

Forex Flash

La Fed alza e il dollaro domina

- La Federal Reserve ha alzato i tassi di 25 pb al range 3,75%-4,00% mercoledì 16 settembre, con decisione unanime - il primo rialzo in oltre tre anni. Il dato chiave è che 16 su 18 membri del FOMC prevedono almeno un ulteriore rialzo da 25 pb entro fine anno. Il presidente Warsh ha dichiarato: *"The plain fact is that inflation is too high and has been for too long..."* e *"...today's action starts to show we're serious about this"*. Il dollaro è balzato dello 0,7% sull'indice DXY ai massimi di cinque settimane, con ribassi generalizzati.
- La Bank of England ha mantenuto il Bank Rate al 3,75% con un voto 6-3, ma ha compiuto un netto cambio di tono: l'inflazione potrebbe superare il 4% a inizio 2027, e il Governatore Bailey ha avvertito che il protrarsi del conflitto iraniano potrebbe rendere necessari tassi più elevati. Contemporaneamente, la BoE ha sospeso tutte le vendite attive di Gilt per sei mesi e ha cessato definitivamente le vendite di titoli a lunga scadenza. La sterlina ha reagito negativamente mentre i Gilt a lunga scadenza hanno registrato il miglior rally da maggio.
- La Bank of Japan ha alzato i tassi di 25 punti base all'1,25% (18 settembre) - il livello più elevato dal 1995 - ma lo yen, anziché rafforzarsi, è crollato di oltre 100 pips contro il dollaro. Il paradosso si spiega con il voto 7-2, in cui i due dissidenti - entrambi nominati dalla Premier Takaichi - hanno votato contro il rialzo, e con la conferenza stampa del Governatore Ueda, che ha evitato segnali esplicitamente aggressivi sul ritmo dei futuri rialzi.

La Fed alza i tassi e si fa più aggressiva

La Federal Reserve ha alzato i tassi di **25 punti base al 3,75%-4,00%** il 16 settembre - il primo rialzo in oltre tre anni - con un voto unanime che ha sancito la svolta hawkish del nuovo presidente Kevin Warsh. Le nuove proiezioni dei 18 membri del FOMC indicano il tasso mediano a **4,1%** a fine 2026 (dal 3,8% di giugno) e al 4,1% anche a fine 2027, segnalando almeno un altro rialzo nell'anno in corso e nessun taglio prima del 2029. Il dollaro è balzato dello 0,7% sull'indice DXY ai massimi di cinque settimane sopra quota 100, mentre tutte le principali valute hanno registrato perdite tra lo 0,5% e lo 0,85%. I rendimenti a 2 anni USA sono schizzati al 4,74%, il livello più elevato da luglio 2024, e la curva 2-30 anni si è appiattita a 62,9 pb - il minimo da inizio anno.

La decisione: unanimità e determinazione

Il rialzo è stato il primo sotto la guida di Warsh, entrato in carica a fine maggio dopo essere stato scelto da Trump con l'aspettativa che avrebbe tagliato i tassi. La decisione è stata **unanime tra tutti i governatori**, un segnale di coesione che ha rafforzato la credibilità della mossa.

Le nuove Summary of Economic Projections (SEP) mostrano:

- **12 su 18** funzionari prevedono un ulteriore rialzo da 25 pb entro fine 2026
- **4 su 18** vedono due ulteriori rialzi
- Solo **2 su 18** prevedono nessun nuovo rialzo
- Inflazione PCE attesa a **3,7%** a fine 2026 (dal 3,6% di giugno); core PCE al **3,4%** (dal 3,3%)
- Crescita PIL rivista al rialzo al **2,3%** (dal 2,2%); disoccupazione attesa al **4,1%** (dal 4,3%)

18 settembre 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

- Ritorno dell'inflazione al target del 2% posticipato al **2029** - un anno dopo rispetto alle precedenti proiezioni.

Il dato più rilevante per i mercati è la **rimozione dal comunicato del riferimento precedente** che attribuiva l'inflazione elevata a "shock dal lato dell'offerta" - un segnale che i policymaker considerano ora le pressioni sui prezzi **troppo diffuse per essere definite transitorie**.

