BANCA GENERALI PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

DICEMBRE 2025

Financial Advisory | Markets Strategy

MACRO & MERCATI – NOVEMBRE 2025

QUADRO MACROECONOMICO

Negli Stati Uniti si è concluso lo *shutdown* più lungo della storia, con una «tregua» tra repubblicani e democratici: Trump ha firmato una legge di spesa temporanea, che ha ripristinato i finanziamenti federali fino al 30 gennaio. Sul fronte tariffario, Washington ha ridotto i dazi su diversi prodotti alimentari nel tentativo di contenere l'inflazione e rispondere al crescente malcontento dei consumatori americani. Moody's ha dichiarato un miglioramento dell'outlook per l'Italia, che segna una persistente divergenza nelle traiettorie di sostenibilità del debito tra i principali Paesi del blocco. In Asia, la nuova Prima Ministra nipponica Takaichi, ha scatenato la più grave crisi diplomatica tra Tokyo e Pechino in oltre un decennio, affermando che un attacco della Cina su Taiwan innescherebbe una risposta militare da parte del Giappone.

STATI UNITI

Dopo il lungo *shutdown* governativo, la ripresa delle pubblicazioni ha fornito un quadro in chiaroscuro. A settembre l'economia americana ha creato 119 mila nuovi posti di lavoro, ma il tasso di disoccupazione è salito al 4,4%, il livello più alto degli ultimi 4 anni. Le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,2% m/m a settembre: un incremento debole ma ancora positivo, simbolo di consumi ancora resilienti. L'indice PMI Composito è rimasto piuttosto stabile a novembre (da 54,6 a 54,2), ma comincia a preoccupare una crescita più lenta dei nuovi ordini combinata ad un aumento record delle scorte invendute: questo preannuncia un possibile rallentamento della produzione industriale nei prossimi mesi.

EUROPA

La seconda lettura del PIL per il 3Q ha segnato una crescita dello 0,2% per l'area euro. Germania e Italia registrano una crescita nulla, mentre Spagna (+0,6%) e Francia (+0,5%) hanno guidato il dato in territorio positivo. Secondo i dati di Eurostat il surplus commerciale è aumentato a settembre grazie alle esportazioni verso gli USA: il blocco si sta dimostrando resiliente alle tensioni commerciali. Il PMI Manifatturiero di novembre è sceso da 49,7 a 49,6; la maggioranza dei Paesi è in crescita, ma il peso della contrazione industriale in Germania e Francia sta frenando la ripresa dall'intero blocco. Il CPI è salito dal 2,1% al 2,2% a/a a novembre: questo supporta la posizione della BCE.

GIAPPONE

Nel 3Q il PIL del Giappone è calato dello 0,4% t/t, invertendo la crescita del 2Q. Il commercio ha contribuito negativamente (−0,2%), con le esportazioni (−1,2%) in calo ad un ritmo più sostenuto rispetto alle importazioni (−0,1%) dopo che Washington ha imposto una tariffa di base del 15% sulla maggior parte dei beni giapponesi a settembre. Il CPI a ottobre è aumentato dal 2,9% al 3,0% su base annua, così come l'inflazione core che ha raggiunto il 3% a/a. Questo supporta un incremento dei tassi di interesse da parte della BoJ nella prossima riunione di dicembre nonostante la battuta d'arresto lato crescita.

CINA

La seconda economia mondiale è entrata nell'ultimo trimestre con una traiettoria in indebolimento: a ottobre sono crollati gli investimenti in beni fissi (−1,7%), mentre la produzione industriale è aumentata del 4,9%, il ritmo più basso da inizio 2025. Le esportazioni sono diminuite dell'1,1% a/a: la domanda globale verso la Cina non è riuscita a compensare il crollo sempre più profondo delle esportazioni verso gli USA. Con la riduzione del 10% dei dazi sui prodotti cinesi da parte degli USA (in vigore dal 10/11) è probabile che gli scambi commerciali tra le due economie registrino una ripresa entro fine anno.

MERCATI FINANZIARI

Novembre è stato un mese caratterizzato da dinamiche divergenti sui mercati finanziari, con un ritorno della volatilità alimentato da fattori macroeconomici e sviluppi societari. Le aspettative degli operatori sul taglio dei tassi da parte della Fed previsto per metà dicembre sono diminuite a inizio mese, dopo la comunicazione prudente di Powell nell'ultima riunione di ottobre, per poi aumentare nuovamente a seguito di dichiarazioni più accomodanti di alcuni funzionari dell'istituto centrale. Questo ha provocato la recente volatilità sui mercati finanziari, affiancata da un'attenzione crescente al ritorno sugli investimenti derivanti dalle spese in conto capitale legate all'intelligenza artificiale.

MERCATI AZIONARI

Il rally di fine mese ha riportato l'S&P 500 in territorio positivo (+0,1%). Nonostante le mega-cap abbiano registrato un'altra stagione di utili eccezionale, il settore tecnologico è risultato il principale freno (−4,3%), complici i crescenti timori legati alle quotazioni eccessive che hanno alimentato un clima risk-off nel settore: Nvidia (−12,5%), Super Micro Computer (−34,9%), Oracle (−23,1%) e AMD (−15,1%) hanno archiviato forti perdite. Alphabet (+13,9%) ha registrato rialzi grazie alle prospettive di crescita nel settore AI e a partnership strategiche, con la notizia della trattativa con Meta per la fornitura di chip, che ha spinto il settore dei servizi di comunicazione a +6,4%. Positivo anche il settore Healthcare (+9,3%), trainato da Merck (+21,9%) e Eli Lilly (+24,6%), che ha toccato un massimo storico, diventando la prima casa farmaceutica a raggiungere una capitalizzazione di USD 1 trilione, spinta dalla forte domanda di farmaci per la perdita di peso. Oltreoceano, l'MSCI Europe ha chiuso il mese in lieve rialzo (+0,7%), con la maggior parte dei settori in territorio positivo. Il comparto Healthcare ha primeggiato anche in Europa (+5,4%), con Roche in forte rialzo (+18,7%) dopo il successo di un nuovo farmaco anti-cancro che ha ridotto il rischio di recidiva nei trial clinici. In Asia, il Nikkei ha subito una correzione (−4,1%) penalizzato dalle diffuse prese di profitto sui titoli tecnologici legati all'AI e dalle aspettative di rialzo dei tassi di interesse da parte della BoJ.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti USA hanno chiuso il mese in calo di 6 bps al 4,01% sul 10 anni e pressoché invariati sulla scadenza a 30 anni (4,66%). Gli operatori a fine mese prezzavano una probabilità dell'83% di un taglio di 0,25 a dicembre, sostenuta da dati economici più deboli sul mercato del lavoro e dai commenti accomodanti di diversi membri della banca centrale. L'attenzione degli investitori si è inoltre concentrata sulle indiscrezioni secondo cui il consigliere economico della Casa Bianca Hassett, sarebbe emerso come principale candidato a succedere a Powell alla guida della Fed. In Eurozona, il rendimento dei titoli governativi è rimasto pressoché stabile, con il Bund a 10 anni appena sotto il 2,7% (−5 bps), il BTP al 3,40% (+2bps), e l'OAT francese a 3,41% (−1 bp). Considerando che i verbali della riunione BCE non hanno indicato urgenza di avviare un allentamento monetario, gli ultimi dati hanno lasciato invariate le aspettative di mercato sulle prossime mosse della BCE fino al 2026. Il rendimento del Gilt britannico a 10 anni è sceso al 4,44%, complice la reazione degli investitori al nuovo bilancio del governo, che introduce un percorso fiscale più restrittivo e rafforza il controllo sul debito. Il piano prevede un incremento delle imposte per GBP 26 miliardi a sostegno di maggiori spese sociali. Lieve allargamento degli spread, sia IG sia HY negli USA, coerentemente con la debolezza dei corsi azionari. Maggiore stabilità sugli spread in Eurozona.

