

Dieci anni dopo la Brexit: resilienza senza rilancio

Ludovic Subran
Chief Investment Officer & Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist UK-US-France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Guillaume Dejean
Senior Sector Analyst
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Dorian Simon
Investment Strategist
dorian.simon@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

America Hernandez Ortiz
Senior Investment Strategist
america.hernandez@allianz.com

Patrick Hoffmann
ESG & AI Economist
patrick.hoffmann@allianz.com

Research assistants:
Thomas Loubeyres
Romain Poncet
Pierfrancesco Allamprese

In sintesi

Brexit a 10 anni: né un crollo né una rinascita. La decisione dei britannici del 23 giugno 2016 di votare al 52% a favore della fine di oltre quarant'anni di appartenenza all'Unione Europea ha scosso i mercati e diviso gli analisti. Le previsioni spaziavano da un collasso economico a una vera e propria rinascita. A dieci anni di distanza, un'analisi più attenta mostra quali previsioni si sono realizzate e quali no. Il risultato è stato più sfumato di quanto molti si aspettassero, con indicatori che evidenziano sia punti di forza sia debolezze dell'economia — non tutti necessariamente legati alla Brexit.

La spina dorsale economica della Gran Bretagna: economia della conoscenza, tecnologia ed energia pulita. Le esportazioni di servizi ICT del Regno Unito verso l'UE sono quasi raddoppiate dopo la Brexit, dimostrando la continua competitività dell'economia della conoscenza britannica. Il Regno Unito rimane il secondo esportatore mondiale di servizi finanziari, rappresentando il 21% delle esportazioni globali, mentre rafforza la propria presenza nei mercati europei. Nei mercati privati, il Regno Unito continua ad attrarre più capitale di rischio rispetto a qualsiasi altro concorrente europeo: tra il 2020 e il 2026 ha raccolto circa 164 miliardi di dollari. Nel frattempo, Londra ha mantenuto gran parte della sua rilevanza finanziaria globale: il Regno Unito rappresenta ancora quasi il 50% del trading mondiale di derivati OTC sui tassi di interesse e circa il 38% del turnover globale sul mercato dei cambi. Nel settore dell'energia pulita, il Regno Unito è emerso come uno dei leader in Europa. La produzione eolica è aumentata del 130% dal 2016, riducendo la dipendenza dai combustibili fossili e permettendo l'eliminazione completa del carbone dal sistema elettrico nel 2024.

Scottati dalla Brexit: crescita rallentata, frizioni commerciali e regioni "Leave" in ritardo.

Studi indipendenti stimano che il PIL sarebbe stato tra il 2% e il 4% più elevato senza l'instabilità politica e le frizioni commerciali generate dalla Brexit. Dal 2016, le regioni "Leave" hanno generalmente registrato performance inferiori rispetto al complesso del Regno Unito: il 59% della popolazione di queste aree ha visto la propria regione arretrare ulteriormente rispetto alla media nazionale del reddito pro capite. Dopo il voto e l'uscita formale dalle strutture economiche dell'UE il 1° gennaio 2021, la crescita è dipesa sempre più dai lavoratori nati all'estero, che hanno contribuito a oltre la metà dell'espansione del PIL. La Brexit ha aumentato le frizioni e ridotto i flussi commerciali. Sebbene l'UE resti il principale partner commerciale del Regno Unito, le stime strutturali indicano che il commercio tra Regno Unito e UE è circa il 21% inferiore per i beni rispetto a quanto sarebbe stato senza la Brexit. I nuovi accordi commerciali e la diversificazione delle catene di approvvigionamento verso Stati Uniti, Cina e Paesi del Commonwealth non hanno compensato la portata dei legami economici precedentemente esistenti con l'UE. Gli asset britannici continuano a essere scambiati con uno sconto rispetto ai concorrenti internazionali. Una lezione duratura della crisi del "mini-budget" del 2022 è che la credibilità fiscale conta. Gli investitori richiedono ora un premio per il rischio strutturalmente più elevato sugli asset britannici, in un contesto di crescenti squilibri fiscali. Anche i mercati azionari

riflettono questo premio: negli ultimi dieci anni, le azioni britanniche hanno sottoperformato rispetto a quelle statunitensi ed europee.

Oltre la Brexit: identificare e attuare soluzioni per il futuro. Il Regno Unito ottiene punteggi elevati in creazione di imprese, flessibilità del mercato del lavoro, istruzione superiore e ricerca, rispetto a molte altre economie avanzate. Questo indica che i colli di bottiglia domestici — messi in luce dalla Brexit ma non causati da essa — sono alla base della deludente performance di crescita del Paese. Il governo ha individuato molte di queste criticità, ma deve fare di più.

Le azioni prioritarie dovrebbero includere:

- accelerare la riforma della pianificazione,
- aumentare gli investimenti nell'edilizia abitativa e nelle infrastrutture energetiche,
- rafforzare il sostegno all'innovazione e ai settori strategici,
- trattare la riforma del NHS come una priorità economica, e
- affrontare la lenta diffusione delle nuove tecnologie dalle imprese più avanzate al resto dell'economia.

Una revisione delle regole fiscali, insieme a riforme della spesa pensionistica e della tassazione immobiliare, nonché un ampliamento della base IVA, contribuirebbe a reindirizzare le limitate risorse pubbliche verso la riduzione del deficit e gli investimenti, anche con un'attenzione alla difesa. A differenza dell'UE-27, il Regno Unito non ha registrato un vero punto di svolta nel riarmo dopo il 2022. Il governo ha annunciato l'obiettivo di portare la spesa per la difesa al 2,5% del PIL entro aprile 2027 e al 3,0% entro il 2030, ma questi target non sono definitivi. La mappa della cooperazione appare ampia — AUKUS con Stati Uniti e Australia, GCAP con Giappone e Italia, un percorso di partenariato privilegiato verso lo strumento SAFE dell'UE — ma sembra più un elenco di impegni che risultati concreti. Gli investimenti pubblici potrebbero attirare gli investitori e spingere le aziende della difesa a impegnare capitale nella capacità produttiva nel Regno Unito. Una maggiore reintegrazione con i mercati energetici europei genererebbe benefici economici rilevanti. I prezzi elevati dell'energia, dovuti all'uscita dal mercato interno dell'elettricità dell'UE, alle crisi di approvvigionamento e ai colli di bottiglia della rete legati alla rapida espansione delle energie rinnovabili, continuano a ridurre la competitività industriale. La divergenza tra i mercati del carbonio del Regno Unito e dell'UE rischia inoltre di creare nuove barriere commerciali per le industrie ad alta intensità energetica. Una reintegrazione dei mercati energetici e del carbonio potrebbe contribuire a ridurre i costi di frizione, stabilizzare i prezzi dell'energia e migliorare la sicurezza dell'approvvigionamento.

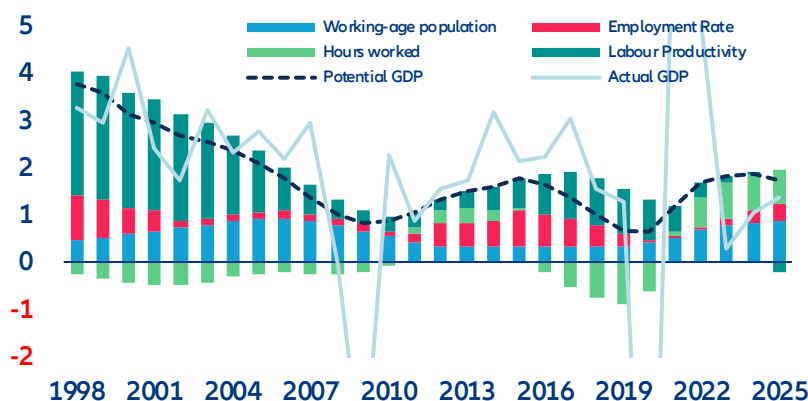
10 anni dopo il voto sulla Brexit: un panorama economico ed energetico in evoluzione

Questo mese segna i 10 anni dal voto sulla Brexit e dalle promesse di maggiore responsabilità democratica, riduzione dell'immigrazione e politica commerciale indipendente. Il referendum sulla Brexit si è svolto il 23 giugno 2016, con un'affluenza elevata del 72,2%: il 51,9% (17,4 milioni) ha votato per uscire dall'UE contro il 48,1% (16,1 milioni) favorevole a rimanere. La campagna per il Leave si basava su diversi temi e promesse chiave. Primo, la sovranità, ovvero "Take Back Control": ripristinare l'autorità del Parlamento britannico eliminando l'influenza delle istituzioni e dei tribunali dell'UE. Secondo, il controllo dell'immigrazione: porre fine alla libera circolazione delle persone dall'UE e consentire al Regno Unito di definire autonomamente la propria politica migratoria. Per molti sostenitori della Brexit, questo significava ridurre drasticamente i flussi migratori, anche da Paesi extra-UE. Terzo, commercio e regolamentazione: ottenere la libertà di negoziare accordi commerciali indipendenti e ridurre o eliminare le normative derivanti dall'UE. Quarto, i contributi al bilancio: interrompere i versamenti al bilancio dell'UE e reindirizzare parte di queste risorse verso priorità domestiche (in particolare il finanziamento del NHS). Infine, la responsabilità democratica: le decisioni che riguardano il Regno Unito sarebbero state prese da politici britannici eletti, anziché da organismi dell'UE. Nel complesso, i sostenitori del Leave sostenevano che la Brexit avrebbe aumentato l'autonomia politica e la flessibilità economica, mentre gli oppositori mettevano in guardia contro nuove barriere commerciali, minori investimenti e una crescita economica più debole. Il Regno Unito ha ufficialmente lasciato l'UE il 31 dicembre 2020.

La politica britannica è stata profondamente scossa dopo il voto del 2016. I dibattiti su relazioni più strette con l'UE, o addirittura su un possibile rientro, hanno recentemente guadagnato slancio nel contesto della competizione

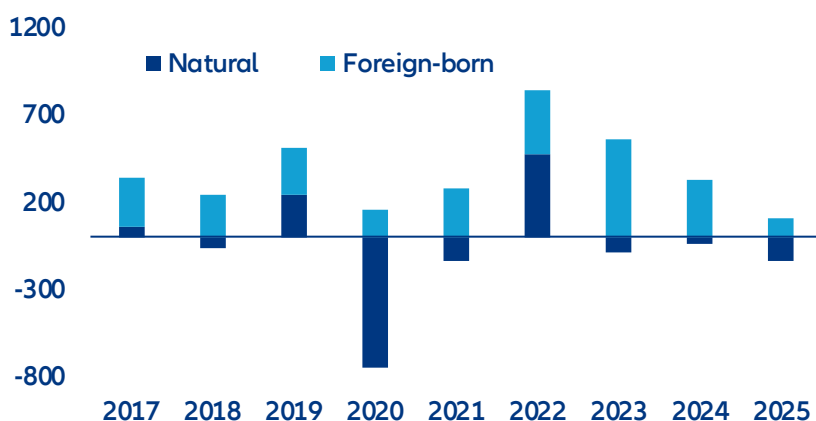
per la leadership del Partito Laburista. Il periodo post-Brexit è stato caratterizzato da un turnover politico insolitamente elevato: dal referendum, il Regno Unito ha avuto sei Primi Ministri, rispetto ai soli quattro nel periodo 1997-2016. Gran parte di questa instabilità è stata direttamente legata ai negoziati sulla Brexit, ai disaccordi sul futuro rapporto con l'UE e alle successive pressioni politiche. Decisioni fiscali deboli, in un contesto di crescenti squilibri di bilancio, hanno ulteriormente contribuito all'instabilità politica, come dimostrato dalla crisi del "mini-Budget" del settembre 2022, quando i tagli fiscali non finanziati del Primo Ministro Liz Truss e del Cancelliere Kwarteng hanno scosso i mercati finanziari. La recente messa in discussione della leadership del Primo Ministro Starmer all'interno del Partito Laburista ha riaperto il dibattito sull'opportunità di rafforzare le relazioni commerciali ed economiche con l'UE. Tuttavia, la posizione dell'attuale governo è di escludere il rientro nell'unione doganale o nel mercato unico, così come il ripristino della libera circolazione delle persone.

Figura 1: Scomposizione della crescita del PIL potenziale (% anno su anno, asse sinistro)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Figura 2: Scomposizione della crescita dell'occupazione (migliaia, asse destro)



Fonti: LSEG Workspace, OCSE, Allianz Research Nota: vengono considerate solo le migrazioni permanenti, definite dall'OCSE in base allo status legale e non alla durata del soggiorno. Sono inclusi i migranti con possibilità di rimanere indefinitamente, come rifugiati, familiari ricongiunti e alcuni lavoratori, mentre sono esclusi coloro che non dispongono di tali diritti (ad esempio studenti o lavoratori stagionali). Secondo le stime OCSE, si assume che circa il 75% dei nuovi immigrati nel Regno Unito trovi un impiego.

La riduzione delle disparità economiche regionali è stata deludente. Mentre Scozia e Londra hanno espresso un forte sostegno alla permanenza nell'UE, altre regioni come le Midlands e il Nord-Est dell'Inghilterra hanno votato nettamente per l'uscita. La riduzione delle disuguaglianze tra regioni è stata un tema centrale sia durante sia dopo il referendum sulla Brexit. I dati dell'ONS indicano che la convergenza, in generale, non si è materializzata.

Considerando un campione di 332 aree in Gran Bretagna, che rappresentano oltre 61 milioni di persone, 227 hanno votato Leave e 105 Remain. Il 59% della popolazione delle aree "Leave" ha visto la propria regione arretrare ulteriormente rispetto alla media nazionale del reddito pro capite dal 2016, anche se alcune importanti città favorevoli al Leave, come Blackpool, Doncaster e Wolverhampton, hanno registrato un miglioramento rispetto alla media del Regno Unito.

La crescita del PIL ha tenuto dopo la Brexit, ma si è spostata verso un maggiore consumo pubblico e minori investimenti delle imprese. Flussi migratori più elevati e un aumento delle ore lavorate per lavoratore hanno compensato il peggioramento delle tendenze della produttività. Nonostante il contesto difficile dopo la Brexit — inclusi il voto per l'uscita, il "momento Truss", l'instabilità politica, la pandemia di Covid e lo shock energetico del 2022 — la crescita del PIL del Regno Unito ha mostrato una buona tenuta. La crescita annua del PIL ha registrato in media un +1,4% dal 2016, esattamente lo stesso ritmo medio dei dieci anni precedenti (2005-2015). Tuttavia, la composizione della crescita è cambiata: una crescita più elevata del consumo pubblico (+2% contro +1,3%) e degli investimenti residenziali (+3,6% contro -1,8%) ha compensato una minore crescita degli investimenti delle imprese (+2,4% contro +3,7%). Anche i volumi di esportazioni e importazioni hanno rallentato a un ritmo simile (-0,7 punti percentuali al +2,5% per le importazioni, -0,5 punti percentuali al +2,4% per le esportazioni). La crescita dei consumi delle famiglie è rimasta invariata (+1,3%). Dal lato dell'offerta, i fattori che determinano la crescita potenziale e sostenibile del PIL sono cambiati ancora più profondamente. La popolazione in età lavorativa ha ripreso a crescere dopo il 2016 (Figura 1), sostenendo la creazione di occupazione e il PIL. La creazione di posti di lavoro è rimasta concentrata tra i lavoratori nati all'estero (nuovi arrivati) (Figura 2), in un contesto di peggioramento delle dinamiche demografiche per i lavoratori nativi e residenti di lungo periodo. Nel complesso, l'occupazione dei lavoratori nati all'estero è cresciuta in media dello +0,8% all'anno dal 2016, contribuendo a oltre il 50% della crescita del PIL del Regno Unito¹. Parallelamente, la crescita tendenziale delle ore lavorate per lavoratore ha accelerato, mentre quella della produttività ha rallentato. Nel complesso, sebbene la crescita del PIL del Regno Unito sia stata resiliente dopo la Brexit, gli studi stimano generalmente che, in uno scenario controfattuale in cui la Brexit non fosse avvenuta, il PIL sarebbe stato più elevato tra il +2% e il +4%².