La conferenza stampa di Warsh: indipendenza e determinazione

Il presidente Warsh ha tenuto una conferenza stampa più breve del consueto (circa 15 minuti meno dei predecessori), ma densa di contenuti che hanno amplificato l'impatto sui mercati:

- *"The plain fact is that inflation is too high and has been for too long"*
- *"Today's action starts to show we're serious about this"*
- *"This summer's inflation readings do not tell me that underlying trends have improved"*
- *"I would be hard-pressed to describe broad financial conditions as restrictive"*
- *"The economy has strengthened... domestic spending has been resilient, productivity growth strong, and capital investment is robust".*

Lo spread 2-30 anni si è compresso a **62,9 pb** - il livello più stretto da inizio anno (precedente minimo: 69 pb il 24 giugno) - un classico segnale di flattening da rialzo che riflette la fiducia del mercato nella determinazione anti-inflazionistica della Fed.

Pricing dei futures SOFR: il mercato vede tassi ancora più alti

I futures SOFR di dicembre 2026 prezzano un tasso del **4,275%** - implicando il **154% di probabilità di un ulteriore rialzo da 25 pb** entro fine anno. Per marzo 2027, il mercato prezza un tasso del **4,53%** (256% di probabilità di un rialzo, ovvero almeno due ulteriori rialzi come scenario base). Per giugno 2027, il pricing si attesta al **4,67%**.

Il CME FedWatch Tool indica una probabilità di circa il **50%** per un rialzo alla riunione di ottobre (27-28 ottobre), con una probabilità del **~90%** per un rialzo entro fine anno.

La BoE mantiene i tassi fermi ma prepara il terreno per un rialzo

La Bank of England ha mantenuto il Bank Rate al **3,75%** con un voto 6-3, ma ha compiuto un netto cambio di tono: l'inflazione potrebbe superare il 4% a inizio 2027, e il Governatore Bailey ha avvertito che il protrarsi del conflitto iraniano potrebbe rendere necessari tassi più elevati. Contemporaneamente, la BoE ha sospeso tutte le vendite attive di gilt per sei mesi e ha cessato definitivamente le vendite di titoli a lunga scadenza. La sterlina ha reagito negativamente, scivolando a un minimo di sette settimane a **1,3337** contro il dollaro (-0,23%), mentre i gilt a lunga scadenza hanno registrato il miglior rally da maggio.

La decisione: hold con tono hawkish

Il MPC ha votato **6-3** per mantenere i tassi invariati: i dissidenti Huw Pill, Megan Greene e Catherine Mann hanno nuovamente votato per un rialzo a 4,00%. Il dato nuovo è che anche Bailey e i suoi vice - Breeden, Lombardelli e Ramsden - hanno segnalato la disponibilità ad appoggiare un rialzo.

Bailey è stato esplicito: *"The longer this goes on, the more difficult this becomes"*, riferendosi alla trasmissione dello shock energetico ai prezzi al consumo. Nelle minute, il MPC ha indurito il linguaggio dichiarando che *"it was not appropriate to wait too long for evidence of such effects before responding with policy"* - un chiaro segnale che un rialzo è in arrivo.

Le nuove previsioni della BoE hanno alzato il picco inflazionistico atteso a **"slightly over 4%" a inizio 2027**, dal precedente 3,2% di fine 2026. La crescita del PIL del Q3 è stata rivista al rialzo allo 0,4% dal precedente 0,1%.

La svolta sul QT: sospese tutte le vendite di gilt

La vera sorpresa è stata la revisione radicale del *Quantitative Tightening*, approvata all'unanimità (9-0). La BoE ha stabilito un piano pluriennale che riduce il ritmo delle vendite annuali e **sospende temporaneamente le aste di titoli di Stato (Gilts)** fino ad aprile. L'obiettivo di questa parziale marcia indietro è stabilizzare il mercato obbligazionario ed evitare di vendere a prezzi troppo bassi i titoli a lunghissima scadenza rimasti in pancia alla banca centrale.

