



**BANCA  
GENERALI**  
PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

# INVESTMENT MONTHLY

GIUGNO 2026

Macro Research

## QUADRO MACROECONOMICO

A maggio il quadro macroeconomico e geopolitico globale ha mostrato segnali di parziale stabilizzazione, grazie al raggiungimento di un accordo di tregua tra Stati Uniti e Iran, che ha ridotto i timori di una prolungata interruzione dei flussi energetici. La tregua, tuttavia, appare fragile. Sul fronte macro, le nuove revisioni delle stime di crescita a cura dell'OCSE hanno continuato a riflettere un contesto di espansione più fragile, con l'aumento dei costi energetici e il deterioramento delle condizioni finanziarie che stanno contribuendo a uno scenario di tipo "higher-for-longer" sia per l'inflazione sia per i tassi di interesse. Le principali banche centrali hanno adottato un approccio prudente e fortemente dipendente dai dati, con il focus concentrato sull'evoluzione dell'inflazione.



### STATI UNITI

La seconda stima del PIL del 1° trim. ha evidenziato un rallentamento più marcato del previsto, con crescita rivista al ribasso dal 2% all'1,6% a/a. La revisione ha riflesso una dinamica più debole dei consumi (+1,4% da +1,6%), in decelerazione rispetto al +1,9% del quarto trimestre. Il quadro macro ha riflesso anche una crescente pressione inflazionistica. Il CPI di aprile, ha segnato un +3,8%, con la componente core al 2,8% su base annua. Il mercato del lavoro ha mostrato una crescita moderata: sono stati rilevati ad aprile 115 mila nuovi occupati non agricoli, con disoccupazione al 4,3%. Le vendite al dettaglio di aprile sono cresciute dello 0,5% mensile. La Fed ha mantenuto i tassi nel range 3,50–3,75% in attesa dell'insediamento del nuovo Presidente Kevin Warsh, avvenuta a fine maggio.



### GIAPPONE

L'economia nipponica ha mostrato segnali di ripresa su più fronti. Il PIL del primo trimestre è cresciuto dello 0,8% a/a, mentre la produzione industriale di aprile ha registrato un progresso dello 0,8% m/m e del 2,3% a/a. Le vendite al dettaglio di aprile sono aumentate dell'1,3% m/m, sostenendo la domanda interna. Il PMI manifatturiero di maggio si è attestato a 54,5, in netto territorio espansivo. Il CPI ad aprile si è attestato all'1,4% a/a, ancora sotto il target del 2% della BOJ, che ha mantenuto un approccio prudente alla normalizzazione monetaria, nonostante un mercato del lavoro solido con disoccupazione al 2,5%.



### EUROPA

Nel 1° trim. l'Area Euro ha mostrato una crescita debole: PIL +0,1% t/t e +0,8% a/a, in decelerazione dal +1,3%. La dinamica dei prezzi ha riaccelerato, con il CPI di aprile al 3,2% a/a (dal 3,0%), mentre la componente core è rimasta stabile al 2,2%. I consumi sono apparsi fragili: vendite retail -0,1% m/m, pur +1,2% a/a, in un contesto in cui anche la produzione industriale è rimasta debole (+0,2% m/m ma -2,1% a/a). I PMI hanno segnalato un peggioramento ciclico, con il composito di maggio a 48,5, servizi ancora in contrazione (47,7) e manifattura marginalmente espansiva (51,6). In tale quadro, la BCE ha mantenuto il tasso sui depositi al 2,00%, ma ha rafforzato il bias restrittivo, segnalando possibili rialzi a breve e revisioni al rialzo delle stime di inflazione.



### CINA

I dati di maggio hanno delineato un'economia cinese a due velocità. Il CPI di aprile è salito a +1,2% a/a e il PPI a +2,8% a/a, segnalando un allentamento delle pressioni deflazionistiche. Sul fronte dell'attività reale, la produzione industriale ha tenuto a +4,1% a/a, guidata in gran parte dall'export, mentre i consumi sono rimasti deboli: le vendite al dettaglio hanno segnato appena +0,2% a/a. Il PMI composito per il mese di maggio si è attestato a 50,5 punti, confermando espansione. In questo contesto, la PBoC ha mantenuto un orientamento accomodante, con interventi selettivi a sostegno della domanda interna.

## MERCATI FINANZIARI

A maggio i mercati azionari hanno esteso il rally, con l'MSCI ACWI a +5% e l'S&P 500 a +5,1%, su nuovi massimi storici. Il rialzo è stato sostenuto da utili societari solidi: l'83% delle società ha battuto le attese, con una crescita degli utili di circa il 25% a/a, e dallo slancio dei settori legati all'AI. Nei mercati obbligazionari si è osservata una dinamica divergente: il rendimento del Treasury USA a 10Y è salito al 4,44% per timori inflazionistici persistenti, mentre i rendimenti dei governativi dell'Eurozona sono scesi per un ridimensionamento delle aspettative sui tassi BCE, con il consensus che vede solo due rialzi e mezzo entro fine anno. Tra le commodity, il Brent è sceso del 17% a 92,05 USD/brl, per l'allentamento delle tensioni geopolitiche. USD in apprezzamento, con EUR/USD a 1,1659.

### MERCATI AZIONARI

I mercati azionari globali hanno registrato un deciso recupero a maggio: l'MSCI World ha guadagnato circa il 5%. L'S&P 500 ha avanzato del 5,1% e il Nasdaq del 8,4%, trainati in misura determinante dalla tecnologia. La domanda strutturale legata all'AI e i risultati trimestrali di produttori di semiconduttori hanno alimentato i rialzi. Positivi anche i segmenti Healthcare e beni di consumo di base, che hanno guadagnato circa il 2%, beneficiando di una parziale rotazione difensiva. Utilities, comunicazioni ed energia hanno invece chiuso in territorio negativo, quest'ultimo penalizzato dall'incertezza sull'evoluzione del conflitto in Medio Oriente e dalle implicazioni sui prezzi del greggio. Sul fronte dei singoli titoli spicca Dell Technologies che ha guadagnato nel mese oltre il 100%: la società ha alzato le previsioni annuali a circa 167 USD/ml, di cui 60 attesi dai server AI. Micron Technology ha guadagnato il 79%, superando la soglia del trilione di USD di capitalizzazione di mercato per la prima volta nella sua storia. In Europa, l'MSCI Europe ha guadagnato circa il 2,6%. La tecnologia ha guidato i rialzi, con i titoli esposti all'infrastruttura AI — tra cui ASML — in forte progresso (+13,3%). Il comparto difesa ha sovraperformato (+5%), sostenuto dall'aumento delle spese militari europee. Il FTSE 100 ha sottoperformato rispetto agli altri indici europei (+0,3%), penalizzato dalla debolezza del quadro politico e fiscale britannico. In Asia, il Nikkei 225 ha messo a segno la performance più brillante tra i principali indici globali, con un rialzo di circa il 12%, sostenuto dalla forza dei semiconduttori.

### MERCATI OBBLIGAZIONARI

In USA, il cambio alla guida della FED ha accentuato l'incertezza sulle prospettive di politica monetaria: i mercati dei futures hanno progressivamente incorporato la probabilità di un rialzo dei tassi entro dicembre 2026, invertendo le aspettative di taglio prevalenti solo pochi mesi fa. Il rendimento del trentennale ha toccato i massimi dal 2007 nella terza settimana del mese, prima di ritracciare parzialmente nella fase finale, sostenuto da segnali di possibile cessate il fuoco in Iran e da un dato sul PCE core leggermente inferiore alle attese. Il rendimento del Treasury a 2Y ha chiuso il mese a 4,01% (+13 bp) 10Y a 4,44% (+7 pb). Oltreoceano, la Commissione Europea ha rivisto al ribasso le stime di crescita dell'Eurozona per il 2026 allo 0,9% (dal precedente 1,2%), mentre l'inflazione è attesa in rialzo per effetto dello shock energetico legato al conflitto in Medio Oriente. La BCE ha mantenuto un tono restrittivo: diversi membri del Consiglio Direttivo hanno segnalato la probabilità di un rialzo dei tassi nella riunione di giugno, confermata anche dalla presidente Lagarde. Ciononostante, i rendimenti periferici hanno beneficiato di un parziale restringimento degli spread nella seconda parte del mese. Il BTP decennale italiano ha chiuso a 3,65% (-21 pb), mentre il Bund tedesco a 10 anni si è attestato a 2,94% (-10 pb). Lo spread BTP-Bund si è mantenuto intorno a 71 pb. Performance positiva del credito europeo, guidata dall'HY con ulteriore compressione degli spread. L'IG ha mostrato resilienza, con il segmento US che ha sovraperformato rispetto a quello europeo.

