

Mercati Forex: le 7 “big call” di ING per il 2025

Donald Trump e il partito repubblicano controlleranno le leve del potere USA a gennaio. I mercati forex pensano di sapere cosa sta per accadere. In questa analisi del mercato valutario globale nel 2025, ecco le previsioni di ING sulle 7 tendenze chiave.



1 Non pensate troppo alla forza del dollaro

Nei mercati finanziari c'è la tendenza a pensare e ripensare alle cose. Quando il dollaro ha ceduto brevemente terreno il giovedì successivo alle elezioni USA, ci si è chiesto se la conclusione degli operatori più arguti fosse che Trump sarebbe stato negativo per il dollaro. Il nostro consiglio è di non pensarci troppo: i futuri piani di una politica fiscale meno rigida e una politica di immigrazione più dura, se combinati con tassi relativamente più alti e con il protezionismo, costituiscono un forte argomento a favore di un rally del dollaro.

Certo, l'economia statunitense potrebbe finire per surriscaldarsi, ma il 2025 dovrebbe essere l'anno in cui verrà pompata più aria in ogni potenziale bolla del dollaro. È inevitabile che il trend rialzista subisca occasionali battute d'arresto, dovute al posizionamento del mercato o alla speculazione sulla volontà da parte dei responsabili del commercio scelti da Trump di indebolire il dollaro. Ma la tendenza dovrebbe essere positiva per il dollaro. E abbastanza positiva da vedere l'indice

ponderato del dollaro rompere al rialzo un range di due anni.

Chi potrebbe essere tra gli obiettivi commerciali di Trump?

	Goods trade surplus with US (USDbn)	Current account balance (% of GDP)
China	301	1.6
Mexico	173	-0.2
Vietnam	122	5.8
Germany	90	6.4
Japan	77	4.6
Canada	67	-0.8
South Korea	66	4.0
Taiwan	60	14.7
Italy	49	0.9
India	48	-0.7
Ireland	31	13.5
Switzerland	21	7.1
Thailand	17	2.0
France	16	-0.7

Source: ING, Macrobond (4Q rolling data as of June 2024)

The US Treasury sets a threshold at USD 15bn for bilateral goods surplus with the US and 3% current account surplus as % of GDP as two of the three criteria when assessing potential macroeconomic and FX mis-practices in its key trade partners

2 Le valute europee sottoperformeranno

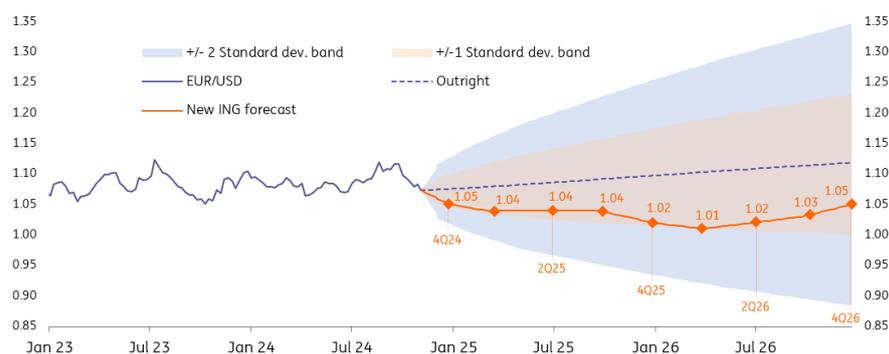
Una delle nostre previsioni chiave per il 2025 è che la BCE supererà la Fed nell'allentamento monetario, poiché i venti contrari alla crescita dell'eurozona sembrano destinati a intensificarsi con il protezionismo di Trump, mentre lo stimolo fiscale tiene la Fed cauta sui tagli. Ci aspettiamo dunque un ulteriore allargamento del differenziale del tasso swap USD/EUR a due anni verso l'area dei 200 pb, coerente con un cambio EUR/USD sotto quota 1,05.

I dazi di Trump saranno fondamentali, ma non possiamo ignorare i rischi geopolitici in Ucraina e in Medio Oriente, la scarsa probabilità di stimoli fiscali nell'eurozona e le elezioni nei Paesi dell'UE che potrebbero creare nuovi attriti con Bruxelles. Probabilmente i mercati vedranno motivi validi per incrementare il premio al rischio dell'euro, in aggiunta a un differenziale di tasso già poco favorevole.

Come discusso in occasione della pubblicazione delle nostre [nuove previsioni sulla coppia EUR/USD](#), stimiamo un picco del premio per il rischio intorno a Q4 2025 / Q1 2026. Anche se l'euro riuscisse a mantenersi al di sopra della parità prima di allora, vediamo tutte le condizioni per un passaggio strutturale da una fascia di 1,05-1,10 a una fascia di 1,00-1,05 nel 2025.