- **Rallentamento del ritmo:** La BoE ha approvato una traiettoria a lungo termine per azzerare i titoli detenuti nel suo fondo (*l'Asset Purchase Facility*). Il piano prevede una riduzione media complessiva di **46 miliardi di sterline all'anno** fino al 2034, ripartita tra scadenze naturali dei titoli e **vendite attive per soli 20 miliardi di sterline all'anno**. Si tratta di un ritmo più lento rispetto ai dodici mesi precedenti.
- **Stop temporaneo alle aste (fino ad aprile):** Le vendite sul mercato sono state **congelate**. In questo lasso di tempo, la BoE consulterà il governo britannico (il Cancelliere dello Scacchiere) per valutare un nuovo modello operativo.
- **QT passivo per i titoli con scadenza entro il 2035.**
- **Vendita diretta allo Stato:** L'ipotesi sul tavolo è che la banca centrale **venda i titoli direttamente al Debt Management Office (DMO)** del Ministero delle Finanze a prezzi di mercato, anziché metterli all'asta per gli investitori privati. Questo eviterebbe alla BoE di spuntare "cattivi prezzi" sul mercato aperto per i piccoli lotti residui.
- **Esclusione dei titoli ultra lunghi:** i titoli a scadenze molto lunghe (20-30 anni), escono dal programma ordinario di vendita immediata e confluiranno in un portafoglio strutturale interno, riducendo la pressione sui rendimenti dei bond governativi a lungo termine, che erano schizzati ai massimi storici.

La reazione dei Gilt e dell'azionario

I Gilt a lunga scadenza hanno registrato un rally deciso grazie all'annuncio sul QT:

- **30 anni:** rendimento in calo di 11,8 pb a 5,74%, massimo ribasso giornaliero da maggio, dopo aver toccato il 5,96% (massimo dal 1998) all'inizio della settimana
- **10 anni:** rendimento in calo di 7,65 pb a 5,226%
- **FTSE 100:** +1,2% a 10.816, con le banche in testa (HSBC +2%, Standard Chartered +2,2%).

Le attese del mercato

I mercati OIS prezzano ora **+39 pb entro dicembre 2026** e **+96 pb entro dicembre 2027**, con la probabilità di un rialzo in novembre al 75%.

La BoJ ed il paradosso di un rialzo "dovish"

La Bank of Japan ha alzato i tassi di **25 punti base all'1,25%** (18 settembre) - il livello più elevato dal 1995 - ma lo yen, anziché rafforzarsi, è crollato di oltre 100 pips contro il dollaro, scivolando da 155,88 a **157,53** nella sessione asiatica. Il paradosso si spiega con il voto 7-2, in cui i due dissidenti - entrambi nominati dalla Premier Takaichi - hanno votato contro il rialzo, e con la conferenza stampa del Governatore Ueda, che ha evitato segnali esplicitamente aggressivi sul ritmo dei futuri rialzi.

Il voto 7-2 e i dissidenti di Takaichi

Il Board ha alzato il tasso di policy dall'1,00% all'1,25% con un voto di **7 a 2**. I dissidenti sono **Toichiro Asada** e **Ayano Sato**, entrambi considerati "reflazionisti" e nominati dalla Premier Sanae Takaichi - sostenitrice dell'Abenomics e della politica fiscale espansiva. Il loro dissenso, a favore del mantenimento dei tassi invariati, ha lanciato un segnale chiaro: la pressione politica sulla BoJ è tutt'altro che assente.

Il comunicato: rischi di overshooting inflazionistico

La BoJ ha tuttavia aggiornato la propria valutazione in senso hawkish su diversi fronti:

- L'inflazione *wholesale* resta elevata e le pressioni sui prezzi business-to-business stanno iniziando a **trasmettersi ai prezzi al consumo**
- L'inflazione sottostante si sta "avvicinando al 2%" grazie al persistente trasferimento dei maggiori costi salariali
- Le aspettative d'inflazione a medio-lungo termine **continuano a salire**
- Esiste il rischio che l'inflazione sottostante **devii al rialzo** dal target del 2%
- Le esportazioni e la produzione industriale hanno iniziato ad aumentare, sostenute dalla **domanda globale legata all'AI**.

La conferenza stampa di Ueda: prudenza calcolata

Il Governatore Ueda ha dichiarato che la BoJ è entrata in una **nuova fase** della politica monetaria: l'obiettivo non è più spingere l'inflazione sottostante verso il 2%, bensì **stabilizzarla** a quel livello e prevenire un overshooting:

- *"If risks of underlying inflation overshooting 2% materialise, that could have a negative impact on Japan's economy"*
- *"We're in a phase where we need to look at various data carefully. But that doesn't mean we can move slowly"*
- *"We've also seen rises in medium- and long-term inflation expectations. Recent wage data have also been quite strong, suggesting that wage pressures are broadening"*.

