

Allianz Research | 13 Aprile 2026

Ungheria: un vento di rinnovo per l'economia

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

Giovanni Scarpato
Economist for Central and Eastern
Europe
giovanni.scarpato@allianz.com

Simone Vittorio Percoco
Research Assistant
simone.percoco@allianz.com

In sintesi

Ungheria: le elezioni del 12 aprile segnano la svolta politica. Tisza, guidato da Péter Magyar, ha ottenuto una vittoria schiacciante con il 53,5% dei voti e una stima di 138 seggi su 199 in parlamento, ben oltre i 133 necessari per una maggioranza costituzionale dei due terzi. Fidesz di Viktor Orbán è sceso al 38,0%. Il risultato fornisce al nuovo governo lo spazio legislativo per avviare riforme istituzionali, ricostruire i rapporti con Bruxelles e sbloccare circa 18–19 miliardi di euro di fondi UE congelati (circa l'11% del PIL), migliorando al contempo le possibilità che il piano SAFE da 16 miliardi di euro dell'Ungheria possa procedere. Con la scadenza del RRF a fine 2026 che lascia pochissimo margine di ritardo, le elezioni eliminano il principale ostacolo politico al riavvicinamento all'UE; il rischio principale si sposta ora sulla velocità di attuazione, in un contesto di possibile resistenza da parte di istituzioni ancora influenzate dall'era Orbán.

Politica economica: espansione fiscale nel breve periodo. Le misure annunciate da Tisza – riduzione delle imposte sul lavoro per i redditi più bassi, tagli dell'IVA, continuità nel sostegno a pensioni e famiglie – sono chiaramente espansive e dovrebbero sostenere i redditi delle famiglie e la domanda interna. Ciò si aggiunge alle pressioni già derivanti dallo shock energetico legato all'Iran, che sta aumentando il costo fiscale dei sussidi e potrebbe aggiungere fino a 0,7 punti percentuali di PIL al deficit. Allo stesso tempo, prospettive migliori di sblocco dei fondi UE allevierebbero i vincoli di finanziamento, rilancerebbero gli investimenti e favorirebbero una ripresa più duratura, con la crescita del PIL attesa risalire intorno a +1,6% nel 2026 dallo 0,4% del 2025, grazie all'inversione del ciclo degli investimenti nella seconda metà dell'anno. L'inflazione è scesa rapidamente, ma la disinflazione appare temporanea; i prezzi dell'energia e il contesto geopolitico più rischioso dovrebbero mantenere la NBH in pausa nei prossimi mesi al 6,25%, dato il probabile riemergere delle pressioni sui prezzi.

Il fiorino è il primo canale del segnale elettorale. È il principale canale di trasmissione del ricalibraggio politico e si è apprezzato di oltre il 2% contro l'euro lunedì mattina, raggiungendo il livello più forte degli ultimi quattro anni circa. I guadagni FX pre-elettorali sembrano essere stati guidati da fattori regionali più che specificamente ungheresi, suggerendo che fosse stato incorporato un premio elettorale limitato e lasciando spazio a ulteriori apprezzamenti se il segnale politico dovesse riaffermarsi. Il precedente della Polonia nel 2023, quando lo zloty si è apprezzato del 14,5% contro la CZK nell'arco dei 12 mesi elettorali, illustra l'ampiezza del potenziale. Sul mercato obbligazionario locale, invece, il ricalibraggio dovrebbe essere più contenuto: il sell-off legato all'Iran ha spinto i rendimenti dei titoli di Stato ungheresi a 10 anni dal 6,47% al 7,55%, cancellando qualsiasi premio elettorale precedente, e un eventuale ricalibraggio futuro partirebbe da una base di rendimenti più elevata.

Il cambio politico ungherese rafforza la capacità d'azione dell'UE. Dal 2011 l'Ungheria è responsabile di 21 dei 48 veti UE segnalati pubblicamente, con un'accelerazione significativa dell'ostruzionismo dalla fine del 2023. In risposta, l'UE ha già dimostrato una maggiore capacità di garantire la continuità delle politiche e agire sotto pressione, incluso l'uso dell'articolo 122 del TFUE nel dicembre 2025 per congelare a tempo indeterminato circa 210 miliardi di euro di attività della banca centrale russa senza unanimità. Un governo più cooperativo a Budapest ridurrebbe probabilmente l'uso di veti tattici su Ucraina, sanzioni e allargamento, abbassando il rischio politico percepito e migliorando la coesione delle

politiche. Più in generale, rafforzerebbe una tendenza recente verso un coordinamento più forte e un'azione collettiva più efficace a livello UE, in particolare su sostegno all'Ucraina, difesa e finanziamento comune.