# PERFORMANCE MERCATI AZIONARI

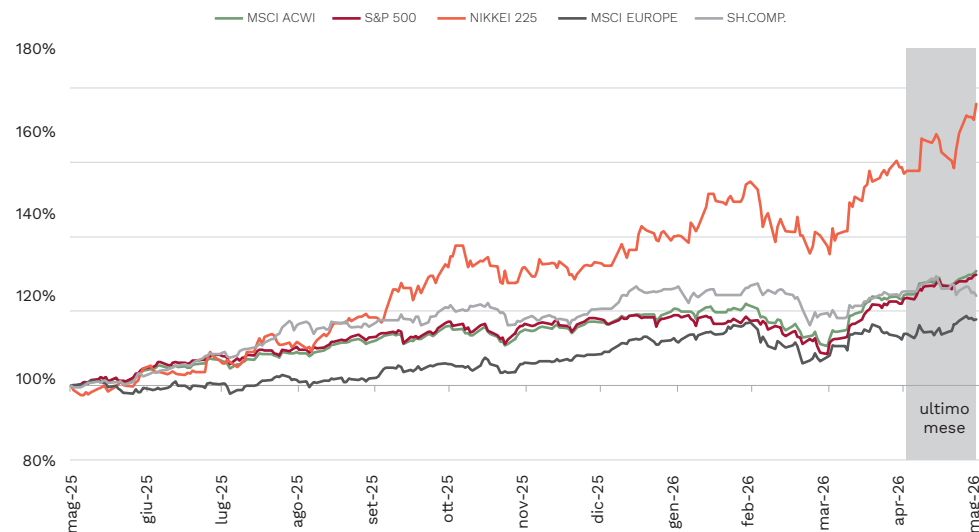
## PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	3,8%	5,9%	<b>9,1%</b>	20,7%
MSCI ACWI	USD	5,0%	7,0%	<b>11,4%</b>	20,6%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	3,8%	8,4%	<b>9,6%</b>	16,1%
S&P 500 INDEX	USD	5,1%	10,2%	<b>10,7%</b>	16,4%
NIKKEI 225	JPY	11,9%	12,7%	<b>31,8%</b>	26,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	2,4%	-1,2%	<b>6,7%</b>	10,5%
MSCI EUROPE	EUR	2,6%	-1,3%	<b>5,7%</b>	16,3%
DAX INDEX	EUR	3,3%	-0,7%	<b>2,5%</b>	23,0%
CAC 40 INDEX	EUR	0,8%	-4,6%	<b>0,4%</b>	10,4%
FTSE MIB INDEX	EUR	3,7%	6,0%	<b>11,3%</b>	31,5%
IBEX 35 INDEX	EUR	3,3%	0,0%	<b>6,1%</b>	49,3%
FTSE 100 INDEX	GBP	0,3%	-4,6%	<b>4,8%</b>	21,5%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	3,2%	1,2%	<b>11,6%</b>	32,0%
MSCI EMERGING MARKET	USD	9,5%	8,8%	<b>24,8%</b>	30,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	3,7%	2,5%	<b>12,1%</b>	30,9%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	11,0%	11,1%	<b>27,1%</b>	29,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	-4,7%	-6,4%	<b>11,9%</b>	46,2%

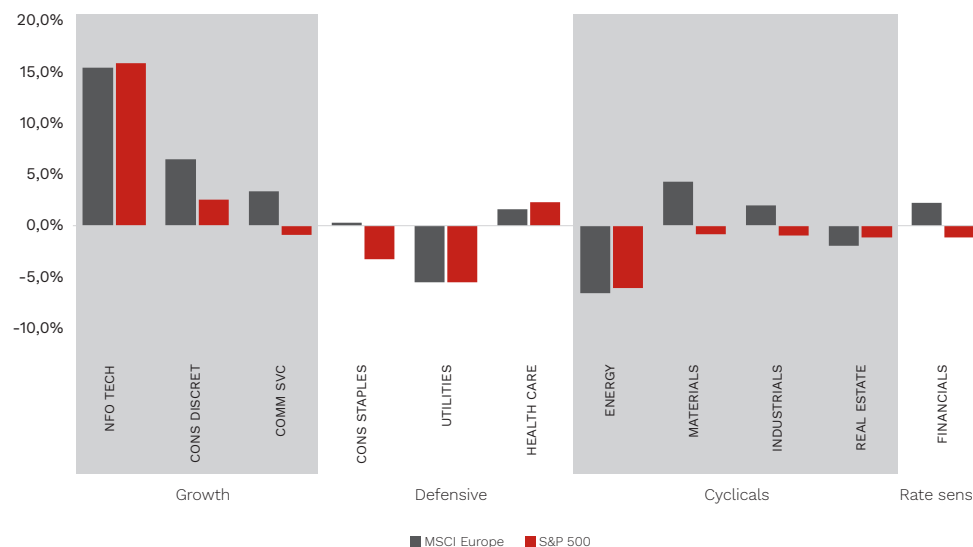
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	4,3%	7,2%	<b>9,7%</b>	6,4%
MSCI ACWI €	EUR	5,5%	8,3%	<b>12,1%</b>	6,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	4,3%	9,7%	<b>10,2%</b>	2,4%
S&P 500 INDEX €	EUR	5,6%	11,6%	<b>11,3%</b>	2,6%
NIKKEI 225 €	EUR	10,6%	11,9%	<b>30,3%</b>	12,1%
FTSE 100 INDEX €	EUR	-0,1%	-3,4%	<b>5,5%</b>	15,1%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	3,6%	2,5%	<b>12,2%</b>	16,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	10,0%	10,1%	<b>25,4%</b>	15,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	4,1%	3,8%	<b>12,7%</b>	15,4%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	11,5%	12,5%	<b>27,8%</b>	14,4%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	-4,2%	-5,2%	<b>12,5%</b>	29,0%

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 29 maggio 2026. \*Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale.

## ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



## PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



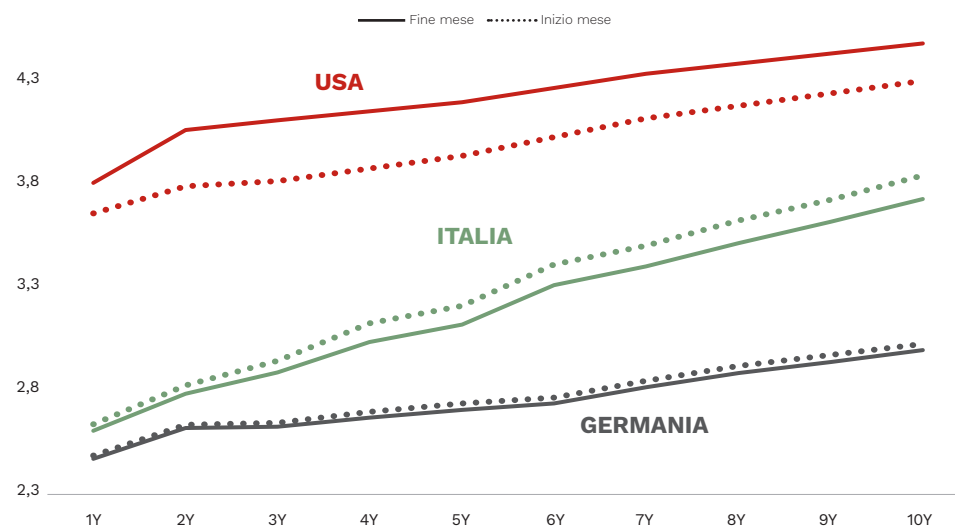
# PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

## PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

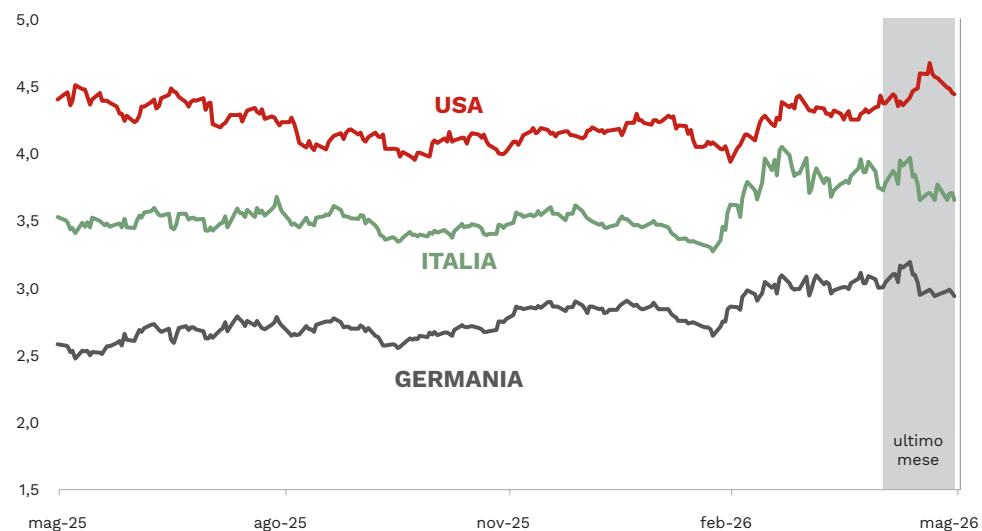
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
<b>REDDITO FISSO</b>					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	<b>0,8%</b>	2,3%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	1,5%	-1,4%	<b>0,5%</b>	3,2%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	0,8%	-1,2%	<b>0,5%</b>	-1,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	1,2%	-1,3%	<b>0,8%</b>	0,6%
CORPORATE EURO	EUR	0,9%	-0,5%	<b>0,8%</b>	3,0%
HIGH YIELD EURO	EUR	1,1%	-1,0%	<b>1,0%</b>	1,0%
GREEN BOND EURO	EUR	0,9%	-0,4%	<b>0,9%</b>	3,0%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	0,9%	0,3%	<b>1,0%</b>	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	0,1%	-1,7%	<b>0,0%</b>	6,3%
CORPORATE USA	USD	0,9%	-1,0%	<b>0,7%</b>	8,0%
HIGH YIELD USA	USD	0,5%	1,0%	<b>1,6%</b>	8,8%
GREEN BOND USA	USD	0,4%	-0,7%	<b>0,7%</b>	7,4%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	0,7%	-0,8%	<b>0,6%</b>	7,7%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	0,8%	0,2%	<b>2,2%</b>	13,5%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	1,1%	-1,7%	<b>1,9%</b>	22,1%
GOVERNATIVI USA	EUR	0,7%	-0,4%	<b>0,7%</b>	-5,5%
CORPORATE USA	EUR	1,5%	0,4%	<b>1,4%</b>	-3,8%
HIGH YIELD USA	EUR	1,1%	2,3%	<b>2,3%</b>	-3,0%
GREEN BOND USA	EUR	1,0%	0,5%	<b>1,3%</b>	-5,3%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	1,3%	0,4%	<b>1,3%</b>	-5,1%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	1,4%	1,5%	<b>2,9%</b>	1,6%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	1,7%	-0,4%	<b>2,6%</b>	10,2%
<b>DIVISE</b>					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		0,6%	1,3%	<b>0,7%</b>	-11,9%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		0,9%	1,4%	<b>0,6%</b>	-9,4%
USD vs paniere EME		-0,8%	-0,1%	<b>-2,4%</b>	-8,1%
<b>COMMODITY</b>					
GOLD	USD	-1,7%	-14,0%	<b>5,1%</b>	64,6%
PETROLIO (WTI)	USD	-16,9%	30,3%	<b>52,1%</b>	-19,9%

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 29 maggio 2026. \*Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale \*\* Dollar Index (57,6% eur - 13,6% jpy - 11,9% gbp - 9,1% cad - 4,2% SEK - 3,6% chf).

## ANDAMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE



## ANDAMENTO DEI RENDIMENTI A 10 ANNI



Il quadro macroeconomico globale continua a mostrare una crescita resiliente, ma sostenuta da fattori sempre più fragili e soggetta a rischi esogeni rilevanti. La tregua temporanea tra Stati Uniti e Iran ha contribuito a ridurre il rischio immediato di escalation, favorendo un miglioramento del sentiment; tuttavia, la normalizzazione dei flussi energetici e commerciali resta incompleta, in particolare nello Stretto di Hormuz, dove i volumi rimangono inferiori ai livelli precedenti al conflitto. Questo mantiene elevata l'incertezza e continua a riflettersi su prezzi energetici, condizioni finanziarie e fiducia. Le banche centrali operano in un contesto di inflazione persistente e crescita in rallentamento, con un orientamento prudente e focalizzato, al momento, sulla stabilità delle aspettative più che sul supporto dell'attività economica. Negli Stati Uniti, il dibattito sulla direzione futura della politica monetaria si arricchisce di elementi di incertezza legati al nuovo approccio che il neo eletto presidente della Federal Reserve, Kevin Warsh, potrebbe imprimere nelle modalità decisionali e comunicative dell'istituto. Nel complesso, lo scenario di base resta quello di una crescita globale positiva ma in decelerazione, con pressioni inflazionistiche ancora elevate e rischi orientati al rialzo. La possibilità di una dinamica stagflattiva non è esclusa, soprattutto in presenza di tensioni persistenti sulle catene energetiche e di un contesto geopolitico instabile.



### CRESCITA ECONOMICA

**Lo scenario di base resta caratterizzato da una crescita globale positiva ma in rallentamento, con una progressiva divergenza tra Stati Uniti e Europa e un profilo di rischio che si concentra sulle economie più esposte agli shock energetici e commerciali.**

L'economia statunitense continua a mostrare resilienza, sostenuta da utili societari e condizioni finanziarie che, seppur più restrittive, non hanno ancora innescato un deterioramento marcato del ciclo. Tuttavia, emergono segnali di fragilità, in particolare sul fronte della fiducia delle famiglie, influenzata dall'aumento dei costi energetici e dei tassi sui mutui. L'Europa, al contrario, appare più esposta alle tensioni sui flussi energetici e commerciali provenienti dal Medio Oriente. Il peggioramento degli indicatori di sorpresa macroeconomica segnala un indebolimento della dinamica congiunturale del blocco europeo. In questo contesto, il ciclo globale si mantiene in espansione ma con crescente eterogeneità e rischi di ulteriore indebolimento nella seconda parte dell'anno, soprattutto nelle aree più dipendenti dall'energia importata.



### INFLAZIONE

**Le pressioni inflazionistiche restano persistenti a livello globale, sostenute sia dai fattori energetici sia da dinamiche più diffuse, rendendo il percorso di rientro verso i target delle banche centrali più lento e incerto.**

L'inflazione continua a rappresentare il principale elemento di rischio percepito dagli operatori, con una quota significativa di investitori che la identifica come fattore di dominante per i mercati. Le tensioni sui prezzi energetici, legate alla disfunzione dei flussi a Hormuz, continuano a trasmettersi all'intero sistema produttivo, influenzando non solo energia ma anche settori collegati come gas e fertilizzanti. Negli Stati Uniti, l'inflazione PCE core resta su livelli elevati (al 3,3% annuo ad aprile), mantenendosi sopra il target della Fed da oltre cinque anni, a conferma della persistenza delle pressioni sui prezzi.

Nel complesso, il processo di disinflazione appare incompleto e più irregolare rispetto alle attese, con il rischio che le pressioni si rivelino più persistenti se lo shock sull'offerta si prolungasse ulteriormente.



### POLITICHE ECONOMICHE

**Le politiche economiche restano improntate alla prudenza, con banche centrali orientate a preservare la credibilità anti-inflazionistica e un contesto fiscale che offre un supporto limitato e disomogeneo.**

Le principali banche centrali mantengono un approccio cauto e data-dependent, evitando interventi prematuri in un contesto di inflazione ancora sopra target. Negli Stati Uniti, l'arrivo di una nuova leadership alla Fed introduce elementi di discontinuità nel *framework* decisionale e nella comunicazione, con possibile ridimensionamento della *forward guidance* e l'introduzione di misure di inflazione «*trimmed*». Tuttavia, i vincoli di credibilità e l'inflazione persistente limitano un cambio di rotta rapido, rendendo più probabile una fase prolungata di tassi invariati. Nell'area euro, la BCE opera in un contesto più fragile, tra rallentamento della crescita e pressioni inflazionistiche legate all'energia. In questo quadro, l'orientamento resta prudente, ma la persistenza delle pressioni sui prezzi potrebbe richiedere interventi restrittivi, con il rischio di accentuare il peggioramento del ciclo economico.



### RISCHI

**Il profilo dei rischi resta sbilanciato verso scenari avversi, con un'elevata dipendenza dall'evoluzione geopolitica e dalle dinamiche dei mercati energetici.**

Il principale fattore di incertezza resta legato alla piena riattivazione dei flussi energetici globali. Nonostante la tregua tra Stati Uniti e Iran, i livelli di traffico nello Stretto di Hormuz restano inferiori alla norma, indicando che le criticità sull'offerta potrebbero tardare ad essere riassorbite. Un eventuale protrarsi di queste tensioni continuerebbe a sostenere i prezzi dell'energia, alimentando pressioni inflazionistiche e comprimendo ulteriormente il potere d'acquisto dei consumatori.

Il contesto resta caratterizzato da una combinazione complessa di crescita in rallentamento e inflazione persistente, che riduce i margini di intervento delle politiche economiche e aumenta il rischio di scenari stagflattivi nel caso di nuovi shock esogeni.

