

Focus

I dazi di Trump: prospettive variabili

Gli ultimi tre mesi sono stati fortemente condizionati dalla messa a terra dell'aggressiva politica commerciale statunitense, sfociata negli annunci di dazi decisamente più elevati di quanto ci si aspettasse durante il cosiddetto Liberation Day (2 aprile) e nell'avvio della successiva fase negoziale, con la sospensione delle tariffe reciproche e alcuni accordi già raggiunti che lasciano pensare a un risultato finale di dazi mediamente più elevati rispetto a prima dell'amministrazione Trump ma su livelli gestibili. Al netto della volatilità alimentata da queste dinamiche, il debito sovrano delle economie emergenti si trova, in media, supportato da politiche monetarie che saranno ancora espansive in uno scenario che resta molto incerto e soprattutto differenziato per le singole economie. Molte valute sono inoltre condizionate dall'ampio movimento accusato dal dollaro e dal contestuale rafforzamento dell'euro, che ha migliorato le ragioni di scambio dei paesi che lo hanno subito (al netto dei dazi) senza peggiorare significativamente le prospettive di raffreddamento dei prezzi, favorite dal calo delle quotazioni delle materie prime energetiche.

AUD – Atteso stabilizzarsi grazie alla riconferma del Governo e alla cautela della RBA.

NZD – Sostenuto dalla fiducia sulle trattative commerciali fra USA e Cina in attesa della RBNZ.

HUF – L'approccio cauto della MNB dovrebbe limitare il ribasso del fiorino contro euro.

PLN – Il rallentamento dell'economia e il calo dei tassi di interesse rischiano di pesare sullo zloty.

TRY – Si complica lo scenario sulla Turchia e la lira rischia di essere ulteriormente penalizzata.

RUB – Le ipotesi di maggior serenità intorno alla Russia potrebbero ulteriormente favorire il rublo.

ZAR – Danneggiato dai dazi, dalla frenata dell'economia e dall'instabilità politica interna.

BRL – Il real rischia di indebolirsi contro euro se dovesse aumentare l'incertezza economica.

13 maggio 2025 - 15:05 CET

Data e ora di produzione

Valute

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Paolo Leoni

Analista Finanziario

Fulvia Riso

Analista Finanziario

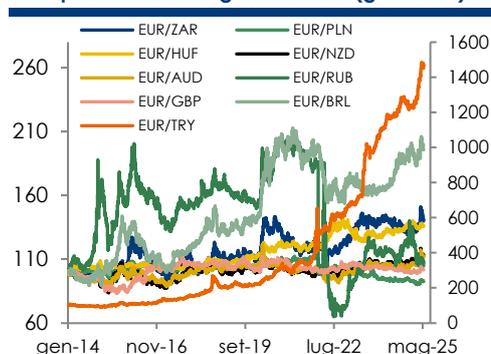
Mario Romani

Analista Finanziario

13 maggio 2025 - 15:12 CET

Data e ora di circolazione

Principali valute emergenti vs. euro (gen. 2014)



Note: 01.01.2014 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rendimenti

	Tasso a 2 anni (%)	Tasso a 10 anni (%)	CDS (pb)
Stati Uniti	4,0	4,4	56
Germania	1,9	2,7	13
Australia	3,5	4,4	12
Nuova Zelanda	3,3	4,6	19
Ungheria	6,4	6,9	131
Polonia	4,6	5,4	73
Turchia	42,4	31,8	311
Russia	16,8	15,4	ND
Sud Africa	8,0	10,5	212
Brasile	13,8	13,9	165

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cambi

EUR/USD	1,1110
EUR/AUD	1,7348
EUR/NZD	1,8868
EUR/HUF	405,0
EUR/PLN	4,25
EUR/TRY	43,15
EUR/ZAR	20,33
EUR/BRL	6,29
EUR/RUB	89,66

Fonte: Bloomberg

AUD: stabile grazie alla riconferma del Governo e alla cautela della RBA

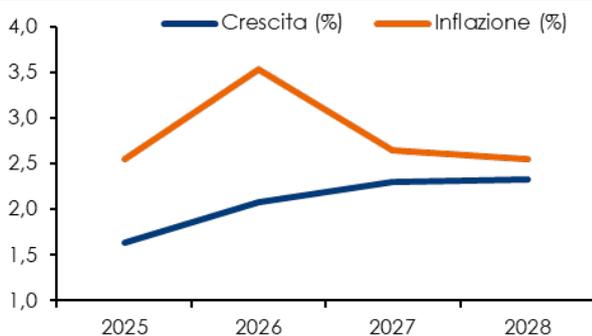
Scenario macro. Nel 4° trimestre l'economia ha interrotto la lunga recessione in termini di PIL pro-capite grazie a una crescita di +0,6% t/t, guidata dai consumi. La ripresa di questi dovrebbe però divenire strutturale perché l'espansione economica persista: da questo punto di vista influisce positivamente l'inflazione in calo, anche se rimangono rischi occupazionali e politici.

Nel 4° trimestre l'economia australiana ha registrato un'importante accelerazione (+0,6% t/t da +0,3% del periodo precedente) grazie al cambio di passo dei consumi (+0,4% da -0,1%), che hanno però beneficiato di fattori da considerarsi in larga misura transitori, come sconti, sovvenzioni governative, vantaggi fiscali e buone condizioni del mercato del lavoro. La performance positiva dei consumi ha consentito una crescita economica più veloce di quella della popolazione (+2% a/a, dovuta all'immigrazione), interrompendo così la serie di sette variazioni congiunturali negative per il PIL pro-capite (salito di +0,1% t/t). La persistente ripresa dei consumi rappresenta un elemento fondamentale affinché l'espansione economica continui nel 2025: quest'ultima potrebbe essere, da un lato, favorita dall'inflazione in calo (nel 1° trimestre s'è attestata a +2,4% a/a) ma, dall'altro, ostacolata dal rallentamento della crescita salariale e dall'indebolimento dell'occupazione a tempo pieno. Ulteriori rischi potrebbero derivare dalle guerre commerciali internazionali, con gli USA che hanno finora previsto un'aliquota del 10% sui prodotti australiani, anche se pesa il dazio su acciaio e alluminio (la tensione creata da Washington ha favorito la riconferma del governo laburista alle recenti elezioni australiane).

Politica monetaria. A febbraio la RBA ha avviato un ciclo espansivo portando il cash rate al 4,1% (-25pb), poi mantenuto ad aprile, nell'attesa di conferme circa la sostenibilità del percorso discendente dei prezzi. Le previsioni dell'istituto includono ulteriori tagli per 50pb entro la fine del 2025 ma il rallentamento occupazionale potrebbe rendere necessario un taglio ulteriore di 25pb.

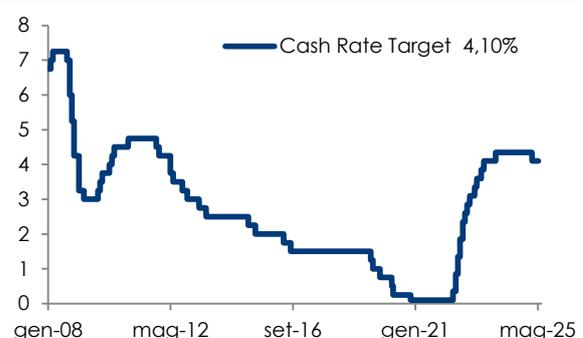
La Reserve Bank of Australia (RBA) ha mantenuto i tassi invariati per oltre un anno, dopo un rapido inasprimento terminato a novembre 2023. A febbraio 2025, per la prima volta dal 2020, ha tagliato i tassi di 25pb, portando il tasso di riferimento al 4,1% e lasciandolo stabile ad aprile. La banca centrale, pur riconoscendo una moderazione dell'inflazione core in linea con le proprie previsioni, ha preferito un approccio cauto, attendendo ulteriori conferme circa la sostenibilità del percorso dei prezzi verso il centro del range obiettivo (2-3%) ed evidenziando l'incertezza interna (legata al lento rialzo della produttività) ed esterna (tensioni commerciali internazionali). Riguardo a quest'ultimo aspetto, la RBA ha lasciato emergere la possibilità di un'azione tempestiva qualora gli sviluppi globali rappresentassero rischi significativi per l'attività economica interna e l'inflazione. Prospettivamente, le previsioni della RBA includono ulteriori tagli per un totale di 50pb entro la fine del 2025, al fine di ridurre la restrittività della politica monetaria e avvicinare il cash rate al tasso neutrale, recentemente rivisto al 3% circa. A nostro avviso, il rallentamento del mercato del lavoro potrebbe richiedere un ulteriore taglio di 25pb.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook, aprile 2025

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Il favorevole contesto politico, dopo la riconferma dell'esecutivo in carica per un secondo mandato, unito alla politica monetaria prudente della Reserve Bank of Australia dovrebbero consentire al dollaro australiano di non svalutarsi eccessivamente.

