

Forex Flash
Il mercato crede alla Sanaenomics: fine della marginalizzazione dello Yen?
13 febbraio 2026

Nota Settimanale

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

L'esito delle elezioni giapponesi dell'8 febbraio 2026 ha innescato un rally che ha visto il cambio USD/JPY scendere rapidamente dall'area 160 verso i livelli di 152-153 in una manciata di sessioni operative. Questo fenomeno, non è a nostro avviso una mera reazione tecnica, ma rappresenta l'effetto di una ricalibrazione delle aspettative riguardo la stabilità fiscale del paese e la velocità della normalizzazione monetaria. La vittoria schiacciante di Sanae Takaichi e del Partito Liberal Democratico (LDP) ha fornito per il momento la fiducia necessaria per uno smobilizzo delle posizioni corte e per una rivalutazione dei fondamentali macroeconomici del paese.

L'euro appare destinato a fluttuare nel range 1.15-1.19 contro dollaro senza una direzione univoca. Il "ceiling" di questo range rimarrà difficilmente valicabile nel brevissimo termine a meno di un marcato deterioramento dei dati sull'occupazione negli Stati Uniti, che costringerebbe i mercati a prezzare tagli della Fed più aggressivi di quanto Warsh abbia lasciato intendere.

La sterlina resta in un quadro di vulnerabilità tra un mercato del lavoro in deterioramento, una BoE sempre più divisa e un premio al rischio politico che ricomincia a pesare.

USD – Il dollaro sembra entrato in una fase di **modesta riduzione del premio al rischio** politico, pur all'interno di un **quadro strutturale di indebolimento**. Uno dei principali catalizzatori è stata la nomina di **Kevin Warsh** a futuro presidente della Federal Reserve. Questa scelta è stata interpretata dai mercati come un segnale di continuità e credibilità, attenuando i timori di attacchi all'indipendenza della banca centrale. La percezione di Warsh come candidato "market-friendly" ha spinto gli investitori a riconsiderare il premio al rischio politico precedentemente incorporato nel dollaro, favorendo un recupero dai livelli di ipervenduto raggiunti a gennaio. Sebbene Warsh abbia espresso opinioni divergenti in passato, la sua nomina suggerisce una Fed che rimarrà dipendente dai dati, limitando l'urgenza di tagli aggressivi in assenza di un marcato deterioramento del ciclo e della dinamica inflattiva. Su questo fronte i dati più recenti hanno fornito un supporto fondamentale alla valuta. I **nonfarm payrolls** di gennaio hanno sorpreso positivamente con la creazione di **130 mila posti di lavoro**, superando le attese del consenso (70 mila). Questo dato, unito a una disoccupazione in calo al 4,3%, suggerisce che la Fed possa mantenere i tassi nell'intervallo 3,50%-3,75% più a lungo di quanto precedentemente prezzato. Nonostante i differenziali di tasso si stiano restringendo, i flussi in entrata verso l'azionario statunitense rimangono un pilastro di supporto. Il dollaro continua a beneficiare dell'afflusso di capitali esteri che cercano rendimenti nel settore tecnologico e dell'intelligenza artificiale.

EUR - L'attuale fase dell'euro può essere definita di "stabilità". Il cambio EUR/USD oscilla stabilmente tra **1,15 e 1,19**. Questa dinamica riflette una condizione di temporaneo equilibrio tra forze contrapposte. Da una parte c'è la stabilità della Banca Centrale Europea (BCE), che ha segnalato di aver concluso il proprio ciclo di allentamento, mantenendo il tasso sui depositi al **2,00%**, livello considerato vicino alla neutralità. Dall'altra parte la nomina di **Kevin Warsh** alla presidenza della Federal Reserve ha rassicurato i mercati circa l'indipendenza dell'istituzione e ha ridotto il premio al rischio precedentemente incorporato nel biglietto verde. Le prospettive di ulteriore apprezzamento dell'euro restano fortemente dipendenti dai dati macroeconomici e dal restringimento dei differenziali di tasso. A meno di un marcato deterioramento dei

dati sull'occupazione negli Stati Uniti che costringerebbe i mercati a prezzare tagli della Fed più aggressivi di quanto Warsh abbia lasciato intendere non ci sono molti spazi per un ulteriore apprezzamento del cross EUR/USD. Al contrario, le persistenti incertezze sul bilancio francese rappresentano il principale fattore di debolezza della valuta. Qualora la tensione sui titoli di stato francesi dovesse aumentare, l'euro potrebbe sottoperformare rispetto a valute rifugio come il franco svizzero (CHF), limitando i guadagni contro il dollaro.