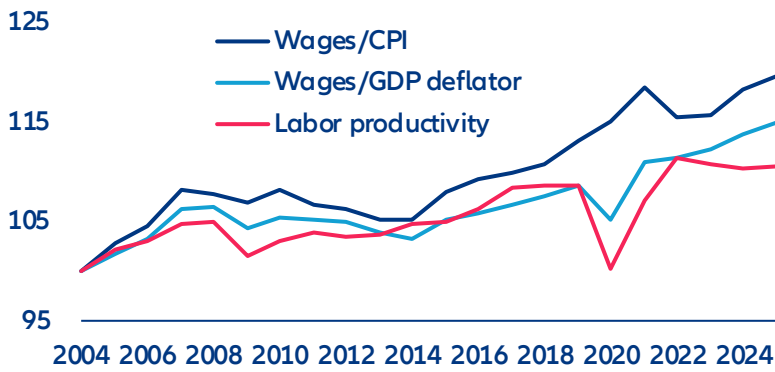
I salari reali e la crescita del reddito sono stati soddisfacenti nonostante l'aumento dell'inflazione, ma la bassa produttività è destinata a pesare sempre di più sulle prospettive. Il reddito reale pro capite e la crescita dei salari hanno accelerato dopo la Brexit, nonostante la persistente debolezza della produttività e l'elevata inflazione. Il reddito reale pro capite è cresciuto in media dello +0,9% all'anno dal 2016, rispetto al +0,5% dei dieci anni precedenti. L'andamento dei salari reali (corretti per l'inflazione CPI) ha mostrato miglioramenti ancora più marcati (+0,9% contro +0,1%). Tuttavia, ciò è avvenuto in un contesto di persistente debolezza della produttività, che è diventata ancora più rilevante dopo la pandemia (Figura 3), segnalando una crescente compressione dei margini per le imprese. In altre parole, una crescita soddisfacente dei salari reali (e dei redditi) difficilmente potrà durare se la produttività non aumenta e/o se le imprese non continueranno ad assorbire l'impatto sui propri margini. La lentezza degli investimenti e dell'accumulazione di capitale si è accentuata dopo la pandemia, pesando sempre di più sulla crescita della produttività di lungo periodo (Figura 4). La persistente debolezza della produttività totale dei fattori (TFP), cioè l'efficienza di fondo dell'economia, riflette diversi fattori comuni ad altre economie sviluppate. Analisi recenti suggeriscono che la lenta diffusione delle nuove tecnologie dalle imprese più avanzate al resto dell'economia sia stata un ostacolo chiave alla TFP³.

Figura 3: Produttività del lavoro e salari reali (indice 100 nel 2004)

¹ Immigrants may generally have lower productivity levels than the rest of the population in aggregate (because they tend to work in lower-paid sectors), and therefore weigh on productivity dynamics and GDP growth by this channel. As a result, we take a conservative estimate (50%) lower than headline employment numbers would imply (57%).

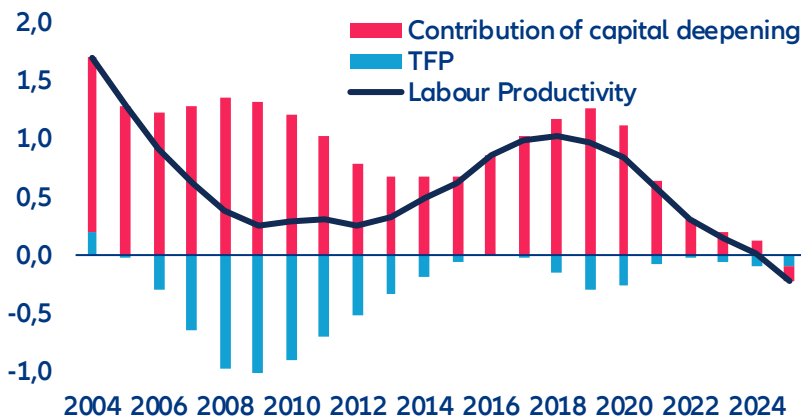
² For instance the Bank of England estimates a cost of -3.5% GDP.

³ The basic idea comes from a series of OECD papers by Dan Andrews, Chiara Criscuolo and co-authors. They show that productivity growth at the global frontier remained relatively strong during the 2000s and 2010s, but that the gap between frontier firms and the rest of the economy widened. In other words, innovation did not stop; the problem was that innovations spread more slowly to ordinary firms.



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Figura 4: Scomposizione della crescita della produttività di tendenza (% anno su anno)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

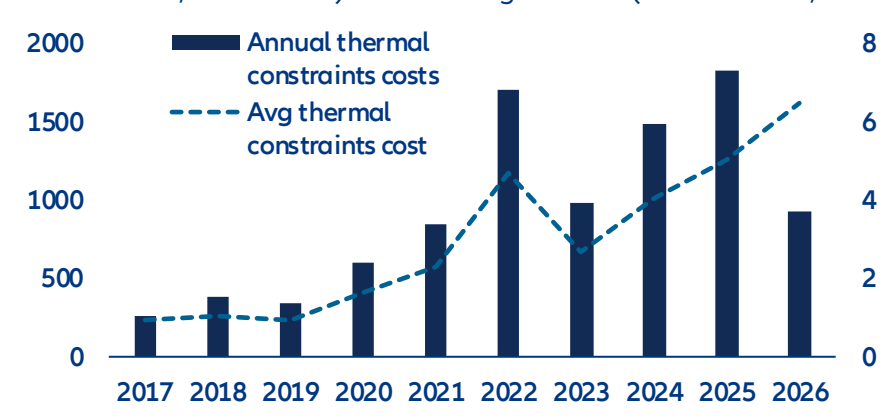
A livello settoriale, alcune attività nei servizi (trasporto e stoccaggio, ICT, servizi di supporto, servizi professionali) e l'output della pubblica amministrazione hanno registrato buone performance, mentre il settore manifatturiero è rimasto stagnante, pur mostrando alcune aree di crescita. I cambiamenti strutturali successivi alla pandemia, inclusi fattori globali come l'aumento della concorrenza cinese nel manifatturiero, hanno probabilmente avuto un impatto maggiore sulla performance economica rispetto alla Brexit stessa. Il settore manifatturiero del Regno Unito nel 2025 risultava inferiore dell'1,4% rispetto al 2016. Tuttavia, questo dato nasconde cambiamenti significativi all'interno del comparto industriale, con i settori ad alta intensità energetica in contrazione e quelli meno energivori in crescita. Il comparto dei mezzi di trasporto (+25% tra il 2016 e il 2025), quello farmaceutico (+43%), i tessili (+8%), l'agroalimentare (+31%), le apparecchiature elettriche (+20%) e computer ed elettronica (+20%) hanno registrato un forte aumento della produzione. Al contrario, alimentare/carta (-11,7%), coke e prodotti petroliferi raffinati (-38,4%), chimica (-10%) ed energia (gas, vapore, elettricità) (-54%) hanno subito una contrazione marcata.

Per quanto riguarda i mercati energetici, l'uscita del Regno Unito dal mercato interno dell'elettricità dell'UE (IEM) il 1° gennaio 2021 rappresenta uno dei costi della Brexit più diretti e misurabili per i consumatori britannici. Nel sistema di accoppiamento dei mercati dell'IEM, gli interconnettori utilizzavano un'allocazione implicita della capacità per far convergere in modo efficiente i prezzi tra i diversi Paesi. Dopo la Brexit, il passaggio ad aste esplicite ha ridotto l'efficienza degli scambi e aumentato i costi di transazione, generando una pressione al rialzo sui prezzi all'ingrosso stimata tra lo 0,25% e lo 0,7% (pari a 90–250 milioni di sterline) nel 2021.⁴ Il Regno Unito ha inoltre perso il precedente ruolo nella governance del mercato elettrico dell'UE e nelle strutture decisionali dell'ENTSO-E, sebbene la cooperazione operativa tra i gestori dei sistemi britannici e continentali resti ampia.

Questi cambiamenti istituzionali hanno coinciso con un'evoluzione strutturale più ampia del sistema elettrico del Regno Unito. La produzione eolica è più che raddoppiata dal 2016 (+130%), mentre quella solare è aumentata dell'85%, segnando una rapida espansione della capacità rinnovabile variabile. Questa trasformazione ha permesso di raggiungere un traguardo storico: nel settembre 2024 il Regno Unito ha completato l'eliminazione del carbone, diventando una delle prime grandi economie a rimuoverlo completamente dal proprio sistema elettrico.

Tuttavia, la rapida espansione della produzione da fonti rinnovabili è stata fortemente concentrata dal punto di vista geografico, in particolare nel nord della Scozia, creando un crescente squilibrio tra i centri di generazione e quelli di domanda. Ciò ha determinato un mercato collo di bottiglia nella trasmissione nord-sud, con un rapido aumento dei costi di sistema. I costi di congestione della rete (thermal constraint costs), ovvero i costi per gestire le congestioni quando l'energia non può essere trasportata da dove viene prodotta a dove è richiesta, sono aumentati da 258 milioni di sterline nel 2017 a 1,83 miliardi di sterline nel 2025 (Figura 5). Sulla base di un ritmo di 6,5 milioni di sterline al giorno nel primo semestre del 2026, i costi per l'intero anno sono destinati a raggiungere circa 2,4 miliardi di sterline (+29% su base annua). Sebbene questi costi siano principalmente legati a vincoli della rete interna e alla distribuzione geografica della produzione rinnovabile, piuttosto che alla Brexit in sé, quest'ultima resta rilevante in modo indiretto. La minore integrazione con i mercati elettrici vicini e un progresso più lento verso infrastrutture coordinate nel Mare del Nord potrebbero aver limitato la capacità del sistema di ridurre la congestione attraverso il bilanciamento transfrontaliero e lo sviluppo congiunto delle reti offshore.

Figura 5: Costi annuali delle congestioni/limitazioni della rete termica nel sistema elettrico del Regno Unito (in milioni di euro, asse sinistro) e costi medi giornalieri (milioni di euro, asse destro)



Fonte: UK National Energy System Operator (NESO), Allianz Research

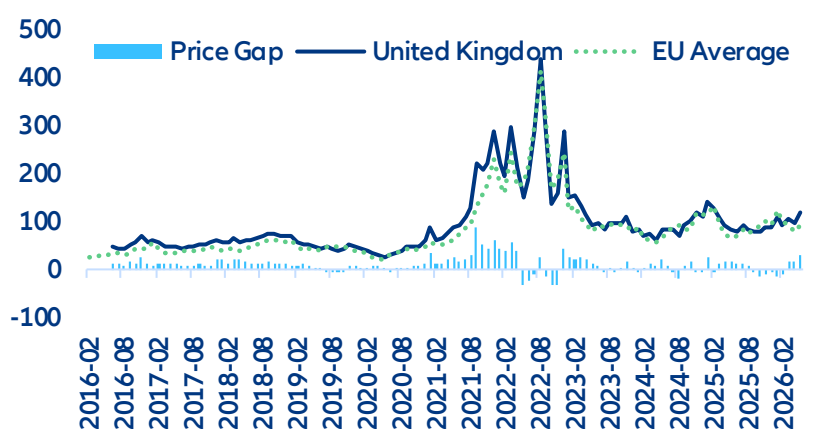
Il Regno Unito ha tratto benefici significativi dal commercio transfrontaliero di elettricità, con gli interconnettori che permettono di importare energia continentale a prezzi più bassi e riducono la necessità di interventi interni di redispatch. Ciò si riflette in una stretta relazione tra i differenziali di prezzo tra Regno Unito e UE e i flussi fisici, con il Regno Unito che tipicamente agisce come importatore netto quando i prezzi all'ingrosso domestici sono inferiori a quelli dei mercati europei limitrofi (Figura 6). Questo meccanismo contribuisce anche a ridurre la volatilità dei prezzi, consentendo un arbitraggio continuo tra i mercati. Nel 2022, tuttavia, questa relazione si è temporaneamente invertita: la crisi energetica europea e la ridotta disponibilità del nucleare francese hanno

⁴ [UK-EU Energy and Climate Cooperation: Why heightened engagement is imperative for Net Zero \(Energy UK\)](#)

ristretto le condizioni di offerta nel continente, portando il Regno Unito a diventare un esportatore netto, poiché i flussi si sono adeguati a differenziali di prezzo estremi.

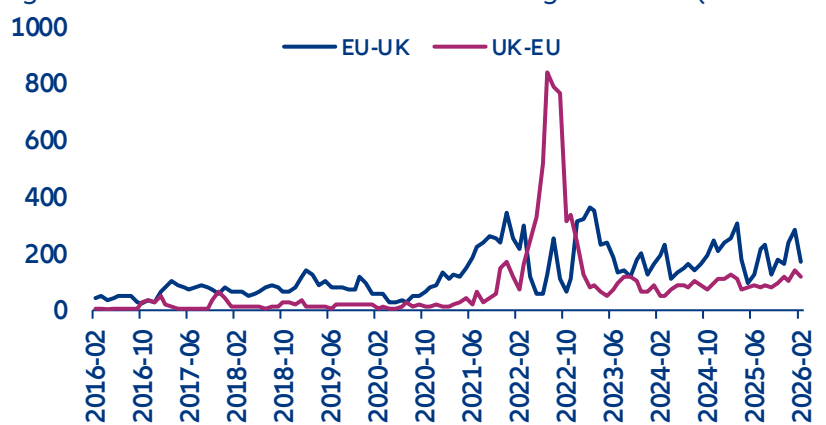
Al contrario, l'ampliamento del divario dei prezzi dell'elettricità tra Regno Unito e UE nel periodo 2021–22 ha riflesso una fase in cui sia la flessibilità domestica sia l'efficienza degli scambi transfrontalieri si sono ridotte. Ciò ha incluso l'interruzione dell'interconnettore IFA1, un anno con produzione eolica insolitamente bassa in Gran Bretagna, una maggiore dipendenza dalla generazione a gas e una minore efficienza degli interconnettori dopo il passaggio post-Brexit da un'allocazione implicita a un'allocazione esplicita della capacità. Nel loro insieme, questi fattori hanno aumentato il disallineamento dei prezzi dell'energia tra Regno Unito e UE nel periodo iniziale post-Brexit e durante il successivo shock energetico. Di conseguenza, il premio dei prezzi dell'elettricità nel Regno Unito rispetto all'UE dopo la Brexit è aumentato del 23,6%, raggiungendo un picco tra settembre 2021 e maggio 2022, quando i prezzi all'ingrosso nel Regno Unito erano in media superiori di 52 EUR/MWh rispetto alla media UE. Sebbene questo differenziale si sia in parte ridotto, rimane strutturalmente elevato tra 15 e 25 EUR/MWh nel periodo 2024–25, riflettendo persistenti frizioni di integrazione e una maggiore dipendenza dalla produzione interna a gas.

Figura 6: Andamento dei prezzi dell'energia elettrica nel Regno Unito rispetto all'UE e differenziale (USD/MWh)



Fonte: EMBER, Eurostat, Allianz Research

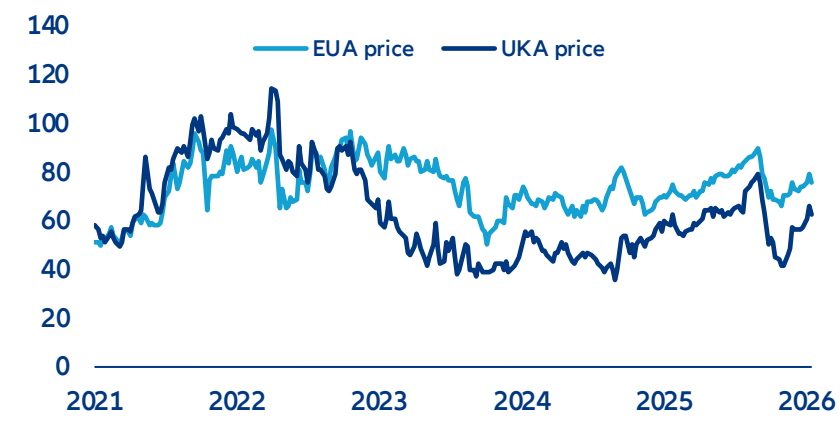
Figura 7: Commercio transfrontaliero di energia elettrica (milioni di euro, asse destro)



Fonte: EMBER, Eurostat, Allianz Research

Sebbene la divergenza dei mercati energetici dopo la Brexit sia rimasta relativamente limitata, il prezzo del carbonio sta emergendo come un canale potenzialmente più rilevante di separazione per via del suo impatto sui costi industriali esposti al commercio. Il sistema ETS del Regno Unito è stato scambiato con uno sconto persistente rispetto all'ETS dell'UE dal 2023 (Figura 8). Questo riflette una domanda più debole di quote nel settore elettrico britannico, a seguito della rapida decarbonizzazione, e una maggiore incertezza politica riguardo al futuro percorso di restrizione rispetto alla traiettoria più chiaramente definita del sistema europeo. Se da un lato ciò riduce i costi di conformità per gli emittenti britannici, dall'altro indebolisce il segnale relativo del prezzo del carbonio e crea un crescente divario di competitività per i settori ad alta intensità energetica esposti ai mercati europei.

Figura 8: Andamento congiunto dei prezzi delle quote ETS del Regno Unito e dell'UE (in EUR/tCO₂)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Questo divario diventa più significativo nel contesto del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere dell'UE (CBAM), che a partire dal 2026 richiederà agli importatori di beni ad alta intensità di carbonio — come acciaio, cemento, alluminio, fertilizzanti ed elettricità — di pagare la differenza tra i prezzi del carbonio dell'UE e quelli domestici. Di conseguenza, il differenziale di prezzo tra il sistema ETS del Regno Unito e quello dell'UE si traduce sempre più in un effettivo svantaggio di costo per le esportazioni britanniche verso l'UE, invece di rimanere una semplice divergenza interna di conformità normativa. Con la progressiva eliminazione delle quote gratuite nell'ETS europeo entro il 2034, questo trasferimento delle differenze di prezzo del carbonio nei costi alle frontiere è destinato a rafforzarsi ulteriormente. Nel complesso, la divergenza tra i sistemi ETS e l'introduzione del CBAM stanno quindi incorporando sempre più le differenze nei prezzi del carbonio nelle frizioni commerciali che colpiscono le esportazioni britanniche ad alta intensità energetica verso l'UE.