La nuova era politica dell'Ungheria: una rottura con il passato, con una transizione complessa all'orizzonte

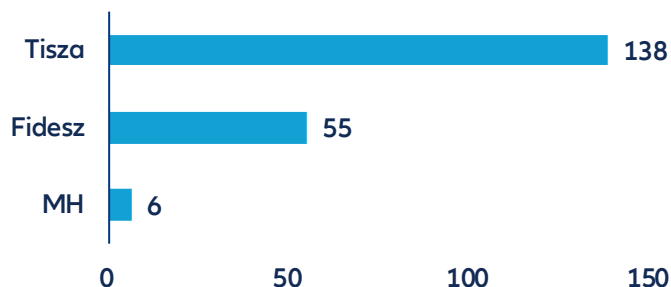
L'Ungheria ha votato in modo netto per il cambiamento politico, ponendo fine bruscamente ai 16 anni di dominio di Viktor Orbán sul sistema politico del Paese. In una storica elezione parlamentare, Tisza, guidato da Péter Magyar, ha ottenuto una vittoria schiacciante che va ben oltre una normale alternanza di potere: rappresenta un chiaro mandato popolare per un reset politico sistemico. Con il 98,72% dei voti scrutinati, Tisza ha ottenuto il 53,48% dei consensi ed è stimato conquistare 138 dei 199 seggi parlamentari, cinque in più dei 133 necessari per una maggioranza costituzionale dei due terzi. Al contrario, Fidesz di Orbán è sceso al 37,95%, con un distacco di oltre 16 punti percentuali e appena 55 seggi, mentre l'estrema destra di Mi Hazánk è stata l'unica altra forza a entrare in parlamento, con il 5,88% dei voti e sei seggi (Figura 1). La portata del risultato è stata sostenuta da una mobilitazione politica eccezionalmente elevata: l'affluenza è stimata intorno all'80%, ben al di sopra sia della media post-transizione del 63% sia del precedente record del 73,51% registrato nel 2022. Non si è trattato semplicemente di una vittoria dell'opposizione, ma di un netto rifiuto del sistema Orbán da parte di un elettorato che ha votato in numeri insolitamente elevati.

Il dominio di Tisza nei collegi uninominali è stato il fattore chiave che ha trasformato una solida vittoria elettorale in una supermaggioranza costituzionale. Prima del voto, solo un grande sondaggio, quello di Median, aveva ipotizzato che una maggioranza dei due terzi fosse plausibile, mentre una maggioranza semplice appariva l'esito più probabile. Tuttavia, il sistema elettorale misto ungherese premia non solo la quota di voti, ma anche la concentrazione territoriale e la performance nei collegi. Tisza ha vinto in 93 dei 106 collegi uninominali, riuscendo così a convertire un vantaggio elettorale deciso, ma non senza precedenti, in una maggioranza parlamentare inaspettatamente ampia.

Le implicazioni politiche sono profonde. Anche una semplice maggioranza di Tisza avrebbe rappresentato una rottura significativa con il passato e un segnale positivo per i rapporti dell'Ungheria con l'UE. Ma una maggioranza costituzionale cambia radicalmente l'ampiezza del reset istituzionale possibile. Essa conferisce al nuovo governo il pieno controllo del processo legislativo e il potere, se necessario, di modificare la costituzione, riducendo la capacità degli incaricati dell'era Fidesz di ostacolare le riforme. Ciò è particolarmente rilevante in ambiti da tempo al centro delle controversie con Bruxelles, come l'indipendenza della magistratura, la legge elettorale, la governance dei media e gli appalti pubblici. In questo senso, il risultato non si limita a cambiare il governo, ma crea le condizioni politiche per uno smantellamento più ampio dell'architettura istituzionale costruita sotto Orbán, con importanti implicazioni per i fondi UE, la governance interna e il quadro macroeconomico.

Nonostante l'ampiezza del mandato elettorale, la transizione sarà probabilmente graduale più che priva di attriti, con i rischi che si spostano dalla continuità politica all'attuazione e alla resistenza istituzionale. La discontinuità delle politiche potrebbe rivelarsi più limitata di quanto suggeriscano i titoli: Péter Magyar non è un outsider tradizionale dell'opposizione, avendo operato all'interno dell'apparato UE ungherese e mantenuto stretti legami con l'establishment di Fidesz, il che potrebbe moderare il ritmo di divergenza su temi sensibili come la migrazione, la retorica sulla sovranità e i termini del riavvicinamento all'UE. Più in generale, una maggioranza dei due terzi è una condizione necessaria ma non sufficiente per un reset istituzionale. Dopo oltre un decennio di centralizzazione, istituzioni chiave – tra cui la magistratura, il sistema della procura e gli organi di governance – restano fortemente influenzate da nomine dell'era Fidesz, suggerendo che l'attuazione delle riforme potrebbe essere lenta, contestata e politicamente costosa, come visto in Polonia dopo il 2023. Sebbene Viktor Orbán abbia riconosciuto la sconfitta, riducendo il rischio di una destabilizzazione politica immediata, l'architettura giuridica e istituzionale costruita durante il suo mandato, così come le sue reti interne e internazionali, potrebbero continuare a influenzare la traiettoria delle politiche ungheresi e complicare la velocità e la profondità della transizione.

