

➤ TASSI DI INTERESSE – VALUTE: AGGIORNAMENTO SCENARIO 2025

In settimana

L'impasse sulla legge di spesa del Congresso ha provocato un parziale shutdown del governo Usa, con conseguente temporaneo blackout dei dati economici ufficiali. I dati occupazionali in programma oggi e che erano i più attesi, probabilmente slitteranno. Tuttavia, mercoledì è stata offerta una selezione abbastanza abbondante di indicatori del settore privato, la maggior parte dei quali sono stati deludenti. In primo luogo, il settore privato ha inaspettatamente perso 32.000 posti di lavoro a settembre, il calo più consistente in due anni e mezzo, secondo l'elaboratore di buste paga Adp. Il numero è in netto contrasto con il consensus (+ 50.000). Di solito gli operatori ignorano tale dato ma questa volta proprio per il probabile slittamento dei dati occupazionali, vi sono stati acquisti di Treasury con conseguente ribasso dei rendimenti sia sul tratto breve sia su quello lungo. Il settore manifatturiero (indice Ism Usa) si è contratto a settembre a un ritmo leggermente inferiore rispetto al mese precedente. I nuovi ordini sono scesi in contrazione (sotto 50), mentre la produzione è balzata in espansione (sopra 50). La componente occupazionale continua a peggiorare, ma a un ritmo più lento rispetto ad agosto. Le tendenze di fondo del settore manifatturiero sono state difficili da distinguere negli ultimi tempi, in mezzo all'ondata di attività legate alle varie minacce e scadenze tariffarie ma l'indagine continua a dipingere un quadro relativamente negativo per il manifatturiero non però per il settore servizi. Rispetto ad una settimana fa il Bond 10 anni Usa scende di 8 cent. a 4,10%, il 2 anni a 3,55% (-10). Poche sorprese dai dati eurozona: la stima flash dell'inflazione di settembre è risultata pari al 2,2% tendenziale in rialzo dal 2% di agosto e leggermente sopra il consensus di 2,1%. Sui tassi europei vige comunque una maggior stabilità rispetto a quelli Usa con la Bce che dovrebbe aver terminato i suoi tagli (depo 2%). Il Bund 10 è al 2,70% (-6), il 2 anni al 2,01% (-2). Calo sui tassi Irs (10 anni al 2,67% meno 6 centesimi; 2 anni al 2,15% meno due centesimi).

Terzo trimestre 2025

Per assurdo l'entrata in vigore dei dazi e l'approvazione dello stimolo fiscale americano hanno reso meno incerto il futuro. L'economia globale si è dimostrata resiliente, sono venuti meno i timori di recessione. Le tensioni geopolitiche sono cresciute ma continuano ad essere ignorate dai mercati. L'inflazione, dopo essere rientrata nel primo semestre al 2% - obiettivo Bce - si è stabilizzata nel trimestre. Si è leggermente increspata quella Usa. Si è indebolito il mercato del lavoro americano e ciò ha convinto la Fed a tagliare i tassi di un quarto di punto.

Bce: dopo i quattro tagli da 25 cent. nel primo semestre con il depo passato dal 3% al 2%, nel trimestre appena concluso i tassi ufficiali sono rimasti stabili con il depo al 2%, il refi al 2,15% e il rifinanziamento marginale al 2,40%. In 15 mesi il depo è sceso dal 4% al 2%. E' proseguita la riduzione del bilancio Bce con il calo dei portafogli App (80 mld a trimestre) e Pepp (50 mld a trimestre) con conseguente riduzione della liquidità in eccesso che comunque resta elevata (2.500 mld; nel 2022 era a 4.800 mld). La riduzione sta avvenendo senza creare tensioni sui mercati obbligazionari.

Fed: la riunione di settembre si è conclusa con un taglio di 25pb (il primo da dicembre 2024), come atteso. Il Fed Fund è al 4%-4,25%. Il FOMC appare diviso ma preoccupato per il rallentamento del mercato del lavoro. L'inflazione resta sopra il target, ma i rischi legati ai dazi sembrano ora contare meno nelle decisioni rispetto a quelli sull'occupazione. La Fed nel 2024 aveva tagliato tre volte (settembre 50 cent.; 25 cent. a novembre e dicembre). La banca centrale nel trimestre è stata sottoposta ad attacchi alla propria indipendenza da parte dell'amministrazione Usa.

Eurozona

L'inflazione: ha mostrato un andamento molto stabile – in area 2% - nel trimestre. La “core” (indice al netto di energetici e alimentari freschi) è calata al 2,3%: si tratta di un minimo da ottobre del 2021. L'inflazione energetica è tornata in territorio negativo su base annua da marzo e continua a rappresentare un freno per l'inflazione generale. Le pressioni al rialzo sull'inflazione sono arrivate nei mesi estivi dagli alimentari freschi: hanno influito fattori climatici (estate torrida) e l'aumento dei costi salariali nel settore agroalimentare. E' proseguito nel trimestre il trend di rallentamento dell'inflazione nei servizi (dal 4% di inizio anno al 3% attuale). La crescita: il primo semestre mostra una crescita acquisita per l'intero anno è pari all'1,2%; nel terzo trimestre (non si hanno ancora dati) gli indici anticipatori e lo spaccato delle componenti sembrano suggerire un rallentamento se non una battuta d'arresto. La domanda interna e gli investimenti – sostenuti dai tagli dei tassi – potrebbero aver compensato in parte il calo dell'export.

Stati Uniti

L'inflazione: è salita leggermente negli ultimi mesi dal 2,7% di giugno al 2,9% di agosto (ultimo dato disponibile). Ad inizio anno era al 3%. L'inflazione ha mostrato segnali contrastanti tra luglio e agosto, registrando però dei rincari per i beni più esposti all'aumento dei dazi (tra i quali arredamento, abbigliamento, elettronica, componentistica auto). Il calo della componente energetica ha impedito rialzi superiori. La media delle variazioni mensili fino ad agosto è dello 0,2% contro lo 0,3% dello stesso periodo del 2024.