ASSET CLASS	Underweight (Sell)		Neutral (Hold)	Overweight (Buy)	
	(--)	(-)	(0)	(+)	(++)
EQUITIES			■		
BONDS		■			
CASH INSTRUMENTS				■	

## EQUITIES

### NEUTRAL

- Il quadro per l'azionario globale resta complessivamente costruttivo, sostenuto da utili solidi, come emerso dalla recente stagione delle trimestrali, e da un contesto di elevata liquidità a livello globale grazie a politiche ancora supportive.
- Il posizionamento degli investitori rimane orientato verso l'equity e trova ulteriore supporto nel ciclo di investimenti in intelligenza artificiale, che alimenta aspettative di aumento della produttività e crescita degli utili.
- Il mercato incorpora inoltre uno scenario favorevole: riapertura dello stretto di Hormuz, calo del prezzo del petrolio e inflazione sotto controllo, elementi che contribuiscono a stabilizzare le attese sui tassi.
- Permangono tuttavia rischi rilevanti. Il principale è di natura geopolitica: un'escalation o uno stallo che mantenga chiuso Hormuz potrebbe spingere al rialzo i prezzi energetici e riaccendere l'inflazione. In tale contesto, le banche centrali potrebbero essere costrette a mantenere o inasprire la postura restrittiva, con impatti su crescita e utili.
- A ciò si aggiungono valutazioni elevate, con multipli su livelli storicamente alti e quindi maggiore vulnerabilità a eventuali delusioni.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

## BONDS

### UNDERWEIGHT

- Il mercato obbligazionario è oggi il principale recettore delle incertezze macro. A differenza dell'equity, ancora sostenuto da flussi e narrativa costruttiva, il reddito fisso riflette una crescente cautela: gli investitori richiedono un premio al rischio più elevato per detenere bond, a fronte di timori persistenti su inflazione e politica monetaria.
- I rischi stagflattivi, infatti, non possono dirsi superati. Il nodo centrale resta lo scenario energetico: in assenza di una rapida riapertura dello stretto di Hormuz, il prezzo del petrolio potrebbe tornare a salire, riattivando pressioni inflazionistiche. Questo alimenterebbe aspettative di ulteriori rialzi dei tassi, già prezzati in modo aggressivo dal mercato.
- Inoltre, il mercato obbligazionario è tornato ad esercitare una funzione di disciplina ("bond vigilantes"): attraverso il prezzo del debito, gli investitori esprimono preoccupazioni su inflazione, deficit e sostenibilità fiscale.
- Infine, l'orientamento delle banche centrali conferma un quadro restrittivo; già uno scenario di Fed in pausa rappresenterebbe il migliore esito possibile nel breve.
- **Si conferma il posizionamento di sottopeso sull'asset class obbligazionaria.**

## CASH INSTRUMENTS

### OVERWEIGHT

- Il cash – inteso come strumenti finanziari con scadenza residua inferiore ai 12/18 mesi – rappresenta una vera e propria fonte di stabilità dei portafogli in presenza di un potenziale rischio inflattivo.
- **Si conferma il sovrappeso sulla componente liquidità.**

ASSET CLASS (AA STRATEGICA)	ASSET ALLOCATION TATTICA						Var. 1M
	SUB-ASSET CLASS	(--)	(-)	(0)	(+)	(++)	
<b>CASH INSTRUMENTS</b> (+) (VAR IQ ↑)	CASH INSTRUMENTS				✓		↔
	<b>GOVERNATIVI</b>			✓			↔
<b>BONDS</b> (-) (VAR IQ =)	EURO					✓	↔
	NON EURO		✓				↔
	<b>CORPORATE</b>			✓			↔
	EURO INV. GRADE				✓		↔
	EURO SUB INV. GRADE		✓				↔
	NON EURO INV. GRADE			✓			↔
	NON EURO SUB INV. GRADE		✓				↔
	<b>EMERGENTI</b>			✓			↔
	<b>EQUITIES</b> (=) (VAR IQ ↓)	EUROPA		✓			
USA			✓				↔
GIAPPONE			✓				↔
CINA			✓				↔
EMERGENTI					✓		↔

## EQUITIES

NEUTRAL

- Il quadro per l'azionario globale resta complessivamente costruttivo, sostenuto da utili solidi, come emerso dalla recente stagione delle trimestrali, e da un contesto di elevata liquidità a livello globale grazie a politiche ancora supportive.
- Il posizionamento degli investitori rimane orientato verso l'equity e trova ulteriore supporto nel ciclo di investimenti in intelligenza artificiale, che alimenta aspettative di aumento della produttività e crescita degli utili.
- Il mercato incorpora inoltre uno scenario favorevole: riapertura dello stretto di Hormuz, calo del prezzo del petrolio e inflazione sotto controllo, elementi che contribuiscono a stabilizzare le attese sui tassi.
- Permangono tuttavia rischi rilevanti. Il principale è di natura geopolitica: un'escalation o uno stallo che mantenga chiuso Hormuz potrebbe spingere al rialzo i prezzi energetici e riaccendere l'inflazione. In tale contesto, le banche centrali potrebbero essere costrette a mantenere o inasprire la postura restrittiva, con impatti su crescita e utili.
- A ciò si aggiungono valutazioni elevate, con multipli su livelli storicamente alti e quindi maggiore vulnerabilità a eventuali delusioni.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

## = AZIONARIO USA

Per quanto le Mag7 siano state ancora una volta le indiscusse protagoniste della stagione delle trimestrali, con una crescita dell'EPS 63,2%, anche le altre società all'interno dello S&P500 hanno mandato segnali positivi per i prossimi trimestri. La crescita dell'utile delle altre 493 società è stata, infatti, del 17,4%, il maggiore tasso di crescita dal Q4 '21. È il segnale che la politica fiscale espansiva promossa dall'OBBA e il taglio dei tassi sui Fed Fund nel corso del 2025 hanno avuto un impatto positivo sulla leva operativa delle società, che potrebbe farsi sentire sulla crescita degli utili anche nei prossimi trimestri. Non a caso, la fase di rialzo delle stime degli analisti è ancora in corso. A limitare i progressi potrebbero, però, essere le incertezze geopolitiche e valutazioni in termini di multipli di bilancio elevate (P/e forward 21,1x).

## - AZIONARIO EUROPA

Il maggiore elemento di incertezza per l'azionario europeo è l'andamento delle tensioni geopolitiche in Medio-Oriente. Una loro prosecuzione avrebbe l'effetto di mantenere elevate le quotazioni del prezzo del petrolio, aumentando le pressioni inflazionistiche. Con l'Europa dipendente dalle importazioni di energia, non si avrebbe neanche l'impatto positivo sul settore energetico domestico, che potrebbe, invece, premiare altre regioni, tra cui gli USA. Per questo, nonostante una stagione delle trimestrali positiva e superiore alle attese di consensus, l'azionario europeo rimane quello più a rischio di ribasso per le possibilità di una crescita economica contenuta. Su questa, inoltre, potrebbe anche farsi sentire l'impatto di un eventuale rialzo dei tassi da parte della BCE in caso di accelerazione dell'inflazione.

## = AZIONARIO GIAPPONE

Sulle prospettive dell'azionario giapponese, salito al nuovo massimo storico nel mese di maggio, potrebbero farsi sentire alcuni elementi di incertezza. La crescita dell'EPS, che ha sorpreso in positivo in Q1 '26, è ora vincolata a un PIL reale stimato allo 0,6%, un tasso di crescita che potrebbe comprimere i margini delle aziende domestiche per via dello shock energetico amplificato dall'andamento del tasso di cambio USD/JPY. Sul fronte monetario, la BoJ ha mantenuto i tassi allo 0,75%, ma la spaccatura interna (3 membri erano a favore di tassi all'1,0%) spinge le aspettative sui JGB oltre l'1,20% a fine anno. Questo incremento del tasso risk-free contrasta l'effetto delle riforme di governance. Gli investitori potrebbero ora rimanere alla finestra in attesa di valutare la stabilità politica del nuovo governo.

