

FINANZA

La settimana finanziaria

di Mediobanca S.p.A.



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: permane l'incertezza sull'esito delle trattative per la Brexit

- Lo scenario che appare più probabile è quello di un accordo che consenta il passaggio al periodo di transizione
- L'Hard Brexit è sicuramente lo scenario più costoso in termini di ricadute economiche per i paesi coinvolti

Il rifiuto da parte dell'UE del piano di Checkers, proposto dal primo ministro May, riduce il tempo disponibile per chiudere un accordo sulle future relazioni tra UK e UE. Lo scenario più probabile resta quello di un accordo (approvato prima dal Parlamento UK e poi da quello EU) che il 29/03/2019 consenta il passaggio al "periodo di transizione", che da gennaio 2021 porterebbe UK fuori dall'UE. Tuttavia, il compromesso è ancora lontano, contestualmente si stanno configurando altri tre scenari di rischio: "Hard Brexit" (HB); "Estensione del periodo di transizione"; "UK resta in EU", ovvero il caso in cui nuove elezioni, con potenziale vittoria del laburista Corbyn, inducano un nuovo referendum per permettere a UK di rimanere in EU. Il partito conservatore britannico è spaccato sulle proposte del primo ministro: i cosiddetti «hard Brexeters» vogliono un accordo di libero scambio con l'UE, che elimini qualunque sudditanza alle normative europee, senza timore per gli elevati costi conseguenti all'abbandono dell'UE senza accordo. I cosiddetti «soft Brexeters» vogliono, invece, un accordo che limiti i costi economici e, quindi, sono disposti ad accettare un grado più elevato di integrazione con l'EU, ma contrastano la proposta di Chequers, che a loro avviso costringe UK ad abbandonare l'EU, continuando a rispettarne paradossalmente le regole. Probabilmente, il Primo Ministro avrà bisogno del sostegno del partito di opposizione laburista, per far passare l'accordo alla camera dei comuni. Il sostegno potrebbe essere difficile da ottenere, perché i laburisti ritengono che il piano di Checkers non fornirà gli "stessi identici benefici" del Mercato Unico e dell'Unione Doganale e per questo hanno richiesto tre condizioni aggiuntive: protezione dei posti di lavoro, mantenimento dell'unione doganale e nessuna frontiera in Irlanda del Nord. L'opposizione preferirebbe un secondo referendum o un'elezione generale. Theresa May

proporrà le modifiche all'accordo di Chequers, per risolvere la tematica del confine irlandese, inserendo probabilmente una nuova proposta doganale. Il Primo Ministro, pur di chiudere un accordo, sembra disposto ad accettare le norme doganali dell'UE sulle merci, anche dopo la fine del periodo di transizione. Implicitamente, la proposta ridurrebbe la possibilità di UK di stipulare accordi di libero scambio con gli altri paesi e includerebbe l'accettazione della richiesta di controlli sulle merci che entrano nell'Irlanda del Nord. **In caso di HB**, derivante da un mancato accordo, gli scambi commerciali britannici con tutti i paesi sarebbero disciplinati dalle regole del WTO, non sarebbero regolamentati il confine irlandese e lo status dei cittadini europei residenti in UK, e il paese uscirebbe automaticamente da tutte le Agenzie Europee. **Questo è sicuramente lo scenario più costoso in termini di conseguenze economiche per i paesi coinvolti**: negli anni l'integrazione dei paesi europei con UK si è rafforzata, riflettendo guadagni derivanti dalla partecipazione al Mercato Unico di tutti i 27 paesi aderenti e la rimozione delle barriere sia tariffarie che non. La riduzione delle barriere commerciali ha aumentato gli scambi commerciali, avvantaggiando i consumatori attraverso prezzi più bassi e l'accesso a beni e servizi migliori e le imprese attraverso la creazione di reti di produzione altamente integrate. A causa della profondità dell'integrazione EU-UK, la Brexit si tradurrà in una perdita di crescita e occupazione per entrambe le parti. **Un recente studio del FMI mostra che in caso di HB, si verificherebbe una marcata perdita di crescita potenziale (compresa tra 0,5% e 1,5%)**, nel caso invece in cui si raggiungesse un accordo in grado di preservare alcune interrelazioni e interconnessioni tra le economie coinvolte, il costo economico sarebbe minore. In secondo luogo, vi è una significativa eterogeneità di costi per le economie coinvolte: le economie aperte come l'Irlanda, i Paesi Bassi e il Belgio saranno le più esposte agli shock derivanti dalla HB. L'Irlanda è l'unico paese dell'UE che rischia di riportare una perdita di PIL paragonabile a quella UK. **L'estensione del periodo di transizione richiede, invece, una richiesta formale da parte di UK ed un'approvazione unanime del Consiglio Europeo**. Si potrebbe scivolare in questo scenario in caso di stallo all'interno del Parlamento UK, in quanto l'eventuale accordo raggiunto richiede poi un voto di ratifica sia dal Parlamento Europeo sia dal Parlamento UK, che risulta come detto risulta diviso sul tema. **Marginale, a nostro avviso, è la probabilità che UK resti in EU**, come conclusione di un iter che passerebbe attraverso nuove elezioni e in caso di vittoria dei labouristi un secondo referendum.