La crescita: gli accordi con i principali partner e la tregua con la Cina, in vigore fino al 9 novembre, hanno contribuito a ridurre l'incertezza e allontanare, almeno temporaneamente, una riaccensione delle tensioni commerciali. I rapporti mensili sull'occupazione di luglio e agosto hanno sorpreso verso il basso dopo che già nel bimestre maggio-giugno la crescita dei posti di lavoro è risultata pressoché nulla. Ulteriori segnali di debolezza emergono dalle indagini di fiducia: le componenti occupazionali dell'indice ISM si attestano su livelli recessivi e anche le rilevazioni del Conference Board segnalano crescenti difficoltà dei consumatori nel trovare lavoro. Il rallentamento degli occupati è però spiegato anche da politiche migratorie più stringenti. A parte l'occupazione i segnali sulla crescita indicano un rallentamento nel terzo trimestre (non sono ancora disponibili stime sul Pil) e nel quarto nonostante l'importante revisione al rialzo del Pil II° trim. al 3,8% dal precedente 3,3% annualizzato. La crescita dello scorso trimestre è stata sostenuta dalle imprese che hanno incrementato gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale, soprattutto IA. Le letture del Pil del primo e secondo trimestre non riflettono fedelmente lo stato di salute dell'economia a causa delle forti oscillazioni sul fronte delle importazioni.

Mercato obbligazionario e tassi interbancari (medie storiche complete a pag. 9)

	SPOT	media da inizio 2025	media giugno	media settembre	minimo da inizio 2025	massimo da inizio 2025
Bond Usa 10	4,15	4,36	4,38	4,12	4,00 (4 apr 25)	4,79 (14 gen 25)
Bond Usa 2	3,61	3,92	3,90	3,58	3,49 (set 25)	4,38 (14 gen 25)
Bund 10	2,71	2,61	2,54	2,71	2,36 (5 feb 25)	2,90 (11 mar 25)
Bund 2	2,02	1,97	1,84	1,99	1,66 (24 apr 25)	2,32 (14 gen 25)
Btp 10	3,53	3,60	3,48	3,53	3,40 (12 giu 25)	4,01 (13 mar 25)
Spread Btp-Bund 10	82	99	94	82	77 (13 ago 25)	129 (9 apr 25)
Irs 10	2,68	2,58	2,56	2,67	2,30 (14 feb 25)	2,76 (14 mar 25)
Irs 5	2,39	2,32	2,24	2,36	2,12 (30 apr 25)	2,53 (7 mar 25)
Irs 3	2,24	2,18	2,07	2,21	1,96 (22 apr 25)	2,47 (14 gen 25)
Euribor 3 mesi	2,02	2,22	1,98	2,03	1,94 (27 giu 25)	2,79 (9 gen 25)

Valute*

	SPOT	media da inizio 2025	media giugno	media settembre	minimo da inizio 2025	massimo da inizio 2025
EUR/USD	1,1740	1,118	1,152	1,173	1,020 (13 gen 25)	1,184 (17 set 25)
EUR/GBP	0,873	0,842	0,850	0,869	0,825 (3 mar 25)	0,875 (25 set 25)
EUR/YEN	173,01	162,10	166,52	173,55	156,50 (4 mar 25)	174,79 (19 set 25)

*Dati estrapolati dai fixing Bce

Indici azionari	variazioni percentuali terzo trimestre 2025	variazioni percentuali da inizio anno
FTSEMIB	+7,1	+24,5
NKY	+12,2	+12,9
DAX	-1,2	+19,3
EUROSTOXX 50	+5,7	+13,8
DOW JONES	+5,7	+8,9
HANG SENG	+9,6	+32,7

Materie prime	variazioni percentuali terzo trimestre 2025	variazioni percentuali da inizio anno
Ptrollo BRENT	+3,15	-7,04
ORO (quot \$ USA)	+14,6	+31,5
Rame	+5,15	+15,8

2025 aggiornamento previsioni

Ultime previsioni di settembre della Bce e della Fed

PREVISIONI BCE					
	2023	2024	2025	2026	2027
PIL	0,6	0,8	1,2 (0,9)	1,0 (1,1)	1,3 (1,3)
INFLAZIONE	5,4	2,4	2,1 (2,0)	1,7 (1,6)	1,9 (2,0)
INFLAZIONE CORE	5,0	2,9	2,4 (2,4)	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)

() previsioni precedenti di giugno

PREVISIONI FED					
	2023	2024	2025	2026	2027
PIL	2,6	2,1 (2,1)	1,6 (1,4)	1,8 (1,6)	1,9 (1,8)
INFLAZIONE PCE	2,8	2,6 (2,4)	3,0 (3,0)	2,6 (2,4)	2,1 (2,1)
PCE "CORE"	3,2	2,8 (2,6)	3,1 (3,1)	2,6 (2,4)	2,1 (2,1)
DISOCCUPAZIONE	3,8	4,0 (4,0)	4,5 (4,5)	4,4 (4,5)	4,3 (4,4)
FED FUND	5,4	5,1 (4,6)	3,6 (3,9)	3,4 (3,6)	3,1 (3,4)
FF CENTRAL TENDENCY	5,4	4,9	3,6 - 4,1 (3,9 - 4,4)	2,9 - 3,6 (3,1 - 3,9)	2,9 - 3,6 (2,9 - 3,6)

() previsioni precedenti di giugno

Sulle previsioni l'incertezza dazi è calata mentre i rischi maggiori derivano dalla sostenibilità del debito Usa e dall'erosione della credibilità della Fed. I dazi non porteranno ad una recessione né negli Usa né a livello globale. Si ridurrà l'interscambio commerciale ma gli effetti maggiori probabilmente si vedranno nel 2026. Inoltre c'è anche da tener presente che i nuovi dazi vengono elusi o aggirati con un certo successo dalle imprese. In secondo luogo, la distribuzione degli oneri lungo la catena distributiva sta rendendo l'impatto più graduale.