Riteniamo che anche le valute scandinave sottoperformeranno a causa dell'esposizione al sentiment di rischio europeo. La corona svedese ha probabilmente più margine di ribasso rispetto alla corona norvegese, data la posizione da colomba della Riksbank e la maggiore esposizione alle frizioni commerciali globali. La sterlina e il franco svizzero potrebbero avere un'esposizione relativamente più bassa ai problemi dell'eurozona ed entrambe potrebbero sovraperformare marginalmente l'euro.

Nuove previsioni sul cambio EUR/USD



3 Le valute dei Mercati Emergenti affronteranno il contesto più difficile dal 2020

L'anno prossimo le valute dei mercati emergenti dovranno affrontare due venti contrari: la riduzione dei volumi del commercio globale e l'aumento dei rendimenti statunitensi. Quando Trump si è insediato nel 2017, il commercio mondiale cresceva del 5-6% su base annua. Alla fine del 2019, dopo due anni di dazi, il commercio mondiale è sceso del 2% all'anno.

Oltre ai dazi, l'aumento dei rendimenti obbligazionari USA metterà a dura prova la posizione fiscale dei mercati emergenti e metterà sotto pressione quelli con grandi esigenze di finanziamento esterno. Il nostro team prevede che i rendimenti dei Treasury decennali statunitensi raggiungano il 5,5% entro la fine del 2025. I Paesi EM esposti a durate più brevi per il rifinanziamento del debito o quelli che hanno costi di servizio del debito elevati rispetto alle entrate pubbliche si dimostreranno vulnerabili. In termini di fondamentali esterni, anche gli ampi disavanzi delle partite correnti a fronte di una modesta copertura delle riserve valutarie rappresentano un rischio in caso di deflussi di capitale dai mercati emergenti. Il grado di resistenza di questi Paesi a un "Trump tantrum" nel mercato dei Treasury sarà un tema chiave.

Fortunatamente, la maggior parte dei mercati emergenti sta registrando disavanzi delle partite correnti molto più ridotti rispetto a quelli registrati in precedenti periodi di stress. I Paesi che rischiano di più in termini di costi di servizio del debito rispetto alle entrate pubbliche sono alcuni nomi noti e con un rating basso, come l'Egitto e il Pakistan. In particolare, il tasso di cambio pesantemente gestito del Kenya potrebbe subire pressioni l'anno prossimo, data la sua pessima valutazione e l'aumento del 13% in termini reali dello scellino. In termini di Paesi investment grade, l'India e il Messico hanno costi di servizio del debito piuttosto elevati. Ma molti dei Paesi Emergenti chiave hanno tassi di interesse reali elevati, che offrono alle loro valute una certa protezione.

4 L'area dell'Europa Centrale e Orientale (CEE) sarà in difficoltà

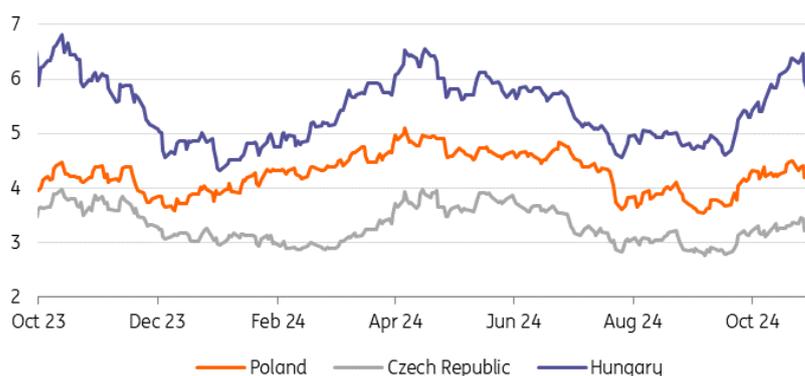
La regione è completamente esposta alle nuove condizioni postelettorali americane. Sebbene il legame commerciale diretto con gli Stati Uniti non sia così forte, è circa raddoppiato negli ultimi cinque anni. Tuttavia, l'esposizione principale è rappresentata dal legame commerciale con la Germania e dall'attenzione per il settore automobilistico, che sembra essere la combinazione peggiore in vista del futuro. Le economie ceca e ungherese sono le più esposte rispetto a quella polacca, più diversificata. Riteniamo che le aspettative del mercato per una ripresa nel 2025 nella

regione CEE siano eccessivamente ottimistiche e che assisteremo a ulteriori sorprese al ribasso.

Allo stesso tempo, con l'aggiustamento del posizionamento pre-elezioni USA i mercati hanno scontato gran parte dell'allentamento. Da un lato, ciò ha contribuito a evitare un maggiore sell-off delle valute CEE subito dopo il risultato. Dall'altro, il mercato ha ora ampio spazio per prezzare altri tagli dei tassi CEE in un contesto che richiede un maggiore allentamento rispetto al periodo pre-elettorale. Ciò dovrebbe tradursi in differenziali di tasso meno favorevoli per le valute dei Paesi dell'Europa Centrale ed Orientale.