Rialzi da 50 pb o back-to-back? "Non escludiamo nulla"

Alla domanda sulla possibilità di rialzi più aggressivi, Ueda ha risposto: *"That depends on how price conditions develop. There could be various possibilities. We shouldn't rule anything out"*, aggiungendo però che rialzi più ampi o consecutivi sarebbero giustificati solo da *"very big inflation risks, or inflation sharply overshooting our target"* - come fecero la Fed e la BCE nei rispettivi cicli di rialzo.

Sul tasso neutrale, Ueda è rimasto volutamente vago: *"It is hard to pinpoint where the neutral rate is, and therefore the terminal rate"* - un commento che lascia aperta una

vasta gamma di possibilità, dato che la BoJ stima il tasso neutrale nominale in un range tra **1,1% e 2,5%**.

La reazione dei mercati JGB: la curva si irripidisce

I rendimenti a breve sono scesi dopo la decisione, mentre i super-long hanno continuato a salire - un classico segnale di **bull steepening**:

L'irripidimento della curva sui super-long riflette le persistenti preoccupazioni sulla **sostenibilità fiscale** del Giappone - con le richieste di bilancio per il prossimo anno fiscale gonfiate a 143.000 miliardi di yen (prossime ai livelli pandemici) e la promessa di Takaichi di un taglio dell'IVA sugli alimentari.

Le attese del mercato

I mercati OIS prezzano ora **+22 pb entro dicembre 2026** e **+92 pb entro dicembre 2027**, con la probabilità di un rialzo ad ottobre al 31%.

Analisi per valuta

Dollaro USA (USD) - Momentum rialzista dopo il rialzo hawkish

La decisione della Fed del 16 settembre rappresenta un punto di svolta strutturale per il mercato dei cambi: il dollaro è ora sostenuto da tre pilastri - **differenziale di rendimento** (2 anni USA a 4,74% vs Bund 2 anni a ~3,5%), **credibilità anti-inflazionistica** (voto unanime e rimozione della narrativa sugli "shock temporanei"), e **resilienza economica** (vendite al dettaglio +1,2%, disoccupazione al 4,1%). Il Dollar Index (DXY) è balzato dello **0,7%** ai massimi dal 31 luglio, superando la media mobile a 100 giorni (99,80) per attestarsi a **100,27-100,35**.

La svolta di Warsh è tanto più significativa perché arriva da un presidente nominato da Trump con l'aspettativa di tassi bassi: il fatto che abbia votato per il rialzo e dichiarato che le condizioni finanziarie "non possono essere descritte come restrittive" segnala un impegno personale per la stabilità dei prezzi che dovrebbe sostenere il dollaro nelle prossime settimane.

Tuttavia, il posizionamento del mercato è ormai decisamente lungo dollaro e la curva dei rendimenti sconta già un percorso aggressivo di rialzi. Il rischio principale è che i dati economici si indeboliscano più rapidamente del previsto - specie con il prime rate al 7% e i mutui prossimi al medesimo livello - costringendo la Fed ad una pausa che il mercato non sta prezzando. In tal caso, EUR/USD potrebbe rimbalzare verso area 1,16-1,17, mentre USD/JPY troverebbe un tetto naturale nell'area 158, dove le autorità giapponesi e americane hanno già dimostrato disponibilità ad intervenire congiuntamente.

La valanga di interventi di esponenti Fed (Goolsbee, Jefferson, Williams, Barkin, Hammack, Paulson) offrirà al mercato un flusso continuo di indicazioni sulla probabilità di ulteriori rialzi. I mercati prezzano il tasso sui fed funds al 4,275% entro dicembre (154% di probabilità implicita di un rialzo da 25 pb) e al 4,53% entro marzo 2027.

Il rischio per il dollaro nel breve termine è che i toni dei funzionari Fed risultino meno aggressivi del previsto, specie dopo che il Governatore Waller e il presidente della Fed di New York Williams hanno già mostrato cautela sull'impegnarsi a ulteriori inasprimenti oltre settembre, dato il contesto volatile dei prezzi petroliferi.

