

Commissioni III Affari esteri e comunitari  
e XIV Politiche dell'Unione europea

## **Brexit: possibili riflessi su economia e finanza**

Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Luigi Federico Signorini

Camera dei Deputati

Roma, 26 aprile 2017



Signori Presidenti, Onorevoli Deputati,

ringrazio le Commissioni qui riunite per avere invitato la Banca d'Italia a fornire qualche considerazione sull'argomento dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Riepilogherò da principio alcuni elementi istituzionali, ben noti. Farò poi qualche riflessione sulle possibili ripercussioni economiche (con riferimento al Regno Unito, all'Europa, all'Italia) e finanziarie. Dato il momento in cui ci troviamo, le mie considerazioni non potranno che essere preliminari.

### **Elementi istituzionali: negoziati, uscita, rapporti futuri**

Con gli accordi raggiunti a Lisbona nel 2007 si inserì nel Trattato sull'Unione – il fondamento costituzionale dell'Unione europea – un articolo che prevedeva esplicitamente la possibilità che uno Stato membro desiderasse distaccarsi, e disciplinava la relativa procedura. Si tratta dell'articolo 50, ormai ben noto dopo essere stato invocato per la prima volta dal Regno Unito il 29 marzo scorso con la lettera del Primo Ministro May al Presidente del Consiglio europeo.

L'articolo 50 prevede quattro fasi. La prima, già compiuta, consiste nella notifica da parte dello Stato uscente al Consiglio europeo dell'intenzione di recedere dall'Unione. Le tappe successive saranno: la definizione del mandato alla Commissione per negoziare l'accordo di recesso, in base a orientamenti stabiliti all'unanimità dal Consiglio; lo svolgimento dei negoziati per l'accordo di recesso da parte della Commissione; l'approvazione dell'accordo dalle due parti. Il Regno Unito non parteciperà alle decisioni del Consiglio; per il resto conserverà fino alla fine i diritti e gli obblighi che derivano dall'appartenenza all'Unione.

Data la vicinanza geografica, la lunga storia comune e la profonda integrazione economica del Regno Unito con il resto d'Europa, si discute molto, da entrambe le parti, tanto sulle modalità dell'uscita quanto sui rapporti che si stabiliranno dopo di essa: contrastando *hard* e *soft Brexit*, concetti non sempre chiaramente definiti.

Vi sono in linea di principio due negoziati distinti seppure collegati. L'uno riguarda l'accordo per l'uscita in quanto tale, quello cui fa riferimento la procedura dell'articolo 50. Esso dovrebbe regolare questioni come la posizione di coloro, persone e aziende, che, in virtù delle libertà di movimento che l'Unione oggi garantisce, vivono, operano, lavorano dal lato opposto, rispetto al proprio paese d'origine, di quella che nel 2019 tornerà a essere una frontiera internazionale a tutti gli effetti: britannici in Europa, europei nel Regno Unito. Questo accordo potrà stabilire norme transitorie, riconoscimenti temporanei o definitivi, condizionati o incondizionati, del

diritto di restare dove si è e di continuare a svolgere la propria attuale attività. Un'altra rilevante questione che presumibilmente sarà oggetto dell'accordo di recesso sono le obbligazioni finanziarie verso l'Unione assunte dal Regno Unito come Stato membro.

L'altro negoziato riguarda i rapporti che si stabiliranno tra le due parti dopo l'uscita, inclusi eventuali accordi commerciali. Benché legati concettualmente e certo anche politicamente, i due negoziati potrebbero in teoria anche avere esiti diversi. Per esempio, è possibile che si raggiunga un accordo sull'uscita ma non sui rapporti da stabilire dopo l'uscita; in ogni caso, la stipula formale della nuova intesa potrà avvenire solo in un momento successivo.

Non è inconcepibile neppure che i negoziati falliscano interamente, il che comporterebbe (a meno di rinvii, previsti dal Trattato se decisi all'unanimità) la più *hard* delle *hard Brexit*. Entrambe le parti hanno manifestato l'intenzione di evitare una conclusione traumatica e di giungere a un accordo, come auspicato anche dal capo negoziatore della Commissione europea Barnier in un recente discorso; è augurabile che ci si attenga a questa intenzione per non causare difficoltà, personali ed economiche, serie ed evitabili.

Quanto ai rapporti commerciali tra Regno Unito e Unione europea dopo l'uscita, le possibilità sono (in teoria) quattro.