Dal punto di vista fiscale, la regione è molto vulnerabile, con i mercati finanziari che si concentrano sempre più sulle ragioni degli elevati deficit delle finanze pubbliche. La Polonia è già al livello del 5-6% del PIL per quest'anno e per il prossimo. L'Ungheria è ad alto rischio politico, con le prossime elezioni e i sondaggi testa a testa. Nella Repubblica Ceca si terranno le elezioni generali nell'ottobre dell'anno prossimo, che potrebbero cambiare in parte l'orientamento fiscale. Nel complesso, vediamo i rischi per le valute CEE chiaramente al ribasso per i prossimi mesi e, in generale, una maggiore debolezza per la regione.

I tassi terminali dell'Europa Centrale sono prezzati troppo in alto



Source: ING, Refinitiv

5 Asia: La Cina cercherà di mantenere la rotta

Nonostante i solidi fondamentali interni, con una forte crescita e un'inflazione in calo, le valute asiatiche dovranno affrontare la duplice sfida dell'aumento dei tassi d'interesse statunitensi e del probabile aumento dei dazi da parte degli Stati Uniti nel 2025, con conseguente rafforzamento del dollaro. Al centro di tutto ci sarà la Cina. I dazi saranno negativi per il Paese, ma non ci aspettiamo che si ripeta la prima guerra commerciale, per quattro motivi :

1. Questa volta non c'è un fattore di shock; i mercati si stanno preparando a questa possibilità da oltre un anno.
1. Il posizionamento degli investitori globali è diverso rispetto al 2018. I mercati sono ora fortemente sottopesati alla Cina e il rischio di fuga è minore.

1. La Fed si trova ora in un ciclo di tagli anziché di rialzi.

1. La PBOC ha ora la stabilità valutaria come obiettivo politico chiave e si opporrà a movimenti importanti in entrambe le direzioni.

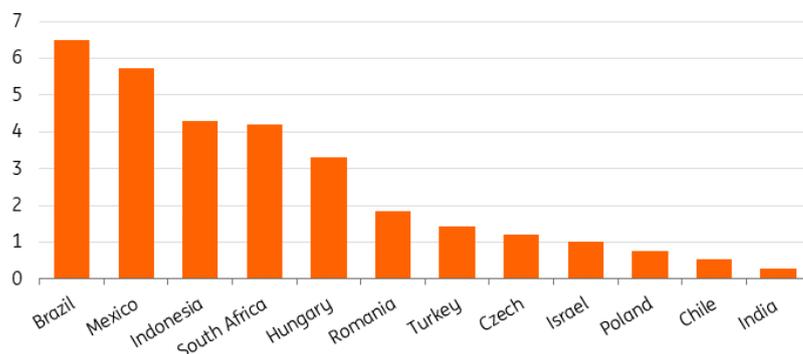
Il nostro scenario di base prevede che il cambio USD/CNY (dollaro/renmimbi) si collochi in una fascia di 6,90-7,35 l'anno prossimo, con un potenziale ulteriore indebolimento nel 2026 a seconda degli sviluppi economici e politici.

Riteniamo che le valute asiatiche più sensibili al CNY e con maggiori surplus commerciali con gli Stati Uniti subiranno le maggiori pressioni di deprezzamento, e il KRW (won coreano) spicca su entrambi i fronti. L'IDR (rupia indonesiana), all'altra estremità dello spettro, dovrebbe subire un impatto relativamente minore.

Prevediamo che il KRW rimarrà debole per tutto il 2025 per motivi sia esterni che interni. L'ampio e crescente surplus commerciale della Corea con gli Stati Uniti e l'elevata sensibilità al renminbi la pongono ad alto rischio di volatilità in caso di escalation dei dibattiti sulle tariffe e sulla loro attuazione. L'incertezza sulla possibile rinegoziazione della condivisione dei costi di difesa tra Stati Uniti e Corea del Sud potrebbe aggiungere ulteriore pressione al KRW. Dal punto di vista della crescita interna, riteniamo che la Corea abbia limitate possibilità di utilizzare misure di politica macro anticiclica per sostenere la crescita. L'elevato debito delle famiglie e i conseguenti rischi per la stabilità finanziaria limitano tagli aggressivi dei tassi. Anche un passaggio a una politica fiscale espansiva è improbabile, data la priorità dell'attuale governo di consolidare i conti pubblici e la mancanza di entrate fiscali.

