BANCA GENERALI PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

NOVEMBRE 2025

Financial Advisory | Markets Strategy

MACRO & MERCATI – OTTOBRE 2025

QUADRO MACROECONOMICO

La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina è tornata al centro della scena: il 30 ottobre è stata firmata una tregua che prevede la sospensione per un anno delle misure più aggressive tra le due potenze. Washington ha ridotto i dazi su prodotti cinesi e Pechino ha accettato di collaborare sul controllo delle sostanze chimiche legate al fentanyl. La crisi politica francese ha visto il Primo Ministro Lecornu sopravvivere a due voti di sfiducia grazie a concessioni sulle riforme, ma il downgrade del rating da parte di S&P ha alimentato i timori sulla sostenibilità del debito. Il Giappone ha eletto Takaichi alla guida dell'LDP, aprendo la strada a una possibile Abenomics 2.0, mentre la Cina ha presentato il 15° Piano Quinquennale, puntando su autonomia tecnologica e rafforzamento della domanda interna. Sul piano macroeconomico, il 2025 si conferma tra gli anni più espansivi per la politica monetaria, con 116 tagli dei tassi globali e un ulteriore potenziale taglio da parte della Fed.

STATI UNITI

Il prolungamento dello *shutdown* ha ritardato la pubblicazione di gran parte dei dati macroeconomici, tra cui quello relativo al PIL del 3Q e il report sul mercato del lavoro di settembre. Il CPI di settembre è stato il primo dato governativo statunitense pubblicato dall'inizio del blocco: il dato è salito dal 2,9% al 3,0% su base annua, ma meno delle attese (+3,1%). Il CPI Core è sceso dal 3,1% al 3,0% del mese precedente. Il PMI composito è salito da 53,9 a 54,8 a ottobre guidato da una crescita sia nel settore manifatturiero (52,2) che nei servizi (54,2). La Fed ha tagliato i tassi di 25 bps portando il corridoio tra 3,75% e 4,00%, ma il presidente Powell ha frenato le aspettative di ulteriori mosse a dicembre.

EUROPA

L'economia dell'Eurozona è cresciuta dell'1,3%, superando le aspettative dell'1,2% su base annua. La Spagna si è confermata la migliore tra le maggiori economie del blocco, con una crescita dello 0,6% nel trimestre, mentre la Francia è cresciuta dello 0,5%, superando le aspettative dello 0,2%. Sia la Germania che l'Italia hanno registrato una stagnazione. La disoccupazione si è mantenuta a un minimo quasi record del 6,3%. La BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse, segnalando fiducia nella resilienza dell'economia dell'Eurozona. Il CPI è sceso al 2,1% a ottobre 2025, in calo rispetto al 2,2% di settembre, supportando la decisione presa da parte dell'istituto centrale.

GIAPPONE

La produzione industriale giapponese è aumentata di 2,2% m/m, in accelerazione rispetto al -1,5% precedente; anche le vendite al dettaglio sono cresciute di 0,3% m/m (da -1,1% m/m). Il CPI è aumentato da 2,7% a 2,9% su base annua a settembre, spinto da un nuovo aumento dei costi energetici e dei prezzi dei prodotti alimentari. Nonostante le pressioni inflattive, la BoJ ha confermato il costo del denaro allo 0,5%. Ueda ha lanciato segnali di un aumento dei tassi a dicembre o gennaio 2026, monitorando non solo dall'andamento dei salari ma anche i movimenti dello yen.

CINA

Il PIL cinese è cresciuto del 4,8% nel periodo luglio-settembre, in rallentamento rispetto al 5,2% del secondo trimestre. I consumi sono rimasti deboli e gli investimenti, compresi quelli pubblici, sono emersi come l'anello più debole. Gli investimenti immobiliari hanno continuato a diminuire, registrando un calo del 13,9% da inizio anno fino a settembre (-12,9% fino ad agosto). La PBoC ha mantenuto invariati i tassi LPR (3%-3,5%), approccio prudente finalizzato ad evitare un eccessivo apprezzamento del CNY.