Figura 1 : Numero di seggi in parlamento per partito



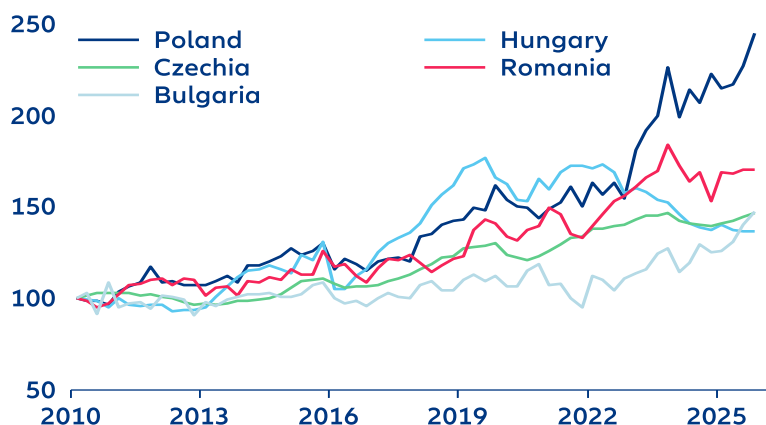
Fonti: National Electoral Office, Allianz Research

Il cambiamento politico porta a un reset macroeconomico: quanto può cambiare e con quale rapidità?

L'Ungheria entra nel periodo elettorale con la crescita economica più debole tra le principali economie dell'Europa centro-orientale. La crescita si è arrestata e la ripresa resta limitata e sbilanciata. Nel 2025 il PIL è aumentato di appena +0,3%, mentre il quadro trimestrale non mostra segnali significativi di slancio (+0,2% t/t nel quarto trimestre 2025), lasciando la crescita complessiva ben al di sotto di quanto normalmente coerente con il potenziale di medio periodo dell'Ungheria. Il problema non è un crollo della domanda, ma il fatto che la ripresa stia avvenendo in modo poco sano. I consumi hanno tenuto, sostenuti da misure fiscali pre-elettorali tra cui sgravi fiscali, trasferimenti e controlli sui prezzi. I consumi privati sono cresciuti del +4,8% t/t nel quarto trimestre, mentre i consumi pubblici sono aumentati del +5,2%, sostenuti da aumenti salariali nel settore pubblico, buoni alimentari e pagamenti straordinari sulle pensioni. Tuttavia, si tratta di un sostegno guidato dalle politiche, più che di una prova di una ripresa diffusa della fiducia nel settore privato.

Gli investimenti sono il motore mancante. La formazione lorda di capitale fisso (GFCF) reale è diminuita complessivamente del -21% rispetto al picco di metà 2022, calando in quasi tutti i trimestri da allora, con l'ultima rilevazione del quarto trimestre 2025 ancora in contrazione (-0,7% t/t). Non si tratta più di una battuta d'arresto ciclica: l'Ungheria è l'unica grande economia CEE in cui gli investimenti restano significativamente al di sotto dei livelli pre-pandemia. Un'economia può sostenere la crescita tramite i consumi per un certo periodo, ma non può mantenere il processo di convergenza se gli investimenti restano così deboli (Figura 2).

Figura 2: Investimenti nelle principali economie dell'Europa centro-orientale (CEE), indice 2010 = 100