BANCA GENERALI PRIVATE

PERFORMANCE MERCATI AZIONARI

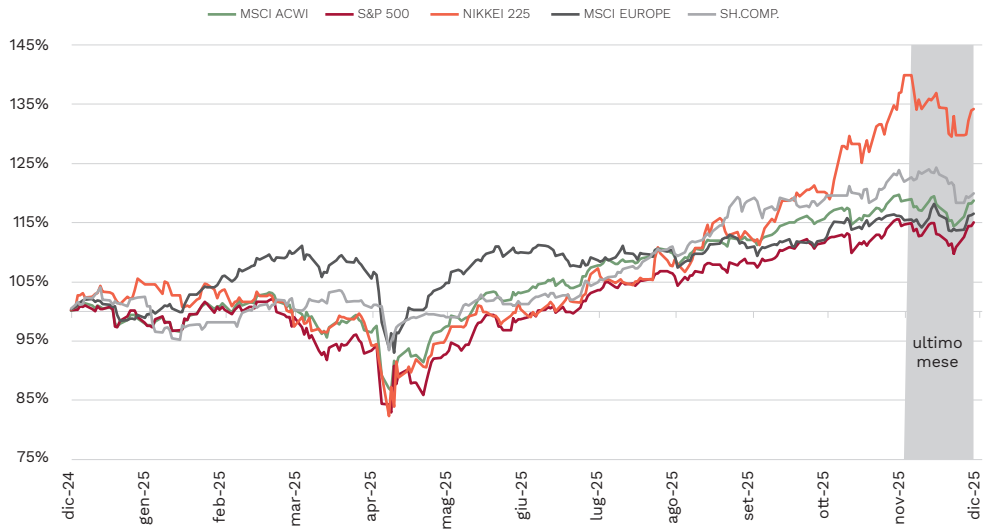
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	-0,5%	6,3%	**19,2%**	15,2%
MSCI ACWI	USD	-0,1%	5,6%	**19,5%**	15,7%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	0,3%	6,3%	**15,1%**	23,7%
S&P 500 INDEX	USD	0,1%	6,0%	**16,4%**	23,3%
NIKKEI 225	JPY	-4,1%	17,6%	**26,0%**	19,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	0,4%	5,1%	**8,3%**	3,9%
MSCI EUROPE	EUR	0,7%	4,8%	**13,4%**	5,8%
DAX INDEX	EUR	-0,5%	-0,3%	**19,7%**	18,8%
CAC 40 INDEX	EUR	0,0%	5,4%	**10,1%**	-2,2%
FTSE MIB INDEX	EUR	0,4%	2,8%	**26,8%**	12,6%
IBEX 35 INDEX	EUR	2,1%	9,6%	**41,2%**	14,8%
FTSE 100 INDEX	GBP	0,0%	5,8%	**18,9%**	5,7%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	-2,3%	8,8%	**29,7%**	10,8%
MSCI EMERGING MARKET	USD	-2,5%	8,6%	**27,1%**	5,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	-2,6%	8,9%	**29,2%**	15,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	-2,9%	8,1%	**26,5%**	9,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	5,7%	13,4%	**46,9%**	-30,4%

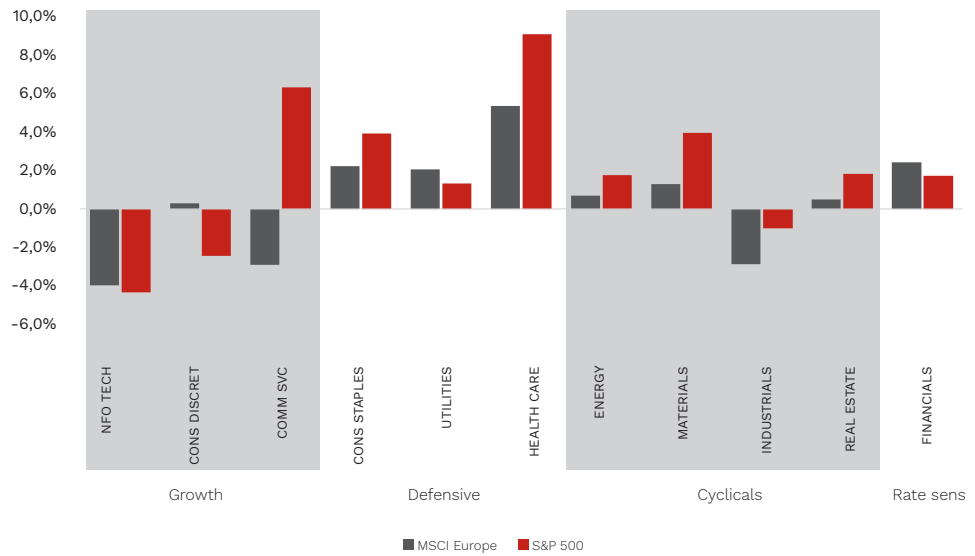
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	-1,1%	7,2%	**6,3%**	23,2%
MSCI ACWI €	EUR	-0,8%	6,5%	**6,6%**	23,7%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	-0,4%	7,2%	**2,7%**	32,3%
S&P 500 INDEX €	EUR	-0,6%	6,9%	**3,9%**	31,8%
NIKKEI 225 €	EUR	-6,1%	11,6%	**13,5%**	13,7%
FTSE 100 INDEX €	EUR	0,1%	4,6%	**12,2%**	10,8%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	-2,9%	9,7%	**15,6%**	18,5%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	-3,1%	9,5%	**13,4%**	12,3%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	-3,3%	9,9%	**15,2%**	23,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	-3,6%	9,0%	**12,8%**	17,3%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	5,0%	14,4%	**31,0%**	-25,6%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025. *Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale.

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



BANCA GENERALI PRIVATE

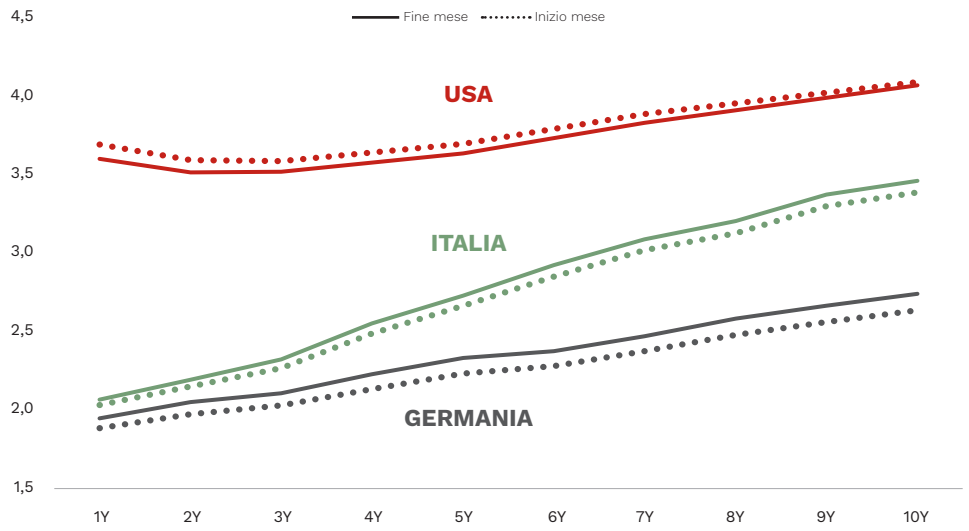
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