MERCATI FINANZIARI

L'andamento dei mercati finanziari è stato complessivamente positivo nel mese di ottobre. A sostenere il quadro sono state sorprese al rialzo dai conti trimestrali e la prospettiva di condizioni monetarie meno rigide negli Stati Uniti, poi confermate dalla riduzione dei tassi da parte della Fed a fine mese. I principali indici azionari hanno aggiornato i nuovi massimi spinti ancora una volta dagli annunci strategici in AI da parte delle società tech, e da un quadro geopolitico più favorevole, con la tregua tra Israele e Hamas. Sui mercati obbligazionari i rendimenti USA sono scesi, complice la debolezza del mercato del lavoro, i timori per alcuni default nel debito privato e un'inflazione sotto le attese, mentre in Europa la stabilizzazione politica in Francia e i segnali di maggiore solidità creditizia in Italia hanno sostenuto i prezzi dei decennali

MERCATI AZIONARI

Negli Stati Uniti i mercati hanno guardato oltre lo shutdown federale, con i principali indici che hanno toccato nuovi record in ottobre. L'S&P 500 è salito del 2,3%, trainato dai settori Technology (+6,2%), Health Care (+3,5%), e Utilities (+2,1%). Il tech ha beneficiato di nuovi accordi nell'intelligenza artificiale con OpenAI al centro dell'ecosistema, dall'intesa con Advanced Micro Devices (+58%) per la fornitura di chip al nuovo accordo con Microsoft che punta a ridefinire la traiettoria commerciale dell'AI generativa. Anche Nvidia ha archiviato un +8,5% in scia all'annuncio di un investimento da 1 miliardo in Nokia. In questo contesto il Nasdaq ha chiuso al +4,8%. Anche oltreoceano l'MSCI Europe ha concluso il mese in rialzo (+2,6%), con la maggior parte dei settori in territorio positivo. A distinguersi sono stati le Utilities (+7,4%) e l'Info Tech (+6,4%), con Nokia (+44%) in forte ascesa dopo l'accordo con Nvidia che ha innescato un rerating del titolo. Nel comparto Utilities ha brillato Fortum (+20%), sostenuta dal contesto di prezzi dell'energia più favorevoli e da coperture per i prossimi trimestri fissate a livelli più vantaggiosi, portando a una guidance rivista al rialzo per l'intero anno fiscale. In Asia, il Giappone ha segnato forti rialzi con il Nikkei in progresso del 16,7%, dopo la nomina di Takaichi a primo ministro che ha rafforzato le attese di stimoli fiscali espansivi. In Cina, lo Shanghai Composite ha chiuso a +2%, sostenuto dalla decisione della PBoC di mantenere invariati i tassi e dagli interventi del CSRC per agevolare l'accesso degli investitori esteri al mercato dei capitali.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

La curva Treasury è scesa in ottobre con un movimento pressoché parallelo verso il basso, con il 10 anni passato da 4,15 a 4,07 (−7 bps) e il 30 anni da 4,72 a 4,65 (−8 bps). Nella prima metà del mese, i timori su alcune banche regionali hanno pesato sulle aspettative di crescita in US già indebolite dalle difficoltà osservate sul mercato del lavoro, portando un allargamento degli spread HY e una riduzione dei rendimenti dei titoli di stato. Successivamente, a valle delle dichiarazioni di Powell durante l'ultimo FOMC, si è assistito ad un parziale repricing delle aspettative sui tagli dei tassi di interesse, con gli operatori che non scontano più un taglio certo a dicembre, portando ad un aumento dei rendimenti sul medio-lungo termine. Anche in area euro i decennali sono scesi, sulla scia dei movimenti della curva US. Il Bund è sceso da 2,71 a 2,63 (−8,0 bps), mentre in Francia il clima politico più disteso ha favorito il restringimento dello spread OAT Bund intorno a 79 bps, con il decennale francese passato da 3,53 a 3,42 (−11 bps). In Italia sono stati diversi i fattori che hanno sostenuto i prezzi dei titoli di stato. L'upgrade di DBRS da BBB (High) ad A (low), lo spread BTP-Bund stabile sotto 80 bps e la forte domanda retail del BTP Valore hanno portato il decennale da 3,53 a 3,38 (−15 bps). Gli spread IG sono rimasti pressoché invariati sia in Europa che in US, mentre gli HY si sono leggermente allargati, complice rinnovate preoccupazioni nel mercato dei leveraged loan, soprattutto in US.