Nonostante il momentum favorevole, occorre segnalare alcuni fattori di rischio:

1. **Breakeven inflazionistici stabili:** i breakeven a 2, 5 e 10 anni non sono aumentati rispetto ai range degli ultimi due anni, suggerendo che il mercato non vede un'accelerazione strutturale dell'inflazione. Se la retorica Fed si ammorbidesse, il dollaro e i tassi statunitensi potrebbero subire pressioni al ribasso, aprendo la strada a un maggiore potenziale di deprezzamento del dollaro.
2. **Il rischio geopolitico come variabile bilaterale:** un'escalation del conflitto iraniano rafforzerebbe il dollaro come safe haven, ma una de-escalation farebbe crollare il petrolio e con esso le aspettative di rialzi aggressivi.
3. **La ricchezza azionaria USA è ai massimi:** le famiglie americane hanno raggiunto un patrimonio netto di **USD 196.000 miliardi** (828% del reddito disponibile), con le azioni che rappresentano il 46,6% degli asset finanziari - un record. Un eventuale crollo del mercato azionario, favorito anche dai tassi più alti, potrebbe deprimere i consumi e costringere la Fed a invertire la rotta.

Euro (EUR) - Tra dinamica salariale contenuta e crescenti tensioni politiche alla BCE

L'andamento di EUR/USD nell'ultimo mese evidenzia una discesa progressiva da area **1,17** di fine agosto a **1,1464** del 16 settembre - una perdita di circa 250 pips (2,1%) in sole tre settimane. La sessione post-Fed ha visto un crollo da 1,1538 (apertura) a 1,1460 (chiusura), con un minimo intraday a 1,1498.

EUR/USD resta intrappolato nel range 1,1325-1,2084 da giugno 2025. L'analisi dei driver indica che un'uscita al rialzo richiederebbe un pivot accomodante della Fed combinato con una BCE ferma, mentre un cedimento sotto 1,1325 necessiterebbe di nuovi rialzi Fed o di una capitolazione BCE.

I dati salariali dell'eurozona mostrano un rallentamento della crescita del costo del lavoro al 3,1% nel Q2 dal 3,3% del Q1, con i contratti negoziati che indicano solo un modesto rialzo al 2,8% nella prima metà del 2027 - un elemento di conforto per la BCE, che ritiene una crescita salariale del 3% compatibile con il target inflazionistico del 2%.

I discorsi di Lane (mercoledì a Ginevra e giovedì a Losanna) e di Schnabel (giovedì a Roma) saranno particolarmente seguiti per indicazioni sulla prossima mossa della BCE, attesa in ottobre. In parallelo, la corsa alla successione di Lagarde - con la Francia che appoggerebbe l'olandese Knot in cambio della posizione di capo economista - potrebbe indirettamente influenzare le aspettative sulla stance futura.

Yen giapponese (JPY) – Un quadro geopolitico complesso

Lo yen ha subito un crollo netto dopo la decisione odierna della BoJ, estendendo le perdite durante la conferenza stampa di Ueda: il GBP/JPY ha raggiunto il massimo dal 7 settembre (211,19), mentre CHF/JPY ha toccato i livelli più elevati dall'8 settembre (190,81).

Il futuro dello yen sarà determinato dallo sviluppo di tre forze, in parte contrapposte:

1. **Pressione americana per tassi più alti e disciplina fiscale.** Bessent ha reso esplicito ciò che era implicito: Washington vuole uno yen più forte, rialzi BoJ più rapidi e il ridimensionamento dei piani di spesa di Takaichi. L'intervento congiunto di luglio e le dichiarazioni "*I am the house*" hanno

- creato un tetto sopra lo yen, ma non un catalizzatore per un apprezzamento strutturale.
2. **La resistenza politica interna.** I due dissidenti di Takaichi nel Board BoJ, la conferma del Ministro dell'Economia Kiuchi (reflationist dichiarato) e le richieste di bilancio a 143.000 miliardi di yen segnalano che Tokyo non ha intenzione di abbandonare la politica fiscale espansiva - creando una tensione crescente con la direzione restrittiva della banca centrale.
 3. **Il ritardo strutturale rispetto ai peer.** Con la Fed al 3,75%-4,00%, la BCE al 2,50% e la BoE al 3,75%, il differenziale di tasso USA-Giappone resta superiore a **250 punti base** - un divario che, in assenza di un'accelerazione drammatica del ciclo di rialzi BoJ, mantiene una pressione ribassista strutturale sullo yen.