Per quanto riguarda l'Eurozona gli indici di fiducia e la crescita primo semestre sono risultati migliori delle attese. Rivediamo al rialzo la stima per il Pil 2025 da 0,8% a 1,1% cioè abbastanza in linea con quanto indica la Bce (1,2%). Il piano fiscale espansivo in Germania e quello sul riarmo europeo dovrebbero iniziare a sostenere la crescita nell'ultima parte dell'anno e soprattutto il prossimo. I tagli dei tassi Bce stanno iniziando ad avere effetti sulla domanda interna e l'avranno ancor più il prossimo anno. La componente export è prevista debole. Riteniamo che la crescita possa essere superiore a quanto indica la Bce nel 2026 (1%) proprio perché la politica fiscale da neutra passerà ad essere positiva e quella monetaria fornirà comunque un suo contributo.

Sull'inflazione non modifichiamo le nostre previsioni rispetto a inizio luglio corroborati in ciò dal fatto che gli ultimi dati e la revisione di settembre delle previsioni Bce sono in linea con le nostre attese: nel 2025 2,1% -2,2% e 1,7%-1,8% nel 2026. Gli obiettivi di calo dell'inflazione al 2% sono stati raggiunti anche grazie alla forza

dell'euro e nonostante i dazi rappresentino un fattore di potenziale rialzo. La componente valutaria dovrebbe diventare più neutrale.

Restiamo dell'idea che la Bce dovrebbe essere giunta al termine dell'allentamento monetario. Vediamo un taglio di 25 cent. solo in caso di inaspettato peggioramento della crescita: a tale ipotesi per ora attribuiamo meno del 50% di probabilità.

Sugli **Usa** la revisione al rialzo del Pil II° trim. e alcune indicazioni provenienti dagli indici di fiducia sul settore servizi e manifatturiero portano a rivedere al rialzo la crescita 2025 dall'1,5% all'1,7% (previsione Fed 1,6%). I rischi maggiori su tale ipotesi sono di tipo finanziario (aumento del debito e credibilità della Fed) e di calo dell'occupazione.

La CPI – misura standard dell'**inflazione** che differisce dalla Pce che pubblica la Fed – è rientrata leggermente meno del previsto rispetto ad inizio anno e negli ultime mesi si è anzi increspata: ciò induce a rivedere la previsione per il 2025 dal 2,6% al 2,7%-2,8% nel 2025; su livelli solo leggermente inferiori è prevista nel 2026.

La Fed è in una situazione decisamente più scomoda rispetto alla Bce. I mercati prevedono ulteriori due tagli con i Fed Fund al 3,5%-3,75% per fine anno. Lo stesso Fomc appare diviso su questa ipotesi ma la preoccupazione per la debolezza del mercato del lavoro potrebbe rendere realistico un duplice taglio. Per il 2026 l'idea è di due ulteriori riduzioni dei tassi. Resta molta incertezza comunque visto che il prossimo anno l'amministrazione prenderà il controllo del FOMC (Powell decade); potrebbe decidere di vincolare la politica monetaria al controllo dei costi di rifinanziamento del debito.

TASSI

Euribor 3 mesi: il 2% resterà di riferimento fino a fine anno e per il primo semestre 2026. La media dei tassi reali sull'Euribor dal 2000 relativamente agli anni in cui la cpi era maggiore del Pil (esclusi gli anni di recessione) è pari a 0,4%; ipotizzando una cpi 2026 pari a 1,7%-1,8%, l'Euribor nel 2026 dovrebbe attestarsi tra il 2,10% e il 2,20% cioè sopra quanto prevedono attualmente i tassi Future Euribor (scaletta completa pag. 8).

Bund 10: il piano espansivo fiscale tedesco e la conseguente necessità di aumentare le emissioni rappresenta un fattore di rialzo ancor più in un contesto di riduzione di bilancio Bce. La media del Bund 10 da inizio anno è stata del 2,61% cioè 10 centesimi in meno rispetto ai livelli attuali. Si è mosso tra un massimo di 2,90% e un minimo di 2,36%: la media del mese di giugno è stata del 2,54%, quella di settembre 2,71%. Riteniamo che discese sotto il 2,60% siano poco probabili e temporanee mentre 2,70% potrebbe essere il riferimento e verso fine anno/inizio 2026 possa stabilizzarsi nella parte alta del range 2,70% e 3%. Se così fosse la media 2025 sarebbe del 2,80% circa che esprimerebbe un tasso reale di 0,70%, livello che è in linea con il tasso reale dal 2001 al 2019 pre covid. Negli anni in cui la cpi è stata maggiore del Pil il tasso reale storicamente risultava superiore a 1%; questo per dire che se anche effettivamente l'inflazione nel 2026 scendesse all'1,7%-1,8% il rendimento Bund in prossimità del 3% non dovrebbe stupire.

Irs 10: la curva Irs che ad inizio anno era quasi piatta è andata inclinandosi progressivamente. La parte 2-3 anni dovrebbe aver raggiunto un punto di sostanziale stabilizzazione in area 2,20%-2,30% di qui a fine anno/inizio prossimo; potrebbe poi salire leggermente nel corso del 2026. La parte 5-10 anni ha spazio di rialzo vuoi perché il Bund 10 dovrebbe salire, vuoi perché dovrebbe ripristinarsi – almeno sul 10 anni – uno spread positivo Irs-

Bund. Dunque riferimento per il 5 anni 2,40% - 2,50% e 2,80% - 2,90% per il 10 anni nel corso dell'anno. Nel 2026, specie nel secondo semestre, potrebbe portarsi appena sopra il 3%.