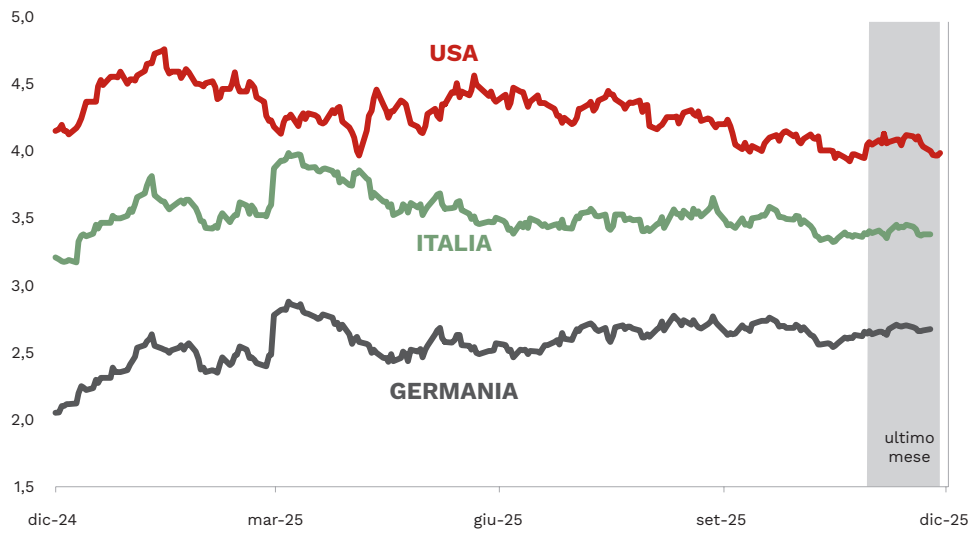
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	**2,1%**	3,9%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	0,1%	1,8%	**3,6%**	5,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	-0,4%	0,5%	**-0,8%**	0,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	0,0%	1,3%	**1,2%**	1,9%
CORPORATE EURO	EUR	-0,3%	0,8%	**3,2%**	4,6%
HIGH YIELD EURO	EUR	0,2%	0,7%	**4,4%**	6,9%
GREEN BOND EURO	EUR	-0,1%	1,1%	**1,6%**	2,7%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	-0,2%	0,8%	**3,2%**	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	0,6%	2,1%	**6,7%**	0,6%
CORPORATE USA	USD	0,8%	2,9%	**8,6%**	1,2%
HIGH YIELD USA	USD	0,5%	1,4%	**8,1%**	7,9%
GREEN BOND USA	USD	0,5%	2,0%	**7,4%**	3,0%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	0,7%	2,5%	**7,9%**	2,2%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	0,3%	4,2%	**12,9%**	5,7%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	1,6%	4,0%	**20,0%**	-1,6%
GOVERNATIVI USA	EUR	0,1%	2,8%	**-4,1%**	7,2%
CORPORATE USA	EUR	0,2%	3,7%	**-2,1%**	7,8%
HIGH YIELD USA	EUR	0,0%	2,2%	**-2,7%**	14,6%
GREEN BOND USA	EUR	0,0%	2,9%	**-4,2%**	9,9%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	0,1%	3,3%	**-3,7%**	9,0%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	-0,2%	4,9%	**2,1%**	12,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	1,1%	4,7%	**9,3%**	5,0%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-0,5%	0,7%	**-10,7%**	6,6%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-0,3%	1,7%	**-8,3%**	7,1%
USD vs paniere EME		-1,0%	-1,2%	**-7,7%**	12,5%
COMMODITY					
GOLD	USD	5,9%	23,0%	**61,5%**	27,2%
PETROLIO (WTI)	USD	-4,0%	-8,5%	**-18,4%**	0,1%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025. *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



BANCA GENERALI PRIVATE

OUTLOOK

Negli Stati Uniti, dopo la conclusione dello *shutdown*, i dati economici tornano progressivamente disponibili. Il mercato del lavoro rallenta, ma senza tensioni: la creazione di posti di lavoro prosegue mese dopo mese, seppur a ritmi più moderati. Sul fronte dei consumi, la tenuta è garantita anche dai guadagni sui mercati azionari, che sostengono la spesa delle fasce di reddito più elevate, mentre permangono criticità legate alla fiducia dei consumatori a basso reddito, più vulnerabili alle pressioni sui prezzi. L'inflazione statunitense rimane elevata, ma non mostra segnali di accelerazione, grazie al ridimensionamento della componente *shelter* e al contenimento dell'impatto dei dazi sui beni finali: le imprese hanno assorbito parte degli incrementi dei costi di input attraverso i margini, senza compromettere la redditività, come confermato dalle trimestrali. La Fed mantiene un approccio prudente, in attesa di dati aggiornati sull'occupazione. In Europa, la crescita è più contenuta rispetto agli USA, ma resiliente. L'inflazione non rappresenta una fonte di preoccupazione per la BCE, che ha concluso il ciclo di allentamento monetario e si dichiara pronta a intervenire con ulteriori tagli qualora l'inflazione scendesse ben al di sotto del target. In Cina, l'economia dovrebbe centrare l'obiettivo del Governo di una crescita attorno al 5%, ma il raggiungimento del target richiede il supporto di misure di stimolo, poiché la dinamica interna fatica a generare slancio.

CRESCITA ECONOMICA

La crescita economica mondiale nel 2025 appare proiettata verso un consolidamento di poco superiore al 3%, sostenuta da politiche economiche supportive a livello globale. A favorire la resilienza della crescita USA contribuisce la tenuta dei consumi interni e i massicci investimenti in AI e infrastrutture.

Negli Stati Uniti, la crescita del PIL nel 2025 è prevista tra l'1,8%-2,0%, trainata dai consumi delle fasce di reddito più elevate e dagli investimenti in AI, con il settore tecnologico che resta il principale motore dell'espansione. Tuttavia, la crescita rimane disomogenea tra settori e classi di reddito.
In Europa, la ripresa dovrebbe proseguire gradualmente, con una crescita stimata dell'1,2% nel 2025, sostenuta da condizioni finanziarie accomodanti, stimoli fiscali in Germania e una lenta ripresa della fiducia dei consumatori.
In Cina, il target di crescita del 5% appare raggiungibile, ma il *momentum* si sta indebolendo a causa del calo degli investimenti e della domanda interna ancora fragile, mentre la crescita resta fortemente dipendente dagli stimoli pubblici.

INFLAZIONE

L'inflazione rimane ancora su livelli superiori al target negli Stati Uniti, mentre in Eurozona la dinamica dei prezzi si dimostra più debole. Prosegue la fase di bassa inflazione in Cina.

L'inflazione globale è in fase di moderazione, ma il percorso resta disomogeneo tra le principali aree. Negli Stati Uniti, il CPI dovrebbe chiudere l'anno poco sopra il 3,0% e scendere verso il 2,5% entro fine 2026, con i dazi che continueranno a esercitare pressioni sui prezzi almeno fino al 1Q2026.
In Europa, l'inflazione è attesa in calo sotto il 2% nel corso del 2026, sostenuta dal raffreddamento dei prezzi energetici e dalla decelerazione dei salari.
In Cina la dinamica dei prezzi rimane contenuta, con segnali di miglioramento solo marginali.

POLITICHE ECONOMICHE

Si accentua la disomogeneità dei percorsi di politica monetaria nelle principali aree economiche. Mentre il consensus converge sulla stabilità dei tassi in Eurozona, il sentiero di allentamento della Fed rimane ancora incerto. Le politiche fiscali si confermano espansive, ma in Europa l'impulso fiscale si concentra in Germania.

Le banche centrali mantengono un approccio prudente e guidato dai dati.
Negli Stati Uniti, le attese di consensus vedono la Fed tagliare i tassi seguendo un approccio graduale, scontando meno di 1 punto percentuale di riduzione del costo del denaro nei prossimi 12 mesi. In Europa, la BCE è attesa lasciare invariati i tassi per tutto il 2026, ritenendo la politica attuale "in una buona posizione", con rischi di ulteriori tagli solo in caso di sorprese negative sull'inflazione o sulla crescita. In Giappone, la BoJ dovrebbe procedere con un rialzo dei tassi già a dicembre, mentre in Cina si attendono nuove misure fiscali e di sostegno al credito per mantenere il ritmo di crescita vicino al target.

RISCHI

I rischi principali riguardano l'effettivo aumento della produttività negli USA legata agli investimenti in AI e l'effettivo dispiego degli investimenti stanziati dalla Germania in Eurozona. Sullo sfondo, USA-Cina dovrebbe essere un confronto che le due super potenze hanno rimandato a fine 2026, ma non sono da escludere possibili escalation legate ai tempi strategici.

Oltre ad essere una tematica molto sentita sui mercati finanziari, l'impatto dell'adozione su larga scala dell'AI sulla produttività statunitense è un tema macroeconomico e che impatterà il trend di crescita degli USA nei prossimi anni. Sempre negli USA permane il rischio di un'inflazione che, pur non accelerando, si mantiene più elevata rispetto a quanto attualmente stimato con conseguente impatto meno espansivo sull'economia qualora l'istituto centrale dovesse intervenire in modo meno deciso.
In Eurozona, invece, la crescita nel 2026 dipende sostanzialmente dalla ripresa della locomotiva tedesca e dalla velocità di dispiegamento degli investimenti approvati nel 2025.