Politiche economiche ed energetiche del Regno Unito da rivedere

A quasi un decennio dal referendum sulla Brexit, l'economia del Regno Unito rimane limitata da alcuni, ma importanti, ostacoli strutturali alla crescita: alti costi dell'elettricità e colli di bottiglia nelle infrastrutture. Allo stesso tempo, il Regno Unito continua a mostrare diversi punti di forza. La crescita della produttività è stata tra le più deboli nel mondo sviluppato dalla crisi finanziaria globale (GFC), gli investimenti delle imprese restano bassi rispetto alle economie comparabili, l'offerta abitativa è cronicamente insufficiente e i vincoli infrastrutturali continuano a frenare l'attività economica. La Tabella 1 analizza la performance del Regno Unito su indicatori strutturali chiave rispetto a economie sviluppate "più performanti" con elevati livelli di reddito pro capite: Stati Uniti, Paesi Bassi, Danimarca e Svezia. In termini di "output", il Regno Unito è chiaramente in ritardo per quanto riguarda la produttività, ma le ore lavorate per occupato e il tasso di occupazione non sono particolarmente bassi, anche se

quest'ultimo è migliorato meno rispetto ai Paesi comparabili dopo la Brexit. Per quanto riguarda le competenze educative, il Regno Unito presenta buoni risultati, in particolare nelle scienze, e ha persino migliorato il proprio posizionamento nelle classifiche relative a matematica e comprensione della lettura. Inoltre, il Paese destina la quota più elevata di bilancio all'istruzione (6,1% del PIL). Anche in termini di ambiente imprenditoriale e integrazione nei mercati finanziari, il Regno Unito ottiene buoni risultati. I principali punti di debolezza emergono invece nei costi elevati dell'elettricità e in un basso indice di infrastrutture legate all'intelligenza artificiale, ambiti nei quali il Regno Unito risulta significativamente in ritardo.

Tabella 1: Risultati economici e performance dell'economia del Regno Unito rispetto ai Paesi comparabili e variazione dopo la Brexit

	Output			Education and Labour Markets				Business Environment and FI		Innovation and AI						Energy	
	Productivity per hour	Hours worked per worker	Employment Rate	PISA Maths Scores Rank	PISA Reading Scores Rank	PISA Science Scores Rank	Educational Institutions Spending (% GDP)	Financial Markets Depth Index	Product Market Regulation	R & D (% GDP)	AI R & D (% GDP)	Total AI investment (% GDP)	AI R & D Index Rank (per capita)	AI Infrastructure Index Rank (per capita)	AI Investment Index Rank (per capita)	Electricity Cost (\$ per KWh)	Wholesale Electricity Prices (€/Mwhe) - Average last 5 years
UK	74.0	1512	74.8	14	13	15	6.1	0.99	0.9	2.7	0.2	0.9	13	27	10	0.4	128.2
US	84.1	1796	71.9	34	9	16	5.8	0.99	1.6	3.5	0.4	1.2	5	7	2	0.2	
DK	92.3	1379	77.2	13	15	20	5.3	0.61	1.1	3.1	0.3	1.0	15	12	9	0.4	107.4
NL	82.1	1445	82.3	10	35	25	5.0	0.96	0.9	2.3	0.2	1.5	16	9	13	0.3	117.5
SW	81.9	1431	76.7	22	18	21	5.3	0.93	0.8	3.6	0.3	0.8	12	5	3	0.2	66.1
Change since 2015	%	%	%	2018 Rank				GDP p.p.		GDP p.p.						% change since 2015-2019	
UK	5.0	-0.1	1.9	27	22	15	-0.1	0.4		0.4						135.5	
US	14.9	-1.9	4.6	40	24	25	-0.3	0.7		0.0						223.2	
DK	8.5	-2.0	6.8	12	18	21		0.0		0.1						186.1	
NL	0.5	-0.3	8.7	11	15	17	-0.4	0.1		0.4						99.0	
SW	5.0	-2.4	1.6	24	17	28	0.0	0.4									

Fonti: various, Allianz Research

A questo proposito, l'attuale governo laburista ha correttamente individuato le principali criticità dell'economia. L'enfasi sull'aumento degli investimenti pubblici e privati e sull'accelerazione della realizzazione delle infrastrutture riflette la consapevolezza che il problema della crescita del Regno Unito è fondamentalmente un problema lato offerta. Anche l'agenda di riforme del governo ha giustamente evidenziato il ruolo delle eccessive restrizioni urbanistiche e delle barriere regolatorie. Secondo l'OCSE, il sistema di pianificazione britannico impone costi e incertezze insolitamente elevati ai progetti di investimento. Processi di autorizzazione lunghi e imprevedibili sono diventati un vincolo importante per la costruzione di abitazioni, lo sviluppo delle infrastrutture e gli investimenti privati, contribuendo alla debole formazione di capitale e alla scarsa performance della produttività del Paese. Le conseguenze sono evidenti in costi abitativi persistentemente elevati, tempi di approvazione lunghi e un sottinvestimento cronico in trasporti, energia e progetti industriali. Gli sforzi del governo per semplificare le procedure di pianificazione mirano quindi a rimuovere uno degli ostacoli più rilevanti alla crescita di lungo periodo.

Allo stesso modo, gli sforzi del governo per fornire una maggiore direzione strategica e incrementare i finanziamenti alla politica industriale vanno nella giusta direzione. La Strategia Industriale individua settori prioritari — tra cui manifattura avanzata, energia pulita, difesa, tecnologie digitali e scienze della vita — nei quali il Regno Unito gode di forti vantaggi comparati. La creazione del National Wealth Fund e il maggiore sostegno agli investimenti nell'energia pulita rappresentano passi utili per mobilitare capitali privati. Più recentemente, l'aumento dei finanziamenti pubblici verso le aziende di hardware per l'intelligenza artificiale (1,1 miliardi di sterline) rappresenta uno sviluppo positivo.

Gli sforzi per migliorare salari e condizioni di lavoro nei servizi pubblici essenziali, in particolare nel NHS, sono politiche valide da perseguire. Il governo ha correttamente riconosciuto che le persistenti difficoltà di reclutamento e mantenimento del personale hanno pesato sulla partecipazione al lavoro, sugli esiti sanitari e sulla performance economica complessiva. Ripristinare l'attrattiva di queste professioni è una condizione necessaria per migliorare i servizi pubblici e aumentare la capacità produttiva dell'economia.

Tuttavia, sebbene l'analisi del governo sia nel complesso corretta, l'attuazione è spesso rimasta al di sotto delle ambizioni. Nonostante l'enfasi sulla politica industriale, gli impegni finanziari restano modesti rispetto alla portata della sfida. Il sostegno pubblico ai settori strategici rimane frammentato tra numerosi programmi e inferiore rispetto alle politiche industriali su larga scala adottate da concorrenti come Stati Uniti, Cina e, sempre più, l'Unione Europea. Il risultato è una distanza tra una retorica ambiziosa e risorse fiscali limitate. Allo stesso modo, una parte dell'ambizione iniziale nella riforma della pianificazione è stata ridimensionata a causa dell'opposizione politica, sollevando dubbi sul fatto che l'offerta abitativa e la realizzazione delle infrastrutture possano migliorare a sufficienza da modificare la traiettoria di crescita di lungo periodo del Regno Unito.

Emergono inoltre dubbi sulla credibilità della strategia fiscale. L'aumento dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro (National Insurance, NI) nel 2025 aumenta il costo del lavoro in un momento in cui l'economia ha bisogno di rafforzare occupazione, investimenti e domanda di lavoro. Dal punto di vista dell'efficienza, un maggiore ricorso a imposte sui consumi a base ampia, come l'IVA, avrebbe probabilmente generato entrate simili con minori distorsioni sulle decisioni occupazionali. Il governo ha inoltre fatto forte affidamento su misure fiscali relativamente limitate, mirate a plusvalenze, carried interest e contribuenti non domiciliati, nonostante queste fonti di entrata siano spesso incerte e sensibili ai cambiamenti di comportamento. La Tabella 2 mostra i principali rapporti tra spese ed entrate pubbliche nel Regno Unito rispetto ai Paesi "più performanti". I dati OCSE (disponibili solo fino al 2024 per confronti internazionali) evidenziano che il Regno Unito presenta un livello relativamente basso di tassazione sui consumi di beni e servizi (principalmente IVA), e questa quota è diminuita dopo la Brexit (10,2% del PIL contro oltre l'11% in Svezia e Danimarca). L'IVA è una delle forme di tassazione meno distorsive (cioè con effetti negativi limitati sul potenziale di crescita⁵). I contributi alla sicurezza sociale, pur partendo da un livello relativamente basso, sono aumentati, e l'aumento dei contributi NI nel 2025 avrebbe ulteriormente incrementato questo rapporto. Nel frattempo, una parte significativa del consolidamento fiscale previsto è rinviata agli ultimi anni della legislatura. Ciò riduce la fiducia nel fatto che le misure verranno effettivamente attuate. I mercati tendono infatti a scontare l'inasprimento fiscale futuro quando gli incentivi politici possono cambiare prima della sua attuazione. Questo contribuisce ad aumentare l'incertezza sulle prospettive fiscali di medio periodo e può innalzare il premio al rischio richiesto dagli investitori, portando infine a costi di finanziamento più elevati per il settore privato, con effetti negativi sugli investimenti delle imprese — uno dei principali vincoli alla crescita.

⁵ VAT has several appeals over some other forms of taxation: it does not directly discourage work, it is difficult to avoid, it raises a lot revenue

Tabella 2: Principali voci di spesa e di entrata pubblica (in rapporto sul totale)

	Revenues				Healthcare and Social Spending		
	Firms' Income, Profits and Capital Gains Tax	Goods and Services Taxes	Social Security Contributions (% GDP)	Personal Income and Capital Gains Taxes (% GDP)	Healthcare Spending (% GDP)	Public social expenditure (% GDP)	Public expenditure on pensions (% GDP)
UK	3.5	10.2	6.1	10.8	11.1	23.0	7.1
US	2.2	4.1	6.0	10.3	17.2	19.8	7.3
DK	4.2	12.3	0.1	25.2	9.4	26.4	7.5
NL	4.3	11.1	12.0	9.8	10.0	18.9	6.4
SW	3.9	11.2	9.0	11.3	11.3	26.1	8.0
Change since 2015	GDP p.p.	GDP p.p.	GDP p.p.	GDP p.p.	GDP p.p.	GDP p.p.	GDP p.p.
UK	1.19	-0.71	0.11	1.96	1.2	-3.7	-1.2
US	0.14	-0.20	-0.17	-0.23	0.8	0.3	0.4
DK	1.15	-2.23	-0.02	-0.07	-1	-1.3	-0.4
NL	1.63	-0.05	-1.74	2.33	-0.2	-0.7	-0.1
SW	0.93	-0.98	-0.61	-1.33	0.4	1.3	-0.3

Fonti: OECD, Allianz Research

Una strategia di crescita sostenibile richiede una revisione profonda delle regole fiscali e del quadro di finanza pubblica del Regno Unito. Oltre a scelte di politica fiscale poco efficaci, anche la credibilità è compromessa da regole fiscali mal progettate — un aspetto spesso trascurato. L'attuale quadro fiscale si basa su due regole principali: il debito pubblico netto deve diminuire in rapporto al PIL entro il quinto anno dell'orizzonte di previsione, mentre il bilancio corrente deve essere in pareggio nello stesso periodo. Questi obiettivi sono problematici perché dipendono fortemente dalle previsioni dell'Office for Budget Responsibility (OBR) e vengono valutati su un orizzonte mobile di cinque anni. Di conseguenza, i governi possono rispettare le regole attraverso piccole revisioni delle previsioni piuttosto che tramite reali miglioramenti della sostenibilità fiscale. Il sistema risulta quindi complesso, poco trasparente e difficilmente comprensibile al di fuori degli ambienti specialistici. Un quadro più semplice, basato su una regola di crescita della spesa nel medio termine insieme a un limite al deficit, offrirebbe vantaggi significativi. Le regole sulla spesa sono più trasparenti, più facili da monitorare e meno vulnerabili a manipolazioni delle previsioni. Consentono inoltre agli stabilizzatori automatici di operare durante le fasi di rallentamento economico, sostenendo la stabilizzazione macroeconomica senza richiedere continui interventi discrezionali. Modelli di questo tipo hanno generalmente garantito una disciplina fiscale più solida e maggiore credibilità in diversi Paesi del Nord Europa.

Ridurre i deficit e creare ulteriore spazio fiscale richiederà anche di affrontare la rapida crescita della spesa legata all'invecchiamento della popolazione. Sebbene la spesa pubblica per pensioni nel Regno Unito resti

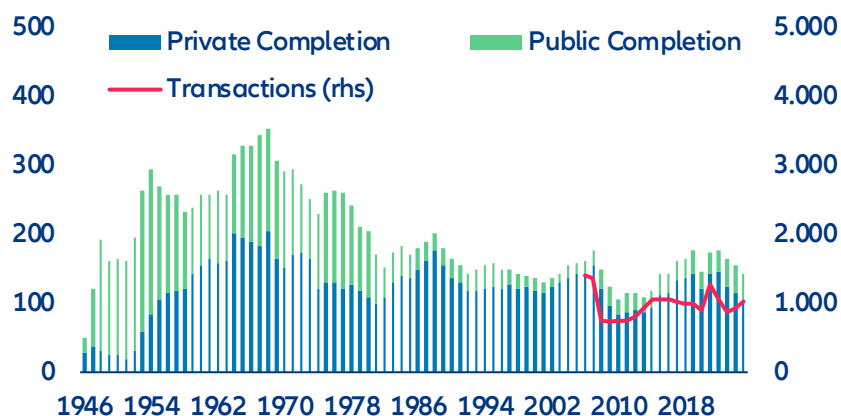
moderata in termini internazionali (circa il 7% del PIL, vedi Tabella 2), il meccanismo della “triple lock” rappresenta una fonte di crescita della spesa difficile da giustificare nel contesto di crescenti pressioni demografiche. Garantendo aumenti annuali basati sul valore più alto tra inflazione, crescita dei salari o il 2,5%, questo sistema tende ad aumentare i redditi pensionistici più rapidamente di quanto necessario per preservare il potere d’acquisto o il livello relativo di vita. Con l’invecchiamento della popolazione, ciò implica una quota crescente di risorse pubbliche destinata alle pensioni. Riformare la “triple lock” non servirebbe tanto a risolvere una crisi pensionistica immediata, quanto a prevenire che future pressioni di spesa finiscano per ridurre lo spazio per investimenti pubblici in settori come edilizia, infrastrutture, innovazione e sanità, che sono più direttamente collegati alla crescita di lungo periodo.

Il consolidamento fiscale dovrebbe basarsi su una composizione più efficiente della tassazione. Una base IVA più ampia (con meno esenzioni e aliquote zero), il proseguimento del cosiddetto “fiscal drag” attraverso il congelamento temporaneo delle soglie dell’imposta sul reddito e la riforma del meccanismo della “triple lock” delle pensioni permetterebbero di aumentare in modo significativo le entrate, con costi relativamente contenuti per la crescita. Parte di queste risorse potrebbe essere destinata alle famiglie a basso reddito. Allo stesso tempo, il governo dovrebbe eliminare le distorsioni presenti nel sistema fiscale, in particolare l’aliquota marginale effettiva del 60% applicata ai redditi tra 100.000 e 125.000 sterline. Ulteriori risparmi potrebbero derivare dal miglioramento della produttività del settore pubblico, dalla riforma degli acquisti pubblici e da una maggiore efficienza amministrativa. Il governo dovrebbe inoltre considerare una riforma della tassazione immobiliare, che si basa ancora su valutazioni ormai obsolete e che genera meno distorsioni sulla crescita rispetto alla tassazione del lavoro o degli investimenti delle imprese⁶. Lo spazio fiscale risultante potrebbe essere destinato a difesa, edilizia abitativa, infrastrutture, sanità e innovazione, rafforzando sia la sostenibilità delle finanze pubbliche sia il potenziale di crescita a lungo termine dell’economia.

Rafforzare le politiche abitative e il Servizio Sanitario Nazionale (NHS) dovrebbe occupare un ruolo centrale nella strategia di crescita del governo. Sebbene la riforma della pianificazione sia essenziale, è improbabile che da sola generi il livello di costruzione necessario per colmare decenni di sotto-investimenti nel settore abitativo. Il settore pubblico ha quindi un ruolo importante, sia attraverso investimenti diretti sia sostenendo le autorità locali e le associazioni per l’edilizia sociale. Tra il 1950 e il 1970, la costruzione di edilizia pubblica è stata il motore principale dell’aumento delle abitazioni, mentre il ruolo del settore privato non è mai realmente decollato. Aumentare l’offerta di case produrrebbe benefici ben oltre il settore delle costruzioni. Costi abitativi più bassi aumenterebbero il reddito disponibile reale, ridurrebbero la spesa per il welfare legata al supporto abitativo e migliorerebbero la mobilità del lavoro, permettendo ai lavoratori di spostarsi più facilmente verso aree con maggiori opportunità occupazionali. Un’abitazione più accessibile ridurrebbe anche la pressione sui costi per le imprese e migliorerebbe l’allocazione del lavoro nell’economia. Nel frattempo, affrontare le sfide fondamentali del NHS dovrebbe essere una priorità assoluta, piuttosto che concentrarsi sul taglio dei sussidi di invalidità, tema su cui il governo ha incontrato una forte opposizione interna durante la riforma del welfare. L’obiettivo del governo non dovrebbe essere semplicemente ridurre la spesa per i sussidi, ma affrontare le cause profonde dell’inattività attraverso un miglioramento dell’assistenza sanitaria, tempi di trattamento più rapidi, un supporto più solido alla salute sul lavoro e incentivi più efficaci per mantenere le persone nel mercato del lavoro. Lunghe liste di attesa ritardano il ritorno al lavoro, aumentano l’assenteismo e indeboliscono la produttività. Migliorare la capacità del sistema sanitario, investire nella prevenzione e affrontare la carenza di personale nel NHS genererebbe quindi benefici economici che vanno oltre il settore sanitario stesso. Una forza lavoro più sana è più produttiva, partecipa di più al mercato del lavoro e comporta costi fiscali inferiori per lo Stato. In una società che invecchia e affronta carenze persistenti di manodopera, migliorare la salute della popolazione può rappresentare uno dei modi più efficaci per aumentare la capacità produttiva dell’economia.