Spread Btp-Bund: i conti pubblici italiani potrebbero sorprendere in positivo grazie alla dinamicità delle entrate. Il deficit potrebbe essere molto vicino al 3% del PIL nel 2025 ed è atteso calare sotto tale soglia l'anno prossimo qualora il Governo si attenga alla correzione strutturale prevista dal Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine. Visto inoltre il consistente stimolo fiscale tedesco che porta ad un aumento del costo di finanziamento è plausibile attendersi nei prossimi 3/6 mesi una ulteriore leggera riduzione degli spread a livello di eurozona nonostante il downgrade della Francia. Un calo dello spread Btp-Bund da 80 bps attuali ad area 70-60 bps è alla portata. Tuttavia, l'incremento dell'obiettivo NATO per le spese militari rappresenta un rischio per l'Italia.

Bond Usa 10: nel corso dell'anno si è mosso tra il 4% e il 4,8% (massimi di gennaio); la media dei primi 9 mesi è 4,36% cioè 20 centesimi sopra lo spot di 4,15%. La media di giugno è stata di 4,38%, quella di settembre di 4,12%. E' dunque continuato il calo del rendimento. Se consideriamo l'andamento storico dei tassi reali il rendimento dovrebbe scendere tra il 3,80% e il 4% (tasso reale medio 2001-2019 1,2%). I rischi su questo scenario sono molti in particolare quello dei peggioramento dei conti pubblici e la perdita di indipendenza della Fed con il cambio di Powell al vertice. Un eventuale disancoraggio delle aspettative di inflazione aumenterebbe i rischi di instabilità su borse e indebolirebbe ancor più il dollaro. La trasmissione dei tagli Fed ai tassi a lungo termine sarà modesta o nulla, a meno che l'amministrazione, preso il controllo del Fomc nel corso del prossimo anno, non decida di vincolare la politica monetaria al controllo dei costi di rifinanziamento del debito. In tal caso – che però non incorporiamo nelle previsioni – si avrebbe una curva sostanzialmente piatta sui livelli dei Fed Fund (quindi un decennale al 3% nel corso del 2026).

VALUTE

Eurousd: è decisamente importante il movimento al rialzo da 1,02 (minimi di gennaio) a 1,184 (massimo di metà settembre). I minimi e i massimi sono calcolati su fixing Bce, massimo intraday 1,188. Attualmente il cross si muove tra 1,17 e 1,175. Le cause derivano da una disaffezione verso gli asset in dollari, dai rischi crescenti sui conti pubblici Usa e sul rischio di downgrade, da una modifica seppur modesta delle riserve valutarie (non potrebbe essere diverso visto che questi processi di aggiustamento sono necessariamente lenti). Il calo dei tassi Bce non è servito a fermare la corsa dell'euro. La moneta unica si è rafforzata su dollaro anche per via della pressione Usa che vuole vedere le divise oggetto di dazi rafforzarsi in modo da aiutare ancor più la bilancia commerciale americana. Confermiamo il potenziale target per fine anno a 1,20 circa grazie ad un duplice taglio Fed. Tuttavia stiamo notando una certa difficoltà a raggiungere tale livello: questo è dovuto in parte alla necessità – per gli Usa – di mantenere un dollaro non troppo debole vuoi per limitare il rialzo dell'inflazione vuoi per rendere sempre attraente l'investimento in Treasury. Escludiamo dallo scenario un'accelerazione della dedolarizzazione. Se fino a luglio-agosto ritenevamo più agevole il raggiungimento di 1,20, ora si inizia a considerare plausibile una fase laterale con riferimenti 1,15-1,20 ma con maggiori possibilità di vedere il cross muoversi sulla parte medio-bassa del range. Quindi i livelli attuali (1,175) ed eventuali allunghi verso l'alto sono da considerarsi interessanti per acquistare dollaro.

Euroyen: il cross si è mosso tra 156,5 (minimi di marzo) e 174,8 (massimi di settembre). La media da inizio anno è 162,10, quella di giugno 166,5 e quella di settembre 173,55. Il cross attualmente si muove a 173 circa. Lo yen è stato decisamente debole ed ha accelerato al ribasso nell'ultimo trimestre in concomitanza con la crisi politica. Le novità intervenute sul fronte dati migliori delle attese e inflazione al rialzo non lasciano molti dubbi su un intervento della BoJ al rialzo forse già alla riunione di ottobre: Bank of Japan porterà il suo tasso di

riferimento all'1% nel corso del 2026. Con la Bce ferma e la Fed che abbassa vediamo uno yen in recupero nei prossimi mesi con possibilità di vedere l'euroyen portarsi sotto 170.

Eurogbp: il cross attualmente a 0,873 registra una media 2025 finora di 0,842; la media di giugno è stata di 0,85, quella di settembre 0,869. Minimo a marzo a 0,825, massimo a settembre a 0,875. Dunque è stata continuativa la rivalutazione dell'euro sulla divisa Uk. Le difficoltà fiscali emerse a fine secondo trimestre hanno indebolito la sterlina. Bank of England dovrebbe proseguire con i tagli dei tassi ma i mercati stanno già scontando questo scenario. Potrebbe esserci una puntata verso l'alto a 0,875-0,878 ma successivamente il cross, nonostante i tagli BoE, potrebbe rientrare sotto 0,87 nei prossimi mesi.

