

Forex Flash**Oltre il biglietto verde**

Il panorama finanziario internazionale all'alba del nuovo anno è caratterizzato da una complessità senza precedenti, dove le variabili macroeconomiche tradizionali si intrecciano in modo indissolubile con shock geopolitici e trasformazioni strutturali dei regimi monetari. La transizione verso il secondo mese dell'anno avviene in un contesto di divergenza sempre più marcata tra le traiettorie di crescita, inflazione e stabilità politica delle principali economie mondiali. Il mese di febbraio si preannuncia come un crocevia fondamentale per la determinazione dei tassi di cambio, dominato dalle decisioni di politica monetaria della Banca Centrale Europea e della Banca d'Inghilterra, dalla pubblicazione dei verbali della Federal Reserve e dall'assorbimento delle onde d'urto provocate dall'intervento militare statunitense in Venezuela.

USD - Dopo un 2024 caratterizzato da una forza travolgente, il biglietto verde ha intrapreso un percorso di deprezzamento strutturale che ha visto l'indice DXY cedere il 9,4% nel corso del 2025 e con attese di consenso indicative di un ulteriore calo (circa il 5,0%) per l'anno corrente. Questa dinamica non è semplicemente il risultato di fluttuazioni cicliche, ma riflette una riconsiderazione profonda della sostenibilità fiscale degli Stati Uniti e della stabilità istituzionale della Federal Reserve.

Il FOMC del 27-28 gennaio ha votato per mantenere i tassi d'interesse invariati nell'intervallo 3,50%-3,75%. La pubblicazione dei verbali di tale incontro, prevista per il 18 febbraio 2026, informerà sul dibattito interno circa il raffreddamento del mercato del lavoro, un fattore che potrebbe spingere la Fed a implementare tagli più aggressivi di quanto attualmente scontato dai mercati. Il meccanismo di trasmissione tra i dati sull'occupazione e il valore del dollaro è diventato particolarmente sensibile. Qualora il rapporto sull'occupazione del 6 febbraio dovesse mostrare una debolezza superiore alle attese, la pressione ribassista sul dollaro subirebbe un'accelerazione immediata, alimentando le scommesse su un ritorno verso un tasso neutrale vicino al 3,00% entro la fine dell'anno.

Un tema che sta minando la fiducia nel dollaro è quello del "debasement", ovvero la svalutazione guidata da politiche fiscali e monetarie percepite come insostenibili. Il deficit fiscale degli Stati Uniti per il 2026 è previsto rimanere molto elevato, al 8,1% del PIL. Ciò unito alla scadenza del mandato di Powell nel maggio 2026, introduce un premio di rischio politico significativo. La possibilità che l'amministrazione Trump nomini un successore marcatamente "dovish", prono alle pressioni politiche per mantenere bassi i tassi d'interesse e facilitare il servizio del debito, spinge gli investitori istituzionali a diversificare le proprie riserve lontano dagli asset denominati in dollari.

EUR - In netto contrasto con la debolezza del dollaro, l'euro si presenta all'inizio di febbraio 2026 in una posizione di forza relativa, sostenuta da un miglioramento dei fondamentali economici dell'Eurozona. Il cambio EUR/USD ha infranto *intraday* la barriera di 1,20 e sta ora oscillando intorno a questa soglia psicologica.

La sessione del Consiglio Direttivo della BCE del 4-5 febbraio rappresenta l'evento pivotale per la valuta unica. Il consenso unanime tra gli economisti suggerisce che la banca manterrà il tasso sui depositi al 2,00% e il tasso di rifinanziamento principale al 2,15%. Questa decisione di "plateau" è giustificata da un'inflazione che, pur avendo mostrato un leggero rimbalzo tecnico a causa della componente energetica, è prevista scendere all'1,9% nel corso del 2026. La stabilità della BCE, contrapposta ai tagli attesi della Fed, sta provocando un restringimento del differenziale di rendimento reale che favorisce i flussi di capitale verso l'Europa.

