

Forex Flash

G4 update

- In un contesto globale dominato dal conflitto in Iran le prospettive per le valute del G4 sono caratterizzate da un drastico peggioramento del mix crescita/inflazione.
- Nonostante la percezione di una chiara riluttanza degli Stati Uniti nel prolungare il conflitto in Iran, raccomandiamo una sovraesposizione tattica alle valute rifugio (USD, JPY, CHF) per coprire il rischio di un ulteriore deterioramento della crescita globale.

USD - Il dollaro statunitense mantiene una posizione di egemonia difensiva nel panorama valutario del 2026, agendo sia come bene rifugio primario sia come beneficiario diretto dello shock energetico globale derivante dal conflitto in Iran. Dopo un inizio d'anno caratterizzato da una relativa stabilità, la valuta americana ha interrotto il suo trend strutturale di deprezzamento per rispondere alle mutate condizioni dei termini di scambio e all'inasprimento delle condizioni finanziarie. La recente ascesa del dollaro è intrinsecamente legata alla sua posizione unica di esportatore netto di prodotti raffinati (diesel, benzina) in un momento di blocco delle forniture dal Golfo Persico. Mentre Europa e Asia soffrono un deterioramento dei termini di scambio, gli USA beneficiano di una maggiore indipendenza energetica, rendendo il dollaro la scelta obbligata per la gestione del rischio geopolitico.

Abbiamo rivisto al ribasso la crescita del PIL per il 2026 al 2,1% (dal 2,3%), riflettendo l'impatto dei prezzi elevati del petrolio e un inasprimento delle condizioni finanziarie. Nonostante lo shock energetico, il mercato del lavoro mostra ancora una certa resilienza come confermato anche dall'aumento del costo unitario del lavoro (+4,4% t/t ann. nel 25T4). Il tasso di disoccupazione è previsto in risalita verso il 4,6% entro la fine del 2026.

L'inflazione CPI è stata rivista al rialzo 3,2% a/a dal 2,8% a/a. Al netto dell'energia l'inflazione è prevista sostanzialmente stabile al 2,8% a/a entro fine anno, con una tendenza alla disinflazione nonostante lo shock energetico, grazie al venir meno dell'impatto dei dazi.

L'inflazione rimane il driver principale della volatilità dei tassi a breve termine, con la Fed impegnata in una conduzione "*mildly restrictive*" della politica monetaria. Prevediamo che la Fed mantenga un approccio cauto, con un *terminal rate* nel range 3,00-3,25%. Attualmente i mercati hanno "*overshot*" le nostre aspettative, prezzando uno scenario molto più *hawkish* rispetto alla nostra baseline.

Manteniamo una visione di forza del dollaro nel breve termine, seguita da un graduale ritorno al trend di deprezzamento strutturale solo una volta avviata la de-escalation del conflitto. Tuttavia, in caso di uno spostamento dell'attenzione del mercato dallo shock inflattivo ai rischi di crescita globale, prevediamo che *safe havens* come lo yen e il franco svizzero possano sovraperformare lo stesso dollaro. Finché i flussi nello stretto di Hormuz rimarranno interrotti, il dollaro rimarrà l'ancora di stabilità del sistema finanziario globale.

EUR - L'Eurozona affronta la crisi energetica in posizione di relativa debolezza dovuta all'elevata dipendenza dalle importazioni di gas naturale e petrolio. La crescita del PIL per il 2026 è stata tagliata allo 0,8% dall'1,2% mentre l'inflazione headline dovrebbe

27 marzo 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

toccare il picco del 4,2% a/a nel Q4, spinta dai costi dell'energia domestica. In un netto cambiamento rispetto alle assunzioni pre-conflitto, la soglia per rialzi dei tassi appare ora molto bassa. Prevediamo un rialzo da 25 punti base a giugno, portando il tasso sui depositi al 2,25%. Nonostante la debolezza ciclica, prevediamo un recupero a 12 mesi verso 1,18 EUR/USD, condizionato da un eventuale allentamento dei premi per il rischio geopolitico.

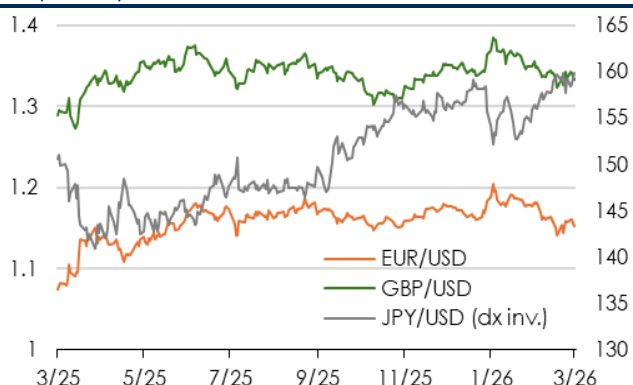
GBP - La sterlina ha mostrato una sorprendente tenuta, beneficiando di una comunicazione molto aggressiva da parte della BoE. La crescita per il 2026 è prevista allo 0,5% (dallo 0,9% precedente), con l'inflazione headline media al 3,6% da un precedente 2,5%. Sebbene la nostra previsione base veda tassi fermi al 3,75%, l'ultimo meeting della BoE è risultato molto "hawkish", rendendo un rialzo ad aprile una possibilità concreta se le pressioni sui prezzi energetici non dovessero attenuarsi. Manteniamo un target a 12 mesi di 1,36 GBP/USD. Tuttavia, la valuta rimane vulnerabile nel medio termine a causa della valutazione elevata e della fragilità dei consumi interni.

JPY - Lo yen si trova in una posizione ambigua: colpito duramente come importatore netto di energia, ma sostenuto dalla domanda di sicurezza. Il Giappone subirà un impatto negativo significativo dal blocco dello stretto di Hormuz, con una crescita prevista per il 2026 ad un anemico 0,3% (da 0,7%) ed una 'inflazione rivista al 3,1% (dal 2,5%). La BoJ sta procedendo verso una normalizzazione graduale. I mercati assegnano una probabilità elevata di rialzi dei tassi entro i prossimi 12 mesi, con un primo intervento per luglio. Prevediamo che lo yen possa sovraperformare le valute "high-beta" ed il USD se i mercati sposteranno l'attenzione dallo shock dell'inflazione ai rischi di crescita globale.

Sintesi tattica

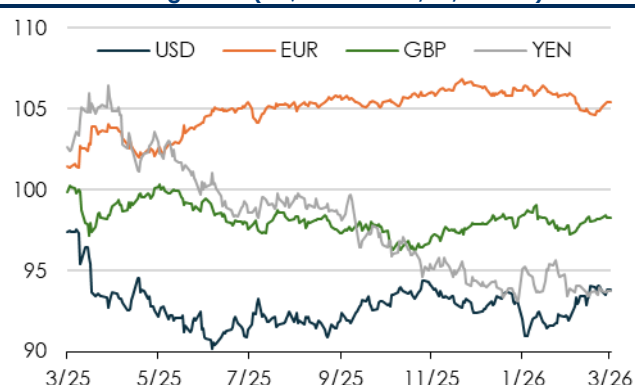
Nonostante la percezione di una chiara riluttanza degli Stati Uniti nel prolungare il conflitto in Iran, raccomandiamo una sovraesposizione tattica alle valute rifugio (USD, JPY, CHF) per coprire il rischio di un ulteriore deterioramento della crescita globale. Le esposizioni "cicliche", come l'euro, rimangono soggette ad una certa volatilità almeno non prima di una normalizzazione dei mercati energetici.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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



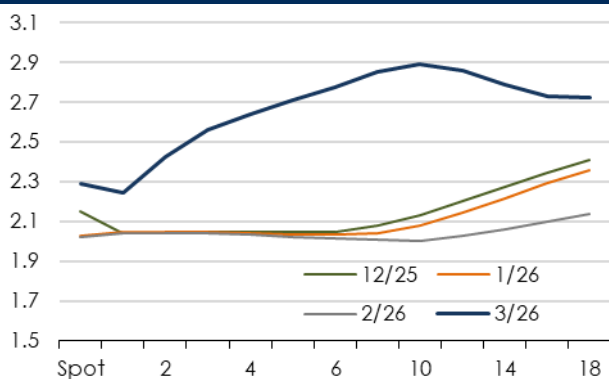
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	27-03-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.08	1.08	1.17	1.18	1.18	1.1520	1.15	1.16	1.17	1.18	1.22
USD/JPY	151	151	149	157	156	159.81	158.00	154.00	152.00	150.00	145.00
GBP/USD	1.26	1.29	1.34	1.35	1.35	1.3307	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.98	0.95	0.93	0.93	0.91	0.9179	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.49	10.80	11.00	10.77	10.65	10.8647	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.66	11.32	11.66	11.77	11.22	11.1567	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.47	7.47	7.4719	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.36	1.43	1.39	1.37	1.36	1.3849	1.37	1.36	1.35	1.34	1.32
AUD/USD	0.65	0.63	0.65	0.67	0.71	0.6894	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74
NZD/USD	0.60	0.57	0.58	0.58	0.60	0.5769	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	164	163	175	184	184	184.12	181.70	178.64	177.84	177.00	176.90
EUR/GBP	0.86	0.83	0.87	0.87	0.88	0.8655	0.86	0.86	0.87	0.87	0.92
EUR/CAD	1.47	1.54	1.63	1.61	1.61	1.5954	1.58	1.58	1.58	1.58	1.61
EUR/AUD	1.66	1.71	1.79	1.75	1.66	1.6704	1.62	1.63	1.63	1.64	1.65
EUR/NZD	1.80	1.88	2.03	2.02	1.97	1.9965	1.92	1.84	1.86	1.84	1.88

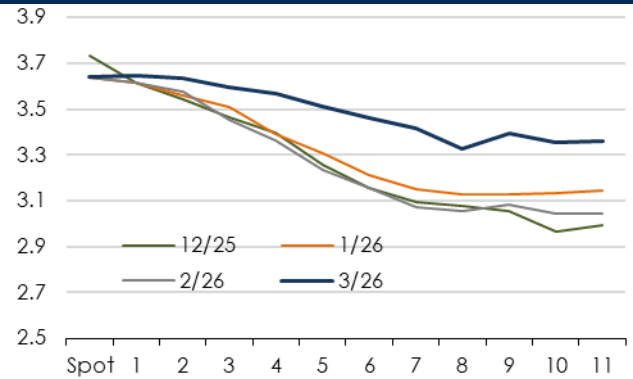
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Euribor 3M Futures



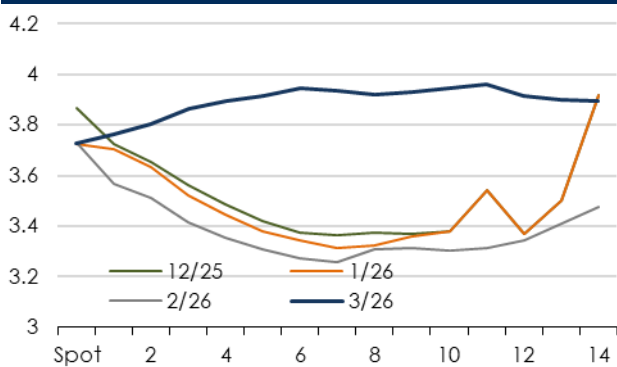
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

US tassi impliciti: meetings della Fed



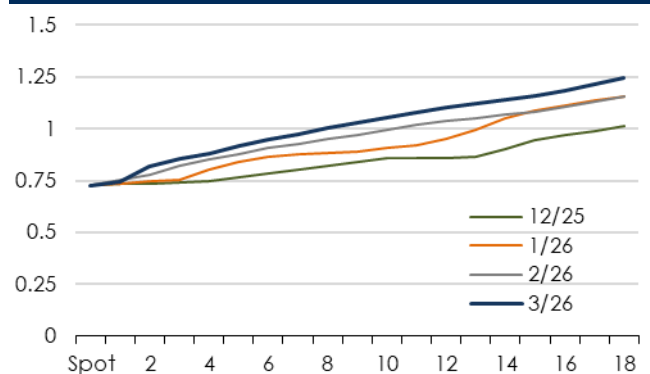
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

UK tassi impliciti: meetings della BoE



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.intesaspa.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