Situazione attuale

Euribor - Sofr USD - OIS

EURO	03/10/2025	EURIBOR	OIS	SPREAD
1 m	1,939	1,928	0,011	
3 m	2,020	1,928	0,093	
6 m	2,095	1,919	0,176	
12 m	2,200	1,892	0,308	

DOLLARO	01/10/2025	SOFR US	OIS	SPREAD
1 m	4,126	4,040	0,086	
3 m	3,956	3,867	0,090	
6 m	3,826	3,719	0,107	
12 m	3,631	3,511	0,120	

Ois (overnight indexed swap): accordo tra due parti che si impegnano a scambiarsi per un certo periodo predefinito, una serie di pagamenti giornalieri al tasso variabile Estr, in contropartita di un tasso fisso (OIS). Tale tasso riflette il "livello medio atteso" del tasso interbancario overnight (Estr) nel periodo di durata dello swap.

Lo spread tra Euribor/Sofr US e Ois rappresenta il premio sul rischio di un credito interbancario su un deposito a termine rispetto ad un deposito "a vista" cioè privo di rischio. Tale spread è un valido indicatore del grado di fiducia esistente sul mercato interbancario.

Le attese del mercato

Tassi impliciti Euribor - Sofr USD - OIS

	EURO		USD	EURO
	FIXING 3 mesi EURIBOR	FIXING 3 mesi SOFR US		
03/10/2025	2,020	3,956		1,928
SCADENZE	FUTURE 3 MESI		OIS 1m	
dic 2025	2,02	3,66		1,92
mar 2026	1,99	3,44		1,90
giu 2026	1,97	3,23		1,86
set 2026	1,97	3,10		1,87
dic 2026	2,01	3,05		1,84
mar 2027	2,07	3,04		1,91
giu 2027	2,12	3,06		1,97
set 2027	2,18	3,10		2,04
dic 2027	2,24	3,15		2,11
mar 2028	2,30	3,19		
giu 2028	2,35	3,25		
set 2028	2,40	3,29		
dic 2028	2,44	3,33		
mar 2029	2,47	3,37		
giu 2029	2,52	3,41		
set 2029	2,55	3,45		
dic 2029	2,59	3,49		
mar 2030	2,63	3,54		
giu 2030	2,66	3,58		
set 2030	2,69	3,63		

Tassi impliciti ricavati dalla struttura dei tassi Ois. Rappresentano le proiezioni del mercato per l'Ois 1 mese a determinate scadenze. Costituiscono le attese sui tassi overnight e rappresentano un valido indicatore per determinare le attese sui tassi ufficiali.

[Tassi Forward Euribor 3 mesi prossimi 20 anni](http://www.aritma.eu/members-only/s19) (<http://www.aritma.eu/members-only/s19>)

Servizio di consulenza telefonica: 011 - 591411 - Fax 011 - 504894 - osservatorio@aritma.it

Tassi di interesse e costo del funding

Durata mesi	Governativi				Interbancari		
	USA	ITALIA	GERMANIA	SPREAD ITA-GER	EURIBOR-IRS	SPREAD EURIBOR-OIS	SPREAD IRS-BUND
3	3,84	1,79	1,70	9	2,02	0,09	-
6	3,67	2,02	1,88	13	2,10	0,18	-
12	3,45	2,03	1,93	10	2,21	0,32	-
24	3,55	2,24	2,01	23	2,15	-	14
36	3,56	2,36	2,08	27	2,22	-	14
48	3,63	2,51	2,20	31	2,30	-	10
60	3,68	2,74	2,30	45	2,37	-	8
84	3,87	3,11	2,43	67	2,50	-	7
120	4,10	3,51	2,70	82	2,67	-	-3

ITALIA: da 1 a 12 mesi rendimenti dei Bot, dai 24 mesi in avanti rendimenti dei Btp rilevati sul mercato secondario.

GERMANIA: da 1 a 12 mesi rendimenti dei Bubill, dai 24 mesi in avanti rendimenti dei Bund rilevati sul mercato secondario.

USA: a 12 mesi rendimento Treasury bills, dai 24 mesi in avanti rendimenti dei Bond rilevati sul mercato secondario.

EURIBOR-IRS: dai 24 mesi in avanti tassi Irs (annuale 360/360 VS Euribor 6 mesi 365/360).

OIS: Overnight Indexed Swap. Lo spread dell'Euribor con tale parametro riflette il premio sul rischio di credito interbancario.

IRS: annuale 360/360 VS Euribor 6 mesi 365/360.

Durata mesi	Banche Italia			INDICATORE COSTO FUNDING BANCHE ITALIA		CONDIZIONI CDP	BOND SWAP SPREAD ITALIA INDUSTRIA
	BOND YIELD	SWAP SPREAD	CDS	BULLET	AMORTIZING		
12	2,54	33	12	0,25	-	-	40
24	2,67	52	23	0,32	0,28	-	48
36	2,84	62	30	0,40	0,34	44	68
48	2,98	68	33	0,45	0,38	-	85
60	3,08	71	41	0,55	0,43	63	104
84	3,33	83	59	0,70	0,53	80	139
120	3,69	102	84	0,90	0,68	99	160

BOND YIELD: rendimenti di una selezione di obbligazioni bancarie italiane "Senior" da BB a BBB- a tasso fisso rilevate sul mercato secondario.

SWAP SPREAD: spread tra i rendimenti di una selezione di obbligazioni bancarie italiane "Senior" da BB a BBB- a tasso fisso e tassi IRS.

CDS: Credit Default Swap, costo annuo per la copertura dal rischio di default espressi in punti base e riferiti ad una selezione di primari gruppi bancari italiani.

INDICATORE COSTO FUNDING BANCHE ITALIA: stima elaborata a cura Aritma I.F. sul costo marginale di nuovo funding a medio/lungo termine per Banche Italia BBB.

CONDIZIONI CDP: spread su Euribor per finanziamenti amortizing concessi da CDP a banche Tier 1 ratio > 9%.

