

Forex Flash

Medio Oriente al bivio: il controllo di Hormuz

- Il mercato è attualmente definito da un crescente divario tra i paesi esportatori e quelli importatori di energia. Questo fenomeno è la conseguenza diretta del conflitto in Iran e della riduzione delle scorte globali di petrolio, che hanno trasformato le ragioni di scambio nel principale motore dei tassi di cambio.
- La direzione futura del mercato dei cambi dipende dalla durata dell'interruzione dei flussi petroliferi nello Stretto di Hormuz.
- Nel breve periodo lo scenario più probabile sembra quello di uno status quo senza accordi formali, con una riapertura parziale dello Stretto e prezzi del Brent nel range 85-100 dollari.

La direzione futura del mercato dei cambi dipende dalla **durata dell'interruzione dei flussi petroliferi nello Stretto di Hormuz**. Finché i prezzi dell'energia rimarranno elevati, la divergenza tra esportatori e importatori rimarrà il tema dominante del mercato valutario. Nel **breve periodo** gli scenari più probabili appaiono **quattro**:

1. **Ripresa della guerra** (10%): scenario in cui i colloqui falliscono, portando gli Stati Uniti a **colpire le infrastrutture energetiche iraniane**. Il petrolio potrebbe superare i 120 dollari al barile.
2. **Soluzione negoziata** (10%): un accordo negoziale che preveda **la riapertura completa dello Stretto e la rinuncia a qualsiasi programma militare di sviluppo nucleare**. In questo scenario il prezzo del petrolio tornerebbe rapidamente sotto gli 80 dollari.
3. **Controllo iraniano sullo Stretto di Hormuz** (15%): in questo scenario l'Iran rende permanente la propria **sovranità sul transito marittimo**. Il regime ha già implementato un sistema che obbliga le navi a fornire informazioni dettagliate su proprietà e personale e a ricevere istruzioni via e-mail per ottenere l'autorizzazione al passaggio. Questa mossa mira a riscrivere le norme marittime globali in un modo estremamente dannoso per gli interessi statunitensi. In questo scenario il prezzo del petrolio potrebbe stabilizzarsi intorno agli 90 dollari.
4. **Cessate il fuoco a tempo indeterminato** (65%): **lo status quo prosegue senza accordi formali**, con una riapertura parziale dello Stretto e prezzi nel range 85-100 dollari.

USD – Il dollaro statunitense sta attraversando una fase caratterizzata da una **performance "bipolare"**, influenzata prevalentemente dallo shock energetico globale e dal rinvio dei tagli ai tassi d'interesse da parte della Federal Reserve.

L'andamento del biglietto verde non è uniforme, ma riflette un profondo divario tra i partner commerciali in base alla loro bilancia energetica. Il dollaro rimane infatti forte rispetto alle valute di paesi fortemente dipendenti dalle importazioni energetiche, che subiscono il deterioramento delle loro ragioni di scambio a causa del conflitto in Iran mentre fatica invece a guadagnare terreno contro valute legate alle commodity (CAD, AUD e BRL), che beneficiano dei prezzi elevati dell'energia. Complessivamente, il dollaro scambia vicino alla parte inferiore del suo range recente, con un rendimento da inizio anno sostanzialmente piatto.

Oltre alle variazioni nelle ragioni di scambio incide significativamente anche **l'orientamento della politica monetaria**. Le aspettative di mercato sulla politica della

8 maggio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

Fed sono mutate radicalmente a causa della resilienza economica statunitense e dello shock inflattivo energetico. Il FOMC si sta muovendo verso un orientamento più neutrale, abbandonando il precedente *easing bias*. Il mercato prevede una pausa molto prolungata per valutare i rischi di un rialzo duraturo dell'inflazione fornendo un supporto di fondo al dollaro attraverso il differenziale dei tassi, specialmente contro lo yen.

Un fattore peculiare che sostiene indirettamente il valore del dollaro è l'impatto dell'AI sui dati macroeconomici USA. La forte domanda di infrastrutture AI ha aumentato i prezzi di componenti elettronici e dell'elettricità (aggiungendo fino a circa lo 0,3% all'inflazione PCE core nell'ultimo anno secondo alcune stime). Questi costi legati all'AI potrebbero mantenere l'inflazione elevata più a lungo del previsto, costringendo la Fed a mantenere i tassi alti e sostenendo così il valore del dollaro nel breve termine.

EUR - L'andamento recente dell'euro è caratterizzato da un **trading range molto ristretto** che ne ha contenuto la volatilità. Nonostante le forti turbolenze macroeconomiche globali innescate dal conflitto in Iran, il cross EUR/USD scambia vicino ai livelli di febbraio (spot intorno a 1,17), supportato dal recupero del sentiment di rischio globale.