ASSET ALLOCATION STRATEGICA IVQ 2025

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

EQUITIES — NEUTRAL

- Dopo che la stagione delle trimestrali ha evidenziato il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, ma ha portato alla luce i dubbi sui rendimenti futuri degli investimenti in AI, l'attenzione degli investitori si focalizzerà ora sulle prospettive di politica monetaria della Fed.
- L'esito della riunione del prossimo 10 dicembre è uno tra i più incerti degli ultimi mesi per i pochi dati economici pubblicati nelle ultime settimane a causa dello *shutdown* del governo statunitense.
- Tuttavia, le ultime dichiarazioni del presidente della Fed di New York Williams hanno fatto propendere l'ipotesi di un ulteriore taglio dei tassi che potrebbe sostenere i mercati.
- In Europa i rialzi potrebbero essere limitati dalle preoccupazioni sulle prospettive della crescita, in Cina dal persistere della deflazione e in Giappone dal rialzo dei rendimenti dei governativi a lungo termine. Positive, invece, le prospettive per gli emergenti ex-Cina grazie all'impatto delle politica espansiva della Fed sullo USD.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria.**

BONDS — NEUTRAL

- La Fed sta seguendo le attese che il mercato aveva sull'andamento della politica monetaria USA. Archiviato il taglio atteso nel meeting di ottobre, le aspettative continuano ad essere per ulteriori 3 tagli nei prossimi 12 mesi. Queste attese potrebbero essere velocemente riviste dal mercato (meno tagli) qualora l'inflazione si mantenga su livelli più elevati di quanto stimato implicitamente dagli investitori.
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive dei principali Paesi europei, riduce la possibilità di vedere curve più basse.
- Gli attuali livelli di *carry* offerti dalle curve governative sia europee sia statunitensi appaiono equi rispetto a tali aspettative.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria per il 4Q 2025.**

CASH INSTRUMENTS — NEUTRAL

- Il cash – inteso come emissioni con scadenza residua inferiore ai 12 mesi – continua a rappresentare una componente di stabilità all'interno della costruzione complessiva dei portafogli degli investitori.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria per il 4Q 2025.**

ASSET ALLOCATION TATTICA DICEMBRE 2025

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

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

EQUITIES

NEUTRAL

- Dopo che la stagione delle trimestrali ha evidenziato il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, ma ha portato alla luce i dubbi sui rendimenti futuri degli investimenti in AI, l'attenzione degli investitori si focalizzerà ora sulle prospettive di politica monetaria della Fed.
- L'esito della riunione del prossimo 10 dicembre è uno tra i più incerti degli ultimi mesi per i pochi dati economici pubblicati nelle ultime settimane a causa dello *shutdown* del governo statunitense.
- Tuttavia, le ultime dichiarazioni del presidente della Fed di New York Williams hanno fatto propendere l'ipotesi di un ulteriore taglio dei tassi che potrebbe sostenere i mercati.
- In Europa i rialzi potrebbero essere limitati dalle preoccupazioni sulle prospettive della crescita, in Cina dal persistere della deflazione e in Giappone dal rialzo dei rendimenti dei governativi a lungo termine. Positive, invece, le prospettive per gli emergenti ex-Cina grazie all'impatto delle politica espansiva della Fed sullo USD.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria.**

= AZIONARIO USA

La stagione delle trimestrali ha confermato la solidità delle maggiori aziende statunitensi, con l'EPS delle società dell'S&P500 in crescita del 13,4%. Allo stesso tempo, sono emerse le tensioni sulle prospettive dei rendimenti degli investimenti degli *hyperscalers* in AI, portando a prese di profitto su alcune big cap quali Microsoft, Meta e Nvidia. Appare quindi probabile un incremento della volatilità nel breve. L'attenzione degli investitori si focalizzerà ora sulle prospettive di politica monetaria della Fed. L'esito della riunione del prossimo 10 dicembre è incerto per i pochi dati economici disponibili a causa dello *shutdown* del governo. Tuttavia, le ultime dichiarazioni del presidente della Fed di New York Williams hanno fatto propendere l'ipotesi di un ulteriore taglio dei tassi che potrebbe sostenere i mercati.

- AZIONARIO EUROPA

Anche in Europa la stagione delle trimestrali si è rivelata positiva, con il 66% delle società che ha battuto le stime di consensus. Gli analisti prevedono ora una crescita sostenuta dell'EPS anche nel 2026 per le società dello Stoxx Europe 600 (+11%). Le indicazioni provenienti dal fronte economico rimangono, però incerte. In particolare è stato il nuovo ribasso dell'indice PMI manifatturiero dell'area euro in novembre (da 50,0 a 49,7) a destare preoccupazione sulle possibilità di recupero del ciclo economico nei prossimi mesi. Inoltre, la BCE potrebbe avere scarsa potenza di fuoco dopo i tagli degli scorsi mesi, e le stime di consensus vedono solo una ulteriore riduzione di 25bps nel 2026. Il focus principale sarà ora sugli effetti delle politiche fiscali espansive annunciate per il 2026, in particolare dalla Germania.

= AZIONARIO GIAPPONE

Il mercato azionario giapponese potrebbe continuare ad essere sostenuto dal maxi piano fiscale da oltre JPY 21 trilioni varato dalla premier Sanae Takaichi, che punta a stimolare crescita e investimenti strategici. La debolezza dello JPY, favorita anche dal mantenimento della politica monetaria espansiva della BoJ, amplifica i margini delle società esportatrici, rendendo più competitivi i prodotti nipponici. Tuttavia, il rovescio della medaglia è il rischio di un'accelerazione dell'inflazione, già sopra il 3%, alimentata da stimoli alla domanda che fanno il paio con l'incremento medio del 5,4% dei salari. Il recente balzo dei rendimenti JGB a lungo termine, ai massimi da decenni, segnala tensioni sul debito, evidenziando una crescente vulnerabilità del mercato obbligazionario giapponese che potrebbe pesare sull'azionario.

= AZIONARIO CINA

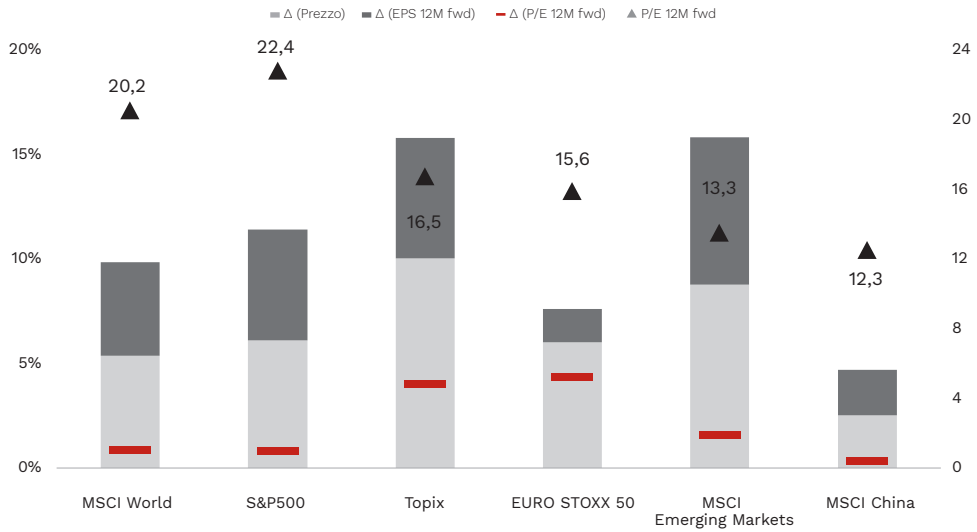
Sulle prospettive dell'azionario cinese pesano i timori di deflazione e la crisi immobiliare. A ottobre il CPI è salito dello 0,2% a/a, in miglioramento rispetto al −0,3% a/a di settembre mentre il PPI è sceso del 2,1%, segnalando una domanda interna debole e pressioni sui margini industriali. Questi sono stati evidenziati anche dagli ultimi dati di vendite al dettaglio e produzione industriale, entrambi in rallentamento rispetto al mese precedente. Il comparto immobiliare rimane all'interno di un trend negativo, come evidenziato dal possibile fallimento del colosso Vanke. Per questo, il governo cinese potrebbe intervenire con nuove misure per sostenere i consumi e stabilizzare il mercato immobiliare. Se queste saranno incisive, potrebbero riaccendere la fiducia e favorire l'azionario.