BANCA GENERALI PRIVATE

PERFORMANCE MERCATI AZIONARI

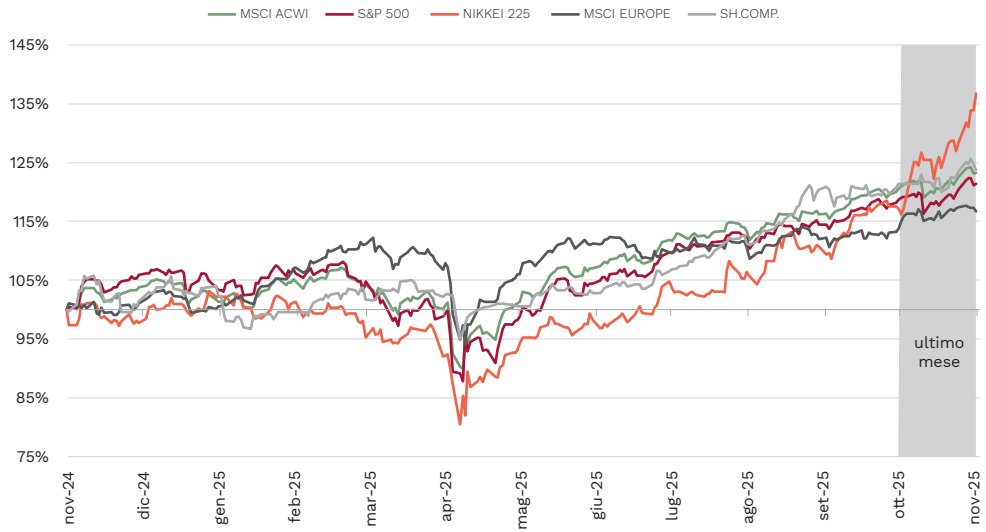
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	2,7%	8,1%	**19,7%**	15,2%
MSCI ACWI	USD	2,2%	7,7%	**19,6%**	15,7%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	2,3%	8,7%	**14,8%**	23,7%
S&P 500 INDEX	USD	2,3%	7,5%	**16,3%**	23,3%
NIKKEI 225	JPY	16,6%	28,9%	**31,4%**	19,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	2,7%	4,9%	**7,9%**	3,9%
MSCI EUROPE	EUR	2,4%	4,2%	**12,5%**	5,8%
DAX INDEX	EUR	0,3%	-1,3%	**20,3%**	18,8%
CAC 40 INDEX	EUR	2,9%	3,3%	**10,0%**	-2,2%
FTSE MIB INDEX	EUR	1,1%	3,7%	**26,3%**	12,6%
IBEX 35 INDEX	EUR	3,6%	11,5%	**38,3%**	14,8%
FTSE 100 INDEX	GBP	3,9%	6,4%	**18,9%**	5,7%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	2,4%	12,0%	**32,7%**	10,8%
MSCI EMERGING MARKET	USD	4,1%	11,9%	**30,3%**	5,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	2,5%	12,0%	**32,7%**	15,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	4,4%	11,6%	**30,3%**	9,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	0,8%	15,0%	**38,9%**	-30,4%