Tuttavia, le previsioni a breve termine indicano una possibile **pressione al ribasso**. L'economia europea sta, infatti, subendo un impatto maggiore rispetto agli Stati Uniti a causa dello shock energetico, sebbene meno acuto rispetto alla crisi del 2022. Le previsioni per il 2026 indicano una crescita del PIL reale dello 0,8% Q4/Q4. Al contempo l'inflazione dovrebbe raggiungere un picco del 4.2% a/a nel 2026 Q4/Q4, per poi calare rapidamente nel corso del 2027.

La risposta fiscale europea per il momento rimane **limitata e temporanea**. Mentre la Germania sta espandendo la spesa (principalmente per la difesa), altri paesi come Francia, Italia e Spagna stanno procedendo verso un modesto consolidamento fiscale. La BCE intanto ha adottato un orientamento decisamente *hawkish*. Le discussioni interne indicano che la banca è sulla buona strada per un mini-ciclo di rialzi. Sono attesi due rialzi di 25 pb nelle riunioni di giugno e settembre 2026. Il tasso di policy dovrebbe raggiungere il picco al 2,75% nel 2027Q1.

Un fattore critico per l'euro è l'impatto del conflitto sulle materie prime petrolchimiche. Secondo alcuni analisti di settore ci sarebbe un'alta probabilità di interruzioni di attività nel settore chimico europeo a causa della scarsità di nafta e GPL, con un impatto potenzialmente superiore a quello della crisi del 2022. Inoltre, le scorte commerciali di carburante per aerei in Europa potrebbero scendere sotto i livelli critici già a giugno.

JPY - Lo yen continua a trovarsi in una fase di **severa pressione al ribasso**, definita da una combinazione di fondamentali macroeconomici fragili ed uno shock energetico globale che penalizza pesantemente le ragioni di scambio del Paese. Nonostante i massicci interventi diretti delle autorità giapponesi per difendere i livelli psicologici chiave, la valuta rimane vulnerabile a causa di una politica monetaria percepita ancora come troppo vincolata rispetto ai partner del G10.

Il 30 aprile 2026, il Ministero delle Finanze è intervenuto con operazioni di acquisto di yen per un valore stimato in circa 5 trilioni di yen (circa 30,3 miliardi di dollari). L'azione sembrava mirata specificamente a difendere il livello di 160 nel cross con il dollaro. **L'impatto di tali interventi sarà con ogni probabilità temporaneo**. L'attuale contesto di tassi Fed *higher-for-longer* continua a favorire lo yen come valuta di finanziamento per il *carry trade*.

La BoJ sposa una posizione hawkish ma prudente. Sebbene l'ultima riunione abbia mostrato un orientamento leggermente più restrittivo, la banca ha deluso chi si

aspettava un segnale definitivo per un rialzo dei tassi a giugno. L'attuale politica enfatizza la "normalizzazione" piuttosto che un contrasto aggressivo ai rischi di inflazione al rialzo.

GBP - L'andamento della sterlina britannica è guidato da fattori eminentemente globali, in particolare dal sentiment di rischio e dallo shock energetico, che rimangono i principali determinanti del cambio. La BoE ha adottato quello che viene definito un "active hold". Il governatore Bailey ha indicato che il semplice fatto di non tagliare i tassi rappresenta già uno **spostamento in senso restrittivo della politica monetaria**. La banca intende mantenere **aperte tutte le opzioni**, valutando scenari che potrebbero richiedere ulteriori aumenti o il mantenimento dello status quo. Tra le valute del G10, **la sterlina è quella che presenta i maggiori rischi dovish** rispetto ai prezzi di mercato. I nostri economisti prevedono che la BoE rimarrà ferma, contrariamente alle aspettative di mercato che scontano due rialzi di 25 pb entro la fine dell'anno.

Le elezioni locali nel Regno Unito tenutesi il 7 maggio 2026, hanno segnato un drastico cambiamento nel panorama politico britannico, rappresentando una severa bocciatura per il governo del Primo Ministro Keir Starmer. Il Partito Laburista ha subito una pesante battuta d'arresto, arrivando quasi a dimezzare i propri consensi rispetto alle precedenti consultazioni locali. Il partito populista di destra guidato da Nigel Farage è emerso come la vera sorpresa, posizionandosi come primo partito in diverse aree. Nonostante le difficoltà del Labour, i Tories non sono riusciti a capitalizzare il malcontento, continuando a perdere terreno a favore di Reform UK e dei Liberal Democratici. I Liberal Democratici e i Verdi hanno registrato guadagni significativi, erodendo ulteriormente la base elettorale dei due partiti principali. Il risultato è visto come un **verdetto negativo sulla leadership di Starmer** dopo quasi due anni di governo, segnati da difficoltà economiche e cali di popolarità. All'interno del partito sono già emerse **richieste per un calendario che porti alle sue dimissioni**.

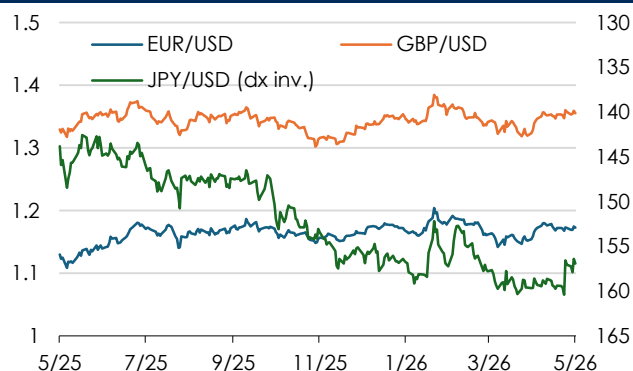
I rendimenti dei Gilt hanno raggiunto i massimi del dopoguerra. Nell'ultimo anno, i periodi di elevati rendimenti dei Gilt hanno spesso coinciso con fasi di debolezza della sterlina, suggerendo che l'attrattiva del rendimento è stata in qualche caso controbilanciata da preoccupazioni sulla stabilità fiscale o politica. L'indebolimento politico del Labour a seguito delle elezioni locali ha tuttavia indotto un rialzo dei rendimenti della curva Gilt ed un contemporaneo rafforzamento del cross vs USD.

AUD – Il dollaro australiano si è recentemente affermato come una delle valute più forti del G10, sostenuto da una combinazione di **politiche monetarie restrittive** e benefici derivanti dallo **shock energetico globale**.

Grazie ai recenti rialzi dei tassi da parte della RBA, l'AUD offre attualmente il **miglior rendimento sia nominale che rettificato per la volatilità** su base trimestrale all'interno del G10. La RBA ha portato i tassi al 4,35% a maggio, il livello più alto da oltre un decennio, con una elevata probabilità di un **ultimo rialzo finale, probabilmente ad agosto**.

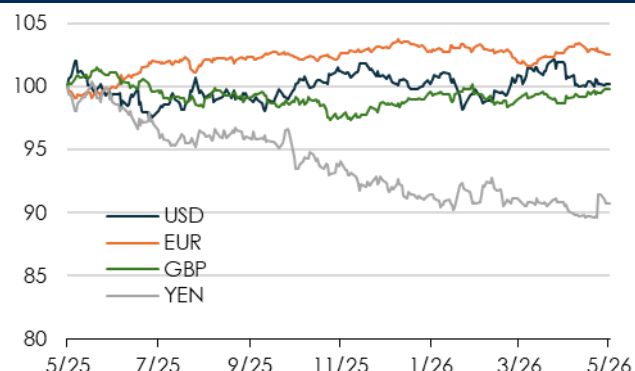
In quanto esportatore netto di energia, l'Australia ha visto un netto miglioramento delle proprie ragioni di scambio a causa del conflitto in Iran e dell'aumento dei prezzi delle commodity. Questo fattore funge da stabilizzatore per il cambio: la valuta **mostra resilienza durante i cali dei mercati azionari** poiché l'impulso positivo dell'energia compensa in parte il sentiment di *risk-off*.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Nominal Exchange Rate (BIS, rebased 30/04/25=100)



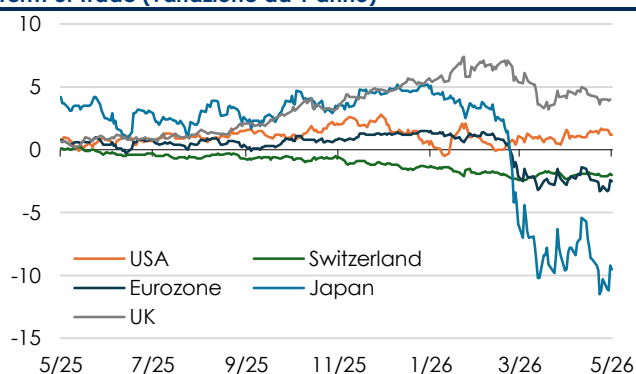
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Forex G10

	8/5	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3	2026 Q4	2027 Q1	2027 Q2	2027 Q3	2027 Q4
EUR/USD	1.174	1.173	1.155	1.166	1.173	1.178	1.186	1.196	1.207
USD/JPY	156.800	156.315	156.100	152.742	151.349	150.347	149.178	147.901	146.635
GBP/USD	1.358	1.348	1.345	1.350	1.353	1.358	1.353	1.343	1.333
USD/CAD	1.366	1.371	1.365	1.354	1.347	1.342	1.337	1.332	1.327
AUD/USD	0.722	0.696	0.710	0.716	0.720	0.720	0.723	0.728	0.733
NZD/USD	0.595	0.606	0.609	0.617	0.625	0.642	0.652	0.655	0.655
USD/CHF	0.779	0.783	0.792	0.792	0.792	0.792	0.792	0.792	0.792
USD/SEK	9.253	9.152	9.545	9.272	9.120	9.081	9.005	8.909	8.813
USD/NOK	9.269	9.762	9.893	9.774	9.689	9.605	9.498	9.376	9.255

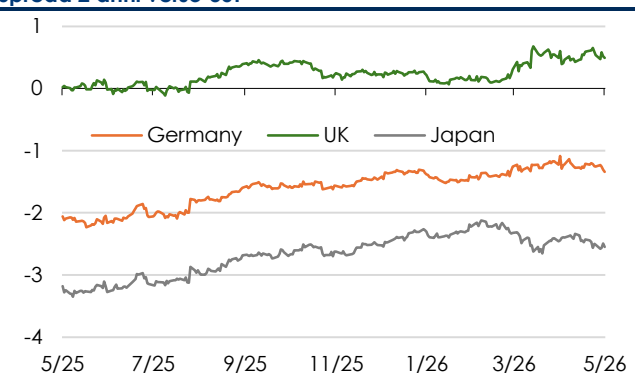
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Term of Trade (variazione ad 1 anno)



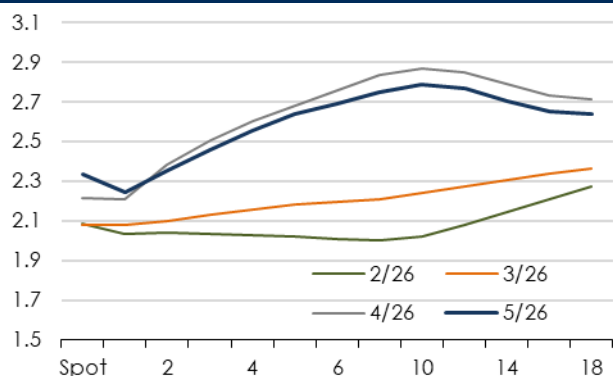
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citigroup

Spread 2 anni verso UST



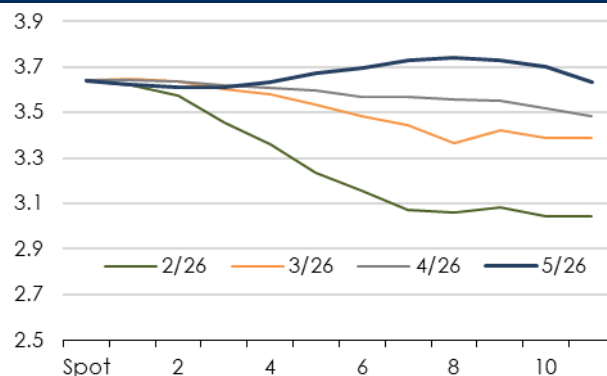
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Euribor 3M Futures



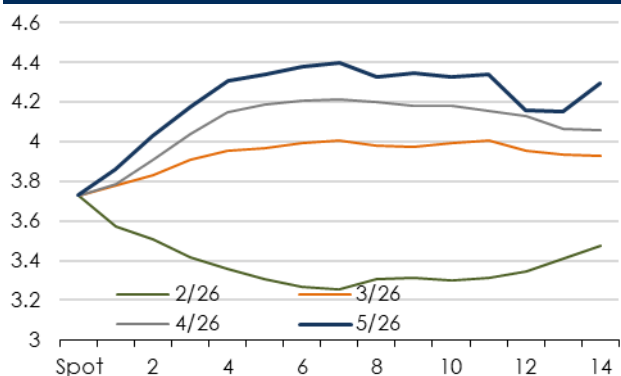
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

US tassi impliciti: meetings della Fed



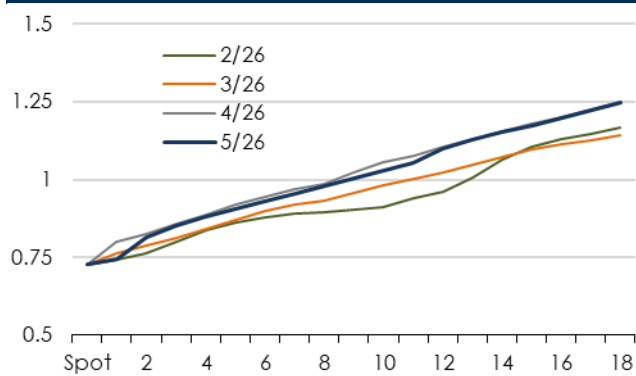
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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.intesasnpaolo.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