Il rafforzamento dell'euro non è solo una funzione della politica monetaria, ma riflette anche i movimenti tettonici nella politica fiscale e geopolitica del continente. Le minacce tariffarie e le incertezze sulla sicurezza transatlantica sembrano aver inaspettatamente "generato solidarietà" tra le nazioni europee, accelerando l'integrazione e la spesa comune. In particolare, il massiccio piano di investimenti della

30 gennaio 2026

Nota Settimanale

Research Department**Rates, FX & Commodities Research****Sergio Capaldi**

FI and FX Strategist

Germania in difesa, infrastrutture e tagli fiscali è visto come un volano capace di aggiungere lo 0,4% al PIL dell'intera Eurozona nel 2026, compensando le politiche restrittive in atto in Francia, Italia e Spagna. Inoltre, l'implementazione delle raccomandazioni contenute nel rapporto di Mario Draghi sulla competitività europea sta iniziando a mostrare i primi frutti. Questo cambiamento di percezione sta portando gli investitori istituzionali a riconsiderare l'allocazione geografica dei propri portafogli, con un ritorno degli afflussi nei mercati azionari e obbligazionari dell'Eurozona.

JPY - Il 2026 è considerato da molti analisti come "l'anno dello yen", con febbraio che rappresenta un mese di preparazione strategica prima di ulteriori mosse restrittive attese dalla Banca del Giappone. Il differenziale di politica monetaria, che per anni ha penalizzato lo yen, sta iniziando a invertirsi mentre la BoJ abbandona gradualmente la sua postura ultra-accomodante a fronte di pressioni inflazionistiche interne persistenti.

L'attenzione degli operatori è rivolta alla pubblicazione del "Summary of Opinions" della riunione del 22-23 gennaio, prevista per il 2 febbraio 2026. Questo documento è cruciale per comprendere la determinazione dei membri del board nel procedere con il ciclo di rialzi. I verbali della riunione di dicembre avevano già evidenziato come i membri favorissero ulteriori aumenti dei tassi se le prospettive di crescita e prezzi fossero state confermate, nonostante le incertezze derivanti dalle tariffe statunitensi sui profitti manifatturieri. Il cambio USD/JPY si trova in una zona di alta tensione. La soglia di 160,00 è percepita come una "linea rossa" per il Ministero delle Finanze; superare questo livello potrebbe innescare interventi diretti sul mercato per sostenere la valuta nazionale. Per febbraio, le previsioni di mercato indicano un movimento laterale o leggermente ribassista verso 152,00, a condizione che non si verifichino shock geopolitici che spingano verso un ritorno improvviso al dollaro come bene rifugio.

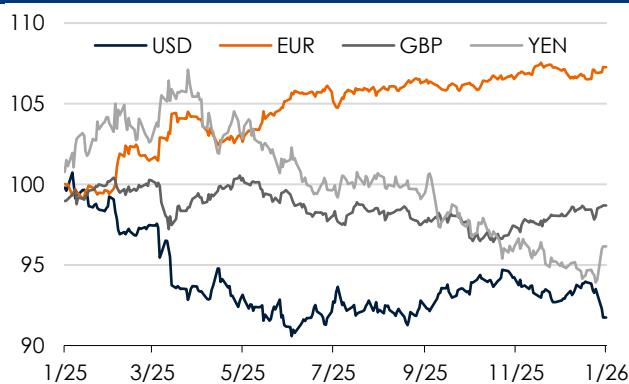
GBP - La sterlina britannica entra nel mese di febbraio 2026 in una fase di consolidamento, riflettendo un delicato bilanciamento tra una ritrovata credibilità della politica fiscale sotto la guida del Cancelliere Reeves e le persistenti sfide poste da un'inflazione dei servizi che rimane più elevata rispetto a quella dei principali partner del G7. La riunione del Monetary Policy Committee del 5 febbraio è attesa come un momento di pausa e cautela. Dopo il taglio di 25 punti base al 3,75% avvenuto a dicembre, l'orientamento prevalente è per un mantenimento dei tassi invariati. La decisione, tuttavia, potrebbe essere nuovamente caratterizzata da una profonda divisione interna, simile al voto 5-4 registrato negli incontri precedenti. La resistenza della BoE a tagliare ulteriormente i tassi a febbraio è alimentata da una crescita salariale nel settore privato che, sebbene in calo al 3,6%, è ancora considerata troppo elevata per garantire un ritorno sostenibile dell'inflazione al target del 2,0%. Grazie anche alla prudenza della banca centrale, la sterlina rimane una valuta attraente per gli investitori che cercano di proteggersi dalla debolezza del dollaro. Tuttavia, la possibilità di un taglio dei tassi a marzo o aprile, attualmente scontata con una probabilità del 55-72%, limita il potenziale di apprezzamento nel breve termine.