Accordo entro T1 2019 (Scenario base)		Hard Brexit (No deal)	Estensione periodo di transizione	UK resta in EU
Tipo di accordo	A) Canada style B) Proposta di Chequers C) Norway style	Accordi commerciali disciplinati dalle regole del WTO	Restano in vigore gli accordi vigenti dell'EU	Restano in vigore gli accordi vigenti dell'EU
Livello di integrazione con EU	Il livello di integrazione cresce passando dal tipo di accordo A) al C)	Nessuna integrazione. Non verrebbe regolamentato né il confine irlandese e né lo status dei cittadini europei residenti in UK e il paese uscirebbe automaticamente da tutte le agenzie europee.	Invariato	Invariato
Shock all'economia	Shock positivo sulla fiducia delle imprese e dei consumatori , con effetti tanto maggiori quanto maggiore sarà il grado di integrazione con l'EU preservato	Shock sull'economia reale: 1. perdita elevata sulla crescita potenziale 2. calo di fiducia delle imprese e dei consumatori 3. diminuzione della domanda interna con effetti disinflazionistici	Aumenta l'incertezza nel breve termine , comportando un moderato e temporaneo shock negativo di breve termine sull'economia	Ritorno della fiducia di consumatori e imprese condizionato ai tempi e modalità dell'accordo (es. Elezioni e nuovo referendum)
Politica monetaria della BoE (costo del denaro)	La BoE prosegue con una politica monetaria consazona (aumento del costo del denaro in primavera e progressivi aumenti graduati nel medio periodo) con una fase economica caratterizzata da un output-gap chiuso e da un'infrazione superiore al target della BoE.	La BoE allenta la politica monetaria (con possibilità di agire sia sui tassi sia sul bilancio) e vigila sul funzionamento del mercato come dimostrato nel 2016.	In assenza di shock duraturo sull'economia, la BoE prosegue con una politica monetaria consazona (aumento del costo del denaro in primavera e progressivi aumenti nel medio periodo) con una fase economica caratterizzata da un output-gap chiuso e infrazione maggiore del target della BoE.	La BoE prosegue con una politica monetaria consazona (aumento del costo del denaro in primavera e progressivi aumenti nel medio periodo) con una fase economica caratterizzata da un output-gap chiuso e da un'infrazione superiore al target della BoE.
Rendimento Gilt	I rendimenti dei titoli governativi aumentano moderatamente a seguito dell'aumento del costo del denaro e della correlazione con i rendimenti (in aumento) dei titoli statunitensi.	Le aspettative di inflazione potrebbero disancorarsi dal target. I rendimenti reali diminuirebbero marcatamente per l'effetto congiunto dell'aumento dell'inflazione e della diminuzione del costo del denaro.	I rendimenti nominali aumentano moderatamente per effetto della correlazione con i rendimenti (in aumento) dei principali paesi sviluppati.	I rendimenti dei titoli governativi aumentano a seguito dell'aumento del costo del denaro e della correlazione con i rendimenti (in aumento) dei titoli statunitensi.
Sterlina	La sterlina si apprezza . Un accordo di transizione potrebbe tradursi in un moderato apprezzamento	La sterlina si deprezza . Nel lungo periodo, un'area di scambio disciplinata dalle sole regole del WTO comporta una perdita di valore della sterlina. Nel breve periodo la perdita di valore dovrebbe essere più marcata (undershooting).	La sterlina si apprezza . Un accordo di transizione potrebbe tradursi in un moderato apprezzamento	La sterlina si deprezza nel breve termine (corbyn PM), per tornare ad apprezzarsi dopo il referendum.
Azionario	Le azioni UK sono sottovalutate e scambiano con differenziale di rendimento con i titoli di stato ai minimi dalla seconda guerra mondiale: è difficile ipotizzare ribassi sull'azionario a meno di uno shock crescente (tanto minore quanto maggiore è il livello di integrazione preservato con l'EU).	Tale scenario mina le prospettive di crescita a lungo termine, intaccando la volontà degli investitori stranieri di continuare a detenere asset finanziari UK. Ciò potrebbe comportare un calo dei prezzi delle attività UK e ad un aumento dei costi di finanziamento di imprese e famiglie UK.	Il mercato azionario dovrebbe consolidare gli attuali livelli in attesa di decifrare meglio gli sviluppi futuri . Un'estensione eccessiva dei tempi avrebbe un effetto più negativo rallentando il processo decisionale degli operatori economici	Le azioni UK sono sottovalutate e scambiano con differenziale di rendimento con i titoli di stato ai minimi dalla seconda guerra mondiale: è difficile ribassisti sull'azionario a meno di uno shock crescente (tanto minore quanto maggiore è il livello di integrazione preservato con l'EU).

