

Forex G10

20 giugno 2025

Valute G4 – Aggiornamento trimestrale

Debolezza “laterale” per il dollaro nell’era Trump 2.0

Per via delle politiche economiche di Trump il dollaro dovrebbe indebolirsi ancora ma limitatamente, in range perché, salvo scelte rovinose, gli effetti negativi sull’economia USA potrebbero rivelarsi limitati. Al di là del breve, l’euro dovrebbe rafforzarsi anche grazie a un differenziale tassi meno sfavorevole, con la BCE attesa chiudere il ciclo di tagli prima della Fed, mentre lo yen dovrebbe apprezzarsi anche grazie alla prospettiva che la BoJ riprenda ad alzare i tassi. Dinamica della sterlina guidata da driver analoghi a quelli dell’euro, ma a rischio di essere meno resiliente di quest’ultimo al di là del breve, con previsioni di inflazione BoE sotto *target*.

Research Department

Rates, FX & Commodities Research

Asmara Jamaleh
Economista

Dollaro USA

Nel 2° trimestre il dollaro ha approfondito ulteriormente l’indebolimento già osservato nel 1°, aggiornando i minimi dell’anno (fino a rivedere livelli abbandonati nel 2022), **ma muovendosi attraverso una dinamica perlopiù laterale, con uno spostamento di range verso il basso.**

Questo “shift” è imputabile alla gestione delle politiche di Trump, commerciali in primis, con un approccio severo inizialmente e cedimenti successivi, ma anche di quella fiscale (che genera dubbi di sostenibilità). Il clima di incertezza che ne è derivato a livello internazionale non ha prodotto preoccupazioni solo per gli altri Paesi ma anche **per il rischio di ricadute negative** potenzialmente strutturali o comunque **di medio/lungo termine sull’economia USA** (Fig. 1). **La diminuita credibilità dell’amministrazione USA ha provocato una riduzione della quota di riserve in dollari rispetto alle altre valute (ecco perché la correlazione tra dollaro e rendimenti è venuta meno** nel 2° trimestre, Fig. 2) da parte di banche centrali ed altri investitori istituzionali che difficilmente verrà ripristinata nei prossimi mesi, dato che l’incertezza sul fronte delle politiche di Trump rimane elevata e si estende oltre il breve termine.

A “shift” avvenuto ha prevalso una dinamica di range sia perché Trump ha mostrato a tratti segnali di ammorbidimento sia perché dai dati sono giunte indicazioni contrastanti, compatibili con un indebolimento dell’economia USA ma meno grave di quello che si sarebbe potuto temere. Il nostro scenario centrale prevede una crescita dell’1,5-1,6-1,9% nel 2025-26-27 e un’inflazione del 3,0-2,9-2,3% nello stesso periodo, con due tagli dei tassi di 25 pb quest’anno che porterebbero i Fed Funds a 4,00%.

Al FOMC del 18 giugno la Fed ha lasciato i tassi invariati a 4,25-4,50% come atteso, ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita e al rialzo quelle di inflazione, ha lasciato invariate le attese per altri 50 pb di tagli dei tassi quest’anno, ma ha limato da 75 pb a 50 pb i tagli attesi nel prossimo biennio, veicolando il messaggio che per ora crescita e mercato del lavoro sono in buone condizioni e che sull’inflazione vi sono spinte al rialzo.

Il deterioramento complessivo del quadro USA giustifica un ulteriore indebolimento del dollaro al di là del breve soprattutto quando sarà più evidente nei dati e sarà sancito dagli attesi tagli dei tassi. **Tuttavia**, sia perché il mercato ha già scontato una parte significativa di tale scenario, sia perché il peggioramento della situazione economica riguarda anche le altre principali economie e nell’ipotesi centrale lo scenario USA non precipita, **la discesa del dollaro dovrebbe restare contenuta e presumibilmente manifestarsi sotto forma di lateralità piuttosto che di trend marcato e protratto.**

Da seguire gli sviluppi sul versante mediorientale che al momento (escalation tensioni Israele-Iran) stanno in parte restituendo al dollaro il suo ruolo di *safe haven*, ruolo che in genere riacquista se le tensioni sono di origine esterna e che perde se la fonte è interna (politiche di Trump).



Euro (EUR/USD)

Dinamica dell'euro perlopiù riflesso del dollaro. Lateralità: in calo nel breve, in salita più avanti.

Nel 2° trimestre l'euro si è mosso prevalentemente di riflesso al dollaro, quindi apprezzandosi ma attraverso uno "shift" di range da 1,01-1,09 a 1,07-1,16 EUR/USD dove è andato a rivedere massimi abbandonati nel 2021.