BOND SWAP SPREAD ITALIA INDUSTRIA: spread tra i rendimenti di una selezione di obbligazioni italiane industria di rating compreso tra BB e BBB- e tassi IRS.

SERIE STORICHE (medie di periodo)

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Euribor 3m	3,59	3,43	0,35	-0,55	-0,43	-0,36	-0,32	-0,33	-0,27	-0,02	0,21	0,22
IRS 3y	2,71	3,32	1,60	-0,39	-0,40	-0,28	0,05	-0,02	-0,10	0,17	0,47	0,72
IRS 5y	2,59	3,12	1,73	-0,27	-0,34	-0,14	0,36	0,21	0,01	0,35	0,73	1,10
IRS 10y	2,59	3,05	1,93	0,05	-0,14	0,26	0,97	0,83	0,54	0,89	1,47	1,92
IRS 20y	2,58	2,94	1,92	0,36	0,12	0,71	1,49	1,41	1,03	1,36	2,10	2,51
BTP 2y	3,08	3,50	1,42	-0,36	0,02	0,22	0,54	-0,12	-0,02	0,19	0,66	1,69
BTP 10y	3,71	4,26	3,12	0,78	1,14	1,90	2,60	2,08	1,45	1,71	2,87	4,30
BUND 2y	2,57	2,89	0,75	-0,70	-0,71	-0,67	-0,59	-0,72	-0,58	-0,24	0,05	0,13
BUND 10y	2,52	2,46	1,19	-0,31	-0,47	-0,28	0,46	0,38	0,13	0,59	1,24	1,63
SPREAD BTP-BUND 2y	0,51	0,61	0,67	0,34	0,73	0,89	1,14	0,60	0,56	0,43	0,61	1,55
SPREAD BTP-BUND 10y	1,37	1,80	1,93	1,09	1,61	2,11	2,14	1,71	1,32	1,17	1,63	2,67
Libor USD 3m	5,29	5,40	1,07	0,16	0,65	2,33	2,30	1,26	0,74	0,32	0,23	0,27
T BOND 2Y	4,38	4,60	2,99	0,26	0,40	2,00	2,53	1,39	0,83	0,68	0,45	0,30
T BOND 10Y	4,19	3,96	2,95	1,44	0,89	2,13	2,90	2,33	1,81	2,14	2,51	2,33

	set-25	ago-25	lug-25	giu-25	mag-25	apr-25	mar-25	feb-25	gen-25	dic-24	nov-24	ott-24
Euribor 3m	2,03	1,97	1,99	1,98	2,09	2,25	2,44	2,53	2,70	2,86	3,01	3,17
IRS 3y	2,21	2,17	2,12	2,07	2,07	2,06	2,34	2,23	2,36	2,09	2,14	2,30
IRS 5y	2,36	2,26	2,30	2,24	2,24	2,23	2,46	2,27	2,40	2,10	2,15	2,31
IRS 10y	2,67	2,67	2,65	2,56	2,54	2,53	2,67	2,38	2,50	2,17	2,22	2,42
IRS 20y	2,91	2,91	2,87	2,73	2,69	2,64	2,75	2,40	2,50	2,17	2,21	2,47
BTP 2y	2,23	2,19	2,09	2,07	2,06	2,10	2,42	2,37	2,53	2,35	2,60	2,60
BTP 10y	3,53	3,51	3,51	3,48	3,60	3,71	2,60	2,53	3,65	3,28	3,58	3,50
BUND 2y	1,99	1,94	1,87	1,84	1,81	1,78	2,15	2,08	2,22	1,99	2,13	2,16
BUND 10y	2,71	2,70	2,67	2,54	2,58	2,55	2,78	2,44	2,53	2,15	2,32	2,24
SPREAD BTP-BUND 2y	0,24	0,25	0,22	0,23	0,25	0,32	0,27	0,29	0,30	0,36	0,47	0,44
SPREAD BTP-BUND 10y	0,82	0,81	0,84	0,94	1,02	1,17	1,12	1,09	1,12	1,13	1,25	1,26
Libor USD 3m	4,04	4,22	4,32	4,32	4,32	4,26	4,30	4,32	4,29	4,39	4,52	4,62
T BOND 2Y	3,58	3,72	3,88	3,90	3,94	3,79	3,98	4,22	4,27	4,19	4,27	3,97
T BOND 10Y	4,12	4,27	4,38	4,38	4,44	4,26	4,28	4,45	4,63	4,28	4,36	4,09

Consulta sul sito le [serie storiche](#) con dati giornalieri, grafici, medie

<http://www.aritma.eu/members-only/serie-storiche>

TASSI INDICATIVI PER CLASSE DI MERITO CREDITIZIO

Livello	Investment grade TOP	Investment grade ALTO	Investment grade BUONO	Discreto merito creditizio	Sufficiente merito creditizio
---------	-------------------------	--------------------------	---------------------------	-------------------------------	----------------------------------

Forme commerciali a breve termine - tassi finiti

Anticipi SBF	0,10 - 0,30	0,20 - 0,50	0,30 - 0,60	0,30 - 0,70	0,70 - 1,00
Anticipi fatture	0,10 - 0,30	0,30 - 0,60	0,60 - 0,90	0,70 - 1,00	1,00 - 1,40
Forme finanziarie	0,20 - 0,40	0,40 - 0,70	0,60 - 0,90	0,80 - 1,00	1,00 - 1,40

Finanziamenti a medio-lungo termine (ammortamento lineare): spread su Euribor o Irs

4 anni:	0,40 - 0,60	0,60 - 0,80	0,80 - 1,00	1,00 - 1,20	1,20 - 1,50
5 anni:	0,60 - 0,70	0,70 - 1,00	1,00 - 1,20	1,20 - 1,40	1,40 - 1,60
7 anni:	0,70 - 0,80	0,80 - 1,10	1,00 - 1,30	1,20 - 1,40	1,40 - 1,60
10 anni:	0,80	1,00 - 1,30	1,20 - 1,50	1,40 - 1,60	1,60 - 1,80

Finanziamenti a medio-lungo termine (ammortamento lineare): tasso variabile puntuale (*)

4 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,10	1,00 - 1,20	1,00 - 1,30	1,00 - 1,50
5 anni:	0,90 - 1,10	1,00 - 1,20	1,10 - 1,30	1,00 - 1,30	1,30 - 1,70
7 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,20	1,10 - 1,30	1,00 - 1,30	1,30 - 1,60
10 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,20	1,10 - 1,30	1,00 - 1,30	1,30 - 1,70

(*) Base Euribor 3 mesi

Finanziamenti a medio-lungo termine (ammortamento lineare): tasso fisso ()**

4 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,20	1,00 - 1,30	1,00 - 1,30	1,00 - 1,50
5 anni:	0,90 - 1,10	1,10 - 1,40	1,40 - 1,60	1,00 - 1,30	1,30 - 1,60
7 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,20	1,10 - 1,30	1,00 - 1,30	1,30 - 1,60
10 anni:	0,90 - 1,00	1,00 - 1,20	1,10 - 1,30	1,00 - 1,30	1,30 - 1,60

(**) Eventualmente generabile mediante copertura Irs

Leasing: tasso variabile puntuale (*)

Strumentale 5 anni	0,70 - 0,90	0,90 - 1,40	1,00 - 1,60	1,00 - 1,40	1,00 - 1,40
Immobiliare 12 anni	0,90 - 1,00	1,00 - 1,60	1,70 - 2,00	1,20 - 1,60	1,70 - 2,00

(*) Base Euribor 3 mesi

Leasing: tasso fisso

Strumentale 5 anni	0,70 - 0,90	0,90 - 1,20	1,00 - 1,30	1,00 - 1,30	1,00 - 1,40
Immobiliare 12 anni	0,90 - 1,00	1,10 - 1,60	1,40 - 1,60	1,00 - 1,30	1,60 - 1,80

CONDIZIONI DI TASSO FISSO OTTENIBILI TRAMITE INTEREST RATE SWAP (IRS)

Tassi di riferimento						
DURATA	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	12Y
TASSI IRS	2,15	2,22	2,37	2,50	2,67	2,77

Il tasso IRS pubblicato dagli organi di informazione è definito su base annua 360/360 vs Euribor 6m 365/360

Quotazioni operative indicative (IRS)						
DURATA	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	12Y
piano "BULLET" (senza ammortamento)	2,20	2,28	2,43	2,57	2,75	2,85
piano di ammortamento rate trim, costanti	2,17	2,22	2,32	2,41	2,54	2,62

Le quotazioni indicate sono su base trimestrale contro Euribor 3 mesi 365/360 e calcolate sul "best price" di mercato più costo di hedging/spread di 0,15% annui.

Note esplicative: il contraente dell'operazione pagherà su base trimestrale la differenza tra il tasso fisso sopraindicato e l'Euribor 3 mesi nel caso in cui il differenziale sia positivo e incasserà la differenza nel caso opposto, Effetto dell'operazione/esempi:

- 1) Su un finanziamento a 3 anni con rimborso in unica soluzione, oppure su un monte di indebitamento a tasso variabile Euribor 3 mesi, il cliente trasformerà il tasso da variabile in un fisso dell' 2,28%, fermo restando lo spread pagato sul finanziamento sottostante, Esempio: un finanziamento all' Euribor 3 mesi + 1,50% si trasforma in un fisso del 3,78% (1,50% + 2,28%).
- 2) Un finanziamento a 10 anni con piano di ammortamento a tasso variabile Euribor 3 mesi + 2,00%, può essere trasformato in un tasso fisso del 4,54% (2,00% + 2,54%).

**QUOTAZIONI OPERATIVE INDICATIVE DI COPERTURE "CAP"
Livello strike: 2,25**

DURATA	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	12Y
Piano "BULLET" (senza ammortamento)						
CAP: tetto max Euribor 3m (strike)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Premio % "una tantum"	0,42	0,93	2,41	4,35	7,85	10,39
Incidenza % annua sul deb. residuo	0,21	0,31	0,50	0,68	0,91	1,04
Euribor puntuale (2,02) più premio annuo	2,23	2,33	2,52	2,70	2,93	3,06
Euribor max incluso premio annuo	2,46	2,56	2,75	2,93	3,16	3,29
Piano di ammortamento rate trim. costanti						
CAP: tetto max Euribor 3m (strike)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Premio % "una tantum"	0,22	0,40	0,93	1,67	3,03	4,08
Incidenza % annua sul deb. residuo	0,24	0,23	0,35	0,47	0,63	0,73
Euribor puntuale (2,02) più premio annuo	2,26	2,25	2,37	2,49	2,65	2,75
Euribor max incluso premio annuo	2,49	2,48	2,60	2,72	2,88	2,98
Le quotazioni indicate sono calcolate sul "Best Price" di mercato più costo di hedging/spread di 0,15% annui.						
Nota esplicativa: il contraente dell'operazione pagherà cash il premio una tantum (questo potrà eventualmente essere "finanziato" e spalmato sulla durata dell'operazione dalla banca) e otterrà il pagamento dell'eventuale differenza tra l'Euribor 3 mesi e il livello strike.						