GBP – La sterlina rimane in una condizione di **vulnerabilità nel breve termine**, la valuta si trova compressa tra un mercato del lavoro in deterioramento, una Banca d'Inghilterra (BoE) sempre più divisa e un premio al rischio politico che ricomincia a pesare sulle quotazioni. L'elemento centrale resta la transizione della BoE verso posizioni più "dovish", in risposta a un'inflazione che sta convergendo al target più rapidamente del previsto. La riunione di febbraio 2026 della BoE ha segnato un punto di svolta per la politica monetaria. Sebbene il tasso di riferimento sia stato mantenuto al 3,75%, la decisione è stata presa con un voto estremamente risicato (5 a 4), con quattro membri che hanno spinto per un taglio immediato. I commenti recenti di esponenti del comitato di politica monetaria (come Breeden) hanno confermato un cambio di narrativa, spostando l'attenzione dalla lotta all'inflazione "sticky" verso il supporto dell'attività economica e delle condizioni del mercato del lavoro. Il mercato prezza circa 40-46 punti base di tagli entro la fine dell'anno, ma la fragilità macroeconomica suggerisce che la BoE potrebbe essere costretta a consegnare tagli più consistenti e front-loaded rispetto a quanto attualmente incorporato nelle curve OIS. Un elemento di instabilità che sta iniziando a influenzare il posizionamento speculativo sulla sterlina è la situazione politica interna. Nonostante l'ampia maggioranza parlamentare, il governo guidato da Keir Starmer sta affrontando un calo di popolarità. Il mercato sta già iniziando a prezzare l'incertezza legata ai risultati delle elezioni locali del prossimo maggio, visti come un test cruciale per la leadership del Primo Ministro. Risultati elettorali scarsi potrebbero innescare una sfida alla leadership o costringere l'attuale esecutivo a virare verso politiche fiscali più espansive e meno "market-friendly".

Nel breve termine ci aspettiamo che il cross EUR/GBP continuerà a salire verso l'area 0,88-0,89. La divergenza tra una BCE vista ferma al 2,00% e una BoE pronta a tagliare rende la sterlina un'opzione meno attraente in termini di carry trade rispetto all'euro. Contro il dollaro, la sterlina potrebbe sperimentare una maggiore stabilità, ma questo sarebbe principalmente il riflesso di una debolezza più generale del biglietto verde piuttosto che di una forza intrinseca della GBP. Un cross contro il dollaro a 1,36-1,37 appare difficilmente superabile nel breve termine data la pressione dovish della BoE.

In sintesi, la sterlina appare destinata a **sottoperformare le altre valute del G10**, in particolare l'euro e le valute ad alto beta come il dollaro australiano. Il catalizzatore principale sarà la pubblicazione dei dati sull'inflazione e sull'occupazione di febbraio, che dovrebbero fornire alla BoE la giustificazione necessaria per il primo taglio dei tassi del ciclo a marzo.

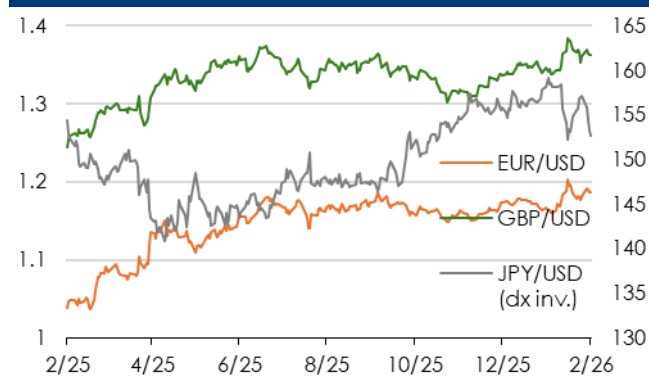
JPY – La super-maggioranza ottenuta dal Primo Ministro **Sanae Takaichi** è stata interpretata dai mercati come un mandato inequivocabile per una politica fiscale fortemente proattiva ed espansiva. In particolare, i due pilastri del programma economico del nuovo Governo si poggieranno sul **taglio dell'imposta sui consumi ed aumento della spesa pubblica**. L'esito elettorale ha innescato una significativa volatilità nel mercato dei titoli di stato giapponesi (JGB). Sebbene l'aumento dei rendimenti nominali possa teoricamente sostenere una valuta, in questo contesto riflette un aumento dei premi al rischio piuttosto che un rafforzamento dei fondamentali economici, risultando quindi in una pressione ribassista sullo Yen.