Dopo la debolezza registrata in aprile, coincidente con le nuove tariffe commerciali introdotte da Trump, che hanno scosso tutte le valute emergenti, il dollaro australiano ha iniziato un deciso recupero contro euro (e dollaro USA). A sostenere l'apprezzamento della valuta ha contribuito anche l'esito della tornata elettorale del 3 maggio. La vittoria dei Laboristi ha garantito al premier Albanese un secondo mandato consecutivo (un evento che non accadeva in Australia da vent'anni), consentendo così al Partito laburista di proseguire l'implementazione delle proprie politiche di sostegno sociale. I sussidi governativi introdotti nel precedente mandato hanno contribuito al recupero del ciclo economico sul finale di 2024 e potrebbero sostenerlo anche nel corso del 2025, alimentando la ripresa dei consumi interni. Questa prospettiva pensiamo possa supportare il dollaro australiano, così come la volontà espressa dal riconfermato esecutivo di dare priorità alla gestione delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, oltre che al sostegno dell'economia nazionale. Il favorevole contesto politico, unito ad una politica monetaria prudente della Reserve Bank of Australia, dovrebbe consentire alla moneta di non svalutarsi eccessivamente contro euro nei prossimi trimestri.

Outlook sui bond. La curva delle scadenze ha beneficiato di una discesa dei rendimenti sulle scadenze più brevi. Ai livelli attuali, i rendimenti continuano ad essere interessanti, in particolare sui bond di durata più lunga. Confermiamo la view Moderatamente Positiva.

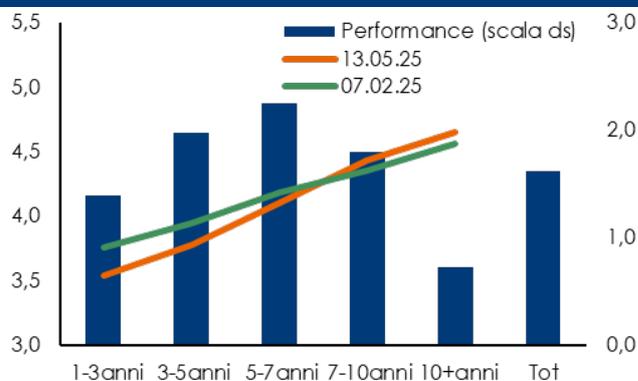
Da inizio febbraio la performance dei bond australiani è stata positiva, intorno al 2%. Il ritorno totale deriva da un irripidimento della curva delle scadenze, che ha visto stabili i tassi sul tratto lungo e in discesa di una trentina di pb quelli di durata breve o intermedia. Il ritorno totale diviene negativo (intorno al -3%) una volta convertito in euro, a causa del contestuale indebolimento della valuta. Ai livelli attuali, il mercato monetario anticipa un nuovo taglio dei tassi con certezza nella riunione del 20 maggio e altre due riduzioni entro la fine del 2025. Nel complesso, dopo il movimento recente, il posizionamento del mercato appare moderatamente più espansivo rispetto a quello della banca centrale. Le prospettive domestiche ancora non brillanti e la minore tensione a livello internazionale, con l'avvio della fase negoziale della politica commerciale statunitense, potrebbero rappresentare fattori di supporto al settore. In particolare, se, a fronte di minori dazi, anche la Fed riprendesse la fase di riduzione dei tassi, la RBA potrebbe rivelarsi più espansiva di quanto dichiarato e di quanto finora atteso. Confermiamo la view Moderatamente Positiva.

Cambio EUR/AUD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 07.02.2025 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Note: indici di total return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/AUD

Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/AUD	1,7348	1,78	1,77	1,77	1,77	1,69
Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/AUD	1,7348	1,78	1,77	1,75	1,69	1,71

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Australia, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Aaa	Stabile	AAA	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Aaa	Stabile	AAA	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	1,6	2,1	2,3	2,3
Inflazione (%)	2,6	3,5	2,6	2,5
Surplus o Deficit/PIL (x)	-2,6	-1,6	-1,3	-1,5
Tasso di disoccupazione (%)	4,3	4,5	4,5	4,5
Partite Correnti (% PIL)	-3,1	-3,4	-3,4	-3,4
Riserve (mld USD)	62 (*)			

Indicatori finanziari

Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Tasso di riferimento	4,10	0	-25
Tasso a 2 anni	3,54	28	-32
Tasso 10 anni	4,43	3	7
CDS a 5 anni in pb, in USD	12	-5	1

Altre variabili (variazioni in %)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Valuta vs EUR (**)	1,7348	3,4	-3,5
Valuta vs USD (**)	0,6372	1,2	3,5
Indice azionario	8.234	8,2	1,4

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Outlook sulla valuta. Gli esiti positivi dei recenti negoziati commerciali tra USA e Cina potrebbero favorire il recupero delle valute emergenti e, fra queste, il dollaro neozelandese. Un elemento che invece potrebbe frenarlo è l'atteggiamento accomodante della RBNZ, pronta a proseguire il suo percorso di ribasso dei tassi.

La dinamica del dollaro neozelandese, da inizio anno, è simile a quella del dollaro australiano. La valuta si è infatti indebolita ad aprile, in coincidenza con l'introduzione delle nuove tariffe di Trump e l'aumento della tensione con la Cina. La guerra commerciale americana e, in particolare, la mole dei dazi rivolti al gigante asiatico sono stati una causa del ribasso della divisa, visto che l'economia neozelandese è fortemente correlata a quella cinese, scossa dalle tensioni con gli Stati Uniti. L'avvio di molte trattative commerciali fra la Casa Bianca e i diversi paesi colpiti nel "Liberation Day" ha però alimentato l'ottimismo degli investitori, riducendo la volatilità sui mercati azionari e obbligazionari, che hanno praticamente riassorbito tutte le perdite accumulate. La speranza degli operatori sulle valute è che anche le divise emergenti possano recuperare (fra queste il dollaro neozelandese), soprattutto visti gli esiti positivi dei recenti negoziati commerciali tra USA e Cina, recentemente svoltisi in Svizzera. Un elemento che potrebbe invece frenare il recupero è l'atteggiamento della RBNZ, che ha sottolineato i rischi al ribasso per un'economia molto votata all'interscambio commerciale come premessa per il prosieguo dell'allentamento monetario.

Outlook sui bond. La performance moderatamente positiva dei titoli neozelandesi si spiega con l'irripidimento della curva e il flusso cedolare consistente. Ai livelli attuali, i rendimenti ci sembrano eccessivamente ottimisti sul fronte dell'allentamento monetario e meno attraenti rispetto ai Treasury. Modifichiamo la view a Moderatamente Negativa da Neutrale.

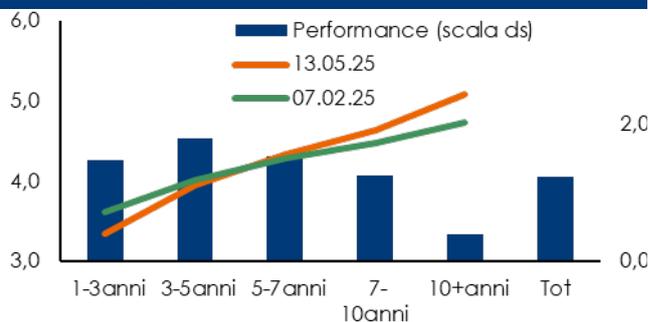
La performance da inizio febbraio dei titoli neozelandesi, espressa in valuta locale, è stata moderatamente positiva grazie a un irripidimento della curva dei rendimenti - con un calo sulle scadenze più corte e un moderato aumento del tratto lungo - oltre che al consistente flusso cedolare. Il ritorno totale diventa negativo una volta convertito in euro a seguito del contestuale deprezzamento del dollaro neozelandese. Ai livelli attuali, il mercato monetario anticipa ancora tre tagli entro fine anno, con un pavimento per il target rate al 2,75% nei primi mesi del prossimo anno. Queste aspettative ci sembrano più ottimistiche di quanto implicherebbero lo scenario sopra descritto e lo stimolo che dovrebbe arrivare a consumi e investimenti dai precedenti tagli dei tassi, attraverso la trasmissione, seppur lenta, delle scelte di politica monetaria sull'economia. Date queste considerazioni, modifichiamo la view sul settore a Moderatamente Negativa da Neutrale.