## = AZIONARIO CINA

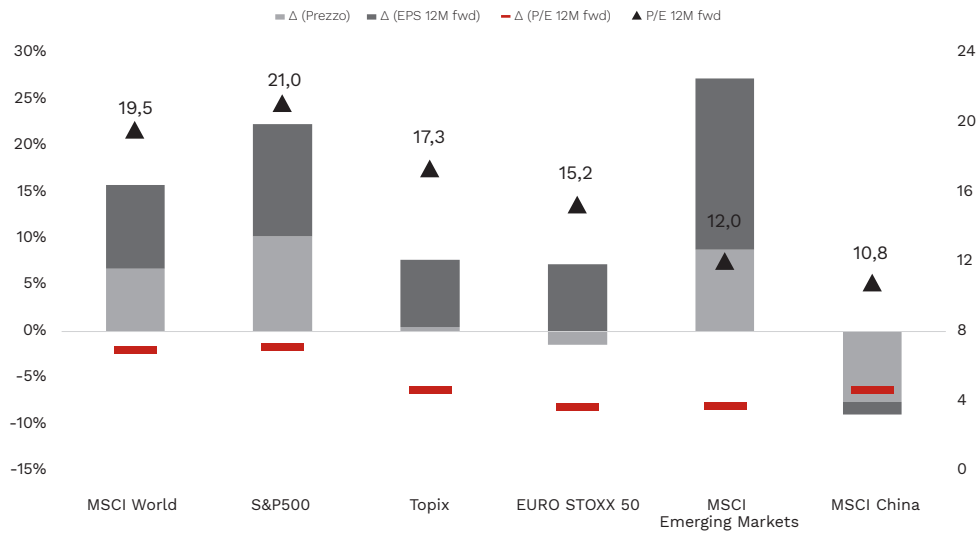
I dati economici di aprile hanno evidenziato come la crescita cinese rimanga fragile, pesando sulla performance del mercato azionario. In particolare, le vendite al dettaglio sono cresciute di un debole 0,2% (contro il 2% atteso) e la produzione industriale si è fermata al 4,1%, evidenziando la debolezza dei consumi interni e l'impatto dei venti contrari geopolitici. Anche gli investimenti in immobilizzazioni hanno deluso, registrando una contrazione dell'1,6%. Tuttavia, gli stimoli fiscali, le politiche contro la sovrapproduzione e il supporto strutturale ai consumi dovrebbero riattivare la crescita degli utili societari nella seconda parte dell'anno. In tale scenario, l'azionario cinese potrebbe iniziare a costruire le basi in vista di recupero che si potrebbe manifestare non appena emergeranno catalyst positivi.

## + AZIONARIO EMERGENTI

Lo scenario che ha permesso ai mercati azionari dei paesi emergenti ex-China di sovraperformare nel corso del 2026 sembra destinato a proseguire anche nei prossimi mesi, mantenendola l'asset class azionaria più interessante ora. I paesi dell'America Latina dovrebbero continuare a beneficiare del rialzo dei prezzi delle materie prime in un contesto di tensioni internazionali e di corsa ad accaparrarsi metalli e terre rare per lo sviluppo dell'IA. Lo sviluppo dell'IA, inoltre, sostiene i tecnologici asiatici, ed in particolare i produttori di semi-conduttori. Positivo per l'asset class è anche il possibile permanere di una politica monetaria non eccessivamente restrittiva nel mondo sviluppato nonostante il rialzo delle pressioni inflazionistiche per il desiderio di non provocare una recessione.

# ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

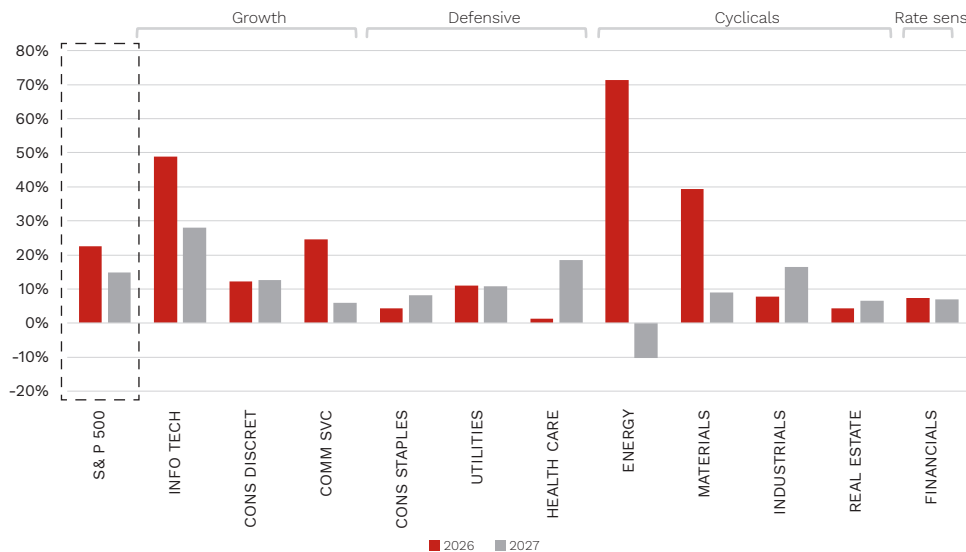
## VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



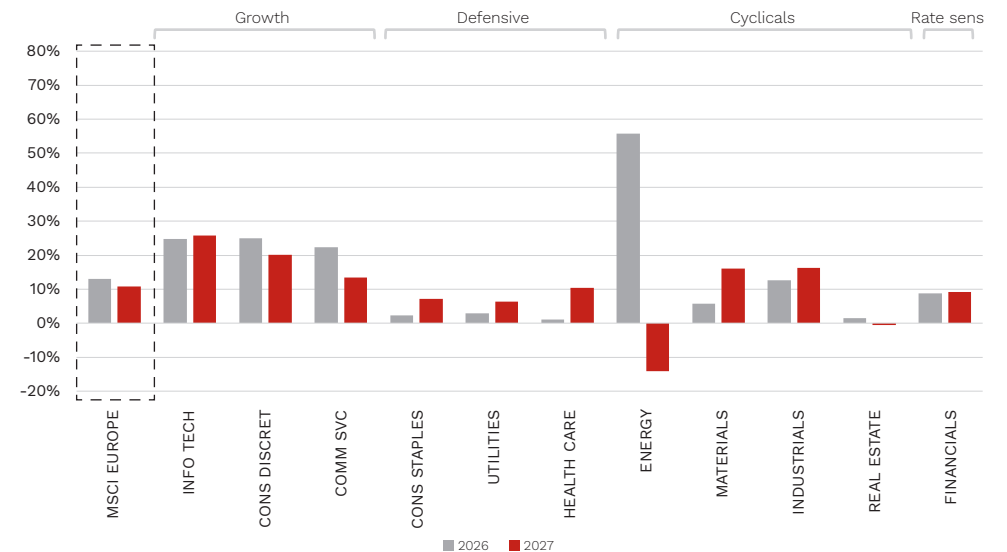
## PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

Indice	Last	giu-26	mag-26	apr-26	mar-26	dic-25	dic-25	giu-25	giu-24	giu-23	giu-21	MIN 52W		MAX 52W	
		1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data	
Europa	Stoxx 50	15,3	15,0	14,8	15,8	15,9	16,0	15,0	13,5	12,1	17,6	14,4	27/03/2026	16,7	25/02/2026
	Stoxx 600	14,8	14,7	14,6	15,4	15,0	15,2	14,7	13,9	12,6	17,1	14,1	27/03/2026	16,0	25/02/2026
	Italia	13,0	12,6	12,1	12,4	12,0	12,4	11,6	9,3	8,2	13,4	11,2	23/06/2025	13,1	26/02/2026
	Francia	14,4	14,5	14,5	15,3	15,4	15,3	14,8	13,7	12,5	17,1	14,1	15/05/2026	16,2	26/02/2026
	Germania	15,1	15,1	14,6	15,3	15,4	15,7	15,8	12,5	10,9	15,1	14,0	27/03/2026	16,2	13/01/2026
	UK	12,7	12,8	13,1	14,0	13,3	13,5	13,1	11,8	10,5	13,5	12,5	15/05/2026	14,5	27/02/2026
	Spagna	13,5	13,3	13,4	13,7	13,6	14,0	12,6	11,1	10,8	16,5	12,1	25/06/2025	14,5	26/02/2026
USA	S&P 500	21,0	20,6	19,6	21,2	22,4	22,2	21,4	20,5	18,6	21,1	18,9	30/03/2026	23,1	28/10/2025
	Dow Jones	21,0	20,6	19,8	21,1	21,0	21,4	19,7	18,0	17,3	19,2	19,3	30/03/2026	22,0	06/02/2026
	Nasdaq 100	25,2	23,2	21,5	24,2	26,6	25,6	26,4	25,4	26,2	26,2	20,6	30/03/2026	28,4	29/10/2025
	Russell 2000	25,3	24,4	22,5	23,4	23,3	23,0	22,5	22,2	20,8	26,4	21,3	20/03/2026	25,5	28/05/2026
LatAm	Messico	13,2	12,9	13,4	13,6	12,9	12,9	12,1	12,0	11,8	14,7	11,4	22/07/2025	14,0	11/02/2026
	Brasile	8,4	9,0	9,5	10,2	9,6	9,1	8,0	7,4	7,6	10,5	7,9	18/07/2025	10,6	24/02/2026
Asia-Pacifico	Giappone	17,1	16,9	16,7	17,0	16,6	16,4	14,8	15,7	14,1	16,4	14,6	05/06/2025	18,5	27/02/2026
	Cina¹	11,5	11,2	11,1	11,2	12,5	12,1	11,0	9,7	10,0	15,9	10,7	28/05/2026	13,6	02/10/2025
	Hong Kong	11,0	11,1	10,9	10,7	11,4	11,3	10,1	8,7	8,8	12,2	10,1	19/06/2025	12,1	02/10/2025
	Australia	16,9	17,0	16,4	17,7	18,3	18,3	18,4	16,8	14,2	18,0	16,2	30/03/2026	19,9	29/08/2025

## AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



## AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 29 maggio 2026.

## BONDS

UNDERWEIGHT

- Il mercato obbligazionario è oggi il principale recettore delle incertezze macro. A differenza dell'equity, ancora sostenuto da flussi e narrativa costruttiva, il reddito fisso riflette una crescente cautela: gli investitori richiedono un premio al rischio più elevato per detenere bond, a fronte di timori persistenti su inflazione e politica monetaria.
- I rischi stagflattivi, infatti, non possono dirsi superati. Il nodo centrale resta lo scenario energetico: in assenza di una rapida riapertura dello stretto di Hormuz, il prezzo del petrolio potrebbe tornare a salire, riattivando pressioni inflazionistiche. Questo alimenterebbe aspettative di ulteriori rialzi dei tassi, già prezzati in modo aggressivo dal mercato.
- Inoltre, il mercato obbligazionario è tornato ad esercitare una funzione di disciplina ("bond vigilantes"): attraverso il prezzo del debito, gli investitori esprimono preoccupazioni su inflazione, deficit e sostenibilità fiscale.
- Infine, l'orientamento delle banche centrali conferma un quadro restrittivo; già uno scenario di Fed in pausa rappresenterebbe il migliore esito possibile nel breve.
- **Si conferma il posizionamento di sottopeso sull'asset class obbligazionaria.**

## GOVERNATIVI

 **GOVERNATIVI EURO**

Il livello raggiunto dai rendimenti europei incorpora attese di quasi 2-3 rialzi da parte della BCE entro fine 2026. Queste attese potrebbero rivelarsi eccessive, rappresentando un punto d'ingresso favorevole sulle scadenze brevi delle curve europee (1-3 anni).

 **GOVERNATIVI NON EURO**

Negli USA rimangono le attese verso una Fed on-hold per tutto l'anno, anche se con minore certezza. In presenza di attese di inflazione ancora sostenuta, la rigidità dell'atteggiamento monetario unito ai perduranti timori sulla parte a lunga della curva legati ad un bilancio federale in continua espansione rafforzano la prudenza verso la curva US.

CORPORATE  
INV. GRADE
 **CORPORATE EURO IG**

In coerenza con il posizionamento assunto sulla componente governativa EUR, si ha un posizionamento di sovrappeso per l'esposizione al segmento corporate IG. L'attuale *pick-up* di rendimento in termini di spread e l'elevata sensibilità ai rendimenti governativi consentono di considerare il segmento come una valida diversificazione rispetto alle curve europee core.

 **CORPORATE NON EURO IG**

Il posizionamento neutrale è determinato dal poter beneficiare del maggior rendimento degli IG rispetto al governativo, grazie anche a spread ancora lievemente superiori rispetto ad inizio anno.

CORPORATE  
SUB-INV. GRADE
 **CORPORATE EURO SUB IG**

Gli spread tornati ai livelli pre-crisi del Golfo e quindi nuovamente ai minimi degli ultimi cinque anni, suggeriscono maggiore prudenza a fronte di elementi immutati di fragilità nel contesto europeo.

A fronte quindi di un minor *carry* offerto si mantiene un giudizio di sottopeso per il segmento.

 **CORPORATE NON EURO SUB IG**

Si mantiene un posizionamento in sottopeso sul segmento in quanto alla maggior percezione del rischio di liquidità negli USA si è aggiunto un ritracciamento degli spread con conseguenziale riduzione del *carry*.

## PAESI EMERGENTI

 **PAESI EMERGENTI**

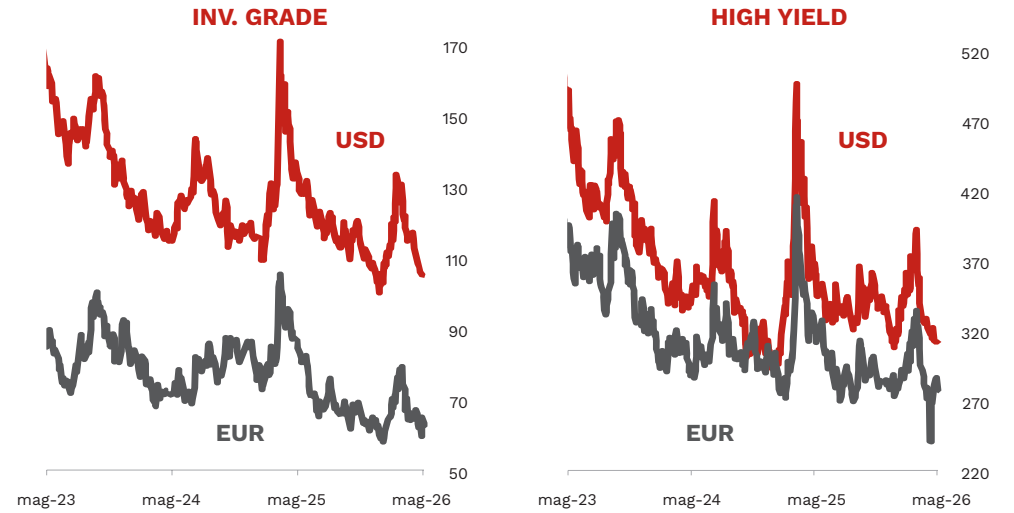
Il prolungarsi della crisi del golfo suggerisce ancora prudenza sulla componente emergente a causa della maggiore sensibilità di vari Paesi alle ripercussioni su prezzi di energia e derrate alimentari che potrebbero di conseguenza pesare sulla crescita, parametro fondamentale per la sostenibilità del debito di tali emittenti.

# ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

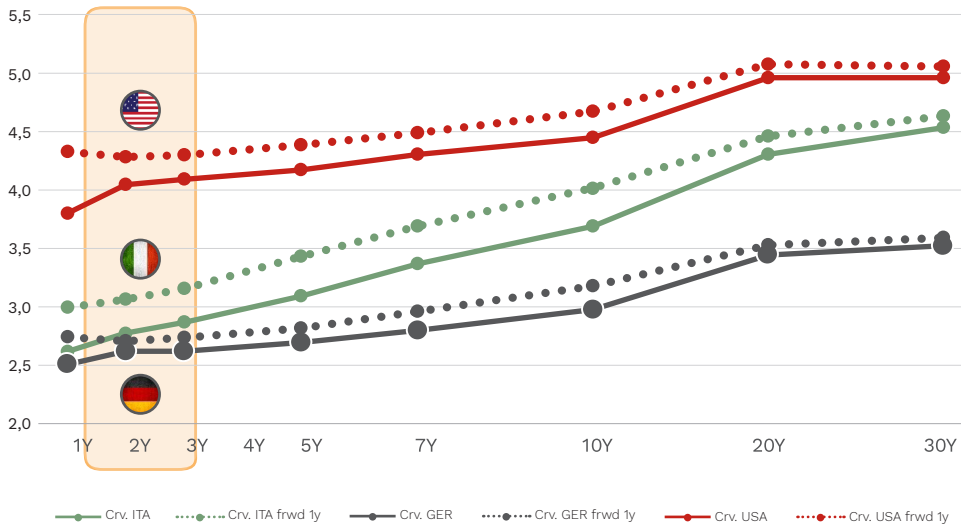
## RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
<b>EMISSIONI IN EURO</b>								
GERMANIA	2,41	2,53	2,54	2,59	2,64	2,67	2,75	2,82
IRLANDA	2,49	2,53	2,61	2,66	2,68	2,73	2,86	
FRANCIA	2,57	2,68	2,75	2,84	2,96	3,04	3,18	3,31
PORTOGALLO	2,55	2,53	2,57	2,61	2,78	2,87	3,03	3,08
SPAGNA	2,50	2,61	2,67	2,73	2,84	2,86	3,03	3,11
ITALIA	2,64	2,68	2,79	2,95	3,04	3,23	3,32	3,43
GRECIA	2,47	2,62	2,70	2,88	2,99	3,11	3,24	3,37
<b>EMISSIONI IN VALUTA LOCALE</b>								
STATI UNITI	3,77	4,00	4,05		4,14		4,28	
GIAPPONE	1,09	1,37	1,57	1,81	1,90	2,21	2,38	2,51
CINA	1,16	0,00	1,28	1,35	1,43	1,53	1,56	1,63
CANADA	2,58	2,78	2,87	2,97	3,05		3,20	
NORVEGIA		2,23	2,30	2,37		2,50		2,65
GRAN BRETAGNA	4,09	4,21	4,27	4,30	4,35	4,41	4,54	4,69
AUSTRALIA	4,58	4,52	4,48	4,48	4,52	4,58	4,65	4,73
NUOVA ZELANDA		3,51	3,71	3,88	4,04		4,26	