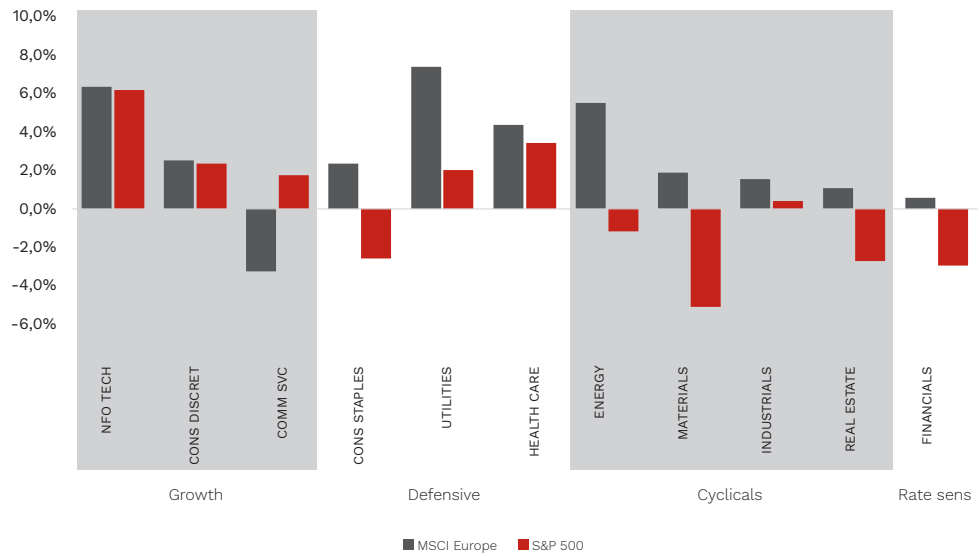
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	4,8%	7,6%	**7,5%**	23,2%
MSCI ACWI €	EUR	4,2%	7,2%	**7,4%**	23,7%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	4,4%	8,2%	**3,1%**	32,3%
S&P 500 INDEX €	EUR	4,3%	7,0%	**4,4%**	31,8%
NIKKEI 225 €	EUR	14,1%	24,1%	**20,8%**	13,7%
FTSE 100 INDEX €	EUR	3,4%	4,7%	**12,0%**	10,8%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	4,4%	11,5%	**19,1%**	18,5%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	6,2%	11,4%	**17,0%**	12,3%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	4,5%	11,5%	**19,2%**	23,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	6,6%	11,1%	**17,0%**	17,3%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	2,9%	14,5%	**24,8%**	-25,6%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 ottobre 2025. *Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale.

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



BANCA GENERALI PRIVATE

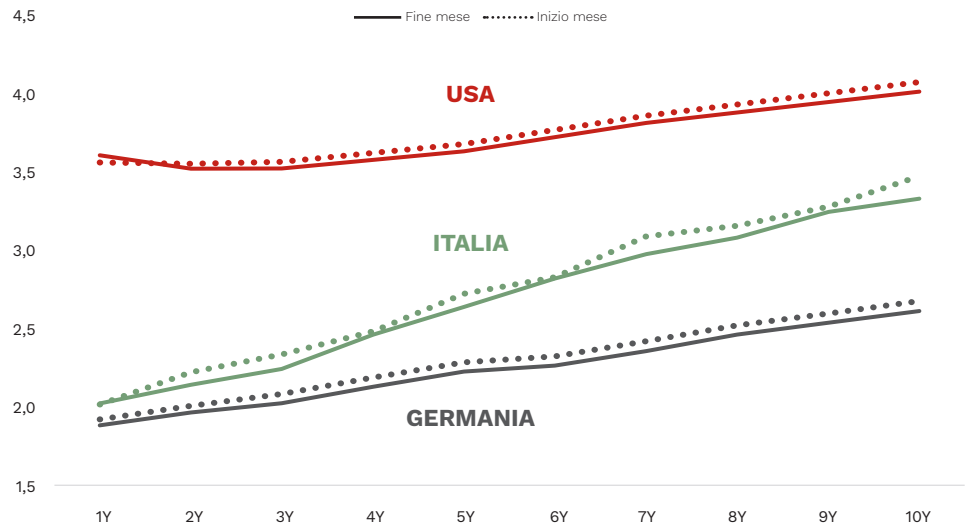
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