AUD - Il dollaro australiano emerge come uno dei principali beneficiari delle dinamiche di inizio 2026. Al contrario della maggior parte delle banche centrali del G10, la Reserve Bank of Australia si trova ad affrontare un mercato del lavoro ancora surriscaldato, con un tasso di disoccupazione sceso inaspettatamente al 4,1% a dicembre. Questo scenario ha spinto la probabilità di un rialzo dei tassi nel meeting di febbraio al 58%, con l'obiettivo di portare il Cash Rate al 3,85% per contrastare le pressioni inflazionistiche persistenti. Questa divergenza di politica monetaria, unita al rally parabolico dell'argento (salito del 50% a gennaio) e dell'oro, fornisce un supporto fondamentale al cross AUD/USD.

CAD - Il dollaro canadese mostra segni di debolezza, riflettendo le preoccupazioni per l'impatto delle politiche commerciali degli Stati Uniti sulla crescita economica del Canada. Molti investitori stanno ritirando le scommesse rialziste sul CAD a causa

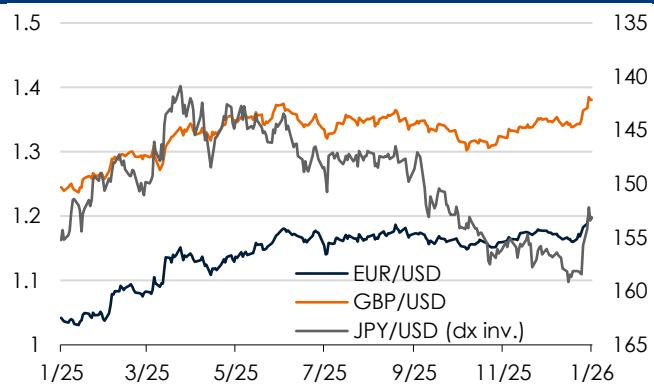
dell'incertezza legata alle sentenze sui dazi dell'amministrazione Trump. La sensibilità del Canada al commercio transfrontaliero rende la valuta vulnerabile a qualsiasi escalation retorica proveniente da Washington, rafforzando la tendenza a preferire posizioni short sul CAD rispetto ad altre valute del blocco commodity.

Nominal Exchange Rate (BIS, rebased 01/01/25=100)