+ AZIONARIO EMERGENTI

I mercati emergenti ex-Cina, ed in particolare quelli asiatici, hanno risentito nelle ultime settimane dei timori sulla sostenibilità dei profitti nel settore AI, che hanno raffreddato l'entusiasmo globale per i titoli tecnologici. A ciò si aggiungono le difficoltà del corporate brasiliano, con insolvenze in aumento e tensioni sul credito che pesano sulla fiducia degli investitori. Tuttavia, l'asset class potrebbe continuare a beneficiare dell'attuale scenario economico. La politica espansiva della Fed riduce la pressione sullo USD e favorisce i flussi verso le economie emergenti, migliorando le condizioni di finanziamento e sostenendo la crescita. Il quadro complessivo indica che i mercati emergenti, al netto della Cina, rappresentano oggi una delle opportunità più convincenti per gli investitori globali.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

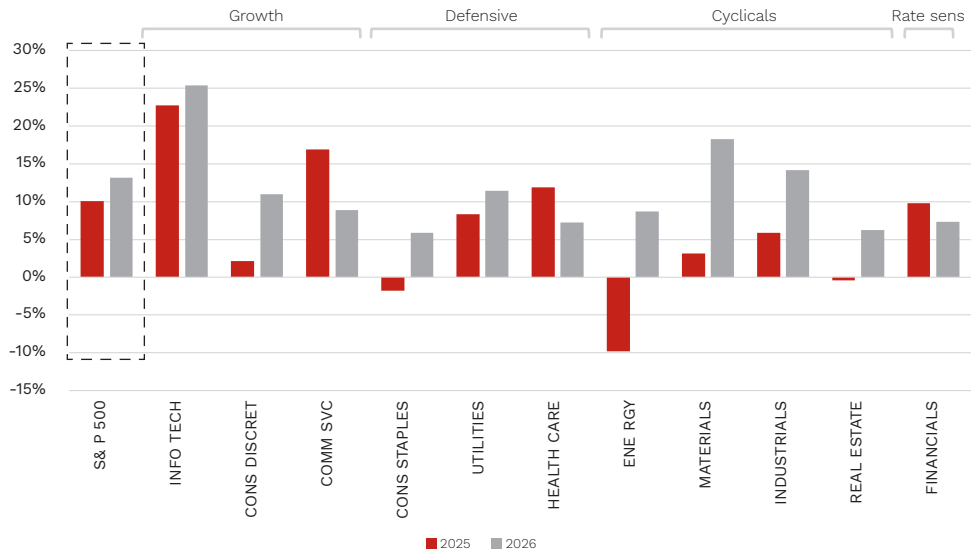
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



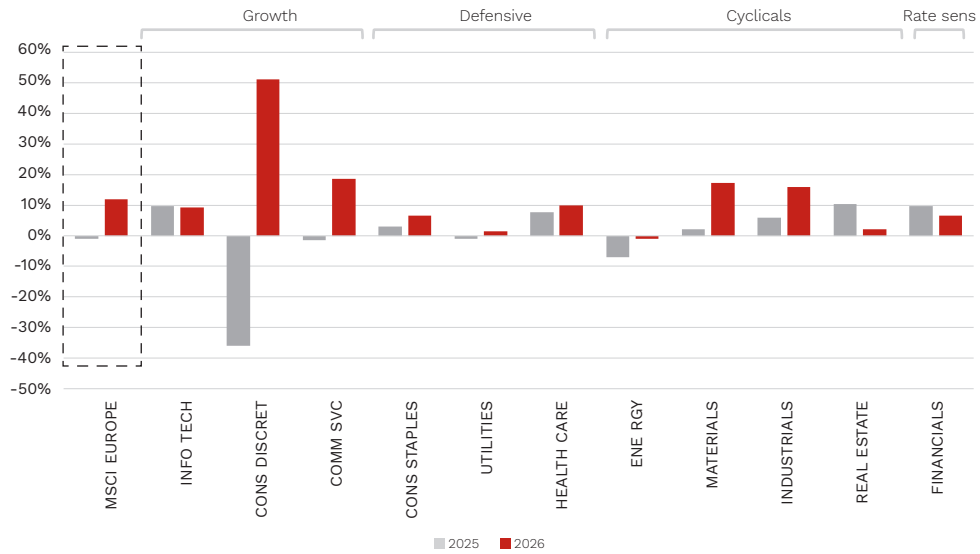
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

		nov-25	ott-25	set-25	ago-25	mag-25	dic-24	nov-24	nov-23	nov-22	nov-20	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	15,6	15,9	15,6	15,0	14,9	13,6	13,4	12,0	12,1	18,0	12,6	09/04/2025	15,4	23/09/2025
	Stoxx 600	14,8	14,9	14,7	14,5	14,6	13,4	13,5	12,5	12,4	17,7	12,3	09/04/2025	14,8	22/08/2025
	Italia	12,0	12,2	12,3	12,1	11,7	9,7	9,6	7,9	8,2	15,0	9,2	25/09/2024	12,4	22/08/2025
	Francia	15,3	15,6	15,2	14,9	14,7	13,6	13,3	12,1	11,5	17,9	12,5	09/04/2025	15,3	20/08/2025
	Germania	15,3	15,6	15,5	15,5	15,8	13,3	13,5	11,2	11,6	16,0	12,7	25/09/2024	16,0	27/05/2025
	UK	13,1	13,3	13,1	13,1	12,9	11,4	11,7	10,6	10,2	15,1	10,8	07/04/2025	13,3	22/08/2025
	Spagna	13,4	13,3	13,1	12,7	12,5	10,9	11,0	10,5	11,1	20,0	10,6	07/04/2025	13,1	22/08/2025
USA	S&P 500	22,4	22,8	22,7	22,3	21,4	21,5	22,3	18,9	17,8	21,8	18,0	08/04/2025	22,9	22/09/2025
	Dow Jones	20,5	20,6	20,3	20,1	19,1	19,0	20,7	16,8	18,0	20,1	17,5	08/04/2025	21,3	04/12/2024
	Nasdaq 100	26,6	28,0	27,5	26,8	26,2	26,4	26,5	24,2	22,5	29,3	20,9	08/04/2025	27,9	22/09/2025
	Russell 2000	23,4	23,7	24,3	24,1	22,5	24,1	26,8	19,2	20,1	29,0	19,0	08/04/2025	27,3	11/11/2024
LatAm	Messico	12,8	12,7	13,0	12,1	12,2	10,1	10,2	12,2	12,8	15,0	9,9	30/12/2024	12,9	23/09/2025
	Brasile	9,4	8,6	8,7	8,5	8,0	6,8	7,2	8,1	7,3	13,1	6,7	03/01/2025	8,6	23/09/2025
Asia-Pacifico	Giappone	16,5	16,5	16,0	15,8	14,9	15,1	14,6	14,5	12,9	19,2	11,9	07/04/2025	16,3	13/08/2025
	Cina[1]	12,3	13,0	13,4	12,3	11,0	10,0	9,7	9,3	10,3	14,7	9,3	13/01/2025	13,4	17/09/2025
	Hong Kong	11,2	11,6	11,9	11,0	10,2	9,1	8,9	7,9	9,1	11,5	8,6	13/01/2025	12,0	17/09/2025
	Australia	18,0	18,8	19,6	19,8	18,4	17,7	18,6	14,9	14,2	19,9	15,4	07/04/2025	19,9	21/08/2025

AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

BONDS

NEUTRAL

- La Fed sta seguendo le attese che il mercato aveva sull'andamento della politica monetaria USA. Archiviato il taglio atteso nel meeting di ottobre, le aspettative continuano ad essere per ulteriori 3 tagli nei prossimi 12 mesi. Queste attese potrebbero essere velocemente riviste dal mercato (meno tagli) qualora l'inflazione si mantenga su livelli più elevati di quanto stimato implicitamente dagli investitori.
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive dei principali Paesi europei, riduce la possibilità di vedere curve più basse.
- Gli attuali livelli di *carry* offerti dalle curve governative sia europee sia statunitensi appaiono equi rispetto a tali aspettative.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria per il 4Q 2025.**

GOVERNATIVI

+ GOVERNATIVI EURO

Si mantiene una preferenza per il comparto governativo EURO, con duration target 5 anni con i rendimenti europei che dovrebbero mostrare una maggiore stabilità poiché già incorporano uno scenario in cui la BCE ha concluso il proprio ciclo di taglio dei tassi.