Cambio EUR/NZD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 07.02.2025 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Note: indici di total return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/NZD

Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/NZD	1,8868	1,90	1,90	1,89	1,89	1,80
Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/NZD	1,8868	1,93	1,92	1,93	1,85	1,90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Nuova Zelanda, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Stabile	AA+	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Stabile	AA+	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	1,4	2,7	2,7	2,3
Inflazione (%)	2,0	2,0	2,0	2,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,2	-4,0	-2,5	-1,4
Tasso di disoccupazione (%)	5,3	5,3	4,7	4,5
Partite Correnti (% PIL)	-4,9	-4,7	-4,4	-4,0
Riserve (mld USD)	23 (*)			

Indicatori finanziari

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
CDS e Tassi (variazioni in pb)			
Tasso di riferimento		3,50	0
Tasso a 2 anni		3,34	11
Tasso 10 anni		4,63	-13
CDS a 5 anni in pb, in USD		19	0

Altre variabili (variazioni in %)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Valuta vs EUR (**)	1,8868	2,3	-1,9
Valuta vs USD (**)	0,5889	0,2	5,3
Indice azionario	12.787	6,4	-2,5

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HUF: l'approccio cauto della MNB dovrebbe limitare il ribasso del fiorino

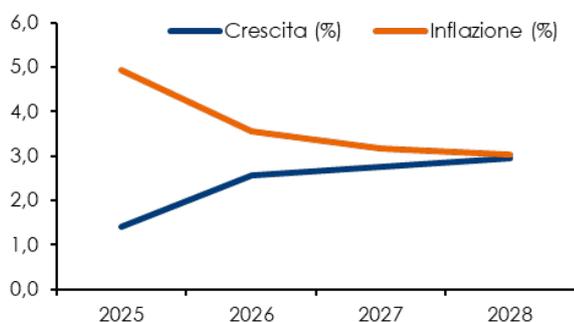
Scenario macro. Dopo aver chiuso il 2024 con una crescita media dello 0,6%, il 1° semestre di quest'anno si sta rivelando debole mentre nella seconda parte dell'anno si dovrebbe profilare una graduale ripresa grazie ai consumi, favoriti dai tagli fiscali. L'inflazione dovrebbe rimanere elevata (+4,5% a fine 2025) a causa dell'intensa crescita salariale.

Dopo aver chiuso il 2024 con una crescita media dello 0,6%, l'economia ungherese è tornata a contrarsi nel 1° trimestre (-0,2% t/t), evidenziando l'importante ruolo del canale estero: la debolezza della Germania, primo partner commerciale, ha pesato sull'attività industriale, mentre più incerto è l'impatto dell'aggressiva politica commerciale statunitense, i cui effetti diretti e indiretti sull'economia potrebbero essere attutiti sia per l'avvio della fase negoziale sia per i legami non particolarmente stretti tra i due paesi. Una graduale ripresa dovrebbe profilarsi nel 2° semestre, così da portare a una crescita in media d'anno di +2%: i consumi dovrebbero infatti beneficiare dei tagli fiscali (esenzioni per le madri e IVA ridotta per i pensionati) annunciati dal Governo in vista delle elezioni 2026 (misure che peggioreranno probabilmente i conti pubblici) e la prospettiva di una pace in Ucraina potrebbe migliorare il sentiment. Le tensioni sul mercato del lavoro si sono leggermente attenuate, ma la bassa disoccupazione (4,3% a marzo) determinerà probabilmente una crescita dei salari nominale vicina a +9% quest'anno, con conseguente vischiosità dell'inflazione (+4,2% a/a a marzo e prevista a 4,5% a fine anno).

Politica monetaria. La MNB ha mantenuto il tasso di riferimento al 6,5% anche ad aprile. Il nuovo governatore Varga ha sottolineato la necessità di una politica monetaria "disciplinata e paziente" a causa dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche. Riteniamo comunque che l'allentamento monetario possa riprendere nel corso del 2025.

Dopo il taglio di 25pb a settembre, motivato dal rientro dell'inflazione nell'intervallo obiettivo e dalla debolezza economica, la National Bank of Hungary (MNB) ha deciso di mantenere invariato l'assetto per sette incontri consecutivi. Ad aprile, infatti, la banca centrale ha lasciato stabile al 6,5% il tasso di interesse principale, rimanendo (al pari con la Romania) con il tasso di riferimento più alto nell'UE. Il governatore M. Varga, che ha assunto la guida dell'istituto all'inizio di marzo, ha affermato che l'Ungheria dovrà perseguire una politica monetaria "disciplinata e paziente" a causa dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche. La politica monetaria darà priorità alla stabilità dei prezzi e dei mercati finanziari: è improbabile che la banca centrale si muova verso tagli dei tassi prima di avere chiare prove che l'inflazione sia in una fase di discesa sostenibile. La crescita annuale dei prezzi è rallentata per la prima volta in sei mesi a marzo, ma risulta ancora ben lontana dall'obiettivo del 3%. Riteniamo comunque che l'allentamento monetario possa riprendere nel corso di quest'anno, e prevediamo che il tasso di riferimento possa scendere al 5,75% entro dicembre 2025.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. La stabilità dei tassi sta consentendo al fiorino di non perdere eccessivo terreno rispetto all'euro, che è nel pieno del suo movimento di apprezzamento nonostante la politica monetaria espansiva della BCE. Il calo delle tensioni commerciali e il recupero dell'economia tedesca eviteranno un eccessivo indebolimento del fiorino nei prossimi trimestri.

Riteniamo che la costante conferma dei tassi di interesse, anche nella recente riunione di aprile, sia l'elemento chiave che limiterà la debolezza del fiorino ungherese, nonostante l'impatto delle tensioni commerciali e i riflessi negativi della frenata dell'economia tedesca sul ciclo domestico. Sul fronte politico, non si attenuano le tensioni con l'Unione Europea (UE), non solo per le posizioni filorusse e l'ostruzionismo in sede parlamentare verso le ulteriori restrizioni alle forniture di petrolio e gas, ma anche per la volontà di rallentare il processo di integrazione. Nelle scorse settimane il premier Orban ha ribadito che l'Ungheria non intende adottare l'euro a breve termine, affermando che la moneta unica è la scelta giusta per le economie forti ma non lo è per i paesi emergenti. Orban ha aggiunto che se l'Ungheria lo adottasse rischierebbe di rallentare il proprio sviluppo e non favorirlo. In conclusione, riteniamo che l'approccio di politica monetaria cauta e disciplinata dovrebbe limitare la svalutazione del fiorino nei confronti dell'euro nei prossimi trimestri, come emerge dalle stime di consenso. Una previsione basata sul ridimensionamento degli effetti negativi delle tariffe commerciali sull'auspicata ripresa dell'economia tedesca, che possa ridare vigore all'asfittico ciclo ungherese.

Outlook sui bond. La performance dei titoli da inizio settembre è stata moderatamente positiva grazie al flusso cedolare che ha compensato l'aumento dei rendimenti sul tratto lungo. I bond potrebbero beneficiare nei prossimi mesi di un contesto migliore di quanto anticipato dagli attuali elevati livelli di rendimento. Confermiamo la view a Moderatamente Positiva.

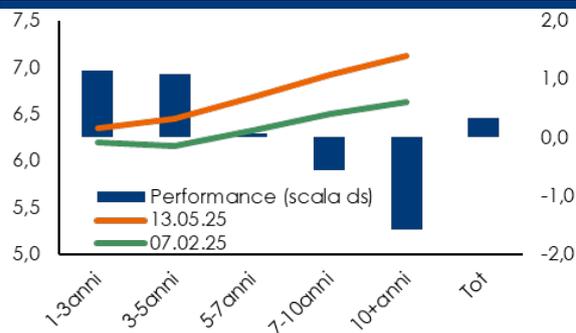
Il proseguimento della fase di immobilità sul fronte della politica monetaria, in un contesto in cui la vicina BCE ha continuato a tagliare i tassi, si è riflesso in un irripidimento della curva delle scadenze che ha visto penalizzati i titoli con durata più lunga. Da inizio febbraio, il ritorno totale è stato comunque positivo (circa +0,6%) grazie al flusso cedolare. La performance in euro migliora ulteriormente, attestandosi in area +0,9%, grazie al modesto recupero del fiorino nei confronti della valuta unica, riflesso tra le altre cose anche dell'ampliarsi dei differenziali di rendimento tra i due paesi. Ai livelli attuali, con tasso a due anni a 6,30% e quello a 10 anni intorno a 6,90%, i rendimenti continuano ad anticipare una stabilizzazione delle condizioni monetarie e un eventuale deterioramento sul fronte fiscale e dei prezzi nel lungo periodo. Queste prospettive ci sembrano più pessimiste di quanto offerto dal contesto macro. Inoltre, la relativa lontananza commerciale dall'economia statunitense potrebbe confermare la minore sensibilità dell'attività economica e degli asset finanziari ungheresi alle scelte dell'amministrazione Trump in termini di dazi. Alla luce di queste valutazioni e considerando il flusso cedolare ancora interessante, confermiamo la view Moderatamente Positiva sulle obbligazioni del paese, sempre sottolineandone la volatilità.