1. L'adesione allo spazio economico europeo (European Economic Area – EEA), di cui fanno parte, oltre agli Stati membri dell'Unione europea, Islanda, Liechtenstein e Norvegia. L'appartenenza all'EEA assicura agli Stati non-UE la piena partecipazione al mercato unico europeo e comporta l'adesione alle “quattro libertà” (libera circolazione di persone, beni, servizi e capitali), con gli stessi diritti e obblighi degli Stati membri dell'Unione, ivi compreso un contributo finanziario. Gli Stati non-UE tuttavia non concorrono a definire in seno agli organismi dell'Unione (Commissione, Parlamento e Consiglio) le regole per la partecipazione al mercato unico che però devono applicare<sup>1</sup>.
2. La partecipazione a un'unione doganale con l'Unione europea, come nel caso della Turchia. Essa prevede la libera circolazione dei beni, l'obbligo di recepire la normativa europea in merito e la rinuncia a decidere i propri dazi doganali e alla possibilità di stringere accordi commerciali indipendenti.

---

<sup>1</sup> La Svizzera, stato membro dell'Associazione europea di libero scambio (EFTA) come Islanda, Liechtenstein e Norvegia, non partecipa all'EEA, ma ha stipulato nel tempo oltre 100 accordi bilaterali con l'Unione europea (ivi compresa la libera circolazione dei beni e delle persone, ma non dei servizi e dei capitali), ed è tenuta al recepimento delle relative norme europee.

3. Un accordo di libero scambio<sup>2</sup>.
4. Se non si raggiungesse nessun accordo, i rapporti commerciali sarebbero regolati dalle norme del WTO (World Trade Organization). Si applicherebbe in tal caso la clausola della “nazione più favorita” (*Most Favoured Nation*, MFN), che impone un divieto di discriminazione: ogni Stato si impegna ad accordare a ogni altro lo stesso trattamento concesso a tutti i paesi con cui non esistono specifici accordi commerciali bilaterali.

In pratica, però, né la partecipazione all’EEA, né l’unione doganale, paiono opzioni realistiche. La prima imporrebbe la libera circolazione delle persone e l’obbligo di recepimento dell’*acquis communautaire*, cose entrambe a cui il Regno Unito vuole porre termine; la seconda, oltre a stabilire comunque certi vincoli normativi, limiterebbe fortemente la sua libertà di decidere in modo indipendente sui propri rapporti commerciali con altri paesi. La notifica di recesso del governo del Regno Unito fa genericamente riferimento a una “*deep and special partnership*” con l’Unione, ma pare escludere di fatto la permanenza nel mercato unico.

Lo scenario più probabile – se non vi saranno ripensamenti – è quindi che il Regno Unito diventi per l’Unione un vero e proprio “paese terzo”. In questa ipotesi la questione è se sia possibile stabilire almeno un accordo di libero scambio, come l’interesse comune richiederebbe; nella lettera di notifica se ne auspica uno “coraggioso e ambizioso”. A questo stadio natura, tempi e contenuti di un eventuale accordo non si possono prevedere. Il negoziato non è neppure iniziato; l’orientamento del governo britannico dipenderà anche dal risultato delle elezioni politiche recentemente annunciate. Si può immaginare che oggetto principale del negoziato siano il commercio di beni e, soprattutto, di servizi finanziari.

*Accordi di libero scambio esistono con quasi un centinaio di paesi avanzati ed emergenti, tra cui la Svizzera, il Canada e la Corea del Sud. Di particolare interesse è l’accordo recentemente concluso con il Canada che, oltre a rimuovere i dazi doganali, agevola l’accesso agli appalti pubblici e agli investimenti e facilita il commercio di servizi.*

Se, o finché, non vi sarà un’intesa, i rapporti commerciali tra Unione europea e Regno Unito dopo l’uscita saranno regolati (salvo specifici accordi transitori) dalle norme del WTO, con l’applicazione della clausola MFN.

---

<sup>2</sup> A seconda dell’ampiezza dell’intesa, potrebbe essere necessaria la ratifica da parte di tutti gli Stati membri.

## **Impatti economici**

*Regno Unito* – Nel breve periodo, quelle ricadute negative per la congiuntura britannica che molti osservatori si aspettavano subito dopo il referendum non si sono materializzate. Nel secondo semestre del 2016 la crescita del prodotto interno lordo si è anzi rafforzata, salendo dall'1,6 al 2,4 per cento in ragione d'anno; l'occupazione ha continuato a crescere. Molto è dipeso dalle misure fortemente espansive messe in atto dalla Banca d'Inghilterra in agosto e dall'orientamento più accomodante della politica di bilancio.