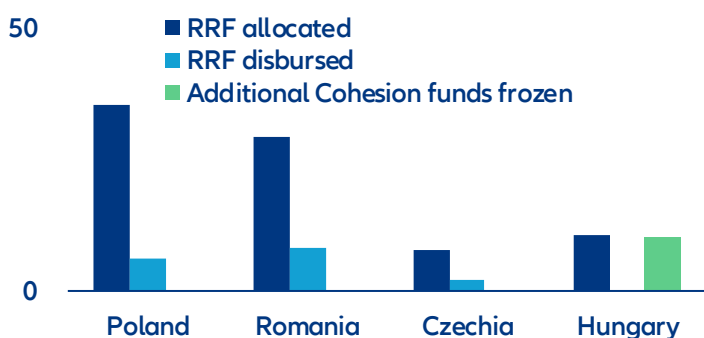


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il crollo degli investimenti ha una spiegazione chiara: i fondi UE congelati per l'Ungheria. Il blocco è iniziato nel 2022, quando la Commissione europea ha attivato per la prima volta nella storia dell'UE il Regolamento sulla condizionalità nei confronti dell'Ungheria, portando alla sospensione di 6,3 miliardi di euro di fondi di coesione nel dicembre 2022. Allo stesso tempo, l'approvazione del Piano di ripresa e resilienza (RRF) ungherese è avvenuta a condizioni insolitamente stringenti: il Consiglio ha richiesto il soddisfacimento di 27 cosiddette "super milestone" prima di qualsiasi erogazione significativa, riguardanti l'indipendenza della magistratura, le tutele anticorruzione e i sistemi di audit e controllo. A metà 2025, solo 17 delle 27 milestone risultavano pienamente completate, mentre nove erano solo parzialmente soddisfatte e una restava non adempiuta. Poiché tutte e 27 devono essere attuate in modo soddisfacente prima dell'approvazione dei pagamenti, l'Ungheria è rimasta di fatto esclusa dalla maggior parte dei fondi europei per la ripresa.

Gli importi in gioco sono macroeconomicamente rilevanti. La dotazione RRF dell'Ungheria ammonta a 10,4 miliardi di euro (6,5 miliardi in sovvenzioni e 3,9 miliardi in prestiti), ma finora sono stati erogati solo circa 0,9 miliardi di euro di prefinanziamento, rendendo l'Ungheria il Paese con il più basso assorbimento di fondi RRF nell'UE: circa il 9% contro una media UE di circa il 54%. Inoltre, circa 8,4 miliardi di euro di fondi di coesione restano congelati in base al meccanismo di condizionalità e ai requisiti legati allo Stato di diritto (Figura 3). L'Ungheria ha già perso definitivamente 1 miliardo di euro poiché i fondi non sono stati utilizzati entro i termini previsti. Nel complesso, l'ammontare bloccato si attesta ora intorno a 18–19 miliardi di euro, pari a circa l'11% del PIL. A ciò si aggiungono circa 16 miliardi di euro potenzialmente disponibili nell'ambito dello strumento SAFE per la difesa, pari a circa il 7% del PIL, ma sotto forma di prestiti anziché sovvenzioni a fondo perduto. Ormai il fattore tempo conta tanto quanto l'ammontare. Il RRF scade a fine 2026, con tutte le milestone da completare entro fine agosto e tutte le richieste di pagamento da presentare entro fine settembre. Questo lascia pochissimo spazio a ulteriori ritardi. Anche in caso di cambio di governo, la nuova amministrazione avrebbe solo pochi mesi per ripristinare la credibilità con Bruxelles e soddisfare le condizioni rimanenti. È per questo che le elezioni sono così cruciali per il quadro macroeconomico: lo sblocco dei fondi UE non è soltanto un potenziale beneficio politico, ma la condizione chiave per qualsiasi ripresa significativa degli investimenti.

Figura 3: Fondi NGEU, miliardi di euro



L'esito delle elezioni modifica in modo significativo il quadro macroeconomico dell'Ungheria. La vittoria schiacciante di Tisza e, soprattutto, la maggioranza parlamentare dei due terzi aumentano in modo rilevante la probabilità di un rilancio dei rapporti con Bruxelles e di uno sforzo più rapido per soddisfare le restanti condizioni dell'UE. Ciò non implica un cambiamento economico immediato: il calendario del RRF resta estremamente stringente, la fiducia con la Commissione europea dovrà essere ricostruita e gli esborsi effettivi dipenderanno comunque da riforme istituzionali concrete, non solo dall'intenzione politica. Tuttavia, il risultato migliora chiaramente la direzione di marcia. Eliminando l'incertezza sull'esito elettorale e riducendo il rischio di paralisi politica interna, crea le condizioni per una ripresa della fiducia e per l'avvio di una svolta del ciclo degli investimenti nella seconda metà del 2026. Il nostro scenario di base resta quindi una ripresa della crescita del PIL intorno a +1,6% nel 2026, anche in presenza dello shock energetico legato all'Iran. La differenza principale è che questa ripresa è ora ancorata in modo più credibile alla prospettiva di un cambiamento istituzionale e di un parziale riavvicinamento all'UE. Il rischio principale non è più la continuità politica, ma l'attuazione: se il nuovo governo riuscirà a muoversi abbastanza rapidamente per realizzare le riforme necessarie a sbloccare i fondi prima della scadenza di fine 2026.