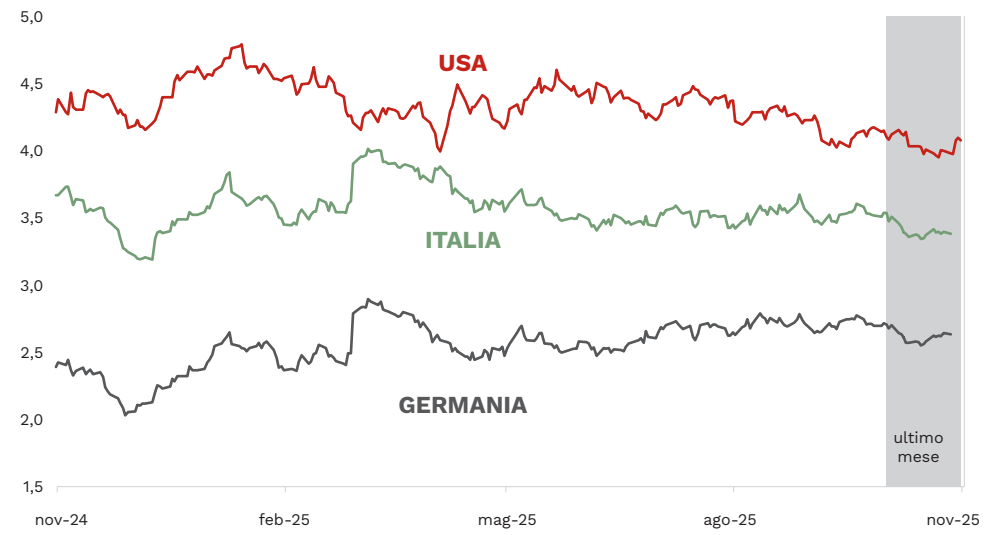
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	**2,0%**	3,9%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	1,2%	1,6%	**3,5%**	5,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	0,7%	0,7%	**-0,4%**	0,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	0,9%	1,1%	**1,2%**	1,9%
CORPORATE EURO	EUR	0,7%	1,1%	**3,5%**	4,6%
HIGH YIELD EURO	EUR	0,1%	0,7%	**4,1%**	6,9%
GREEN BOND EURO	EUR	0,8%	1,1%	**1,7%**	2,7%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	0,7%	1,1%	**3,5%**	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	0,6%	2,6%	**6,0%**	0,6%
CORPORATE USA	USD	0,3%	3,2%	**7,8%**	1,2%
HIGH YIELD USA	USD	0,2%	2,1%	**7,5%**	7,9%
GREEN BOND USA	USD	0,5%	2,6%	**6,8%**	3,0%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	0,4%	2,9%	**7,2%**	2,2%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	2,2%	5,6%	**12,5%**	5,7%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	0,5%	4,9%	**18,1%**	-1,6%
GOVERNATIVI USA	EUR	2,3%	1,4%	**-4,2%**	7,2%
CORPORATE USA	EUR	2,0%	2,1%	**-2,5%**	7,8%
HIGH YIELD USA	EUR	1,9%	1,0%	**-2,8%**	14,6%
GREEN BOND USA	EUR	2,3%	2,0%	**-4,1%**	9,9%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	2,2%	2,3%	**-3,8%**	9,0%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	3,9%	4,4%	**2,3%**	12,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	2,2%	3,8%	**7,8%**	5,0%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		1,7%	-1,1%	**-10,3%**	6,6%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		2,1%	0,0%	**-8,0%**	7,1%
USD vs paniere EME		0,2%	-1,3%	**-6,7%**	12,5%
COMMODITY					
GOLD	USD	3,7%	22,2%	**52,5%**	27,2%
PETROLIO (WTI)	USD	-2,2%	-12,9%	**-15,0%**	0,1%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 ottobre 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

Lo scenario macroeconomico globale si conferma supportivo, sostenuto anche dalla recente distensione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il 31 ottobre 2025, i due Paesi hanno concordato una tregua di almeno un anno, con riduzione dei dazi e sospensione delle restrizioni più severe, segnando una svolta importante dopo mesi di incertezza. Questo accordo contribuisce a rafforzare le prospettive di crescita mondiale, che restano resilienti nonostante alcuni segnali di moderazione.
In questo contesto, lo *shutdown* governativo negli Stati Uniti ha però generato un vero e proprio "blackout informativo", impedendo sia agli operatori di mercato sia alla Federal Reserve di valutare l'andamento dell'economia attraverso i dati ufficiali. Se la chiusura degli uffici federali dovesse protrarsi, i dati non verrebbero pubblicati immediatamente alla riapertura e richiederebbero tempo per essere elaborati, con il rischio di diverse settimane senza informazioni affidabili. Ciò complica le decisioni della Fed in vista della riunione di dicembre: senza dati aggiornati, aumenta la probabilità che il taglio dei tassi venga rinviato, rendendo meno certo un allentamento monetario che fino a poco tempo fa sembrava più probabile.