**QUOTAZIONI OPERATIVE INDICATIVE DI COPERTURE "CAP"
Livello strike: allineato al tasso IRS**

DURATA	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	12Y
Piano "BULLET" (senza ammortamento)						
CAP: tetto max Euribor 3m (strike)	2,15	2,25	2,40	2,50	2,70	2,75
Premio % "una tantum"	0,47	0,93	2,15	3,70	6,12	8,04
Incidenza % annua sul deb. residuo	0,23	0,31	0,45	0,57	0,69	0,79
Euribor puntuale (2,02) più premio annuo	2,25	2,33	2,47	2,59	2,71	2,81
Euribor max incluso premio annuo	2,38	2,56	2,85	3,07	3,39	3,54
Piano di ammortamento rate trim. costanti						
CAP: tetto max Euribor 3m (strike)	2,15	2,25	2,40	2,50	2,70	2,75
Premio % "una tantum"	0,24	0,40	0,83	1,41	2,30	3,07
Incidenza % annua sul deb. residuo	0,19	0,23	0,31	0,39	0,47	0,54
Euribor puntuale (2,02) più premio annuo	2,21	2,25	2,33	2,41	2,49	2,56
Euribor max incluso premio annuo	2,34	2,48	2,71	2,89	3,17	3,29
Le quotazioni indicate sono calcolate sul "Best Price" di mercato più costo di hedging/spread di 0,15% annui.						
Nota esplicativa: il contraente dell'operazione pagherà cash il premio una tantum (questo potrà eventualmente essere "finanziato" e spalmato sulla durata dell'operazione dalla banca) e otterrà il pagamento dell'eventuale differenza tra l'Euribor 3 mesi e il livello strike.						

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili, su elaborazioni interne e in buona fede. Tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia espressa o indiretta è fornita da Aritma I.F. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse, Aritma I.F. non si assume nessun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento non può essere duplicato senza l'autorizzazione di Aritma I.F. e in ogni caso non può essere divulgato

CAMBI: FORWARD E PREVISIONI

	SPOT		nov-25	dic-25	gen-26	apr-26	lug-26	ott-26
EUR USD	1,1721	FORWARD	1,1743	1,1763	1,1782	1,1832	1,1879	1,1921
		PREVISIONE	1,15 – 1,18	1,15 - 1,18	1,15 - 1,20	1,15 - 1,20	1,15 - 1,20	1,15 - 1,20
EUR JPY	173,01	FORWARD	173,008	173,005	173,003	172,997	172,992	172,986
		PREVISIONE	170-174	168 -172	164 - 168	162 - 166	160 - 165	160 - 165
EUR GBP	0,8724	FORWARD	0,8739	0,8754	0,8770	0,8812	0,8854	0,8896
		PREVISIONE	0,85- 0,87	0,86 - 0,87	0,86 - 0,87	0,85 - 0,86	0,85 - 0,87	0,85 - 0,87
USD YEN	147,61	FORWARD	147,605	147,601	147,596	147,585	147,575	147,566
		PREVISIONE	150 -147	148 - 145	145 - 140	138 - 143	138 - 143	138 - 143
GBP USD	1,344	FORWARD	1,344	1,344	1,344	1,343	1,342	1,341
		PREVISIONE	1,32-1,34	1,32 - 1,34	1,33 - 1,35	1,33 - 1,35	1,32 - 1,34	1,34 - 1,35

Note: i cambi forward sono calcolati rispettivamente a 30/60/90/180/270 e 360 giorni

Le "Previsioni" sono frutto di elaborazioni autonome dell'Ufficio studi Aritma IF srl formulate alla data di redazione, Aritma IF srl non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo delle "Previsioni" ed in generale del materiale contenuto nel presente documento (Report settimanale "Tassi e Cambi").

SERIE STORICHE (MEDIE DI PERIODO)

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
EURO-USD	1,083	1,081	1,053	1,184	1,141	1,119	1,174	1,130	1,107	1,110
EURO-YEN	163,85	151,99	138,04	129,84	121,79	122,01	129,45	126,711	120,20	134,31
EURO-GBP	0,847	0,869	0,852	0,860	0,889	0,878	0,885	0,877	0,819	0,726
EURO-CNY	7,791	7,660	7,079	7,637	7,873	7,735	7,800	7,629	7,352	6,973
USD-YEN	151,28	140,57	131,49	109,77	103,848	104,431	105,246	105,627	106,042	106,816
GBP-USD	1,279	1,244	1,237	1,376	1,343	1,320	1,298	1,298	1,312	1,266
USD-CNY	7,197	7,084	6,736	6,451	6,90	6,91	6,62	6,76	6,65	6,28

	set - 25	ago - 25	lug - 25	giu - 25	mag - 25	apr - 25	mar - 25	feb - 25	gen - 25	dic - 24	nov - 24	ott - 24
EURO-USD	1,173	1,163	1,169	1,151	1,128	1,120	1,079	1,042	1,036	1,049	1,064	1,091
EURO-YEN	173,48	171,81	171,60	166,34	163,20	161,91	160,98	158,13	162,17	159,90	163,50	163,12
EURO-GBP	0,869	0,866	0,865	0,849	0,844	0,853	0,837	0,831	0,838	0,828	0,834	0,835
EURO-CNY	8,361	8,346	8,383	8,268	8,139	8,172	7,824	7,566	7,548	7,638	7,664	7,724
USD-YEN	147,86	147,68	146,82	144,53	144,75	144,59	149,14	151,77	156,60	152,40	153,69	149,56
GBP-USD	1,351	1,344	1,351	1,355	1,336	1,313	1,290	1,254	1,237	1,267	1,275	1,307
USD-CNY	7,125	7,176	7,173	7,182	7,212	7,297	7,250	7,273	7,306	7,273	7,204	7,103

Consulta sul sito le [serie storiche](#) con dati giornalieri, grafici, medie
<http://www.aritma.eu/members-only/serie-storiche>

Servizio di consulenza telefonica: 011 - 591411 - Fax 011 – 504894 - osservatorio@aritma.it