Figura 9: Completamenti edilizi e transazioni immobiliari (migliaia all’anno)

⁶ The UK’s main recurrent residential property tax, Council Tax, is still based on property values assessed in England in 1991 (2003 in Wales). As a result: a £500,000 property and a £5 million property may face similar tax bills, effective tax rates fall as property values rise. The system is therefore regressive with respect to property wealth. Moreover, the UK taxes transactions heavily instead of ownership.



Fonti: LSEG Workspace, Capital Economics, Allianz Research

Una caratteristica spesso trascurata del problema di produttività del Regno Unito è che non deriva principalmente da una mancanza di innovazione. Il Paese ospita università di livello mondiale, un ecosistema di start-up dinamico e imprese altamente competitive in settori come finanza, scienze della vita e intelligenza artificiale. La vera sfida risiede piuttosto nella diffusione dell'innovazione all'interno dell'economia nel suo complesso. La ricerca dell'OCSE mostra che la crescita della produttività nelle imprese di frontiera è rimasta solida, mentre il divario tra aziende leader e quelle in ritardo si è ampliato nel tempo. Nel Regno Unito, un numero relativamente ridotto di imprese e regioni altamente produttive ha continuato a innovare, mentre molte piccole imprese hanno faticato ad adottare nuove tecnologie, investire nella digitalizzazione e migliorare le competenze della forza lavoro. Di conseguenza, i benefici dell'innovazione non si sono diffusi in modo sufficiente tra settori e territori. Migliorare la diffusione tecnologica attraverso incentivi agli investimenti più forti, politiche per le competenze, programmi di supporto alle imprese e una collaborazione più stretta tra università e aziende potrebbe quindi rappresentare uno dei modi più efficaci per aumentare la crescita della produttività a livello dell'intera economia.

Sul fronte della politica energetica, i costi legati alla Brexit indicano tre priorità, due delle quali sono già oggetto di negoziati attivi. La più immediata è completare la reintegrazione nel mercato interno dell'energia (IEM): il passaggio post-Brexit ad aste esplicite di capacità ha contribuito a un persistente premio sui prezzi all'ingrosso nel Regno Unito rispetto ai mercati continentali, con perdite di efficienza che aumentano con la maggiore dipendenza dalle importazioni di elettricità. Dopo il Vertice di Lancaster House del maggio 2025, il Consiglio dell'UE ha autorizzato la Commissione, nel marzo 2026, ad avviare negoziati sulla partecipazione del Regno Unito al mercato interno dell'elettricità. Questi colloqui sono urgenti: i ritardi prolungano i costi per i consumatori e l'incertezza sugli investimenti nella capacità di interconnessione, mentre i potenziali guadagni di efficienza restano rilevanti a livello di sistema.

Una seconda priorità è il collegamento tra il sistema ETS del Regno Unito e quello dell'UE. Lo sconto sul prezzo del carbonio nel Regno Unito si è trasformato da semplice divergenza di prezzo interna a un costo diretto per il commercio tramite il meccanismo CBAM per le esportazioni ad alta intensità energetica, un effetto che si rafforzerà con la progressiva eliminazione delle quote gratuite nell'UE fino al 2034. Il vertice di maggio 2025 ha stabilito un accordo politico di principio per perseguire questo collegamento, con l'esenzione dal CBAM come principale motivazione economica. Tradurre questo impegno in un accordo vincolante rappresenta lo strumento più diretto nel breve termine per limitare le frizioni commerciali legate al carbonio.

La terza area di intervento riguarda il rafforzamento della cooperazione infrastrutturale nel Mare del Nord. Il "Great Grid Upgrade" è fondamentale per risolvere il collo di bottiglia interno della trasmissione elettrica nord-sud, collegando la produzione rinnovabile scozzese ai centri di domanda nel sud. Parallelamente, una maggiore coordinazione nell'ambito della North Seas Energy Cooperation offre l'opportunità di ridurre i costi di sistema attraverso una pianificazione condivisa delle reti offshore e lo sviluppo di interconnessioni ibride, in particolare nel sud del Mare del Nord, dove si sovrappongono pressione sulla rete ed espansione dell'eolico offshore. Sebbene

queste iniziative non sostituiscano gli investimenti nella rete domestica, possono alleviare in parte i vincoli di bilanciamento e migliorare l'ottimizzazione transfrontaliera in un sistema regionale sempre più interconnesso.

In ultima analisi, la sfida della produttività del Regno Unito richiede una strategia di investimento più ampia. I

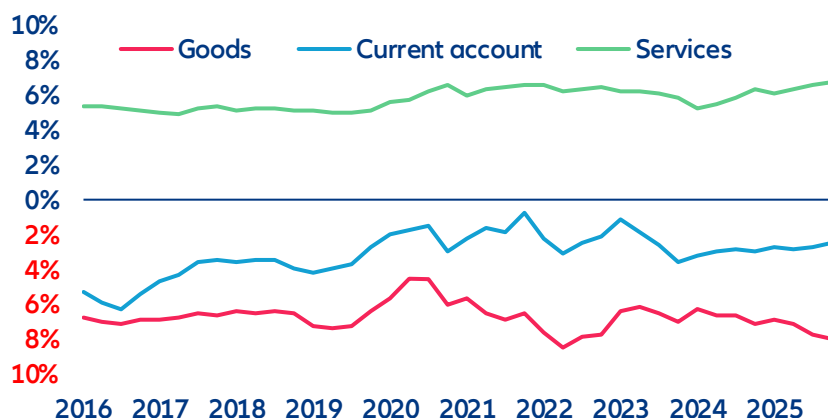
costi energetici restano significativamente più elevati rispetto a molte economie concorrenti, riducendo l'attrattiva del Paese per l'industria manifatturiera e gli investimenti ad alta intensità di capitale. Accelerare l'espansione della rete, lo sviluppo del nucleare e la produzione energetica domestica dovrebbe quindi essere considerato tanto politica industriale quanto politica energetica. Allo stesso tempo, il Regno Unito dovrebbe rafforzare il sostegno all'innovazione attraverso una combinazione di incentivi fiscali più generosi per la ricerca e sviluppo e investimenti pubblici orientati a obiettivi strategici. Sebbene istituzioni come ARIA, Innovate UK e il National Wealth Fund si muovano in questa direzione, restano di dimensioni molto inferiori rispetto a programmi come France 2030 o alle iniziative industriali degli Stati Uniti previste dall'Inflation Reduction Act e dal CHIPS Act. Una strategia per l'innovazione più ambiziosa, insieme a investimenti in edilizia abitativa e infrastrutture, contribuirebbe ad affrontare il persistente deficit di produttività del Regno Unito e a rafforzare la capacità dell'economia di generare una crescita sostenibile nell'era post-Brexit.

La performance commerciale del Regno Unito: sostituzione delle importazioni di beni, mentre il commercio dei servizi accelera

Il deficit commerciale del Regno Unito nei beni è peggiorato dopo la Brexit, ma il crescente surplus nei servizi ha compensato questo aumento.

Il deficit commerciale nei beni è aumentato di +1,3 punti percentuali di PIL (e di +1,5 punti percentuali includendo l'oro) tra il 2016 e il 2025, passando dal 6,7% all'8,0% del PIL (Figura 10). Il Regno Unito registra un deficit commerciale nei beni con la maggior parte dei suoi principali partner. Circa un terzo del deficit totale è attribuibile al commercio con l'UE-27 (110 miliardi di dollari), quota in calo rispetto al 2016, quando il 70% del deficit proveniva dall'UE-27. I Paesi del Commonwealth rappresentano l'8% del deficit (22% includendo l'oro), mentre la Cina pesa per il 28% e gli Stati Uniti per il 7%. Per quanto riguarda i servizi, il consistente surplus del Regno Unito contribuisce a compensare in larga parte l'ampliamento del deficit nei beni. Di conseguenza, il saldo delle partite correnti è rimasto relativamente stabile nel tempo e ha persino mostrato un leggero miglioramento, raggiungendo un deficit di 97 miliardi di dollari (2,4% del PIL) entro la fine del 2025. Questo evidenzia la persistente importanza del settore dei servizi nel Regno Unito — in particolare servizi finanziari, professionali e alle imprese — nel mitigare il deterioramento del saldo commerciale dei beni.

Figura 10: Saldo delle partite correnti del Regno Unito (somma mobile su quattro trimestri, % del PIL)

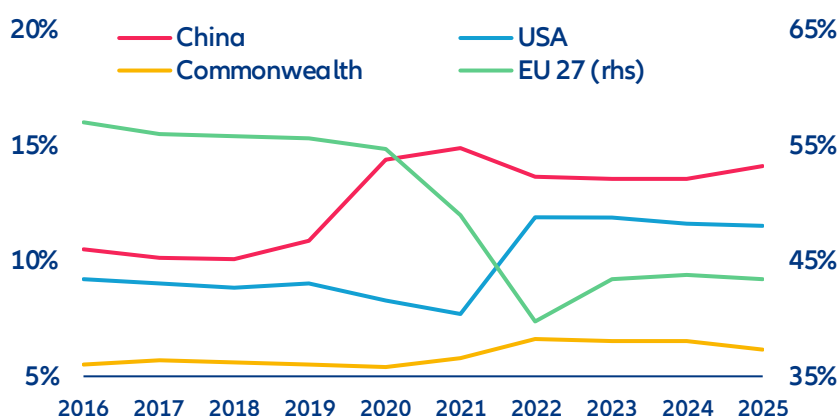


Fonti: IMF BoP, Allianz research

Dalla votazione sulla Brexit nel 2016, la struttura delle esportazioni di beni del Regno Unito verso i partner esteri è cambiata poco. Tuttavia, sul lato delle importazioni, i principali blocchi economici hanno beneficiato del riorientamento del commercio britannico lontano dall'UE. Le esportazioni di beni del Regno Unito sono diminuite

di 2,9 punti percentuali del PIL dopo il referendum, raggiungendo l'11,2% del PIL nel 2025. L'UE rimane il principale mercato di esportazione, rappresentando il 48% del totale delle esportazioni di beni, una quota sostanzialmente stabile rispetto al 50% del 2016. Anche le quote di altri partner importanti, come Stati Uniti, Paesi del Commonwealth e Cina, sono rimaste relativamente stabili. Sul fronte delle importazioni, invece, i cambiamenti sono stati molto più significativi. Le importazioni totali sono aumentate di 2 punti percentuali del PIL tra il 2016 e il 2025, raggiungendo il 18,7% del PIL. Allo stesso tempo, la composizione delle importazioni è cambiata in modo sostanziale (Figura 11). L'UE rappresenta oggi il 43% delle importazioni totali di beni del Regno Unito, rispetto al 57% di circa un decennio fa. Nel frattempo, il peso della Cina e degli Stati Uniti è cresciuto, arrivando rispettivamente al 14% (dal 10%) e all'11% (dal 9%) del totale delle importazioni. Due fattori principali spiegano questi sviluppi: primo, le importazioni dalla Cina sono aumentate notevolmente dopo la pandemia, trainate dalla forte domanda di beni tecnologici; secondo, le importazioni dagli Stati Uniti sono cresciute in modo significativo dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, principalmente a causa degli acquisti di energia.

Figura 11: Quota delle importazioni globali di beni del Regno Unito per principale partner (escluso l'oro)



Sources : Trade Map, Allianz research

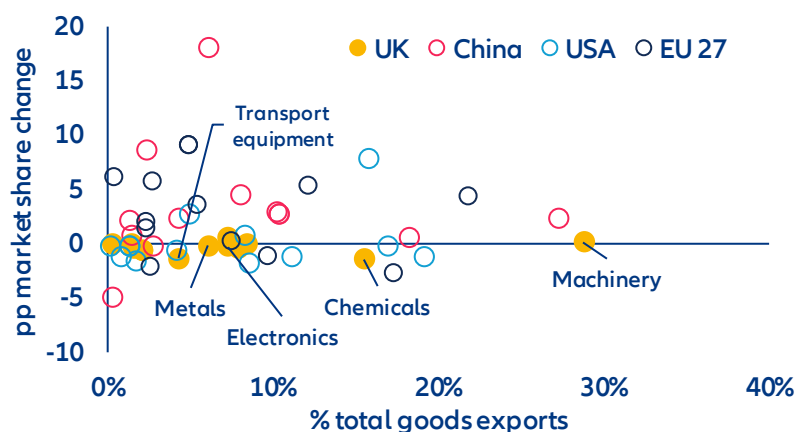
Il Regno Unito ha diversificato sia le fonti di approvvigionamento sia le tipologie di beni importati, in particolare attraverso una maggiore dipendenza dai prodotti manifatturieri cinesi e dalle esportazioni energetiche statunitensi. Oggi, le importazioni del Regno Unito sono dominate da macchinari, prodotti chimici, agroalimentare e automotive.

Rispetto al 2016, la composizione delle importazioni totali in queste categorie è diventata più equilibrata. Anche le importazioni di energia hanno acquisito maggiore importanza, mentre prodotti chimici, tessili, mezzi di trasporto e automotive hanno registrato un calo nella loro quota relativa sul totale delle importazioni. Analizzando più nel dettaglio la composizione dei fornitori, emergono cambiamenti significativi tra il 2016 e il 2025. La Cina ha registrato i maggiori progressi, soprattutto nei settori dell'elettronica e delle apparecchiature elettriche (il Regno Unito è la principale destinazione, con il 35% delle importazioni lorde totali di questa categoria), in linea con la crescente dipendenza dell'UE dai beni tecnologici cinesi. La Cina ha inoltre aumentato la propria presenza nei settori automotive, macchinari, chimica e mezzi di trasporto, espandendo la sua quota di mercato in quasi tutti i comparti manifatturieri. Nel frattempo, gli Stati Uniti hanno rafforzato la loro posizione nelle importazioni di energia, aumentando la propria quota di 16 punti percentuali sul totale delle importazioni energetiche del Regno Unito. Hanno anche guadagnato terreno nei macchinari e nei prodotti chimici. Infine, i Paesi del Commonwealth hanno ampliato la loro presenza in quasi tutti i settori, in particolare nei tessili e nella chimica, anche se la quota complessiva è rimasta sostanzialmente stabile (+0,6 punti percentuali).

Le esportazioni del Regno Unito hanno invece ridotto le loro quote di mercato. Sono diventate più concentrate nei macchinari, con una perdita di quote in alcuni settori tradizionalmente forti (automotive e chimica). Le esportazioni di macchinari sono composte principalmente da turbogetti, turboeliche, altre turbine a gas utilizzate nell'industria aerospaziale e apparecchiature mediche specializzate, e rappresentano oggi quasi il 30% delle esportazioni lorde totali. Al contrario, il peso dei settori automotive e chimico è diminuito in modo significativo. La

quota dei prodotti chimici nelle esportazioni totali di beni è scesa dal 20% al 15%, mentre quella del settore automobilistico è calata dal 13% al 9%, una tendenza visibile anche nelle esportazioni complessive di mezzi di trasporto. Questi cali sono evidenti non solo in termini relativi ma anche assoluti: tra il 2016 e il 2025, le esportazioni automotive sono diminuite del 20% e quelle chimiche dell'8%. A livello di singoli prodotti, il Regno Unito esporta meno verso l'UE rispetto al 2016 (in quota sulle esportazioni totali), con le principali eccezioni rappresentate dai mezzi di trasporto e dall'energia. Tuttavia, queste perdite non sono state compensate da un aumento significativo delle quote verso altri blocchi economici. Nel complesso, sebbene la struttura delle esportazioni appaia relativamente stabile in termini di partner commerciali, questo nasconde un cambiamento importante: una crescente focalizzazione su macchinari ed energia, accompagnata da un declino dei settori storicamente più forti del Regno Unito, come automotive e chimica. La Figura 12 mostra che, nel complesso, il Regno Unito ha registrato una perdita di quota di mercato globale nella maggior parte dei prodotti esportati rispetto agli altri principali blocchi economici.

