

Forex Flash
L'inflazione ritorna nel radar dei mercati e delle banche centrali
20 marzo 2026

Nota Settimanale

Research Department
Rates, FX & Commodities Research
Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

- Il mercato dei cambi è sempre più dominato dalle implicazioni del conflitto in Medio Oriente e dal conseguente shock dei prezzi energetici, che hanno rafforzato il dollaro statunitense e aumentato la volatilità dei principali cross. L'attenzione dei mercati si è spostata verso i rischi inflazionistici derivanti dal rialzo del petrolio e del gas naturale, mettendo in secondo piano, almeno inizialmente, i timori sulla crescita globale.
- La reazione collettiva delle principali banche centrali sembra suggerire un atteggiamento di scarsa tolleranza a deviazioni prolungate dell'inflazione dal target causate dai costi energetici, anche a costo di pesare sulla crescita economica. Il mercato ha drasticamente ridotto le aspettative di tagli ai tassi per il 2026, con la Fed che rimane l'unica grande banca centrale per la quale non sono ancora prezzati rialzi nel corso dell'anno. La durata del conflitto in Iran e la stabilità delle infrastrutture energetiche saranno i fattori determinanti per le prossime mosse di politica monetaria.

USD - Il dollaro ha mostrato un rafforzamento del 2% circa dall'inizio delle ostilità in Iran. Questa performance riflette sia il suo ruolo di bene rifugio sia il miglioramento delle ragioni di scambio degli Stati Uniti rispetto ad altri importatori netti di energia. La Fed ha mantenuto i tassi invariati al 3,5-3,75% a marzo, adottando un approccio "wait and see" a causa dell'incertezza geopolitica. Sebbene le previsioni SEP indichino ancora la possibilità di tagli ai tassi nel corso del 2026, la Fed rimane l'unica banca centrale del G10 per la quale il mercato non scommette su imminenti rialzi. I mercati prezzano al momento una persistente forza del dollaro nel breve termine (3 mesi), con un cross EUR/USD a 1,14 in 3 mesi, prima di una graduale risalita verso 1,18 e 1,20 rispettivamente a 6 e 12 mesi.

EUR - L'euro è sotto pressione a causa della sua elevata sensibilità ai prezzi del gas naturale europeo. Il cross EUR/USD tende a muoversi in modo inversamente proporzionale ai prezzi del gas rendendo le posizioni corte sull'euro una copertura efficace contro ulteriori shock energetici. La BCE ha mantenuto i tassi fermi al 2%, ma le nuove proiezioni dello staff mostrano una revisione al rialzo dell'inflazione (2,6% nel 2026) e un taglio alla crescita (0,9%), rendendo possibile anche un rialzo dei tassi tra giugno e luglio se gli effetti di secondo round dovessero materializzarsi.

GBP - La BoE ha sorpreso i mercati con un orientamento marcatamente "hawkish" a marzo, rimuovendo ogni riferimento a un ciclo di allentamento e dichiarandosi pronta ad agire per riportare l'inflazione al target. Questo ha causato un forte rialzo dei rendimenti dei titoli di stato britannici a breve termine, ma l'impulso sulla sterlina è stato frenato dai cali dei mercati azionari globali e dalle preoccupazioni sulla crescita interna.

JPY - Dopo un periodo di debolezza, lo yen ha iniziato a sovraperformare con l'aumento dei timori di recessione globale. La BoJ ha lasciato la porta aperta a un possibile rialzo dei tassi ad aprile, sebbene la previsione di base rimanga luglio. In uno scenario di ulteriore deterioramento della crescita globale, lo yen è considerato il principale beneficiario, specialmente contro valute ad alto beta come il dollaro neozelandese (NZD) o la corona svedese (SEK).

CHF - La SNB ha espresso chiaramente la volontà di intervenire sul mercato per contrastare un apprezzamento "rapido ed eccessivo" del franco. Tuttavia, è probabile che la SNB diventerà meno incline a contrastare la forza della valuta se le pressioni inflazionistiche diventassero persistenti.

