

Focus
Bond e valute emergenti alla prova di Trump

L'incertezza legata alle politiche commerciali della nuova amministrazione statunitense ha generalmente penalizzato le emissioni dei Paesi emergenti nell'ultimo trimestre, i cui rendimenti sono aumentati anche per il delinarsi di una divergenza tra le politiche monetarie di BCE e Fed, con la seconda che ha assunto un atteggiamento più severo che ne dovrebbe significativamente limitare l'azione di allentamento. Le attuali quotazioni appaiono interessanti, ma persistono importanti rischi attinenti alle prossime iniziative statunitensi: eventuali misure protezionistiche potrebbero avere importanti ripercussioni anche per i paesi che non ne fossero colpiti direttamente. La forza del dollaro statunitense impatta su tutte le valute emergenti; in aggiunta, essendo la moneta che esprime la quasi totalità dei contratti finanziari sulle commodity, rischia di avere un ulteriore effetto negativo anche sull'export di materie prime di quei paesi.

AUD – Rimane la debolezza, pesano l'incertezza sui dazi e le conseguenze sulla domanda cinese

NZD – Gli effetti dei dazi alla Cina e il calo del costo del denaro interno indeboliranno la valuta

HUF – Rallenta ma rischia di non interrompersi la corsa ribassista del fiorino ungherese contro euro

PLN – Il rigore monetario sostiene lo zloty, ma sono in aumento i rischi sullo scenario domestico

TRY – Il miglioramento del quadro sulla Turchia rallenterà parzialmente la svalutazione della lira

RUB – Le nuove sanzioni americane verso Mosca rischiano di incidere sul ciclo e frenare il rublo

ZAR – Ci attendiamo un probabile consolidamento del rand contro euro ma aumentano i rischi

BRL – L'azione restrittiva della banca centrale sostiene il real che resta minacciato dai dazi

7 febbraio 2025 - 11:15 CET

Data e ora di produzione

Valute

Research Department
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Paolo Leoni

Analista Finanziario

Fulvia Risso

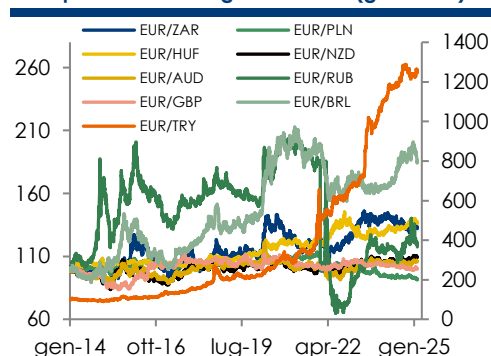
Analista Finanziario

Mario Romani

Analista Finanziario

7 febbraio 2025 - 11:20 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	4,22	4,44	36
Germania	2,05	2,37	14
Australia	3,76	4,36	12
Nuova Zelanda	3,62	4,48	9
Ungheria	6,23	6,53	120
Polonia	5,29	5,80	68
Turchia	35,60	25,94	254
Russia	ND	ND	ND
Sud Africa	8,22	10,41	201
Brasile	15,01	14,76	173

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cambi

EUR/USD	1,0395
EUR/AUD	1,6523
EUR/NZD	1,8295
EUR/HUF	404,0
EUR/PLN	4,1866
EUR/TRY	37,43
EUR/ZAR	19,14
EUR/BRL	5,98
EUR/RUB	101,53

Fonte: Bloomberg

AUD: atteso continuare la debolezza, a causa dell'incertezza sui dazi

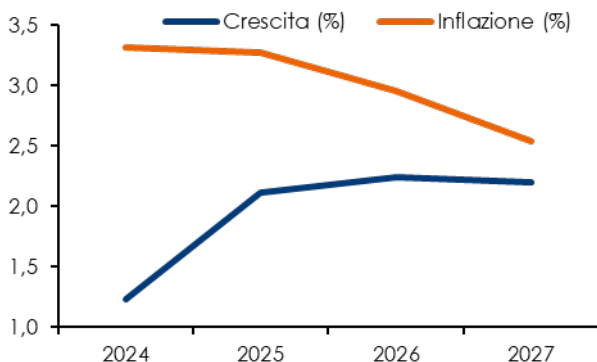
Scenario macro: La crescita dell'economia è rimasta timida lo scorso autunno (+0,3% t/t), sostenuta da immigrazione e spesa pubblica, a fronte di una recessione in termini di PIL pro-capite. Per un'effettiva ripresa appare cruciale la ripartenza dei consumi che dipendono da un calo dei tassi di interesse; rilevanti gli elementi di incertezza politica interni ed esterni.

Nel 3° trimestre l'economia australiana ha continuato a mostrare una timida crescita (+0,3% t/t) solo in forza dell'aumento della popolazione (+2,4% a/a grazie all'immigrazione) e della spesa pubblica, che hanno mascherato la flessione dei consumi privati. Apporti positivi sono stati forniti anche da esportazioni nette e settore immobiliare ma, nonostante ciò, è proseguita la recessione in termini di PIL pro-capite (-0,3% t/t), che ha raggiunto il settimo trimestre consecutivo. La ripartenza dei consumi nel 4° trimestre 2024 e nel 2025 rappresenta un elemento cruciale per l'ottenimento di un'effettiva ripresa economica. I consumi sono stati sostenuti dai sussidi governativi su energia e abitazione, sui quali tuttavia pesa l'incertezza che vengano confermati dopo le elezioni parlamentari previste in primavera; un'eventuale discesa dei tassi d'interesse nei prossimi mesi potrebbe rendere durevole la ripartenza. Le recenti politiche di normalizzazione degli afflussi migratori dovrebbero raffreddare l'offerta di lavoro nel 2025, senza determinare un calo del tasso di disoccupazione, mentre la ridefinizione della politica fiscale sarà condizionata dalle nuove politiche commerciali americane e dalle loro ricadute nel contesto asiatico.

Politica monetaria: Dopo aver mantenuto invariato il tasso di riferimento (4,35%) ai massimi del ciclo restrittivo per oltre un anno, la RBA dovrebbe avviare a breve una fase espansiva che potrebbe consistere in almeno tre tagli nel 2025.

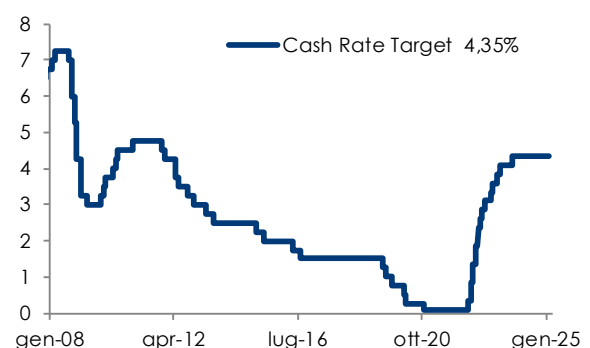
La Reserve Bank of Australia (RBA) ha mantenuto i tassi invariati per oltre un anno dopo un rapido inasprimento terminato a novembre 2023. Dalla riunione di dicembre 2024, quando il tasso è stato confermato al 4,35%, è emerso un atteggiamento più accomodante che evidenzia come i dati recenti siano stati "nel complesso più deboli del previsto" e come "i rischi al rialzo per l'inflazione (al 2,5% in dicembre) sembrano essersi attenuati". La banca centrale ha tuttavia rimarcato che un taglio dei tassi nel 1° trimestre 2025 dipenderà da un ulteriore indebolimento della domanda e da un raffreddamento dell'inflazione sottostante. Successive dichiarazioni del governatore Bullock, che ha sottolineato la presenza di segnali compatibili con un rientro dell'inflazione verso il target, hanno aperto alla concreta possibilità di un taglio di 25pb già nella riunione di questo mese. Verso tale prospettiva spingono le recenti indicazioni su consumi sottotono e deterioramento del mercato immobiliare. L'evoluzione seguente dell'allentamento monetario appare piuttosto incerta, in quanto dipenderà dalla politica fiscale e dalla reazione delle famiglie nelle decisioni di spesa, ma non escludiamo che possano essere operate almeno altre due riduzioni della stessa entità (probabilmente a maggio e agosto).

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

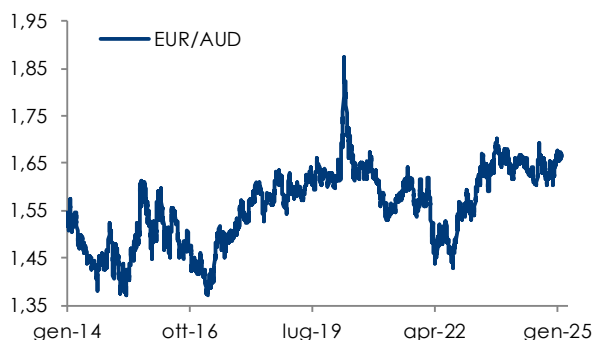
Outlook sulla valuta. Continua la debolezza del dollaro australiano: in queste prime settimane del 2025 pesano il differenziale tassi negativo verso gli USA e le preoccupazioni legate alla ripresa del ciclo in Cina, in vista della possibile guerra commerciale con gli Stati Uniti.

Il movimento di ribasso contro euro e dollaro, iniziato alla fine dello scorso anno quando le notizie del corposo piano di stimolo economico in Cina avrebbero dovuto restituire fiducia agli investitori, prosegue anche in questo inizio di 2025. L'Australia dipende fortemente dalla domanda di materie prime (soprattutto minerarie e agricole) in arrivo dalla Cina. Nel paese asiatico, il persistere della deflazione e le costanti iniezioni di liquidità da parte della banca centrale cinese (PBoC) hanno finito per alimentare i timori sull'asfittico recupero del ciclo, come confermato dal dato sul PIL del 2024, che si è limitato a centrare il modesto target del 5% fissato dal Governo cinese. Il dollaro australiano risente delle turbolenze che possono investire le sue transazioni commerciali, come rischierà di accadere se Trump proseguirà la sua strategia di imposizione di dazi e tariffe. In aggiunta, se la RBA (come non ha ancora fatto pur lasciandolo intendere) iniziasse un ciclo di taglio dei tassi al fine di migliorare le condizioni di credito domestiche, i problemi per il dollaro australiano potrebbero aumentare. Per questo motivo, pensiamo che la valuta australe possa consolidare intorno agli attuali valori nel breve, procrastinando il recupero nel lungo termine.