- GOVERNATIVI NON EURO

Posizionamento in sottopeso sulla componente governativa NON EURO, poiché la curva dei rendimenti Treasury sta già incorporando un numero elevato di tagli dei tassi Fed, non prezzando appieno il rischio che un'inflazione persistente possa indurre la banca centrale ad un allentamento meno marcato. Sul segmento si prediligono duration corte, con target 1-3 anni.

CORPORATE INVESTIMENT-GRADE

+ CORPORATE EURO IG

In coerenza con il posizionamento assunto sulla componente governativa EUR, si conferma il sovrappeso per l'esposizione al segmento corporate IG. L'attuale *pick-up* di rendimento in termini di spread, seppur contenuto, 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 livello superiore di spread rispetto al teatro europeo presente sul segmento IG NON EURO permette di mantenere un approccio neutrale sul comparto.

CORPORATE SUB-INVESTMENT GRADE

- CORPORATE EURO SUB IG

La dinamica di compressione degli spread sui segmenti BB-B a fronte di livelli ancora molto elevati sulla componente CCC, giustificano il mantenimento di un approccio tatticamente cauto sul segmento.

- CORPORATE NON EURO SUB IG

I timori degli investitori relativamente alla tenuta economica dei principali blocchi potrebbe scaricarsi con maggiore forza sul segmento high yield, qualora dovessero verificarsi eventi non scontati dai mercati. Inoltre, si preferisce mantenere esposizione alla crescita USA tramite il segmento azionario, più liquido e con maggiori potenzialità di *upside*, in un contesto di spread molto compressi.

PAESI EMERGENTI

+ PAESI EMERGENTI

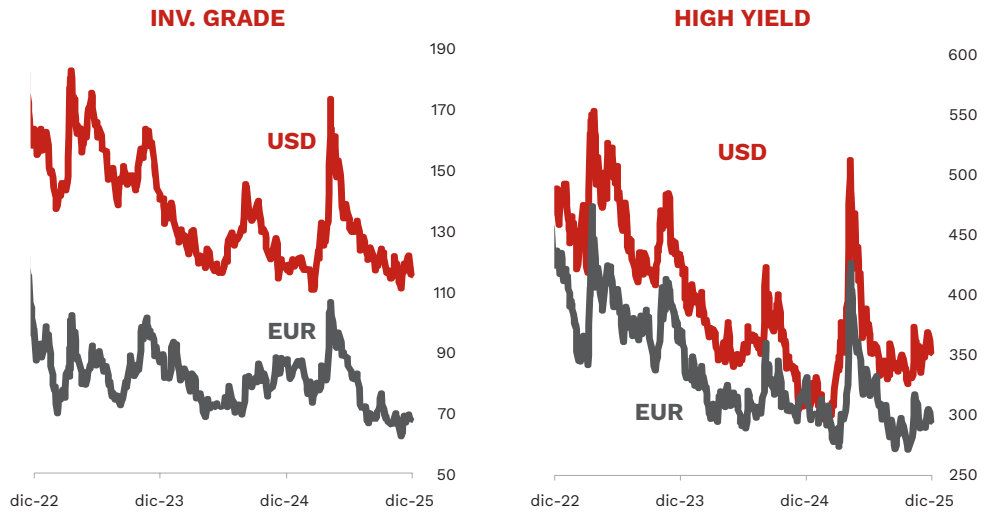
L'attrattività del *carry* espresso dalle curve governative emergenti a fronte di valute locali potenzialmente favorite da una fase laterale o di debolezza dello USD giustifica un posizionamento di leggero sovrappeso sul comparto, orientato alla massima diversificazione.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

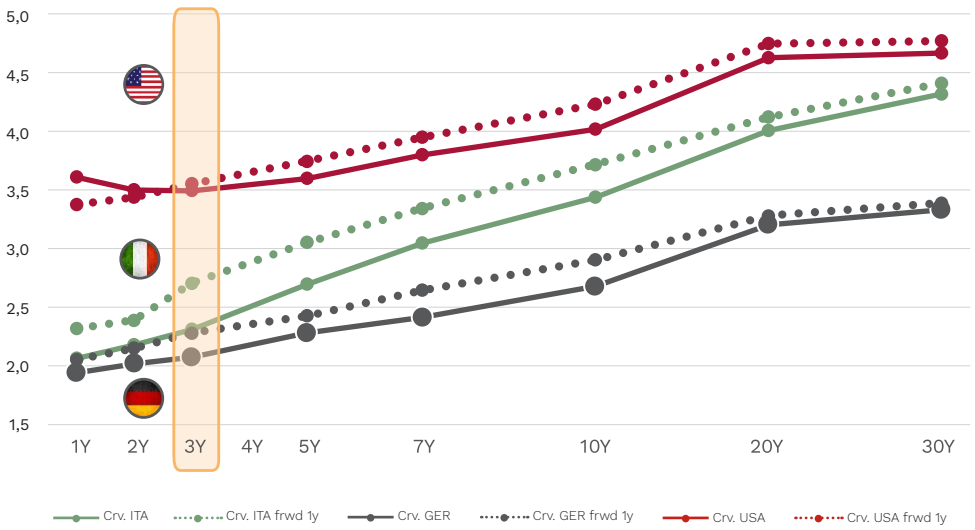
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,03	2,08	2,29	2,42	2,69	3,08	3,22	3,33
IRLANDA	2,03	2,09	2,37	2,54	2,89	3,34	3,43	3,67
PORTOGALLO	1,96	2,04	2,35	2,64	3,01	3,45	3,63	3,87
SPAGNA	2,07	2,19	2,52	2,86	3,16	3,62		4,01
FRANCIA	2,25	2,41	2,74	3,00	3,41	3,82	3,96	4,31
GRECIA	1,89	2,23	2,53	2,88	3,29	3,57	3,73	4,15
ITALIA	2,18	2,30	2,68	3,03	3,40	3,85	4,00	4,31
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	3,49	3,49	3,60	3,78	4,01		4,62	4,66
GIAPPONE	0,98	1,07	1,33	1,58	1,81	2,74	2,84	3,35
CINA	1,42	1,43	1,62	1,74	1,83			2,19
CANADA	2,42	2,51	2,73	2,92	3,15		3,48	3,60
NORVEGIA	3,96	3,82	3,88	3,93	4,07			
AUSTRALIA	3,81	3,87	4,06	4,28	4,51	4,81	5,02	5,09
GRAN BRETAGNA	3,75	3,74	3,89	4,04	4,44	4,85	5,09	5,19
NUOVA ZELANDA	2,77	3,16	3,57	3,93	4,25	4,81	5,09	

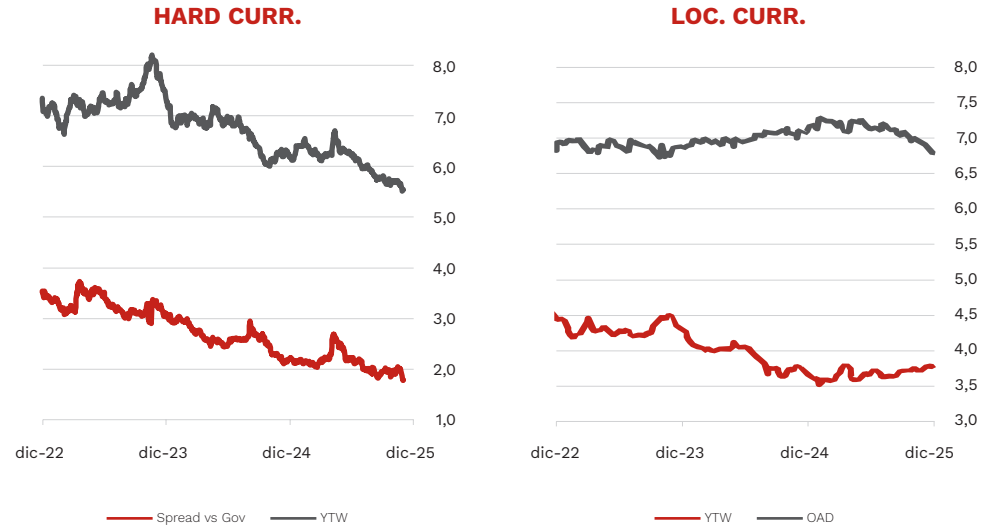
SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025.