Il programma del partito Tisza fornisce alcune indicazioni sulla direzione delle politiche, anche se l'aritmetica fiscale resta ambiziosa. La piattaforma si impegna a rispettare i criteri di Maastricht entro il 2030 e a preparare l'adozione dell'euro con una data obiettivo definita – obiettivi che richiederebbero un consolidamento fiscale sostenuto e una disinflazione duratura. Allo stesso tempo, prevede significativi aumenti di spesa nel breve periodo: riduzione dell'aliquota sull'imposta sul salario minimo dal 15% al 9%, azzeramento dell'IVA sui farmaci con prescrizione, aumento della spesa per la difesa fino all'obiettivo NATO del 5% del PIL entro il 2035, ampliamento del sistema di tetti ai prezzi energetici per le famiglie (rezsicsökkentés) e un incremento della spesa sanitaria di almeno 500 miliardi di fiorini all'anno. Per finanziare queste misure, il programma fa leva sullo sblocco dei fondi UE, sui risparmi legati alla lotta alla corruzione, su un'imposta patrimoniale dell'1% sugli asset superiori a 1 miliardo di fiorini (circa 2,5 milioni di euro) e sui maggiori introiti derivanti da una crescita più elevata, stimando uno spazio fiscale aggiuntivo complessivo pari al 3,5–4,5% del PIL. La sostenibilità di questa aritmetica dipenderà in larga misura dalla velocità dei trasferimenti dei fondi UE e dal ritmo della ripresa economica, entrambi fattori che restano incerti.

La politica fiscale è destinata a restare un vincolo nel breve termine, anche se l'esito delle elezioni migliora le prospettive di medio periodo. L'Ungheria è entrata nel 2026 con una posizione di bilancio già fragile, dopo l'allentamento fiscale pre-elettorale e ipotesi di bilancio ottimistiche, e lo shock energetico legato all'Iran ha reso la situazione ancora più critica. I prezzi del petrolio più elevati stanno alimentando l'inflazione e, attraverso un fiorino più debole, aumentano il costo fiscale delle misure volte a limitarne la trasmissione, tra cui la reintroduzione dei tetti ai prezzi dei carburanti, il programma di sostegno al riscaldamento da 50 miliardi di fiorini e il più ampio quadro del rezsicsökkentés*. Stimiamo che queste misure possano aggiungere fino a 0,7 punti percentuali di PIL al deficit, peggiorando un punto di partenza già debole. Allo stesso tempo, le promesse elettorali di Tisza suggeriscono che l'orientamento di politica economica nel breve termine potrebbe restare improntato a un allentamento netto, con tagli fiscali, maggiore spesa per la difesa, aumenti salariali e sostegni sociali destinati a compensare in parte qualsiasi sforzo di consolidamento. Ciò implica che, nonostante il cambiamento politico, il 2026 richiederà probabilmente una revisione di bilancio e un controllo più rigoroso della spesa per preservare la credibilità fiscale. Nel medio termine, tuttavia, il risultato elettorale è chiaramente positivo: un governo con un forte mandato e migliori prospettive di ricostruire i rapporti con Bruxelles ha maggiori probabilità di sbloccare i fondi UE, ridurre la necessità di finanziare gli investimenti tramite debito domestico e migliorare gradualmente il percorso di deficit e debito.

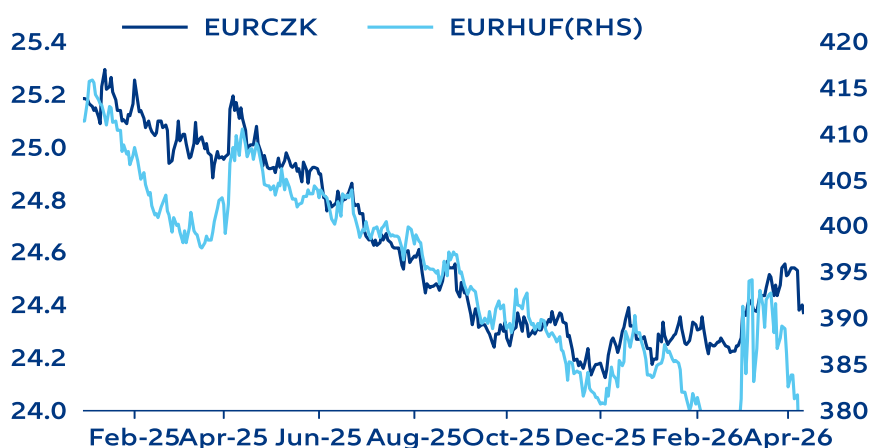
L'Ungheria è entrata nel 2026 con un'inflazione molto più bassa del previsto, con l'indice CPI complessivo sceso all'1,4% su base annua a febbraio, ben al di sotto dell'obiettivo del 3% della NBH. Tuttavia, questa disinflazione è in larga misura di natura tecnica più che strutturale. Riflette effetti base favorevoli, cali temporanei dei prezzi alimentari e misure amministrative adottate in vista delle elezioni, più che un allentamento duraturo delle pressioni di fondo sui prezzi. Con il venir meno di questi fattori – in particolare i tetti ai margini alimentari e l'aumento programmato delle accise sui carburanti – l'inflazione è destinata a risalire. Un'ulteriore fonte di pressione salariale potrebbe derivare dall'impegno di Tisza a sospendere tutti i permessi di lavoro per cittadini extra-UE a partire dal