Outlook sui bond. La curva ha subito, da inizio settembre, uno spostamento verso l'alto di circa 35pb sulle scadenze intermedie e lunghe. Ai livelli attuali i rendimenti sono tornati ad essere interessanti e coerenti con l'avvio dell'espansione monetaria. Modifichiamo la view a Moderatamente Positiva da Neutrale.

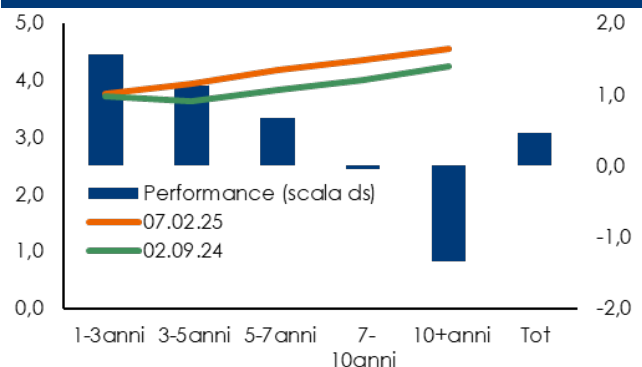
Da inizio settembre 2024 la performance dei bond australiani è stata solo marginalmente positiva. Il ritorno totale deriva da una diminuzione in termini di prezzi data dallo spostamento verso l'alto di circa 35pb dei rendimenti per le scadenze oltre i 5 anni (a fronte di tassi stabili sul tratto a due anni), a cui ha fatto da contrappeso il flusso cedolare. Ai livelli attuali, il mercato monetario anticipa un primo taglio dei tassi praticamente con certezza (93%) nella riunione del 18 febbraio e altre due riduzioni entro la fine del 2025. Nel complesso, dopo il movimento recente, il posizionamento del mercato appare più timido rispetto a quello della banca centrale, a fronte di uno scenario macroeconomico che, a nostro avviso, sul fronte interno è appesantito da rischi verso il basso e sul fronte esterno subisce le politiche monetarie delle principali economie avanzate e l'incertezza legata alla politica commerciale della nuova amministrazione Trump. A fronte di queste considerazioni e del fatto che il livello attuale dei rendimenti offre, al netto dell'effetto cambio, un flusso cedolare ancora interessante modifichiamo la view a Moderatamente Positiva da Neutrale.

Cambio EUR/AUD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 02.09.2024 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	1,6523	1,66	1,67	1,65	1,62	1,57
Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/AUD	1,6523	1,63	1,65	1,63	1,62	1,61

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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	1,2	2,1	2,2	2,2
Inflazione (%)	3,3	3,3	3,0	2,5
Surplus o Deficit/PIL (x)	-1,7	-2,0	-1,3	-0,9
Tasso di disoccupazione (%)	4,2	4,4	4,5	4,5
Partite Correnti (% PIL)	-0,9	-1,1	-1,3	-1,3
Riserve (mld USD)	64 (*)			

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	4,35	0	0
Tasso a 2 anni	3,76	-17	-10
Tasso 10 anni	4,36	-12	0
CDS a 5 anni in pb, in USD	12	1	1

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	1,6525	0,5	1,3
Valuta vs USD (**)	0,6283	0,8	1,5
Indice azionario	8521	2,7	4,3

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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

NZD: timori su dazi alla Cina e calo dei tassi rischiano di indebolire la valuta

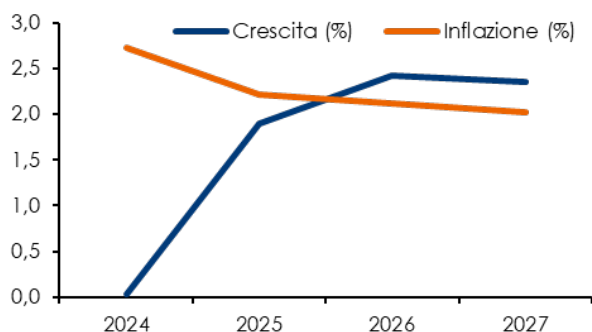
Scenario macro. Sulla recessione avviatasi nella parte centrale del 2024 hanno pesato la politica fiscale più severa e il peggioramento del mercato del lavoro, atteso proseguire anche nel 2025, nonostante la normalizzazione degli afflussi migratori. L'economia dovrebbe, tuttavia, recuperare grazie all'ammorbidimento della politica monetaria e all'inflazione sotto controllo.

Con due contrazioni nel 2° e 3° trimestre (-0,8% entrambe) l'economia neozelandese è entrata in recessione tecnica, anche se sul risultato hanno pesato effetti statistici legati alla revisione dei dati. Alla contrazione estiva hanno contribuito soprattutto i cali della spesa pubblica, sulla scia di una politica fiscale più severa, e degli investimenti aziendali, ma anche consumi ed edilizia hanno registrato flessioni. Un'azione di sostegno all'economia è stata ancora fornita dall'immigrazione, ma quest'anno l'afflusso dovrebbe ridimensionarsi e la tendenza crescente della disoccupazione (passata da 4% a 4,8% nei primi nove mesi del 2024) sembra destinata a protrarsi nel 2025. La situazione economica dovrebbe comunque migliorare quest'anno, con timidi progressi già riscontrabili nell'ultimo trimestre 2024: l'avvio di una fase di allentamento della politica monetaria dovrebbe supportare la ripresa, in particolare per consumi e investimenti privati, anche alla luce di un'inflazione che appare sotto controllo (+2,2% a/a nel 4° trimestre) e i cui rischi si presentano al ribasso per il 2025 (sebbene rimanga l'incognita Trump).

Politica monetaria. La RBNZ potrebbe continuare la fase espansiva, che ha preso il via ad agosto del 2024, anche in misura più accentuata rispetto alle previsioni di novembre grazie al rientro dell'inflazione, con l'obiettivo di sostenere l'economia in recessione e salvaguardare l'occupazione.

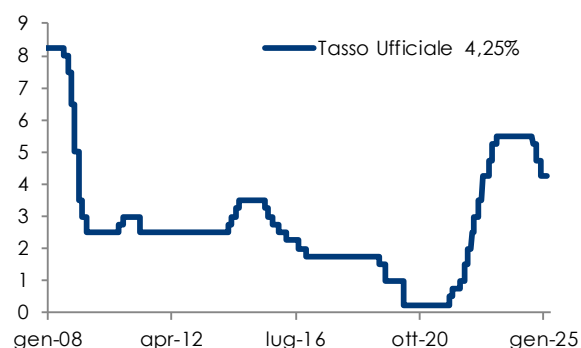
La Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) ha avviato la fase espansiva lo scorso agosto, con un taglio da 25pb a cui sono seguite altre due riduzioni più ampie, di 50pb, in ottobre e novembre, portando così il target rate al 4,25%. La banca centrale, valutando la debolezza dello scenario e pur tenendo in considerazione segnali di stabilizzazione per l'attività interna, ha espresso l'intenzione di proseguire la fase espansiva fino a raggiungere il tasso neutrale: le proiezioni della RBNZ contemplano tagli per complessivi 125pb entro il 2° semestre 2027, con il target rate che arriverebbe al 3%. Questo profilo di allentamento potrebbe però essere più rapido alla luce della fragile domanda interna e dell'evoluzione del mercato del lavoro tracciata dagli indicatori ad alta frequenza: i dati settimanali più recenti hanno evidenziato che gli aumenti delle assunzioni sono stati inferiori alla solita ripresa stagionale; oltre a ciò, anche la composizione dell'inflazione non appare preoccupante. La RBNZ potrebbe dunque procedere con una nuova mossa da 50pb a febbraio per poi ridurre il ritmo dell'allentamento monetario con un taglio da 25pb in aprile.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

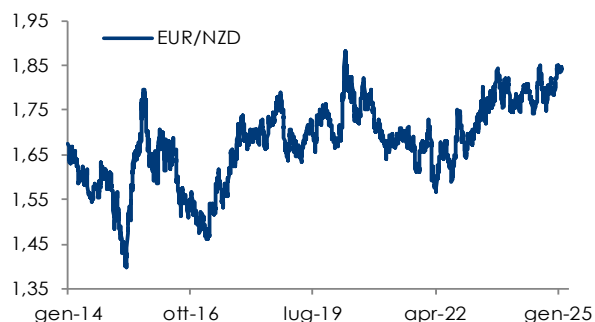
Outlook sulla valuta. Continua la debolezza del dollaro neozelandese, in questo inizio di 2025. Il possibile ulteriore ampliamento del differenziale tassi, in particolare con gli Stati Uniti e i timori per le conseguenze di un'aspra guerra commerciale fra USA e Cina, rischiano di impattare sul ciclo economico ed indebolire la valuta.

Anche il dollaro neozelandese, come quello australiano, ha chiuso lo scorso anno in ribasso contro euro e dollaro, consolidando debolmente contro entrambe le valute anche in questo inizio di 2025. Il finale d'anno in Cina, benché caratterizzato dalla volontà di rilanciare il ciclo economico e dalla conferma del target annuale del PIL al 5%, non ha sostenuto il recupero della valuta neozelandese che ha perso slancio proprio sui timori di una crescita cinese asfittica. Anche la Nuova Zelanda ha un export fortemente dipendente dalla domanda cinese di minerali, semilavorati siderurgici e prodotti agricoli. Una dinamica che potrebbe essere messa a rischio dalla frenata dei consumi del gigante asiatico, se gli effetti delle tariffe commerciali imposte da Trump dovessero incidere sul sistema produttivo cinese. Uno scenario dai contorni analoghi a quello delineato per l'Australia. A differenza dell'istituto centrale australiano, la RBNZ ha già iniziato la fase accomodante, ma potrebbe addirittura accelerarla, rispetto alle attese, sfruttando il contenimento dell'inflazione e con l'obiettivo di sostenere l'economia con condizioni creditizie più favorevoli. Un quadro che ovviamente rischia di mantenere debole il dollaro neozelandese, nel breve periodo, rimandando più in là nel tempo il recupero.

Outlook sui bond. La performance moderatamente positiva dei titoli neozelandesi si spiega con una diminuzione dei rendimenti sul segmento breve e un flusso cedolare consistente. Ai livelli attuali, i rendimenti appaiono coerenti con scenario e prospettive monetarie e meno attraenti rispetto ai Treasury. Modifichiamo la view a Neutrale da Moderatamente Positiva.

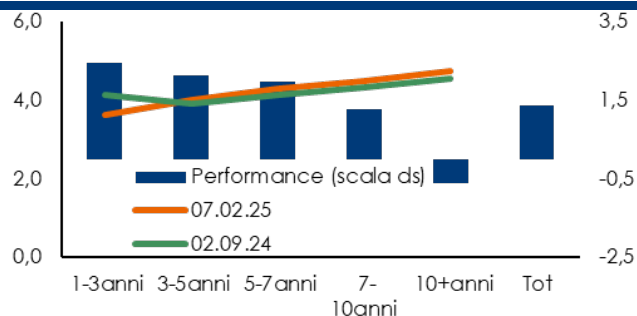
La performance da inizio settembre dei titoli neozelandesi, espressa in valuta locale, è stata moderatamente positiva grazie a un'ampia discesa dei rendimenti sulle scadenze più corte e un moderato aumento di quelli sul tratto lungo della curva, oltre che dal consistente flusso cedolare. Il ritorno totale diventa negativo una volta convertito in euro a seguito del contestuale deprezzamento del dollaro neozelandese. Ai livelli attuali, il mercato monetario anticipa un taglio, certo di 25pb oppure con una probabilità del 60% di 50pb nella riunione del prossimo 19 febbraio e un allentamento complessivo di 125pb per il 2025, con un pavimento per il target rate al 3% entro il prossimo agosto. Queste aspettative appaiono coerenti con lo scenario macroeconomico sopra descritto. Considerato il rally, in termini di valutazioni dei bond, che si è concretizzato nel 2° semestre del 2024, lo scenario macro domestico che potrebbe rivelarsi in miglioramento (anche grazie alla tempestività della politica monetaria espansiva) e l'incertezza sul fronte internazionale, riteniamo che, ai livelli attuali, i rendimenti dei titoli neozelandesi possano trovarsi in territorio neutrale. Inoltre, il livello di rendimenti sul tratto decennale è arrivato in area 4,50%, in linea con quello dei Treasury statunitensi. Alla luce di queste considerazioni modifichiamo la view a Neutrale da Moderatamente Positiva.

Cambio EUR/NZD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 02.09.2024 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	1,8295	1,84	1,85	1,82	1,78	1,78
Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/NZD	1,8295	1,81	1,79	1,79	1,81	1,77

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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	0,0	1,9	2,4	2,4
Inflazione (%)	2,7	2,2	2,1	2,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-3,8	-3,5	-2,3	-1,2
Tasso di disoccupazione (%)	5,1	5,1	4,5	4,4
Partite Correnti (% PIL)	-6,3	-5,0	-4,5	-4,1
Riserve (mld USD)	19(*)			

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	4,25	0	0
Tasso a 2 anni	3,62	4	-1
Tasso 10 anni	4,48	0	7
CDS a 5 anni in pb, in USD	9	0	0

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	1,8288	0,4	1,2
Valuta vs USD (**)	0,5675	0,7	1,4
Indice azionario	12902	-1,1	-1,6

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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

HUF: la corsa ribassista del fiorino rallenta ma rischia di non interrompersi

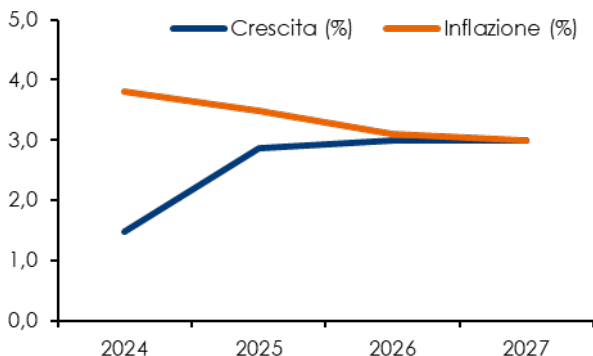
Scenario macro: Nel 2025 l'economia è attesa avviare una fase di ripresa lenta e graduale, trainata dai consumi. Tale dinamica, combinata con l'accelerazione dei salari che dovrebbe scaturire da un recupero dell'occupazione nella seconda parte dell'anno, dovrebbe sostenere l'inflazione che comunque rimarrà probabilmente su livelli moderati.

Nel 3° trimestre del 2024 l'economia ungherese è scivolata in recessione tecnica (-0,6% t/t per il PIL dopo -0,2% del periodo antecedente), situazione che ha visto un miglioramento già nel 4° trimestre (+0,5% t/t). Nel 2025 è attesa una ripresa economica, sebbene graduale e progressiva: il motore sarà probabilmente rappresentato dai consumi, a fronte di investimenti ancora deboli, mentre - dal lato dell'offerta - il settore industriale sarà penalizzato dalle incertezze date dalle politiche commerciali della nuova amministrazione USA. La debolezza della domanda ha avuto un evidente effetto di contenimento dell'inflazione, che a settembre è scesa al minimo da quasi 4 anni (+3%) per poi risalire nell'ultimo trimestre: questo peggioramento dovrebbe continuare anche nel 2025 (sulla scia di un'accelerazione dei salari e del miglioramento della crescita) senza però un superamento di +4% in media d'anno. La tensione sul mercato del lavoro si è allentata durante l'autunno, con il tasso di disoccupazione salito al 4,5% a settembre e poi rimasto stabile fino a novembre per poi tornare al 4,3%; alla probabile accelerazione dell'occupazione nel 2° semestre è atteso corrispondere un rafforzamento della crescita dei salari nominali che dovrebbe attestarsi a +10% in media d'anno (+5,5% circa in termini reali).

Politica monetaria. Dopo il -25pb di settembre la MNB ha mantenuto il tasso di riferimento al 6,5% per quattro riunioni consecutive per contrastare le pressioni inflazionistiche che si profilano persistenti anche nel 2025: per questo è improbabile un allentamento nel breve.

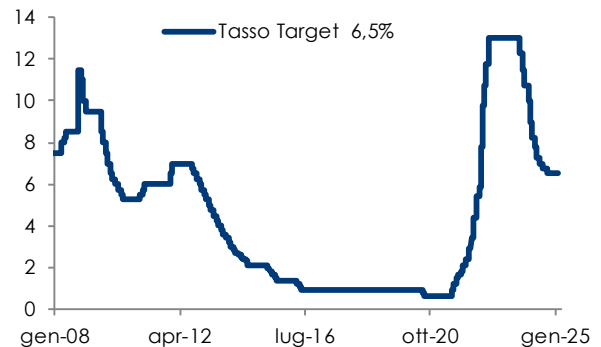
Dopo il taglio di 25pb a settembre, motivato dal rientro dell'inflazione nell'intervallo obiettivo e dalla debolezza economica (in parte riflesso della crisi tedesca), la National Bank of Hungary (MNB) ha deciso di mantenere invariato l'assetto per quattro incontri consecutivi. A gennaio, infatti, la banca 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. La decisione della MNB è stata dettata da pressioni inflazionistiche persistenti: l'indice dei prezzi al consumo è salito del 4,6% a/a a dicembre, superando le proiezioni dello staff. La MNB mira a riportare l'inflazione al 3% nel medio termine, benché le ultime previsioni spostino questo obiettivo al 2026. La priorità della banca centrale, come dichiarato dal nuovo governatore Varga, è il raggiungimento sostenibile dell'obiettivo di inflazione e, pertanto, nonostante le richieste del governo per un allentamento monetario, la banca centrale non sembra intenzionata a modificare la politica attuale nel breve termine.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

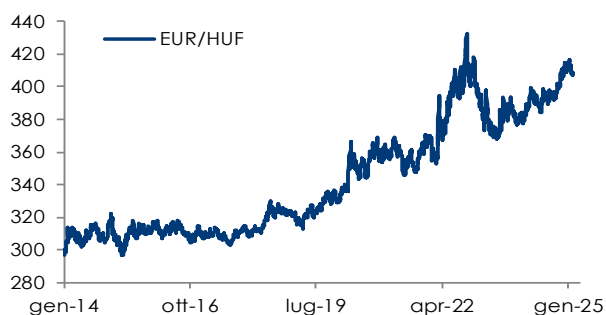
Outlook sulla valuta. L'interruzione dell'azione monetaria espansiva ha rallentato il ribasso del fiorino ungherese contro euro, una dinamica che rischia però di proseguire ancora. Il blando recupero economico, atteso nel corso del 2025, potrebbe scongiurare nuove riduzioni dei tassi e questo potrebbe parzialmente smussare il deprezzamento della valuta.

La conferma dei tassi di interesse in questo inizio di 2025 ha favorito un marginale recupero del fiorino ungherese, allontanandolo dai minimi segnati a dicembre dello scorso anno. L'interruzione dell'approccio espansivo della MNB ha alleviato parte della debolezza del fiorino contribuendo ad attenuare gli effetti negativi sull'inflazione domestica che però, come per tutte le monete che hanno vissuto una fase di forte svalutazione, ha rischiato di venire nuovamente alimentata da importazioni divenute più costose. Se la strategia espansiva della MNB aveva ottenuto un temporaneo miglioramento della crescita ungherese all'inizio del 2024, il ciclo è poi tornato a contrarsi, anche per effetto del mix di tensioni geopolitiche ed economiche che hanno messo in difficoltà paesi come Polonia e Ungheria. Quest'ultima rappresenta una evidente anomalia: dentro l'Unione Europea (UE) ma con posizioni filorusse, un atteggiamento ambiguo che continua a gravare sullo scenario politico ed economico ungherese, alimentando lo scontro con la UE. Se a questa situazione aggiungiamo anche la grave crisi economica tedesca, mercato di interscambio principale per i sistemi produttivi dell'Est Europa, la prospettiva sul fiorino resta negativa, con un profilo di ulteriore svalutazione contro euro, lungo tutto il nostro orizzonte temporale.

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. I livelli attuali sembrano coerenti sia con la politica monetaria che con il quadro domestico, mentre il contesto internazionale potrebbe rivelarsi supportivo. Modifichiamo la view a Moderatamente Positiva da Neutrale.

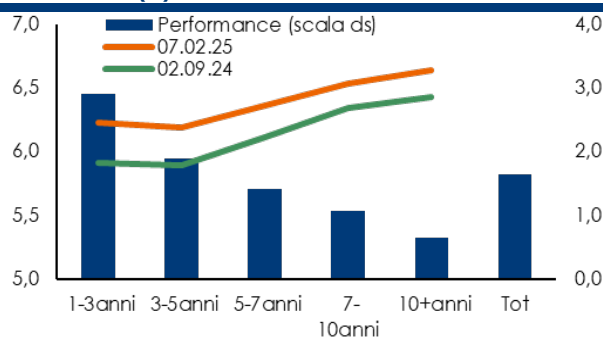
L'interruzione della fase di allentamento monetario, legata alla debolezza della valuta e alla ripresa dell'inflazione, si è riflessa in un aumento dei rendimenti di mercato di circa 40pb con il ritorno totale che è stato comunque positivo grazie al flusso cedolare che, soprattutto sulle scadenze più brevi, ha più che compensato il calo dei prezzi dei bond. La performance in euro è tuttavia appesantita dalla contestuale debolezza della valuta ungherese. Ai livelli attuali, con tasso a due anni a 6,30% e quello a 10 anni intorno a 6,70%, i rendimenti scontano una stabilizzazione delle condizioni monetarie. Queste prospettive ci sembrano in linea con lo scenario macroeconomico e con il recente orientamento della banca centrale. Oltre alle valutazioni di economia interna, le prospettive per il debito sovrano del paese restano legate anche alle scelte delle principali banche centrali e al contesto internazionale: in questo senso, la relativa lontananza commerciale dall'economia statunitense, potrebbe rendere meno sensibile l'attività economica e gli asset finanziari ungheresi alle scelte dell'amministrazione Trump in termini di dazi. Alla luce di queste osservazioni e considerando l'interessante flusso cedolare, modifichiamo la view a Moderatamente Positiva da Neutrale sui bond ungheresi, sempre sottolineando il potenziale aumento della volatilità.

Cambio EUR/HUF (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 02.09.2024 e variazione della curva dei rendimenti (%)



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

Previsioni tassi di cambio EUR/HUF

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/HUF	404,0	412,0	416,0	418,0	417,0	413,5

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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	1,5	2,9	3,0	3,0
Inflazione (%)	3,8	3,5	3,1	3,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,0	-4,6	-3,5	-3,0
Tasso di disoccupazione (%)	4,4	4,2	4,1	4,0
Partite Correnti (% PIL)	1,6	0,6	0,5	0,7
Riserve (mld USD)	37(*)			

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	6,23	-27	-15
Tasso 10 anni	6,53	-16	-2
CDS a 5 anni in pb, in USD	120	-1	-5

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	405	2,6	1,7
Valuta vs USD (**)	390	3,0	1,9
Indice azionario	86996	7,8	9,7

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Ungheria, in %		1,92	1,43
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Ungheria, in %		1,01	0,76
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Ungheria, in pb	156	-3	2
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Ungheria, in pb	173	11	7
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

PLN: i rischi sullo scenario freneranno la corsa dello zloty

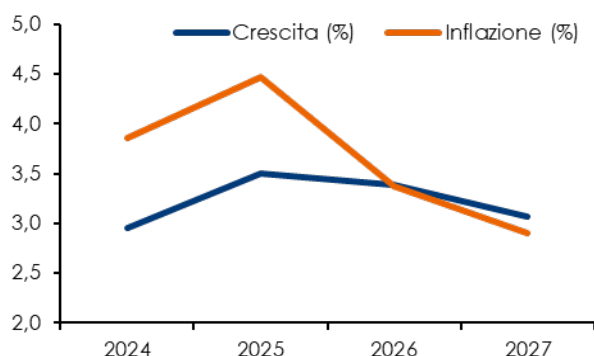
Scenario macro. La ricostruzione dopo le alluvioni estive e la ripresa dei consumi (grazie al mantenimento delle residue misure contro il caro energia) dovrebbero consentire un facile superamento della crisi estiva per l'economia. Questa dovrebbe accelerare ulteriormente nel 2025 anche grazie ai fondi europei e alle elevate spese militari.

Dopo la contrazione estiva di -0,2% t/t l'economia polacca ha chiuso il 2024 con una crescita media di +2,9% grazie a un recupero nella parte finale dell'anno. Il peggioramento del 3° trimestre è stato infatti temporaneo, in quanto riconducibile principalmente alle gravi inondazioni che il Paese ha subito nell'area sudoccidentale. La ricostruzione delle proprietà danneggiate potrebbe così sostenere gli investimenti nei periodi successivi; oltre che dal meteo avverso i consumi sono stati penalizzati anche dai timori delle famiglie riguardo all'inflazione, rafforzati dall'incremento dei costi dell'energia dopo la parziale deregolamentazione a metà 2024 (il caro vita è salito da +2,6% a/a di giugno a +5% di ottobre, per poi scendere a +4,7% a dicembre); anche questo freno dovrebbe però attenuarsi in quanto il governo ha deciso di prolungare le restanti misure di calmierazione dei prezzi fino a settembre 2025. Alla luce di questo è probabile che la crescita acceleri nel 2025 fino a raggiungere un risultato in media d'anno di +3,1%: accanto alle promettenti dinamiche di consumi e investimenti, un fattore di slancio dovrebbe essere rappresentato dai fondi UE (strutturali e PNRR) e dalla spesa pubblica, trainata dalla difesa.

Politica monetaria. La NBP ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 5,75% per tutto il 2024 e ad inizio 2025 per l'inflazione elevata e l'accelerazione economica sul finale d'anno; benché la retorica rimanga severa, in primavera potrebbe essere deciso un primo taglio per evitare alle imprese condizioni monetarie eccessivamente stringenti rispetto a quelle dei partner europei.

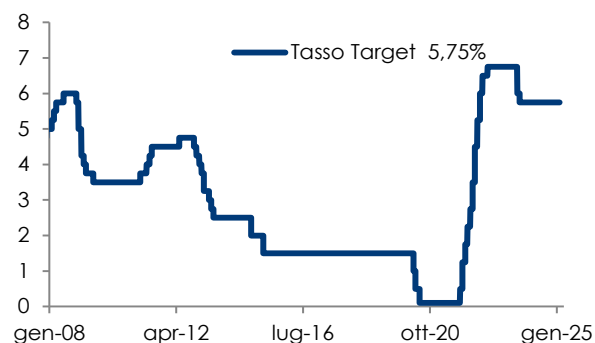
La National Bank of Poland (NBP) ha continuato a mantenere il tasso di riferimento al 5,75% in tutte le riunioni del 2024, affidando la calibratura della politica principalmente alle dichiarazioni del governatore Glapinski: queste in dicembre sono tornate su toni severi, tanto da escludere allentamenti prima del 2026 in considerazione della possibile recrudescenza inflazionistica che potrebbe derivare dal venir meno a settembre delle rinnovate misure di calmierazione dei prezzi dell'energia. Nelle riunioni tenutesi a gennaio e a febbraio la banca centrale ha confermato questa linea decidendo ancora di lasciare invariato il tasso ufficiale al 5,75% a causa dell'accelerazione economica sul finale d'anno e di un'inflazione core elevata dovuta alla vischiosità dei servizi (in particolare quelli amministrativi che risentono della crescita dei salari pubblici). La NBP ha affermato che solo nel medio periodo l'inflazione potrà rientrare nell'intervallo target (1,5-3,5%) e che le sue decisioni dipenderanno da tali prospettive e da quelle di crescita. L'autorità monetaria potrebbe comunque tagliare i tassi di 50-100pb, iniziando già questa primavera, in quanto un eccessivo divario di condizioni monetarie rispetto ai principali partner commerciali europei sarebbe problematico per le imprese polacche.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook Ottobre 2024

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

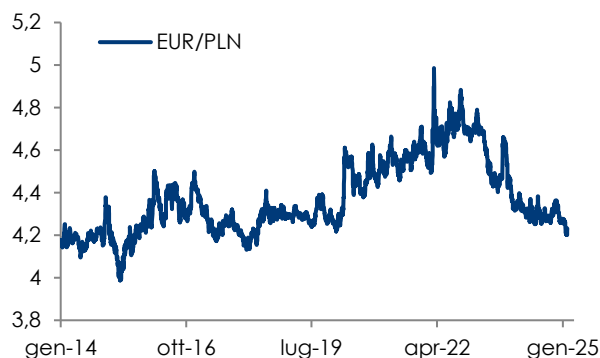
Outlook sulla valuta. Lo zloty è previsto in ribasso contro euro, nonostante il rigore monetario e di contrasto all'inflazione. Lo scenario rischia di deteriorarsi a causa delle tensioni commerciali, dei rischi geopolitici e della crisi dell'economia tedesca, mercato di riferimento fondamentale per il ciclo produttivo polacco.

La banca centrale polacca ha mantenuto il suo approccio attendista mantenendo inalterato il costo del denaro anche nelle riunioni di questo inizio 2025, lasciando intendere che l'allentamento monetario è rimandato almeno all'anno prossimo. Una scelta che conferma la strategia di deciso contrasto all'inflazione, visti i timori degli ultimi mesi e, di riflesso, sostiene la valuta domestica. A rendere il quadro più complesso però, esattamente come nel caso dell'Ungheria e del fiorino, è il contesto geopolitico e i timori legati non solo alle tariffe di Trump ma anche al recupero dell'economia in Germania e in generale nell'Eurozona. Gli elevati tassi reali hanno consolidato l'appeal dello zloty per tutto il 2024, un trend di apprezzamento che dura dagli inizi del 2022. La crisi tedesca, in particolare del suo settore auto, comparto in cui la manifattura polacca gioca un ruolo determinante, unito all'inasprirsi delle tensioni con la Russia, hanno progressivamente fatto crescere il premio al rischio richiesto dal mercato, rallentando la valuta. Per tutti questi motivi, le previsioni vedono lo zloty rallentare contro euro, nonostante il prosieguo della politica monetaria espansiva della BCE, a causa dello scenario domestico che rischia di subire un ulteriore deterioramento.

Outlook sui bond. Da inizio settembre, i rendimenti dei titoli in zloty sono saliti con uno spostamento parallelo verso l'alto della curva. I rendimenti anticipano una ripresa dell'allentamento monetario a un ritmo lento, che potrebbe rivelarsi troppo cauto considerando lo scenario domestico. Confermiamo la view Moderatamente Positiva.

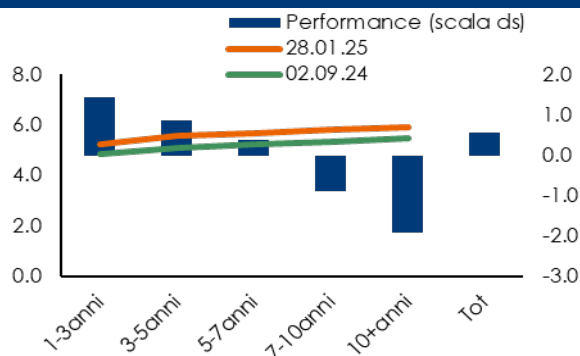
La performance in valuta locale dei titoli di Stato è stata moderatamente positiva grazie al flusso cedolare che ha più che compensato il calo dei prezzi (riflesso dell'aumento dei rendimenti di mercato) con il ritorno totale che si irrobustisce una volta convertito in euro, sulla scia dell'apprezzamento dello zloty. Ai livelli attuali, il mercato monetario incorpora un solo taglio di 25pb nell'arco temporale dei prossimi 12 mesi. Queste aspettative potrebbero rivelarsi eccessivamente caute, anche alla luce del contesto internazionale e della fase di politica monetaria espansiva avviata dalla BCE lo scorso giugno e che dovrebbe prevedere altri tagli dei tassi nei prossimi mesi. Inoltre, con considerazioni analoghe a quelle relative al debito sovrano ungherese, la Polonia dovrebbe essere fuori dal perimetro di azione, almeno nelle sue prime mosse, della politica commerciale protezionistica di Trump, con un potenziale benefico relativo di questa posizione sia in termini economici che finanziari. Nel complesso, considerando anche l'interessante livello dei rendimenti, confermiamo la view Moderatamente Positiva.

Cambio EUR/PLN (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 02.09.2024 e variazione della curva dei rendimenti (%)



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

Previsioni tassi di cambio EUR/PLN

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/PLN	4,1866	4,27	4,30	4,30	4,30	4,30

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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	3,0	3,5	3,4	3,1
Inflazione (%)	3,9	4,5	3,4	2,9
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,7	-5,5	-5,0	-4,6
Tasso di disoccupazione (%)	3,2	3,3	3,3	3,3
Partite Correnti (% PIL)	0,8	0,0	-0,4	-0,6
Riserve (mld USD)	186(*)			

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	5,75	0	0
Tasso a 2 anni	5,29	11	13
Tasso 10 anni	5,80	-14	-9
CDS a 5 anni in pb, in USD	68	-2	-3

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	4,19	1,6	2,0
Valuta vs USD (**)	4,03	1,9	2,2
Indice azionario	88376	7,5	11,1

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Polonia, in %		2,23	1,64
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Polonia, in %		1,06	0,60
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Polonia, in pb	116	-4	1
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Polonia, in pb	116	-3	-5
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

TRY: migliora il quadro sulla Turchia e rallenta la svalutazione della lira

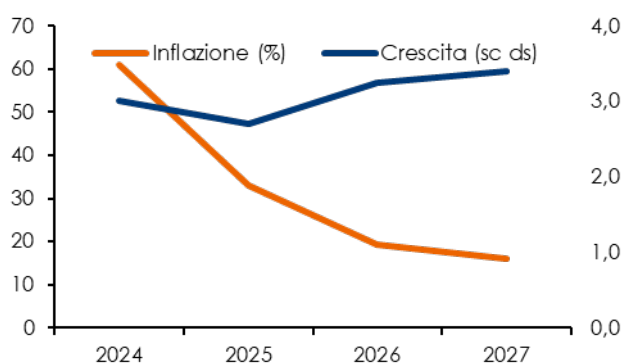
Scenario macro. Nel 4° trimestre l'economia dovrebbe superare la recessione tecnica in forza dei progressi sia dal lato dell'offerta (rialzo dell'output industriale) che della domanda (migliorato sentiment dei consumatori). Per il 2025 il principale traino sarà rappresentato dal proseguimento della fase di espansione monetaria (avviata a dicembre grazie al calo dell'inflazione).

Nel 3° trimestre l'economia è entrata in recessione tecnica, registrando, a causa delle politiche interne restrittive, una contrazione di -0,2% t/t come nel periodo precedente (il risultato del 3° trimestre è stato rivisto al ribasso da +0,1% t/t). Un'altra variazione congiunturale negativa del PIL nel 4° trimestre dovrebbe essere evitata alla luce dei progressi segnati a novembre dalla produzione industriale (+2,9% m/m) e dal mercato del lavoro (disoccupazione in marginale calo a 8,6%, sebbene su livelli ancora elevati) nonché grazie alla migliorata fiducia delle famiglie (la cui media trimestrale è salita a 80,5 da 76,8 anche in forza di un annunciato aumento del 30% del salario minimo da gennaio). Per l'anno in corso il principale sostegno all'economia deriverà dal proseguimento della fase espansiva di politica monetaria, avviata a fine 2024 grazie al rallentamento dell'inflazione: questa a dicembre è scesa a 44,4% a/a da 47,1% precedente e dovrebbe continuare, anche se con fasi contrastate, questo lento percorso di ridimensionamento pure quest'anno e il prossimo. Inoltre, il paese potrebbe beneficiare della maggior influenza esercitata dal proprio governo nell'area mediorientale dopo la caduta del regime siriano di Assad: la Turchia aveva infatti offerto rifugio a numerosi dissidenti.

Politica monetaria. La CBRT ha avviato una fase di allentamento monetario, operando due consistenti tagli di 250pb a dicembre e a gennaio. Per il futuro la banca centrale ha delineato un approccio prudente, basato sui dati, che riporti l'inflazione all'obiettivo del 5% nel medio termine: ciò non dovrebbe però impedire un'altra riduzione dei tassi nella riunione di marzo.

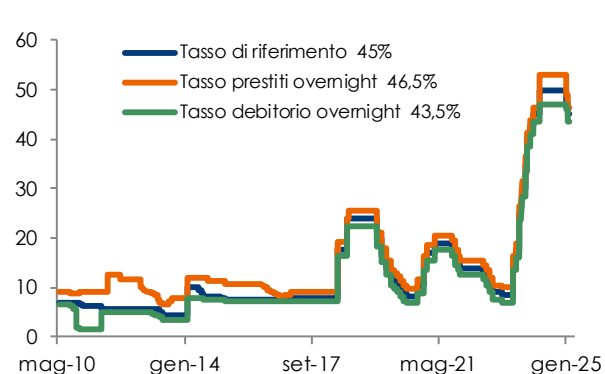
Dopo l'inasprimento della politica monetaria nel 2024 per contrastare l'elevatissima inflazione, la Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) ha avviato un ciclo di riduzione dei tassi d'interesse, con l'obiettivo di sostenere la ripresa economica. A dicembre l'autorità monetaria ha infatti deciso di abbassare il tasso ufficiale (repo a una settimana) di 250pb, portandolo a 47,5% da 50% alla luce di un'inflazione sostanzialmente stabile a novembre e con prospettive di rallentamento. Un altro taglio di 250pb è stato poi deliberato a gennaio al fine di bilanciare il consolidamento della disinflazione con il rilancio della domanda interna. Prospettivamente, mirando ad escludere la possibilità che i tassi scendano troppo o troppo rapidamente, il Comitato ha affermato che prenderà le sue decisioni con prudenza, riunione per riunione, concentrandosi sul sentiero di inflazione, in modo da creare le condizioni monetarie e finanziarie necessarie a garantire un calo della tendenza di fondo dell'inflazione e a raggiungere l'obiettivo del 5% nel medio termine. Nonostante i toni cauti del comunicato, riteniamo molto probabile che la CBRT opti per un'altra riduzione di 250pb nella prossima riunione di marzo.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tassi di riferimento (da maggio 2010)

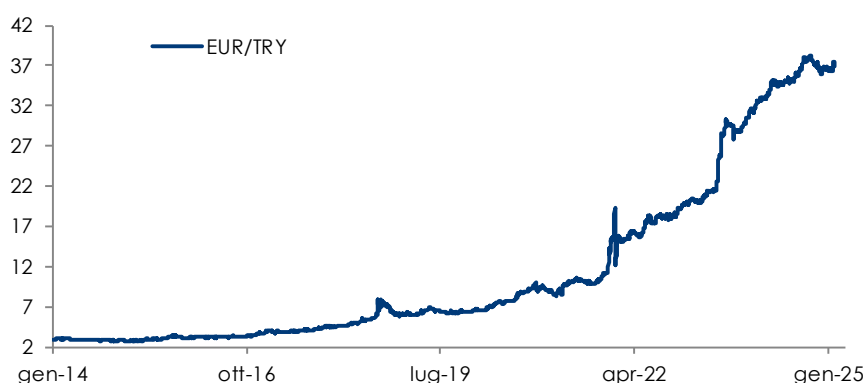


Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Dopo che la stretta monetaria in Turchia ha ridato credibilità al sistema frenando la corsa dei prezzi, il nuovo ciclo di ribasso del costo del denaro, volto a sostenere l'economia, non sta penalizzando eccessivamente la valuta. Questa situazione nel breve-medio termine manterrà comunque debole la lira turca, ma senza segnare nuovi minimi contro euro.

Dopo l'ennesimo minimo storico contro euro, registrato alla fine dello scorso anno, l'impegno della banca centrale turca nel contrastare l'inflazione, ha rallentato il ribasso della lira che ha aperto il nuovo anno recuperando qualche posizione. A favorire questa dinamica anche il prosieguo dell'approccio espansivo della BCE che, riducendo i tassi europei, ha finito per frenare la valuta unica. L'inerzia dell'inflazione e l'opinione pubblica interna spingono per il prosieguo della riduzione nei tassi, fattore che favorirebbe la ripresa dell'economia e renderebbe le condizioni creditizie più agevoli per famiglie e imprese alla ricerca costante di finanziamenti. La ritrovata (ma parziale) credibilità della Turchia continua ad alimentare l'interesse per gli asset turchi da parte degli investitori internazionali, al netto delle turbolenze legate alle strategie tariffarie promosse dall'amministrazione Trump. Questo scenario, ancora una volta, non dovrebbe portare ad una vera e propria inversione di tendenza (positiva) per la lira turca ma, per lo meno, potrebbe consentirle di frenare la sua costante svalutazione restando, almeno nel breve-medio periodo, lontana dai minimi contro euro. L'unico ostacolo resta la ritrovata forza del dollaro, viste le cautele della Fed nell'abbassare i tassi americani e l'incertezza generata dai dazi di Trump. La valuta statunitense esprime tutti i contratti delle materie prime, alla base della manifattura di trasformazione della Turchia, un elemento che insieme alle tariffe potrebbe generare nuovi rincari e alimentare l'inflazione domestica.

Cambio EUR/TRY (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/TRY

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/TRY	37,43	38,11	39,94	41,60	42,00	44,82

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	2024	2025	2026	2027
Crescita (%)	3,0	2,7	3,2	3,4
Inflazione (%)	60,9	33,0	19,2	16,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,2	-3,6	-3,0	-3,1
Tasso di disoccupazione (%)	9,3	9,9	9,6	9,5
Partite Correnti (% PIL)	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9
Riserve (mld USD)	92(*)			

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	45,00	-500	-250
Tasso a 2 anni	35,60	-115	-152
Tasso 10 anni	25,94	-79	-125
CDS a 5 anni in pb, in USD	254	-4	-8

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	37,36	-2,2	-2,0
Valuta vs USD (**)	35,89	-1,8	-1,8
Indice azionario	9842	-1,3	0,1

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Turchia, in %		1,28	1,34
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Turchia, in %		0,58	0,53
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Turchia, in pb	255	1	1
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Turchia, in pb	204	4	-4
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

RUB: le nuove sanzioni americane incideranno sul ciclo frenando il rublo

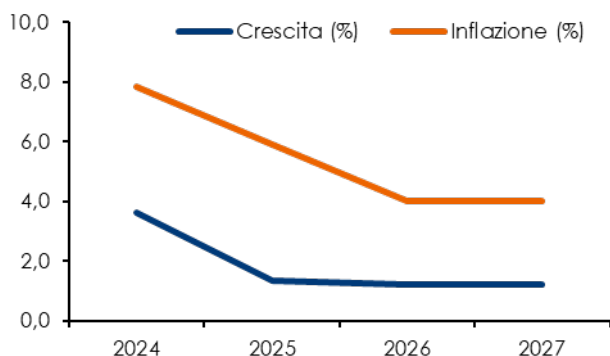
Scenario macro. Dopo una probabile crescita del 3,7% in media d'anno nel 2024, sostenuta dalla spesa governativa, l'economia dovrebbe rallentare a +1,4% nel 2025 a causa degli elevati tassi di interesse, del consolidamento fiscale, delle sanzioni internazionali e della carenza di manodopera. L'inflazione è salita recentemente, mostrando rischi di ulteriori accelerazioni.

Per l'economia russa il 2024 dovrebbe chiudersi con una variazione annua del PIL di +3,7%, sostenuta dalla spesa governativa (in particolare dagli investimenti pubblici legati alla guerra). La crescita dovrebbe rallentare a +1,4% per il 2025, poiché i tassi di interesse elevati e il consolidamento fiscale freneranno consumi e investimenti, mentre la mancata manodopera (la disoccupazione è ai minimi storici) e le sanzioni peseranno sull'attività produttiva (il settore petrolifero rimarrà comunque cruciale, grazie alle rotte di navigazione alternative e agli altri metodi con cui Mosca ha aggirato le restrizioni occidentali). Dopo la moderazione di settembre/ottobre l'inflazione ha riaccelerato arrivando a 9,5% a dicembre, per la persistente sproporzione tra l'espansione della domanda interna e la capacità di ampliamento dell'offerta, con rischi di ulteriore rialzo dovuti a elevate aspettative, crescita del deficit pubblico, deterioramento del commercio estero.

Politica monetaria. Al fine di frenare l'inflazione e le relative aspettative la CBR ha continuato il suo ciclo restrittivo a settembre e ottobre per poi mantenere il tasso di riferimento al 21% a dicembre, riconoscendo i presupposti per una possibile disinflazione. A febbraio dovrebbe tuttavia operare un'altra stretta, per poi iniziare l'allentamento nel 2° trimestre.

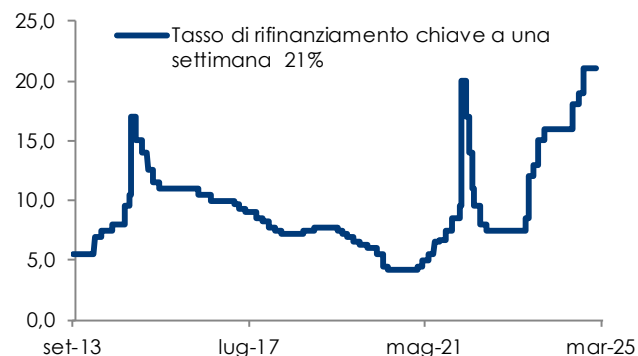
Dopo il rialzo di 200pb in luglio, il ciclo restrittivo della Central Bank of Russia (CBR) è continuato con aumenti di 100pb a settembre e di 200pb ad ottobre, così da portare il tasso di riferimento al 21%. Le strette sono state considerate necessarie dall'istituto per garantire il ritorno all'obiettivo dell'inflazione e per frenare la crescita delle relative aspettative: l'aggiornamento delle previsioni intercorso ad ottobre ha comportato tempi più lunghi e un percorso dei tassi più elevato per l'ottenimento dell'obiettivo di inflazione rispetto a quanto preventivato a luglio. In dicembre la banca ha mantenuto il tasso stabile al 21%, nonostante l'elevata crescita dei prezzi correnti e la forte domanda interna, riconoscendo i presupposti per una ripresa dei processi di disinflazione grazie al raffreddamento dell'attività creditizia. La CBR ha infine dichiarato che valuterà la necessità di un aumento del tasso di riferimento a febbraio: a tal riguardo ci attendiamo che lo alzi di 200pb al 23%; la successiva evoluzione dovrebbe essere dettata dal ritmo di raffreddamento dell'economia; probabilmente sarà possibile avviare una fase di allentamento già nel 2° trimestre 2025.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso chiave a una settimana (da settembre 2013)



Fonte: Bloomberg

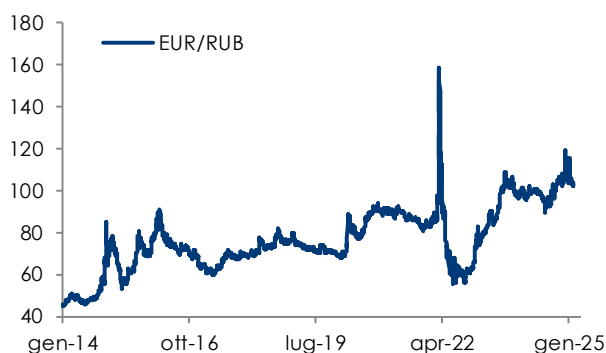
Outlook sulla valuta. La valuta russa è attesa indebolirsi restando sopra la soglia di 100 contro euro, non distante dai minimi storici. Nel medio-lungo termine la svalutazione del rublo potrebbe accentuarsi a causa del rallentamento economico derivante anche dal gravare delle nuove sanzioni americane all'industria energetica domestica.

La fine del 2024 e l'inizio del 2025 hanno coinciso coi nuovi minimi storici del rublo contro euro (120) e contro dollaro statunitense (115). Il motivo è l'introduzione delle nuove sanzioni americane all'industria energetica e il mancato rinnovo dell'accordo per il transito del gas russo attraverso il metanodotto ucraino, scaduto a fine dicembre, e che ha immediatamente inciso sull'export di metano. La nuova strategia statunitense sui combustibili fossili, delineata sommariamente da Trump, è il principale elemento di incertezza, mentre prosegue il suo pressing sull'OPEC+ affinché abbassino il costo del greggio e aumentino la produzione, anche nel tentativo di isolare Mosca in seno ai produttori. L'estrazione di "shale oil" ha costi di lavorazione decisamente superiori rispetto alle tecniche tradizionali adottate da altri concorrenti, come la Russia. Per questo motivo, sarà necessario calibrare con attenzione qualsiasi misura in tal senso, per non generare effetti che, alla lunga, possano rivelarsi penalizzanti per il comparto energetico statunitense. La sensazione è che l'equilibrio della strategia di Trump passi proprio per l'aumento delle sanzioni verso Mosca che potrebbe perdere quote di mercato proprio a favore del greggio "made in USA". Per tale motivo, la previsione sul rublo è di debolezza nel breve e di maggior svalutazione nel medio-lungo, quando il peso dell'embargo graverà maggiormente sull'economia e sulla valuta.

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.

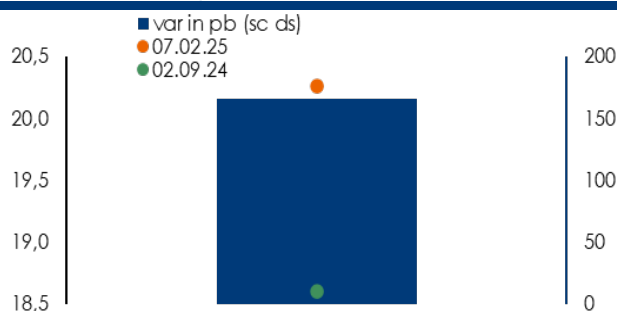
La persistenza del conflitto in Ucraina e le conseguenti sanzioni economiche e finanziarie decise dall'Occidente continuano a bloccare di fatto gli scambi di secondario sui titoli emessi in rubli, in un quadro di liquidità sostanzialmente azzerata. Le agenzie di rating hanno sospeso le valutazioni su 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

Livelli del tasso overnight e variazione dal 02.09.2024 (%)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/RUB

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/RUB	101,53	107,97	110,00	117,00	123,00	110,00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati 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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	3,6	1,3	1,2	1,2
Inflazione (%)	7,9	5,9	4,0	4,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-1,9	-0,5	-0,6	-0,6
Tasso di disoccupazione (%)	2,6	3,0	3,6	4,0
Partite Correnti (% PIL)	2,7	2,6	2,5	2,3
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	0	0
Tasso a 2 anni	ND	ND	ND
Tasso 10 anni	ND	ND	ND
CDS a 5 anni in pb, in USD	ND	ND	ND

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	100,47	10,5	15,3
Valuta vs USD (**)	96,80	11,0	17,3
Indice azionario	ND	ND	ND

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

ZAR: valuta in probabile consolidamento, ma aumentano i fattori di rischio

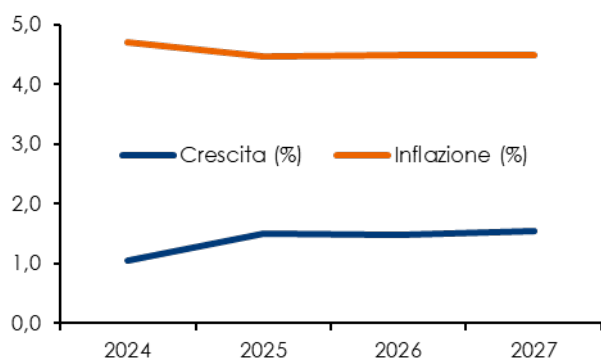
Scenario macro. Nel 3° trimestre 2024 la crescita economica ha registrato una battuta d'arresto, dovuta al crollo della produzione agricola per motivi climatici. La dinamica positiva, che sta migliorando la situazione occupazionale, dovrebbe essere ripresa già dal 4° trimestre grazie al ridimensionamento dell'inflazione, al recupero agricolo e al miglioramento energetico.

Dopo l'espansione primaverile di +0,4% t/t, l'economia sudafricana ha registrato una contrazione di -0,2% t/t nel 3° trimestre a causa, soprattutto, del crollo della produzione agricola (dovuto alla siccità in alcune aree) e della moderazione delle attività secondaria e terziaria. Dal lato della domanda, a fronte della persistente debolezza degli investimenti fissi lordi, la dinamica dei consumi pubblici è ritornata negativa e quella dei consumi privati interni ha accelerato. I più recenti indicatori macroeconomici forniscono segnali misti, ma nel complesso prefigurano una tiepida ripresa nel 4° trimestre. Il tasso di disoccupazione è sceso di oltre un punto nel 3° trimestre (32,1%), ovvero nei tre mesi successivi alla formazione del governo di unità nazionale, che ha migliorato la fiducia delle imprese e alimentato le speranze di ulteriori progressi nelle riforme economiche. Ci attendiamo dunque una crescita in media d'anno di +0,7% per il 2024, con una accelerazione a +1,4% nel 2025 grazie al persistente ridimensionamento dell'inflazione (nel 4° trimestre ha oscillato su +3% a/a, rendendo probabile un rafforzamento dei consumi e un atteggiamento più accomodante della banca centrale), al recupero agricolo e ai progressi sul fronte energetico (nessun blackout programmato si è verificato dallo scorso marzo).

Politica monetaria. A settembre la SARB ha avviato un graduale ciclo espansivo, con tre tagli consecutivi da 25pb del tasso di riferimento. I rischi ancora presenti sull'inflazione, nonostante il raggiungimento dell'obiettivo, hanno fatto preferire un approccio dipendente dai dati che non dovrebbe, però, impedire una discesa del tasso di riferimento al 7% entro il 2025.

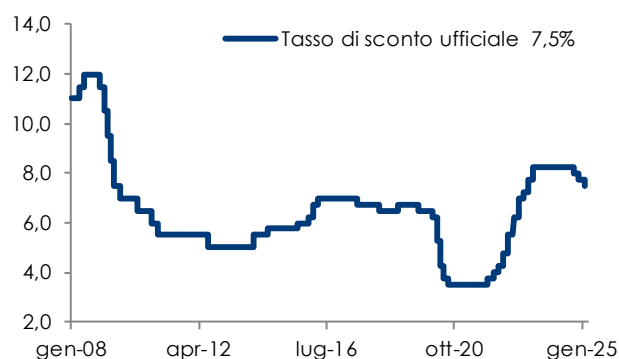
A settembre 2024, sulla scia del migliorato quadro inflazionistico, la South Africa Reserve Bank (SARB) ha avviato un ciclo di allentamento, con un taglio di 25pb del tasso di riferimento (da 8,25% a 8%). La politica di graduale riduzione dei tassi d'interesse è proseguita a novembre con un nuovo -25pb che ha portato il tasso ufficiale a 7,75%. A gennaio 2025 ha operato il terzo taglio consecutivo (-25pb per un tasso di policy al 7,5%), confermando l'orientamento espansivo volto a sostenere la ripresa economica. Riguardo all'azione futura, la SARB ha tuttavia preferito non vincolarsi a un percorso prestabilito, ribadendo che le prossime mosse verranno scelte in base all'evoluzione dei dati macroeconomici: l'inflazione, pur stabilizzatasi all'interno del range obiettivo (3-6%), è infatti esposta a fattori di rischio esterni (tra cui la volatilità del rand e le tensioni geopolitiche globali). Secondo il modello di proiezione trimestrale dell'Istituto, nei prossimi anni i tassi si abbasseranno leggermente e si stabilizzeranno attorno al 7,25%, segnalando ancora spazio per ulteriori riduzioni. Ci attendiamo quindi una prosecuzione del graduale orientamento espansivo, con il tasso repo al 7,0% entro la fine dell'anno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso di sconto ufficiale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Le prospettive a breve termine per il rand restano caute a causa delle turbolenze internazionali legate ai dazi e alla forza del dollaro americano, vista la pausa nel calo dei tassi Fed. Le stime indicano un consolidamento contro euro a patto che il clima sul commercio mondiale non si deteriori eccessivamente penalizzando l'export del Sud Africa.

Come la maggior parte delle valute dei Paesi emergenti anche il rand sudafricano è stato investito dalle turbolenze di fine anno, seguite all'elezione di Trump alla guida degli Stati Uniti, interrompendo il trend di apprezzamento contro euro sviluppatosi lungo tutto il 2024. L'inizio del 2025 ha visto confermate tutte le incertezze legate alle tariffe commerciali minacciate da Trump, una prospettiva che ha reso ancora più prudente la Fed nell'abbassare i tassi americani, col risultato di mantenere ancora forte il dollaro. Un insieme di elementi che sta frenando la valuta, ampliando i timori sull'economia del Paese e in particolare per la domanda di materie prime, specie minerarie, che sono una voce importantissima dell'export sudafricano. Anche l'iniziale ipotesi di sospensione degli aiuti e degli investimenti americani al Sud Africa, circolata insieme alle imposizioni tariffarie a Canada, Messico (poi entrambe congelate) e Cina e non del tutto smentita, rischia di ostacolare il faticoso recupero economico interno. Infine, l'ipotesi di una vera e propria guerra commerciale fra USA e Cina potrebbe rischiare di coinvolgere anche le forniture agricole del paese (carni, soia ed altri cereali) verso il gigante asiatico, è un altro fattore di rischio che graverebbe sulla valuta. Uno scenario molto incerto che però potrebbe consentire comunque al rand sudafricano di consolidare contro euro.

Outlook sui bond. Da inizio settembre, la curva dei rendimenti in rand ha registrato un modesto spostamento verso il basso, condizionato dalle dinamiche globali ma, soprattutto, dall'evoluzione positiva dello scenario interno. Il livello attuale dei tassi e le prospettive di politica monetaria ci inducono a confermare la view Moderatamente Positiva.

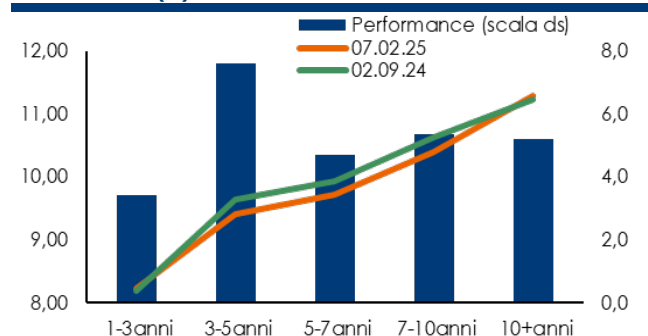
Da inizio settembre, la curva dei rendimenti sudafricana si è spostata verso il basso ancora di circa 20pb, dopo la significativa discesa messa a segno durante i mesi estivi, con uno spostamento parallelo della curva delle scadenze. La performance ancora molto robusta (intorno al 6%) si irrobustisce ulteriormente, una volta convertita in euro, grazie al modesto apprezzamento del rand contro euro. I livelli attuali dei tassi, con quello a 3 mesi al 7,55% e quello a sei mesi al 7,75%, incorporano una fase di stabilità della politica monetaria, che si rivela coerente con lo scenario interno al paese. Le variabili cruciali per le prospettive sul debito obbligazionario dei prossimi mesi restano, da una parte, il clima di fiducia sul Paese e, dall'altra, la stabilizzazione dell'inflazione all'interno del range obiettivo. Considerando lo scenario domestico, seppur appesantito da un clima di incertezza a livello globale, e i livelli interessanti 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 09.02.2024 e variazione della curva dei rendimenti (%)



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

Previsioni tassi di cambio EUR/ZAR

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/ZAR	19,14	19,28	19,16	19,24	19,01	19,44

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	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	1,1	1,5	1,5	1,5
Inflazione (%)	4,7	4,5	4,5	4,5
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,2	-6,3	-5,4	-5,1
Tasso di disoccupazione (%)	33,7	33,9	34,1	34,3
Partite Correnti (% PIL)	-1,6	-1,9	-2,0	-2,1
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	-25	-25
Tasso a 2 anni	8,22	0	0
Tasso 10 anni	10,41	0	-1
CDS a 5 anni in pb, in USD	201	0	8

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	19,14	0,9	1,8
Valuta vs USD (**)	18,44	1,2	2,0
Indice azionario	79267	5,1	5,2

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Sud Africa, in %		0,40	0,51
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Suda Africa, in %		0,58	0,63
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Sud Africa, in pb	309	22	18
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Sud Africa, in pb	140	-19	-32
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

BRL: il rialzo dei tassi sostiene il real, ma incombe la minaccia dei dazi

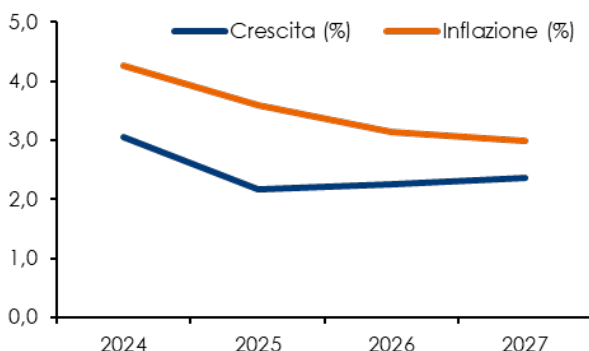
Scenario macro. Nel 3° semestre 2024 l'economia ha continuato a crescere, trainata da consumi e investimenti domestici. Una probabile moderazione nel 4° trimestre dovrebbe portare la crescita media 2024 a +3,2%. Per il 2025 prevediamo un rallentamento a +2,1% a causa di consumi frenati dall'atteggiamento più severo delle autorità e di un'agricoltura in rallentamento.

Nel 3° trimestre l'economia brasiliana è cresciuta dello 0,9% t/t, in rallentamento rispetto al periodo precedente (+1,4% t/t); la domanda domestica ha rappresentato ancora il principale traino, con i consumi che hanno beneficiato della tenuta del mercato del lavoro e della rapida crescita dei salari (l'aumento del salario minimo e la continuità del programma governativo a sostegno delle famiglie meno abbienti hanno fornito un impulso positivo) e gli investimenti fissi lordi particolarmente dinamici (+10,6% a/a) grazie all'allentamento monetario fino a maggio. Dal lato dell'offerta, la crescita del PIL è stata guidata da secondario e terziario, a fronte di una maggiore debolezza dell'agricoltura. I recenti indicatori macroeconomici segnalano una moderazione dell'attività economica brasiliana nel 4° trimestre che, a nostro avviso, dovrebbe portare la crescita media 2024 a +3,2%. Per il 2025 prevediamo un rallentamento a +2,1% a causa di consumi frenati dall'atteggiamento più restrittivo della banca centrale (l'inflazione a dicembre è stata pari a +4,8% a/a, sopra l'intervallo target) e di un clima probabilmente meno favorevole alle colture; inoltre, il presidente Lula ha annunciato tagli per 11,8 mld di dollari (fra cui un tetto agli stipendi pubblici e limitazioni alla crescita del salario minimo) da attuare entro il 2026.

Politica monetaria: A settembre la CBC ha avviato un periodo di restrizione monetaria, di crescente intensità, volto a contenere l'inflazione e consolidare la fiducia della banca in un contesto di spesa pubblica elevata. Questo ciclo di rialzi dovrebbe protrarsi fino a metà 2025, portando il tasso Selic al 15%, per poi lasciare spazio a una lenta fase di allentamento.

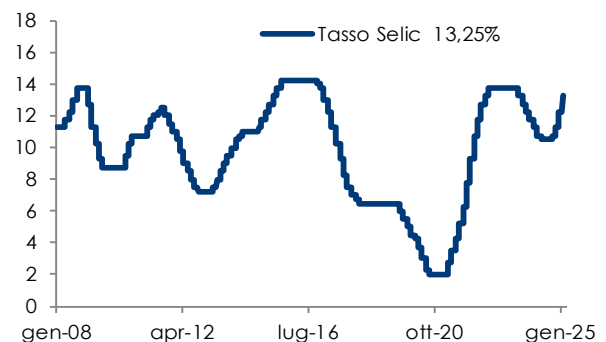
A settembre, nel tentativo di far scendere l'inflazione annua del 2024 all'interno dell'intervallo target (1,5-4,5%), la Central Bank of Brazil (CBC) ha alzato il tasso Selic di 25pb a 10,75% da 10,5%; a questa stretta ne sono seguite altre due di maggiore entità (+50pb a novembre e +100pb a dicembre) fino a portare il tasso di riferimento al 12,25% alla fine dello scorso anno. La decisione è stata motivata dalle crescenti preoccupazioni sul fronte delle finanze pubbliche, dalla risalita dell'inflazione (che comunque è risultata pari a +4,8% a/a in media d'anno, sopra il target) e dai timori di surriscaldamento dell'economia brasiliana. Tali ragioni sono state alla base per l'ulteriore rialzo di 100pb operato a gennaio: l'istituto aveva già a dicembre annunciato altri incrementi di 100pb almeno nelle due riunioni successive, se non si fossero riscontrati miglioramenti dal lato dell'inflazione. La riunione di gennaio ha segnato anche l'esordio del nuovo governatore Gabriel Galipolo, nominato dal presidente Lula, che ha già rinnovato la maggioranza del consiglio direttivo. Riteniamo che il tasso Selic entro la metà del 2025 raggiungerà il picco del 15,00%, cui seguirà una fase di lenta discesa quando l'attenzione si sposterà sulla sostenibilità della ripresa.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2024

Tasso Selic (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

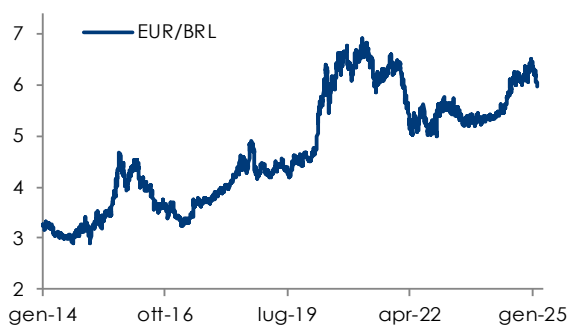
Outlook sulla valuta. Le nostre previsioni indicano un debole consolidamento del real contro euro, coerente con la restrizione monetaria della banca centrale brasiliana, che amplia il differenziale dei tassi con l'Europa, favorendo la moneta. L'elemento di maggior rischio restano le dinamiche commerciali, dopo l'arrivo di Trump e la tenuta della domanda di commodity.

L'azione della banca centrale che ha proseguito nel rialzo dei tassi e confermato, per bocca del neogovernatore Gabriel Galipolo, la volontà di contrastare al massimo l'inflazione, ha sostenuto il real frenandone il ribasso contro euro, dopo aver toccato un nuovo minimo a 3 anni (area 6,50) sul finire del 2024. A dare sollievo alla moneta è stato anche il voto finale sul pacchetto di tagli alla spesa pubblica varato dal Parlamento. La tenuta della manovra di fine anno (circa 11,4 miliardi di dollari) ha vacillato sotto i colpi dei molti emendamenti che intendevano smussare l'impatto restrittivo, ma, alla fine, l'impianto definitivo è sembrato convincere i mercati e premiare la valuta. A complicare lo scenario è ovviamente l'incertezza legata alle tariffe commerciali. Un aumento dei dazi doganali sarebbe un problema doppio per l'export in particolare agricolo, che ha già subito i rincari di zucchero e caffè diretti proprio verso gli Stati Uniti, a causa delle fluttuazioni valutarie del cambio col dollaro. Lo scenario di tassi ancora alti negli Stati Uniti, a causa delle turbolenze in atto, impedisce il calo del dollaro, valuta che esprime tutti i derivati finanziari delle principali commodity. In uno scenario dominato dall'incertezza, il profilo previsionale del real resta di debole consolidamento nel breve e di nuovo deprezzamento nel medio lungo.

Outlook sui bond. Da inizio settembre ad oggi è proseguita la correzione delle valutazioni, alimentata dall'avvio della restrizione monetaria decisa dalla banca centrale. I tassi reali restano molto elevati e potrebbero tornare a diminuire, seppur gradualmente, nel medio periodo. Considerando anche il livello dei rendimenti, confermiamo la view Moderatamente Positiva.

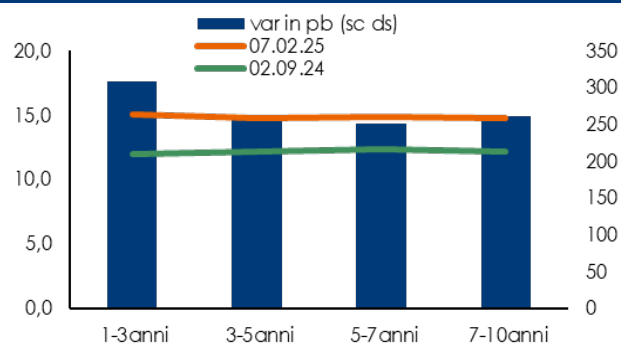
I titoli di Stato emessi in real brasiliani hanno messo a segno una performance solo marginalmente negativa da inizio settembre grazie al flusso cedolare, con la curva delle scadenze che ha subito un ulteriore spostamento verso l'alto accompagnato da un appiattimento della stessa. La performance diviene positiva una volta convertita in euro grazie alla forza del real. L'orientamento della banca centrale resta molto cauto nonostante l'azione tempestiva sembri aver consolidato il sentiero d'inflazione verso il target e la credibilità dell'istituto nonostante il deterioramento fiscale. I tassi reali, considerando l'inflazione al 4,8%, secondo l'ultimo dato disponibile, e la curva dei rendimenti piatta intorno al 14,5%, restano in territorio ampiamente positivo e il tasso a 2 anni si mantiene ben al di sopra del target rate, incorporando ancora uno scenario restrittivo. Queste considerazioni, insieme all'osservazione che il livello dei rendimenti di mercato è 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, anche se il Brasile non dovrebbe essere coinvolto in ulteriori dazi, almeno in prima battuta.

Cambio EUR/BRL (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Livelli e variazione della curva dei rendimenti dal 02.09.2024



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/BRL

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	2025	2026
EUR/BRL	5,98	6,13	6,18	6,19	6,29	6,38

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
Baa1	Positivo	BB	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Baa1	Positivo	BB	Stabile

Indicatori economici

	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	3,0	2,2	2,3	2,4
Inflazione (%)	4,3	3,6	3,1	3,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,9	-7,3	-6,9	-5,9
Tasso di disoccupazione (%)	7,2	7,2	7,3	7,4
Partite Correnti (% PIL)	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7
Riserve (mld USD)	319(*)			

Indicatori finanziari

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	13,25	100	100
Tasso a 2 anni	15,01	-37	-88
Tasso 10 anni	14,76	31	-40
CDS a 5 anni in pb, in USD	173	-2	-78

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	5,99	6,1	6,8
Valuta vs USD (**)	5,76	6,1	7,1
Indice azionario	126225	4,2	4,9

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Brasile, in %		2,67	3,50
Perf. EMBI Indice, in %		1,74	1,96
Perf. Euro EMBI Brasile, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,68	0,54
Spread EMBI Brasile, in pb	221	-11	-25
Spread EMBI Indice, in pb	288	-4	-8
Spread Euro EMBI Brasile, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	190	1	-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 07.02.2025; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2024, FMI

Previsioni Intesa Sanpaolo

		Ungheria	Polonia	Russia	Sud Africa	Brasile
Crescita	2024	0,5	2,9	3,7	0,7	3,2
	2025	2,0	3,1	1,4	1,4	2,1
Inflazione (eop)	2024	4,2	4,7	8,2	3,0	4,8
	2025	3,7	4,5	4,5	4,7	5,1
Target rate (eop)	2024	6,5	5,75	21,0	7,75	12,25
	2025	5,25	4,5	8,0	7,00	13,75
Tasso di cambio (eop)	2024	407,00	4,43	103,9	18,85	6,18
	2025	405,00	4,47	98,8	19,22	5,98

Nota: eop= end of period, a fine period; n.d.= non disponibile. 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 prestatore 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 14.01.2025.

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: Cristina Baiardi, Monica Bosi