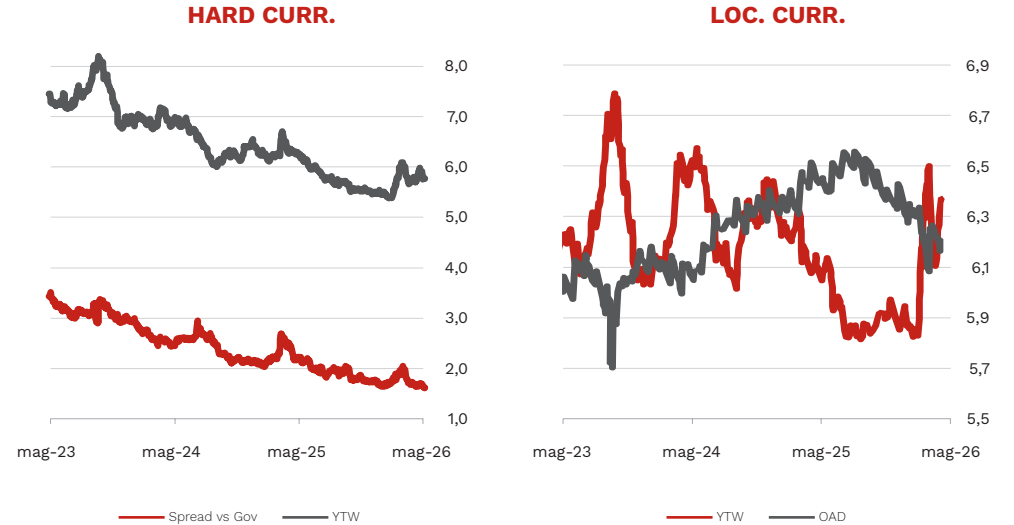
## SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



## CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



## OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 29 maggio 2026.

## FOREX

## DOLLARO USA (USD)

**Mantenimento delle posizioni in essere in ottica di diversificazione.**

Nel breve termine l'USD continua a risentire di forze contrapposte. Da un lato, la resilienza dell'economia USA, il differenziale di crescita rispetto all'Europa e l'attesa di una Fed restrittiva più a lungo sostengono il dollaro. Dall'altro, un allentamento delle tensioni geopolitiche — ad esempio tramite un accordo USA-Iran con effetti ribassisti sull'energia — migliorerebbe il quadro europeo, riducendo il vantaggio relativo degli Stati Uniti in termini di crescita, inflazione e tassi e, di conseguenza, il supporto alla valuta. In questo contesto, resta centrale l'equilibrio tra *stance* monetaria e credibilità della Fed: un orientamento più accomodante non supportato dai dati indebolirebbe il USD, mentre una Fed coerente e indipendente continuerebbe a sostenerlo.

## YEN GIAPPONESE (JPY)

**Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.**

Il differenziale di tasso tra Giappone e Stati Uniti ha finora rappresentato il principale fattore di debolezza dello JPY. Tuttavia, il rialzo dei rendimenti dei JGB su livelli che non si osservavano da decenni, insieme alla prospettiva ormai vicina di una normalizzazione della politica della BoJ, potrebbe favorire una stabilizzazione della valuta. In questo contesto, la maggiore attrattività dei rendimenti domestici sostiene il rimpatrio dei flussi, come evidenziato nel 1Q2026, quando gli investitori giapponesi hanno registrato vendite nette di circa USD 30 mld di Treasury, segnando la contrazione più significativa degli ultimi anni. Si aggiunge il ruolo dei frequenti interventi valutari che stanno rafforzando la percezione di una soglia implicita di tolleranza delle autorità.

## STERLINA INGLESE (GBP)

**Approccio cauto, rivolto a non incrementare le posizioni.**

La dinamica della GBP è condizionata, da un lato, da un contesto politico domestico ancora incerto, che incide sul sentiment degli investitori e sulla visibilità fiscale e macroeconomica; dall'altro, dall'impostazione più attendista della BoE rispetto alla BCE nel processo di normalizzazione monetaria. I più recenti interventi del Governatore Bailey hanno sottolineato un approccio improntato alla cautela, evidenziando come il percorso dei tassi rimanga strettamente dipendente dai dati e come non vi sia urgenza di ulteriori strette nel breve termine. Un orientamento che riflette maggiore attenzione ai rischi per la crescita e contribuisce a limitare il supporto alla valuta derivante dai differenziali di rendimento.

## VALUTE EMERGENTI

**Approccio cauto e selettivo.**

L'andamento dell'asset class risulta sempre più eterogeneo. Alcune divise beneficiano di fondamentali solidi e di un *carry* elevato, mentre altre restano più esposte a vulnerabilità legate ai flussi di capitale, alle dinamiche energetiche o a squilibri esterni. In Asia, in particolare, assumono rilevanza i movimenti dei flussi azionari e commerciali, mentre in altre aree prevalgono fattori domestici e politici. Complessivamente, emerge un contesto privo di driver univoci, che richiede un approccio selettivo e orientato a opportunità tattiche.

## COMMODITIES

## PETROLIO

**Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.**

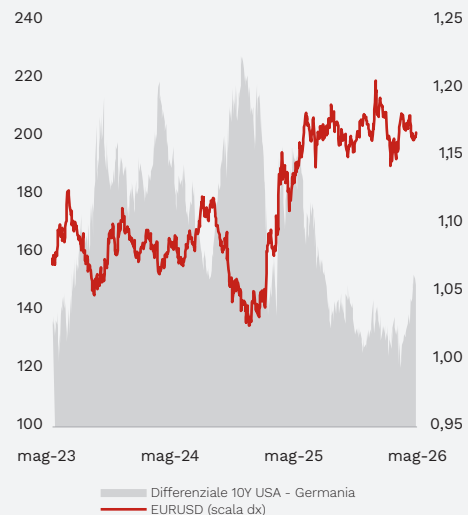
Il mercato sta progressivamente prezzando una riapertura dello Stretto di Hormuz in tempi brevi: un accordo USA-Iran favorirebbe un recupero dell'offerta, ma solo graduale, data la cautela degli operatori e i tempi di ripristino della produzione e della raffinazione. Nel breve, scorte ridotte e mercato più tirato mantengono elevata la volatilità, limitando il *downside* immediato dei prezzi della commodity ma con *bias* a moderato indebolimento nel caso di normalizzazione dei flussi.

## ORO

**Mantenimento delle posizioni in essere, come strumento di diversificazione.**

L'oro si muove in un contesto di forze contrapposte: da un lato il miglioramento del sentiment legato alla tregua geopolitica e il livello ancora elevato dei tassi ne limitano il potenziale, dall'altro l'incertezza sul quadro macro e il rischio inflattivo continuano a offrire supporto. Nel breve, è ragionevole attendersi una fase laterale, in cui l'evoluzione dei prezzi energetici e le attese sulla Fed restano determinanti. Un ritorno su un trend più costruttivo richiederebbe un raffreddamento dell'inflazione e segnali credibili di tagli da parte della Fed, mentre il principale rischio resta legato a nuove tensioni geopolitiche in grado di mantenere i tassi elevati più a lungo.

**EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA**



**ANDAMENTO PRINCIPALI COMMODITIES 3 ANNI (NORM. SU BASE 100)**

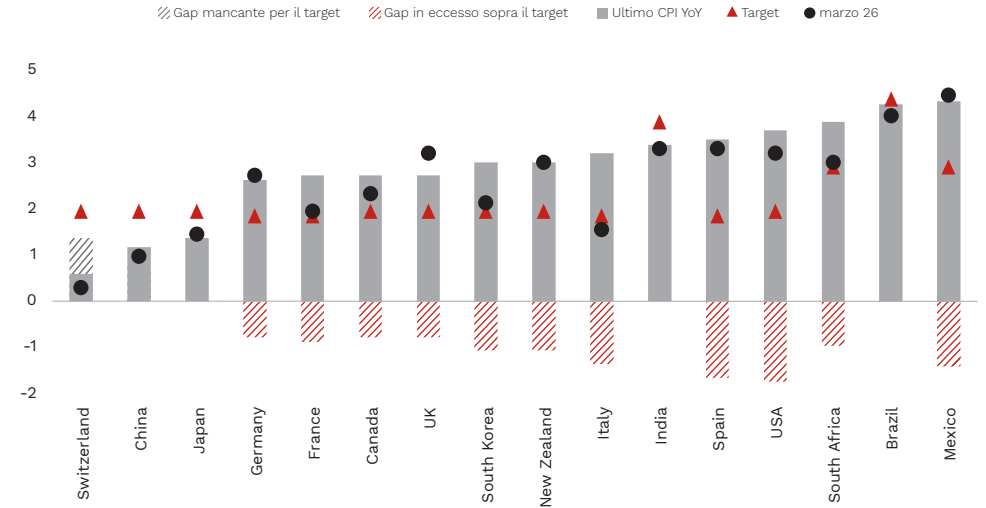


# ANNEX

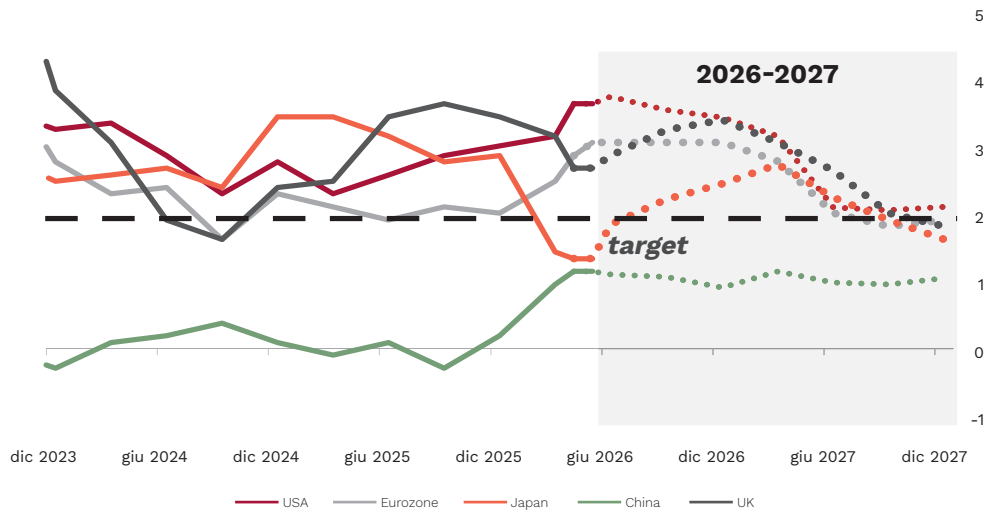
**PREVISIONI DI CRESCITA**

	2025	2026		2027	
		OECD*	GenAm**	OECD*	GenAm**
World	3,4	2,8 (-0,1)	2,7	3,1 (-0,1)	3,0
Australia	2,0	1,9 (-0,4)		1,8 (-0,6)	
Canada	1,7	1,2 (=)		1,7 (=)	
Euro Area	1,4	0,8 (=)	0,7	1,2 (=)	1,1
Germany	0,3	0,7 (-0,1)	0,5	1,1 (-0,4)	1,1
Italy	0,5	0,5 (+0,1)	0,4	0,6 (=)	0,5
France	0,9	0,7 (-0,1)	0,6	0,8 (-0,2)	0,7
Japan	1,1	0,6 (-0,3)	0,3	0,8 (-0,1)	0,6
UK	1,4	0,9 (-0,2)	0,6	1,1 (-0,2)	1,1
USA	2,1	2,0 (=)	2,0	1,8 (+0,1)	2,0
Brazil	2,3	1,6 (+0,1)		2,1 (=)	
China	5,0	4,5 (+0,1)	4,4	4,3 (=)	4,3
India <sup>(1)</sup>	7,6	6,3 (+0,2)		6,4 (=)	
Mexico	0,8	0,8 (-0,5)		1,9 (+0,2)	
South Africa	1,1	1,2 (=)		1,6 (-0,1)	

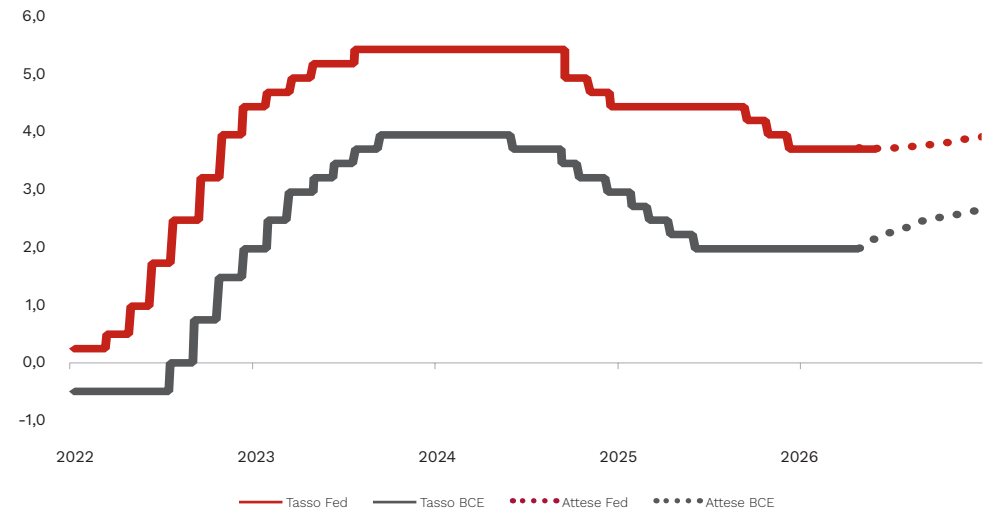
**CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI**



**CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS**

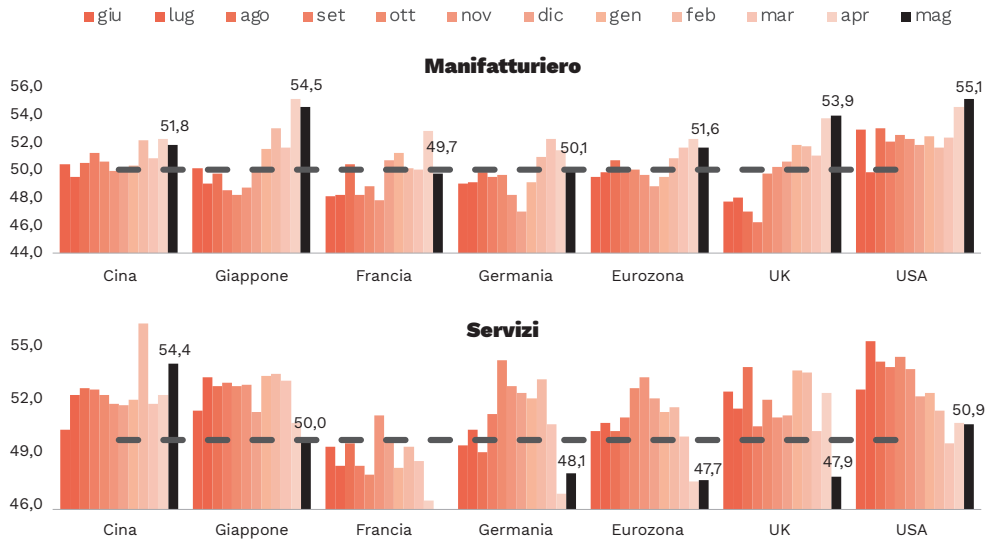


**ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE**



Fonte: BG Macro Research. \*OECD – Economic Outlook – 3 giugno 2026 (variaz. rispetto a EO Interim Projection di marzo 2026). \*\* Generali Asset Management – Market Perspectives maggio 2026. Altri dati aggiornati al 29 maggio 2026.

**PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI**



## DISCLAIMER

Il presente documento, realizzato da Banca Generali S.p.A., ha scopo esclusivamente informativo e non costituisce in alcun modo materiale promozionale, raccomandazione di investimento, ricerca o sollecitazione al pubblico risparmio, né può in alcun modo sostituire la documentazione precontrattuale e contrattuale relativa ai servizi e ai prodotti citati nello stesso; il documento è redatto in particolare senza riferimento a obiettivi d'investimento specifici o futuri, alla situazione finanziaria o fiscale, al profilo di rischio, a esperienze e conoscenze e/o alle esigenze di uno specifico destinatario. Alcune informazioni riportate nel documento potrebbero basarsi su fonti esterne. Banca Generali S.p.A. non fornisce alcuna garanzia (espressa o tacita) né assume alcuna responsabilità con riguardo alla correttezza, completezza o attendibilità di tali informazioni, o assume alcun obbligo per danni, perdite o costi risultanti da qualunque errore o omissione contenuti nel documento. I rendimenti eventualmente indicati nel documento non sono indicativi di quelli ottenibili in futuro. Un eventuale cambiamento delle ipotesi di base assunte per descrivere il rendimento illustrato comporta una modifica del risultato dell'esempio proposto. Le informazioni contenute nel documento si basano sulle attuali condizioni di mercato, che potrebbero essere soggette a significativi cambiamenti nel breve periodo. Pertanto, i cambiamenti e gli eventi verificatisi successivamente alla data del documento potrebbero incidere sulla validità delle conclusioni contenute nello stesso. Banca Generali S.p.A. non si assume alcun obbligo di aggiornare e/o rivedere il documento o le informazioni e i dati su cui esso si basa. Per conoscere nel dettaglio le caratteristiche, i rischi e i costi degli strumenti finanziari indicati nel documento, si raccomanda di leggere attentamente, prima della sottoscrizione, la documentazione d'offerta a disposizione sul sito internet della società emittente. Banca Generali S.p.A. è esonerata da ogni responsabilità relativa all'improprio utilizzo delle informazioni qui contenute.