Figura 12: Variazione della quota di mercato nel 2025 rispetto al 2016 (asse verticale) e quota delle esportazioni lorde totali del Paese per prodotto nel 2025



Fonti: Trade Map (H2 classification), Allianz research

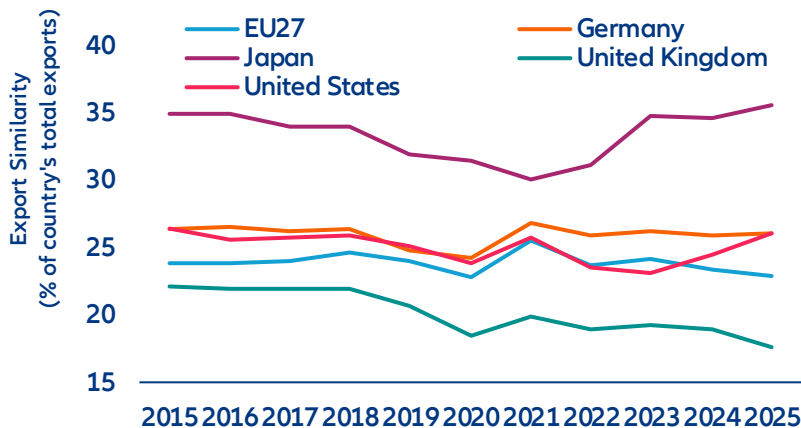
Questa analisi del commercio del Regno Unito esclude le esportazioni e le importazioni di oro, una categoria in cui il Paese ha registrato una forte crescita della quota di mercato e che ha avuto un impatto significativo sulla struttura del commercio a causa del rialzo dei prezzi dell'oro negli ultimi anni. Includere l'oro potrebbe distorcere la valutazione dello stato reale delle capacità manifatturiere britanniche e dei cambiamenti strutturali in atto nel commercio globale, come l'espansione delle economie asiatiche — in particolare la Cina — nella maggior parte delle categorie di beni e il crescente ruolo degli Stati Uniti nella fornitura di energia. Se si include l'oro, il grado di apertura del Regno Unito rimane sostanzialmente stabile intorno al 38% tra il 2016 e il 2025. Escludendo l'oro, invece, l'indicatore segnala una minore integrazione del Regno Unito nel commercio globale, con una quota scesa dal 35% nel 2016 al 30% nel 2025.

Per quanto riguarda la concorrenza cinese, il Regno Unito è meno esposto. Nel 2025, circa il 15% delle esportazioni del Regno Unito riguardava prodotti rientranti tra i primi 25 dell'export cinese⁷. Al contrario, il 25% delle esportazioni degli Stati Uniti e il 26% di quelle della Germania competono direttamente con le principali esportazioni del gigante asiatico. Con l'evoluzione della Cina verso una manifattura ad alto valore aggiunto, le sue esportazioni principali includono oggi dispositivi di telecomunicazione, circuiti integrati e computer. Il Regno Unito, storicamente un esportatore più limitato di prodotti elettronici, è quindi meno esposto a questo cambiamento. Farmaceutica e aerospazio, che rappresentano importanti fonti di vantaggio competitivo per il Regno Unito, sono meno colpiti da questa concorrenza. Dalla pandemia in poi, un'area chiave di competizione è diventata anche l'industria automobilistica. Le automobili rappresentano la seconda principale voce di esportazione del Regno Unito, con oltre 30 miliardi di dollari all'anno. Un calo dell'indice di somiglianza può tuttavia rappresentare un segnale negativo. Infatti, una perdita di competitività che riduce la quota di un settore nelle esportazioni totali determina automaticamente una diminuzione dell'indice. Nel caso del Regno Unito, le esportazioni di automobili sono aumentate solo del +1,1% in valore nominale dal 2022, mentre le esportazioni

⁷ Measures in HS4 categories.

totali (escluso l'oro) sono cresciute del +11,2%, evidenziando un settore automobilistico in difficoltà e contribuendo così alla diminuzione dell'indice di somiglianza.

Figura 13: Indice di somiglianza con le esportazioni di beni della Cina



Fonti: ITC Trade Map, GTA, Allianz Research Nota: utilizzando la metodologia GTA, la somiglianza è calcolata per ciascun Paese come la somma del valore delle esportazioni di tutti i prodotti che rientrano nei primi 25 codici HS4 della Cina, divisa per il total e delle esportazioni del Paese. Il codice HS relativo alle automobili è incluso per tutti gli anni.

Gli accordi commerciali del Regno Unito hanno ampliato l'accesso ai mercati, ma non hanno eguagliato l'ampiezza della relazione economica con l'UE né compensato completamente le perdite commerciali legate alla Brexit. Sebbene i dazi tra Regno Unito e UE restino relativamente bassi, con una tariffa media applicata dell'1,5% (che può arrivare fino al 19% per alcuni prodotti), le principali barriere al commercio sono le misure non tariffarie (NTM). Dall'uscita dall'UE nel 2020, il Regno Unito ha introdotto 58 misure legate al commercio che colpiscono i Paesi dell'UE, tra cui 25 misure sulle esportazioni, 20 sussidi, sette misure tariffarie e cinque controlli sui prezzi. Nello stesso periodo, l'UE ha introdotto 337 misure che riguardano il Regno Unito, principalmente sussidi (275), insieme a restrizioni alle esportazioni (19), misure tariffarie (15), sistemi di licenze e quote (13), controlli sui prezzi (sei), misure di difesa commerciale (quattro) e una misura sugli investimenti diretti esteri (IDE). Questi cambiamenti normativi hanno contribuito a un significativo calo dell'integrazione commerciale bilaterale. Le stime basate sul modello gravitazionale indicano che la Brexit ha ridotto il commercio tra Regno Unito e UE del -21,3% per i beni e del -49,7% per i servizi. Questa performance più debole riflette le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e nel commercio dovute soprattutto all'aumento delle misure non tariffarie e, in misura minore, ai dazi.

Parallelamente, il Regno Unito ha cercato di compensare parte dei costi economici della Brexit attraverso una politica commerciale indipendente. Dopo la Brexit, la strategia sugli accordi di libero scambio (FTA) si è evoluta dal semplice rinnovo degli accordi ereditati dall'UE alla negoziazione di nuovi accordi bilaterali e multilaterali. Tra le principali tappe: accordi con Giappone (2020), Australia (2021), Nuova Zelanda (2022), i Paesi EFTA dello SEE (Norvegia, Islanda e Liechtenstein), accordi sul commercio digitale con Singapore e Ucraina, l'adesione al CPTPP nel 2024, l'accordo con l'India firmato nel 2025, un accordo aggiornato con la Corea del Sud e l'accordo con il Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC) concluso nel 2026 ma non ancora in vigore. Nel complesso, questi accordi post-Brexit rappresentano circa il 21% del commercio del Regno Unito nel 2025 (escludendo gli Stati Uniti, con cui esiste un accordo di prosperità economica per attenuare l'impatto dei dazi, ma non un vero FTA). Il Regno Unito sta inoltre negoziando o aggiornando accordi con Canada, Svizzera e Turchia. Nonostante l'espansione della rete commerciale globale, la portata di questi accordi resta significativamente inferiore rispetto alla relazione economica con l'UE, che continua a rappresentare la quota maggiore del commercio britannico, pari al 37% nel 2025.

Tabella 3: Accordi di libero scambio del Regno Unito dopo la Brexit

Partner	Accordo	Anno	Disposizioni chiave	Commercio bilaterale del Regno Unito (quota sul totale del commercio del Regno Unito nel 2025)
Unione Europea	EU-UK Trade and Cooperation Agreement	2020 (effettivo 2021)	Sostituzione necessaria rispetto all'adesione all'UE. Zerodazi e zero quote sui beni conformi, cooperazione doganale, quadro per i servizi, pesca, trasporti, energia, cooperazione nelle forze dell'ordine.	37%, con l'UE che rimane il principale partner commerciale del Regno Unito
Giappone	UK-Japan CEPA	2020	Accesso ai mercati dei beni, commercio digitale, servizi finanziari, flussi di dati, protezione degli investimenti.	1.5%
Australia	UK-Australia FTA	2021 (effettivo 2023)	Eliminazione dei dazi, accesso ai servizi, disposizioni sulla mobilità, commercio digitale, appalti pubblici.	1.3%
Nuova Zelanda	UK-New Zealand FTA	2022 (effettivo 2023)	Quasi totale eliminazione dei dazi, liberalizzazione dei servizi, commercio digitale, accesso agli investimenti.	0.1%
Norvegia, Islanda, Liechtenstein	UK-EEA EFTA FTA	2021	Beni, servizi, investimenti, commercio digitale e disposizioni sulla mobilità.	2.3%
Singapore	Digital Trade Agreement	2022	Identità digitali, e-commerce, cooperazione fintech, flussi di dati transfrontalieri.	1.0%
Ucraina	Digital Trade Agreement	2023	Regole sul commercio digitale, firme elettroniche, cooperazione in materia di cybersicurezza, flussi di dati.	0.2%
Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership	UK accession to CPTPP	2023 (effettivo 2024)	Dazi, servizi, investimenti, appalti pubblici, commercio digitale tra 11 economie del Pacifico.	9.2%
India	UK-India FTA	2025 (non ancora in vigore)	Riduzione dei dazi, accesso ai servizi, mobilità professionale, semplificazione doganale, disposizioni sugli investimenti. Si prevede un aumento significativo del commercio bilaterale.	1.7%
South Korea	UK-South Korea FTA	2025 (aggiornato rispetto al	Sostituisce l'accordo di continuità ereditato dall'adesione all'UE. Modernizza le regole di origine, i servizi e il commercio digitale,	0.9%

Partner	Accordo	Anno	Disposizioni chiave	Commercio bilaterale del Regno Unito (quota sul totale del commercio del Regno Unito nel 2025)
		precedente accordo dell'UE)	mantiene l'accesso senza dazi per la maggior parte dei beni e rafforza l'accesso nei settori automobilistico, dei servizi finanziari e della tecnologia.	
United States*	Economic Prosperity Deal	2025 (parzialmente implementato)	Un quadro non vincolante volto a ridurre l'impatto dei dazi statunitensi e migliorare l'accesso al mercato. Include trattamenti preferenziali per auto, aerospazio, acciaio e alluminio del Regno Unito, oltre a un quadro per una futura cooperazione su prodotti farmaceutici e sicurezza delle catene di approvvigionamento.	13.4%
Gulf Co-operation Council (Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, UAE)	UK-GCC FTA	2026 (non ancora in vigore)	Il primo accordo di libero scambio del Regno Unito con il GCC e il primo accordo di libero scambio del GCC con un Paese del G7. Copre la riduzione delle tariffe, la facilitazione doganale, i servizi, gli investimenti e l'accesso al mercato.	2.6%

Fonti: UNComtrade, Camera dei Comuni del Regno Unito, Allianz Research. Note: *L'USEconomic Prosperity Deal non è un accordo di libero scambio, ma un'intesa per ridurre l'impatto dei dazi.

Legami commerciali più profondi tra Regno Unito e UE potrebbero generare miliardi di benefici economici.

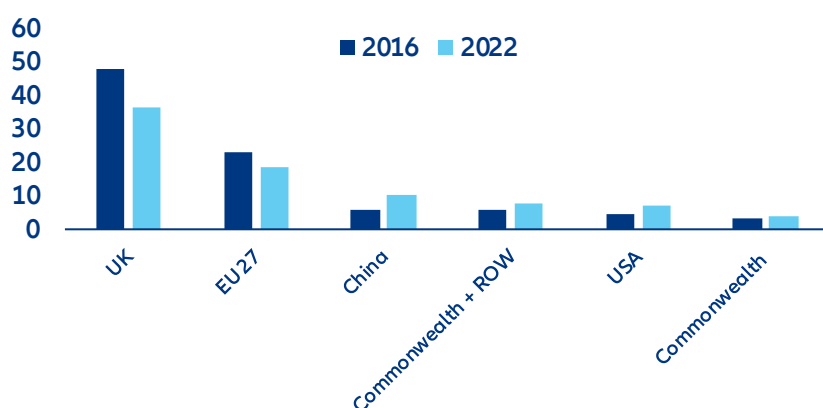
Guardando al futuro, Regno Unito e UE potrebbero trovare spazio per un maggiore allineamento nel commercio dei beni, mentre Regno Unito e Stati Uniti sono più propensi a rafforzare la cooperazione nei servizi, nella tecnologia, nella finanza e nella regolamentazione. Tuttavia, è probabile che solo una parte limitata delle frizioni commerciali create dalla Brexit venga eliminata. Le simulazioni di equilibrio generale calcolabile (CGE) indicano che un accordo commerciale approfondito tra Regno Unito e UE potrebbe generare guadagni annuali pari a 25,2 miliardi di dollari per il Regno Unito, composti da 19,6 miliardi di creazione di commercio e 5,6 miliardi di deviazione di commercio. Ciò aumenterebbe il valore delle esportazioni britanniche verso l'UE del +23,1%, con i maggiori incrementi percentuali in zuccheri, preparazioni alimentari e cereali, seguiti da veicoli, bevande alcoliche e tessuti. I Paesi dell'UE potrebbero ottenere guadagni annuali pari a 31,9 miliardi di dollari (+17,4%), trainati principalmente dal settore automobilistico — riflettendo il ripristino di catene del valore precedentemente integrate — oltre che da preparazioni alimentari, prodotti lattiero-caseari e cioccolato.

BOX: L'evoluzione del commercio del Regno Unito nelle catene globali del valore

Dal punto di vista delle catene di approvvigionamento, la domanda interna del Regno Unito è diventata sempre più dipendente dagli input dei fornitori industriali esteri, mentre il Paese ha faticato ad ampliare la propria presenza nelle catene globali del valore. Il database Trade in Value Added (TiVA) dell'OCSE offre dati disponibili solo fino al 2022, ma fornisce comunque indicazioni preziose sui cambiamenti nelle supply chain. Analizza il valore aggiunto estero e domestico incorporato nella domanda finale. Per il Regno Unito, i dati

indicano un graduale riorientamento della domanda interna lontano dai prodotti dell'UE. Sebbene l'UE resti il principale partner commerciale del Regno Unito in termini di valore aggiunto, i Paesi membri più "storici" non sono più i partner preferiti nelle catene di approvvigionamento, poiché l'importanza relativa di Paesi come Cina, Stati Uniti e Paesi del Commonwealth è aumentata significativamente nell'ultimo decennio. In effetti, tra il 2016 e il 2022, la quota di valore aggiunto industriale estero nella domanda finale del Regno Unito proveniente dall'UE è scesa dal 52% al 39% nel settore manifatturiero. Nello stesso periodo, la quota della Cina è aumentata di 8 punti percentuali, rendendola il principale partner singolo del Regno Unito nel 2022. Gli Stati Uniti hanno guadagnato 2 punti percentuali, diventando il secondo partner più importante, mentre la quota della Germania è diminuita di 8 punti percentuali, facendola scendere dal primo al terzo posto. All'interno dell'UE, solo Irlanda e Polonia hanno aumentato la loro quota, mentre la maggior parte dei Paesi dell'Europa occidentale ha registrato un calo. Questo cambiamento è particolarmente evidente nel settore dei computer, elettronica e prodotti ottici, dove la quota della Cina ha superato quella dell'UE. Allo stesso modo, nell'industria automobilistica, gli Stati Uniti hanno guadagnato circa 5 punti percentuali, ancora una volta a discapito sia dell'UE sia del valore aggiunto manifatturiero britannico. Queste tendenze indicano una graduale riconfigurazione delle catene di approvvigionamento del Regno Unito, che si stanno allontanando dai tradizionali partner europei verso una rete di fornitori più diversificata a livello globale. Per quanto riguarda le esportazioni britanniche, tra il 2016 e il 2022 il Regno Unito ha perso leggermente quota nel commercio di valore aggiunto incorporato nella domanda finale manifatturiera di altri Paesi (-0,4 punti percentuali, attestandosi all'1,6% a livello globale), un fenomeno visibile nei principali settori industriali del Paese (chimica, elettronica, macchinari e automotive).