Tuttavia, la risoluzione dell'incertezza elettorale ha portato a un appiattimento della curva dei rendimenti nella parte a lungo termine ("bear-flattening"), segno che **i mercati stanno digerendo molto positivamente l'impatto fiscale delle nuove politiche.**

Il motore più potente dietro l'apprezzamento dello yen è stata la percezione che la vittoria schiacciante di Takaichi abbia fornito alla Bank of Japan (BoJ) il "via libera" politico per accelerare il processo di normalizzazione monetaria. Prima delle elezioni, esisteva il timore che un governo debole potesse fare pressione sulla banca centrale affinché mantenesse i tassi bassi per sostenere l'economia. Tuttavia, la retorica di Takaichi sulla necessità di un'economia resiliente alle fluttuazioni dei tassi di cambio e la sua preoccupazione per l'impatto dello yen debole sui costi di importazione hanno segnalato un cambio di paradigma. I mercati hanno iniziato a prezzare con convinzione almeno tre rialzi dei tassi nel corso del 2026, con il primo previsto già per marzo o aprile. Il Summary of Opinions della BoJ di gennaio 2026 aveva già evidenziato come l'inflazione sottostante si stesse stabilizzando intorno al target del 2%, spinta non più solo dai costi energetici ma da una dinamica salari-prezzi virtuosa, con le negoziazioni salariali di primavera (Shunto) previste oltre il 4-5% per il secondo anno consecutivo.

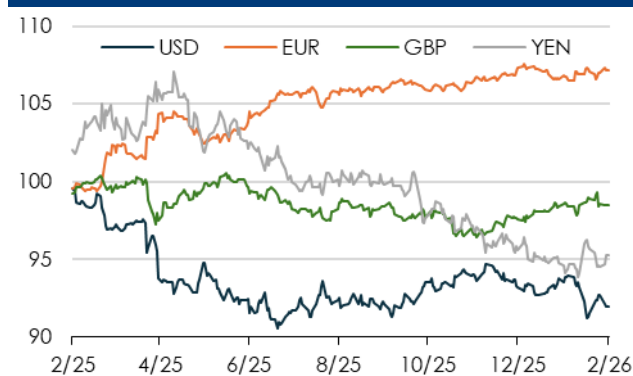
In sintesi, la **normalizzazione della BoJ** (con tassi previsti all'1,25% entro fine 2026) e il ciclo di tagli della Fed rimangono i driver gravitazionali per un recupero dello Yen. La sostenibilità del rafforzamento dello yen dipenderà dalla capacità del governo di bilanciare le ambizioni reflazionistiche con la credibilità fiscale. Il rischio di queste politiche è che potrebbero alimentare il timore di un regime di **dominanza fiscale**, in cui la BoJ potrebbe essere politicamente indotta a mantenere i tassi reali profondamente negativi per facilitare il finanziamento del debito, erodendo la fiducia nello yen.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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