Per i prossimi mesi, il consenso del mercato vede USD/JPY in un **range di 155-160**, con il rischio di un ritorno verso 160 se Ueda non mantiene una retorica sufficientemente aggressiva e se il petrolio continua a salire. Al ribasso, un eventuale de-escalation in Medio Oriente o un ammorbidimento della Fed potrebbero riportare il cambio verso 152-153. La prossima decisione BoJ (29-30 ottobre) e il rapporto trimestrale di ottobre - in cui Ueda ha promesso di *"quantificare l'impatto dei rialzi dei tassi"* - saranno i catalizzatori chiave.

La Ministra delle Finanze Katayama ha già avvertito oggi che *"it is important to maintain order regarding exchange rates, interest rates"* - un linguaggio che lascia aperta la porta a nuovi interventi se lo yen dovesse scivolare troppo rapidamente verso 160.

Sterlina (GBP) – Outlook negativo nel breve termine

La sterlina ha esteso le perdite post-decisione, toccando un minimo a **1,3333** nella sessione europea (livello più basso da inizio agosto), per poi stabilizzarsi a **1,3349** nel pomeriggio newyorkese. EUR/GBP si è esteso da un minimo di 0,8563 pre-decisione fino a puntare verso **0,8607**, massimo di due mesi raggiunto il 3 settembre.

La decisione della BoE disegna un quadro **negativo per la sterlina nel breve termine**, per tre ragioni:

1. **Ritardo rispetto a Fed e BCE:** la Fed ha alzato i tassi ieri, la BCE la scorsa settimana - la BoE è l'unica grande banca centrale G7 a non aver ancora agito, generando un differenziale di credibilità.
2. **La sospensione del QT**, pur positiva per i gilt, riduce l'attrattiva relativa degli asset in sterline poiché segnala preoccupazione per la stabilità del mercato obbligazionario.
3. **L'incertezza geopolitica** - il conflitto iraniano come variabile esogena per la politica monetaria - mantiene elevata la volatilità e penalizza le valute delle economie più esposte allo shock energetico.

Il punto di svolta per la sterlina sarà la riunione di **novembre**: un rialzo da 25 pb a 4,00%, ormai ampiamente atteso, potrebbe paradossalmente risultare un evento positivo solo se accompagnato da una *guidance* aggressiva su ulteriori inasprimenti. In assenza di ciò, GBP/USD rischia di scivolare verso l'area **1,3200-1,3300** nelle prossime settimane, mentre EUR/GBP potrebbe consolidarsi nel range **0,8600-0,8650**.

Franco svizzero (CHF) - La SNB al centro della scena

Il USD/CHF a 0,8251 indica un franco relativamente forte. La decisione della SNB giovedì 24 (07:30 GMT) con conferenza stampa rappresenta il catalizzatore principale per il franco e l'EUR/CHF nella settimana. Il contesto di inflazione globale persistente potrebbe portare la SNB a mantenere una *stance* più restrittiva del previsto.

Valute commodity (AUD, NZD, CAD) - Pressione da dollaro forte e petrolio volatile

- **AUD/USD:** la RBA non decide sui tassi fino al 28-29 settembre, ma le audizioni parlamentari del Governatore Bullock di questa settimana forniscono il contesto.
- **NZD/USD:** il PIL del Q2 neozelandese è risultato al +0,2% t/t (meglio del +0,1% atteso e della previsione RBNZ di crescita zero), con il dato annuale al +2,6% vs attese di +2,2%.
- **USD/CAD:** il discorso del Governatore Macklem lunedì 21 a Halifax sarà il primo catalizzatore della settimana per il loonie.

Settimana 21-24 settembre: Gli eventi chiave

La settimana del 21-24 settembre si preannuncia densa di catalizzatori per il mercato valutario globale, con gli operatori chiamati a metabolizzare il rialzo *hawkish* della Federal Reserve (+25 pb al 3,75%-4,00%), quello *dovish* della Bank of Japan (rialzo a 1,25%) e l'attendismo della Bank of England, mentre nel corso della settimana si concentrano tre ulteriori decisioni di politica monetaria - **SNB, Riksbank e Norges Bank** - oltre a una fitta serie di interventi di esponenti di Fed, BCE e BoE.

Lunedì 21 settembre

- **Discorso del Governatore della Bank of Canada Tiff Macklem** ad Halifax - indicazioni sulla politica monetaria canadese (rilevante per USD/CAD, attualmente a 1,3990).
- **Fed Chicago President Goolsbee** interviene a Londra presso l'OMFIF su "*Monetary Policy in an Uncertain World*" - primo intervento post-rialzo, da monitorare per sfumature sulla *forward guidance*.