Figura 14: Distribuzione geografica del valore aggiunto nella domanda finale del Regno Unito per input manifatturieri (in punti percentuali)

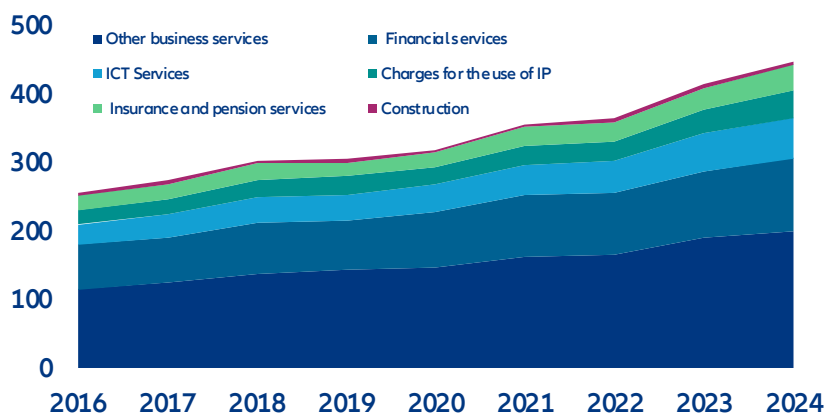


Fonti: OECD TIVA, Allianz research

Sebbene la Brexit abbia introdotto requisiti di conformità aggiuntivi e incertezza normativa, il settore dei servizi ha in gran parte evitato le frizioni commerciali sperimentate nei mercati dei beni. Le esportazioni di servizi del Regno Unito verso l'UE sono aumentate di 96 miliardi di dollari tra il 2016 e il 2024, registrando una crescita del +63%, solo leggermente inferiore rispetto al ritmo di crescita globale delle esportazioni di servizi del Regno Unito (+65%). I servizi finanziari hanno mantenuto gran parte della loro competitività internazionale nonostante la perdita dell'accesso preferenziale ai mercati dell'UE. Sebbene parte delle attività di trading, degli asset e dei posti di lavoro si sia spostata verso Amsterdam, Dublino e Parigi, Londra rimane il principale centro europeo per il mercato valutario, i derivati, le assicurazioni e il banking internazionale. Le esportazioni di servizi finanziari verso l'UE sono cresciute del 58% tra il 2016 e il 2024, rispetto al 63% a livello globale. Inoltre, mentre la quota del Regno Unito nel valore aggiunto incorporato nella domanda finale globale di servizi finanziari è diminuita di 0,3 punti percentuali tra il 2016 e il 2022, la sua quota nella domanda finale dell'UE-27 è aumentata di 0,6 punti percentuali, suggerendo una maggiore integrazione del settore finanziario britannico nelle catene del valore europee. La quota dei servizi finanziari sul totale delle esportazioni di servizi del Regno Unito è rimasta

sostanzialmente stabile intorno al 17% nel 2024⁸. Il surplus commerciale del Regno Unito nei servizi finanziari è aumentato nel periodo e le destinazioni delle esportazioni restano fortemente concentrate negli Stati Uniti, che rappresentano circa il 27% delle esportazioni di servizi finanziari del Regno Unito, seguiti da Irlanda, Lussemburgo, altri Stati membri dell'UE e una serie di centri finanziari offshore. Nel mercato globale dei servizi finanziari, la posizione del Regno Unito è rimasta sorprendentemente solida. Continua a occupare il secondo posto mondiale, con circa il 21% delle esportazioni globali di servizi finanziari, superando l'UE ma restando dietro agli Stati Uniti, che mantengono la prima posizione. I principali cambiamenti nella classifica globale si sono verificati nelle posizioni successive, con Singapore che ha rafforzato in modo significativo il proprio ruolo, consolidandosi come quarto maggiore esportatore di servizi finanziari. Queste dinamiche suggeriscono che, sebbene la Brexit non abbia rafforzato in modo significativo il predominio del Regno Unito nei servizi finanziari, non ha nemmeno compromesso lo status di Londra come uno dei principali centri finanziari globali. In realtà, il Regno Unito esporta soprattutto "altri servizi alle imprese" più che servizi finanziari (insieme a assicurazioni e pensioni), inclusi "servizi di ricerca e sviluppo", "servizi di consulenza" e "servizi tecnici e legati al commercio" (Figura 15). Infine, i servizi ICT hanno registrato performance ancora migliori. Sostenute dalle disposizioni sul commercio digitale contenute nell'Accordo sugli scambi e la cooperazione tra UE e Regno Unito e dal mantenimento dell'adeguatezza dei dati da parte dell'UE, le esportazioni di servizi ICT del Regno Unito verso l'UE sono cresciute del +94% dopo la Brexit, superando la crescita verso il resto del mondo (+76%).

Figura 15: Distribuzione delle esportazioni di servizi del Regno Unito (miliardi di USD)



Fonti: WTO-OECD, Allianz research

Mercati finanziari: dollarizzazione informale e fiducia in erosione, ma la City di Londra mantiene (in gran parte) il suo prestigio.

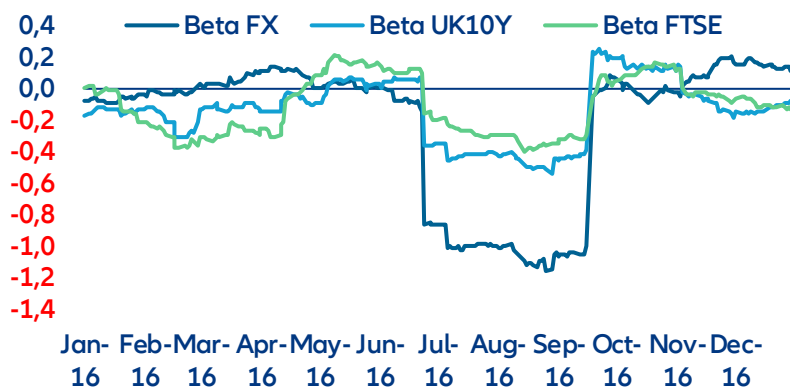
Da una prospettiva dei mercati dei capitali, la Brexit ha avviato una sequenza di cambiamenti strutturali — monetari, istituzionali e commerciali — i cui effetti cumulativi sono diventati visibili solo dopo la rimozione della copertura protettiva della banca centrale.

L'impatto immediato del referendum sui mercati è stato assorbito quasi interamente dal tasso di cambio. Dal momento in cui, alla fine del 2015, le probabilità di vittoria del "Leave" hanno iniziato a crescere, la sterlina è stata il principale indicatore dell'incertezza politica e delle prospettive di crescita del Regno Unito. Il mercato dei Gilt è rimasto protetto: la Bank of England ha tagliato i tassi e ha riavviato gli acquisti di attività nel giro di poche settimane dal risultato, comprimendo i premi termine e ancorando la parte lunga della curva. Il principale fattore determinante dei rendimenti dei Gilt in questo periodo è stato il ciclo globale dei tassi — in particolare le indicazioni della Federal Reserve — piuttosto che un premio per il rischio specifico del Regno Unito. Il quantitative easing ha

⁸ From a value-added perspective, financial service activities accounted for 4.4% of total UK value added in 2023, down from 6.5% in 2016

mascherato l’impatto della Brexit sui tassi: il mercato valutario ha rappresentato il segnale più trasparente, mentre quello obbligazionario è stato gestito. Il giorno dell’annuncio del risultato del referendum, il 24 giugno 2016, il cambio GBP/USD è sceso di circa l’8,1% in un solo giorno — un movimento di 14,8 deviazioni standard rispetto alla sua normale volatilità giornaliera, di gran lunga la reazione più estrema tra tutte le asset class. Al contrario, il rendimento del titolo di Stato britannico a 10 anni è sceso di 28,8 punti base ($z = -5,3$) e quello del Treasury USA a 10 anni di soli 16 punti base ($z = -3,1$), mentre il FTSE 100 è diminuito del 3,1% ($z = -3,3$). In termini standardizzati, lo shock valutario è stato da tre a cinque volte più ampio rispetto agli shock su tassi e azioni. Il Gilt era, di fatto, diventato un proxy dei Treasury statunitensi con uno sconto, con il suo tasso terminale che seguiva le condizioni statunitensi più da vicino rispetto ai fondamentali domestici.

Figura 16: Beta a 61 giorni (rendimenti normalizzati z-score) rispetto all’indice di policy – Zoom 2016, Brexit 24/06



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Sotto questa apparente stabilità, la Brexit stava accelerando una riorganizzazione strutturale del settore esterno del Regno Unito. La quota di esportazioni britanniche fatturate in sterline è scesa da circa il 63% prima del 2015 al 38% nel 2022, mentre la fatturazione in dollari è salita da circa un terzo al 45% nello stesso periodo. Questa transizione è stata innescata direttamente dallo shock di valutazione causato dal deprezzamento del 2016 ed è risultata persistente. Man mano che l’economia britannica si legava sempre di più alle condizioni finanziarie statunitensi, la dipendenza dalla politica monetaria della Federal Reserve si è rafforzata. Questa “dollarizzazione” del commercio è stata l’eredità più significativa — e meno visibile — degli anni del referendum. Il premio per il rischio oggi visibile nei Gilt non era invece evidente subito dopo la Brexit.

La resilienza della City dopo la Brexit si è rivelata più solida di quanto previsto prima del referendum, ma la stabilità apparente nasconde un cambiamento strutturale rilevante ai margini. Il primato di Londra si basava su due pilastri: il suo ruolo storico nella nascita del sistema dei eurodollari e la sua evoluzione come ponte naturale tra i mercati finanziari in dollari ed euro. Ospitava le infrastrutture di clearing per derivati in euro (tramite LCH), il

principale mercato per tassi e cambi in entrambe le valute e il centro dell'attività bancaria internazionale per operatori non domestici in Europa.

I dati aggregati della BIS mostrano una notevole persistenza. Nell'aprile 2025, il Regno Unito rappresentava il 49,6% del turnover globale nei derivati su tassi OTC — in aumento rispetto al 42,9% del 2022 — e gestiva il 37,8% del turnover globale in cambi, sostanzialmente in linea con i livelli pre-Brexit. Questi numeri indicano non solo un aumento dell'attività complessiva, ma anche il mantenimento della leadership globale del Regno Unito. La profondità della liquidità londinese e gli effetti di rete, che rendono costoso spostarsi altrove, si sono rivelati più resistenti delle sole pressioni politiche.

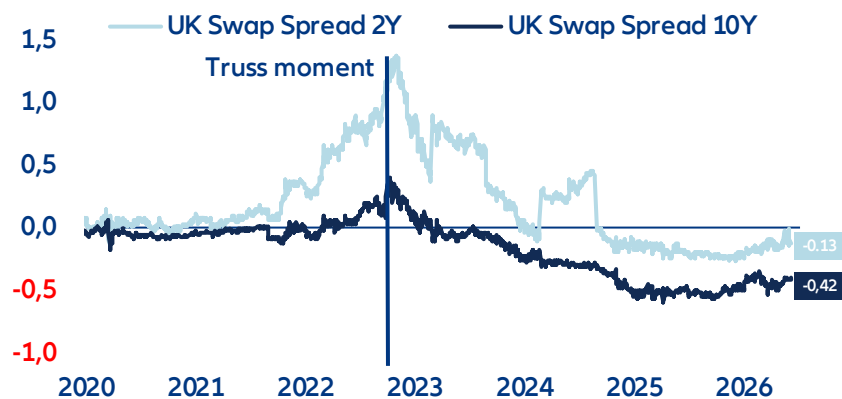
Il clearing in euro è il punto su cui serve maggiore attenzione. LCH deteneva circa l'81% del clearing globale degli swap su tassi in euro a fine 2023, mentre Eurex il restante 19% — uno spostamento verificatosi soprattutto tra il 2019 e il 2021 a causa dell'incertezza legata alla Brexit e degli incentivi offerti da Eurex, e che da allora non è avanzato in modo significativo. Circa il 95% degli swap su tassi denominati in euro era ancora compensato tramite LCH nel 2024, e la decisione della Commissione Europea di estendere l'equivalenza alle controparti centrali britanniche fino a giugno 2028 rappresenta un riconoscimento implicito che queste infrastrutture non possono essere trasferite per semplice decisione politica. L'eccezione è il mercato repo in euro, dove si è registrato uno spostamento reale: i legami bancari tra Londra e l'Eurozona si sono allentati anche per via del trasferimento del clearing dei repo in euro da Londra a Parigi.

La valutazione più onesta è che il business di clearing e derivati di Londra abbia smesso di crescere lungo la sua traiettoria naturale, piuttosto che subire un vero declino. Nel 2025, i derivati su tassi denominati in euro hanno superato quelli in dollari come quota del turnover globale — una crescita che, senza Brexit, sarebbe ricaduta in misura maggiore su Londra. La perdita rispetto allo scenario ipotetico è quindi reale, a nche se i volumi assoluti restano elevati.

Per il mercato dei Gilt, questo ha un impatto indiretto: una City meno centrale nell'intermediazione finanziaria in euro genera una domanda strutturale inferiore di titoli di Stato britannici come collaterale, rafforzando la transizione verso una base di investitori esteri più ridotta e più sensibile ai prezzi.

L'episodio fiscale del settembre 2022 è, a posteriori, l'evento singolo più rilevante per la ridefinizione strutturale del rischio sovrano del Regno Unito — più ancora del referendum stesso. Ha messo in luce la fragilità intrinseca di un mercato dominato da investitori concentrati e con leva sulla durata. L'elevata durata media ponderata del debito Gilt (circa 13,5 anni nel Regno Unito contro 7 anni in Germania e 6 anni negli Stati Uniti a fine 2025, secondo l'OCSE), combinata con il ruolo dominante degli investitori liability-driven e dei fondi pensione nei titoli a lunga scadenza, ha creato una forte vulnerabilità agli shock sui tassi e un meccanismo di feedback auto-rinforzante. La Bank of England è stata costretta a intervenire interrompendo questa dinamica con acquisti di emergenza per circa 65 miliardi di sterline in 13 giorni di contrattazione. Questo episodio ha stabilito un fatto strutturale prima non pienamente prezzato: il sostegno della banca centrale ai Gilt è condizionato alla credibilità fiscale. Gli spread sui swap, che prima del settembre 2022 si mantenevano intorno allo zero, sono passati stabilmente in territorio negativo. Questo riflette un sistema bancario con capacità limitata di assorbire nuove emissioni di debito sovrano e un premio di liquidità ormai strutturalmente incorporato nella curva dei rendimenti.

Figura 17: Allargamento dello spread dei swap dopo il "momento Truss"

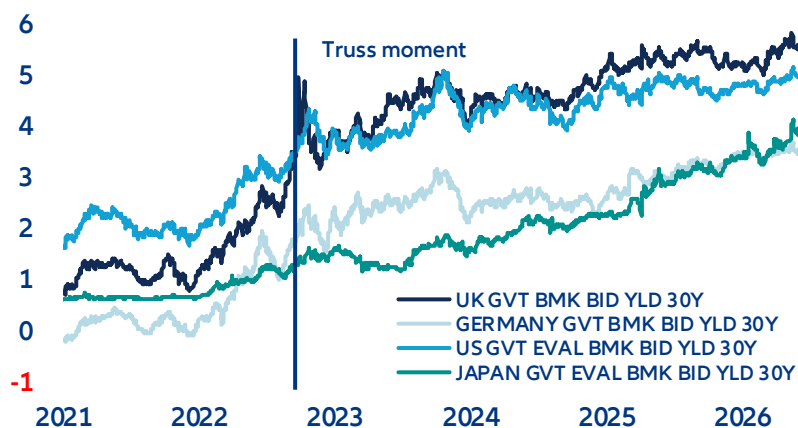


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La transizione dal quantitative easing (QE) al quantitative tightening (QT) ha accentuato le vulnerabilità emerse nel settembre 2022, ma il rapporto di causalità non è puramente meccanico. La Bank of England ha perseguito il QT in modo aggressivo, anche come segnale deliberato ai mercati dei titoli di Stato: dimostrare che, dopo l'episodio Truss, la disciplina istituzionale era stata ristabilita. Questo segnale ha avuto un costo. Il regime di collaterale scarso e riserve abbondanti ha lasciato spazio a un contesto di elevata offerta di Gilt e condizioni di finanziamento bancario più restrittive: i tassi sul mercato monetario (GC) si collocano ora leggermente sopra il tasso ufficiale della BoE, indicando un cambiamento strutturale nel funzionamento del mercato monetario. Le banche dipendono maggiormente dal finanziamento sul mercato monetario, riducendo la loro capacità di assorbire nuove emissioni e aumentando la sensibilità del mercato nelle fasi di stress.

La BoE è riuscita a ancorare in modo credibile la parte a breve della curva, ma non ha recuperato il controllo sulla parte lunga. I rendimenti a lungo termine sono sempre più determinati da dinamiche di offerta, incertezza globale e premi a termine, piuttosto che da indicazioni prospettiche o fondamentali macroeconomici domestici. Gli eventi macroeconomici statunitensi — decisioni della Fed, emissioni del Tesoro, dati sull'inflazione — hanno un impatto più immediato e misurabile sui Gilt rispetto alle decisioni di bilancio interne. Questo riflette il fenomeno di "EMificazione": non una perdita formale di sovranità monetaria, ma una riduzione strutturale della capacità del mercato di valutare gli asset britannici in modo indipendente dal ciclo finanziario globale. Pur trattandosi di un fenomeno globale, l'intensità è particolarmente marcata nel mercato dei Gilt, che mostra livelli di rendimento più elevati rispetto ad altri paesi sviluppati.