CRESCITA ECONOMICA

La crescita globale si mantiene resiliente, pur in un contesto di incertezze economiche e rischi geopolitici. Stati Uniti ed Europa registrano un'espansione moderata, sostenuta da politiche fiscali e condizioni finanziarie favorevoli, mentre la Cina conferma un ritmo robusto ma condizionato da tensioni commerciali e restrizioni sulle esportazioni tecnologiche.

Negli Stati Uniti, la crescita rimane positiva ma emergono segnali di indebolimento nel mercato del lavoro e rischi legati all'impatto dei dazi sui prezzi al consumo. La domanda interna resta sostenuta da politiche fiscali espansive e dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale. Secondo il FMI, l'economia statunitense dovrebbe crescere attorno al 2% sia nel 2025 sia nel 2026, pur con inflazione sopra il target e minori flussi migratori. In Europa, gli indicatori segnalano un ciclo economico moderatamente favorevole, sostenuto da politiche fiscali espansive e condizioni finanziarie accomodanti. Le stime del FMI indicano una crescita di circa l'1,5% nel biennio 2025-26.
La Cina mantiene un ritmo di espansione robusto, ma le prospettive sono offuscate da incertezze globali e dalle restrizioni tecnologiche.

INFLAZIONE

Mentre in Europa la disinflazione appare più ordinata e vicina al target BCE, negli Stati Uniti il percorso è più accidentato e la convergenza verso il 2% resta un obiettivo ancora lontano e soggetto a rischi al rialzo.

Negli Stati Uniti, l'inflazione rimane saldamente più alta dell'obiettivo della Federal Reserve. Anche se in decelerazione, la componente shelter rimane su livelli elevati e l'impatto dei dazi, seppur ancora parziale, comincia ad essere visibile nell'incremento dei prezzi dei beni, soprattutto quelli legati all'elettronica, alle attrezzature sportive e ai giochi, ovvero alle categorie di merci maggiormente importate dalla Cina. Il processo di discesa dell'inflazione CPI verso il target appare, quindi, lento e incerto.
Nell'Eurozona, invece, la dinamica inflattiva mostra una maggiore regolarità: il processo di disinflazione prosegue con maggiore regolarità, favorito dal raffreddamento dei prezzi energetici e alimentari.

POLITICHE ECONOMICHE

Le banche centrali restano caute e guidate dai dati: la Fed procederà con tagli graduali, con una tempistica meno certa rispetto a quanto atteso. La BCE ha concluso l'allentamento. Sul fronte fiscale, misure espansive in USA e Germania continuano a sostenere la crescita.

Le principali banche centrali mantengono un atteggiamento prudente e dipendente dai dati.
Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha tagliato nuovamente i tassi, ma il FOMC appare diviso e non ha fretta di procedere con ulteriori riduzioni, preferendo valutare l'evoluzione del mercato del lavoro e dei dati macroeconomici. Un ulteriore taglio dei tassi a dicembre è ancora possibile, ma la Fed sembra meno propensa a una serie di riduzioni rapide nel 2026.
In Europa, la BCE ha concluso il ciclo di allentamento e mantiene i tassi invariati, pronta a intervenire solo in caso di sorprese negative sull'inflazione. Un ulteriore taglio nel 2026 resta possibile solo se dovessero emergere nuove criticità, come tensioni commerciali o una domanda interna più debole del previsto.

RISCHI

Il contesto rimane incerto: tra *shutdown* prolungato negli USA, negoziati commerciali rinviati con la Cina, pressioni sull'indipendenza della Fed e rischio inflazionistico, i mercati restano vulnerabili a improvvisi ritorni di volatilità.