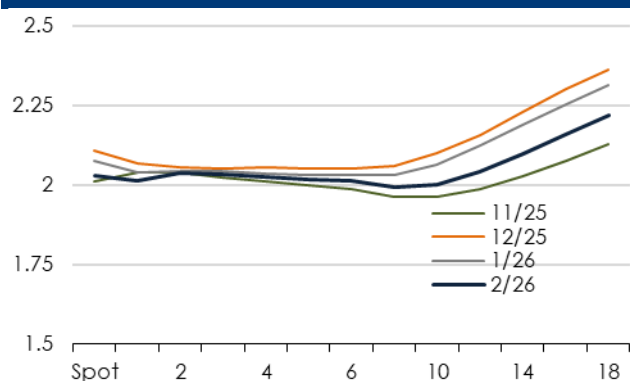
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	13-02-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.07	1.05	1.17	1.16	1.16	1.1853	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19
USD/JPY	151	153	147	155	159	153.28	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.26	1.26	1.36	1.32	1.34	1.3601	1.36	1.34	1.32	1.30	1.29
EUR/CHF	0.95	0.94	0.94	0.92	0.93	0.9122	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.34	11.22	11.17	10.94	10.73	10.6219	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.43	11.64	11.93	11.65	11.74	11.3217	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4708	7.46	7.45	7.45	7.44	7.44
USD/CAD	1.36	1.42	1.38	1.40	1.39	1.3621	1.37	1.36	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.65	0.63	0.65	0.65	0.67	0.7045	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
NZD/USD	0.61	0.57	0.60	0.57	0.57	0.6019	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	161	160	173	180	185	181.72	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.85	0.83	0.86	0.88	0.87	0.8714	0.89	0.91	0.92	0.92	0.91
EUR/CAD	1.45	1.48	1.61	1.63	1.62	1.6148	1.59	1.59	1.60	1.61	1.59
EUR/AUD	1.66	1.66	1.79	1.78	1.74	1.6818	1.76	1.77	1.76	1.78	1.74
EUR/NZD	1.77	1.84	1.96	2.06	2.03	1.9686	1.93	1.86	1.87	1.86	1.82

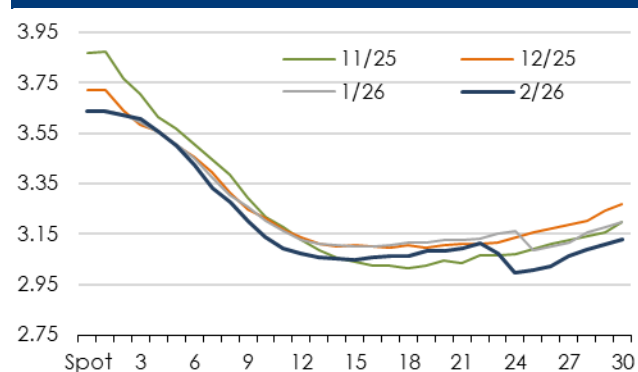
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Euribor 3M Futures



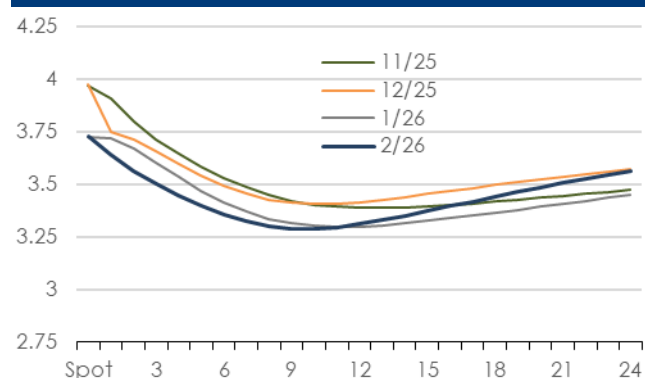
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

US Fed Funds Futures (30 gg CBT)



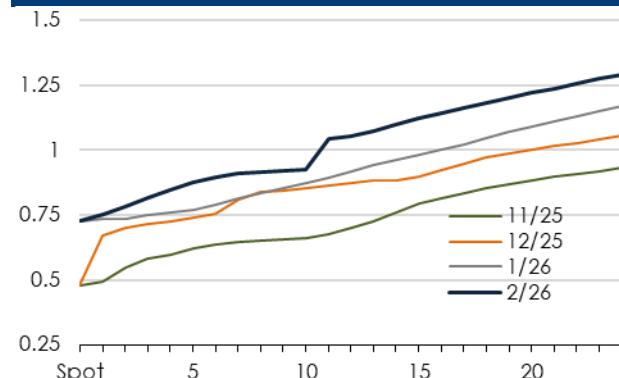
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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) - 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 separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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 italiana.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com