AUD - Supportato dai rialzi della RBA, il dollaro australiano beneficia del suo status di esportatore di energia, ma rimane vulnerabile in quanto valuta pro-ciclica se i rischi di crescita globale dovessero prevalere.

CAD - Il dollaro canadese ha mostrato una maggiore resilienza grazie alla sua correlazione con il prezzo del petrolio e la forza del dollaro americano, rimanendo un'opzione difensiva all'interno del G10.

Sintesi tattica

Se lo shock energetico dovesse prolungarsi, come sembra probabile, le migliori strategie di copertura forex includono:

- 1. Short EUR/USD: Per proteggersi dal rialzo dei prezzi del gas naturale.
- 2. Short NZD/JPY o SEK/JPY: Per coprire i rischi di recessione globale.

Banche Centrali virano verso una *stance hawkish*

Le recenti riunioni delle principali banche centrali del G10 si sono svolte in un contesto di elevata incertezza, dominato dallo shock dei prezzi energetici derivante dal conflitto in Medio Oriente. Sebbene la maggior parte degli istituti abbia scelto di mantenere i tassi invariati, **il tono generale è diventato marcatamente più "hawkish"**, con una priorità crescente data ai rischi inflazionistici rispetto ai timori sulla crescita economica.

La **Federal Reserve** ha mantenuto i tassi di interesse invariati nell'intervallo 3,5-3,75%. Il FOMC ha adottato un approccio prudente di "wait and see", citando l'incertezza sulle implicazioni del conflitto in corso per l'economia statunitense. Il "dot plot" continua a mostrare una previsione mediana di un solo taglio dei tassi nel 2026 e un altro nel 2027. In virtù di uno scenario inflattivo meno benigno i nostri economisti prevedono ora una sola riduzione dei tassi entro la fine dell'anno pur segnalando che l'indebolimento del mercato del lavoro potrebbe indurre la Fed ad operare due tagli da 25 punti base rispettivamente a settembre e dicembre.

Il consiglio direttivo della BCE ha lasciato i tassi di riferimento invariati, con il tasso sui depositi fermo al 2,0%. Tuttavia, le nuove proiezioni dello staff hanno mostrato revisioni significative: l'inflazione headline per il 2026 è stata corretta al rialzo al 2,6%, mentre la crescita del PIL è stata tagliata allo 0,9%. La Presidente Lagarde ha descritto il consiglio come "calmo, determinato e focalizzato al laser" sullo shock energetico, segnalando che la BCE è pronta a reagire se gli effetti di secondo round sui prezzi core dovessero intensificarsi. A nostro avviso la probabilità di un rialzo dei tassi a giugno o luglio è aumentata, specialmente se si concretizzassero scenari avversi legati ai prezzi del gas e del petrolio. Nello scenario base dei nostri economisti la BCE dovrebbe ora apportare un rialzo dei tassi ufficiali di 25 pb tra giugno e luglio contro attese di mercato più aggressive di una riduzione di 65 pb entro fine anno, con una prima mossa a giugno pienamente scontata nei prezzi.

La BoE ha mantenuto il tasso di riferimento al 3,75% con un voto unanime, sorprendendo i mercati che si aspettavano alcuni voti favorevoli a un taglio. La comunicazione è stata decisamente "hawkish": la BoE ha rimosso ogni riferimento a un orientamento accomodante, dichiarandosi pronta ad agire per garantire il ritorno

dell'inflazione al target del 2%. Il comitato di politica monetaria ha espresso forte preoccupazione per il fatto che l'aumento dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari possa radicare le pressioni inflazionistiche interne. Esiste ora un rischio concreto di un rialzo dei tassi già nella riunione di aprile se lo shock energetico dovesse aggravarsi.

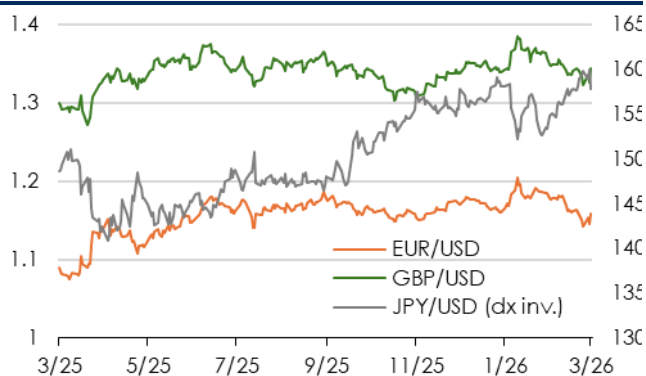
In controtendenza rispetto ai suoi omologhi, **la banca centrale australiana (RBA)** ha aumentato i tassi di interesse di 25 punti base, portandoli al 4,25%. Si è trattato del secondo rialzo consecutivo, motivato anche da un giudizio sulle condizioni domestiche coerente con un surriscaldamento dell'economia già prima dello shock energetico. Il Governatore Bullock ha posto maggiore enfasi sui rischi al rialzo per l'inflazione che su quelli al ribasso per la crescita, sostenuta dallo status dell'Australia come esportatore netto di energia.

La BoJ ha mantenuto i tassi invariati, ma ha lasciato la porta aperta a un possibile rialzo ad aprile. L'attenzione si è spostata sui rischi inflazionistici dello shock energetico, sebbene lo scenario base per un intervento rimanga luglio.

La banca centrale svizzera (SNB) ha mantenuto i tassi fermi ma ha espresso una chiara volontà di intervenire sul mercato dei cambi per contrastare un apprezzamento "rapido ed eccessivo" del Franco Svizzero. Le proiezioni sull'inflazione a breve termine sono state riviste al rialzo.

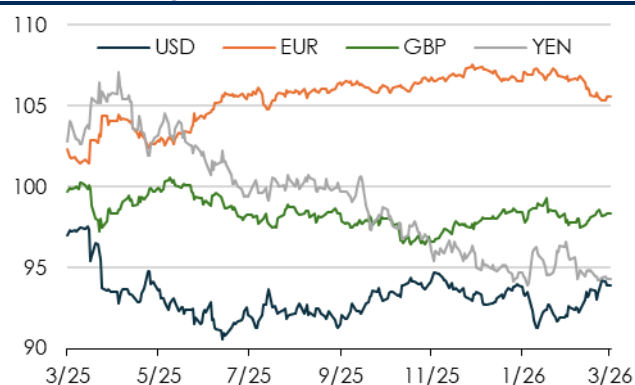
La **banca centrale svedese (Riksbank)** ha lasciato i tassi invariati e prevede di mantenerli a questi livelli per "un certo periodo". Tuttavia, ha avvertito che sarebbe costretta ad aumentare i tassi in caso di uno shock energetico prolungato, nonostante il possibile impatto negativo sull'attività economica.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

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



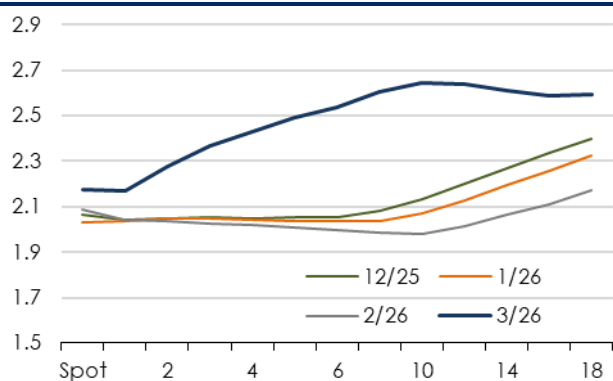
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datstream

Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20-03-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.09	1.09	1.17	1.17	1.18	1.1556	1.15	1.16	1.17	1.18	1.22
USD/JPY	151	149	148	158	155	158.73	158.00	154.00	152.00	150.00	145.00
GBP/USD	1.28	1.30	1.35	1.34	1.35	1.3375	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.97	0.96	0.93	0.93	0.91	0.9107	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.34	10.99	11.04	10.84	10.66	10.7720	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.53	11.45	11.67	11.86	11.22	11.0303	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4714	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.43	1.38	1.38	1.37	1.3720	1.37	1.36	1.35	1.34	1.32
AUD/USD	0.66	0.63	0.66	0.66	0.71	0.7064	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74
NZD/USD	0.61	0.58	0.59	0.58	0.60	0.5861	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	165	161	174	185	183	183.45	181.70	178.64	177.84	177.00	176.90
EUR/GBP	0.85	0.84	0.87	0.87	0.87	0.8639	0.86	0.86	0.87	0.87	0.92
EUR/CAD	1.47	1.55	1.62	1.62	1.61	1.5858	1.58	1.58	1.58	1.58	1.61
EUR/AUD	1.66	1.72	1.78	1.77	1.66	1.6354	1.62	1.63	1.63	1.64	1.65
EUR/NZD	1.80	1.88	2.00	2.03	1.97	1.9709	1.92	1.84	1.86	1.84	1.88

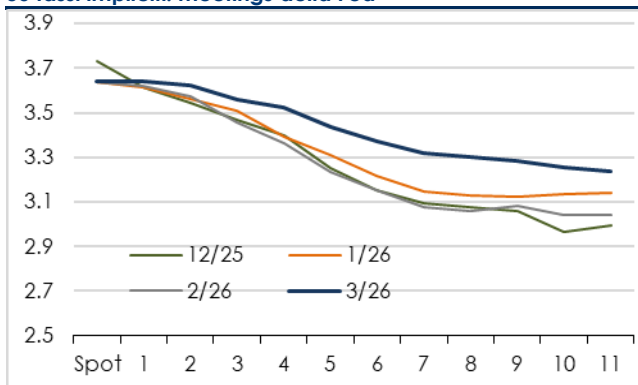
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Euribor 3M Futures



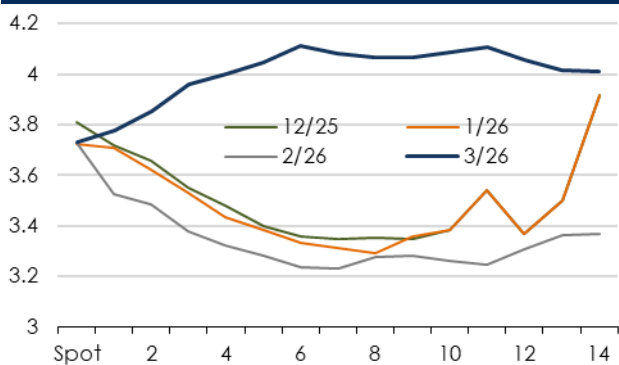
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

US tassi impliciti: meetings della Fed

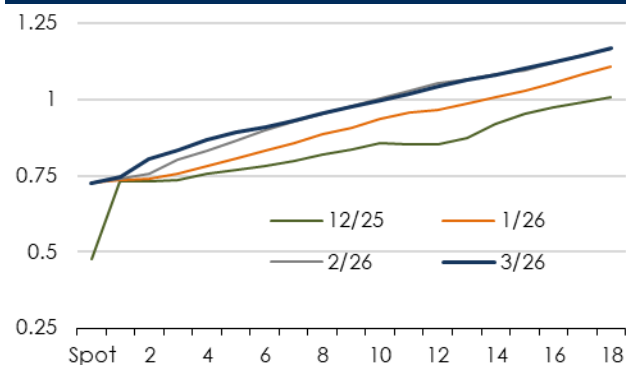


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

UK tassi impliciti: meetings della BoE



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) - 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