*Il 3 agosto scorso la Banca d'Inghilterra ha ridotto di 25 punti base il tasso di riferimento; riavviato gli acquisti di titoli del Tesoro; lanciato nuovi programmi che prevedono l'acquisto di obbligazioni private e l'estensione di prestiti alle banche commerciali. Il Tesoro ha rallentato il percorso di consolidamento di bilancio.*

Per il 2017, gli analisti hanno rivisto progressivamente al rialzo le previsioni di crescita, ma continuano ad attendersi un rallentamento nel corso dell'anno. Secondo le valutazioni di consenso più recenti, nella media dell'anno il prodotto britannico si espanderebbe dell'1,7 per cento, un valore lievemente inferiore a quello del 2016.

Gli effetti più rilevanti dell'esito del referendum si sono manifestati sul tasso di cambio della sterlina, che dal 23 giugno si è deprezzata di circa il 10 per cento, sia nei confronti dell'euro, sia in termini effettivi (cioè verso tutte le altre principali valute, ponderate secondo il commercio col Regno Unito); l'inflazione è salita di quasi due punti percentuali (al 2,3 per cento in marzo). Le forti tensioni sui mercati finanziari internazionali osservate in prossimità del referendum sono presto rientrate (tavola 1). L'indicatore dell'incertezza sulle politiche economiche è cresciuto tra la fine di giugno e l'inizio di luglio, ma si è poi riportato sui livelli precedenti il referendum (figura 1).

Nei prossimi anni, non è da escludere che eventuali tensioni nei negoziati con l'Unione causino nuovi episodi di volatilità finanziaria, specie se in combinazione con un ritorno di preoccupazioni dei mercati circa la coesione dell'Unione.

Resta incerto quello che potrà avvenire nel lungo periodo. L'apertura al commercio, all'immigrazione e agli investimenti dall'estero favoriscono, come regola, lo sviluppo; una loro riduzione, specie se dovesse avvenire in un clima di accresciuto protezionismo a livello globale, potrebbe comportare costi significativi per l'economia britannica, in termini di capacità innovativa, competitività, crescita della produttività. Vi sarebbero verosimilmente ricadute anche sull'economia dell'Unione europea, benché più limitate e diverse tra paesi, in funzione dell'intensità dei legami con il Regno Unito. Il mercato britannico è di dimensioni piuttosto contenute per l'Unione europea (7,1 per cento delle esportazioni totali); al contrario, l'Unione rappresenta la principale area di destinazione delle merci del Regno Unito (44 per cento).

*Nostre analisi mostrano che la reciproca imposizione di tariffe commerciali tra Regno Unito e Unione europea potrebbe comportare rilevanti costi economici di lungo periodo per l'economia britannica, soprattutto se accompagnata da una minore crescita della produttività; le ricadute per l'area dell'euro sarebbero invece marginali.*

La Brexit dovrebbe avere un impatto sul bilancio dell'Unione europea. Il Regno Unito contribuisce positivamente al bilancio dell'Unione: tra il 2010 e il 2015, pur tenendo conto del rimborso negoziato nel 1984 da Margaret Thatcher, e dell'aggiustamento di cui il Regno Unito beneficia per la sua adesione solo parziale alle politiche in materia di giustizia e affari interni, il paese ha versato in media oltre 13 miliardi di euro l'anno, incassandone meno di 7. Inoltre l'Unione cesserà di ricevere i dazi doganali raccolti nel Regno Unito; in compenso percepirà i dazi applicati alle esportazioni britanniche verso l'Unione europea. La stima dell'effetto complessivo è ancora incerta.

Sono in discussione anche le obbligazioni finanziarie che il Regno Unito ha nei confronti dell'Unione e che dovranno essere corrisposte all'atto dell'uscita ("*Brexit Bill*"). La determinazione di questa somma è complessa e controversa. Occorrerà definire tra l'altro il modo in cui si calcola la quota del Regno Unito sul totale dell'Unione (è circa il 15 per cento in termini di reddito nazionale lordo, ma il 12 per cento in termini di contributi al bilancio, al netto dei rimborsi) e l'elenco delle poste attive e passive da considerare. È probabile che questa sia una delle questioni più delicate da affrontare nei negoziati per il recesso.

*Italia* – Un andamento economico sfavorevole del Regno Unito non avrebbe, comunque, effetti immediati molto rilevanti per l'Italia. Il rallentamento che la Banca d'Inghilterra prevede per il 2018-20 avrebbe ripercussioni trascurabili. Perfino nel caso che si verificasse nel Regno Unito una recessione così forte da determinare una riduzione delle importazioni del 10 per cento nell'arco di tre anni, secondo nostre valutazioni<sup>3</sup> l'impatto sul PIL dell'Italia non supererebbe un quarto di punto percentuale. Gli scambi commerciali e finanziari dell'Italia con il Regno Unito sono meno intensi di quelli degli altri grandi paesi dell'area dell'euro (tavola 2).

*Nel 2015 le esportazioni italiane verso il Regno Unito erano l'1,8 per cento del PIL, contro il 2,7 per cento della Francia, il 3,2 per cento della Spagna e il 3,7 per cento della Germania; le importazioni erano l'1,1 per cento del PIL, un'incidenza inferiore anche in questo caso a quella degli altri paesi. L'Italia esporta soprattutto macchine e prodotti meccanici, agroalimentari, mezzi di trasporto, abbigliamento e calzature e servizi turistici. Il saldo bilaterale dei beni è ampiamente positivo per l'Italia; quello dei servizi è pressoché in pareggio.*

Anche le relazioni finanziarie italiane con il Regno Unito risultano meno strette rispetto a quelle degli altri principali paesi europei, sia per gli investimenti di portafoglio sia per quelli diretti.

---

<sup>3</sup> Bollettino Economico 3/2016.

*A giugno del 2016 gli italiani avevano in portafoglio titoli emessi dal Regno Unito per 60,8 miliardi di euro (il 3,7 per cento del PIL, a fronte del 10,1 della Francia e del 5,9 della Germania). L'esposizione degli investitori italiani ai rischi del cambio tra l'euro e la sterlina britannica è limitata: i titoli denominati in sterline erano poco più dell'1,1 per cento del totale. Alla fine del 2015 gli investimenti diretti italiani nel Regno Unito erano pari all'1,4 per cento del PIL, contro valori ben più elevati per gli altri maggiori paesi dell'area; gli investimenti del Regno Unito in Italia erano il 2,2 per cento del PIL italiano.*

Se le trattative per un accordo di libero scambio tra l'Unione europea e il Regno Unito non non si concludessero positivamente, il commercio tra le due parti sarebbe sottoposto a dazi doganali. Per avere un'idea del relativo impatto economico eventuale, si può fare l'ipotesi che il Regno Unito applichi le tariffe attualmente in vigore per l'Unione, almeno fino a quando non adotterà un proprio schema tariffario; in altre parole, il Regno Unito e l'Unione europea applicherebbero fra loro le stesse tariffe commerciali che attualmente l'Unione applica all'esterno. Sotto queste ipotesi, e considerando solo l'effetto d'impatto (cioè trascurando una possibile riallocazione dei flussi commerciali), i dazi sulle merci esportate dall'Unione a 27 verso il Regno Unito ammonterebbero a circa 16 miliardi, quelli sulle merci britanniche esportate verso l'Unione a oltre 6. L'incidenza media dei dazi sul valore sarebbe più elevata (5,2 per cento) per le esportazioni dall'Unione al Regno Unito che per i flussi opposti (3,9), per effetto della diversa composizione settoriale.

*Le tariffe sono infatti molto differenziate fra settori merceologici. Quasi un quinto del valore delle merci esportate dall'Unione verso il mercato britannico è costituito da autoveicoli, soggetti a una tariffa elevata.*

Dato inoltre che la struttura delle esportazioni differisce tra i paesi dell'Unione, l'incidenza media delle tariffe applicate alle esportazioni verso il Regno Unito sarebbe diversa. Per la Germania la tariffa sarebbe analoga a quella media dell'Unione; per Francia e Italia sarebbe leggermente più bassa; Irlanda, Spagna e Polonia si troverebbero a fronteggiare dazi medi superiori al 6 per cento.

*In Italia l'imposizione delle attuali tariffe europee sulle esportazioni verso il Regno Unito penalizzerebbe poco (con dazi attorno al 2 per cento del valore) il comparto delle macchine e dei prodotti meccanici, a cui si riconduce il 20 per cento delle nostre esportazioni verso quel paese; in misura maggiore il settore agroalimentare (che ha una quota di quasi il 10 per cento), l'abbigliamento-calzature (8,2 per cento) e soprattutto gli autoveicoli, la cui quota (12 per cento) è tuttavia assai minore di quella di altri paesi (Germania 33, Spagna 32, Belgio 26).*

*Anche se ci fosse un accordo di libero scambio, il Regno Unito dovrebbe sostenere costi amministrativi legati alle "regole d'origine", cioè alla certificazione che i beni esportati verso l'Unione europea (e una buona parte degli input necessari per produrli) non provengano da paesi a cui l'Unione impone dazi. L'introduzione di differenze nella regolamentazione e di altre misure non tariffarie potrebbe accrescere ulteriormente i costi degli scambi commerciali.*



## **Regolamentazione finanziaria, banche e infrastrutture di mercato**

*Regolamentazione finanziaria* – Tra le maggiori incognite della Brexit figurano le future relazioni in materia di finanza, a cominciare dagli aspetti regolamentari.

Il Regno Unito, come Stato membro dell'Unione, partecipa al mercato unico dei servizi finanziari, all'interno del quale vige il cosiddetto "passaporto unico" (*single passport*). Il regime consente a un intermediario autorizzato in uno Stato membro di operare (con succursali o in libera prestazione di servizi) in qualunque altro Stato membro sulla base di una procedura di notifica e senza bisogno di autorizzazioni. I controlli prudenziali spettano all'autorità dello Stato membro di origine; lo Stato ospitante resta competente in materia di antiriciclaggio e tutela dei clienti.

La *Brexit* comporterà la revoca del passaporto unico; gli intermediari britannici saranno trattati come intermediari dei paesi terzi e dovranno ottenere una nuova licenza nei diversi Stati membri in cui intendono operare e sottoporsi alla vigilanza da parte delle autorità del paese ospitante.

La perdita del "*single passport*" è vista con preoccupazione dagli intermediari insediati nel Regno Unito e dagli stessi responsabili della politica economica e della regolamentazione finanziaria, che temono un ridimensionamento del ruolo della City of London come centro finanziario a livello europeo e globale. La City, infatti, è attualmente la base legale e operativa di molti intermediari extraeuropei (specie americani e asiatici) per le attività in Europa; essa combina infatti l'accesso al mercato finanziario europeo con un'ampia disponibilità di capacità professionale e di servizi specializzati.

Al momento dell'uscita dall'Unione il regime di vigilanza del Regno Unito sarà equivalente per definizione, perché – tenuto anche conto degli impegni presi nella lettera di notifica del Primo Ministro May – la regolamentazione europea sarà incorporata inizialmente in blocco nella regolamentazione interna del Regno Unito. Successivamente, eventuali modifiche dovranno essere esaminate per verificare il mantenimento della condizione di equivalenza.

*L'“equivalenza” della vigilanza, come definita dalla normativa finanziaria dell'Unione, attribuisce ai paesi terzi alcuni vantaggi. Per lo più si tratta di esenzioni dal rispetto di specifici requisiti, ma nel caso dei servizi di investimento (MIFID/MIFIR2) e dei fondi alternativi (AIFMD) la normativa si spinge fino a riconoscere agli intermediari dei paesi terzi equivalenti una sorta di passaporto unico – sia pure verso la sola clientela professionale – in tutti gli Stati dell'Unione. Il mantenimento di una legislazione finanziaria interna allineata a quella europea faciliterebbe l'insediamento delle banche inglesi in quei paesi che, come l'Italia, subordinano l'autorizzazione a una verifica sull'adeguatezza della vigilanza nel paese di origine.*

*Secondo una proposta della Commissione europea, inclusa nel pacchetto sulla revisione della Direttiva e del Regolamento sui requisiti di capitale, le banche dei paesi terzi dovranno in futuro costituire in Europa una società capogruppo intermedia (Intermediate Parent Undertaking – IPU) se avranno rilevanza sistemica in Europa. L'IPU e le sue controllate nell'Unione sarebbero sottoposte alla vigilanza*

*consolidata e alla disciplina sulla gestione delle crisi secondo le regole europee. Ai più importanti gruppi bancari del Regno Unito – spesso derivazione di gruppi internazionali – sarà quindi presumibilmente richiesto di costituire una IPU.*

Il Regno Unito cercherà sicuramente di raggiungere accordi con l'Unione a 27 che consentano, dopo l'uscita, di conservare alcuni dei vantaggi di cui oggi godono le banche insediate sulla piazza di Londra in termini di accesso al mercato europeo. Che accordi si potranno raggiungere e che effetto questo avrà sui vantaggi competitivi di Londra non è possibile oggi anticipare.

La *Brexit* comporterà inoltre di necessità la ricollocazione dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* – EBA), che oggi ha sede a Londra.

*La decisione, che dovrà essere presa nei prossimi mesi, si intreccia con il dibattito in corso sulla possibile revisione dell'architettura di vigilanza europea; la Commissione ha lanciato una consultazione pubblica finalizzata a eventuali iniziative legislative. L'attuale modello è settoriale: l'EBA è responsabile per il settore bancario, l'EIOPA (che ha sede a Francoforte) per quello assicurativo e dei fondi pensione, l'ESMA (sede a Parigi) per il settore mobiliare e dei mercati. Una delle ipotesi prese in considerazione (con qualche variante) ridurrebbe le autorità a due: una responsabile per banche e assicurazioni, l'altra per i mercati e il settore mobiliare.*

*Il dibattito è complicato dal fatto che le responsabilità trasferite al livello europeo non sono uniformi tra settori e attività (ad esempio, sono maggiori nel campo della regolamentazione che in quello della supervisione; con l'eccezione del caso bancario, dove però c'è l'ulteriore difficoltà che il Meccanismo di vigilanza unico si applica solo all'area dell'euro).*

*Banche* – Nel quadro del sistema bancario italiano la rilevanza degli intermediari che hanno sede nel Regno Unito è limitata. La quota di mercato delle 16 banche che operano nel nostro paese con filiali è pari allo 0,6 per cento dei prestiti alla clientela. La maggior parte (11 su 16) appartengono a gruppi di paesi terzi che hanno stabilito a Londra la loro principale sede europea. Esse hanno un ruolo significativo solo in qualche segmento specifico (consulenza per operazioni di finanza straordinaria e collocamento, prestiti sindacati, garanzie) nel settore delle grandi imprese. È possibile che alcune banche internazionali spostino parte delle proprie attività da Londra a un altro paese comunitario, costituendo nuove filiazioni ovvero usando quelle esistenti. Le ripercussioni sull'attività italiana sarebbero presumibilmente modeste.

*Vi sono inoltre circa 80 banche britanniche che operano in Italia senza filiali, in regime di libera prestazione di servizi; potrebbero continuare a farlo, in mancanza di specifici accordi, solo se costituissero una filiazione in un paese dell'Unione. Anche per questi intermediari l'attività italiana è circoscritta.*

La presenza di banche italiane nel Regno Unito è marginale. A Londra operano 6 filiali dei principali gruppi bancari italiani, che svolgono prevalentemente attività di *trading* e di *investment banking* e sfruttano quella piazza – anche se meno intensamente rispetto a prima della crisi – per l'accesso al mercato internazionale della raccolta all'ingrosso. Se, dopo la *Brexit*, si dovesse riallocare la gestione di queste attività, i costi non dovrebbero essere ingenti.

*L'esposizione delle banche italiane verso residenti del Regno Unito è contenuta: alla fine del 2016 ammontava a poco meno di 34 miliardi (1,3 per cento del totale delle esposizioni del sistema bancario italiano) ed era costituita per tre quarti da finanziamenti verso altre banche e società finanziarie.*

*Infrastrutture di mercato – Il gruppo Borsa Italiana è controllato dal 2007 dal London Stock Exchange Group (LSEG); al gruppo fanno capo due importanti società di gestione di mercati finanziari (MTS ed EuroTLX), la controparte centrale italiana (Cassa di Compensazione e Garanzia) e il depositario centrale (Monte Titoli). Dal marzo di quest'anno anche la società di gestione del mercato dei depositi interbancari (e-MID) è controllata da un gruppo inglese.*

*Nel 2016, come è noto, LSEG e Deutsche Börse avevano progettato di fondersi. La Commissione europea però ha recentemente annunciato di aver bloccato la fusione perché, a suo giudizio, essa avrebbe determinato un sostanziale monopolio nel mercato della compensazione (clearing) degli strumenti a reddito fisso: sarebbero infatti entrate a far parte del nuovo gruppo le quattro controparti centrali (CCP) europee più attive in questo comparto. Anche nel clearing dei derivati azionari si sarebbe determinata una sostanziale riduzione della concorrenza.*

Anche se il controllo societario appartiene a un'entità estera, le società di gestione delle piattaforme di *trading* e *post-trading* mantengono la piena responsabilità dei processi operativi. Le società sono sottoposte alla vigilanza nazionale di Banca d'Italia e Consob. A differenza del caso bancario, la vigilanza sui mercati e sulle relative infrastrutture non si esercita al livello consolidato ma a quello della singola società.