Fonte: WS-Datstream, Intesa Sanpaolo

Euro, Pound, Yen vs USD

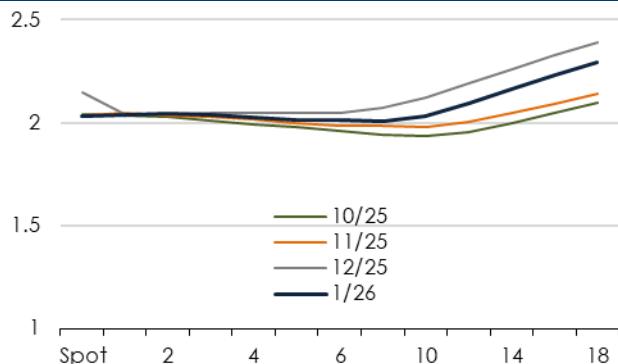


Fonte: WS-Datstream, Intesa Sanpaolo

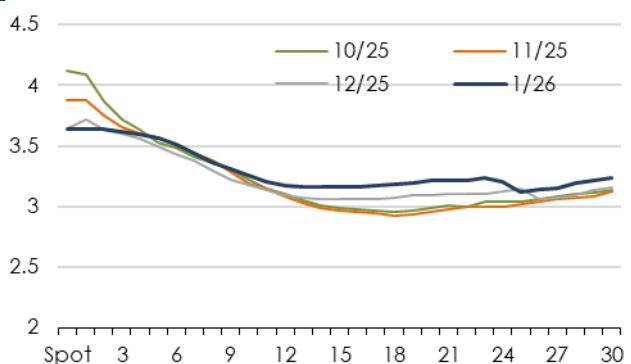
Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	30-01-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.08	1.04	1.14	1.16	1.17	1.1930	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19
USD/JPY	148	154	150	154	156	153.88	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.27	1.24	1.32	1.32	1.35	1.3763	1.36	1.34	1.32	1.30	1.29
EUR/CHF	0.93	0.95	0.93	0.93	0.93	0.9161	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.28	11.47	11.17	10.91	10.80	10.5422	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.32	11.76	11.76	11.62	11.79	11.4512	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4670	7.46	7.45	7.45	7.44	7.44
USD/CAD	1.34	1.45	1.38	1.40	1.37	1.3524	1.37	1.36	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.66	0.62	0.64	0.66	0.67	0.6997	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
NZD/USD	0.61	0.56	0.59	0.57	0.58	0.6050	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	160	160	170	178	184	183.61	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.85	0.84	0.86	0.88	0.87	0.8665	0.89	0.91	0.92	0.92	0.91
EUR/CAD	1.45	1.51	1.58	1.62	1.61	1.6135	1.59	1.59	1.60	1.61	1.59
EUR/AUD	1.64	1.67	1.77	1.76	1.75	1.7044	1.76	1.77	1.76	1.78	1.74
EUR/NZD	1.77	1.84	1.93	2.01	2.03	1.9707	1.93	1.86	1.87	1.86	1.82

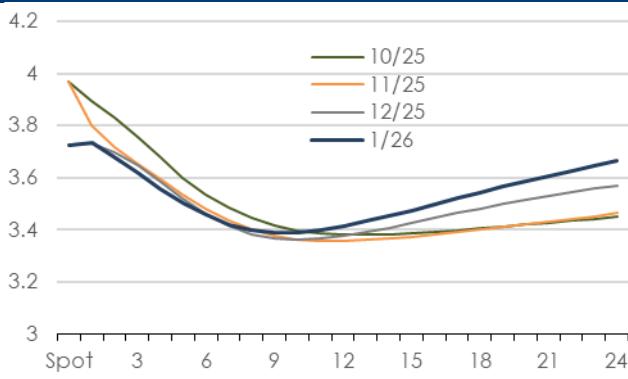
Fonte: WS-Datstream, Intesa Sanpaolo

Euribor 3M Futures

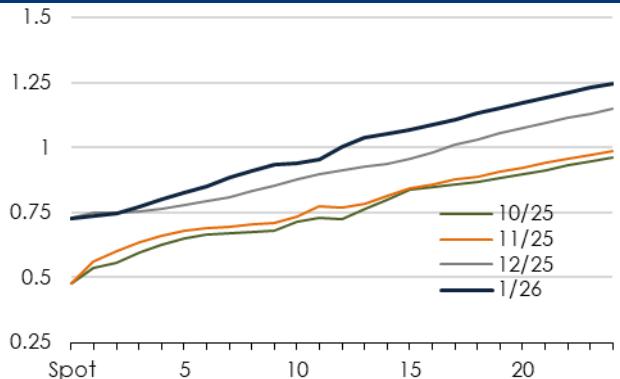
Fonte: WS-Datasream, Intesa Sanpaolo

US Fed Funds Futures (30 gg CBT)

Fonte: WS-Datasream, Intesa Sanpaolo

UK Overnight Index Swap Forward Curve

Fonte: WS-Datasream, Intesa Sanpaolo

Japanese Forward Overnight Index Swap Rate

Fonte: WS-Datasream, Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate/Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario

di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 99.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA. 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 SpA.

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

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo SpA sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA 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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica italiana.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice**Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com**Rates, FX & Commodities Research**

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates and FX)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com