Cambio EUR/HUF (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 07.02.2025 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Note: indici di total return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/HUF

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/HUF	405	407,0	410,0	414,0	416,0	410,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Ungheria, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Baa2	Negativo	BBB	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Baa2	Negativo	BBB	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	1,4	2,6	2,8	3,0
Inflazione (%)	4,9	3,6	3,2	3,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-4,6	-4,2	-4,2	-4,0
Tasso di disoccupazione (%)	4,6	4,2	4,0	3,9
Partite Correnti (% PIL)	1,0	1,1	1,2	1,4
Riserve (mld USD)	38 (*)			

Indicatori finanziari

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
--	-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	6,50	0	0
Tasso a 2 anni	6,35	-29	-3
Tasso 10 anni	6,92	-17	37
CDS a 5 anni in pb, in USD	131	-16	6

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	405	1,2	1,6
Valuta vs USD (**)	365	-0,9	9,0
Indice azionario	93.732	10,3	18,2

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Ungheria, in %	2,97	3,03	
Perf. EMBI Indice, in %	3,62	2,66	
Perf. Euro EMBI Ungheria, in %	1,60	-0,33	
Perf. Euro EMBI Indice, in %	1,27	-0,21	
Spread EMBI Ungheria, in pb	150	-38	-4
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Ungheria, in pb	195	-36	29
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

PLN: il rallentamento dell'economia rischia di pesare sullo zloty

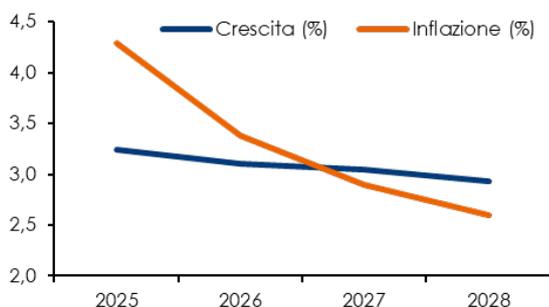
Scenario macro. L'economia sta attraversando una fase di debolezza (legata soprattutto alla manifattura) che dovrebbe essere superata nel 2° semestre grazie alla buona situazione occupazionale. Questa dovrebbe determinare un miglioramento dei redditi reali grazie all'inflazione moderata. Le tensioni commerciali internazionali generano però rischi al ribasso.

L'economia polacca ha registrato nel 2024 una crescita media annua di +2,9%, grazie a un'accelerazione nell'ultimo trimestre (+1,3% t/t) trainata da consumi e investimenti. Tuttavia, i più recenti indicatori ad alta frequenza hanno lasciato ipotizzare un indebolimento del ciclo nella prima metà del 2025: in particolare, la produzione di veicoli a motore, contrattasi per il quarto mese consecutivo a febbraio, ha evidenziato le difficoltà del comparto manifatturiero, in cui l'utilizzo della capacità produttiva nel 1° trimestre 2025 è sceso al 75%. L'inflazione, +4,2% a/a ad aprile, dovrebbe salire nei prossimi mesi a causa del rincaro dell'energia; prevediamo tuttavia un livello medio di +4,5% per il 2025. La buona situazione del mercato del lavoro (disoccupazione al 5,3% a marzo, con una soddisfacente dinamica salariale) dovrebbe consentire un trend positivo delle retribuzioni reali, tanto da portare a un'accelerazione della crescita nel 2° semestre e a un'espansione media annua di +3,1%. I rischi sono però orientati al ribasso per via dei dazi USA: questi, secondo le nostre stime, dovrebbero avere impatti negativi sulla crescita polacca di -0,25% nel 2025 e 2026.

Politica monetaria. A maggio la National Bank of Poland (NBP) ha ridotto il tasso di riferimento per la prima volta dall'ottobre 2023, con un taglio di 50pb portandolo al 5,25%. A causa delle residue pressioni inflazionistiche questo livello dovrebbe essere mantenuto fino a fine anno, ma la comunicazione opaca della banca centrale rende elevata l'incertezza sulle mosse future.

A maggio la National Bank of Poland (NBP) ha ridotto il tasso di riferimento per la prima volta dall'ottobre 2023, con un taglio di 50pb che l'ha portato al 5,25%. La decisione è stata presa dal momento che si sono registrati un inaspettato rallentamento dell'inflazione, un'attenuazione della crescita salariale e dati più deboli per l'economia. Durante l'accesa campagna elettorale in vista del voto per l'elezione del nuovo Presidente il prossimo 18 maggio, diversi candidati hanno chiesto di cominciare ad allentare la politica monetaria. Il governatore Glapinski ha puntualizzato che la "battaglia contro l'inflazione" non può ancora considerarsi vinta in scia anche alla politica fiscale accomodante. Queste dichiarazioni rendono, a nostro avviso, improbabile una prosecuzione dei tagli nel 2025, sebbene l'incertezza rimanga elevata: non solo la strategia di comunicazione della banca centrale ha mostrato qualche criticità (fino al mese scorso aveva apertamente sostenuto la necessità di tassi invariati fino al 2026), ma – per stessa ammissione dell'istituto – potrebbero pesare fattori esogeni, come l'andamento dell'inflazione all'estero a seguito, tra l'altro, dei cambiamenti nelle politiche commerciali delle principali economie.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Lo zloty è atteso rallentare contro euro lungo tutto l'orizzonte previsivo. Il taglio dei tassi volto a sostenere il ciclo economico, danneggiato dalla frenata tedesca e dalle tensioni commerciali, rischia di archiviare il rigore monetario e il contrasto all'inflazione fin qui adottati, col risultato di penalizzare la valuta domestica.

La banca centrale polacca è stata costretta ad abbandonare il proprio rigore monetario, tagliando i tassi nell'ultima riunione, cercando di allentare le condizioni di credito interne e ridare fiato all'economia, colpita dalle tensioni commerciali e dalla frenata del ciclo tedesco. Come nel caso dell'Ungheria e del fiorino, la crisi economica in Germania si è riflessa anche sul ciclo polacco, in deciso rallentamento rispetto alle attese di inizio anno e scosso dalle conseguenze negative delle tariffe introdotte da Trump. Le fortissime difficoltà del settore tedesco dell'auto, comparto in cui la manifattura polacca gioca un ruolo determinante, sono state la principale causa del rallentamento domestico. Gli elevati tassi reali, che avevano alimentato l'appeal dello zloty presso gli investitori per tutto il 2024, sono un ricordo del passato, specie se la banca centrale continuerà ad allentare le condizioni di credito nel tentativo di immettere carburante nel motore della crescita. Anche le ottimistiche previsioni del Governo Tusk (crescita vicina al 4% nel 2025, in parte grazie ai 35 miliardi di euro di fondi UE sbloccati lo scorso anno) appaiono improbabili, così come l'ambizioso piano di aumento degli investimenti esteri grazie a condizioni interne e tassi di remunerazione più vantaggiosi. Per tutti questi motivi, le previsioni di consenso vedono lo zloty rallentare contro euro (nonostante il prosieguo della politica monetaria espansiva della BCE) a causa del deterioramento dello scenario domestico.

Outlook sui bond. Da inizio febbraio, i rendimenti dei titoli in zloty sono scesi con uno spostamento parallelo verso il basso della curva, anticipando la ripresa dell'allentamento monetario dopo un anno di pausa. I rendimenti sono in linea con un allentamento monetario a un ritmo lento. Modifichiamo la view a Neutrale da Moderatamente Positiva.

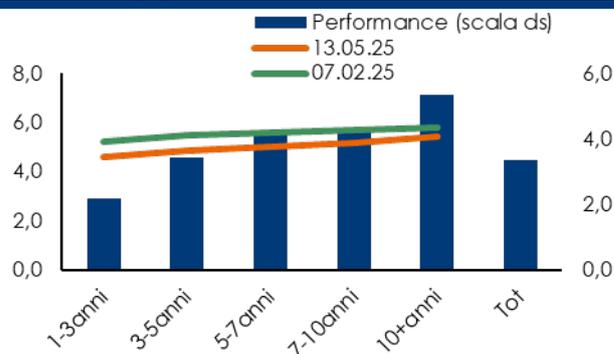
La performance in valuta locale dei titoli di Stato è stata moderatamente positiva, intorno al 3,5%, grazie al flusso cedolare e, soprattutto, alla discesa dei rendimenti di una cinquantina di pb lungo tutta la curva delle scadenze. Il ritorno totale diminuisce (intorno al 2,5%) una volta convertito in euro, sulla scia del deprezzamento dello zloty. Ai livelli attuali, il mercato monetario incorpora altri due tagli di 25pb nell'arco temporale dei prossimi 12 mesi. Queste aspettative ci sembrano in linea con le prospettive della banca centrale, anche alla luce del contesto domestico e internazionale. Inoltre, con considerazioni analoghe a quelle relative al debito sovrano ungherese, la Polonia dovrebbe essere poco sensibile alla politica commerciale protezionistica di Trump, con un potenziale beneficio relativo di questa posizione sia in termini economici che finanziari. Nel complesso, considerando anche la recente performance e l'attuale livello dei rendimenti, modifichiamo la view a Neutrale da Moderatamente Positiva, preferendo il debito ungherese a quello polacco.