FOREX & COMMODITIES

FOREX

DOLLARO USA (USD)

Mantenimento delle posizioni in essere in ottica di diversificazione, sfruttando possibili fasi di apprezzamento per progressive riduzioni/coperture.

Nel breve termine, lo USD potrebbe continuare a mostrare un andamento laterale, in attesa che le prospettive di politica monetaria della Fed siano più chiare. Molto dipenderà dal tono dello *statement* del FOMC di dicembre e dalle proiezioni macroeconomiche aggiornate. La prospettiva di futuri tagli Fed (e della nomina di un nuovo presidente più *dovish* di Powell) a fronte di una BCE ferma implica tendenziale debolezza dello USD; tuttavia, se la Fed tornasse a mostrare preoccupazioni per la dinamica dei prezzi, gli operatori potrebbero incorporare nelle proprie aspettative un allentamento monetario meno marcato, favorendo la valuta USA.

STERLINA INGLESE (GBP)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

Nel breve termine, la GBP potrebbe mostrare una fase di stabilità o lieve forza relativa rispetto all'EUR, sostenuta da segnali di ripresa dell'attività economica nel Regno Unito e dall'approvazione di un budget percepito come credibile, che rafforza la fiducia fiscale. Anche la Bank of England, pur orientata a tagli graduali, mantiene un approccio prudente.
Tuttavia, questa dinamica appare temporanea: il trend di fondo resta neutrale/debole, riflesso della prospettiva che la BoE debba comunque allentare la politica monetaria nel 2026, riducendo il differenziale di rendimento con l'Eurozona.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Approccio cauto rivolto a mantenere le posizioni in essere, senza incrementarle.

A fine novembre lo JPY ha mostrato segnali di rafforzamento contro l'EUR grazie a una svolta più *hawkish* della Bank of Japan. Il governatore Ueda ha indicato che un rialzo dei tassi è in valutazione e la nuova Prima Ministra non si oppone, cambiando la percezione di una leadership politica accomodante. Questo ha portato a un aumento delle aspettative di rialzo dei tassi BoJ già a dicembre e a un indebolimento dei cross contro JPY. Se il mercato continuerà a prezzare una normalizzazione più veloce della politica monetaria giapponese, lo JPY potrebbe apprezzarsi ulteriormente, soprattutto in un contesto in cui la BCE si mostra più cauta.

VALUTE EMERGENTI

Approccio costruttivo ma selettivo, in ottica di diversificazione.

Nel breve periodo, le valute dei mercati emergenti potrebbero beneficiare di un contesto più favorevole, sostenute da tassi reali ancora elevati e da una stabilizzazione delle commodity. In particolare, le divise legate a materie prime e metalli potrebbero mostrare resilienza grazie alla domanda strutturale connessa alla transizione energetica e agli investimenti in infrastrutture tecnologiche. Tuttavia, il quadro resta disomogeneo: le economie con fondamentali solidi e politiche fiscali credibili hanno maggiori possibilità di attrarre flussi, mentre quelle più esposte a squilibri macro o tensioni geopolitiche rimangono vulnerabili.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.

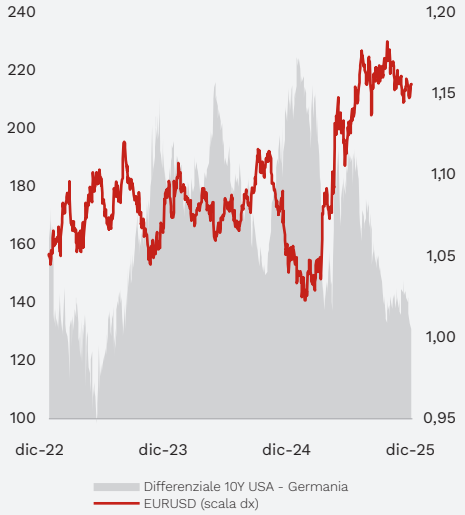
Il petrolio si muove in un contesto di equilibrio fragile tra fattori di offerta e domanda. Da un lato, i tagli volontari dell'OPEC+ continuano a sostenere i prezzi; dall'altro, la crescita globale moderata e la transizione energetica limitano il potenziale di rialzo strutturale della domanda. Eventuali shock geopolitici o interruzioni di produzione potrebbero generare fiammate temporanee, ma il trend di fondo resta condizionato da una domanda che cresce a ritmi contenuti e da investimenti crescenti in fonti alternative. Il quadro è neutrale nel breve, con volatilità legata a fattori esogeni, mentre sul medio periodo prevalgono pressioni ribassiste.

ORO

Approccio costruttivo in ottica di diversificazione.

La domanda delle banche centrali continua a sostenere il mercato dell'oro, ma il ritmo degli acquisti a ottobre è risultato meno intenso rispetto agli anni passati, segnale che i prezzi elevati stanno frenando la dinamica strutturale. Al tempo stesso, il maggiore ottimismo degli investitori verso i metalli industriali, legato alle aspettative di ripresa ciclica, riduce l'appeal dell'oro come bene rifugio. In questo contesto, le quotazioni già elevate limitano ulteriori margini di rialzo nel breve termine. Salvo shock geopolitici, è probabile che il metallo giallo entri in una fase di consolidamento con una tendenza laterale.

EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA



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

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025.

