

## Forex Flash

### Lo yen in cerca di conferme

Il panorama dei mercati valutari mondiali è attualmente dominato dall'imminente tornata elettorale in Giappone e da una marcata divergenza nelle politiche monetarie del G10. Le proiezioni indicano una probabilità del 95% di una maggioranza assoluta per il Partito Liberal Democratico (LDP) sotto la guida del Primo Ministro Sanae Takaichi nelle elezioni dell'8 febbraio. Mentre una vittoria schiacciante potrebbe paradossalmente stabilizzare i mercati obbligazionari riducendo la necessità di compromessi fiscali estremi con l'opposizione, resta alto il rischio di un indebolimento dello Yen, frenato solo dalla minaccia di interventi coordinati.

Parallelamente, si osserva un ritorno alla restrizione monetaria da parte di banche centrali minori come la RBA (Australia), in contrasto con la stabilità o i possibili tagli di Fed, ECB e BoE. In Asia, la forza dello Yuan, sostenuta da esportazioni record, funge da ancora per le valute regionali, con il ringgit malese che emerge come il principale beneficiario grazie a fondamentali solidi e agli investimenti nel settore tecnologico.

**USD** - Il dollaro ha mostrato una recente forza dovuta all'avversione al rischio dei mercati, raggiungendo i massimi di due settimane all'inizio di febbraio. La nomina di Kevin Warsh come prossimo Chairman della Fed è vista come potenzialmente *dovish*. La sua tesi sulla deregolamentazione come forza disinflazionistica, unita ai guadagni di produttività derivanti dall'AI, suggerisce una Fed meno restrittiva nel lungo termine. Nel brevissimo termine, la fine dello *shutdown* governativo parziale negli USA dovrebbe portare alla pubblicazione dei dati occupazionali (payrolls e JOLTS) precedentemente ritardati, riducendo l'incertezza sui dati.

**EUR** - L'euro è considerato in una fase di 'stabilità relativa', con la BCE che mantiene i tassi invariati al 2%. Il Consiglio direttivo della BCE ritiene che la politica monetaria sia in un "buon posto" e non vede la necessità immediata di tagli o rialzi, prevedendo una crescita del PIL dell'1,3% per l'area euro nel 2026. Le preoccupazioni per l'apprezzamento dell'euro sono state minimizzate dalla Presidente Lagarde.

**AUD** - Il dollaro Australiano beneficia di un atteggiamento più *hawkish* della Reserve Bank of Australia (RBA). Dopo il rialzo di 25 punti base a febbraio, prevediamo un ulteriore rialzo a maggio, portando il tasso al 4,1%. Questo differenziale di tassi positivo e la forza delle materie prime (rame) supportano la tenuta dell'AUD/USD.

**CNY** - Nel panorama macroeconomico del 2026, lo yuan cinese si è imposto non solo come valuta domestica, ma come pilastro di stabilità strategica per l'intero comparto FX dei mercati emergenti asiatici (ex Giappone). La forza dello yuan funge oggi da ancora gravitazionale per i flussi di capitale regionali, mitigando i rischi di volatilità esterna e offrendo una base di supporto per le valute a basso rendimento dell'area. L'apprezzamento della valuta cinese è sostenuto da tre driver fondamentali che ne confermano la solidità:

1. Surplus record dell'export: la crescita delle esportazioni dovrebbe spingere il surplus commerciale verso il record di 1,4 trilioni di USD nel 2026 (rispetto agli 1,2 trilioni del 2025).
2. Policy shift sul cambio: il Vice Governatore della PBoC, Zou Lan, ha segnalato una maggiore tolleranza verso la flessibilità del cambio. Questa visione è coerente con l'obiettivo del Presidente Xi Jinping di una "valuta potente", dotata di status di riserva e ampiamente utilizzata nel commercio globale.

6 febbraio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities  
Research

Sergio Capaldi  
FI & FX Strategist

3. Valutazioni macroeconomiche: secondo la nostra modellistica lo yuan rimane significativamente sottovalutato, offrendo un margine di apprezzamento naturale che i policymaker sembrano ora disposti ad assecondare.

La forza dello yuan funge da ancora per le altre valute asiatiche. In particolare, il ringgit malese è identificato come la valuta più sensibile ai movimenti dello yuan e si prevede che sovraperformerà i suoi pari regionali grazie ai migliori fondamentali macro.

