

## Forex Flash

### La nuova egemonia dei “terms of trade”

- Lo shock geopolitico in corso ha generato una reazione complessa e asimmetrica nei mercati valutari, guidata principalmente da due fattori: lo shock delle ragioni di scambio e quello di riduzione del rischio. Sebbene inizialmente quest'ultimo spiegasse gran parte della reazione di mercato, l'andamento più recente suggerisce che le ragioni di scambio abbiano assunto una crescente importanza.
- La nostra modellistica mostra una significativa evoluzione nel peso relativo dei fattori che muovono il mercato dei cambi. Nella prima fase del conflitto, i cross USD ed i “beta” dell'indice S&P 500 erano estremamente elevati, riflettendo la predominanza del fattore rischio. Tuttavia, nel corso di marzo 2026, il potere esplicativo delle variazioni degli indici delle ragioni di scambio ha subito un significativo aumento.
- Questo cambiamento suggerisce come il mercato stia passando da una fase di panico indiscriminato a una fase di valutazione fondamentale degli impatti macroeconomici a lungo termine. Mentre i fattori di rischio possono svanire rapidamente in caso di notizie costruttive, gli impatti sulle ragioni di scambio tendono infatti ad essere più duraturi, come dimostrato dall'episodio dello shock energetico del 2022: l'impatto positivo sulle valute sensibili all'energia si è manifestato gradualmente, raggiungendo il picco dopo che i prezzi delle materie prime avevano già iniziato a stabilizzarsi.
- Questa dinamica favorisce gli esportatori di energia pro-ciclici con fondamentali solidi, penalizzando al contempo le valute dei paesi importatori netti, in particolare in Asia e in Europa.

La relazione tra i cross sul dollaro e l'indice azionario S&P 500 è definita principalmente dalla dinamica del cosiddetto impulso “risk-off”, ovvero l'avversione al rischio globale. Storicamente, l'andamento dei cross contro il dollaro può essere spiegato in gran parte attraverso la loro sensibilità statistica, (aka “beta”), rispetto alla performance dell'S&P 500. Durante periodi di shock geopolitico o macroeconomico, come il recente conflitto in Iran, questo legame si manifesta con estrema chiarezza: una correzione del mercato azionario statunitense funge da catalizzatore per un rafforzamento del dollaro, che agisce come bene rifugio, a discapito delle valute cicliche.

Esiste una correlazione inversa tra l'andamento dell'S&P 500 e i cross USD che coinvolgono valute ad alto “beta” (pro-cicliche). Valute come il dollaro australiano (AUD), la corona svedese (SEK) o il fiorino ungherese (HUF) tendono a sottoperformare significativamente rispetto al dollaro (USD) quando l'azionario americano è in una fase di correzione, riflettendo la loro elevata sensibilità all'appetito per il rischio globale.

Nelle fasi iniziali dell'attuale shock energetico, l'impulso “risk-off” ha spiegato la maggior parte dei movimenti nel mercato dei cambi. Una analisi di regressione lineare con coefficienti variabili mostra che i movimenti dei principali cross contro il dollaro sono stati strettamente legati ai movimenti dell'S&P 500.

Sebbene il rischio azionario sia stato il driver dominante all'inizio del conflitto, la sua capacità esplicativa è parzialmente diminuita col tempo per lasciare spazio ad un altro driver: i dati mostrano che l'impatto dei “termini di scambio”, legati ai prezzi dell'energia, è aumentato nel determinare l'andamento dei cambi.

13 marzo 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities  
Research

Sergio Capaldi  
Strategist Rates & Forex

Nel contesto attuale non tutte le valute reagiscono allo stesso modo alla dinamica dell'S&P500. Mentre le valute dei paesi importatori di energia e quelle ad alto beta sono vulnerabili sia al ribasso azionario che al rialzo del petrolio, le valute dei paesi di esportatori di energia possono mostrare una maggiore resilienza, poiché l'impatto positivo sulle ragioni di scambio offre un parziale bilanciamento all'effetto negativo relativo all'avversione al rischio.

In sintesi, monitorare il beta rispetto all'S&P 500 rimane fondamentale per valutare la vulnerabilità di un portafoglio forex a shock improvvisi di sentiment ma nel contesto attuale questa relazione deve essere integrata con l'analisi delle asimmetrie energetiche.

### Vincitori e vinti

Le valute ad alto beta che esportano energia, come il dollaro canadese (CAD), la corona norvegese (NOK) e il dollaro australiano (AUD), hanno mostrato una resilienza variabile.

L'AUD è considerato tra i migliori posizionati grazie ai recenti commenti hawkish della RBA e a una revisione al rialzo delle aspettative sui tassi. L'analisi del dollaro australiano delinea un profilo di investimento particolarmente interessante. Il quadro domestico è supportato da un netto riposizionamento in senso restrittivo della RBA. Il consensus degli economisti (Reuters) prevede ora un aumento dei tassi già nella prossima riunione, sostenuto da commenti hawkish dell'autorità centrale e da un forte rialzo delle aspettative di inflazione. Mentre altre banche centrali (come la Fed o la BoE) stanno posticipando o riducendo i tagli previsti, la RBA si muove in controtendenza, aumentando l'attrattiva dell'AUD in termini di carry e differenziali di rendimento. Nel complesso sebbene la volatilità geopolitica rimanga un rischio di coda, la combinazione di un miglioramento dei termini di scambio e di una politica monetaria aggressiva posiziona l'AUD come una delle valute pro-cicliche meglio attrezzate per navigare l'attuale fase di incertezza.

L'andamento recente della Corona norvegese (NOK) riflette la sua natura di valuta pro-ciclica legata a un importante esportatore netto di energia. Dal punto di vista macroeconomico, la Norvegia mostra una resilienza distintiva rispetto al resto del continente europeo: mentre le previsioni sul PIL dell'area euro sono state riviste al ribasso a causa dello shock iraniano, le stime per la Norvegia non sono state impattate. Per quanto riguarda la politica monetaria, le dinamiche energetiche hanno indotto un riposizionamento hawkish della Norges Bank. Le attuali previsioni di mercato indicano che la banca centrale manterrà il tasso di riferimento invariato al 4% per tutto l'anno, eliminando il taglio precedentemente previsto per dicembre.

A differenza dello shock del 2022, l'episodio attuale è meno incentrato sull'Europa e più sull'Asia. Molte economie asiatiche presentano ampi deficit commerciali energetici e una dipendenza critica dai flussi attraverso lo Stretto di Hormuz. Valute come il baht thailandese (THB), il won coreano (KRW) e il dollaro di Singapore (SGD) sono tra le più colpite. In Europa, la reazione dei cambi è stata strettamente legata alla sensibilità storica ai prezzi del gas e dell'equity. Le valute dell'Europa centrale, come il fiorino ungherese (HUF) e lo zloty polacco (PLN), hanno mostrato una sensibilità intraday molto elevata ai movimenti del Brent.

Sebbene lo shock del 2022 offra un benchmark utile, esistono differenze strutturali significative. Attualmente, i mercati futures delle commodity prezzano lo shock energetico come meno duraturo rispetto alle fasi iniziali della crisi del 2022. Tuttavia, l'esperienza storica insegna che l'impatto sulle valute sensibili all'energia può

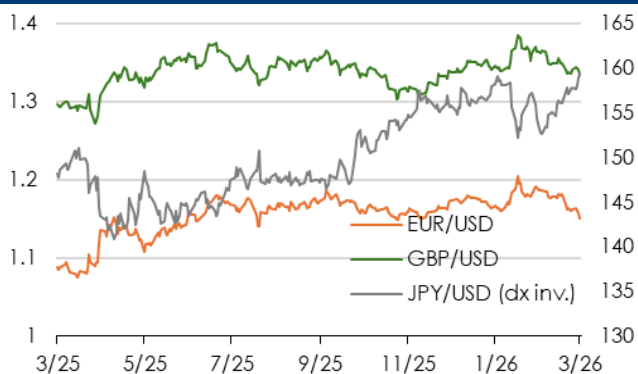
intensificarsi gradualmente e raggiungere il picco ben dopo che i prezzi delle materie prime hanno iniziato a scendere dai massimi.

### Repricing delle banche centrali

Le revisioni al rialzo delle previsioni sull'inflazione e al ribasso sulla crescita stanno forzando un ricalcolo dei sentieri dei tassi di interesse, che a sua volta impatta il mercato forex tramite il repricing del front-end delle curve.

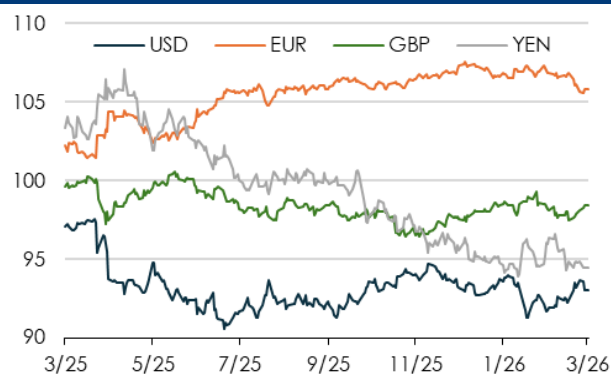
- BoE: Le aspettative di tagli dei tassi sono state eliminate a causa dello shock inflattivo, fornendo un supporto tattico alla sterlina (GBP).
- FED: Le previsioni di mercato ora puntano a un rinvio del primo taglio da giugno ad ottobre-dicembre 2026.
- BCE, SNB e Riksbank: Mentre il caso base per BCE, SNB e Riksbank rimane di tassi invariati nel 2026, scenari "molto avversi" (petrolio a \$150/bbl) porterebbero probabilmente a rialzi dei tassi per contrastare gli effetti secondari sull'inflazione core.

#### Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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



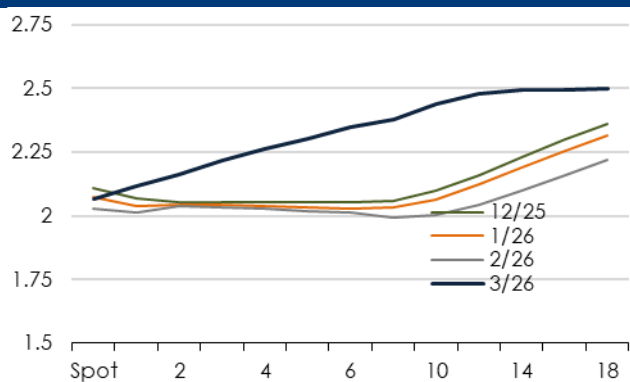
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

### Tassi di Cambio

	Valori storici					13-03-26	Previsioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.09	1.09	1.17	1.17	1.19	1.1455	1.15	1.16	1.17	1.18	1.22
USD/JPY	148	148	148	156	153	159.38	158.00	154.00	152.00	150.00	145.00
GBP/USD	1.28	1.29	1.36	1.34	1.36	1.3273	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.96	0.96	0.93	0.93	0.91	0.9022	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.20	11.05	10.93	10.87	10.58	10.7690	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.47	11.59	11.55	11.89	11.26	11.1654	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4723	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.44	1.38	1.38	1.36	1.3664	1.37	1.36	1.35	1.34	1.32
AUD/USD	0.66	0.63	0.66	0.67	0.71	0.7041	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74
NZD/USD	0.62	0.57	0.60	0.58	0.60	0.5820	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	162	160	173	183	181	182.59	181.70	178.64	177.84	177.00	176.90
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.88	0.87	0.8629	0.86	0.86	0.87	0.87	0.92
EUR/CAD	1.47	1.57	1.62	1.62	1.62	1.5652	1.58	1.58	1.58	1.58	1.61
EUR/AUD	1.65	1.73	1.76	1.76	1.68	1.6269	1.62	1.63	1.63	1.64	1.65
EUR/NZD	1.78	1.90	1.97	2.02	1.96	1.9677	1.92	1.84	1.86	1.84	1.88

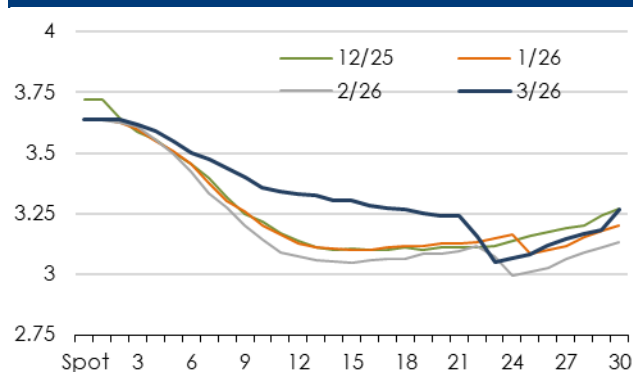
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**Euribor 3M Futures**



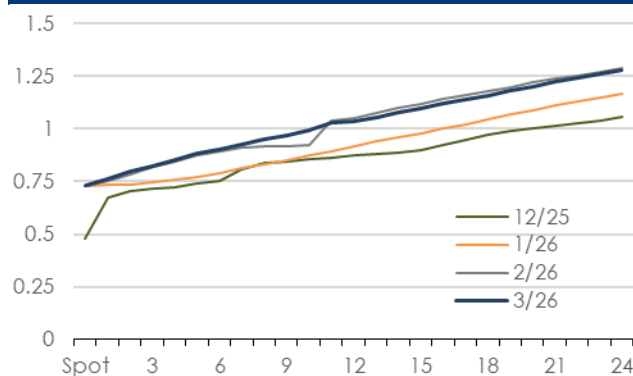
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**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.intesasanpaolo.com](http://www.imi.intesasanpaolo.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.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 SpA 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 Forex)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (Forex)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com