Martedì 22 settembre

- **Fed Vice Chair Philip Jefferson** e **Fed NY President John Williams** parlano alla Treasury Markets Conference a New York - interventi ad alto impatto per il mercato obbligazionario e valutario USA.
- **Fed Richmond President Barkin** interviene al CFA Society di Baltimora.
- **BCE - Claudia Buch** keynote ad Amsterdam.
- **RBNZ Governor Breman** aggiornamento economico - rilevante per NZD.

Mercoledì 23 settembre

- **Riksbank - Decisione di politica monetaria** (07:00 GMT) - impatto su SEK e per estensione sull'EUR.
- **BCE - Capo economista Philip Lane** interviene a Ginevra su "*Monetary Policy in the Euro Area*" - discorso potenzialmente market-mover per EUR/USD, data la crescente attenzione alla *stance hawkish* della BCE.
- **BCE VP Vujcic** in discussione a Francoforte.

Giovedì 24 settembre - La giornata clou

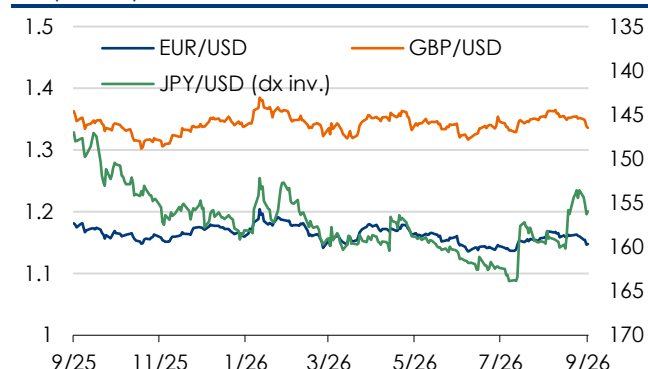
- **Swiss National Bank (SNB): Decisione di politica monetaria e conferenza stampa** (07:30 GMT) - decisione cruciale per USD/CHF e EUR/CHF. In un contesto di inflazione globale persistente, la SNB potrebbe fornire indicazioni sulla propria traiettoria di rialzi.
- **Riksbank:** Pubblicazione della decisione (07:30 GMT) e conferenza stampa (08:30 GMT).
- **Norges Bank:** Decisione sui tassi e Monetary Policy Report 3/26 (08:00 GMT) - impatto su NOK.
- **London Macro Policy Forum:** NY Fed President Williams, BoE MPC member Dhingra e BoE Deputy Governor Breeden in panel e fireside chat – impatto su GBP.
- **Fed:** Richmond President Barkin all'Economic Club di Washington; Cleveland President Hammack e Philadelphia President Paulson - ulteriore flusso di comunicazioni post-rialzo.
- **BCE:** Isabel Schnabel al Women Economic Forum (Roma); Philip Lane lezione a Losanna.

Conclusioni operative

La settimana 21-24 settembre sarà dominata da tre dinamiche interconnesse: **(1)** la digestione del rialzo hawkish della Fed e l'interpretazione dei numerosi discorsi di funzionari, che definiranno le aspettative per ottobre; **(2)** le tre decisioni di banche centrali minori ma influenti (SNB, Riksbank, Norges Bank) nella sola giornata di giovedì 24, che possono generare movimenti incrociati su CHF, SEK e NOK; **(3)** l'assorbimento delle decisioni BoJ e BoE della settimana precedente, con il rischio che toni più hawkish del previsto da parte di Ueda possano innescare un recupero dello yen, mentre la BoE dovrà navigare tra inflazione persistente e rallentamento economico.

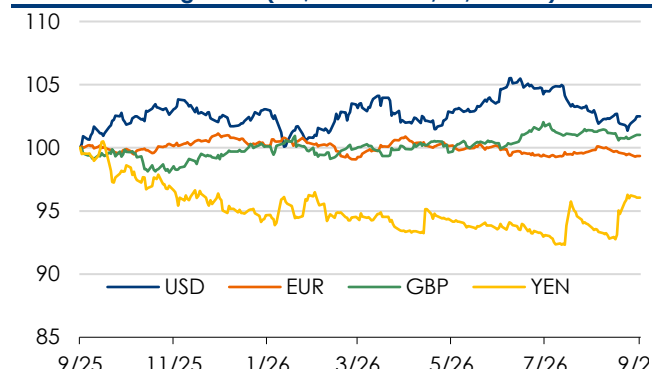
Il dollaro resta strutturalmente favorito dal differenziale di rendimento e dalla *stance* restrittiva della Fed, ma il volume di comunicazioni dei banchieri centrali durante la settimana introduce un elevato rischio di volatilità intra-giornaliera. L'EUR/USD appare destinato a restare nel range consolidato, salvo sorprese dalla retorica BCE o un ammorbidente inatteso dei toni Fed.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: WS Datastream

Nominal Exchange Rate (BIS, rebased 11/09/25=100)

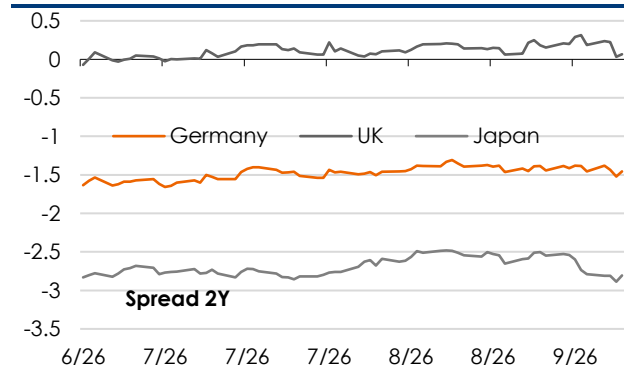


Fonte: WS Datastream

Previsioni Forex G10

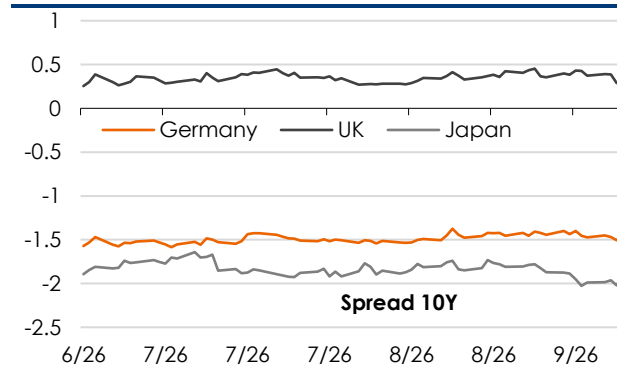
	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027	Q4 2027	Q1 2028	Q2 2028
WD EUR/USD	1.1459	1.1277	1.1294	1.1462	1.1581	1.1568	1.1648	1.1858
WD EUR/GBP	0.8563	0.8684	0.883	0.8866	0.8911	0.8923	0.894	0.8944
WD EUR/NOK	11.0345	10.9309	10.8257	10.726	10.6706	10.6158	10.5509	10.4964
WD USD/CAD	1.4066	1.4319	1.433	1.4105	1.3954	1.3934	1.382	1.357
WD USD/JPY	159.7091	159.7902	159.5413	155.7251	149.7483	145.6032	143.5761	140.5335
WD EUR/CHF	0.9284	0.9243	0.926	0.9219	0.9209	0.9193	0.9183	0.9164
WD EUR/SEK	10.9652	10.8592	10.7283	10.5072	10.3504	10.2194	10.1496	10.1012
WD USD/CHF	0.81	0.8196	0.82	0.8043	0.7952	0.7947	0.7884	0.7728
WD AUD/USD	0.7053	0.7047	0.7049	0.7142	0.7185	0.7147	0.715	0.7249
WD GBP/USD	1.3386	1.2986	1.279	1.2927	1.2997	1.2964	1.3029	1.3258
WD NZD/USD	0.587	0.5878	0.5993	0.6186	0.6299	0.6314	0.6346	0.6465
WD EUR/AUD	1.6254	1.6004	1.6022	1.6048	1.6119	1.6186	1.629	1.6357
WD EUR/CAD	1.6122	1.6148	1.6185	1.6166	1.616	1.6119	1.6096	1.6091
WD EUR/JPY	183.0808	180.1947	180.1875	178.4847	173.4246	168.4352	167.2297	166.638
WD EUR/NZD	1.9529	1.9185	1.8846	1.853	1.8385	1.832	1.8353	1.8341

Differenziale rendimenti vs UST2Y



Fonte: WS Datastream

Differenziale rendimenti vs UST10Y



Fonte: 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.intesaspanpaolo.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.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 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates and Forex)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (Forex)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com