SETTIMANA TRASCORSA

EUROPA: il manifatturiero nell'Area Euro è cresciuto al ritmo più debole degli ultimi due anni

A settembre la seconda stima del PMI manifatturiero di settembre rivede al ribasso l'indice di un decimo a 53,2 dal 54,6 di agosto. Le preoccupazioni geopolitiche e quelle legate al protezionismo commerciale globale sono identificate come i principali fattori alla base del deterioramento della fiducia. **L'indice PMI relativo ai servizi a settembre è rimasto invariato rispetto alla stima preliminare** (54,7) ed è leggermente calato rispetto dal dato precedente (54,4), lasciando l'indice composito al minimo di quattro mesi a 54,1 (stima preliminare 54,2, valore precedente 54,5). A sorpresa, il tasso di disoccupazione è calato a 8,1% da un precedente 8,2%, in larga misura dovuti al calo della disoccupazione in Italia. In Germania, **gli ordini all'industria in agosto si sono attestati a + 2,0% m/m, al di sopra delle attese (consenso: 0,6%, valore precedente 0,9%) dopo due mesi di cali sostenuti**. Si rileva che il rialzo è dovuto alla componente estera: gli ordini domestici sono in calo di -2,9% m/m, mentre quelli esteri rimbalzano di +5,8% m/m, dopo ampie contrazioni a luglio e giugno. **Nel Regno Unito l'indice PMI dei servizi si è attestato a 53,9 (consenso 54,0 e precedente 54,3)**, sulla scia della creazione di posti di lavoro al massimo di sette mesi e il forte aumento dei costi di produzione guidati dai prezzi del carburante. Con i servizi che rappresentano l'80% dell'economia UK, Markit prevede una crescita del PIL del terzo trimestre di circa lo 0,4%.

USA: L'*employment report* conferma un mercato del lavoro prossimo al pieno impiego, senza segni di surriscaldamento

L'indice ISM manifatturiero settembre si è attestato a 59.8 (consenso: 60.3, valore precedente: 61.3), confermando la solidità del settore. La scomposizione per componenti è positiva: in aumento le componenti di produzione (63.9 da 63.3), occupazione (58,8 da 58.5), ordini esteri (56 da 55.2), e correzioni di nuovi ordini (a 61.8 da 65.1, sempre su un livello elevato) e prezzi pagati (a 66.9 da 72.1). Nell'ultimo anno i livelli dell'ISM si sono mantenuti intorno ai massimi dal 2004 (il picco della serie si era visto nel 1983). Le misure protezionistiche implementate da Trump sono ancora citate in modo prominente nei commenti degli intervistati, che riportano che i dazi incidono sulla redditività e sulle opportunità di esportazione. Questo mese la buona performance del settore manifatturiero si è riflessa anche nell'indice PMI manifatturiero di settembre che si è attestato a 55.6 (consenso 55.6, valore precedente 54.7). **L'indice ISM non manifatturiero a settembre l'ISM è arrivato a 61.6** (consenso: 58,0, valore precedente 58.5). Anche nel caso dell'indice non manifatturiero la composizione è positiva, con aumenti diffusi: l'indice di occupazione è salito bruscamente a 62.4 da 56.7, mentre la produzione è salita a 65.2 da 60.7, gli ordini a 61.6 da 60.4. Le principali preoccupazioni degli intervistati riguardano l'esaurimento di capacità produttiva e l'incertezza sul commercio internazionale.



EVOLUTION
Euroconference

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,
calde come il tuo primo caffè.

Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >