

**Brexit: mese decisivo per i negoziati**

- La stampa riporta rumours più positivi sull'andamento dei negoziati fra UE e Regno Unito, in vista del Consiglio Europeo del 18 ottobre. Il silenzio dei negoziatori potrebbe essere un buon segno.
- Il piano Chequers garantisce l'allineamento normativo con l'UE in cambio dell'assenza di controlli doganali sull'interscambio. Risolve il problema irlandese, ma presenta ancora criticità dal punto di vista UE, che in passato lo aveva respinto come un tentativo di avere soltanto i vantaggi del mercato unico.
- La proposta UE, se accettata, rischierebbe invece di essere fatale per il governo May. Non è chiaro se possa essere modificata nella parte relativa al confine irlandese in modo da renderla politicamente digeribile.
- Anche se un accordo sarà raggiunto, rimarrebbe il rischio di bocciatura da parte del Parlamento britannico. La situazione politica interna è molto complicata, con alcune decine di deputati conservatori ostili al piano Chequers e i laburisti che sperano di avere l'occasione giusta per far cadere il Governo.

11 ottobre 2018

**Intesa Sanpaolo**  
Direzione Studi e RicercheMacroeconomic and  
Fixed Income Research**Luca Mezzomo**  
Economista

## Brexit: mese decisivo per i negoziati

Che siano in arrivo buone notizie sul fronte dei negoziati fra UE e Regno Unito? A una settimana da una riunione potenzialmente decisiva del Consiglio Europeo i negoziatori delle due parti sono molto silenziosi, il che potrebbe essere un buon segnale. Per memoria, il Consiglio europeo di Salisburgo (19/20 settembre) si era concluso con la totale conferma delle linee rosse affidate ai negoziatori UE e una bocciatura della [proposta britannica](#), nota come Chequers Plan. Il [comunicato](#) del Consiglio afferma che non ci può essere nessun accordo di recesso “senza una soluzione di ripiego per il confine irlandese che sia solida, praticabile e legalmente vincolante”, e che sarà necessario disporre di una dichiarazione politica congiunta che fornisca la massima chiarezza possibile sulle future relazioni con il Regno Unito.

Riguardo a questo ultimo aspetto, la proposta britannica prevede di evitare l’istituzione di controlli doganali sull’interscambio con l’UE (1) garantendo l’allineamento normativo con l’UE in tutte le materie di rilievo per il commercio e (2) impegnandosi a incassare i dazi previsti dal regime doganale UE sulle merci in transito destinate all’UE, senza richiedere reciprocità da parte UE. Sarebbe previsto soltanto un meccanismo di compensazione. Il Regno Unito, infatti, non sarebbe parte dell’unione doganale UE, perché vorrebbe riservarsi la possibilità di concludere trattati commerciali separati con i paesi terzi, e quindi i dazi applicati sulle importazioni potrebbero divergere da quelli UE. Con tale meccanismo sarebbe teoricamente superato il problema del confine irlandese. La proposta di Chequers sembra molto una *Brexit in name only*, soprattutto se poi si verificasse un’estensione del periodo transitorio per difficoltà di implementazione del sistema di partnership doganale. L’UE ha finora criticato tale proposta, giudicandola incompatibile con i principi fondanti del mercato unico. L’accettazione da parte del Regno Unito della necessità di adeguarsi alla normativa è un passo notevole, ma dal punto di vista dell’UE comporta dei rischi in relazione alla complicata situazione politica interna del Regno Unito. Che accadrebbe, infatti, se a un certo punto il Parlamento si rifiutasse di approvare i provvedimenti necessari per mantenere l’allineamento normativo? In fondo, entro due anni si terranno nuove elezioni politiche, che potrebbero condurre anche a un cambio di governo e di atteggiamento nei confronti dei rapporti a regime più desiderabili. Quali meccanismi di salvaguardia possono essere adottati contro tale eventualità?

Di contro, la proposta UE implica l’istituzione di controlli doganali sull’interscambio con il Regno Unito, anche se prevede che i dazi siano nulli. Vi sarebbero perciò barriere non tariffarie sull’interscambio e costi amministrativi precedentemente assenti. La dimensione delle barriere dipenderà dal grado di allineamento che a quel punto il Regno Unito deciderà di mantenere e dal livello di cooperazione fra le autorità. Il problema più serio del piano UE è che implica l’introduzione di controlli su parte dell’interscambio fra Gran Bretagna e Irlanda del Nord, anche se non necessariamente veri e propri controlli doganali ai porti di spedizione e ricezione sulle merci destinate all’UE. Questa condizione è politicamente indigeribile per il Governo britannico, e non soltanto per la sua dipendenza dal sostegno del DUP, il partito unionista pro-Brexit nord-irlandese. Questi ultimi, comunque, hanno respinto categoricamente l’ipotesi che l’Irlanda del Nord possa rimanere nell’unione doganale UE, se la Gran Bretagna non ne fa parte.

Nei prossimi giorni si potrà verificare se il livello di convergenza sui due punti menzionati è sufficiente a sbloccare il trattato di recesso e, quindi, il periodo transitorio. Tuttavia, il raggiungimento di un’intesa fra UE e Regno Unito non basterebbe ancora ad eliminare del tutto il rischio di uscita disordinata. Pur avendo superato senza danni la sfida del congresso del partito, il governo May continua a fronteggiare una caotica ma vivace opposizione interna al partito conservatore, che considera (con qualche ragione) il piano Chequers un tradimento del voto popolare, e che preferisce una cesura più netta con l’UE, malgrado le stime economiche più sfavorevoli di tale scenario. Se si verificasse una saldatura fra i conservatori favorevoli a una hard Brexit e i laburisti (che vogliono elezioni anticipate), il piano potrebbe essere bocciato dal

La stampa riporta rumours più positivi sull’andamento dei negoziati fra UE e Regno Unito

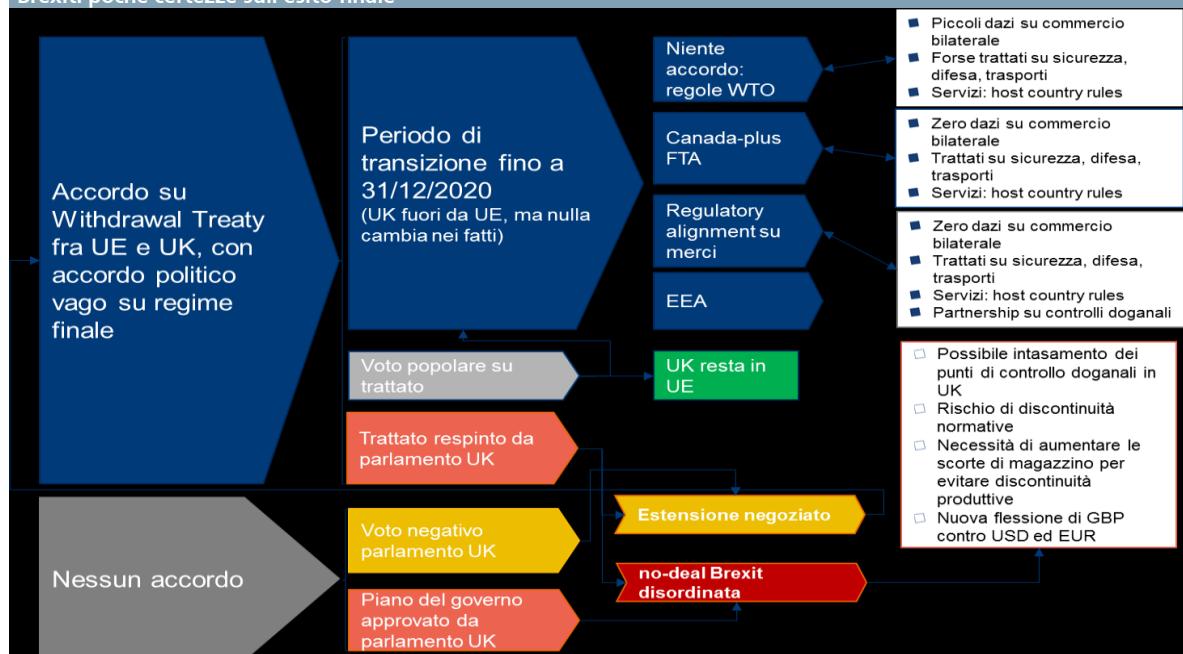
Il piano Chequers garantisce l’allineamento normativo con l’UE in cambio dell’assenza di controlli doganali sull’interscambio. Risolve il problema irlandese, ma presenta ancora criticità

La proposta UE, se accettata, rischierebbe di essere fatale per il governo May. Non è chiaro se possa essere modificata in modo da renderla politicamente digeribile

Anche se un accordo sarà raggiunto, rimarrebbe il rischio di bocciatura da parte del parlamento britannico

Parlamento. Non si può escludere che May spera di ottenere l'appoggio di parte dei laburisti al suo piano come unica alternativa a uno scenario di uscita disordinata, ma si tratta di una scommessa difficile da vincere. Secondo Baker, uno degli esponenti conservatori a favore di una hard Brexit, 40 deputati potrebbero votare contro, con altri 40 che sarebbero della stessa idea ma saranno convinti a votare con il Governo; secondo *The Guardian*, però, il Governo stima l'opposizione interna in 10-20 deputati. In ogni caso, i Laburisti avrebbero un'ottima occasione per far cadere il Governo.

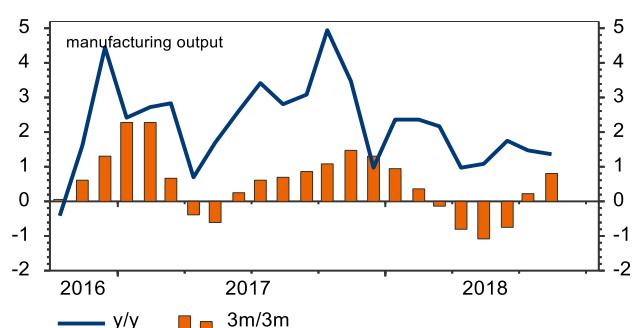
#### Brexit: poche certezze sull'esito finale



Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

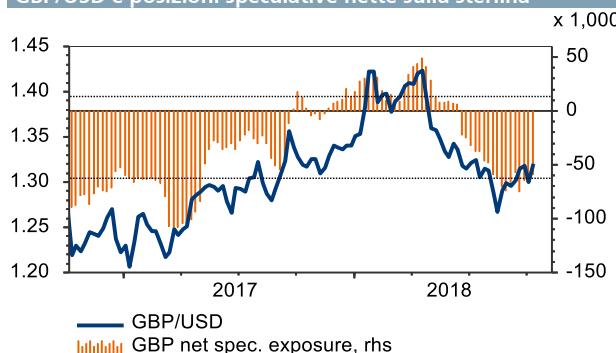
Le previsioni sull'andamento dell'economia britannica nel 2019 scontano uno scenario benigno di uscita dall'UE, con ratifica dell'accordo e periodo di transizione fino al 31 dicembre 2020. In effetti, la media del consenso sconta un'accelerazione della crescita rispetto al 2018 e un rafforzamento della sterlina contro dollaro ed euro. Quasi nessuno ha avuto il coraggio di adottare come scenario centrale quello di uscita disordinata, con il suo corollario di volatilità e di impatti negativi sui flussi commerciali. Sui mercati valutari, persiste un certo speculativo contro la sterlina.

#### Rallentamento temporaneo nel 2° trim. 2018, già rientrato



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

#### GBP/USD e posizioni speculative nette sulla sterlina



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

**Tel. 02 879+6 – 02 8021 + (3)**

**Macroeconomic Analysis**

**Macro & Fixed Income Research**

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
--------------	-------	---------------------------------

**Fixed Income**

Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com

**Macroeconomia**

Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

**Mercati Valutari**

Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
----------------	-------	-----------------------------------

**Materie Prime**

Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
-----------------	-------	------------------------------------

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento

finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

## **Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse**

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

[www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.