Figura 18: Tassi a 30 anni nei mercati sviluppati (DM) e sconto dei Gilt dopo il "momento Truss"



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

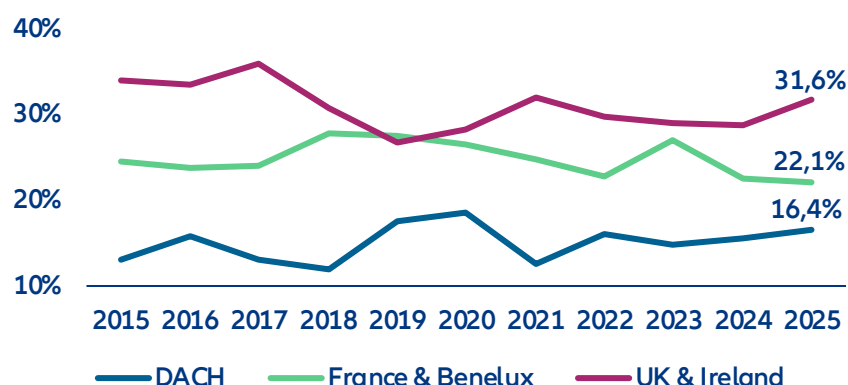
Il mercato del private equity britannico ha perso il suo slancio: prevale una bassa esposizione tecnologica

A dieci anni dal referendum, l'impatto della Brexit sui mercati privati britannici appare come un "salto di livello", ormai in gran parte assorbito nei prezzi. Il Regno Unito resta il principale hub europeo per il capitale privato, rappresentando circa un'operazione su cinque in Europa e quasi una chiusura di fondo su tre, ma ha smesso di distanziarsi dal continente. Il danno è reale, concentrato e disomogeneo: un calo permanente nella crescita tendenziale e nell'attrattiva relativa, poi ulteriormente offuscato da pandemia, shock energetico e ciclo di rialzo dei tassi, che rendono difficile isolare le cause. Ne deriva un mercato che tratta con uno sconto strutturale, sempre più finanziato dall'estero e ora dipendente dalle politiche interne per una rivalutazione. In questo contesto, la divisione più evidente è nel venture capital: la base generalista di raccolta si è indebolita, ma il Regno Unito mantiene un vantaggio strutturale relativo nell'AI e nel deep-tech, dove continua a guidare i round più grandi in Europa.

La Brexit ha rappresentato un cambiamento strutturale, ormai in gran parte incorporato nei prezzi. Secondo le stime di Bloom e coautori, entro il 2025 la Brexit ha ridotto gli investimenti complessivi nel Regno Unito di circa il 12-18% rispetto a uno scenario senza Brexit. L'impatto si è trasmesso attraverso frizioni commerciali e del lavoro, la perdita del passaporto finanziario e dell'equivalenza regolamentare — che ha spinto i gestori britannici verso regimi nazionali di collocamento privato e strutture con sede nell'UE, con costi operativi più elevati — e attraverso l'incertezza stessa, che ha ridotto i volumi di private equity con un effetto di "attesa" tipico delle opzioni reali. Centinaia di istituzioni finanziarie hanno spostato personale, bilanci e entità legali nell'UE, rafforzando poli come Dublino, Lussemburgo, Parigi e Francoforte e rendendo la mappa del capitale europeo più multipolare. L'aggiustamento principale è ormai passato; ciò che resta è un costo del capitale strutturalmente più elevato per gli asset rischiosi britannici.

Il private equity ha dimostrato resilienza, sempre più come opportunità di valore finanziata dagli Stati Uniti. Il Regno Unito mantiene circa un terzo del valore delle operazioni europee di private equity, posizione conservata anche dopo il referendum, ma la crescita dei volumi nell'ultimo decennio è stata significativamente inferiore rispetto a Germania e Francia, con la Germania che ha superato la Francia come secondo mercato europeo. Il meccanismo alla base della resilienza britannica è in parte legato allo sconto di valutazione: multipli più compressi rispetto agli Stati Uniti hanno reso le società quotate britanniche obiettivi ideali per operazioni di delisting (take-private), attirando una quota elevata e costante di capitali statunitensi. Questo schema si è confermato lungo tutto il ciclo post-Brexit, con il più alto livello di partecipazione USA tra i principali mercati europei di private equity. L'attività di buyout è diventata dominante nel mix delle operazioni, riflettendo sia questa dinamica di delisting sia la minore presenza di investimenti growth rispetto ai concorrenti europei.

Figura 19: Il Regno Unito mantiene circa un terzo del valore delle operazioni di private equity in Europa

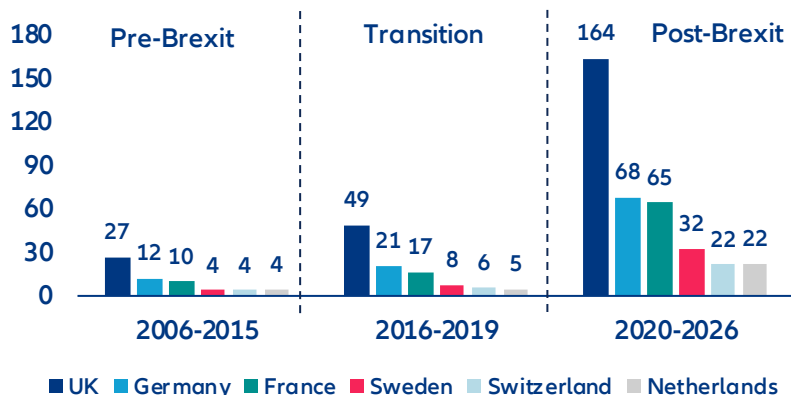


Fonti: Nota: Valore delle operazioni di private equity in Europa come quota del totale annuale per regione. Fonti: Pitchbook, Allianz Research

Il canale di uscita è il vero collo di bottiglia, e la politica deve intervenire per sbloccarlo. I valori delle exit sono diminuiti bruscamente rispetto al picco del 2021–2022 e la ripresa è lenta: le dismissioni sono rimaste indietro rispetto alla creazione di nuovi deal e il rapporto tra società finanziate da private equity ed exit è salito a livelli storicamente elevati, creando un arretrato accumulato negli anni dello shock dei tassi e non ancora riassorbito. Il mercato delle quotazioni in borsa ha rappresentato un freno strutturale: la Borsa di Londra ha perso società quotate nel periodo post-Brexit, l'attività di IPO sostenute da private equity è stata discontinua e il miglioramento delle valutazioni nel FTSE 100 non si è tradotto in un canale di uscita affidabile per gli investitori privati. Cambiamenti fiscali e di domicilio hanno inoltre ridotto gli incentivi per i gestori, rafforzando l'attrattiva di altre giurisdizioni. In risposta, le politiche pubbliche sono tra le più incisive dell'ultimo decennio: il *Mansion House Accord* punta a mobilitare 50 miliardi di sterline di capitale pensionistico verso i mercati privati entro il 2030, il PISCES offre una sede secondaria alternativa alla quotazione completa e la deregolamentazione della FCA sta riducendo progressivamente gli oneri normativi post-Brexit. I primi segnali di miglioramento sono visibili: nei primi quattro mesi del 2026 il valore delle exit nel private equity ha raggiunto 20,9 miliardi di sterline su 131 operazioni, avviandosi verso un anno record per numero di operazioni. Tuttavia, la ripresa è trainata dai buyout più che dalle quotazioni in borsa, quindi il canale IPO — cruciale per il rilancio di Londra — non si è ancora pienamente riattivato.

Il Regno Unito resta l'ecosistema startup più dinamico d'Europa, ma il divario si è ridotto dal 2020. Come mostra la Figura 21, continua a dominare attirando circa 164 miliardi di dollari di venture capital tra il 2020 e il 2026, circa due volte e mezzo la Germania (68 miliardi) o la Francia (65 miliardi) e pari a circa il 44% del totale dei sei principali paesi. Tuttavia, il vantaggio relativo si è gradualmente assottigliato dopo il referendum: la quota britannica è scesa dal picco del 46% nel periodo 2016–2019 al 44%, mentre il divario con la Francia si è ridotto da circa 2,7x a 2,5x, man mano che i concorrenti crescevano più rapidamente. Francia e Germania restano i principali sfidanti, ma il cambiamento più significativo è l'ascesa di una "seconda fascia": Svezia, Svizzera e Paesi Bassi hanno attirato tra cinque e otto volte più capitali dopo il 2020 rispetto all'intero periodo pre-Brexit (2006–2015). La Svezia, in particolare, con un aumento di otto volte fino a 32 miliardi di euro, ha superato Svizzera e Paesi Bassi (entrambe a 22 miliardi), diventando il terzo hub europeo. In sintesi, la Brexit ha lasciato l'innovazione britannica ancora molto attrattiva, ma non più unica: il continente sta costruendo i propri poli di attrazione e il vantaggio del Regno Unito, pur rimanendo significativo, si sta gradualmente riducendo.

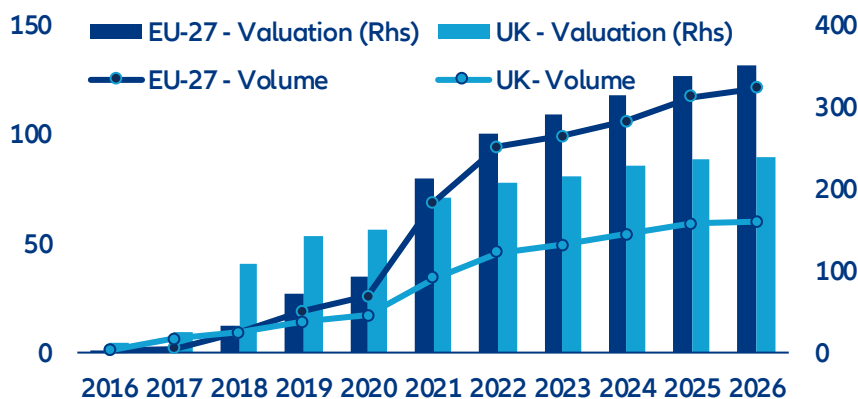
Figura 20: Investimenti di venture capital nel Regno Unito e nei principali paesi europei tra il 2006 e il 2026



Fonti: Dealrooms, Allianz Research

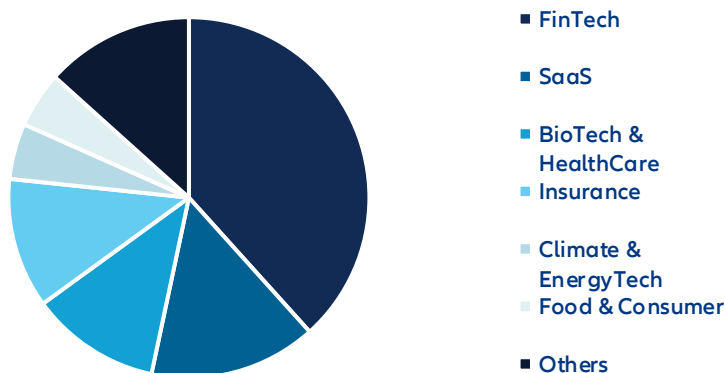
Il dinamismo del mercato britannico nasconde un doppio problema di concentrazione. Con 60 unicorni attivi, il Regno Unito è il quarto mercato al mondo dopo Stati Uniti, Cina e India. Tuttavia, questo ecosistema è fortemente concentrato in pochi settori. Il fintech da solo rappresenta circa il 40% del totale, mentre software, salute e insurtech coprono gran parte del resto; i segmenti deep-tech e più avanzati, che creano vantaggi duraturi, sono invece quasi assenti. La concentrazione è ancora più evidente nei valori: tre società rappresentano circa il 25% dei capitali raccolti nell'ultimo decennio e inizialmente il 40% della valutazione complessiva dell'intero ecosistema. Questa fragilità è emersa chiaramente dopo il calo dei mercati successivo al 2021. Avendo puntato così tanto su fintech e software — proprio i settori che hanno subito le revisioni di valore più pesanti — il Regno Unito ha registrato l'impatto più forte in Europa. Nel primo trimestre del 2026, il valore complessivo degli unicorni è stimato a circa 0,77 volte rispetto all'ultima valutazione, il livello più basso tra i principali mercati, contro un più solido 0,97 in Svezia e 0,87 in Germania.

Figura 21: Volume cumulato e valutazione degli unicorni attivi nell'UE-27 e nel Regno Unito per anno di fondazione



Fonti: CBInsights Allianz Research

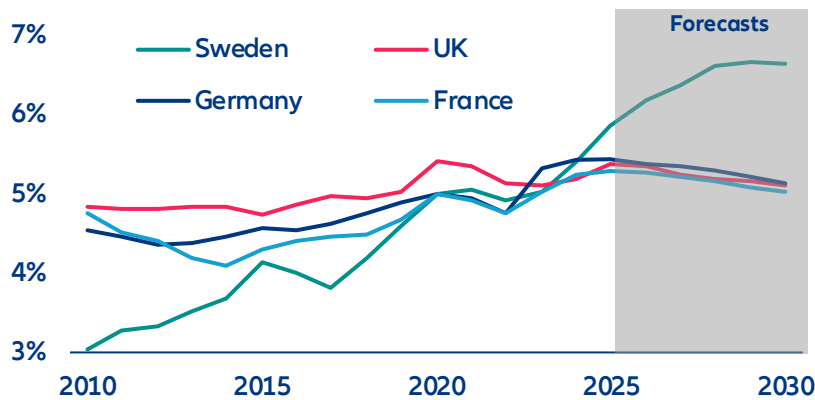
Figura 22: Suddivisione settoriale dell'attuale ecosistema di unicorn nel Regno Unito (per volume)



Fonti: CBI Insights Allianz Research

Pattern divergente: il peso della tecnologia è in lieve calo nel Regno Unito. Il settore ICT è cresciuto nell'economia britannica più lentamente rispetto al continente — circa +5,6% l'anno contro il +6% in Francia e il +7% in Germania e Svezia — e il divario continua ad ampliarsi. La Svezia, in particolare, si distingue puntando verso circa il 6,5% della produzione entro il 2030, mentre il Regno Unito si stabilizza vicino al 5%. Le cause sono molteplici e si sommano tra loro. A livello domestico, finanza, assicurazioni e sanità assorbono gran parte dei capitali, penalizzando gli investimenti in hardware e deep-tech che aumenterebbero davvero il peso dell'ICT. Lo shock energetico e inflattivo del 2022 ha colpito il Regno Unito più duramente rispetto all'Europa continentale e, senza accesso ai fondi strutturali dell'UE, il Paese si affida quasi esclusivamente al venture capital privato, che finanzia soprattutto software e non semiconduttori. Il problema più profondo è strutturale: i sistemi formativi europei, soprattutto nelle discipline ingegneristiche, alimentano un flusso più consistente di competenze verso la meccanica avanzata e l'AI di frontiera, mentre l'autorità britannica per l'innovazione segnala che la carenza di competenze scientifiche e ingegneristiche è ormai strutturale. Questo è il punto chiave: come evidenziato dal *UK Innovation Report* del Cambridge Industrial Innovation Policy, ridurre il divario dimensionale del Paese richiede capacità complementari — competenze, profondità delle catene di fornitura e capacità produttiva — non solo maggior capitale. Infine, manca un vero campione nazionale nel settore ICT: la principale azienda tecnologica britannica si colloca solo al 389° posto a livello globale per spesa in ricerca e sviluppo. Senza un attore trainante, non c'è un "motore" capace di creare un ecosistema industriale attorno a sé.

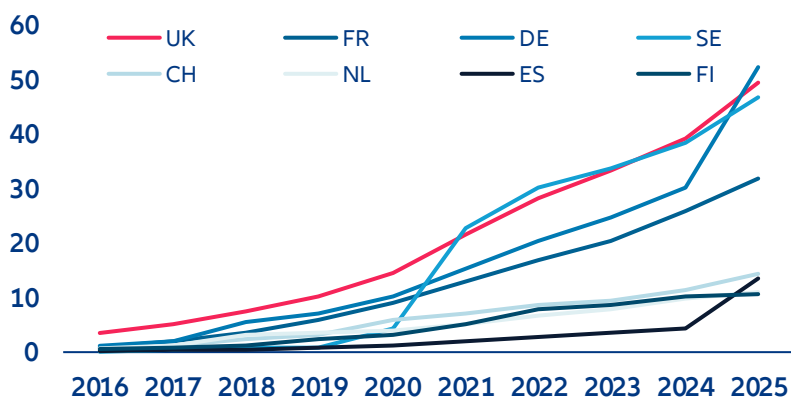
Figura 23: Evoluzione del peso del settore ICT in alcune economie europee (basata sulla produzione lorda)



Fonti: Oxford economics, Allianz Research

E la prova emerge proprio nell'intelligenza artificiale. Se si restringe lo sguardo al capitale specifico per l'AI, il vantaggio britannico svanisce: tra il 2020 e il 2025 il Regno Unito ha attirato circa 39 miliardi di dollari, dietro sia alla Germania (45 miliardi) sia alla Svezia (46 miliardi). Inoltre, i flussi sono cresciuti recentemente solo del +21% annuo, contro il +24% della Francia e il +37% della Germania — con una Spagna in forte accelerazione al +70%. Questo divario evidenzia la posizione del Regno Unito nella catena del valore: forte nei materiali — substrati per semiconduttori composti, chimica specializzata — ma assente nelle componenti che generano maggiore crescita nel tempo. Rispetto ai partner europei, il Regno Unito non produce macchine litografiche né offre modelli avanzati proprietari o servizi cloud sovrani. Londra ospita uno dei più grandi parchi di data center in Europa, ma affittare spazio nei server non equivale a possedere i chip, i modelli e le infrastrutture cloud che li alimentano. Questo è il vero giudizio sulla Brexit come "liberazione": invece di rappresentare un'occasione per svincolarsi e puntare sulle nuove frontiere, l'uscita dall'UE ha spinto il Regno Unito verso l'interno — rafforzando finanza, assicurazioni e software, cioè i settori già consolidati — piuttosto che quelli emergenti dove Francia, Paesi Bassi e Svezia stanno investendo. La pandemia e la crisi energetica hanno certamente pesato, ma non spiegano tutto: gli stessi shock hanno colpito il continente, eppure altri paesi ne sono usciti investendo e costruendo, non arretrando. Il magnete continua a funzionare — ma attira capitali in un campo più ristretto e familiare, mentre le nuove frontiere vengono sviluppate altrove.