Un prolungamento dello *shutdown* potrebbe avere effetti più duraturi su crescita e fiducia, con possibili ripercussioni anche sui mercati globali.
Il rischio di un'accelerazione dell'inflazione negli USA potrebbe complicare il compito della Fed, chiamata a bilanciare contenimento dei prezzi e sostegno alla crescita senza alimentare ulteriore incertezza.
Restano inoltre vulnerabilità legate a eventuali nuove tensioni commerciali, sia tra USA e Cina sia su altri fronti, che potrebbero riaccendere l'incertezza e frenare il commercio internazionale.
Infine, il quadro geopolitico resta instabile, con potenziali impatti su catene di approvvigionamento, prezzi delle materie prime e fiducia degli operatori.

ASSET ALLOCATION STRATEGICA IVQ 2025

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

EQUITIES — NEUTRAL

- Due sono gli elementi che potrebbero sostenere il mercato azionario nell'ultima parte del 2025.
- Il primo è il taglio dei tassi deciso dalla Fed al termine della riunione del 29 ottobre, che ha confermato l'orientamento espansivo della banca centrale nonostante un ulteriore ribasso in dicembre non sia sicuro.
- Il secondo è la distensione dei rapporti commerciali tra USA e Cina, con la tregua di 1 anno raggiunta nell'incontro tra il presidente statunitense Donald Trump e quello cinese Xi Jinping,
- Inoltre, la stagione delle trimestrali sta evidenziando il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, con risultati ben superiori alle attese.
- Il maggiore elemento di incertezza per i prossimi mesi è rappresentato da quotazioni in termini di multipli di bilancio elevate, che potrebbero limitare i guadagni.

- **In tale scenario si mantiene il posizionamento neutrale sull'asset class azionaria per il Q4 2025.**

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 dovesse accelerare al rialzo.
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive e dello stock del debito 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 Q4 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 Q4 2025.**

ASSET ALLOCATION TATTICA NOVEMBRE 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				✓		↔

EQUITIES

NEUTRAL

- Due sono gli elementi che potrebbero sostenere il mercato azionario nell'ultima parte del 2025.
- Il primo è il taglio dei tassi deciso dalla Fed al termine della riunione del 29 ottobre, che ha confermato l'orientamento espansivo della banca centrale nonostante un ulteriore ribasso in dicembre non sia sicuro.
- Il secondo è la distensione dei rapporti commerciali tra USA e Cina, con la tregua di 1 anno raggiunta nell'incontro tra il presidente statunitense Donald Trump e quello cinese Xi Jinping,
- Inoltre, la stagione delle trimestrali sta evidenziando il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, con risultati ben superiori alle attese.
- Il maggiore elemento di incertezza per i prossimi mesi è rappresentato da quotazioni in termini di multipli di bilancio elevate, che potrebbero limitare i guadagni.

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

= AZIONARIO USA

Sulle prospettive dell'azionario statunitense si faranno sentire elementi contrapposti. Da una parte l'andamento positivo della stagione delle trimestrali e la politica monetaria espansiva della Fed potrebbero contribuire ad alimentare il recente rally. L'entusiasmo sulle prospettive dell'intelligenza artificiale, inoltre, non cenna a placarsi, alimentando gli investimenti nel settore e le attese di un incremento della redditività negli anni a venire. Dall'altra parte, le elevate valutazioni in termini di multipli di bilancio potrebbero limitare il potenziale di rialzo per i timori che il mercato stia entrando in una bolla speculativa. Il P/e forward dello S&P500 è ora a 22,7x, contro una media a 5 anni di 19,9x e a 10 anni di 18,6x. Inoltre, lo shutdown del governo potrebbe pesare sulle quotazioni poiché rende difficile valutare lo stato di salute dell'economia.

