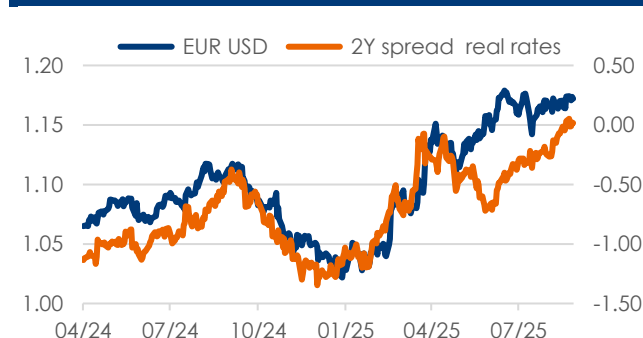


Forex Flash

Archiviata la riunione BCE di settembre, il focus si sposta questa settimana sulla riunione della Fed di mercoledì, seguita da quelle della BoE e dalla BoJ. L'atteso taglio della Fed sarà un test per il dollaro, svantaggiato non solo dai differenziali di tasso, ma anche da fattori strutturali.

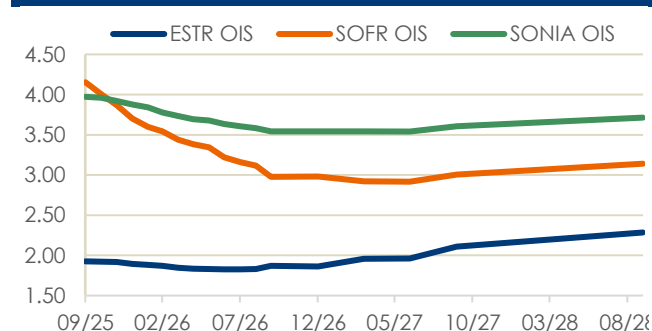
- **Nella riunione di settembre, la BCE ha mantenuto invariati i tassi di politica monetaria**, come ampiamente previsto. Le proiezioni economiche della BCE confermano che nell'Eurozona si sta delineando uno scenario favorevole: l'inflazione rimarrà vicina al livello obiettivo nel periodo di previsione (IPC al 2,1% nel 2025, all'1,7% nel 2026 e all'1,9% nel 2027). Le prospettive di crescita per il 2025 sono migliorate grazie alla diminuzione dell'incertezza dovuta all'accordo commerciale tra UE e Stati Uniti e alla riduzione dei rischi di ribasso. La crescita del PIL è prevista all'1,2% nel 2025 (in aumento rispetto allo 0,9% di giugno), poi all'1% nel 2026 (in calo rispetto all'1,1%) e all'1,3% nel 2027 (invariata rispetto alle previsioni precedenti).
- L'EUR/USD è salito fino ad un massimo di 117,48 per poi arretrare marginalmente sulle aperture a possibili tagli dei tassi da parte del governatore della Banca di Francia, François Villeroy de Galhau. **Nel nostro scenario di previsione un eventuale taglio dei tassi BCE dovrà attendere il prossimo anno, mentre sulla curva ESTR OIS è scontato un taglio di 25pb già a dicembre '25 con una probabilità del 40%. Il trend al rialzo per il cambio EUR/USD non è da considerarsi quindi esaurito, soprattutto in vista della prospettiva di ribasso dei tassi Fed.**
- **Il FOMC del prossimo mercoledì dovrebbe decidere una riduzione dei tassi di 25pb**, dopo le aperture in tal senso del governatore Powell a Jackson Hole e dopo che i dati recenti sul mercato del lavoro hanno segnalato un aumento delle richieste di sussidi di disoccupazione su un massimo dal 2021. La curva OIS SOFR sconta con una probabilità vicina al 100% che la Fed tagli i tassi di 25pb ad ognuna delle tre riunioni di settembre, ottobre e dicembre, mentre il punto di minimo è scontato al 3% sull'orizzonte di 2 anni. Il mercato potrebbe essere a nostro avviso troppo aggressivo e quindi l'indebolimento del dollaro potrebbe fermarsi entro 1,18-1,19.
- **La fase di de-dollarizzazione è infatti ancora in corso come dimostra la dinamica della base cross-currency EUR/USD, che sulla scadenza a 3 mesi ha raggiunto il massimo storico di +3pb all'inizio di agosto, prima di registrare un parziale ritracciamento pur rimanendo in territorio positivo.**
- **L'indebolimento del dollaro potrebbe essere poi ulteriormente alimentato dal tentativo del presidente Trump di avere un maggiore controllo sulla Fed.**
- **Settimana chiave anche per la sterlina**, con la riunione della BoE in calendario giovedì prossimo che si aggiunge alle difficoltà del governo nel perseguire un consolidamento di bilancio, dopo che i dati recenti sul PIL hanno evidenziato una debolezza diffusa dell'economia. **La Banca d'Inghilterra ha reso noto anche che le aspettative di inflazione hanno raggiunto il livello più elevato degli ultimi due anni e ciò costituisce un ostacolo ad ulteriori tagli dei tassi. Lo scenario è quindi di consolidamento della sterlina contro dollaro, mentre le prospettive contro euro potrebbero essere neutrali nel breve.**
- **In calendario venerdì 19 anche la riunione della BoJ che, se come ci attendiamo, manterrà i tassi fermi, limiterà il rafforzamento dello Yen contro dollaro.**

EUR/USD (sx) e spread tassi reali 2Y swap EUR-USD (dx, %)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Tassi OIS swap 1 mese forward (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

15 settembre 2025 07:35 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Strategist Team

15 settembre 07:45 CET

Data e ora di circolazione

Tassi di Cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	Spot 15/09/2025	Forecast +1m	Forecast +3m	Forecast +6m	Forecast +12m	Forecast +24m
EUR/USD	1.07	1.11	1.08	1.15	1.17	1.17	1.18	1.19	1.20	1.20	1.18
USD/JPY	147.63	140.64	148.77	144.68	147.79	147	145	143	140	138	136
GBP/USD	1.24	1.32	1.30	1.35	1.35	1.36	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
EUR/CHF	0.96	0.94	0.96	0.94	0.94	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.93	11.35	11.00	11.07	11.15	10.94	11.00	10.90	10.80	10.70	10.60
EUR/NOK	11.55	11.81	11.45	11.46	11.90	11.56	11.60	11.50	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.36	1.43	1.37	1.38	1.38	1.37	1.37	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.64	0.67	0.63	0.65	0.65	0.67	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
NZD/USD	0.59	0.62	0.57	0.60	0.59	0.60	0.59	0.60	0.61	0.62	0.63
EUR/JPY	158	157	161	166	172	173	171	170	168	166	160
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.85	0.86	0.86	0.87	0.88	0.88	0.87	0.86
EUR/CAD	1.44	1.51	1.55	1.57	1.61	1.62	1.62	1.63	1.63	1.62	1.59
EUR/AUD	1.66	1.65	1.72	1.77	1.80	1.76	1.79	1.80	1.79	1.79	1.74
EUR/NZD	1.81	1.80	1.89	1.91	1.97	1.97	2.00	1.98	1.97	1.94	1.87

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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.-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.

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 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 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, 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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

Sergio Capaldi (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com