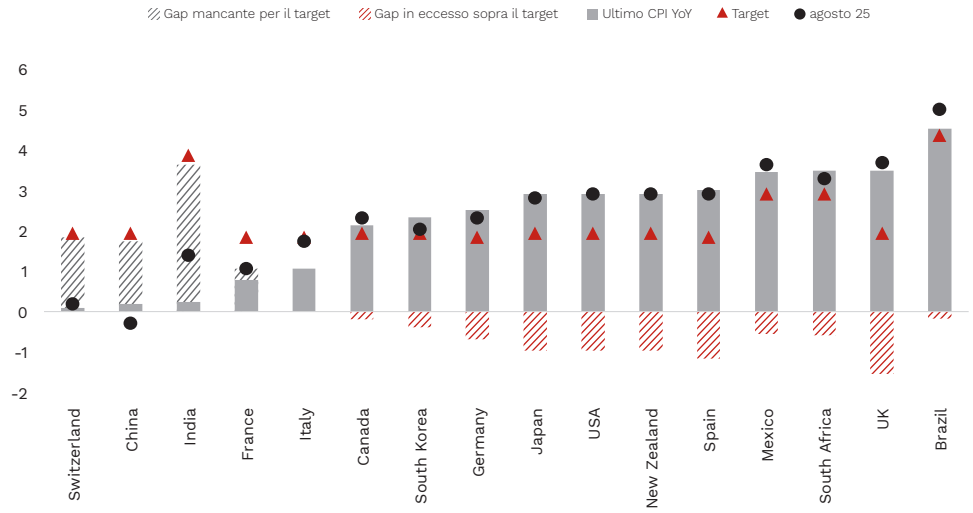
BANCA GENERALI PRIVATE

ANNEX

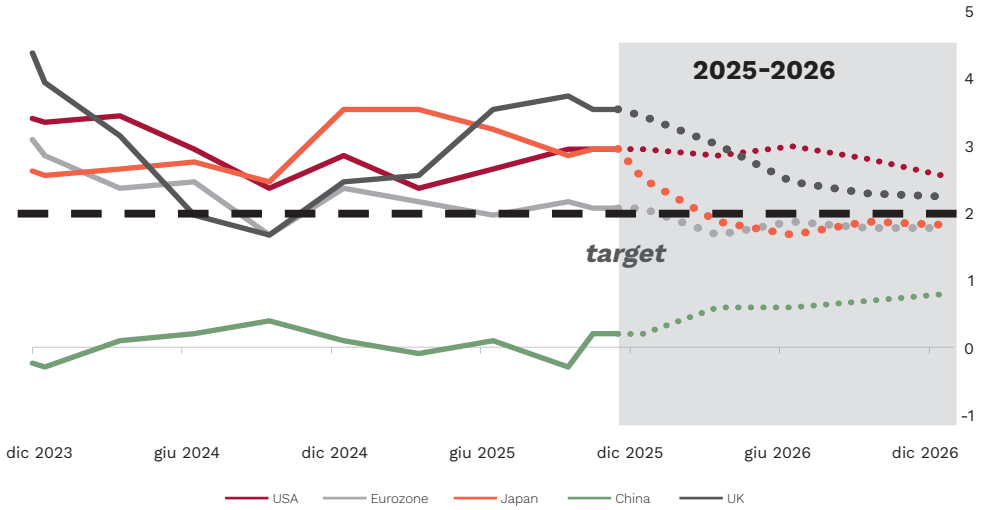
PREVISIONI DI CRESCITA

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

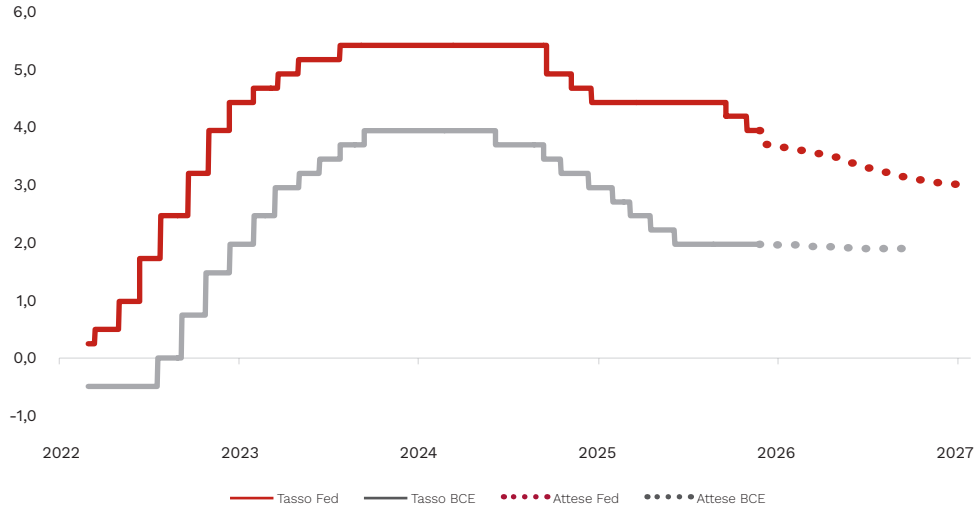
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS



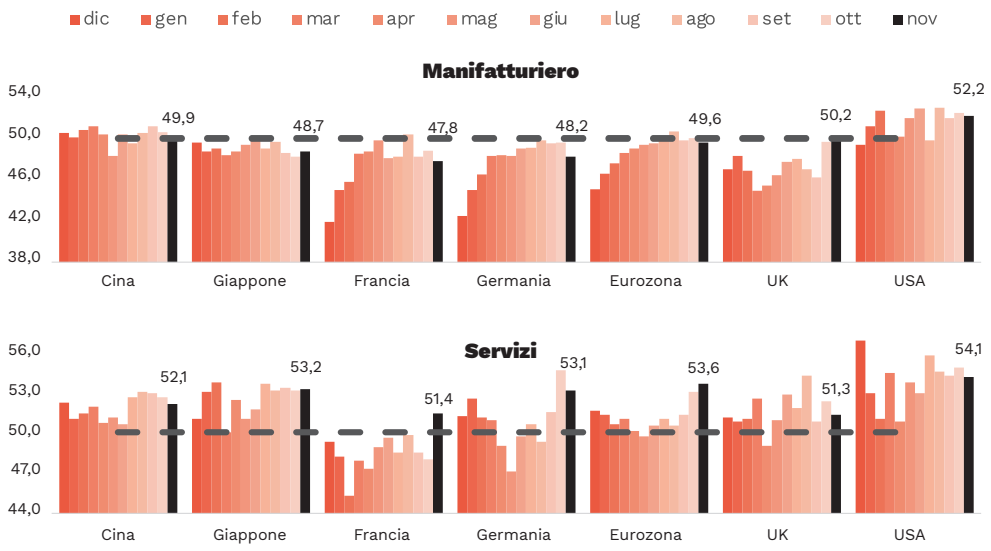
ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE



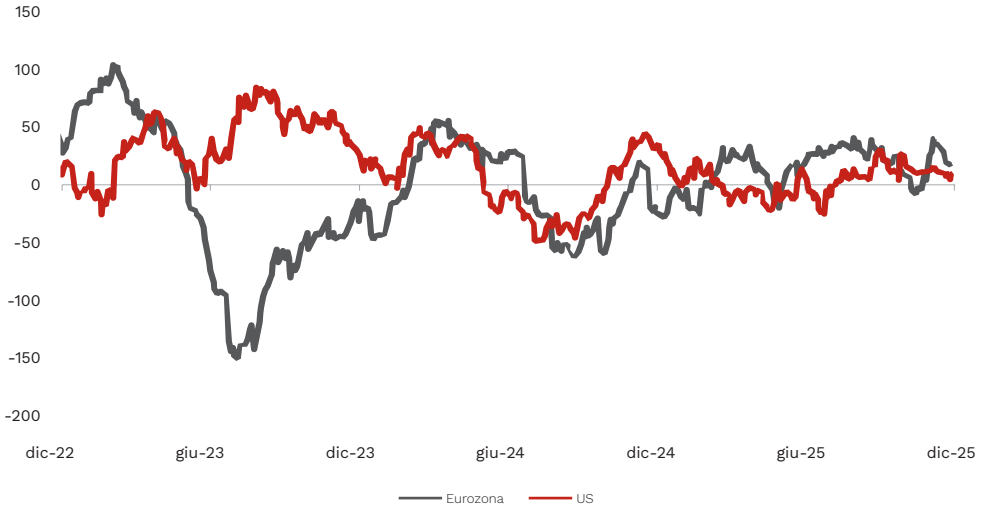
Fonte: BG Markets Strategy. * OCSE – Economic Outlook dicembre 2025 (var. rispetto a settembre). ** Generali Asset Management – Market Perspectives. Dati aggiornati al 28 novembre 2025.

BANCA GENERALI PRIVATE

PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



SURPRISE INDEX



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 28 novembre 2025.

DISCLAIMER _ Il presente materiale è prodotto da Banca Generali S.p.A. esclusivamente a titolo informativo ed è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle esigenze di un determinato destinatario. Poiché le indicazioni ivi contenute non sono basate sulla valutazione delle caratteristiche del destinatario, le stesse non costituiscono raccomandazioni personalizzate riguardo ad operazioni relative a uno specifico strumento finanziario. Alcune informazioni riportate nel documento potrebbero basarsi su fonti esterne e, pertanto, 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. Nessuna assicurazione viene rilasciata in merito al fatto che i rendimenti in esso evidenziati siano 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 e 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. Prima dell'adesione, per conoscere in dettaglio le caratteristiche, i rischi ed i costi dei fondi eventualmente indicati nel presente documento, si raccomanda di leggere le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) ed i Prospetti Informativi messi a disposizione sul sito internet delle Società prodotto ovvero presso le Filiali e gli uffici dei Consulenti Finanziari di Banca Generali S.p.A..