Cambio EUR/PLN (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 07.02.2025 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Note: indici di total return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/PLN

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/PLN	4,25	4,28	4,29	4,30	4,30	4,26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Polonia, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
A2	Stabile	A-	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
A2	Stabile	A-	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	3,2	3,1	3,0	2,9
Inflazione (%)	4,3	3,4	2,9	2,6
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,2	-5,3	-4,5	-4,1
Tasso di disoccupazione (%)	2,9	3,0	3,0	3,2
Partite Correnti (% PIL)	-0,3	-0,7	-0,9	-1,1
Riserve (mld USD)	188 (*)			

Indicatori finanziari

Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	5,25	-50	-50
Tasso a 2 anni	4,62	18	-53
Tasso 10 anni	5,44	18	-46
CDS a 5 anni in pb, in USD	73	3	4

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	4,25	1,0	0,9
Valuta vs USD (**)	3,83	-1,1	8,3
Indice azionario	103.527	13,6	30,1

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Polonia, in %		2,09	3,03
Perf. EMBI Indice, in %		3,62	2,66
Perf. Euro EMBI Polonia, in %		1,29	0,69
Perf. Euro EMBI Indice, in %		1,27	-0,21
Spread EMBI Polonia, in pb	103	-22	-12
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Polonia, in pb	106	-29	-15
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

TRY: si complica il quadro turco e la lira rischia di essere penalizzata

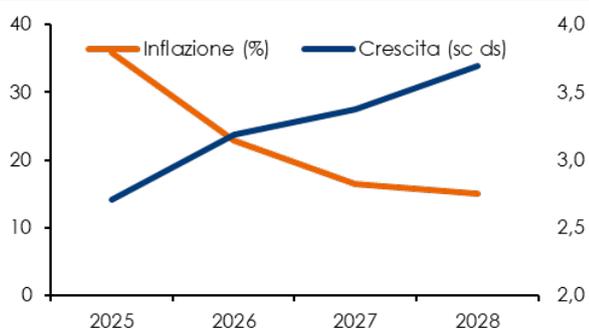
Scenario macro. A fine 2024 l'economia turca è cresciuta trainata dai consumi e dovrebbe continuare su questo percorso anche nel 2025 grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro. L'inflazione, sebbene soggetta a rischi al rialzo, dovrebbe rallentare nel corso dell'anno, mentre le misure protezionistiche USA dovrebbero rappresentare un rischio limitato per la crescita.

L'economia turca è riuscita ad interrompere la recessione tecnica delineatasi durante la parte centrale del 2024, con un'espansione di +1,7% t/t nel 4° trimestre, con la crescita annua che si attesta così a 3,2%. A trainare la ripresa è stata la solidità dei consumi, che dovrebbero rimanere forti anche nell'anno in corso, consentendo un tasso di crescita analogo a quello del 2024. La spesa delle famiglie è stata sostenuta dal costante miglioramento del mercato del lavoro, che dovrebbe garantire una persistente robustezza nei consumi anche nei prossimi mesi. Il tasso di disoccupazione a marzo è arrivato al 7,9%, minimo da 20 anni. A contrastare tale dinamica potrebbe intervenire nel breve periodo un peggioramento dell'inflazione, attestatosi a +37,9% a/a ad aprile, a causa della crisi valutaria conseguente l'arresto del sindaco di Istanbul Imamoglu; ci attendiamo comunque che a fine anno l'inflazione rientri a +24% a/a, anche se sono presenti rischi al rialzo legati alle politiche fiscali espansive e all'imposizione di prezzi politici. L'economia turca dovrebbe subire un impatto modesto dai dazi statunitensi (attualmente sulla Turchia pesa solo la tariffa universale del 10%).

Politica monetaria. La CBRT ad aprile ha dovuto sospendere l'allentamento monetario iniziato a dicembre a causa delle turbolenze valutarie riconducibili alle tensioni politiche interne. Attualmente dovrebbe mantenere un approccio cauto, riunione per riunione, per poi riprendere i tagli quando la tendenza disinflazionistica sarà ritenuta stabile.

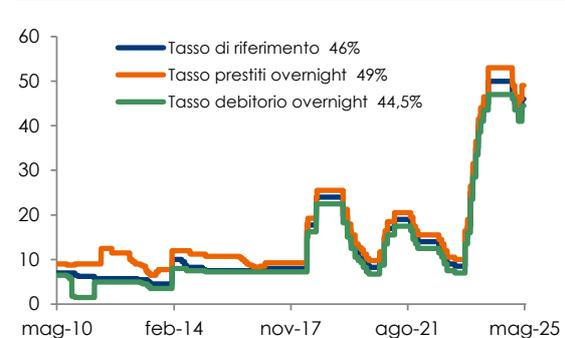
Dopo l'avvio dell'allentamento a dicembre 2024, la Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) ha continuato a ridurre il tasso ufficiale anche nel nuovo anno. A gennaio il tasso repo è stato tagliato dal 47,5% al 45%, seguito da una nuova diminuzione a febbraio al 42,5%, grazie al calo dell'inflazione e al miglioramento delle aspettative. Un ulteriore allentamento era atteso per aprile, ma le tensioni sui mercati e la volatilità della lira hanno spinto la banca ad agire in senso opposto. Infatti, la CBRT ha aumentato il tasso overnight in marzo e il tasso repo in aprile, portandoli al 46% e segnando una netta inversione del ciclo di politica monetaria. Le turbolenze valutarie, alimentate soprattutto da tensioni politiche interne, hanno costretto la CBRT a rafforzare la propria credibilità e a rassicurare i mercati circa l'impegno verso una politica ortodossa. L'allentamento monetario appare ora sospeso, con la banca centrale che dovrebbe mantenere un approccio cauto, riunione per riunione; la conferma di un percorso discendente dell'inflazione dovrebbe escludere ulteriori inasprimenti e consentire una ripresa dei tagli quando la tendenza disinflazionistica sarà ritenuta stabile.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tassi di riferimento (da maggio 2010)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. La credibilità del sistema politico-economico turco è messa fortemente in discussione e questo rischia di penalizzare ancora la valuta domestica. In questo scenario, ogni decisione economica si intreccia inevitabilmente con le mosse della politica, e questo complica ulteriormente le previsioni future e alimenta l'instabilità del quadro nel breve termine.

La lira turca resta sotto pressione come conseguenza di un contesto estremamente complesso. La Turchia sta attraversando una fase delicata sia sul piano economico che politico e la moneta domestica sta catalizzando tutta l'incertezza e la sfiducia dei mercati; la recente ondata di svalutazione ha infatti spinto la lira turca ai minimi storici contro euro e dollaro. Una situazione che ha indotto la banca centrale turca (CBRT) a utilizzare alcune decine di miliardi di dollari di riserve per cercare di stabilizzare il cambio, ammettendo di essere intervenuta direttamente nelle ultime settimane e difendendo tale scelta, attirandosi ulteriori critiche per la decisione presa. In precedenza, però, la CBRT aveva optato per un aumento dei tassi di riferimento e rafforzato i requisiti di riserva per i depositi in valuta estera di 200 punti base, col duplice obiettivo di frenare la domanda di valuta estera, che alimenta la svalutazione della lira, e tentare di ristabilire una parvenza di fiducia nei confronti del sistema economico turco. Se la CBRT riuscirà nella strategia di mantenere tassi elevati nel breve termine, stabilizzare la lira, e al contempo attirare capitali stranieri, consolidando le riserve valutarie e contenendo l'inflazione, allora la valuta domestica potrebbe recuperare. In questo scenario, ogni decisione economica si intreccia inevitabilmente con le mosse della politica, e questo complica ulteriormente le previsioni future e alimenta l'instabilità del quadro nel breve termine.

Cambio EUR/TRY (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/TRY

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/TRY	43,15	43,72	46,26	48,45	53,20	64,88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Turchia, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
B1	Positivo	BB-	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
B1	Positivo	BB-	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	2,7	3,2	3,4	3,7
Inflazione (%)	35,9	22,8	16,5	15,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-4,3	-3,4	-3,2	-3,1
Tasso di disoccupazione (%)	9,4	9,2	9,0	9,0
Partite Correnti (% PIL)	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4
Riserve (mld USD)	81 (*)			

Indicatori finanziari

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
--	-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Tasso di riferimento	46,00	350	-150
Tasso a 2 anni	42,42	-96	530
Tasso 10 anni	31,75	17	456
CDS a 5 anni in pb, in USD	311	-43	49

Altre variabili (variazioni in %)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Valuta vs EUR (**)	43,15	0,1	-15,1
Valuta vs USD (**)	38,78	-2,0	-8,9
Indice azionario	9.747	3,7	-1,0

Indici di debito in hard currency

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Perf. EMBI Turchia, in %		2,67	2,04
Perf. EMBI Indice, in %		3,62	2,66
Perf. Euro EMBI Turchia, in %		1,96	1,39
Perf. Euro EMBI Indice, in %		1,27	-0,21
Spread EMBI Turchia, in pb	287	-44	33
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Turchia, in pb	216	-76	8
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

RUB: il rasserenarsi del clima intorno alla Russia potrebbe favorirlo

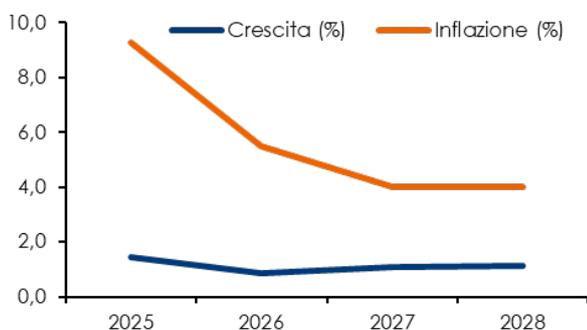
Scenario macro. Dopo una crescita di +4,1% in media d'anno nel 2024, sostenuta dalla spesa governativa e dagli investimenti militari, l'economia russa dovrebbe rallentare a +1,4% nel 2025 a causa principalmente dell'elevata inflazione, che penalizzerà i consumi, e della correlata restrizione monetaria, che impatterà sugli investimenti. Continuano gli squilibri occupazionali.