Non sono più stati i differenziali di rendimento (Figg. 3-4) i *driver* del cambio, **quanto l'indebolimento generalizzato del dollaro (v. sopra)** dovuto al ridursi della credibilità del Paese per via delle politiche di Trump (shift verso il basso), dove le oscillazioni lungo la traiettoria laterale sono state prodotte dai cambi di rotta del Presidente USA o da sorprese/delusioni significative dai dati.

Simile dovrebbe restare la dinamica di fondo nei prossimi trimestri: una lateralità (i) con più occasioni di arretramento nel breve, dove pesa la maggior debolezza del quadro economico dell'area (nostro scenario centrale: crescita dello 0,9-1,0-1,5% nel 2025-26-27 e inflazione a 2,1-1,8-2,0% nello stesso periodo) rispetto a quello USA e la prosecuzione dei tagli dei tassi, con un altro taglio di 25 pb quest'anno che porterebbe il tasso sui depositi a 1,75%, ben al di sotto dei Fed Funds, **e (ii) un rafforzamento invece al di là del breve, verso l'orizzonte a un anno, quando la BCE avrà già chiuso il ciclo di tagli dei tassi e la Fed starebbe, cautamente, proseguendo**, volgendo i differenziali di rendimento, che tornerebbero a fare da *driver*, a favore dell'euro. Il profilo atteso del cambio è dunque intorno a 1,14-1,15-1,16-1,17 EUR/USD sull'orizzonte a 1m-3m-6m-12m circa, con *upside* entro 1,20 EUR/USD.

Yen

La divergenza isolata di *policy* della BoJ dovrebbe far rafforzare lo yen almeno al di là del breve.

Anche lo yen ha proseguito nel 2° trimestre la tendenza al rafforzamento contro dollaro da un minimo di 150 a un massimo di 139 USD/JPY, salvo poi assestarsi all'interno di questo range mostrando una dinamica più laterale che direzionale.

In fase di apprezzamento hanno agito (i) sia l'aumento della *risk aversion* legato alle tensioni sui fronti russo-ucraino e mediorientale e all'elevata incertezza provocata dalla gestione delle politiche commerciali di Trump, (ii) sia la prospettiva che, in divergenza rispetto alle altre principali banche centrali e soprattutto alla Fed, la BoJ, dopo aver alzato i tassi da 0,25% a 0,50% a gennaio, li alzi ancora quest'anno.

Questa è la principale ragione che, riflettendosi in un restringimento dei differenziali di rendimento a lunga tra USA e Giappone (*driver* di fondo dal cambio, Fig. 5), **giustifica un sentiero atteso di tendenziale apprezzamento dello yen** rispetto al dollaro al di là del breve, intorno a 146-142-140-138 USD/JPY a 1m-3m-6m-12m circa.

Nel breve potrebbe aversi un parziale indebolimento, perché alla riunione del 17 giugno la BoJ ha lasciato i tassi invariati, ha rallentato il ritmo di riduzione degli acquisti di JGB e ha lasciato intendere che, a causa del quadro internazionale – politiche commerciali di Trump in primis – **i rischi sullo scenario di crescita e inflazione giapponesi sono verso il basso**, il che allontanerebbe nel tempo il prossimo rialzo dei tassi BoJ, che si sarebbe altrimenti potuto ipotizzare a luglio.

Tuttavia, il governatore Ueda, sottolineando l'elevata incertezza globale, ha ribadito che se l'economia nipponica si evolverà come da previsioni, si potrà procedere alzando ancora i tassi. Nelle previsioni di aprile la BoJ ha una crescita a 0,5-0,7-1,0% negli a.f. 2025-26-27 e un'inflazione core di riferimento nello stesso periodo a 2,3-2,8-2,0%. **Cruciale sarà la riunione del 31 luglio**, soprattutto perché verranno pubblicate le nuove proiezioni macro. **La tendenza di fondo dovrebbe essere al rafforzamento anche contro euro, ma in misura inferiore** per via del contestuale atteso rafforzamento dell'EUR/USD (Fig. 6).

Sterlina

Sterlina più debole contro dollaro prima, ma più forte dopo: crescita debole, inflazione elevata.

Anche la sterlina nel 2° trimestre si è apprezzata contro dollaro innalzandosi di range da 1,20-1,30 a 1,27-1,36 GBP/USD, guidata perlopiù dai driver USA, anche se il ruolo dei differenziali di rendimento a breve (Fig. 7) ha retto meglio rispetto al caso dell'EUR/USD (v. sopra): i livelli dei tassi BoE sono quasi identici a quelli Fed (4,25% vs 4,25-4,50%), quindi piccole modifiche indotte ad es. dai dati vengono registrate meglio.

Alla riunione del 19 giugno la BoE ha lasciato invariati i tassi, ma su 9 esponenti 3 hanno votato per un taglio immediato, che ci attendiamo ad agosto. Nel MPR di maggio la BoE prevedeva una crescita dell'1,0-1,25-1,5% nel 2025-26-27 e un'inflazione a 3,25-2,0-1,75% nello stesso periodo, quindi l'inflazione che rimane persistentemente più elevata potrebbe non richiedere altri tagli quest'anno dopo agosto, ma con un'inflazione attesa sotto target nel 2027 i rischi sono verso il basso anche per l'anno prossimo.

La sterlina dovrebbe mantenere una dinamica perlopiù laterale contro dollaro, con maggior debolezza nel breve visto che la BoE taglierebbe i tassi prima della Fed e rafforzamento più avanti per i fattori strutturali di vulnerabilità del dollaro (v. sopra), con un profilo atteso del cambio intorno a 1,34-1,35-1,36-1,37 GBP/USD sull'orizzonte a 1m-3m-6m-12m circa. Contro euro la sterlina potrebbe indebolirsi lievemente al di là del breve per via dei maggiori rischi verso il basso sui tassi BoE rispetto alla BCE (Fig. 8): profilo atteso intorno a 0,85-0,85-0,86-0,86 EUR/GBP a 1m-3m-6m-12m.

Tassi di Cambio

	Val. Storici					20-06-25	Proiezioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.09	1.07	1.04	1.09	1.13	1.1526	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
USD/JPY	141	159	156	149	145	145.50	146	142	140	138	136
GBP/USD	1.28	1.27	1.26	1.30	1.34	1.3511	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.98	0.95	0.93	0.96	0.93	0.9409	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/SEK	11.75	11.24	11.51	10.99	10.87	11.1306	11.00	10.90	10.80	10.70	10.60
EUR/NOK	11.69	11.29	11.81	11.45	11.56	11.6030	11.60	11.50	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.46	7.46	7.46	7.4591	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.32	1.37	1.44	1.43	1.39	1.3706	1.38	1.37	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.68	0.67	0.63	0.63	0.64	0.6495	0.64	0.65	0.66	0.67	0.68
NZD/USD	0.62	0.61	0.57	0.58	0.59	0.5997	0.59	0.60	0.61	0.62	0.63
EUR/JPY	154	170	163	161	163	167.72	166	163	162	161	160
EUR/GBP	0.86	0.85	0.83	0.84	0.84	0.8529	0.85	0.85	0.86	0.86	0.86
EUR/CAD	1.44	1.46	1.50	1.55	1.57	1.5798	1.57	1.58	1.58	1.58	1.59
EUR/AUD	1.61	1.61	1.67	1.72	1.76	1.7741	1.78	1.77	1.76	1.75	1.74
EUR/NZD	1.77	1.75	1.84	1.88	1.90	1.9214	1.93	1.92	1.90	1.89	1.87

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG

Fig. 1 – Economia USA: politiche di Trump negative nel m/l termine

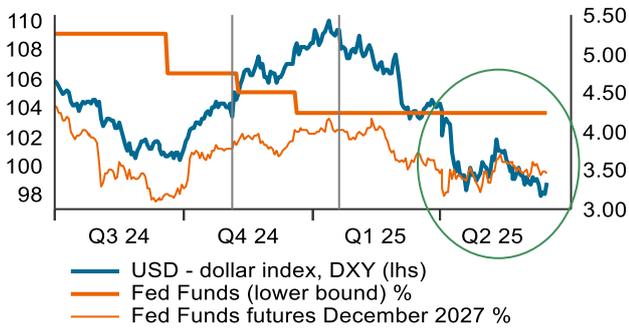


Fig. 2 – Dollaro: calo per la perdita di fiducia, non per i rendimenti

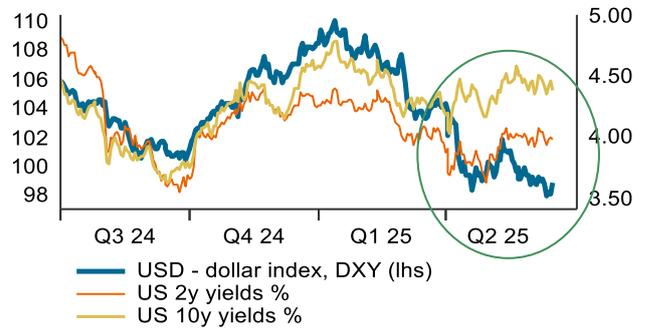


Fig. 3 – EUR/USD: differenz.di rendim. a breve...

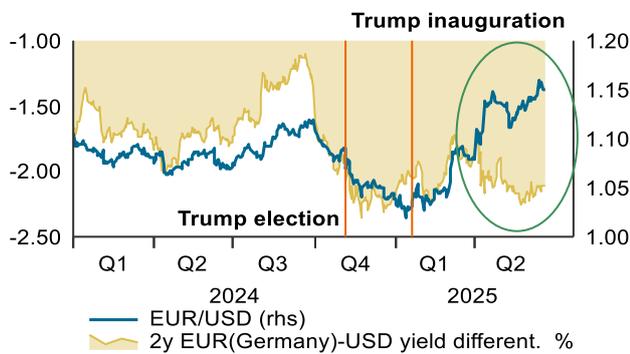


Fig. 4 – ... e a lunga non più driver per ora

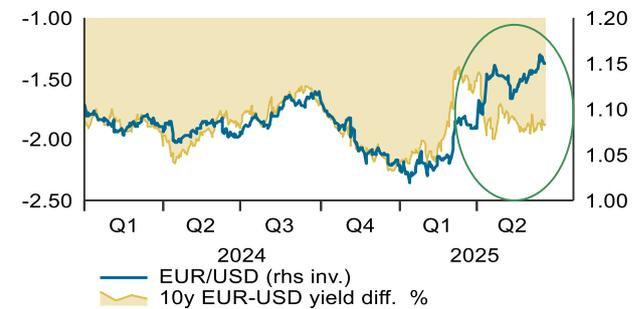


Fig. 5 – USD/JPY: differenziali di rendimento a lunga "il driver"

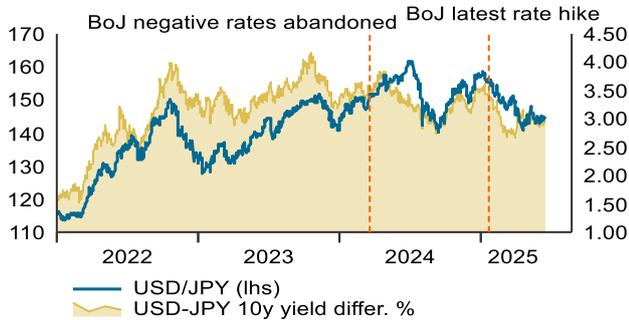


Fig. 6 – JPY: upside maggiore contro dollaro che contro euro

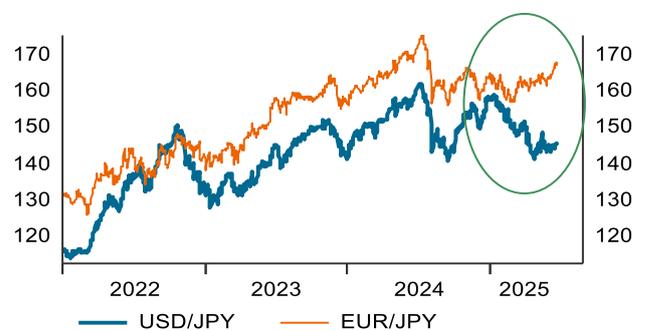


Fig. 7 – GBP/USD: differenz. di rendim. a breve qui ancora rilevanti

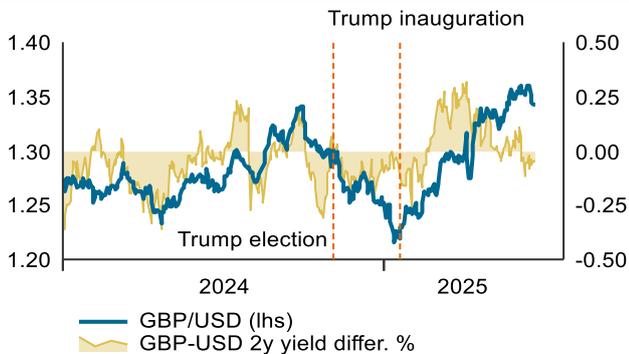
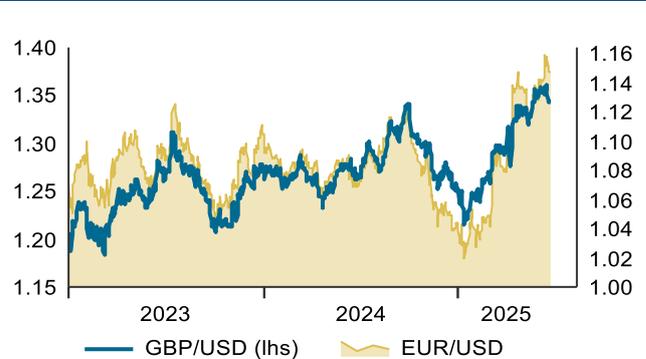


Fig. 8 – GBP/USD a tendere meno resiliente dell'EUR/USD



Fonte: LSEG Datastream (salvo diversa indicazione)

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 S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

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 S.p.A. 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 Banca - Q&A on Investor Profetico 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 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. 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.

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 da Research Department di Intesa Sanpaolo, 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 S.p.A. 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, 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 separazione 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, 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 S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo 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)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com