*Gli azionisti di controllo possono essere insediati all'esterno dell'Unione, purché possiedano i previsti requisiti di onorabilità e adeguatezza patrimoniale.*

*L'uscita del Regno Unito dall'Unione richiederà a Banca d'Italia e Consob di intensificare i rapporti con l'azionista di controllo. Il venir meno di alcuni strumenti di collaborazione previsti dalla normativa europea richiederà alle nostre autorità di rafforzare e qualificare sia l'attività svolta nelle sedi di sorveglianza cooperativa internazionale, sia le forme di cooperazione bilaterale con le autorità di supervisione inglesi.*

Sul piano europeo, la Brexit pone una questione di un certo rilievo per la supervisione sulle controparti centrali, perché il *clearing* degli strumenti finanziari denominati in euro viene eseguito in larga parte presso infrastrutture insediate nel Regno Unito, soprattutto per i derivati<sup>4</sup>. Occorrerà assicurare che la vigilanza sulle controparti centrali inglesi non si indebolisca rispetto alla normativa europea per i principali profili di stabilità: vigilanza prudenziale, valuta di denominazione dei contratti compensati, controllo dei mercati.

---

<sup>4</sup> Prendendo ad esempio gli *interest rate swaps*, il 50 per cento degli scambi globali e oltre il 90 per cento di quelli riferiti a swaps standardizzati (quindi che devono essere immessi in una controparte centrale) vengono compensati da LCH Ltd, insediata a Londra, e una quota significativa di questi IRS è denominata in euro.

*L'ESMA ha proposto di rivedere EMIR per rafforzare il processo di riconoscimento delle CCP dei paesi terzi e prevedere forme di vigilanza diretta su di esse da parte delle autorità europee. Nelle prossime settimane la Commissione renderà nota la sua proposta di revisione di EMIR; la prospettiva dell'uscita del Regno Unito richiede che anche questo profilo sia seguito con la massima attenzione.*

\* \* \*

Con la lettera del Primo Ministro May si è avviato per la prima volta il processo con cui uno Stato membro lascerà l'Unione. Inizia ora un negoziato difficile, ma non lungo; il Trattato pone limiti temporali stringenti, tenuto conto della complessità tecnica e della delicatezza politica di molti aspetti. Ci vorrà lungimiranza e buona volontà da ambo le parti.

Con sorpresa di molti analisti, non c'è stato un immediato effetto negativo della decisione sul clima di fiducia, sugli investimenti, sulla congiuntura. Le reazioni dei mercati finanziari, da principio forti, sono rientrate. La svalutazione della sterlina è stata significativa ma ordinata.

Non c'è motivo di aspettarsi grandi ripercussioni dirette e immediate sull'economia e sul sistema bancario italiano.

Non è invece da escludersi che le difficoltà del negoziato, specie se interagiranno con un addensarsi dell'incertezza politico-istituzionale in ambito europeo e globale, possano a un certo punto contribuire a creare nuove turbolenze di mercato. Difficilmente l'Italia ne sarebbe immune. Per noi, il solo modo di prepararci è quello di rafforzare la stabilità interna, por mano a tutti gli elementi di fragilità percepiti dai mercati, proseguire il cammino delle riforme.

Quello che accadrà a più lungo termine è ancor più difficile da prevedere. La storia insegna che l'apertura dell'economia è, a lungo andare, un potente fattore di sviluppo; all'economista riesce difficile credere che si possa favorire la prosperità di un paese ponendo ostacoli alla circolazione dei beni, dei capitali, delle persone. Molto, naturalmente, dipenderà dagli accordi commerciali e finanziari che si troveranno per il futuro, e dagli sviluppi del contesto mondiale. In ogni caso è un rischio che corre il Regno Unito, più che il resto d'Europa o del mondo.

Consentitemi di chiudere dicendo che, personalmente, sentirò la mancanza dei colleghi britannici nelle istituzioni europee a cui partecipo: non solo per la loro competenza e preparazione, sempre da ammirare, ma anche per l'atteggiamento pragmatico, anti-burocratico, aperto al mercato che come regola li contraddistingue. Spero solo che quarant'anni di lavoro in comune abbiano consentito, tanto a noi, quanto a loro, di imparare dalle qualità migliori degli altri.