1° giugno 2026. Con oltre 120.000 lavoratori extra-UE attualmente impiegati in Ungheria e quote annuali di circa 35.000 unità, un blocco improvviso dei nuovi permessi potrebbe restringere l'offerta di lavoro nei settori diventati dipendenti dalla manodopera importata, aumentando i costi del lavoro per unità di prodotto e rafforzando le pressioni inflazionistiche di fondo in una fase in cui la banca centrale ha poco margine di manovra.

La porta a ulteriori allentamenti si è chiusa. La NBH ha effettuato un ultimo taglio di 25 punti base a febbraio, portando il tasso di riferimento al 6,25%, ma il ciclo di allentamento si è di fatto arrestato. Il compromesso di politica monetaria è netto: crescita debole e investimenti depressi giustificerebbero normalmente ulteriori tagli, ma l'aumento dei prezzi dell'energia, il ritorno dell'incertezza sull'inflazione e un fiorino vulnerabile hanno drasticamente ridotto lo spazio di intervento. In Ungheria, la stabilità del cambio è il vincolo principale, poiché l'indebolimento della valuta si trasferisce direttamente alle aspettative di inflazione. Lo shock legato all'Iran ha quindi modificato la funzione di reazione: non verso rialzi dei tassi, ma verso una pausa prolungata. A differenza di altre economie dell'Europa centro-orientale, l'Ungheria non può permettersi di "guardare oltre" uno shock energetico, data la fragile credibilità anti-inflazionistica e le pressioni sul cambio. È invece la politica fiscale ad assorbire l'impatto di primo livello attraverso sussidi, lasciando un mix di politiche scomode: una banca centrale costretta a rimanere ferma mentre il governo sostiene la domanda a scapito della sostenibilità fiscale.

Il ricalibraggio legato alle elezioni è iniziato e il mercato valutario è il canale di trasmissione più chiaro. Il fiorino è probabilmente il canale di mercato più rapido e visibile attraverso cui si riflette l'esito elettorale, e le prime dinamiche di prezzo osservate lunedì mattina vanno già in questa direzione. Contro l'euro, la valuta si è apprezzata di oltre il 2%, raggiungendo il livello più alto degli ultimi quattro anni circa. Ciò è coerente con l'idea che il mercato FX reagisca per primo a qualsiasi ricalibraggio del premio per il rischio politico dell'Ungheria, alla prospettiva di una ripartenza nei rapporti con l'UE e alla possibilità di sbloccare i fondi europei congelati. Per questo il potenziale rialzo legato a un esito politico costruttivo è più evidente su EUR/HUF che sui titoli obbligazionari locali. Allo stesso tempo, l'apprezzamento osservato prima delle elezioni, dal 2025 all'inizio del 2026, non deve essere sovrainterpretato come prova che i mercati avessero già prezzato questo risultato. Quel movimento precedente sembra essere stato guidato in larga parte da fattori macroeconomici regionali piuttosto che da una dinamica specificamente ungherese. La stretta co-movimentazione tra EUR/HUF ed EUR/CZK suggerisce che, fino ad ora, il fiorino si sia comportato più come una valuta regionale dell'Europa centro-orientale che come una scommessa elettorale idiosincratICA (Figura 4).