Figura 24: Investimenti privati cumulati nelle aziende di intelligenza artificiale nei paesi europei dal 2016

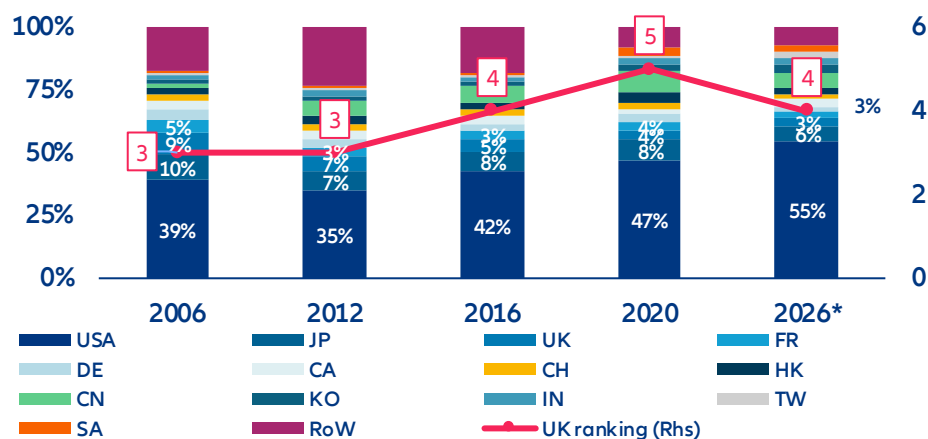


Fonti: Center for Security and Emerging Technology (2026), Allianz Research

Anche il mercato azionario britannico ha perso attrattiva. La stessa perdita di slancio si riflette nei mercati pubblici. Londra resta la quarta piazza azionaria mondiale per capitalizzazione — dopo Stati Uniti, Cina e Giappone — ma questa posizione è sempre più affollata, con Corea del Sud, Canada e Taiwan che si attestano ciascuno intorno al 3% di quota. L'attività di trading non si è ridotta: il turnover giornaliero è anzi aumentato dal referendum del 2016, passando da circa 3,8 a 4,8 miliardi di sterline. Tuttavia, questo riflette semplicemente un aumento globale dell'attività azionaria, ancora più marcato negli Stati Uniti e in alcune aree dell'Europa. Ciò che si è chiaramente ridotto è il peso relativo. La quota del Regno Unito nella capitalizzazione di mercato globale si è

quasi dimezzata, passando da circa l'8,5% nel 2006 al 5% nel 2016, per poi scendere ulteriormente fino a circa il 3% nel 2026 — mentre gli Stati Uniti sono saliti dal 42,5% al 54,5% nello stesso periodo. Inoltre, le azioni britanniche vengono scambiate con uno sconto del 15–20% rispetto ai loro omologhi dell'Eurozona, un divario rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi anni.

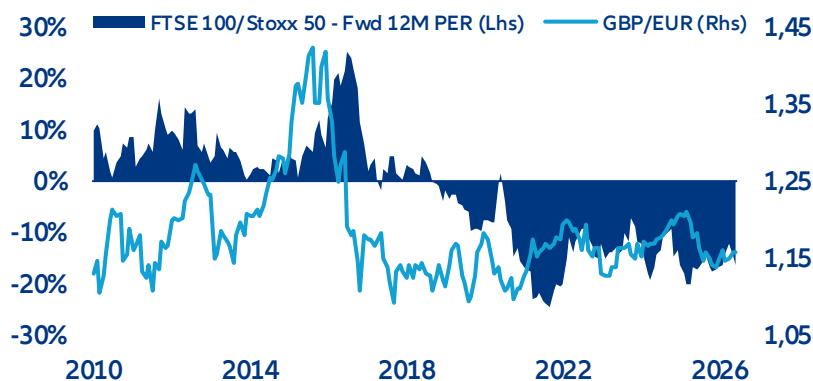
Figura 25: Quota di mercato delle principali borse valori in base alla capitalizzazione di mercato



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

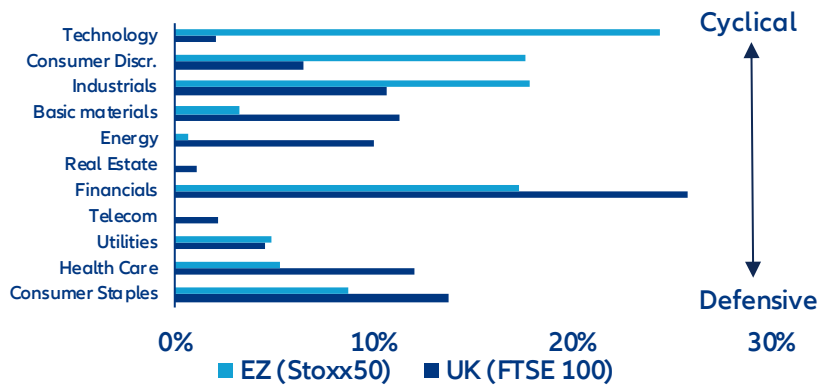
Il persistere dei premi per il rischio post-Brexit e il profilo a bassa tecnologia penalizzano l'attrattività del mercato azionario. Le radici sono più profonde della Brexit — il declino era già in corso ben prima del 2016 — ma la separazione non ha certo aiutato. Questo sconto persistente si accompagna a una sterlina che non si è mai pienamente ripresa rispetto a euro e dollaro, e a un premio di rischio politico ormai strutturale: gli investitori globali hanno ridotto le valutazioni degli asset britannici dopo il referendum senza più riportarle ai livelli precedenti. Il fattore più penalizzante, però, è la composizione. L'indice londinese è strutturalmente difensivo — con forte presenza di finanziari, energia, sanità e beni di consumo di base, e poca esposizione ai settori ciclici — proprio mentre i mercati sono stati fortemente orientati al rischio, trainati dal boom dell'intelligenza artificiale. Con la tecnologia che pesa appena il 2% dell'indice, il Regno Unito non ha l'esposizione necessaria per beneficiare di questo rally: la sua composizione protegge nelle fasi di volatilità e avversione al rischio, ma limita il potenziale di crescita proprio quando, come oggi, il mondo cerca crescita. In sintesi, il mercato azionario riflette l'economia dell'innovazione che lo sostiene: sicuro, familiare e sempre più distante dalle nuove frontiere dello sviluppo.

Figura 26: Valutazione relativa dell'azionario britannico rispetto ai pari dell'Eurozona



Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 27: Differenze nella classificazione settoriale

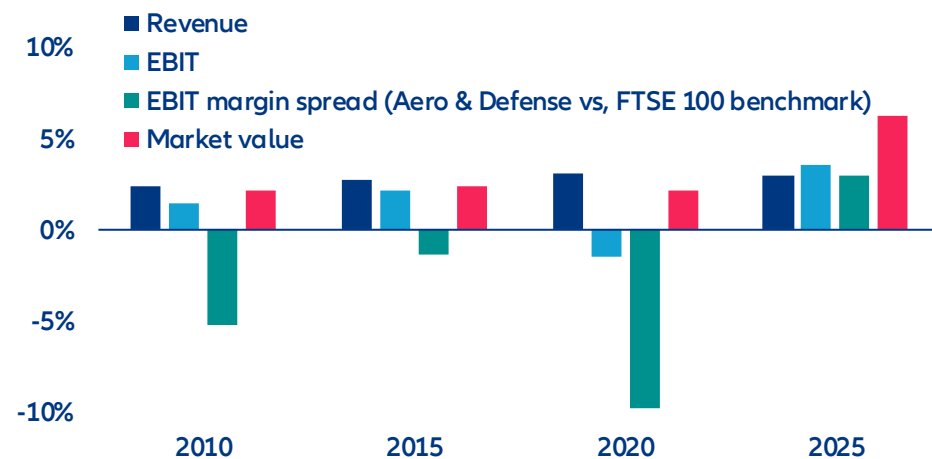


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Box: Difesa – Agire o restare indietro

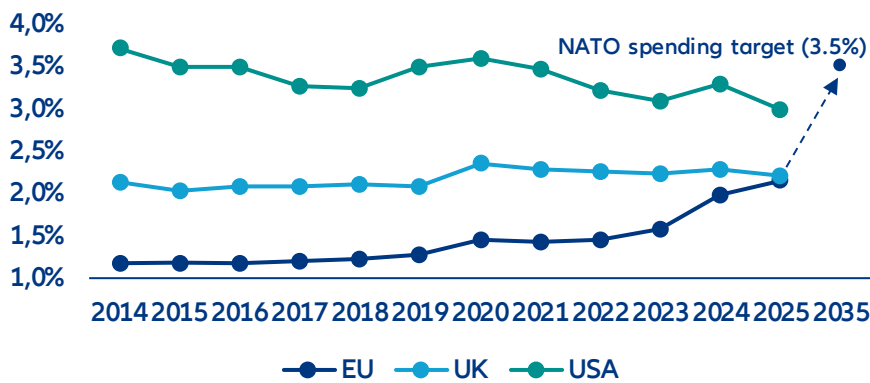
La guerra tra Russia e Ucraina ha offerto all'azionario europeo uno dei suoi asset più rari: una vera storia di crescita europea in cui il Regno Unito appare poco brillante rispetto ai suoi pari. I titoli continentali hanno registrato un 2025 eccezionale: l'indice STOXX Europe Total Market Aerospace & Defence ha reso circa il 68% nei dodici mesi fino all'inizio del 2026, portando il rialzo cumulato dall'invasione russa del febbraio 2022 a circa il 260%. Rheinmetall — considerata un indicatore del riarmo — è salita di circa il 150% nel solo 2025 e di oltre il 1.000% rispetto ai livelli pre-guerra. Da allora lo slancio si è attenuato: l'indice STOXX Europe Aerospace & Defence è in calo di circa l'1% da inizio anno, contro circa il +5% dello STOXX 600 (fine maggio 2026), e Rheinmetall si trova circa il 38% sotto il picco di gennaio — una fase di consolidamento, non un'inversione. Il Regno Unito cattura solo una quota limitata di questo effetto positivo: i principali titoli della difesa nel paese hanno circa triplicato il loro peso nel FTSE 100 dal 2020, ben oltre il benchmark, ma partendo da una base così bassa che il settore aerospazio e difesa resta quasi irrilevante nell'indice. Il caso degli Stati Uniti è ancora diverso e spesso sopravvalutato come "dividendo Ucraina": l'indice S&P Aerospace & Defense Select ha registrato un rendimento di circa il 54% nell'ultimo anno, superando comodamente lo S&P 500. Tuttavia, su base equiponderata questo risultato favorisce tanto le aziende più piccole nel settore spazio e droni quanto i grandi gruppi aerospaziali. I principali colossi, infatti, hanno sottoperformato: Lockheed Martin ha perso circa il 13% nell'ultimo anno, rendendo meno dello S&P 500, lasciando le grandi aziende statunitensi a sconto rispetto ai concorrenti europei con valutazioni più elevate — più un effetto del ciclo di spesa domestica (circa 1.000 miliardi di dollari previsti per il FY26) che un vero premio legato al conflitto.

Figura 28: Peso delle principali aziende del settore aerospazio e difesa all'interno dell'indice FTSE 100 (espresso in termini di ricavi degli ultimi 12 mesi, EBIT e valore di mercato)



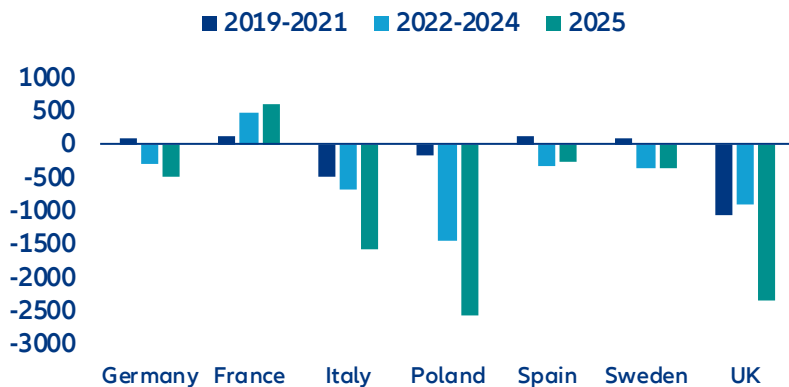
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 29: Evoluzione della spesa militare come percentuale del PIL nell'UE, nel Regno Unito e negli Stati Uniti



Sources: NATO, Allianz Research

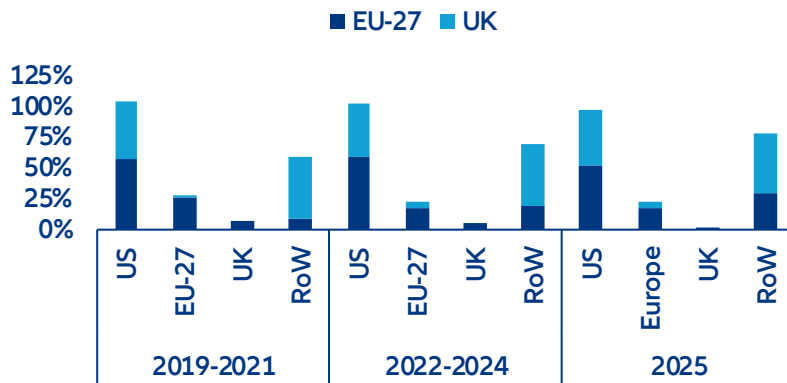
Figura 30: Saldo commerciale dei paesi europei con gli Stati Uniti in termini di trasferimenti di armi ed equipaggiamenti militari (in milioni di valori indicatore di tendenza SIPRI – TIV*)



Fonti: Sipri, Allianz Research

Né la guerra né un ritiro degli Stati Uniti hanno spinto la Gran Bretagna dentro il sistema di difesa europeo. Il grafico lo mostra chiaramente: in tutte le fasi considerate, inclusi gli anni di guerra 2022–2024, gli approvvigionamenti del Regno Unito da fornitori dell'UE-27 restano limitati e nel 2025 si riducono ulteriormente verso livelli minimi, mentre il Paese rimane fortemente dipendente da equipaggiamenti statunitensi, in particolare velivoli da combattimento e munizioni. Per questi ultimi, il Regno Unito è l'unico partner industriale nazionale "Livello 1" di Washington nel programma F-35, con circa il 15% di ogni velivolo prodotto nel Regno Unito. La conseguenza è un'occasione mancata. Dopo aver avviato negoziati per accedere al fondo europeo di riarmo SAFE da 150 miliardi di euro in seguito al patto di sicurezza di maggio 2025, Londra si è ritirata a fine novembre a causa della quota di ingresso e delle condizioni sugli appalti — Bruxelles avrebbe richiesto circa 6,75 miliardi di euro, mentre il Canada è entrato con circa 10 milioni — relegando le imprese britanniche allo status di "paese terzo", con un limite del 35% sul valore di ciascun contratto finanziato. Con i 150 miliardi già assegnati agli Stati membri (solo la Polonia circa 44 miliardi), il primo round è ormai chiuso. Il contesto di conflitto globale aveva offerto alla Gran Bretagna una porta aperta verso l'integrazione industriale nella difesa europea e una pipeline di domanda pluriennale a sostegno dei ricavi delle sue grandi aziende; invece, ha scelto di restare ancorata al dollaro.

Figura 31: Distribuzione regionale delle importazioni di armi e armamenti per fornitore (dati espressi in milioni di valori indicatore di tendenza SIPRI – TIV)



Fonti: Sipri (weapons trade), Allianz Research

Rischi di stallo: i vincoli di finanziamento potrebbero penalizzare una roadmap ambiziosa. Sulla carta la traiettoria è audace – 2,6% del PIL entro il 2027 in direzione del nuovo obiettivo NATO del 3,5% entro il 2035 (5% complessivo) – e il Regno Unito è inserito in una fitta rete di impegni di partnership, da AUKUS allo strumento SAFE fino al programma trilaterale GCAP con Giappone e Italia. Nella pratica, però, un gap di finanziamento di circa 28 miliardi di sterline e un Piano di Investimenti per la Difesa più volte rinviato hanno reso queste ambizioni ostaggio di un Tesoro riluttante a aumentare l'indebitamento e di un governo preoccupato che gli aumenti fiscali necessari per colmare il divario renderebbero l'agenda politicamente tossica. Il GCAP è un esempio concreto: in assenza di un contratto di lungo periodo, il programma procede con un accordo ponte da circa 686 milioni di sterline che finanzia le attività solo fino a fine giugno 2026, mentre cresce la frustrazione di Italia e Giappone, che spingono il governo britannico a fornire garanzie finanziarie. Per la base industriale nazionale il segnale è corrosivo: l'immobilismo di oggi indebolisce le basi per investimenti in capacità domani e erode l'argomento chiave di cui le grandi aziende hanno bisogno per attrarre capitali – proprio mentre i concorrenti accelerano. Il rischio non è un cambio di rotta nelle intenzioni, ma un progressivo divario di credibilità tra ciò che la Gran Bretagna promette e ciò che finanzia realmente.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.