

Forex Flash
La "transizione Warsh" e il reset dei premi al rischio
20 febbraio 2026

Nota Settimanale

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

Il mercato dei cambi sta abbandonando il paradigma della dominanza assoluta del dollaro statunitense muovendosi verso un sistema più frammentato e multipolare. Questa evoluzione non è guidata esclusivamente dai differenziali dei tassi, ma è influenzata in modo crescente da un ciclo di investimento tecnologico senza precedenti e da una riconfigurazione delle alleanze geopolitiche che mette in discussione il ruolo tradizionale del biglietto verde come principale ammortizzatore degli shock globali.

La dinamica valutaria del breve periodo si inserisce in un contesto di crescita globale resiliente ma con divergenze regionali che stanno ridefinendo i flussi di capitale. Mentre gli Stati Uniti affrontano incertezze strutturali legate alla leadership della Federal Reserve e alla sostenibilità del debito, l'Eurozona mostra segnali di una ripresa ciclica che, sebbene priva di dinamismo esplosivo, offre una stabilità che attrae gli investitori in cerca di alternative sicure. Allo stesso tempo, il Giappone si trova in un momento cruciale di normalizzazione monetaria sotto una nuova amministrazione politica, che sta scatenando un disinvestimento dei carry trade dalle ripercussioni, potenzialmente globali.

USD – Il dollaro statunitense resta in una posizione di fragilità. L'indice aggregato del dollaro (DXY) fatica a recuperare terreno, scambiando costantemente al di sotto dei livelli suggeriti dai differenziali di rendimento. Questa discrepanza riflette una crescente preoccupazione del mercato per i fattori strutturali, tra cui il deficit di bilancio degli Stati Uniti e la potenziale erosione dell'indipendenza della banca centrale.

Un elemento di estrema rilevanza per le prospettive di breve periodo è la nomina di Kevin Warsh alla presidenza della Federal Reserve, succedendo a Jerome Powell il cui mandato scade a maggio 2026. La scelta di Warsh, inizialmente percepita come rassicurante dai mercati per il suo orientamento tendenzialmente falco, ha introdotto nuove variabili di incertezza. Durante la sua precedente esperienza come governatore della Fed tra il 2006 e il 2011, Warsh ha enfatizzato la necessità di ridurre il bilancio e allentare le condizioni del credito, posizioni che potrebbero scontrarsi con l'attuale necessità di gestire un'inflazione core che rimane al di sopra del target del 2%.

Le prospettive del dollaro sono ulteriormente offuscate da una battaglia legale e politica riguardante l'uso dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) per l'imposizione di dazi commerciali. Una possibile sentenza della Corte Suprema che limiti il potere dell'esecutivo di imporre tariffe in via emergenziale priverebbe il Tesoro di un importante flusso di entrate, aggravando il fabbisogno di finanziamento del debito pubblico. Il mercato ha iniziato a prezzare un premio al rischio sugli asset denominati in USD, temendo che la pressione fiscale costringa la Fed a mantenere i rendimenti dei titoli di stato artificialmente bassi per facilitare il servizio del debito.

I mercati appaiono estremamente sensibili alle notizie geopolitiche: i guadagni derivanti dalla domanda di *safe haven* sono spesso controbilanciati da preoccupazioni sulla credibilità delle politiche a lungo termine.

EUR - In netto contrasto con le turbolenze statunitensi, l'Eurozona entra nel 2026 con un profilo macroeconomico stabile, sebbene privo di un dinamismo eccezionale. L'euro è diventato la valuta preferita per la diversificazione, beneficiando di una minore incertezza politica rispetto al dollaro.

La BCE ha concluso il suo ciclo di tagli dei tassi, mantenendo il tasso sui depositi al 2,00%. La decisione del Consiglio Direttivo del 5 febbraio 2026 di lasciare i tassi invariati è stata unanime, riflettendo la fiducia che l'attuale orientamento sia sufficiente a garantire la stabilità dei prezzi a medio termine. L'inflazione nell'area euro si sta stabilizzando intorno all'1,9%, un livello che consente alla BCE di adottare un approccio di attesa prudente, monitorando l'impatto dei tagli di 100 punti base effettuati nel 2025.