**Effetto sui mercati finanziari del Referendum sulla Brexit**  
(variazioni tra il 23 giugno 2016 e il 12 aprile 2017)

Mercato	Indice	Variazione
Indici azionari	S&P 500 (USA)	11%
	Eurostoxx 600 (Europa)	10%
	DAX (Germania)	19%
	FTSE MIB (Italia)	11%
	FTSE 100 (Regno Unito)	16%
	Nikkei (Giappone)	14%
	Hang Seng (Hong Kong)	17%
Indici azionari bancari	S&P 500 Banks (USA)	31%
	Eurostoxx 600 Banks (Area dell'euro)	15%
	GERMANY DS – Banks (Germania)	11%
	FTSE All-Share Italy Banks (Italia)	0%
	FTSE 350 Banks (Regno Unito)	22%
Tassi di cambio	EUR USD	-6%
	GBP EUR	-10%
	GBP USD	-16%
Tassi a 10 anni	Germania	10 p. b.
	Italia	90 p. b.
	Regno Unito	-32 p. b.
	USA	49 p. b.
Spread sovrani	SPREAD ITA GER 10Y	80 p. b.
Volatilità attesa	VIX	-1 p. p.
Indici CDS	ITRAXX Europe	2 p. b.
	ITRAXX Senior Financial	-2 p. b.
Oro		1%
Petrolio	Brent	10%

Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream e Bloomberg; p. b.: punti base; p. p.: punti percentuali.

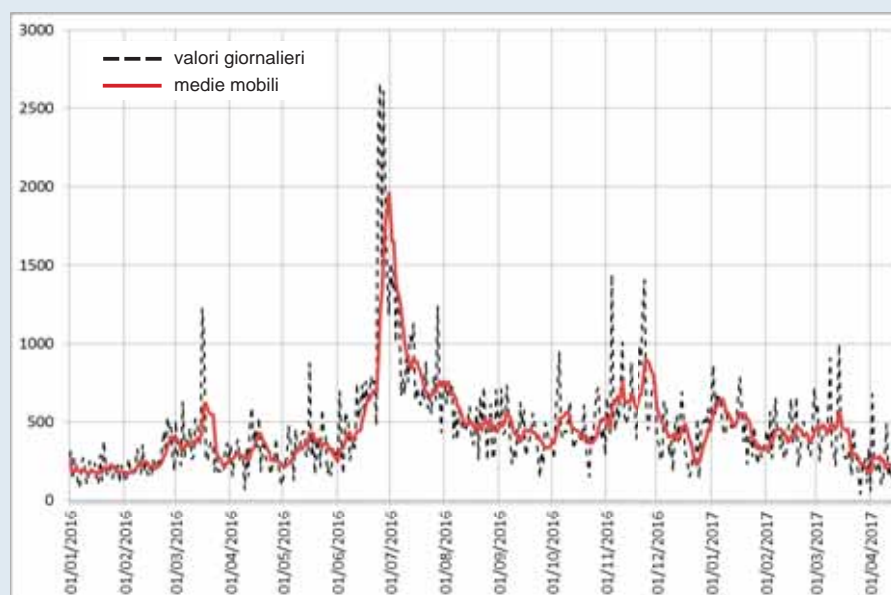
**Rapporti economici e finanziari tra i principali paesi dell'area dell'euro e il Regno Unito**  
(in percentuale del PIL)

	Interscambio commerciale nel 2015 (1)		Investimenti di portafoglio alla fine del I semestre 2016 (2)		Investimenti diretti alla fine del 2015 (3)	
	Esportazioni	Importazioni	Attività	Passività	Attività	Passività
Italia	1,8	1,1	3,7	6,6	1,4	2,2
Francia	2,7	2,1	10,1	11,4	5,6	3,7
Germania	3,7	2,1	5,9	7,2	4,8	1,1
Spagna	3,2	2,1	2,6	4,0	7,1	5,3

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat e FMI (Coordinated Direct Investment Survey e Coordinated Portfolio Investment Survey).  
Note: (1) Scambi di beni e servizi. – (2) Consistenze alla fine del periodo; dati basati sulle statistiche riportate dal paese detentore delle attività. – (3) Consistenze alla fine del periodo; dati basati sulle statistiche riportate dall'Italia e, per gli altri paesi dell'area, dal Regno Unito.

Figura 1

**Indice di incertezza sulle politiche economiche**  
(valori giornalieri e medie mobili a 7 giorni)



Fonte: elaborazioni su dati EPU index.