Via via che il dibattito sui dazi si scalderà e quando questi verranno imposti non solo alla Cina ma anche al resto dell'Asia, forse nella seconda metà del prossimo anno, l'IDR dovrebbe beneficiare del fatto di essere l'unico Paese della regione ASEAN in cui la quota delle esportazioni statunitensi sul PIL totale è effettivamente scesa dall'11% del 2016 all'8% della metà del 2024. Anche sul fronte locale si sono registrati importanti sviluppi positivi e i rischi politici sono diminuiti. La riconferma del ministro delle Finanze in carica, Sri Mulyani, dovrebbe contribuire a contenere i timori di uno slittamento dei conti pubblici e probabilmente a mantenere il tetto del deficit fiscale al 3%. La minore dipendenza dagli investitori stranieri per il finanziamento del deficit fiscale dovrebbe essere positiva per l'IDR. A nostro avviso, l'IDR sarà la valuta relativamente più performante della regione.

Tassi reali nel segmento delle valute dei Mercati Emergenti



Source: ING, Refinitiv

6 America Latina: i tassi reali saranno importanti

Il peso messicano sarà oggetto di grande attenzione, in quanto l'USMCA, l'accordo di libero scambio tra Stati Uniti, Canada e Messico, sarà sottoposto a revisione nell'estate del 2026. Allo stesso modo, il real brasiliano ha registrato un pessimo andamento durante la prima presidenza Trump e la spesa pubblica resterà al centro dell'attenzione nel 2025; l'anno successivo, infatti, in Brasile si terranno le elezioni presidenziali. Sebbene entrambe le valute appaiano vulnerabili alla futura politica commerciale USA, entrambe godono di una certa protezione dovuta a tassi di interesse reali del 5-6%. Il Brasile dispone poi di un consistente stock di riserve valutarie che è pronto a utilizzare.

Riteniamo che il peso cileno sarà una delle valute più vulnerabili tra quelle emergenti. I tassi di interesse reali locali sono prossimi allo zero dopo un ciclo di allentamento aggressivo. Un deficit delle partite correnti superiore al 2% non aiuterà e, con il 14% del PIL, le riserve valutarie del Cile sono basse dopo il fallimento di un tentativo nel 2022 di sostenere il peso. La valuta ha sofferto molto durante il Trump 1.0 e il 2025 potrebbe essere l'anno in cui USD/CLP si spingerà vicino a 1100.

7 Le strategie di carry trade finanziate con lo yen andranno nel dimenticatoio

Fino a luglio di quest'anno, i carry trade finanziati con lo yen erano molto popolari e di successo. Da allora, una massiccia liquidazione delle posizioni corte sullo yen, insieme all'incertezza sul percorso della politica statunitense e dell'economia globale, hanno mantenuto alta la volatilità. L'incertezza sul percorso del cambio USD/JPY, sull'economia interna giapponese, sui tassi della BoJ e sulle prospettive più difficili per le valute target ad alto rendimento (in precedenza il peso messicano) rendono le strategie di carry trade molto più difficili da giustificare. Guardando alla performance di tali strategie durante il picco di Trump 1.0 (marzo 2018-settembre 2019) e al finanziamento delle posizioni nelle tre valute del G10 a più alto rendimento in quel momento (NZD, CAD e AUD) in yen, si sarebbe ottenuto un rendimento annualizzato del -3,3% con un drawdown massimo dell'11%. Non molto attraente.

Tuttavia, se ci sarà una sovraperformance dello yen in termini di rendimenti totali, pensiamo che questa avverrà nei confronti dell'Europa. La corona svedese è una delle valute a più basso

rendimento con una delle economie più aperte. Se lo yen dovesse cambiare direzione, pensiamo che lo farà contro la corona, e riteniamo che il cambio SEK/JPY possa correggere verso l'area di 13,00.

Se c'è un interesse continuo per il carry, pensiamo che rimarrà nella lira turca. Le elezioni statunitensi hanno dimostrato la resistenza della lira turca alle influenze globali e, di fatto, la lira è stata una delle poche valute emergenti della regione che è riuscita a recuperare nel contesto post-elettorale. La Banca centrale turca si sta avvicinando all'inizio di un ciclo di allentamento, il che riduce il potenziale carry, ma non dovrebbe diminuire la determinazione dell'Istituto a tenere sotto controllo il cambio USD/TRY.

Autore

Chris Turner

Global Head of Markets and Regional Head of Research for UK & CEE
chris.turner@ing.com

Francesco Pesole

FX Strategist
francesco.pesole@ing.com

Frantisek Taborsky

EMEA FX & FI Strategist
frantisek.taborsky@ing.com

Deepali Bhargava

Regional Head of Research, Asia-Pacific
Deepali.Bhargava@ing.com

James Wilson

EM Sovereign Strategist
James.wilson@ing.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa. ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n.

33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito www.ing.com.