Il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,3% su base trimestrale alla fine del 2025, con una previsione di crescita per il 2026 fissata intorno all'1,2% (Reuters). Questa stabilità è sostenuta da una solida situazione finanziaria del settore privato e da un aumento graduale della spesa pubblica in settori strategici come la difesa e le infrastrutture. In particolare, la Germania ha avviato uno stimolo fiscale significativo che dovrebbe dare frutti a partire dal secondo trimestre del 2026, mentre la Spagna continua a sovraperformare.

Il cross EUR/USD ha mostrato una tendenza rialzista nel corso del primo trimestre, superando brevemente la soglia di 1,2000 prima di stabilizzarsi. Il restringimento dei differenziali di tasso d'interesse, dovuto alla stabilità della BCE e ai previsti tagli della Fed, è il motore principale di questo movimento. Inoltre, la diversificazione delle riserve da parte delle banche centrali asiatiche, che stanno riducendo l'esposizione al debito statunitense a favore dell'euro e dell'oro, fornisce un supporto strutturale alla moneta unica.

GBP – La sterlina si trova in una posizione precaria all'inizio del 2026, stretta tra la debolezza del dollaro e le sfide domestiche che ne limitano il potenziale di apprezzamento. Sebbene il cross GBP/USD abbia beneficiato della flessione del biglietto verde, la valuta britannica mostra segni di fragilità rispetto all'euro.

La riunione della BoE del 5 febbraio 2026 ha evidenziato una profonda spaccatura all'interno del Monetary Policy Committee. Con un voto di 5-4, la banca ha deciso di mantenere il tasso di riferimento al 3,75%, ma ben quattro membri hanno votato per un taglio immediato. Il Governatore Andrew Bailey rimane l'ago della bilancia, sottolineando che, sebbene l'inflazione stia scendendo (3,0% a gennaio 2026 rispetto al 3,4% di dicembre), le pressioni sottostanti sui prezzi dei servizi e la crescita dei salari rimangono preoccupanti. Il mercato sconta ora la probabilità di tagli ai tassi già a marzo o aprile, soprattutto se l'economia mostrerà ulteriori segni di debolezza.

Anche per la sterlina l'incertezza politica è diventata un driver primario. Le polemiche sulla nomina di Peter Mandelson come ambasciatore negli Stati Uniti e le dimissioni di alleati chiave hanno messo in discussione l'autorità del Primo Ministro Keir Starmer. I mercati temono che una crisi di leadership possa coinvolgere anche la Cancelliera Rachel Reeves, scatenando una reazione negativa sui mercati dei Gilt simile a quella osservata in passato. Le prossime elezioni suppletive di febbraio e le elezioni locali di maggio rappresentano momenti critici che potrebbero iniettare un premio al rischio significativo sulla GBP.

Un possibile elemento di sorpresa positiva per la sterlina sarebbe un riavvicinamento concreto all'Europa, come l'ipotesi di rientrare nell'unione doganale, che è considerata il "jolly rialzista" per la valuta nel medio periodo.

JPY – Lo yen è al centro di una tempesta di volatilità all'inizio del 2026. La dinamica della valuta è guidata da una complessa interazione tra la vittoria politica del Partito Liberal Democratico (LDP) e i tentativi della BoJ di uscire definitivamente dall'era dei tassi ultra-bassi.

Le elezioni parlamentari anticipate dell'8 febbraio 2026 hanno consegnato una vittoria decisiva alla coalizione di governo. Il Primo Ministro Sanae Takaichi ha ricevuto un forte mandato per attuare politiche di crescita aggressiva ed un significativo potenziamento della difesa nazionale.

Mentre la BoJ ha innalzato il tasso di riferimento allo 0,75%, il livello più alto in tre decenni, lo yen ha continuato a mostrare fragilità, spingendo il cross USD/JPY verso la soglia critica di 160,00. Questa situazione ha innescato una risposta coordinata tra le autorità finanziarie di Stati Uniti e Giappone. Il Ministero delle Finanze giapponese ha intensificato i segnali di intervento, supportato da un'insolita mossa della Federal Reserve di New York che ha effettuato un "rate check", suggerendo una possibile azione congiunta per stabilizzare la valuta. Questi sviluppi hanno causato un massiccio *unwinding* dei carry trade finanziati in yen. Gli investitori, che avevano accumulato posizioni corte sullo yen per finanziare acquisti in dollari e altre valute ad alto rendimento, si sono trovati costretti a coprire le posizioni, portando a una correzione rapida del cross USD/JPY verso l'area 152,00-154,00. La persistente vigilanza delle autorità e la prospettiva di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BoJ ogni 4-5 mesi suggeriscono che la pressione al ribasso sullo yen potrebbe aver già raggiunto il suo culmine.

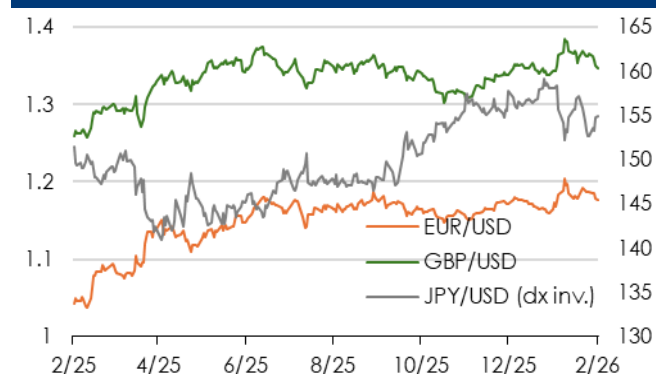
AUD - L'Australia è una delle poche economie G10 dove si parla ancora seriamente di rialzi dei tassi invece che di tagli. La RBA deve gestire un'inflazione interna ostinata e una performance economica robusta, sostenuta dalle esportazioni verso una Cina che, pur con difficoltà interne, continua a importare materie prime a ritmi record. Il cross AUD/USD ha superato 0,70 a gennaio 2026, con il consenso degli analisti che prevede ulteriori guadagni se la RBA manterrà i tassi elevati mentre la Fed inizierà il suo ciclo di allentamento.

CAD - Il dollaro canadese rimane vulnerabile a causa dell'incertezza che circonda la rinegoziazione dell'accordo USMCA, prevista per il 2026. Sebbene i prezzi del petrolio WTI abbiano fornito un certo supporto all'inizio dell'anno, il rischio di nuove barriere commerciali con gli Stati Uniti pesa sulla fiducia delle imprese e sulla valuta.

NZD - Per quanto riguarda il dollaro neozelandese, la RBNZ ha adottato toni meno aggressivi rispetto alle attese del mercato, portando a una correzione del NZD a favore dell'AUD e dell'EUR.

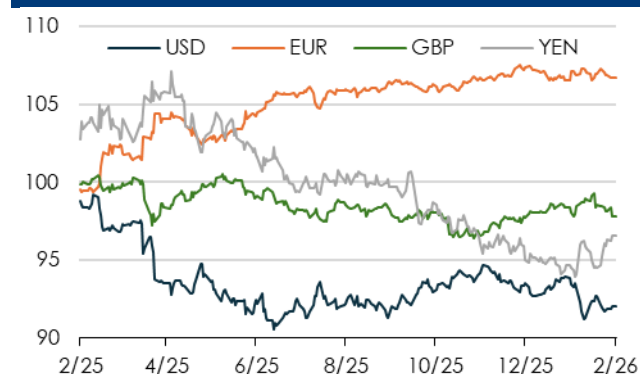
CHF - Il franco svizzero continua a beneficiare del suo status di principale bene rifugio in un mondo segnato da incertezze geopolitiche. La SNB ha mantenuto i tassi fermi allo 0% a dicembre, segnalando di essere a proprio agio con la forza della valuta, che ha raggiunto minimi storici contro il dollaro (USD/CHF intorno a 0,76). La solidità della bilancia commerciale svizzera e la bassa inflazione interna rafforzano il ruolo del CHF nel suo status di *safe haven currency*.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

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

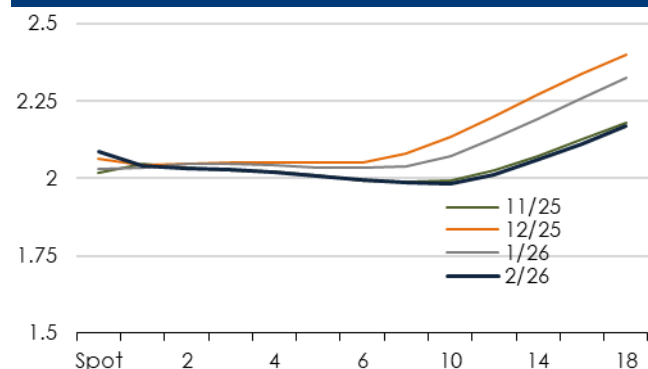


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

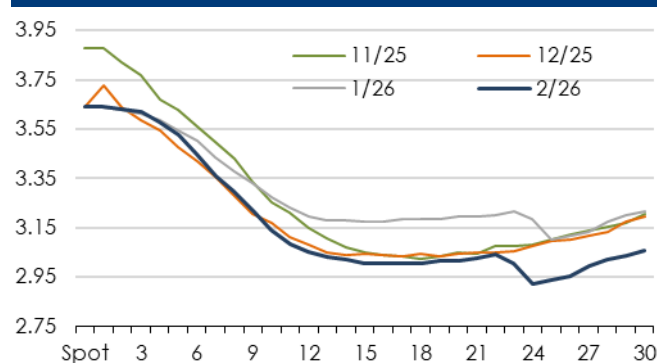
Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20-02-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.08	1.05	1.17	1.15	1.17	1.1758	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19
USD/JPY	150	150	147	157	158	155.37	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.26	1.27	1.35	1.31	1.34	1.3465	1.36	1.34	1.32	1.30	1.29
EUR/CHF	0.95	0.94	0.94	0.93	0.93	0.9131	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.19	11.16	11.17	11.01	10.69	10.6653	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.33	11.64	11.93	11.76	11.71	11.2584	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4717	7.46	7.45	7.45	7.44	7.44
USD/CAD	1.35	1.42	1.39	1.41	1.38	1.3692	1.37	1.36	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.65	0.64	0.64	0.64	0.67	0.7056	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
NZD/USD	0.62	0.58	0.58	0.56	0.58	0.5954	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	162	157	172	182	185	182.71	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.86	0.83	0.87	0.88	0.87	0.8731	0.89	0.91	0.92	0.92	0.91
EUR/CAD	1.46	1.49	1.62	1.62	1.62	1.6100	1.59	1.59	1.60	1.61	1.59
EUR/AUD	1.65	1.64	1.81	1.79	1.74	1.6662	1.76	1.77	1.76	1.78	1.74
EUR/NZD	1.75	1.82	2.00	2.06	2.01	1.9741	1.93	1.86	1.87	1.86	1.82

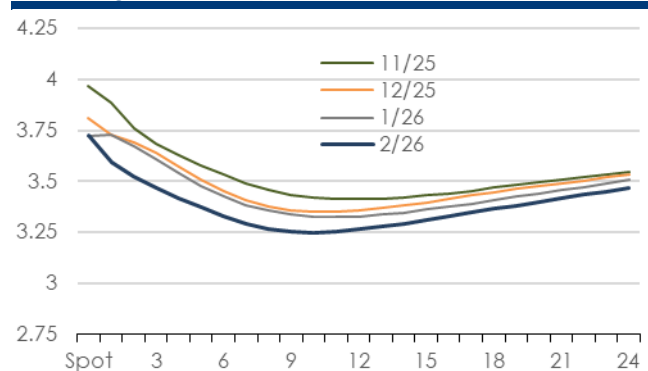
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

Euribor 3M Futures

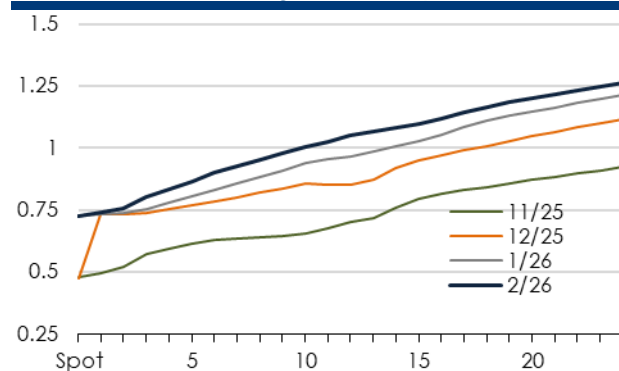
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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) - 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 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 and Forex)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com