Con un'accelerazione nel 4° trimestre (+4,5% a/a da +3,1% precedente) l'economia russa ha registrato una crescita in media nel 2024 di +4,1%, sostenuta dalla notevole spesa pubblica e dagli investimenti militari. Le prospettive per l'anno in corso sono però di ampio rallentamento: i dati ad alta frequenza e le indagini sulle imprese hanno già evidenziato durante l'inverno una moderazione che dovrebbe intensificarsi nel corso dell'anno sulla scia di una frenata dei consumi dovuta all'elevata inflazione (a marzo il CPI ha segnato il 5° allungo consecutivo con una variazione di +10,3% a/a) e di una decelerazione degli investimenti causata dalla connessa restrizione della politica monetaria; oltre a ciò, anche dalle esportazioni potrebbe derivare un effetto depressivo per via della ridefinizione degli scambi dovuta alle tensioni commerciali. La spesa per la difesa è invece destinata a rimanere elevata finché la guerra continuerà, ma avrà effetti distortivi sul mercato del lavoro, la cui rigidità dovrebbe persistere fino a quando l'economia non si raffredderà o i lavoratori disponibili non saranno ridistribuiti lontano dallo sforzo bellico. Nel complesso tali dinamiche dovrebbero portare nel 2025 a una crescita di +1,4%, secondo le nostre previsioni.

Politica monetaria. La banca centrale russa ha mantenuto il tasso di riferimento al 21% per tre riunioni consecutive in considerazione di un'inflazione ancora elevata (il rientro all'obiettivo del 4% è previsto per il 2026).

Dopo il mantenimento del tasso al 21% in dicembre, la Central Bank of Russia (CBR) ha confermato l'impostazione restrittiva anche a febbraio e aprile. In entrambi i casi, l'istituto ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 21%, riconoscendo che, sebbene le pressioni inflazionistiche stiano rallentando, restano su livelli elevati. Secondo la CBR, la stretta monetaria già attuata crea le condizioni per un graduale ritorno all'obiettivo del 4% nel 2026, ma ciò richiederà un periodo prolungato di condizioni rigide: le spinte inflazionistiche restano infatti alimentate da una domanda interna che, favorita dall'aumento dei redditi familiari e della spesa pubblica, continua a eccedere la capacità produttiva, sebbene si siano osservati incipienti segnali di riequilibrio (i dati ad alta frequenza hanno indicato un raffreddamento dell'attività economica e del credito). Nelle ultime proiezioni la banca centrale ha previsto un'inflazione al 7-8% nel 2025 e in rientro al 4% nel 2026, con un tasso di policy atteso in media tra il 19,5% e il 21,5% per l'anno in corso. Nei comunicati più recenti, la CBR ha eliminato ogni riferimento a possibili ulteriori aumenti dei tassi, ma ha ribadito che manterrà condizioni restrittive finché necessario: prima della fine del 2025 non ci attendiamo quindi allentamenti, che saranno invece possibili solo dopo che l'inflazione mostrerà un rallentamento più sostenibile.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso chiave a una settimana (da settembre 2013)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. In questo scenario complicato dove gli aspetti politici si intrecciano con quelli economici, le previsioni di consenso continuano ad indicare debolezza per il rublo contro euro, nonostante l'eventuale risoluzione della crisi ucraina e l'auspicata rimozione delle sanzioni.

L'arrivo alla Casa Bianca del presidente Trump e l'avvio dei negoziati per giungere al termine del conflitto in Ucraina hanno migliorato il sentiment sul rublo, che ha infatti recuperato contro la valuta unica; gli investitori non solo auspicano la fine della guerra ma soprattutto stanno guardando a una mitigazione delle sanzioni (europee ed americane) verso la Russia. L'interesse verso gli asset espressi nella valuta russa sta aumentando, anche se le attuali limitazioni impediscono un maggior flusso di capitali stranieri, smorzando il recupero in atto. Non è passata inosservata la scelta di Riad (in Arabia Saudita) come sede dei primi colloqui sull'Ucraina; non si esclude che in quell'occasione si sia discusso anche di una nuova intesa fra i tre grandi produttori di greggio al mondo. Un sospetto avvalorato dal successivo cambio di strategia dell'alleanza OPEC+ (OPEC, Russia e produttori minori), che ha ridotto i tagli volontari, tornando a immettere più petrolio (facendo scendere il costo dei combustibili, presumibilmente solo temporaneamente), come auspicato da Trump. In questo scenario complicato dove gli aspetti politici si intrecciano con quelli economici, le previsioni di consenso continuano a indicare debolezza per il rublo contro euro lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Outlook sui bond. Il mercato del debito sovrano russo emesso in rubli resta di fatto congelato dallo scoppio della guerra e dall'imposizione delle sanzioni occidentali. In assenza di liquidità, i livelli dei rendimenti di mercato si confermano poco significativi. Manteniamo la view Negativa.

La persistenza del conflitto in Ucraina e le conseguenti sanzioni economiche e finanziarie decise dall'Occidente continuano a bloccare di fatto gli scambi di secondario sui titoli emessi in rubli, in un quadro di liquidità sostanzialmente azzerata. Le agenzie di rating hanno sospeso le valutazioni su tutto il debito russo. Le prospettive per il comparto restano condizionate prevalentemente dai risvolti legali che potrebbero emergere come conseguenza del congelamento dei titoli russi, più che di carattere economico e finanziario. Manteniamo pertanto la view Negativa.

Cambio EUR/RUB (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/RUB

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/RUB	89,66	97,00	102,60	102,64	126,50	-

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso

Russia, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
WR		WD	

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
WR		WD	

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	1,5	0,9	1,1	1,1
Inflazione (%)	9,3	5,5	4,0	4,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1
Tasso di disoccupazione (%)	2,8	3,5	4,1	4,2
Partite Correnti (% PIL)	1,9	1,8	1,7	1,6
Riserve (mld USD)	419 (*)			

Indicatori finanziari

Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	21,00	0	0
Tasso a 2 anni	16,79	206	428
Tasso 10 anni	15,45	137	358
CDS a 5 anni in pb, in USD	ND	ND	ND

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	89,66	4,3	29,1
Valuta vs USD (**)	81,00	1,7	40,7
Indice azionario	ND	ND	ND

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. EMBI Indice, in %		3,62	2,66
Perf. Euro EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		1,27	-0,21
Spread EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

ZAR: danneggiato dalle tariffe commerciali e dall'instabilità politica interna

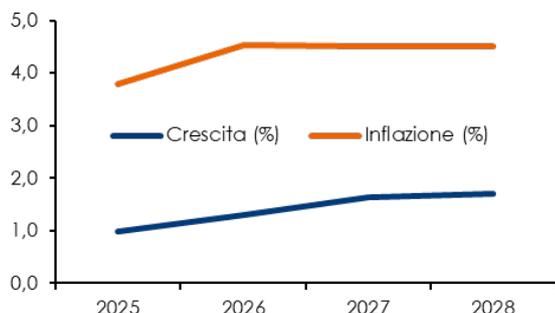
Scenario macro. Nel 2024 il Sud Africa ha messo a segno una crescita dello 0,6% grazie al ritorno a una variazione positiva del PIL nell'ultimo trimestre. Per il 2025 ci attendiamo una progressiva ripresa (+1,6% in media d'anno) grazie a una politica monetaria più accomodante e forniture elettriche più stabili, ma sussistono rischi logistici e politici.

Con un ritorno alla crescita nel 4° trimestre 2024 (+0,6% t/t) l'economia sudafricana ha registrato una lieve espansione di +0,6% in media d'anno. A fronte della persistente debolezza degli investimenti fissi lordi, i consumi delle famiglie hanno segnato un'accelerazione in autunno, incentivati dalla nuova riforma pensionistica (entrata in vigore il 1° settembre 2024) che consente agli aderenti di effettuare prelievi parziali dai fondi pensione prima del trattamento di quiescenza. Per il 2025 ci attendiamo una graduale ripresa (già incorporata dai dati su produzione industriale e vendite al dettaglio di inizio anno), con una crescita media di +1,6%: nonostante l'aumento dell'IVA, i consumi dovrebbero rafforzarsi grazie al calo dell'inflazione (+2,7% a/a a marzo, minimo da quasi 5 anni) e alla citata riforma pensionistica, mentre gli investimenti dovrebbero beneficiare della politica monetaria espansiva e della relativa stabilità nella fornitura di energia elettrica (da circa 1 anno si è assistito, infatti, alla quasi totale cessazione del razionamento dell'elettricità). Lo scenario, tuttavia, non è esente da rischi al ribasso derivanti da persistenti strozzature logistiche nelle infrastrutture ferroviarie e portuali e da tensioni politiche interne, nonché dalle tensioni commerciali internazionali e dall'interruzione degli aiuti economici da parte dell'amministrazione USA.

Politica monetaria. L'elevata incertezza (sia globale che domestica) ha spinto alla prudenza la SARB che ha mantenuto il tasso di riferimento al 7,5% in marzo. Il ribasso delle stime di inflazione e la divisione interna al Comitato rendono probabile una ripresa dei tagli nel corso dell'anno.

Dopo aver tagliato a gennaio il tasso repo di 25pb, portandolo al 7,50%, a marzo la South African Reserve Bank (SARB) ne ha mantenuto invariato il livello ma con una divisione interna (2 membri favorevoli a un ulteriore taglio). La scelta è stata giustificata da un clima di elevata incertezza sia a livello globale sia domestico. Sul fronte esterno, il riferimento è stato all'operato politico del presidente Trump (il quale ha sospeso, con un ordine esecutivo, gli aiuti finanziari USA al Paese) e al timore che l'amministrazione americana possa non rinnovare l'African Growth and Opportunity Act (accordo siglato nel 2000 che consente a diversi paesi africani di esportare merci verso gli Stati Uniti senza dazi doganali). Il Comitato ha rivisto al ribasso le proiezioni sull'inflazione headline in media d'anno al 3,6% (-0,3pp) nel 2025 e al 4,5% (-0,1pp) nel 2026. Pur tenendo in considerazione l'aumento dell'IVA proposto nel Budget 2025, l'impatto sulle previsioni del CPI è più che compensato sia da proiezioni più basse sulla dinamica dei prezzi del carburante sia da prezzi più contenuti delle tariffe elettriche. La decisione non unanime del Comitato rende probabile una prosecuzione dell'orientamento espansivo, con un punto di arrivo a 7,25% entro fine anno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso di sconto ufficiale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Le prospettive a breve termine per il rand restano deboli a causa delle turbolenze interne legate ad economia e politica interna, a cui si sommano quelle internazionali dovute alle conseguenze dei dazi introdotti da Trump. Le stime indicano un indebolimento limitato contro euro, a patto che il clima sul commercio mondiale non si deteriori ulteriormente.

La recente volatilità generata dal nuovo pacchetto di tariffe introdotte (e poi in parte sospese) da Trump ha portato il cross EUR/ZAR al nuovo massimo storico (in area 22) nel mese di aprile. La fortissima debolezza del rand sudafricano è dipesa oltre che dalle conseguenze dei dazi, anche dalla instabilità del governo di unità nazionale, molto diviso sulle scelte di natura economica. L'economia fatica a riprendersi nonostante il supporto della politica monetaria: la produzione manifatturiera è stagnante e l'attività mineraria (comparto importantissimo), dopo la contrazione di inizio anno, sta dando solo fimidi segnali di ripresa. Se i consumi interni sembrano tenere, anche grazie a un costo del denaro mantenuto stabile, il prospettato aumento dell'IVA e l'impatto dei dazi potrebbero avere qualche effetto negativo sull'inflazione, che d'altra parte ad oggi ha sorpreso al ribasso. La discesa dei prezzi di molte commodity agricole e industriali ha contribuito ad appesantire il sentiment sul rand che, agli occhi degli investitori, continua a non offrire prospettive di rendimento sufficienti a fronteggiare i rischi insiti nel sistema sudafricano. Essendo poi una moneta particolarmente correlata agli indicatori di volatilità, il clima di avversione al rischio che ha danneggiato molte valute emergenti ha particolarmente penalizzato il rand. Non a caso le previsioni di consenso indicano un nuovo indebolimento contro euro ma senza ribadire i minimi storici visti a inizio aprile.

Outlook sui bond. Rispetto a inizio febbraio, la curva dei rendimenti in rand è moderatamente più ripida, con un calo dei rendimenti sul tratto breve e un aumento su quello lungo. Il livello attuale dei tassi, le prospettive d'inflazione e di politica monetaria e un possibile consolidamento fiscale ci inducono a confermare la view Moderatamente Positiva.

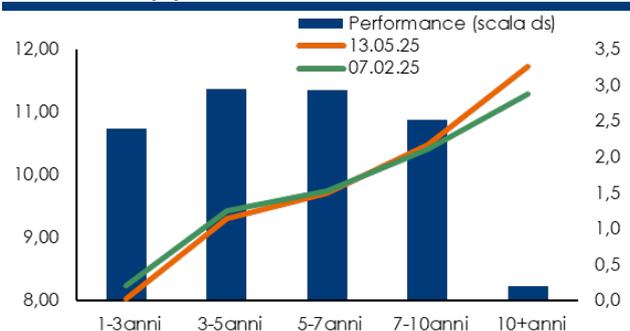
Da inizio febbraio, la curva dei rendimenti sudafricana è stata condizionata da un modesto irripidimento, dovuto a una discesa dei tassi a breve e a un aumento di quelli a lungo. Il ritorno totale è pari a circa l'1,5% in rand ma diviene pesantemente negativo (circa -7%) una volta convertito in euro, a causa della debolezza della valuta. I livelli attuali dei tassi di mercato monetario, intorno al 7,50% sia a tre che a sei mesi, incorporano una fase di stabilità della politica monetaria. La banca centrale potrebbe, d'altra parte, decidere di tagliare ancora il target rate grazie ai più recenti dati sui prezzi migliori delle attese. A supporto del debito domestico potrebbe arrivare anche una fase di consolidamento fiscale con la presentazione del budget in agenda per fine maggio. D'altra parte, sul paese, come evidente dall'andamento della valuta, pesano l'avversione al rischio a livello globale e il rapporto con gli Stati Uniti in termini di politica commerciale e di aiuti al Paese. Nel complesso, considerando ancora interessanti i livelli dei rendimenti dei titoli in rand, confermiamo la view Moderatamente Positiva, sottolineando tuttavia l'elevata volatilità del comparto.

Cambio EUR/ZAR (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 07.02.2025 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Note: indici di total return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/ZAR

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/ZAR	20,33	20,90	21,12	21,16	20,84	21,55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Sud Africa, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Ba2	Stabile	BB-	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Ba2	Stabile	BB-	Stabile

Indicatori economici

	2025	2026	2027	2028
Crescita (%)	1,0	1,3	1,6	1,7
Inflazione (%)	3,8	4,5	4,5	4,5
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,6	-6,1	-5,9	-5,8
Tasso di disoccupazione (%)	32,8	32,7	32,4	32,1
Partite Correnti (% PIL)	-1,2	-1,4	-1,6	-2,0
Riserve (mld USD)	55 (*)			

Indicatori finanziari

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
--	-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	7,50	0	-25
Tasso a 2 anni	8,02	0	-1
Tasso 10 anni	10,48	-1	-1
CDS a 5 anni in pb, in USD	212	0	19

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	20,33	5,5	-4,1
Valuta vs USD (**)	18,26	3,3	2,9
Indice azionario	84.690	6,6	12,3

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Sud Africa, in %		6,13	1,79
Perf. EMBI Indice, in %		3,62	2,66
Perf. Euro EMBI Suda Africa, in %		1,40	2,05
Perf. Euro EMBI Indice, in %		1,27	-0,21
Spread EMBI Sud Africa, in pb	311	-84	20
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Sud Africa, in pb	145	-98	-27
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

BRL: il real rischia di indebolirsi a causa dell'incertezza economica

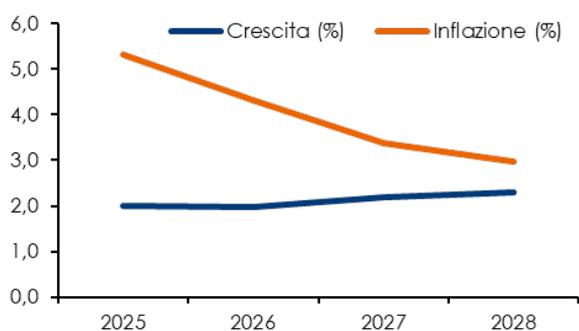
Scenario macro. Nel 2025 la crescita dovrebbe rallentare a +1,8% secondo le nostre previsioni, sulla scia di una domanda limitata dalle attese per una politica fiscale e monetaria più restrittiva. Rischi al rialzo sono rappresentati dalle minori restrizioni sui prelievi dal fondo FGTS, mentre al ribasso sono riconducibili alle politiche protezionistiche USA.

L'economia brasiliana ha registrato nel 2024 una crescita media annua di +2,9%, segnando un ulteriore rallentamento nel 4° trimestre (+0,2% t/t). La frenata finale è stata indotta da una contrazione dei consumi (-1% t/t) causata dall'inflazione (che ad aprile ha raggiunto un massimo da quasi 2 anni a +5,53% a/a) e dall'inasprimento monetario. Nel 2025, come anticipato da recenti indicatori congiunturali, la crescita dovrebbe rallentare a +1,8% in media d'anno: dal lato della domanda, consumi e investimenti saranno probabilmente limitati dalle attese per una politica monetaria/fiscale meno espansiva, mentre dal lato dell'offerta il principale traino dovrebbe essere costituito dal settore primario che beneficerà dei raccolti record della stagione 2024-2025. Rischi al rialzo per tale scenario sono rappresentati dalle minori restrizioni sui prelievi dal "FGTS", fondo a tutela dei lavoratori (che potrebbero iniettare liquidità fino a 2 mld di dollari), mentre rischi al ribasso sono riconducibili ai dazi USA. A tal proposito, il recente azzeramento brasiliano delle tariffe sulle importazioni di prodotti alimentari di base, sebbene efficace solo nel breve per contrastare l'inflazione, ha contribuito ad ottenere un trattamento "di favore" da parte di Trump sui dazi reciproci, dopo la gravosa imposizione settoriale sull'acciaio (che potrebbe essere accantonata in fase negoziale).

Politica monetaria. Per contrastare l'inflazione il Banco Central do Brazil (BCB) ha operato una stretta di 100pb a marzo e di 50pb a maggio, portando il tasso Selic al 14,75%. Nell'ultima riunione si sono riconosciuti rischi anche al ribasso per l'inflazione, valutazione che potrebbe significare una fine vicina del ciclo restrittivo; ci attendiamo un ultimo rialzo di +25pb a giugno.

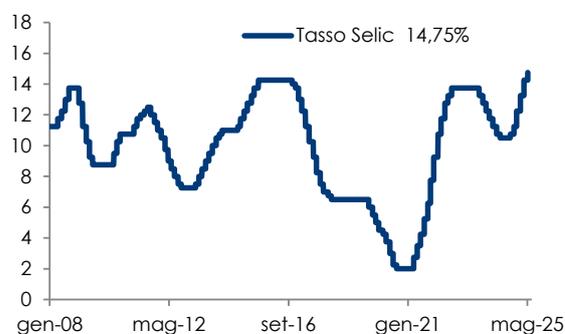
La risalita dell'inflazione (sospinta da energia elettrica e servizi) ha portato a marzo la Central Bank of Brazil (BCB) ad alzare il tasso Selic di 100pb al 14,25%, segnalando forte preoccupazione per la traiettoria ascendente del CPI, nonostante la moderazione dell'attività economica. A maggio la CBC ha eseguito un ulteriore rialzo di minore entità (+50pb), portando il tasso Selic a 14,75%, alla luce di aspettative di inflazione ormai disancorate e di prezzi dei servizi oltremodo vischiosi. Il Comitato ha tuttavia riconosciuto anche significativi rischi al ribasso sull'inflazione (legati tra l'altro alla possibile frenata globale dovuta ai dazi), lasciando implicitamente intendere che la fine del ciclo restrittivo possa essere vicina. A riprova di ciò il Comitato ha affermato di ritenere opportuna la valutazione degli effetti delle misure restrittive finora adottate prima di annunciare futuri aggiustamenti. Riteniamo, dunque, che con un'ultima stretta di 25pb nel meeting di giugno, che porterebbe il tasso Selic al 15%, possa considerarsi conclusa la fase rialzista.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2025. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso Selic (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Le previsioni di consenso indicano solo un marginale indebolimento del real contro euro, coerente con la prospettiva che l'attuale restrizione monetaria della banca centrale brasiliana possa terminare nel medio periodo. L'elemento di maggior incertezza resta legato alle conseguenze delle tensioni commerciali sulla futura domanda di commodity.

La recente decisione della banca centrale di aumentare per la sesta volta consecutiva i tassi d'interesse, portandoli al livello più alto degli ultimi vent'anni, appare coerente con la strategia di contrasto al rincaro dei prezzi. Una mossa di cui ha beneficiato il real brasiliano, consentendogli di guadagnare ulteriore terreno contro euro e dollaro. Di fondo, infatti, le politiche commerciali di Trump hanno spinto il real ad apprezzarsi dall'inizio dell'anno, se si esclude la volatilità generata dal "Liberation Day" del 2 aprile, e hanno frenato i prezzi globali delle commodity. Due tendenze che hanno aiutato la banca centrale brasiliana nella sua lotta all'inflazione. Se da un lato i rischi inflazionistici, pur restando presenti, appaiono parzialmente sopiti, le incertezze innescate dai dazi statunitensi invitano a una maggior cautela sulle prossime mosse di politica monetaria. A preoccupare è lo stato di salute della principale economia dell'America Latina, che appare in rallentamento e incapace di beneficiare dei segnali di raffreddamento dei prezzi, di una valuta più forte e di prezzi delle materie prime più favorevoli. In tal senso, il Governo Lula ha annunciato nuove misure di stimolo, come le modifiche fiscali sulla tassazione del lavoro, anche nel tentativo di frenare la sua perdita di consenso. In uno scenario carico di incognite, il profilo previsionale del real resta di marginale debolezza contro euro lungo tutto l'orizzonte temporale.

Outlook sui bond. Da inizio febbraio ad oggi si è registrato un deciso calo dei rendimenti nonostante il proseguimento della restrizione monetaria. Ai livelli attuali, si potrebbe assistere a una fase di stabilizzazione dei rendimenti. Considerando il flusso cedolare interessante e il livello dei tassi, confermiamo comunque la view Moderatamente Positiva.

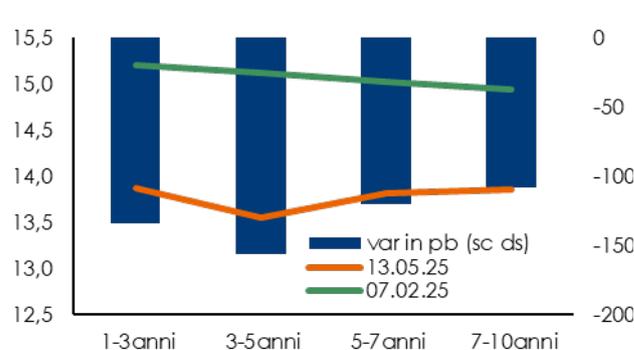
I titoli di Stato emessi in real brasiliani hanno messo a segno una performance decisamente positiva, intorno al 6%, da inizio febbraio grazie al flusso cedolare e alla discesa dei rendimenti di circa 150pb su tutta la curva delle scadenze. La performance diviene molto più contenuta una volta convertita in euro a causa della debolezza del real. L'orientamento della banca centrale resta molto cauto, anche a causa dell'incertezza internazionale legata ai dazi statunitensi, ma il punto di massimo del Selic potrebbe essere molto vicino. I tassi reali, considerando l'inflazione al 5,5% in aprile e la curva dei rendimenti piatta tra il 13,5% e il 14%, restano in territorio ampiamente positivo. D'altra parte, il tasso a 2 anni si sposta sotto il target rate, anticipando l'avvio entro fine anno di una fase espansiva. Queste considerazioni, insieme all'osservazione che il livello dei rendimenti di mercato resta decisamente elevato su tutta la curva delle scadenze, ci portano a confermare la view Moderatamente Positiva sul comparto, sottolineando il maggior grado di incertezza derivante dalle ripercussioni della politica commerciale statunitense.

Cambio EUR/BRL (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Livelli e variazione della curva dei rendimenti dal 07.02.2025



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/BRL

Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	2026	2027
EUR/BRL	6,29	6,50	6,62	6,73	6,79	6,95

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Brasile, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Ba1	Positivo	BB	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Ba1	Positivo	BB	Stabile

Indicatori economici

	2025E	2026E	2027E	2028E
Crescita (%)	2,0	2,0	2,2	2,3
Inflazione (%)	5,3	4,3	3,4	3,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-8,5	-7,7	-6,3	-5,2
Tasso di disoccupazione (%)	7,2	7,3	7,4	7,4
Partite Correnti (% PIL)	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9
Riserve (mld USD)	323 (*)			

Indicatori finanziari

Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	14,75	50	250
Tasso a 2 anni	13,81	-62	-209
Tasso 10 anni	13,85	-95	-131
CDS a 5 anni in pb, in USD	165	-31	-53

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	6,29	5,6	1,6
Valuta vs USD (**)	5,68	3,2	8,8
Indice azionario	136.563	7,0	13,5

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Brasile, in %		1,63	5,16
Perf. EMBI Indice, in %		3,62	2,66
Perf. Euro EMBI Brasile, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		1,27	-0,21
Spread EMBI Brasile, in pb	215	-12	-31
Spread EMBI Indice, in pb	300	-49	3
Spread Euro EMBI Brasile, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	202	-26	7

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 13.05.2025; E= expected, atteso.

Fonte: World Economic Outlook aprile 2025 (FMI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo

		Ungheria	Polonia	Turchia	Russia	Sud Africa	Brasile
Crescita	2025	2,0	3,1	1,8	1,4	1,6	1,8
	2026	3,1	2,6	2,2	1,5	1,7	1,6
Inflazione (eop)	2025	4,5	4,5	24,0	7,7	4,3	5,4
	2026	3,4	2,5	12,0	4,1	4,5	3,9
Target rate (eop)	2025	5,75	5,25	35,0	21	7,25	15,00
	2026	4,50	3,50	25,0	10	6,50	11,25
Tasso di cambio (eop)	2025	407,13	4,47	41,1	95,8	19,03	5,92
	2026	409,69	4,45	43,3	95,1	19,71	5,85

Nota: eop= end of period, a fine periodo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - International Research Network

Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 14.03.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com>). Il presente documento verrà anche messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) due degli analisti citati nel documento (Fulvia Riso e Mario Romani) sono soci AIAF.

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi