

Forex Flash

Il marginale rafforzamento del dollaro dopo le decisioni delle maggiori banche centrali della scorsa settimana non è destinato a proseguire: negli USA i dati della settimana saranno ancora deboli dal lato dell'attività economica mentre nell'Eurozona i PMI preliminari di settembre sono attesi in aumento. L'EUR/USD dovrebbe tornare sopra 1,18.

22 settembre 2025 07:35 CET

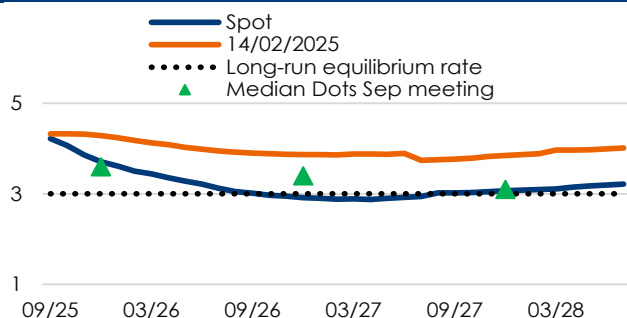
Research Department

Rates, FX and Commodities Research

Strategist Team

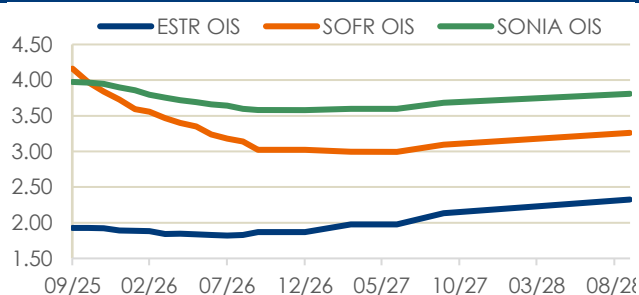
- **Dopo la decisione della Fed di ridurre i tassi di 25pb il dollaro si è rafforzato marginalmente contro tutte le principali valute**, movimento spiegato dall'effetto espansivo sull'economia US del taglio dei tassi, ma anche dalla decisione della BoJ e della BoE di mantenere i tassi fermi.
- **La Fed ha adottato la decisione di ridurre i tassi ad ampia maggioranza**, con un solo dissidente, il governatore recentemente nominato Miran, che era favorevole a una riduzione di 50 punti base. Durante la conferenza stampa, Powell ha evidenziato la complessità della situazione attuale, sottolineando che "i due obiettivi principali (piena occupazione e stabilità dei prezzi) sono in tensione". Nonostante l'aumento dei rischi al ribasso per l'occupazione, l'inflazione al consumo resta su livelli elevati (2,9% a/a ad agosto), con rischi al rialzo derivanti dalle tariffe.
- **Il mercato monetario in dollari appare tuttavia molto aggressivo nello scontare i futuri tagli dei tassi**: i tassi OIS SOFR scontano con una probabilità di circa l'85% un taglio di 25pb nella riunione di ottobre ed un altro taglio di 25pb a dicembre con una probabilità del 80%; ulteriori 90 punti base di tagli sono scontati poi nel 2026, con punto di arrivo per i Fed funds al di sotto del 3%. Le aspettative del mercato risultano quasi allineate con la mediana dei Dots Fed per il 2025, mentre i tassi impliciti si attestano al di sotto della mediana dei Dots per il 2026 (3,4% contro 2,9% per i tassi impliciti FF future).
- **L'euro sarà invece sostenuto in settimana dai PMI preliminari per settembre**, che dovrebbero confermare un recupero del ritmo di attività per l'Eurozona: **l'EUR/USD potrebbe quindi tornare sopra 1,18**.
- Un'altra mossa verso la normalizzazione della politica monetaria è stata compiuta dalla **Banca del Giappone, che ha annunciato un piano di riduzione degli ETF e dei J-REIT nel suo portafoglio**. L'aumento della pressione per ridurre lo stimolo monetario all'interno del consiglio è testimoniato anche dal dissenso espresso da due membri della banca centrale, che hanno votato per un aumento dei tassi. L'incertezza politica sta per frenando il movimento dello Yen che sull'esito della BoJ si è apprezzato senza riuscire a raggiungere i livelli posto FOMC di mercoledì a 145,49 contro USD e 173,19 contro EUR. **La strada per il rafforzamento dello Yen è sostenuta dalle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BoJ, ma nel breve il fattore politico resta un freno**.
- **La Riksbank potrebbe ridurre i tassi nella riunione di martedì a 1,75% da 2,0%**, ma il mercato sconta la riduzione dei tassi con una probabilità del 28%, **creando spazio per un indebolimento del cambio EUR/SEK con un obiettivo di breve a 11,10**, soprattutto se anche i PMI europei confermeranno le previsioni.
- **La SNB dovrebbe mantenere i tassi fermi nella riunione di giovedì 25 settembre**, dopo che il presidente Schlegel ha evidenziato le difficoltà che deriverebbero da una riduzione dei tassi in territorio negativo. L'imposizione di una tariffa del 39% da parte degli USA e il ritorno dell'inflazione in territorio positivo danno tempo alla banca centrale di valutare l'evoluzione del contesto macro: **l'EUR/CHF resta sostenuto dai rischi geopolitici ma la pubblicazione dei PMI europei potrebbe frenare nel breve un ulteriore apprezzamento**. Per la prima volta, la SNB pubblicherà i verbali della riunione di settembre dopo 4 settimane (23 ottobre) da cui si potranno valutare i rischi di un taglio dei tassi a dicembre.

Tassi impliciti Fed Fund Future e media previsione Fed (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Tassi OIS swap 1 mese forward (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Tassi di Cambio

	Historical 25/09/2023	Historical 23/09/2024	Historical 27/03/2025	Historical 25/06/2025	Historical 25/08/2025	Historical 16/09/2025	Spot 22/09/2025	Forecast +1m	Forecast +3m	Forecast +6m	Forecast +12m	Forecast +24m
EUR/USD	1.06	1.11	1.08	1.16	1.17	1.19	1.18	1.18	1.19	1.20	1.20	1.18
USD/JPY	148.85	143.35	151.08	145.45	147.54	146.36	148	145	143	140	138	136
GBP/USD	1.22	1.33	1.30	1.36	1.35	1.37	1.35	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
EUR/CHF	0.97	0.94	0.95	0.94	0.94	0.93	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.71	11.34	10.79	11.06	11.14	10.95	11.05	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.43	11.67	11.32	11.80	11.78	11.58	11.68	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.35	1.43	1.37	1.38	1.37	1.38	1.37	1.36	1.36	1.35	1.35
AUD/USD	0.64	0.68	0.63	0.65	0.65	0.67	0.66	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68
NZD/USD	0.60	0.63	0.57	0.60	0.59	0.60	0.59	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	158	159	163	169	172	173.65	174	171	170	168	166	160
EUR/GBP	0.87	0.83	0.83	0.85	0.86	0.87	0.87	0.87	0.88	0.88	0.87	0.86
EUR/CAD	1.43	1.50	1.54	1.60	1.61	1.63	1.62	1.62	1.62	1.63	1.62	1.59
EUR/AUD	1.65	1.63	1.71	1.79	1.79	1.78	1.78	1.79	1.80	1.79	1.79	1.74
EUR/NZD	1.78	1.77	1.88	1.93	1.99	1.98	2.01	1.97	1.89	1.90	1.88	1.82

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., 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 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.

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