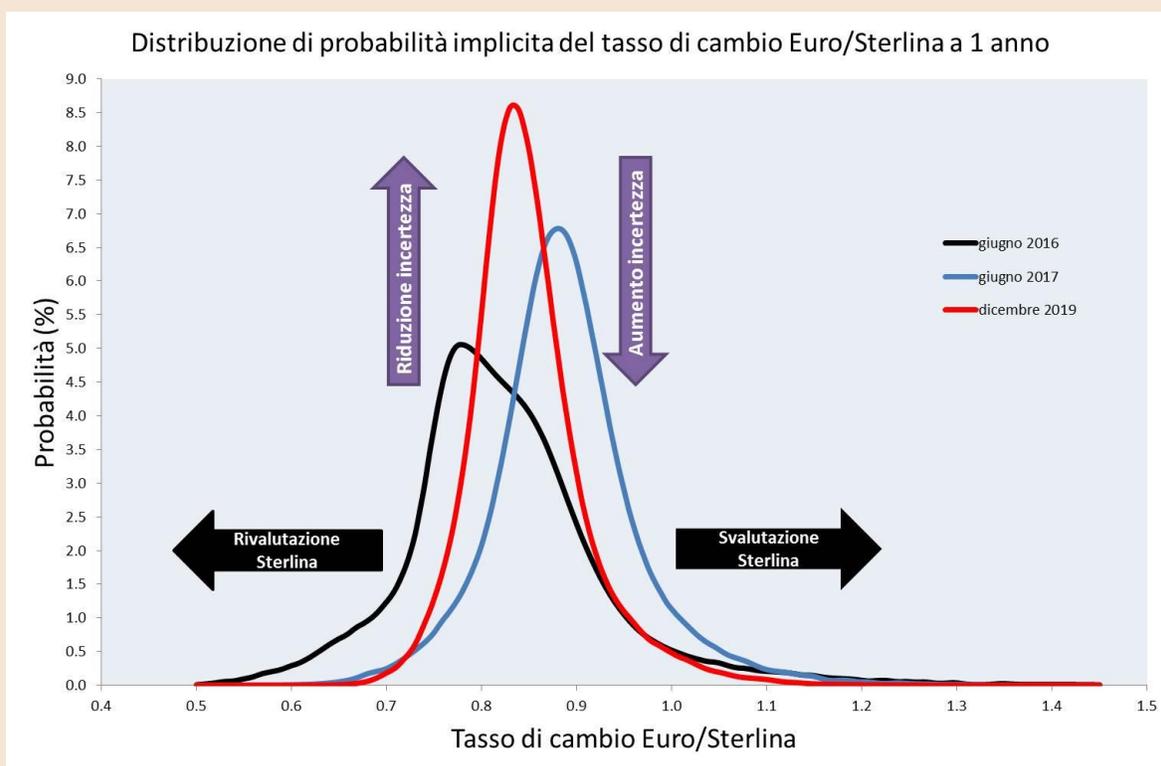
La prova viene dall'esame della distribuzione di probabilità dei possibili valori futuri del tasso cambio euro/sterlina implicita nelle quotazioni di mercato di contratti derivati (nella fattispecie opzioni) che hanno come sottostante questo tasso di cambio. La distribuzione, come noto, ha una forma a campana; più la campana è alta e stretta, minore è l'incertezza degli operatori circa il valore futuro del cambio identificato per l'appunto dal picco della campana e viceversa. Inoltre più la campana si muove verso sinistra, più i mercati si attendono valori futuri della sterlina relativamente più elevati, mentre se la campana si muove verso destra aumentano le aspettative di svalutazione della divisa britannica.

Considerando le opzioni con scadenza a 1 anno, emerge che tra inizio marzo 2019 (quando c'era ancora la May) e metà dicembre 2019 (post trionfo elettorale di Johnson) la campana in questione si è spostata verso sinistra (ossia su valori più alti della sterlina) e, intanto, le sue code sono diventate meno "pesanti" (*fat*) e anche meno asimmetriche (*skewed*).



Queste dinamiche riflettono il fatto che i mercati assegnano una minore probabilità a scenari estremi di elevata rivalutazione e (soprattutto) di elevata svalutazione della sterlina il cui cambio, d'altronde, ha già incorporato parte dell'effetto Brexit durante l'ultimo quadriennio.

Di questa chiave di lettura si trova conferma esaminando le distribuzioni di probabilità del cambio euro/sterlina in relazione a tre momenti-chiave: il referendum sulla Brexit (giugno 2016), il ridimensionamento elettorale della May (giugno 2017) e da ultimo le elezioni che hanno conclamato Johnson al timone del Regno Unito (dicembre 2019).



Come si nota dal grafico l'incertezza presente sui mercati in corrispondenza delle prime due occasioni si restringe strutturalmente sotto la guida ferma del nuovo primo ministro.

Attualmente la sterlina continua a scontare una più elevata probabilità complessiva di svalutazione (53,3%) che di rivalutazione (46,7%) rispetto all'euro sulla scadenza dicembre 2020. Va peraltro osservato che queste aspettative risentono anche delle recenti aperture della Banca d'Inghilterra a possibili tagli "preventivi" del costo del denaro per supportare l'economia britannica (che comunque continua crescere di oltre l'1% l'anno)

in un contesto globale delicato e in cui anche FED e BCE hanno ripreso politiche monetarie espansive.

Di recente la Merkel ha dichiarato al Financial Times che oggi più che mai bisogna perseguire equilibri *win-win*, in cui i partenariati commerciali vadano a beneficio di entrambe le parti. Parole tutt'altro che casuali per la cancelliera tedesca e per l'intera Europa, anche perché nel secondo semestre 2020 – che dovrebbe chiudere il periodo transitorio del negoziato con il Regno Unito – proprio la Germania avrà la presidenza dell'Unione Europea. E appare difficile che i tedeschi possano dimenticare di essere i primi esportatori di beni nel mercato britannico con un giro d'affari tra i 50 e i 60 miliardi di euro l'anno.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna