

Focus

I tempi delle banche centrali condizionano le valute

In media, il recente andamento dei prezzi si è rivelato più erratico e vischioso di quanto atteso in precedenza: l'inflazione è scesa in molte economie emergenti, come conseguenza del calo dei prezzi delle materie prime e delle politiche monetarie restrittive, ma resta ancora un divario rispetto agli obiettivi delle banche centrali che in alcuni casi si sta rivelando difficile da colmare. Contestualmente in diversi paesi la fase di allentamento delle condizioni monetarie è già iniziata, per non alimentare un'impennata dei tassi reali che avrebbe reso troppo restrittive le condizioni per la crescita economica. Le tempistiche delle prossime mosse di politica monetaria restano cruciali per i rendimenti lungo le curve del debito domestico, con ancora del potenziale di discesa dei tassi (e aumento dei prezzi) in diversi comparti.

AUD – I toni restrittivi della RBA, al netto dei timori sulla crescita domestica, sosterranno la valuta

NZD – L'incertezza dello scenario rischia di enfatizzare la debolezza della valuta nel breve

HUF – Nonostante il ciclo di taglio dei tassi, il fiorino potrebbe consolidare ancora contro euro

PLN – Le minori tensioni con l'Europa e un ciclo economico più stabile sosterranno lo zloty

TRY – Il rialzo dei tassi potrebbe non garantire il recupero della lira

RUB – Tassi alti e un'economia in sorprendente recupero limiteranno il deprezzamento del rublo

ZAR – Grazie al ciclo solido e all'efficiente gestione dei tassi della SARB il rand è atteso consolidare

BRL – Una minor domanda di materie prime (brasiliane) rischia di incidere su crescita e real

8 febbraio 2024 - 15:22 CET

Data e ora di produzione

Valute

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Paolo Leoni

Analista Finanziario

Fulvia Risso

Analista Finanziario

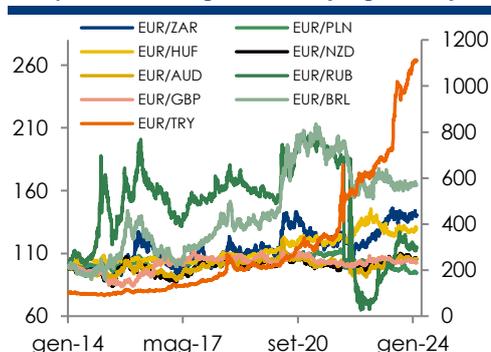
Mario Romani

Analista Finanziario

8 febbraio 2024 - 15:28 CET

Data e ora di circolazione

Principali valute emergenti vs. euro (da 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	4,4	4,1	
Germania	2,6	2,3	
Australia	3,8	4,1	15
Nuova Zelanda	4,8	4,7	15
Ungheria	6,2	6,3	128
Polonia	5,0	5,4	66
Turchia	39,0	25,5	322
Russia	13,0	11,8	ND
Sud Africa	8,7	83,9	230
Brasile	9,8	10,7	134

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cambi

EUR/USD	1,0751
EUR/AUD	1,6520
EUR/NZD	1,7654
EUR/HUF	388
EUR/PLN	4,34
EUR/TRY	32,87
EUR/RUB	98,58
EUR/ZAR	20,35
EUR/BRL	5,36

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 11:00 dell'08.02.2024 (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

AUD: i timori sul ciclo domestico non sono attesi frenare la valuta

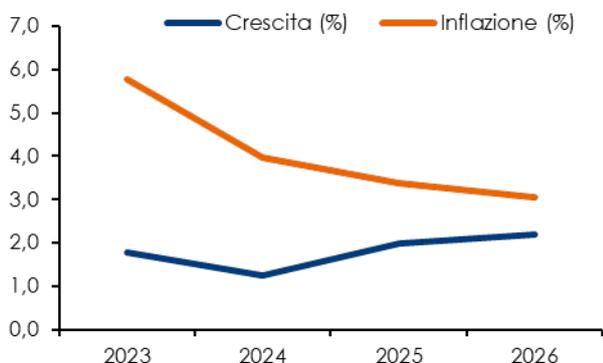
Scenario macro. La lenta crescita dell'economia australiana è dovuta esclusivamente all'immigrazione. Tale quadro, condizionato dalla restrizione monetaria, non dovrebbe cambiare per tutto il 2024.

L'economia australiana dovrebbe archiviare il 2023 con una crescita di poco inferiore al 2%, con una decelerazione nel secondo semestre dell'anno. Nel 3° trim. il PIL è aumentato di +0,2% t/t ma senza la spinta derivante dall'impennata dell'immigrazione si sarebbe verificata una contrazione, tanto che il PIL pro capite ha continuato a diminuire per la terza volta consecutiva (-0,5% t/t). Sulla scia della restrizione monetaria, i consumi sono risultati stagnanti grazie agli immigrati, la costruzione di nuove abitazioni è scesa di -0,3% t/t e le esportazioni minerarie sono diminuite di -0,7%, anche se controbilanciate dall'export agricolo e di servizi legati alla ripresa del turismo internazionale. Apporti positivi alla crescita sono stati forniti dalle scorte, dalla spesa pubblica e dal recupero delle compravendite immobiliari avvenuto grazie alla pausa del ciclo di rialzi dei tassi ufficiali (luglio-ottobre) e protrattosi anche nel 4° trim. L'inflazione ha proseguito nel suo ridimensionamento, passando da +5,4% a/a del 3° trim. a +4,1% nel 4°. Fino alla fine del 2024 il quadro economico non dovrebbe variare, con crescita lenta e PIL pro capite in calo sulla scia del pieno dispiegarsi degli effetti della politica monetaria.

Politica monetaria. La RBA ha mantenuto invariato il tasso di riferimento a febbraio (4,35%), non escludendo ulteriori rialzi qualora la dinamica dell'inflazione lo richiedesse. Questa, seppur in moderazione, ha mostrato infatti un certo grado di resilienza nell'ambito dei servizi.

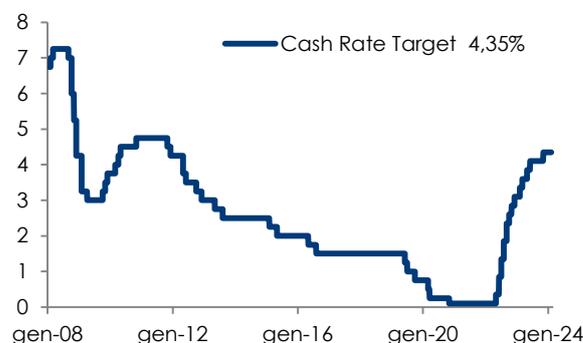
Nella riunione di febbraio la Reserve Bank of Australia (RBA) ha lasciato il target rate al 4,35%, livello più alto degli ultimi 12 anni, in linea con le previsioni. L'orientamento di politica monetaria è stato, invece, più restrittivo delle attese, con la RBA che non solo ha allontanato la possibilità di un primo taglio, in linea con le indicazioni delle principali banche centrali delle economie avanzate per contrastare le aspettative di un allentamento a breve termine, ma ha anche comunicato che resta sul tavolo l'opzione di un altro rialzo se lo scenario dei prezzi lo rendesse necessario. Sebbene infatti il rallentamento dell'indice complessivo sia continuato, i prezzi dei servizi hanno mostrato una maggiore vischiosità dovuta alla forte domanda e alle pressioni sui costi (riconducibili in parte alla manodopera): questo, secondo lo scenario di base della banca centrale, dovrebbe consentire un rientro nel target range di +2-3% non prima del 2025. Nella conferenza successiva alla decisione sui tassi, il governatore della RBA Bullock ha sottolineato che l'inflazione rimane "troppo alta" e che quindi il contenimento della stessa è prioritario rispetto al desiderio di dare sollievo ai detentori di mutui ipotecari fortemente indebitati.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

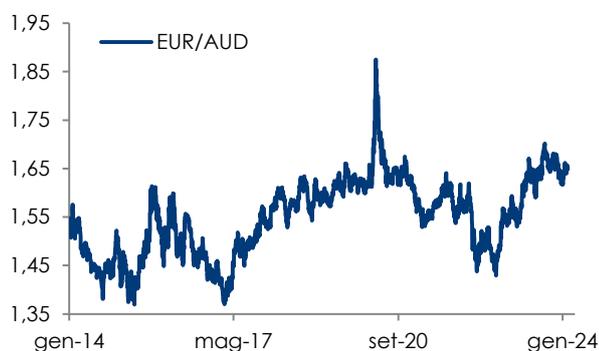
Outlook sulla valuta. L'attendimento dai toni restrittivi della RBA e la revisione al ribasso della crescita economica domestica a causa dei dubbi sulla domanda di commodity proveniente dalla Cina non mutano lo scenario sulla valuta che è vista in rafforzamento contro euro.

Il finale di 2023 è stato caratterizzato dal rafforzamento del dollaro australiano contro euro, che dal minimo di agosto in area 1,70 (cambio EUR/AUD) è arrivato fino a 1,62 a dicembre. Il rialzo di ottobre e il successivo mantenimento dei tassi alti operato dalla RBA, ha consentito di frenare l'inflazione e supportare la dinamica rialzista della valuta. Lo scenario per il 2024 appare più complicato: il dollaro australiano rischia di venire penalizzato dal rallentamento dell'economia domestica, certificata dal ribasso delle previsioni di crescita della RBA, dovuto ai timori di ridimensionamento della domanda di materie prime dalla Cina. La recente decisione di mantenere ancora fermi i tassi ha visto però la RBA porre l'accento sul fatto che, sebbene i recenti dati mostrino che l'inflazione sta rallentando, la tendenza alla crescita dei prezzi in Australia rimane elevata e potrebbe essere necessario ancora del tempo prima che si torni al target in modo sostenibile. Questo nuovo accenno ai pericoli di surriscaldamento dei prezzi non esclude la possibilità di tornare a rialzare i tassi di interesse, ribadendo l'approccio restrittivo della RBA. Un'ipotesi che sembra essere sufficiente a garantire un profilo di apprezzamento per il dollaro australiano rispetto all'euro, le cui attese di ribasso dei tassi BCE, potrebbero favorire l'indebolimento.

Outlook sui bond. L'irripidimento della curva delle scadenze è il riflesso di una politica monetaria ancora più restrittiva delle attese. Considerando che la direzione prospettica resta comunque quella di una rimozione della restrizione monetaria e che i livelli dei rendimenti restano interessanti confermiamo la view Moderatamente Positiva.

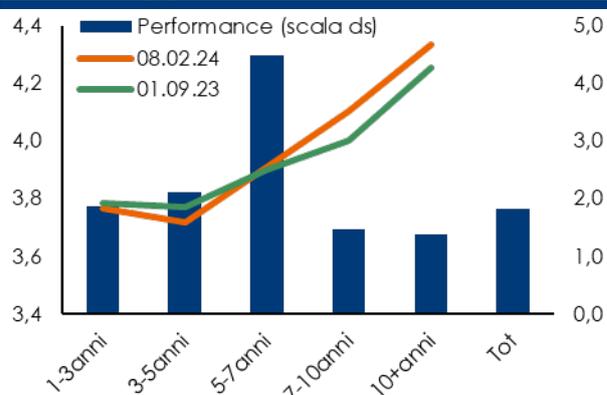
Da inizio settembre la performance dei bond australiani è stata moderatamente positiva grazie a un irripidimento della curva delle scadenze, che ha alimentato il calo dei tassi sulle scadenze più corte. Ai livelli attuali, il mercato monetario non crede a un ultimo rialzo, mentre anticipa un primo taglio dei tassi con una probabilità non trascurabile (circa il 40% cumulato entro fine anno) e in seguito un solo taglio dei tassi ad agosto e una riduzione di 50pb entro fine anno. Nel complesso, il posizionamento del mercato resta restrittivo a fronte di uno scenario macroeconomico che, a nostro avviso, è appesantito da rischi verso il basso, ma anche da un'inflazione più persistente delle attese. Queste considerazioni, unite alla valutazione che il livello attuale dei rendimenti offrono, al netto dell'effetto cambio, un flusso cedolare elevato a fronte di un rating alto, ci inducono a mantenere la view Moderatamente Positiva.

Cambio EUR/AUD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 01.09.2023 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	1,6520	1,63	1,62	1,59	1,56	1,54
Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/AUD	1,6520	1,63	1,62	1,62	1,60	1,60

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

	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	1,8	1,2	2,0	2,2
Inflazione (%)	5,8	4,0	3,4	3,1
Surplus o Deficit/PIL (x)	-1,4	-2,2	-1,9	-1,5
Tasso di disoccupazione (%)	3,7	4,3	4,5	4,8
Partite Correnti (% PIL)	0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Riserve (mld USD)	60	53(*)		

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
Tasso a 2 anni		3,77	-15
Tasso 10 anni		4,11	-5
CDS a 5 anni in pb, in USD		15	-1

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	1,6520	-1,6	-2,2
Valuta vs USD (**)	0,652	-3,1	-4,4
Indice azionario	7.616	2,5	0,6

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 08.02.2023; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

NZD: la valuta è attesa indebolirsi nel breve a causa dello scenario incerto

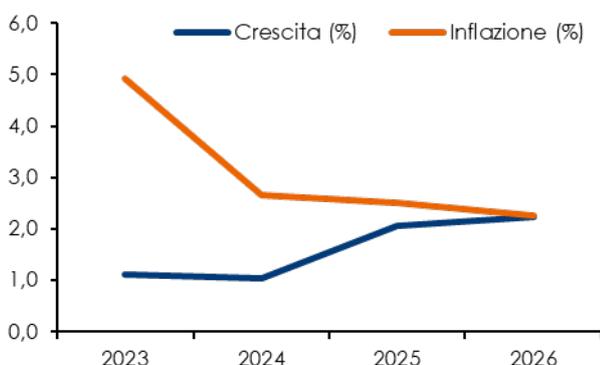
Scenario macro. Dopo un ritorno in recessione a fine 2023 l'economia neozelandese dovrebbe recuperare grazie all'immigrazione e a una politica monetaria più morbida. L'elevato indebitamento delle famiglie rappresenta un fattore di rischio.

L'economia neozelandese dovrebbe archiviare il 2023 con una crescita di poco inferiore all'1%. L'espansione registrata nel 2° trim. 2023 (+0,5% t/t) si è rivelata una breve tregua in quanto nel 3° trim. il PIL è sceso di -0,3% t/t. A causare la nuova contrazione sono state soprattutto le esportazioni nette, a fronte di una domanda interna rimasta in aumento. Per il 4° trim. si dovrebbe profilare un ritorno alla recessione, dovuta principalmente al completo dispiegarsi degli effetti della restrizione monetaria in particolare sul settore Immobiliare (i prezzi delle case sono scesi di oltre -10% da marzo 2022). Un sostegno all'economia è derivato dalla forte crescita della popolazione dovuta all'immigrazione, fenomeno che dovrebbe continuare quest'anno anche se con ritmi meno accelerati. Nella prima parte del 2024 l'economia neozelandese dovrebbe registrare una performance positiva ma contenuta, in linea con il 2023 appena concluso, per poi proseguire con un'accelerazione nella seconda parte dell'anno grazie a una minore aggressività della politica monetaria. Il quadro inflazionistico è in ridimensionamento (+5,6% a/a nel 3° trim. e +4,7% nel 4°) grazie anche al raffreddarsi delle tensioni sul mercato del lavoro. Un importante fattore di rischio è l'elevato indebitamento delle famiglie: il fatto che abbiano contratto soprattutto prestiti a breve termine e a tasso fisso ne ha preservato le finanze dall'inasprimento monetario, ma la prossima rinegoziazione di tali finanziamenti potrebbe determinare un deterioramento dei bilanci familiari, rappresentando un rischio per lo scenario.

Politica monetaria. La RBNZ potrebbe avviare nella prima parte del 2024 la svolta della propria politica monetaria, soprattutto in considerazione dell'immigrazione che ha raffreddato il mercato del lavoro senza sostenere abbastanza l'economia attraverso maggiori consumi.

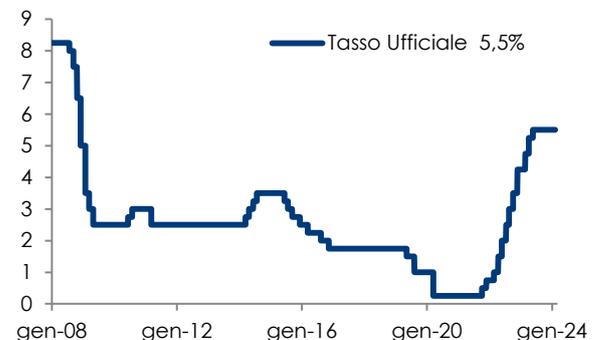
A ottobre e novembre dello scorso anno, la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) ha deciso di mantenere l'OCR al 5,5%, il livello più alto dal 2008, raggiunto a maggio dopo una lunga stringa di aumenti volta a garantire un ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 1-3% a/a. Il Comitato, pur riconoscendo l'incisiva azione frenante del ciclo di strette sull'economia, ha rimarcato come l'inflazione fosse ancora troppo alta (+5,6% nel 3° trim.) per abbassare la guardia; in particolare ha evidenziato le pressioni che potrebbero derivare da una domanda ancora resiliente grazie alla crescita internazionale superiore alle attese (soprattutto negli Stati Uniti) e grazie agli afflussi migratori. Il supporto offerto da questi ultimi si è però rivelato meno efficace del previsto, come emerso dagli ultimi dati di PIL disponibili: il ritorno a una contrazione economica e il riconoscimento dell'effetto calmierante sui salari dell'immigrazione potrebbero indurre a breve una svolta di politica monetaria, con l'avvio di una serie di tagli già nella prima parte dell'anno (tra aprile e maggio).

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2021. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso target ufficiale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. L'incertezza sui tassi americani, la forza del dollaro statunitense e i dubbi sulla crescita cinese e sulla domanda di Commodity restano le principali insidie per il dollaro neozelandese che è atteso indebolirsi nel breve periodo.

Il dollaro neozelandese ha chiuso il 2023 rafforzandosi contro euro, sfruttando l'attesa per le mosse espansive della BCE e la parziale debolezza della valuta unica. L'inizio del 2024 ha visto un netto cambio di scenario: la modifica delle aspettative di taglio dei tassi, in particolare per la Fed, ha riposizionato al centro del mercato Forex la forza del dollaro statunitense, con conseguenze negative per le valute emergenti. La divisa neozelandese ha così perso slancio in queste prime settimane dell'anno, deprezzandosi rapidamente contro euro e dollaro, azzerando i guadagni accumulati dopo la riunione della RBNZ di novembre che aveva lasciato i tassi fermi al 5,5%. Il ciclo economico della Nuova Zelanda sta continua a rallentare, non solo nelle componenti più sensibili ai tassi di interesse, ma anche rispetto alla domanda dall'estero. Come per il sistema australiano, i timori sui livelli futuri di crescita in Cina, nonostante le misure annunciate per sostenere l'economia, si traducono in minori aspettative di domanda e prezzi più bassi per le materie prime, col rischio di incidere sulle esportazioni neozelandesi. L'incertezza dello scenario porta a trafficcare una maggior debolezza del dollaro neozelandese, contro euro, nel breve termine e una stabilizzazione del cambio nel medio-lungo termine, quando si chiariranno le scelte di politica monetaria di Fed e BCE e la reale dimensione della crescita cinese nel 2024.

Outlook sui bond. Nonostante il rally degli ultimi mesi, i rendimenti neozelandesi restano elevati. La debolezza economica e la discesa dell'inflazione ci portano a confermare la view Moderatamente Positiva, con una preferenza rispetto al debito australiano.

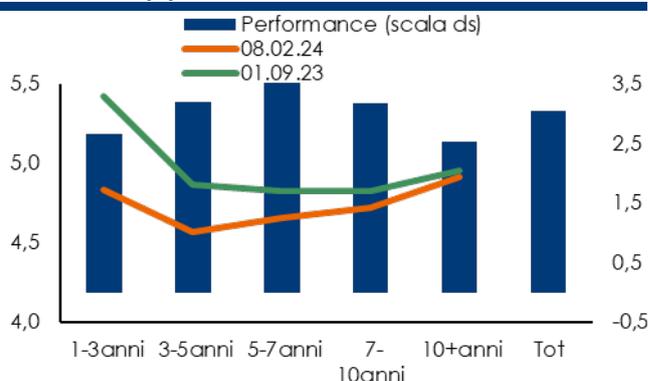
La performance da inizio settembre dei titoli neozelandesi è stata positiva con una flessione dei rendimenti più ampia sulle scadenze più corte (circa 80pb) rispetto a quelle lunghe (30pb sul decennale). Il ritorno totale si irrobustisce una volta convertito in euro grazie al contestuale apprezzamento del dollaro neozelandese. Le dinamiche di mercato sono state dettate dalla recente flessione dei tassi a livello globale, dal deterioramento dello scenario di crescita interno e da una discesa dell'inflazione più veloce delle attese. L'orientamento ancora restrittivo della banca centrale si riflette in attese di mercato caute circa i tagli dei tassi: il mercato monetario sconta la prima riduzione del target rate in luglio per un allentamento complessivo nel 2024 di 90pb, ossia tra i tre e i quattro tagli. Tuttavia, lo scenario è in peggioramento e contestualmente la discesa dell'inflazione sta portando i tassi reali rapidamente in territorio positivo (e superiori a quelli della vicina Australia, dove i fondamentali economici sembrano per converso più supportivi). Riteniamo pertanto che ci sia ancora spazio di discesa per i rendimenti, accompagnata da una rimodulazione delle attese verso un'azione espansiva più rapida. Queste valutazioni, considerando anche che i rendimenti restano comunque superiori a quelli statunitensi, ci inducono a mantenere la view Moderatamente Positiva.

Cambio EUR/NZD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 01.09.2023 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	1,7654	1,76	1,75	1,73	1,72	1,70
Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/NZD	1,7654	1,76	1,77	1,78	1,75	1,74

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

	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	1,1	1,0	2,1	2,2
Inflazione (%)	4,9	2,7	2,5	2,3
Surplus o Deficit/PIL (x)	-3,4	-3,5	-2,2	-1,3
Tasso di disoccupazione (%)	3,8	4,9	4,5	4,5
Partite Correnti (% PIL)	-7,9	-6,5	-5,9	-5,2
Riserve (mld USD)	12	12(*)		

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	5,50	0	0
Tasso a 2 anni	4,84	-23	-16
Tasso 10 anni	4,72	13	40
CDS a 5 anni in pb, in USD	15	0	0

Altre variabili (variazioni in %)

	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
Valuta vs EUR (**)	1,7654	-0,8	-1,0
Valuta vs USD (**)	0,611	-2,3	-3,3
Indice azionario	11.872	1,2	0,9

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

HUF: nonostante i tagli, il fiorino potrebbe rafforzarsi contro euro

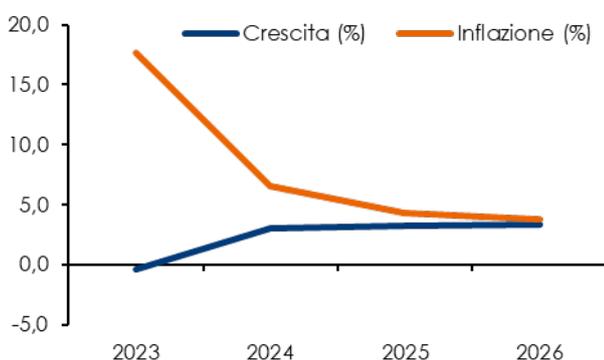
Scenario macro. Il ciclo economico ha svoltato con il 2024 previsto in buona crescita dopo una variazione del PIL negativa nel 2023. L'inflazione dovrebbe continuare a decelerare ma ad un ritmo più lento.

L'economia ungherese dovrebbe chiudere il 2023 con una crescita media negativa (-0,5% secondo la nostra previsione), ma con un recupero nella seconda parte dell'anno che dovrebbe portare il PIL per l'intero 2024 a una variazione di +2,7% in forza di un recupero dei consumi sostenuto da un mercato del lavoro stabile, da salari in aumento e da una diminuzione dei costi di finanziamento. La dinamica degli investimenti sarà probabilmente più contenuta, mentre le esportazioni nette potrebbero nuovamente contribuire significativamente all'espansione complessiva. Il processo di rallentamento dell'inflazione si è intensificato durante l'autunno con la variazione tendenziale del CPI di dicembre a +5,5% a/a con un trend che dovrebbe continuare più lentamente nell'anno in corso, per il quale prevediamo un'inflazione a fine periodo del 4%, per raggiungere poi l'obiettivo del 3% solo nel 2025-26. Il tasso di disoccupazione è salito recentemente, ma il mercato del lavoro è rimasto in tensione; è probabile che i salari nominali rimangano ben sostenuti dall'aumento del salario minimo e dalla carenza di manodopera.

Politica monetaria. La banca centrale ungherese ha effettuato il 4° taglio consecutivo del target rate (-75pb) in gennaio in un contesto di tensione con il governo. Le stime di inflazione della NBH giustificano ulteriori tagli nei prossimi mesi.

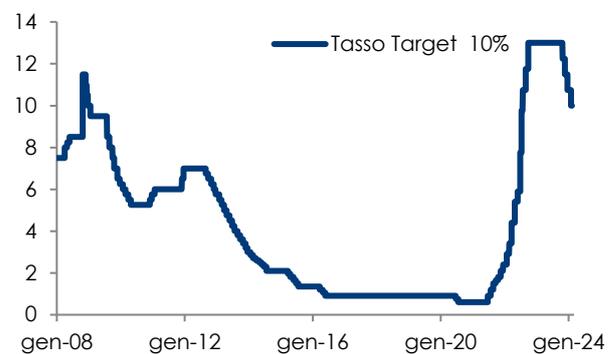
Dopo aver lasciato il target rate fermo sul massimo del 13% dal settembre 2022, la banca centrale ungherese (MNB) ha iniziato a tagliare i tassi, a un ritmo di 75pb nelle ultime 4 riunioni. L'ultima decisione di fine gennaio ha deluso i mercati che si attendevano una riduzione di 100pb, ma si inserisce in una dialettica tra banca centrale e governo ungherese che da inizio anno si è fatta più tesa, con la presentazione da parte del Ministero dell'economia di un piano di sostituzione del tasso di riferimento per la maggior parte dei prestiti in modo da tagliare praticamente i tassi al settore delle imprese e stimolare così l'attività economica più di quanto stia attualmente facendo l'istituto. Tale progetto si è scontrato con la ferma opposizione della banca centrale che ha sottolineato la necessità di mantenere la propria indipendenza. La fase di allentamento della politica monetaria dovrebbe proseguire nei prossimi mesi considerando che la MNB ha ribadito che l'inflazione headline e core continueranno a diminuire; nel frattempo, l'inflazione annua potrebbe oscillare tra il 4,0 e il 5,5% nel 2024 e tra il 2,5 e il 3,5% nel 2025 e 2026.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso target ufficiale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

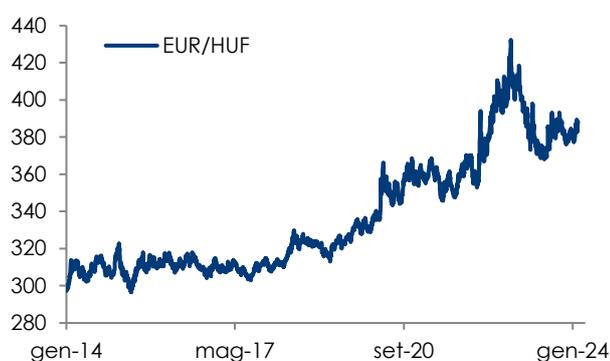
Outlook sulla valuta. L'azione monetaria espansiva della MNB, volta a supportare il recupero del ciclo economico domestico, è apparsa parzialmente giustificata dai segnali di rallentamento dell'inflazione. Questo insieme di considerazioni ha evitato una eccessiva svalutazione del fiorino che ora potrebbe consolidare ulteriormente contro euro.

Il fiorino ungherese ha messo a segno una performance positiva di circa il 10% contro euro e dollaro statunitense nel 2023, riuscendo ad evitare di essere danneggiato dall'indebolimento dell'economia domestica. Nell'ultima parte dello scorso anno, la banca centrale (MNB) ha adottato un tono più accomodante ed ha iniziato un ciclo di taglio dei tassi che ha portato il target rate dal massimo del 13% (settembre 2023), all'attuale 10,00% (30 gennaio). Il fiorino ha risentito dell'azione espansiva e prolungata della banca centrale, per altro ritenuta inopportuna dalla maggioranza degli investitori di mercato, ma ha contenuto le perdite. La parziale giustificazione secondo cui i tagli effettuati sono stati favoriti dai segnali di raffreddamento dell'inflazione emersi nel corso degli ultimi mesi, ha limitato il ribasso della valuta. L'indice principale dei prezzi al consumo è infatti sceso a gennaio al 5,5% a/a, dal massimo del 25% dello scorso anno. La scelta di ridurre il costo del denaro è stata dettata dalla lunga fase di debolezza del ciclo e dalla volontà di innescare un'inversione di tendenza. La strategia espansiva della MNB è apparsa quindi meno inappropriata di quanto si potesse pensare, evitando una svalutazione eccessiva del fiorino ungherese, che viene visto ancora in sostanziale consolidamento contro euro, lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Outlook sui bond. La performance dei titoli in fiorini da inizio settembre è stata ampiamente positiva grazie in particolare alla discesa dei tassi a breve. Ai livelli attuali i rendimenti scontano un proseguimento dell'allentamento monetario sempre a un ritmo molto sostenuto, mentre tornano in primo piano le tensioni con la UE. Modifichiamo la view a Mod. Negativa da Neutrale.

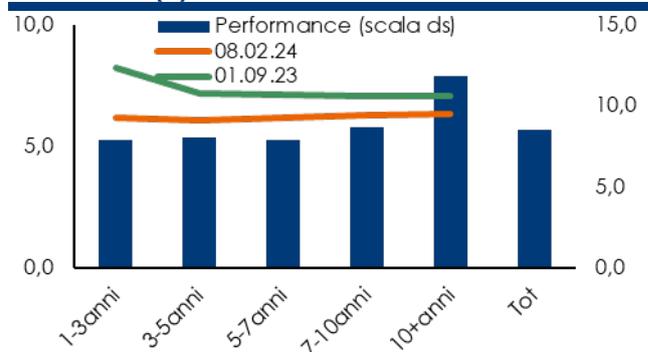
La rimozione della restrizione monetaria è stata accompagnata da un'ampia discesa dei rendimenti sia sul tratto breve (-230pb circa) che su quello lungo (-120pb circa) della curva delle scadenze. Ai livelli attuali, con il tasso a due anni e quello a 10 anni intorno al 5,80%, la curva ha perso l'inversione (ossia la caratteristica secondo cui i rendimenti a breve sono superiori a quelli a lunga scadenza) e sconta ancora un ampio e rapido allentamento delle condizioni monetarie. D'altra parte, stanno tornando in primo piano alcune tensioni a livello internazionale che potrebbero rendere ancora più cauta la NBH, come riconosciuto dallo stesso istituto centrale, secondo cui la propensione al rischio internazionale è stata volatile negli ultimi due mesi e l'incertezza nelle relazioni con l'UE è aumentata di nuovo, con un impatto sui mercati finanziari. Secondo indiscrezioni di stampa (fonte FT) la UE potrebbe essere aperta ad adottare una posizione più dura nei negoziati sui fondi all'Ungheria, pesando anche sul cambio. Alla luce di queste considerazioni, la corsa dei titoli ungheresi potrebbe fermarsi nei prossimi mesi e, pertanto, soprattutto in un'ottica di aumento della volatilità, nonostante il flusso cedolare ancora interessante, modifichiamo la view a Moderatamente Negativa da Neutrale.

Cambio EUR/HUF (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 01.09.2023 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. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/HUF	388,0	385,0	385,0	385,0	387,5	380,0

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	Stabile	BBB	Negativo

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Baa2	Stabile	BBB	Negativo

Indicatori economici	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	-0,3	3,1	3,3	3,4
Inflazione (%)	17,7	6,6	4,3	3,8
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,5	-3,8	-2,8	-2,1
Tasso di disoccupazione (%)	3,9	3,8	3,7	3,5
Partite Correnti (% PIL)	-0,9	-1,6	-0,8	-0,3
Riserve (mld USD)	39	39(*)		

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	10,00	-75	-75
Tasso a 2 anni	6,19	-21	7
Tasso 10 anni	6,29	12	43
CDS a 5 anni in pb, in USD	128	-12	-13

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	388	-2,7	-1,2
Valuta vs USD (**)	360	-4,2	-3,5
Indice azionario	64.346	5,0	6,3

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Ungheria, in %		-0,78	-2,53
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Ungheria, in %		-0,26	-0,98
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Ungheria, in pb	164	11	20
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Ungheria, in pb	211	-4	-2
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

PLN: minori tensioni con l'Europa e ciclo stabile sosterranno lo zloty

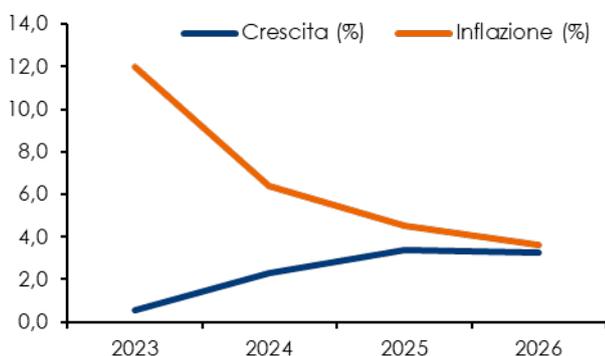
Scenario macro. L'economia polacca dovrebbe accelerare nel corso del 2024 in forza del calo dell'inflazione e dell'aumento dei salari; altri fattori positivi dovrebbero essere rappresentati dai maggiori afflussi di investimenti diretti e fondi UE conseguenti al rinnovo del governo.

Dopo aver registrato un aumento del PIL di +1,4% t/t durante l'estate, l'economia polacca dovrebbe migliorare ulteriormente in base agli ultimi dati, tanto da ottenere una crescita media nel 2024 di +2,7% secondo le nostre stime (dopo un probabile +0,2% nel 2023). La chiave della notevole accelerazione sarà la domanda delle famiglie, che beneficerà del rallentamento dell'inflazione e dei forti aumenti salariali. In effetti, i dati di dicembre vedono la variazione a/a del CPI al 6,2%, quasi tre volte inferiore rispetto al picco di +18,4% a/a di febbraio e, secondo le nostre proiezioni, dovrebbe attestarsi a +3% alla fine di quest'anno. I salari, invece, dovrebbero registrare una crescita media di +7,4%, grazie all'aumento del 20% del salario minimo. A favorire la crescita saranno anche gli ingenti afflussi di fondi UE e gli investimenti diretti esteri, grazie al nuovo indirizzo politico impresso, dopo le elezioni del 15 ottobre, dalla nuova coalizione guidata dall'ex premier e capo della Commissione UE Donald Tusk. Un fattore frenante sarà però rappresentato dalla corrente stagnazione economica dell'Eurozona e dall'elevata lentezza che dovrebbe caratterizzare la ripresa dell'economia tedesca.

Politica monetaria. La NBP ha mantenuto il tasso di riferimento invariato a febbraio in considerazione delle incerte ripercussioni in termini inflazionistici di alcune decisioni normative e di politica fiscale che il Governo polacco dovrebbe assumere a partire dal 2° trimestre.

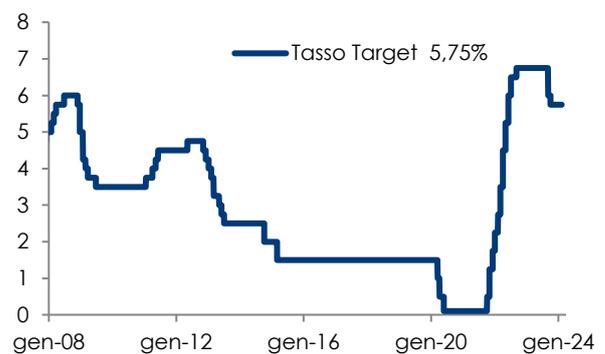
A febbraio la Banca Nazionale Polacca (NBP) ha mantenuto il tasso d'interesse di riferimento stabile al 5,75% per il quarto mese consecutivo, dopo i tagli di 100pb tra settembre e ottobre del 2023. Infatti, nonostante sia probabile nel 1° trimestre 2024 un ulteriore rallentamento dell'inflazione (sia headline che core) sulla scia di una crescita interna contenuta e dello svanire degli shock esterni legati alla vicina guerra, i trimestri successivi potrebbero mostrare alcune insidie: secondo la NBP non è infatti ben prevedibile l'impatto sull'inflazione di alcuni sviluppi normativi e di politica fiscale, mentre ulteriori pressioni al rialzo potrebbero derivare dall'accelerazione della crescita. In particolare, se l'IVA sui prodotti alimentari dovesse essere ripristinata e i prezzi dell'energia aumentati, l'inflazione potrebbe aggravarsi significativamente nella seconda metà del 2024. Allo stesso tempo, la pressione della domanda nell'economia potrebbe essere stimolata da una crescita elevata dei salari nominali, dovuta tra l'altro agli aumenti salariali nel settore pubblico.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso di riferimento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

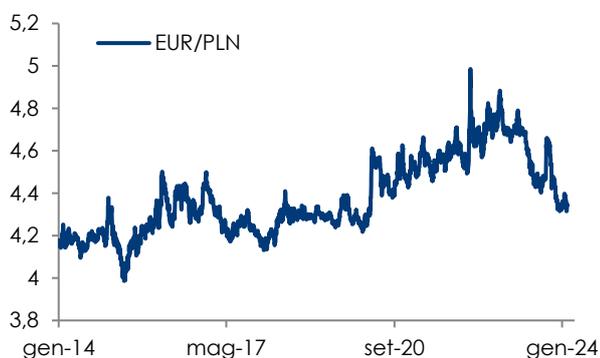
Outlook sulla valuta. Probabile consolidamento per lo zloty polacco, come risultato delle minori tensioni con l'Europa e di un ciclo economico che sembra, per il momento, aver metabolizzato lo shock energetico e risentire solo parzialmente delle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso.

Lo zloty sta proseguendo il percorso di rafforzamento contro euro, favorito dalla prudente strategia della banca centrale, che ha rallentato il rincaro del costo del denaro e che solo in un secondo momento ha iniziato ad abbassare i tassi per supportare un ciclo economico in rallentamento. La fine del 2023 è stata poi caratterizzata dal cambio di governo, a seguito delle elezioni politiche autunnali, e questo ha facilitato i rapporti di Varsavia con le istituzioni dell'Unione Europea, piuttosto tesi negli otto anni del precedente governo. L'avvio del 2024 vede uno scenario decisamente meno teso dal punto di vista politico e di probabile miglioramento del ciclo economico, supportato da una riduzione del costo del denaro che, inizialmente vista come prematura, ora appare invece di aiuto al sistema. Un quadro che dovrebbe consentire allo zloty di consolidare contro euro nel breve-medio periodo, come risultato delle minori tensioni con l'Europa e di un ciclo economico che sembra, per il momento, aver metabolizzato lo shock energetico e risentire solo parzialmente delle tensioni sul trasporto delle materie prime dal Mar Rosso.

Outlook sui bond. Da settembre, i rendimenti dei titoli in zloty sono scesi moderatamente, senza modifiche in termini di inclinazione della curva. Ai livelli attuali, i rendimenti scontano un ulteriore proseguimento dell'allentamento monetario mentre la banca centrale potrebbe rivelarsi più cauta. Confermiamo la view Neutrale.

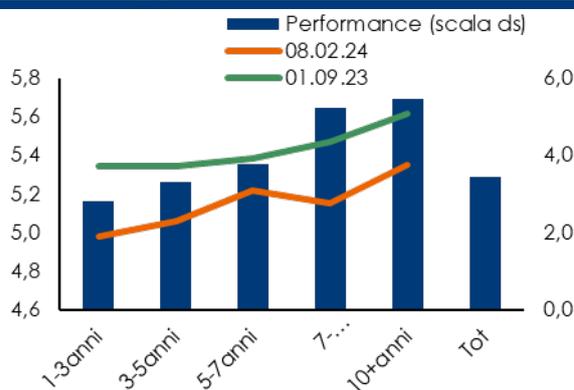
La performance in valuta locale dei titoli di stato emessi in zloty è stata moderatamente positiva da settembre ad oggi nonostante la stabilizzazione dei tassi dopo i tagli estivi. Il ritorno totale si irrobustisce una volta convertito in euro, grazie al contestuale rafforzamento dello zloty polacco. Ai livelli attuali, il mercato monetario incorpora altri tre tagli dei tassi entro la fine dell'anno mentre la banca centrale, dopo il rapido allentamento estivo, ha assunto una posizione molto più cauta, sulla scia dell'evoluzione dello scenario sopra descritto. A questo scenario si sommano, da una parte, il supporto del recente cambio di governo ma, dall'altra, l'incertezza sul fronte della politica fiscale. Considerando il livello dei rendimenti che resta inferiore rispetto a quello dei titoli ungheresi, soprattutto se considerato in termini reali (ossia al netto dell'inflazione) e delle prospettive per i tassi a livello internazionale, confermiamo la view Neutrale con un potenziale ulteriore irripidimento della curva delle scadenze che penalizzerebbe i titoli sulle scadenze più lunghe.

Cambio EUR/PLN (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta dal 01.09.2023 e variazione della curva dei rendimenti (%)



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

Previsioni tassi di cambio EUR/PLN

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/PLN	4,34	4,36	4,36	4,35	4,40	4,33

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	0,6	2,3	3,4	3,2
Inflazione (%)	12,0	6,4	4,5	3,6
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,3	-4,7	-4,6	-4,8
Tasso di disoccupazione (%)	2,8	2,9	3,0	3,0
Partite Correnti (% PIL)	1,0	0,3	0,1	-0,4
Riserve (mld USD)	170	170(*)		

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	4,98	14	-6
Tasso 10 anni	5,35	14	15
CDS a 5 anni in pb, in USD	66	+2	+3

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	4,34	-0,2	0,0
Valuta vs USD (**)	4,03	-1,8	-2,3
Indice azionario	79.473	2,9	0,8

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Polonia, in %		-0,32	-1,84
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Polonia, in %		-0,29	-0,74
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Polonia, in pb	102	3	9
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Polonia, in pb	132	2	0
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

TRY: il rialzo dei tassi potrebbe non bastare alla lira

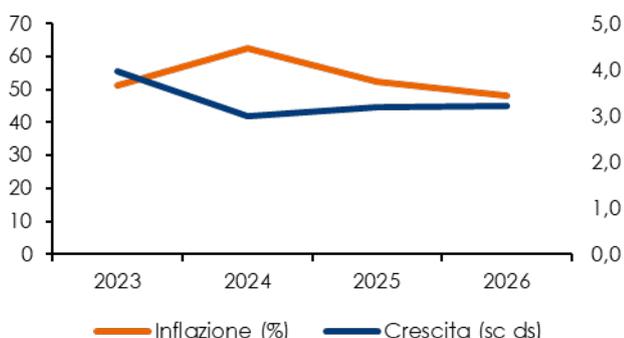
Scenario macro. La Turchia dovrebbe aver archiviato il 2023 con una crescita intorno al 4%, con una decelerazione nella seconda parte dell'anno, dovuta allo scenario globale e all'inasprimento della politica monetaria. Il 2024 dovrebbe essere caratterizzato da un ritmo più contenuto (2,4%). Le pressioni inflazionistiche continuano ad essere molto elevate.

La crescita dell'economia turca nel 2023 dovrebbe attestarsi intorno al 4% (4,2% secondo le nostre stime) con una decelerazione durante l'ultimo trimestre che si protrarrà nell'anno appena iniziato. I dati disponibili finora per il 4° trimestre indicano infatti un rallentamento della produzione industriale di novembre (+0,2% a/a da +1,3% precedente) e la persistenza sotto la soglia dei 50 del PMI Manifatturiero, sulla scia del contesto globale e dell'inasprimento della politica monetaria. La domanda interna resta condizionata dall'impatto delle oscillazioni dell'inflazione sui consumi, con i più recenti dati su vendite al dettaglio e credito specifico che non risultano comunque particolarmente depressi, mentre il solido apporto fornito dagli investimenti sulla scia della ricostruzione dopo il terremoto di un anno fa dovrebbe ridursi ampiamente nell'anno in corso per riprendersi solo in parte nel 2025. La prospettiva delle elezioni amministrative il prossimo mese potrebbe sostenere la crescita in questa prima parte dell'anno, anche attraverso decisioni in senso espansivo di politica fiscale

Politica monetaria. La straordinaria serie di rialzi avviata dalla banca centrale turca lo scorso giugno ha portato a gennaio il tasso di riferimento al 45%. Questo livello rappresenta probabilmente il massimo del ciclo restrittivo, che dovrebbe raffreddare l'inflazione entro la fine del 2024. Le prospettive restano incerte anche alla luce dei recenti avvicendamenti al vertice.

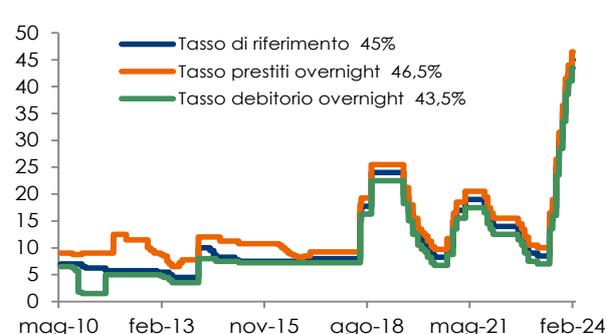
Dopo una lunga fase di tagli dei tassi, la banca centrale turca (CBRT) ha operato da giugno un'ampia serie di strette monetarie al fine di far fronte all'avvitamento delle variabili finanziarie ed economiche del paese e alla perdita di credibilità a livello internazionale. L'indebolimento della lira turca si è infatti riflesso in un nuovo aumento dell'inflazione, che dal 30% dell'estate è arrivata ad oggi oltre il 60% e che dovrebbe toccare un picco oltre l'80% nei prossimi mesi. Contestualmente, il tasso target è salito dall'8,5% in giugno all'attuale 45%, con l'ultimo incremento deciso a gennaio (da 42,5% a 45%). Con l'ottavo rialzo consecutivo dovrebbe esser stato raggiunto il livello massimo del ciclo restrittivo, livello che verrà mantenuto, secondo le indicazioni del Comitato, finché non sarà evidente un significativo calo dell'inflazione e le aspettative d'inflazione non torneranno all'interno dell'intervallo di previsione della banca. Nonostante i tassi reali restino al momento ampiamente negativi, la banca ritiene che le condizioni monetarie siano già decisamente restrittive, considerando che la previsione per l'inflazione a fine 2024 si attesta al 36%. Su queste indicazioni future grava l'incognita del recentissimo avvicendamento fra la governatrice Erkan, insediatasi a giugno e dimissionaria per accuse di favoritismi familiari da parte dei media turchi, e il suo successore Karahan, che dovrebbe comunque proseguire in una politica rigorosa.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso di riferimento (da maggio 2010)

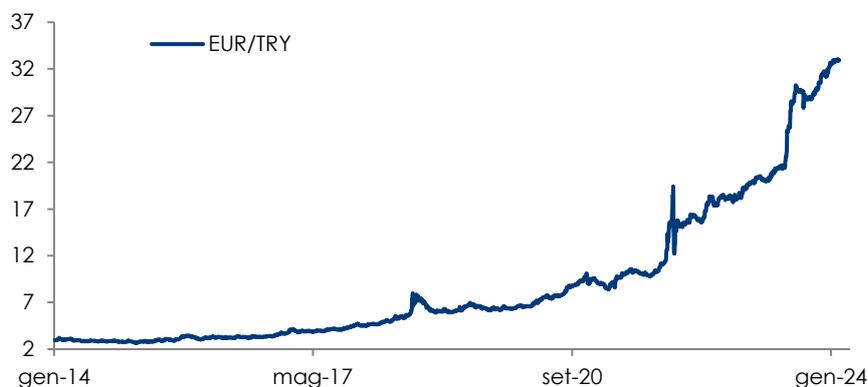


Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. I timori di ulteriore svalutazione della lira turca sono rafforzati dai rischi di nuove fiammate inflattive che la stretta monetaria in atto in Turchia ha solo parzialmente frenato. La crisi dei trasporti e i riflessi negativi sul ciclo economico rischiano di aggravare lo scenario, minare la fiducia degli investitori e allontanare i flussi di capitale.

La lira turca ha recentemente raggiunto un nuovo minimo storico contro euro (area 33,00), a causa di una serie di fattori concomitanti che ne hanno aumentato la volatilità. Il primo è l'ennesimo avvicendamento alla guida della banca centrale turca, col neogovernatore Fatih Karahan che ha preso il posto della dimissionaria Hafize Gaye Erkan. Karahan ha già ribadito che è determinato a mantenere una politica monetaria restrittiva finché l'inflazione non scenderà a livelli coerenti con gli obiettivi della banca centrale. Un messaggio di continuità rispetto alla recente azione rialzista operata sui tassi, portati dall'8,5% al 45%, e coerente con l'essere già un membro dell'attuale board dell'istituto. Il profilo d'inflazione dovrebbe rivelarsi al rialzo ancora per qualche mese e pesare sulla lira turca, mentre il mercato non ha espresso particolare scetticismo sulla nomina di Karahan, ritenuto uno degli artefici delle misure alternative recentemente adottate per raffreddare l'inflazione e finanziare la crescita, incoraggiando al tempo stesso la popolazione a detenere valuta domestica, anziché moneta straniera (dollari statunitensi e oro in particolare). Per questa ragione, nonostante l'inatteso avvicendamento, la lira si è indebolita ma evitando perdite peggiori. La debolezza della valuta, specie contro dollaro, resta il nodo chiave per il Paese, in quanto una lira con un profilo svalutato fa aumentare i costi di importazione di tutte le materie prime, fattore di produzione fondamentale per l'economia turca, che è la principale manifattura intermedia fra le produzioni grezze in arrivo da Oriente e i prodotti semi-lavorati e finiti diretti poi in Europa.

Cambio EUR/TRY (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/TRY

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/TRY	32,87	33,79	35,20	37,24	39,20	40,25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	B3	Positivo	B	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	B3	Positivo	B	Stabile

Indicatori economici	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	4,0	3,0	3,2	3,2
Inflazione (%)	51,2	62,5	52,5	48,1
Surplus o Deficit/PIL (x)	-5,4	-3,7	-3,3	-3,4
Tasso di disoccupazione (%)	9,9	10,1	10,2	10,2
Partite Correnti (% PIL)	-4,2	-3,0	-2,8	-2,7
Riserve (mld USD)	85	85(*)		

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	45,00	250	250
Tasso a 2 anni	39,02	241	265
Tasso 10 anni	25,50	120	184
CDS a 5 anni in pb, in USD	322	11	38

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	32,87	-1,0	-1,6
Valuta vs USD (**)	30,60	-2,3	-3,5
Indice azionario	8.843	14,3	19,7

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Turchia, in %		0,06	-1,45
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Turchia, in %		0,74	0,42
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Turchia, in pb	330	10	30
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Turchia, in pb	170	-30	-23
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

RUB: tassi alti ed economia in recupero limiteranno il ribasso del rublo

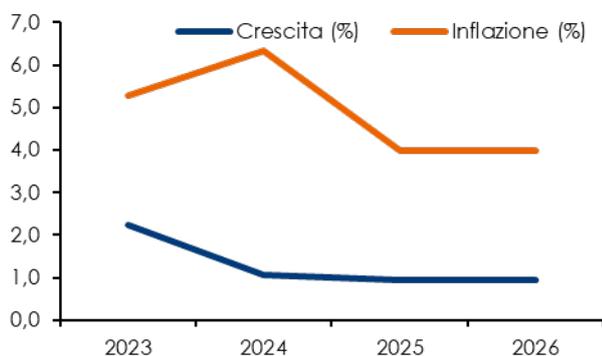
Scenario macro. L'espansione economica si sta consolidando grazie alla domanda interna che nel 2024 dovrebbe trovare un forte propulsore negli investimenti. Questa condizione, oltre a sostenere il morale delle imprese, ha favorito una ripresa dell'inflazione.

L'economia russa si è espansa ad un tasso di +5,5% a/a nel 3° trim. 2023, confermando i segnali di una ripresa iniziata nel 2° trim. (+4,9% a/a) dopo il primo trimestre negativo (-1,8% a/a). In base a tali dati ci attendiamo che nel 2023 la crescita si attesti a +3%, caratterizzata da una contrazione dei consumi e da un sostenuto ritmo degli investimenti fissi (i quali dovrebbero accelerare ulteriormente quest'anno). Dopo il minimo raggiunto ad aprile (+2,3% a/a), l'inflazione è salita da maggio fino a raggiungere a novembre un massimo di +7,5% da cui ha marginalmente corretto a dicembre (+7,4%); le pressioni inflazionistiche sono aumentate negli ultimi mesi e potrebbero perdurare nel medio termine a causa della forza della domanda interna che ha superato la capacità di espansione della produzione. Le vendite al dettaglio hanno mostrato infatti una serie di rialzi a partire da aprile fino a segnare +10,5% a novembre: ciò ha comportato una costante permanenza sopra 50 degli indici PMI, con quello Manifatturiero che ha raggiunto il massimo storico a dicembre (54,6).

Politica monetaria. La banca centrale russa ha continuato ad alzare il tasso di riferimento in considerazione di pressioni inflazionistiche in aumento e di una crescita superiore alle proprie stime. Il ciclo dei rialzi non dovrebbe essere ancora terminato.

Dopo quello di +350pb deciso ad agosto la Central Bank of Russia (CBR) ha operato tre ulteriori rialzi del tasso di riferimento (+100pb a settembre, +200pb ad ottobre e +100pb a dicembre). L'ultima stretta, che ha portato il tasso ufficiale al 16%, è stata giustificata da una crescita economica superiore alle proprie previsioni e da aumentate pressioni inflazionistiche dovute non solo a una domanda interna superiore alla capacità di espansione della produzione di beni e servizi (limitata dalla carenza di manodopera), ma anche a maggiori aspettative di inflazione e a crescenti tensioni geopolitiche. Secondo la CBR sussisterebbero dunque sostanziali rischi inflazionistici nell'orizzonte di medio termine: questo rende molto probabile l'ipotesi di nuovi rialzi come deducibile anche dai toni severi usati nel comunicato (anche se la banca centrale non ha fornito indicazioni prospettiche). La CBR ha mantenuto invariate le previsioni di inflazione per la fine del 2024 a +4-4,5% annuo, ma riteniamo che questo obiettivo sarà difficile da raggiungere: con il surriscaldamento dell'economia, i vincoli sul lato dell'offerta e l'arrivo di ulteriori stimoli fiscali, riteniamo che l'inflazione potrebbe attestarsi in media a +5,1% alla fine di quest'anno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso chiave a una settimana (da settembre 2013)



Fonte: Bloomberg

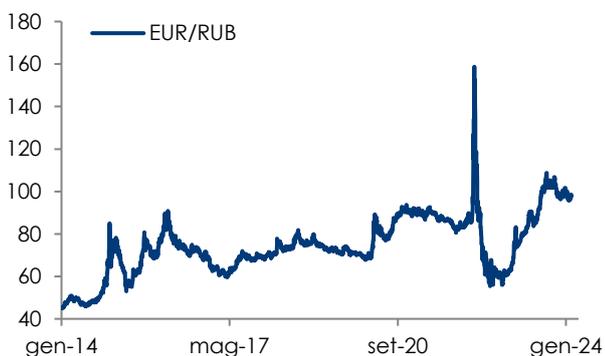
Outlook sulla valuta. La valuta russa resta lontana dai minimi della scorsa estate contro euro, consolidando su livelli stabili e beneficiando dell'azione restrittiva su tassi, operata dalla banca centrale. Al netto del peso delle sanzioni, il rublo risulterà supportato anche dal buon andamento dell'economia domestica.

Dopo i minimi estivi del rublo contro euro, che hanno visto il cambio EUR/RUB salire in area 110, l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi da parte della banca centrale, ha consentito di bloccare la svalutazione della divisa. Dopo l'iniziale recupero però, il rublo è tornato ad indebolirsi anche a causa del peso delle sanzioni ma senza toccare nuovi minimi contro la valuta unica. Al contrario, è iniziata una fase di consolidamento e di riduzione della volatilità che lo aveva invece contraddistinto negli ultimi due anni. Lo scenario 2024 vede la sorprendente capacità di resistenza dell'economia russa, con una crescita più alta del previsto, nonostante le sanzioni economiche e finanziarie internazionali imposte da Stati Uniti e Unione Europea. Le prospettive di Mosca sono buone, l'FMI prevede che l'economia russa si espanderà molto più rapidamente quest'anno di quanto previsto in precedenza (+2,6% a/a), anche grazie al forte stimolo fornito dalla spesa pubblica legata alle commesse militari. Alla base di questo inattesa prospettiva resta la sensazione che le sanzioni inflitte alla Russia non intacchino realmente il business delle materie prime energetiche, riducendone drasticamente l'efficacia e consentendo al sistema economico di beneficiare degli introiti del settore. Economia sana, una banca centrale rigorosa nel suo approccio monetario e una minor volatilità della moneta, consentono ipotizzare solo un marginale indebolimento del rublo contro euro, nel breve periodo.

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.

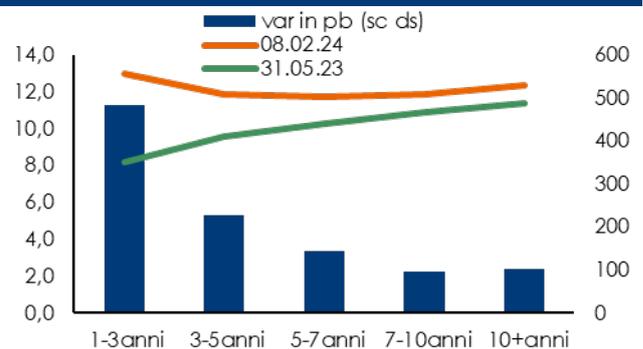
Le indicazioni di mercato (fonte: Bloomberg) segnalano un aumento dei rendimenti in rubli, in particolare sul tratto breve della curva delle scadenze, in linea con le recenti scelte della banca centrale per sostenere uno scenario domestico in surriscaldamento in un contesto che resta fortemente condizionato dalla guerra. 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 da valutazioni legali, più che di carattere economico e finanziario. Manteniamo pertanto la view Negativa.

Cambio EUR/RUB (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Livelli e variazione della curva dei rendimenti dal 01.09.2023 (%)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/RUB

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/RUB	98,58	100,11	104,56	108,50	112,23	135,50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

	Moody's WR	Outlook	Fitch WD	Outlook
Rating sul debito in valuta estera a lungo termine				
	Moody's WR	Outlook	Fitch WD	Outlook

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's WR	Outlook	Fitch WD	Outlook
Indicatori economici				
	2023	2024	2025	2026
Crescita (%)	2,2	1,1	1,0	1,0
Inflazione (%)	5,3	6,3	4,0	4,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-3,7	-2,6	-1,3	-0,6
Tasso di disoccupazione (%)	3,3	3,1	3,5	4,2
Partite Correnti (% PIL)	3,4	4,0	3,4	3,4
Riserve (mld USD)	440	443(*)		

Indicatori finanziari

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	16,00	0	0
Tasso a 2 anni	12,99	42	48
Tasso 10 anni	11,83	3	-4
CDS a 5 anni in pb, in USD	ND	ND	nd

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	98,58	1,5	1,8
Valuta vs USD (**)	91,28	-0,4	-2,0
Indice azionario	3.257	2,8	4,7

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Russia, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Russia, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

WR/WD: rating sospeso, Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

ZAR: grazie al ciclo solido e all'azione della SARB il rand è atteso consolidare

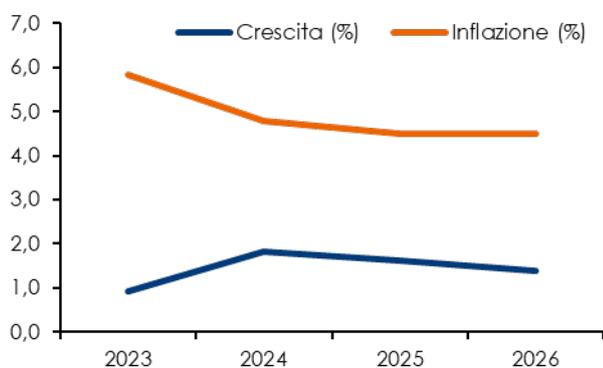
Scenario macro: La crescita dovrebbe accelerare nel 2024 grazie a un miglioramento della situazione energetica e a una politica fiscale meno restrittiva.

L'economia sudafricana dovrebbe chiudere il 2023 con una crescita media dello 0,6%. La politica di load-shedding (interruzioni pianificate dell'elettricità) unitamente alle inefficienze nelle infrastrutture ferroviarie e portuali hanno penalizzato i settori minerario, manifatturiero ed edilizio, mentre il terziario è stato supportato dai servizi finanziari, personali e di trasporto; dal lato della domanda, gli investimenti hanno segnato una flessione dopo l'espansione primaverile, i consumi hanno mostrato un nuovo calo congiunturale e il canale estero ha fornito un apporto positivo. Il tasso di disoccupazione resta sopra al 30%. Nel 2024, l'economia sudafricana dovrebbe registrare una modesta accelerazione (+1,1%) grazie alla graduale riduzione delle interruzioni di corrente elettrica, agli investimenti del settore privato nel comparto delle energie rinnovabili e alla politica fiscale meno restrittiva, in vista delle elezioni legislative in programma verso metà anno. Una minaccia alla crescita del paese è rappresentata dalla crisi nel porto di Durban, che sta generando una congestione del traffico portuale, e che potrebbe porre rischi al rialzo sulla dinamica inflazionistica. Il CPI a dicembre ha segnato una variazione di +5,1% inferiore a novembre (+5,5%) e alle attese. Pressioni rialziste sono state esercitate anche dall'epidemia di aviaria, anche se la situazione dovrebbe normalizzarsi nei primi mesi dell'anno in corso.

Politica monetaria. La SARB a gennaio ha mantenuto invariato il tasso repo all'8,25%, sottolineando la necessità dell'attuale politica restrittiva ai fini dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione. In un approccio dipendente dai dati, la fase di allentamento monetario potrebbe iniziare alla fine del 1° semestre 2024, con il tasso repo atteso al 7,5% a fine anno.

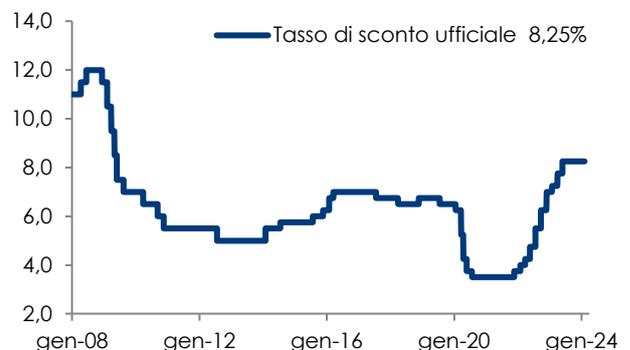
A gennaio la Banca Centrale del Sud Africa (SARB) ha lasciato invariato il tasso repo all'8,25% (massimo dal 2009), livello raggiunto a seguito di dieci rialzi effettuati tra novembre 2021 e maggio 2023 per un aumento complessivo di 475 punti base. Il Consiglio ha dichiarato che la lotta all'inflazione non può ancora considerarsi conclusa e che l'attuale politica monetaria restrittiva resta necessaria per ancorare le aspettative sui prezzi espresse dal mercato, che al momento restano troppo elevate per l'istituto centrale, al punto medio dell'intervallo target (+3 -6%), ossia +4,5%. L'Autorità monetaria ha affermato che la propria politica continuerà ad essere dipendente dai nuovi dati e sensibile al bilancio dei rischi per le prospettive del paese, ribadendo l'importanza degli strumenti governativi aggiuntivi per ridurre l'inflazione. Riteniamo che la fase di allentamento monetario possa avere inizio sul finire della prima metà del 2024, con il tasso repo atteso al 7,5% a fine anno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso di sconto ufficiale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Il rand sudafricano è atteso proseguire il consolidamento contro euro nel breve-medio termine, come effetto della efficace politica della SARB, della frenata dei prezzi e della resilienza del ciclo economico.

Il rand sudafricano è atteso proseguire il consolidamento contro euro iniziato lo scorso agosto, ovvero l'inizio della fase di mantenimento dei tassi all'8,25% decretata dalla banca centrale (SARB) e riconfermati anche a gennaio. Le minacce per il rand sudafricano e in generale per tutte le principali valute emergenti riguardano i continui cambi di aspettative relative al primo taglio dei tassi di interesse negli Stati Uniti, che hanno influenzato negativamente la valuta sudafricana nelle ultime settimane. Se l'economia continua a dare segni di forza che supportano la tenuta della valuta, molto dipenderà dalle implementazioni delle soluzioni proposte dal presidente Ramaphosa per risolvere la crisi energetica del Sud Africa e i problemi ferroviari e portuali, che continuano a limitare la crescita dell'economia più industrializzata dell'Africa. Preoccupano ovviamente le tensioni sui trasporti, visto il forte export marittimo di minerali, metalli, carbone e prodotti agricoli che caratterizza il commercio del Sud Africa. Le attese continuano pertanto ad indicare un consolidamento della valuta nel breve-medio termine, come effetto della efficace politica della SARB, della frenata dei prezzi e della resilienza del ciclo economico.

Outlook sui bond. Da inizio settembre, la curva dei rendimenti in rand ha registrato uno spostamento verso basso, in linea con l'evoluzione dello scenario e le prospettive del paese. Il livello attuale dei tassi, considerate le criticità interne, ci induce a mantenere la view Moderatamente Positiva.

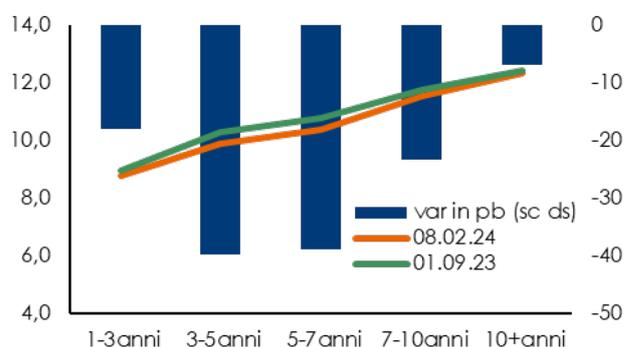
Da inizio settembre la curva dei rendimenti sudafricana si è spostata verso il basso di una cinquantina di punti base in media, con una performance complessiva positiva solo marginalmente ridotta una volta convertita in euro. Ai livelli attuali, il mercato monetario (con il tasso d'interesse a 3 mesi all'8,25% e quello a sei mesi all'8,7%) anticipa una stabilizzazione della politica monetaria. Le variabili cruciali per le prospettive anche sul debito obbligazionario dei prossimi mesi restano da una parte il clima di fiducia sul paese, riflesso dall'andamento della valuta, e dall'altra il profilo di discesa dei prezzi, che si sta rivelando più vischioso delle attese. Tuttavia, considerando anche lo scenario globale per il debito sovrano, riteniamo che le aspettative di mercato potrebbero rivelarsi eccessivamente restrittive. Date queste considerazioni e i livelli interessanti dei rendimenti dei titoli in rand, confermiamo la view a Moderatamente Positiva, sottolineando l'elevata volatilità del comparto.

Cambio EUR/ZAR (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Livelli e variazione della curva dei rendimenti dal 01.09.2023 (%)



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/ZAR

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/ZAR	20,35	20,44	20,30	20,53	20,50	19,78

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	0,9	1,8	1,6	1,4
Inflazione (%)	5,8	4,8	4,5	4,5
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,4	-6,5	-6,8	-6,5
Tasso di disoccupazione (%)	32,8	32,8	32,9	33,2
Partite Correnti (% PIL)	-2,5	-2,8	-2,4	-2,3
Riserve (mld USD)	54	54(*)		

Indicatori finanziari

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	8,25	0	0
Tasso a 3 anni	8,75	+12	+9
Tasso 10 anni	11,50	+20	+13
CDS a 5 anni in pb, in USD	230	+6	+28

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	20,35	-0,4	-1,2
Valuta vs USD (**)	18,90	-1,7	-3,3
Indice azionario	67.775	-0,6	-4,4

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Sud Africa, in %		-0,97	-3,03
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Suda Africa, in %		0,04	-1,14
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Sud Africa, in pb	335	19	39
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Sud Africa, in pb	191	8	47
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

BRL: i timori sulla domanda di commodity rischiano di frenare la valuta

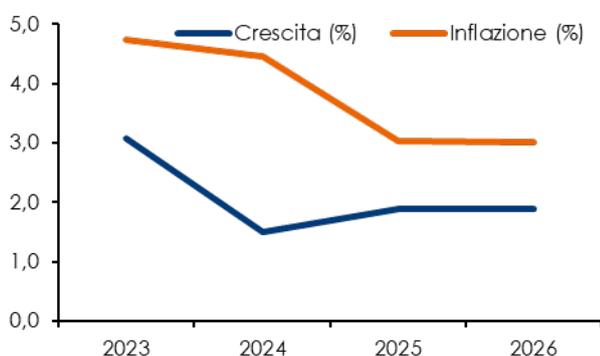
Scenario macro. Nel 2024 la crescita brasiliana, pur rallentando, dovrebbe avere più spinta dagli investimenti grazie alla svolta monetaria conseguente al rientro dell'inflazione nell'intervallo obiettivo. Per le prospettive del paese resta cruciale l'export di materie prime.

Il Brasile dovrebbe aver chiuso il 2023 con una crescita media del 3% e una decelerazione già evidente nel terzo trimestre che dovrebbe intensificarsi nell'anno appena iniziato, per cui le nostre previsioni puntano a un aumento del PIL dell'1,5%. Nei mesi autunnali del 2023 l'economia brasiliana è rimasta stabile in termini congiunturali grazie al traino dei servizi e dell'industria, a fronte invece della forte contrazione dell'agricoltura. Dal lato della domanda, a fronte di una nuova flessione degli investimenti, i consumi si sono mostrati solidi grazie alla tenuta dell'occupazione e all'aumento dei redditi reali; questi ultimi hanno infatti beneficiato della redistribuzione operata dal programma Bolsa Familia e dal calo dell'inflazione che a dicembre è tornata al 4,6%, all'interno dell'intervallo di tolleranza di 1,75%-4,75% (a gennaio è scesa ulteriormente al 4,5%). La decelerazione della crescita nella prima parte del 2024 dovrebbe arrivare da una frenata di export e consumi (comunque sostenuti da iniziative governative come l'aumento del salario minimo, la maggiore spesa sociale e il programma di rinegoziazione del debito contratto dalle fasce più deboli) con una ripresa nella seconda parte dell'anno. In questo quadro il principale elemento di rischio è rappresentato dal fenomeno climatico El Niño, che potrebbe estendersi fino al secondo trimestre del 2024, con ripercussioni sulla produzione agricola e sui prezzi alimentari.

Politica monetaria. Da agosto il BCB ha tagliato regolarmente il tasso Selic di 50pb ad ogni riunione, portandolo a gennaio all'11,25%. L'istituto ha mantenuto invariate le proiezioni sull'inflazione a +3,5% a fine 2024 e a +3,2% a fine 2025, aprendo la strada a ulteriori tagli.

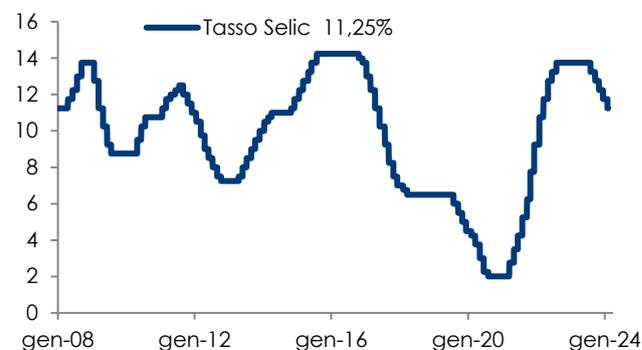
Dallo scorso agosto il Banco Central do Brasil (BCB) ha ridotto il tasso Selic di 50pb ad ogni riunione. L'ultimo taglio è stato operato a fine gennaio, portando il tasso di riferimento da 11,75% a 11,25%. Il Comitato ha mantenuto invariate le proiezioni del CPI di fine periodo a +3,5% nel 2024 e a +3,2% nel 2025, segnalando rischi inflazionistici sia al rialzo che al ribasso: i primi sono rappresentati dalla maggiore persistenza delle pressioni sui prezzi a livello globale e dalla resilienza più forte delle attese dell'inflazione dei servizi, mentre i secondi da una maggiore decelerazione dell'attività economica mondiale e dall'impatto (oltre le attese) dell'inasprimento monetario. L'istituto ha inoltre sottolineato l'importanza di perseguire gli ambiziosi obiettivi fiscali del governo (azzeramento del deficit primario nel 2024 e generazione di surplus primari nel biennio successivo) per ancorare le aspettative di inflazione. In relazione alle future mosse, vi è una prospettiva condivisa sulla necessità di procedere con ulteriori riduzioni del tasso di policy della medesima entità (-50pb) nei prossimi meeting, con il tasso atteso al 9,0% a fine anno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione



Note: previsioni dal 2021. Fonte: FMI, World Economic Outlook ottobre 2023

Tasso Selic (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg

Outlook sulla valuta. Le stime indicano un indebolimento del real contro euro, un quadro coerente con l'approccio espansivo della banca centrale, volta a sostenere un ciclo domestico in rallentamento e minacciato dagli effetti negativi di una minor domanda di materie prime.

Il 2023 si è chiuso in maniera positiva per il real brasiliano che ha beneficiato del massiccio surplus commerciale derivante dall'export di materie prime agricole (caffè, zucchero, grano e soia) e di tassi reali positivi, che hanno consentito una buona protezione, attraendo capitali ed investimenti. Se le entrate fiscali generate dai prodotti agricoli sono state il principale elemento che ha migliorato i conti pubblici brasiliani lo scorso anno, i dubbi sulla futura domanda di materie prime, rappresentano il principale fattore di rischio per il 2024. Il comparto delle commodity, fondamentale per l'economia brasiliana, rischia di risentire del rallentamento globale e delle tensioni sui trasporti sia nel Canale di Panama che nel Canale di Suez. Inoltre, la svolta espansiva in termini di politica monetaria iniziata lo scorso agosto potrebbe indebolire la dinamica del real. In aggiunta, la rimodulazione delle aspettative di taglio dei tassi statunitensi potrebbe rappresentare un duplice problema per la valuta brasiliana: rendimenti americani ancora alti e profittevoli rischiano di sottrarre flussi di investimento, così come un dollaro eccessivamente forte finisce per rincarare i derivati finanziari delle principali materie prime (espressi nella divisa USA), indipendentemente dalla convenienza di prezzo in valuta locale. Lo scenario nasconde più di una insidia per il real e si traduce in un profilo previsionale debole contro euro.

Outlook sui bond. La cautela con cui la banca centrale ha avviato la fase di allentamento monetario continua a supportare, a nostro avviso, un ulteriore calo dei rendimenti e, pertanto, confermiamo la view Moderatamente Positiva.

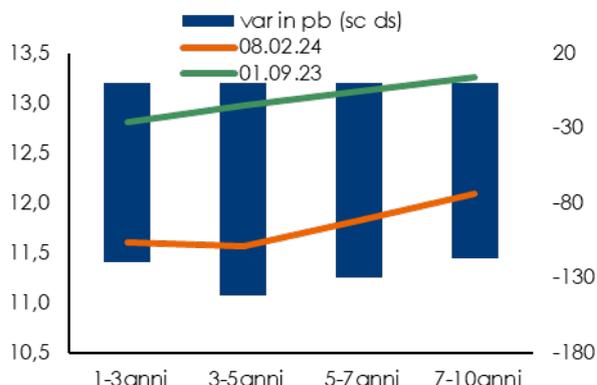
I titoli di Stato emessi in real brasiliani hanno messo a segno una performance positiva da inizio settembre, con la curva delle scadenze che ha subito uno spostamento parallelo verso il basso di una cinquantina di punti base. L'orientamento della banca centrale, che dall'avvio della rimozione della restrizione monetaria nello scorso agosto ha sempre mantenuto un approccio cauto, consolidando i tassi reali in territorio ampiamente positivo, sembra essere riuscito a restituire credibilità all'istituto. Questa dinamica, insieme al consolidamento fiscale, si sta riflettendo in un contesto di minore volatilità anche sulle valutazioni del debito sovrano emesso in real, oltre che della valuta del paese. Dall'autunno, i tagli del target rate sono stati inferiori alla discesa dei rendimenti di mercato, che avevano già anticipato in estate le scelte della banca centrale, e ai livelli attuali la curva esprime un tasso a 2 anni solo moderatamente inferiore al target rate, incorporando, a nostro avviso, uno scenario coerente con le prospettive di scenario e di politica monetaria. Queste considerazioni, insieme all'osservazione che il livello dei rendimenti di mercato è ancora vicino al 10% su tutta la curva delle scadenze, ci portano a confermare la view Moderatamente Positiva sul comparto.

Cambio EUR/BRL (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Livelli e variazione della curva dei rendimenti dal 01.09.2023



Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio EUR/BRL

Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/BRL	5,36	5,42	5,43	5,54	5,48	5,53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Baa2	Stabile	BB	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Baa2	Stabile	BB	Stabile

Indicatori economici	2023	2024	2025	2026
Crescita (%)	3,1	1,5	1,9	1,9
Inflazione (%)	4,7	4,5	3,0	3,0
Surplus o Deficit/PIL (x)	-7,1	-6,0	-5,3	-4,8
Tasso di disoccupazione (%)	8,3	8,2	8,1	8,1
Partite Correnti (% PIL)	-1,9	-1,8	-1,9	-2,0
Riserve (mld USD)	340	346(*)		

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

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	11,25	-50	-50
Tasso a 2 anni	9,80	1	8
Tasso 10 anni	10,68	9	31
CDS a 5 anni in pb, in USD	134	-6	2
Altre variabili (variazioni in %)			
Valuta vs EUR (**)	5,36	-0,3	0,0
Valuta vs USD (**)	4,97	-1,9	-2,4
Indice azionario	129950	-1,9	-3,2

Indici di debito in hard currency

Perf. EMBI Brasile, in %		0,96	-0,53
Perf. EMBI Indice, in %		0,70	-1,22
Perf. Euro EMBI Brasile, in %		ND	ND
Perf. Euro EMBI Indice, in %		0,66	-0,12
Spread EMBI Brasile, in pb	209	1	9
Spread EMBI Indice, in pb	326	-10	7
Spread Euro EMBI Brasile, in pb	ND	ND	ND
Spread Euro EMBI Indice, in pb	222	-19	-17

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 08.02.2024; 24E= expected, atteso.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

Previsioni Intesa Sanpaolo

		Ungheria	Polonia	Turchia	Russia	Sud Africa	Brasile
Crescita	2023	-0,5	0,2	4,2	3,0	0,6	3,0
	2024	2,7	2,7	2,4	1,9	1,1	1,5
Inflazione (eop)	2023	5,5	6,2	64,8	7,4	5,1	4,6
	2024	4,0	3,0	51,0	5,1	4,6	3,7
Target rate (eop)	2023	10,75	5,75	42,5	16,0	8,25	11,75
	2024	6,0	4,5	40,0	7,0	7,5	9,0
Tasso di cambio (eop)	2023	382,6	4,3	29,5	90,9	18,3	4,9
	2024	384,0	4,5	35,7	97,6	19,0	5,0

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 SpA, 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, Refinitiv).

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, Refinitiv, 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 11.01.2024.

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 – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

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 Mario Romani e Fulvia Riso) 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 Direzione Studi e Ricerche - 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