Figura 4: Corona ceca e fiorino ungherese rispetto all'euro

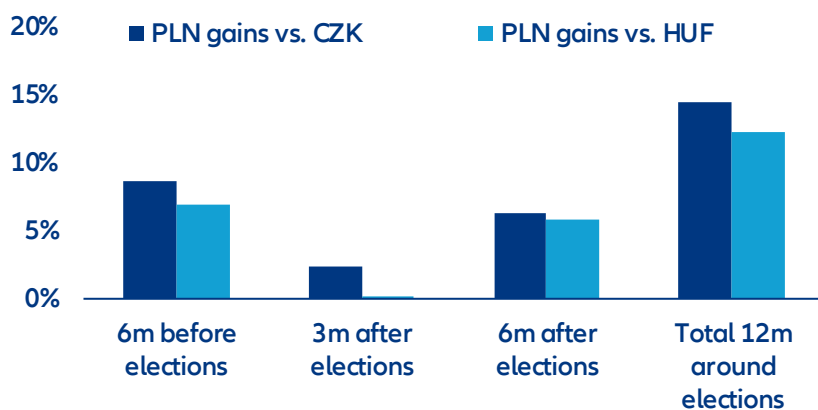


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Lo shock legato all'Iran ha offuscato quel poco segnale elettorale che era emerso. Il fiorino ungherese è tra le valute più sensibili al petrolio e all'energia nella regione: con l'aumento dei prezzi energetici, il forint ha iniziato a muoversi molto più in linea con la vulnerabilità esterna dell'Ungheria che con le aspettative politiche interne, oscurando eventuali primi segnali di un ricalibraggio elettorale favorevole. Il confronto storico più vicino è la Polonia nel 2023, dove la reazione della valuta è stata molto più netta e chiaramente specifica per il Paese. Nei sei

mesi precedenti alle elezioni, lo zloty si è apprezzato dell'8,7% rispetto alla CZK e del 6,9% rispetto al HUF, suggerendo che i mercati stavano già prezzando con largo anticipo una rivalutazione politica specifica per la Polonia (Figura 5). Il movimento non si è fermato lì: anche sei mesi dopo le elezioni, il PLN era ancora più forte del 6,3% contro la CZK e del 5,8% contro il HUF, portando i guadagni complessivi sull'arco dei 12 mesi elettorali rispettivamente al 14,5% e al 12,3%. L'Ungheria non ha ancora registrato nulla di paragonabile. Per questo l'attuale configurazione resta asimmetrica: se il segnale politico dovesse iniziare a prevalere dopo i risultati di questo lunedì, il potenziale di apprezzamento del HUF potrebbe essere ancora significativo anche partendo da livelli più deboli, proprio perché finora sembra essere stato incorporato ben poco premio elettorale.

Figura 5: Apprezzamento dello zloty polacco nel periodo elettorale rispetto al fiorino ungherese e alla corona ceca



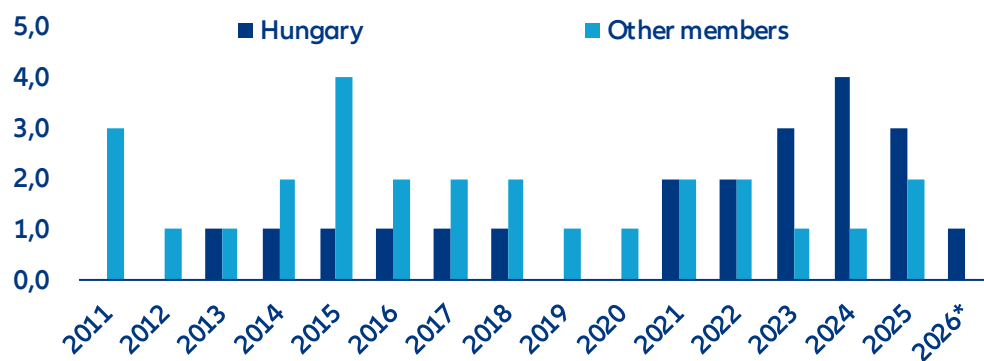
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il titolo di Stato locale a 10 anni è probabilmente il secondo asset ungherese a reagire alla valutazione elettorale dopo il cambio, ma il ricalibraggio dovrebbe essere più contenuto e meno immediato. L'esperienza della Polonia nel 2023 suggerisce che le elezioni tendono a riflettersi molto più chiaramente nella valuta che nei titoli locali, dove il segnale politico viene attenuato dall'inflazione, dalla dinamica fiscale e dai movimenti più ampi dei tassi esterni. La stessa logica vale per l'Ungheria. All'inizio di quest'anno, una parte dell'esito elettorale favorevole aveva già iniziato a riflettersi nelle quotazioni obbligazionarie, con i titoli di Stato ungheresi a 10 anni scambiati leggermente al di sopra del fair value, il che implicava che fosse già incorporato un certo premio politico positivo. Tuttavia, dopo lo shock legato all'Iran, quel limitato premio elettorale sembra essere stato in gran parte cancellato: la correzione al rialzo dei tassi locali ha spinto il rendimento decennale dal 6,47% del 27 febbraio a un picco del 7,55% il 24 marzo (+108 punti base), prima di ridiscendere leggermente al 7,25% entro il 31 marzo (+78 punti base rispetto al 27 febbraio), mentre i mercati tornavano a concentrarsi sull'esposizione dell'Ungheria a prezzi energetici più elevati, su rinnovati rischi di inflazione e su prospettive monetarie più restrittive. Più che indicare un mercato che stia già incorporando in modo marcato il cambiamento politico, ciò suggerisce che i rendimenti a 10 anni siano tornati verso – o al di sopra – dei livelli giustificati dai fondamentali. Di conseguenza, qualsiasi futuro ricalibraggio obbligazionario legato a un esito elettorale favorevole partirebbe da una base di rendimenti più elevata e probabilmente rimarrebbe più limitato e meno netto rispetto a quanto osservabile sul mercato valutario.

Guardando più avanti, l'adozione dell'euro è destinata a entrare nell'agenda strategica del nuovo governo, resa concretamente più fattibile dalla maggioranza dei due terzi di Tisza. Il percorso verso l'adozione formale dell'euro è stato uno degli obiettivi di lungo periodo chiave associati al partito Tisza e la supermaggioranza costituzionale offre ora al governo entrante lo spazio politico per apportare eventuali modifiche costituzionali qualora decidesse di perseguire seriamente questa strada. Tuttavia, restano importanti ostacoli tecnici. In primo luogo, la situazione dei conti pubblici e del debito non è ancora compatibile con i criteri di Maastricht. In secondo luogo, il quadro monetario ungherese non è ancora allineato a una futura adozione dell'euro: l'obiettivo di inflazione della NBH è attualmente fissato al 3% (± 1 punto percentuale), superiore all'ancoraggio del 2% della BCE, il che implica che una transizione credibile richiederebbe una riduzione graduale dell'obiettivo nel tempo. In questo senso, sia il consolidamento fiscale sia una disinflazione duratura saranno centrali per qualsiasi strategia di adesione significativa.

Oltre al percorso di convergenza interno dell'Ungheria, le elezioni hanno anche implicazioni istituzionali più ampie per l'UE. L'uso ripetuto del potere di veto da parte dell'Ungheria si è evoluto da episodi politici isolati a una caratteristica strutturale della governance dell'UE, con effetti che vanno oltre i singoli ritardi nelle politiche. L'Ungheria è responsabile di 21 dei 48 veti registrati dal 2011 – il 44% del totale, quasi il doppio dei sette della Polonia – e la frequenza è aumentata in modo significativo dalla fine del 2023, con 11 veti tra il 2023 e marzo 2026 (Figura 6). Sebbene in alcuni casi questi episodi abbiano rallentato il processo decisionale, hanno anche spinto l'UE a rafforzare la propria capacità di agire collettivamente in un contesto geopolitico più complesso. In risposta, le istituzioni europee e gli Stati membri hanno mostrato una maggiore flessibilità nel garantire la continuità delle politiche, ricorrendo, tra l'altro, a basi giuridiche alternative, ampliando l'uso del voto a maggioranza qualificata dove possibile e coordinandosi tramite coalizioni quando necessario. In alcuni casi, gli Stati membri sono riusciti a procedere efficacemente nonostante le opposizioni – in particolare nel dicembre 2025, quando l'articolo 122 del TFUE è stato utilizzato con voto a maggioranza qualificata per congelare a tempo indeterminato circa 210 miliardi di euro di attività della banca centrale russa, eliminando il rischio di rinnovi semestrali e rafforzando la credibilità della politica di sanzioni dell'UE. Nel complesso, questi sviluppi indicano un graduale rafforzamento della capacità dell'UE di ottenere risultati anche in presenza di vincoli istituzionali, soprattutto in ambiti strategici come il sostegno all'Ucraina, le sanzioni e il coordinamento finanziario. Guardando al futuro, questo cambiamento politico in Ungheria probabilmente ridurrebbe il ricorso a minacce di veto tattiche, facilitando i negoziati e migliorando il coordinamento quotidiano delle politiche, oltre a rafforzare una posizione esterna più unitaria dell'UE. Ciò ridurrebbe l'incertezza politica e rafforzerebbe la percezione di coesione dell'UE. Allo stesso tempo, i progressi compiuti negli ultimi anni nel migliorare il coordinamento e la capacità di risposta delle politiche sono destinati a durare, sostenendo un quadro di governance europea più efficace e resiliente.

Figura 6: Vetì segnalati nelle decisioni dell'UE che richiedono l'unanimità, 2011-2026



Fonti: EU Vetoes Tracker, Allianz Research. Nota: per "vetì" si intende qualsiasi caso segnalato in cui uno Stato membro blocca un'azione congiunta dell'UE nell'ambito di una procedura che richiede l'unanimità, incluse le decisioni del Consiglio europeo, le diverse configurazioni del Consiglio dell'UE e i meccanismi intergovernativi come lo Strumento europeo per la pace.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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