**GBP** – La sterlina risentirà dello *shift dovish* della Bank of England. Sebbene la BoE abbia mantenuto i tassi al 3,75% a febbraio, il voto di 5-4 e la rimozione del termine "graduale" dal sentiero di riduzione dei tassi indicano un possibile taglio già a marzo (giovedì 19). In particolare, il voto, conclusosi con un inatteso 5-4 (contro il 7-2 previsto), segnala un ridimensionamento dei rischi inflazionistici. Il consenso degli analisti prevede una sottoperformance della sterlina rispetto ai cross europei, supportando raccomandazioni di posizioni "long" su EUR/GBP.

**JPY** – Da monitorare con attenzione le prossime elezioni della Camera Bassa del 8 febbraio 2026. Le elezioni non rappresentano solo un passaggio istituzionale, ma agiscono come il catalizzatore critico per il "premio al rischio fiscale" del Giappone.

Sebbene i sondaggi ed i *prediction markets* indichino una probabilità del 95% per una maggioranza assoluta del Partito Liberal Democratico (LDP), riteniamo che il significato di questa vittoria non sia ancora stato interamente apprezzato: una vittoria schiacciante potrebbe, paradossalmente, stabilizzare i mercati. Un mandato forte fornirebbe alla PM Sanae Takaichi il "buffer politico" necessario per resistere alle pressioni delle opposizioni — come la CRA ed il DPP, che spingono per tagli alla spesa sui consumi ben più radicali — permettendole di esercitare una maggiore disciplina fiscale e rispondere costruttivamente alle preoccupazioni dei mercati e della comunità internazionale.

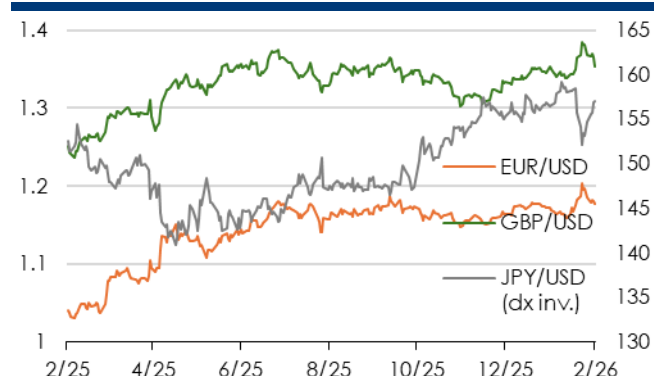
Il programma economico della PM Takaichi improntato anch'esso ad una spesa fiscale aggressiva (difesa, stimoli e tagli fiscali) ha già messo alla prova la pazienza degli investitori, come dimostrato dal passo indietro forzato sul pacchetto di stimoli da 21,3 trilioni di yen lo scorso novembre. I rendimenti obbligazionari giapponesi sono oggi il barometro essenziale della fiducia degli investitori nella solvibilità del Paese. L'impennata del rendimento del JGB a 40 anni verso il record del 4.23%, toccato il 20 gennaio, riflette un mercato che ha accolto con molto scetticismo la prospettiva di un ulteriore allentamento della politica fiscale. In questo *setting* l'incremento dei rendimenti non sta più agendo da supporto per la valuta, poiché il mercato richiede un premio al rischio crescente per detenere asset in yen. Lo yen si è trasformato in un asset guidato da fattori politici idiosincratici, dove i differenziali dei tassi nominali hanno perso il loro ruolo di guida primaria.

La proposta della Takaichi di sospendere l'imposta dell'8% sui soli beni alimentari creerebbe un buco nelle entrate stimato in 10 trilioni di yen in due anni ma sarebbe comunque molto meno radicale delle proposte delle opposizioni. Nello specifico la CRA (la principale forza di opposizione) chiede l'abolizione totale e definitiva della tassa dell'8% sui prodotti alimentari mentre il DPP, descritto come in forte ascesa, propone invece di ridurre l'intero spettro dell'IVA al 5%. Le opposizioni inoltre hanno proposto piani di spesa ancora più ampi rispetto a quelli del governo.

A nostro avviso, in un contesto in cui i programmi elettorali contribuiscono alle preoccupazioni riguardo la sostenibilità del debito pubblico una vittoria schiacciante della coalizione di governo sarebbe paradossalmente lo scenario migliore per i mercati, poiché eliminerebbe la necessità di dover negoziare con le opposizioni e assecondare le loro richieste di ulteriori tagli alle tasse e maggiore spesa pubblica.

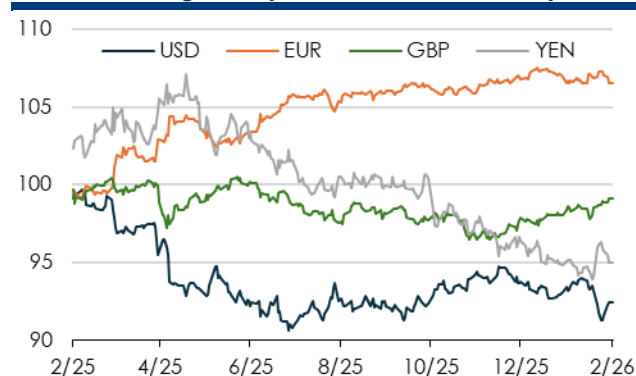
Il futuro dello yen dipende dalla capacità dell'amministrazione Takaichi di trasformare un forte mandato politico in politiche credibili e sostenibili soprattutto sul piano fiscale. Se le elezioni non forniranno questa forza moderatrice, sarà il mercato a imporla attraverso un ulteriore shock sui rendimenti e sulla valuta. A tal proposito riteniamo che a prescindere dall'esito delle elezioni continuerà ad esistere un alto rischio di intervento coordinato se il cambio USD/JPY dovesse superare quota 160, il che limita il potenziale rialzista immediato del cross nonostante i fondamentali fiscali negativi.

#### Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

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

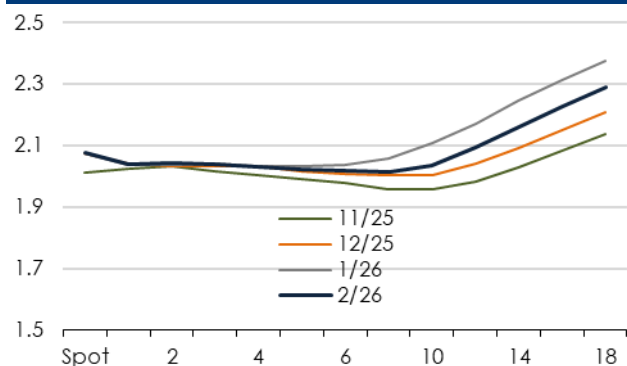


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

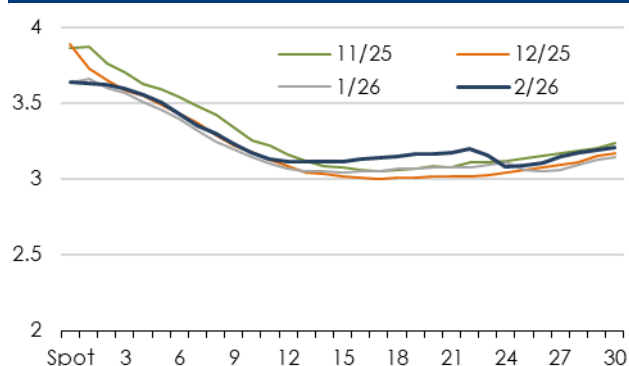
#### Tassi di Cambio

|         | Valori storici |       |       |       |       | Previsioni |       |       |       |       |       |
|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | -24m           | -12m  | -6m   | -3m   | -1m   | 06-02-26   | +1m   | +3m   | +6m   | +12m  | +24m  |
| EUR/USD | 1.08           | 1.04  | 1.17  | 1.15  | 1.17  | 1.1790     | 1.18  | 1.17  | 1.18  | 1.19  | 1.19  |
| USD/JPY | 148            | 151   | 147   | 153   | 157   | 157.06     | 155   | 153   | 150   | 147   | 145   |
| GBP/USD | 1.26           | 1.24  | 1.34  | 1.31  | 1.35  | 1.3587     | 1.36  | 1.34  | 1.32  | 1.30  | 1.29  |
| EUR/CHF | 0.94           | 0.94  | 0.94  | 0.93  | 0.93  | 0.9169     | 0.93  | 0.93  | 0.92  | 0.92  | 0.92  |
| EUR/SEK | 11.29          | 11.32 | 11.19 | 11.04 | 10.75 | 10.6677    | 11.08 | 11.00 | 10.70 | 10.70 | 10.60 |
| EUR/NOK | 11.38          | 11.63 | 11.86 | 11.78 | 11.74 | 11.4699    | 11.50 | 11.40 | 11.40 | 11.30 | 11.10 |
| EUR/DKK | 7.46           | 7.46  | 7.46  | 7.47  | 7.47  | 7.4671     | 7.46  | 7.45  | 7.45  | 7.44  | 7.44  |
| USD/CAD | 1.35           | 1.43  | 1.37  | 1.41  | 1.38  | 1.3680     | 1.37  | 1.36  | 1.36  | 1.35  | 1.35  |
| AUD/USD | 0.65           | 0.63  | 0.65  | 0.65  | 0.67  | 0.6983     | 0.66  | 0.66  | 0.67  | 0.67  | 0.68  |
| NZD/USD | 0.61           | 0.57  | 0.59  | 0.56  | 0.58  | 0.5991     | 0.60  | 0.63  | 0.63  | 0.64  | 0.65  |
| EUR/JPY | 159            | 157   | 172   | 177   | 183   | 185.19     | 180   | 179   | 177   | 175   | 171   |
| EUR/GBP | 0.85           | 0.83  | 0.87  | 0.88  | 0.87  | 0.8676     | 0.89  | 0.91  | 0.92  | 0.92  | 0.91  |
| EUR/CAD | 1.45           | 1.49  | 1.60  | 1.63  | 1.61  | 1.6131     | 1.59  | 1.59  | 1.60  | 1.61  | 1.59  |
| EUR/AUD | 1.65           | 1.65  | 1.79  | 1.78  | 1.73  | 1.6880     | 1.76  | 1.77  | 1.76  | 1.78  | 1.74  |
| EUR/NZD | 1.76           | 1.83  | 1.97  | 2.05  | 2.02  | 1.9676     | 1.93  | 1.86  | 1.87  | 1.86  | 1.82  |

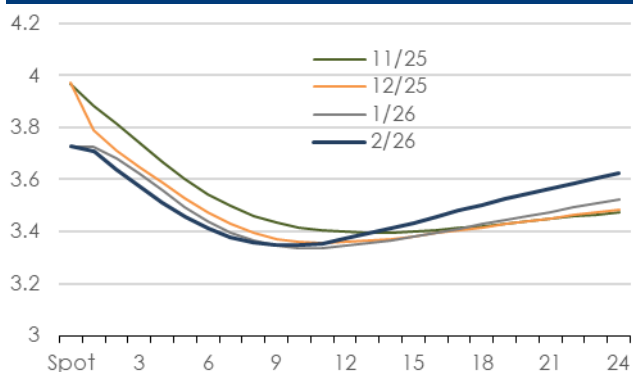
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

**Euribor 3M Futures**

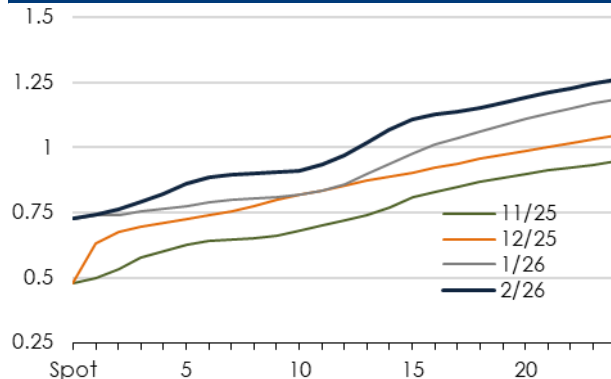
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**US Fed Funds Futures (30 gg CBT)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**UK Overnight Index Swap Forward Curve**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**Japanese Forward Overnight Index Swap Rate**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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.

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 si 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, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

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

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 definito 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 pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesaspanpaolo.com](http://www.imi.intesaspanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## 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

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## 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.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 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 d'Italia.

## Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

### Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

[chiara.manenti@intesasnpaolo.com](mailto:chiara.manenti@intesasnpaolo.com)

Sergio Capaldi (Rates and FX)

[sergio.capaldi@intesasnpaolo.com](mailto:sergio.capaldi@intesasnpaolo.com)

Asmara Jamaleh (FX)

[asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com](mailto:asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com)

Daniela Corsini (Commodities)

[daniela.corsini@intesasnpaolo.com](mailto:daniela.corsini@intesasnpaolo.com)