- AZIONARIO EUROPA

In Europa, nelle ultime settimane sono arrivate indicazioni positive sul fronte economico, con gli indici di fiducia delle imprese manifatturiere in miglioramento, seppure su valori ancora modesti, e l'andamento di aggregati monetari e crediti al settore privato in crescita. Anche l'espansione leggermente superiore alle attese del Pil in Q3 '25 (+0,2% q/q, consensus a +0,1% q/q) ha evidenziato come l'economia europea sia resistente nonostante i vari shock affrontati negli ultimi mesi. In tale contesto, la BCE ha mantenuto i tassi invariati nella riunione di fine ottobre e potrebbe mantenerli invariati nei prossimi mesi. In attesa di valutare se le stime di una crescita dell'11% dell'EPS dello Stoxx Europe 600 nel 2026, sul mercato europeo non ci dovrebbero essere market-mover di rilievo.

= AZIONARIO GIAPPONE

Dopo il rally delle ultime settimane che l'ha portato a registrare nuovi massimi storici, il mercato azionario giapponese potrebbe avere incorporato interamente le attese di un allentamento della politica fiscale sotto la leadership della neo-premier Takaichi. La conferma di una politica monetaria espansiva da parte della BoJ, che ha mantenuto i tassi invariati in ottobre, sta contribuendo a mantenere debole lo JPY, elemento positivo di breve periodo per l'azionario ma che potrebbe avere esaurito la sua spinta salvo forti movimenti inattesi. Il rialzo dello CPI, con il dato core salito dal 2% al 2,1%, potrebbe spingere a BoJ a rivedere il proprio orientamento di politica monetaria nei prossimi mesi. Per il momento, quindi, non sembrano esserci elementi in grado di portare l'azionario giapponese a sovraperformare.

= AZIONARIO CINA

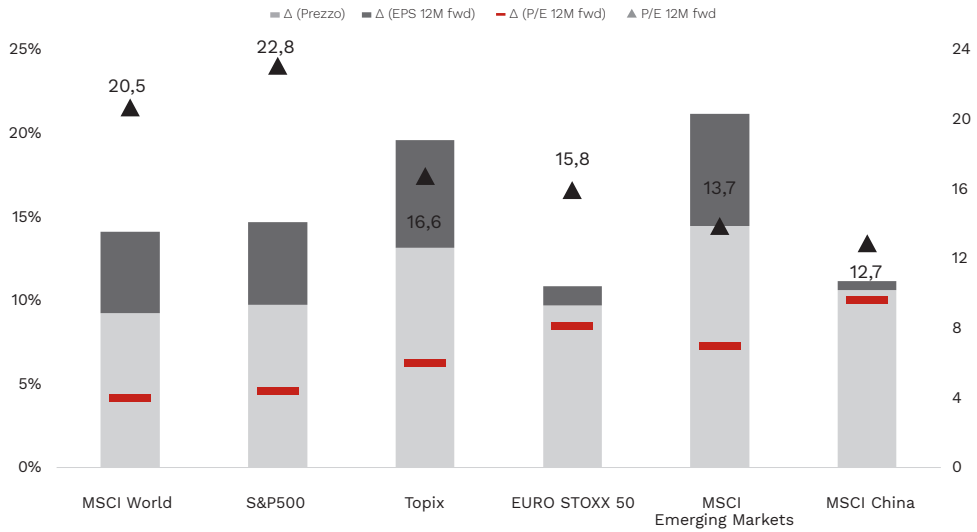
La tregua nelle relazioni commerciali raggiunta tra gli USA e la Cina potrebbe sostenere il mercato azionario cinese grazie a rapporti più costruttivi non solo con la maggiore economia mondiale ma anche con le altre principali economie, quali l'Europa, che avrebbero potuto reagire negativamente al fallimento delle trattative. Positiva sarebbe anche l'implementazione di nuove misure di stimolo monetario e fiscale. Il maggiore elemento di incertezza per l'azionario cinese è la persistenza delle pressioni deflazionistiche, con il CPI di settembre a -0,3% y/y (dal -0,2% y/y precedente) e il PPI a -2,3% y/y (da -2,9% y/y). Questi sono sintomi rispettivamente della debolezza della domanda e dell'eccesso di capacità produttiva e potrebbero pesare sulla redditività futura delle società.

+ AZIONARIO EMERGENTI

I mercati azionari emergenti ex-Cina continuano a rappresentare l'area più promettente nell'attuale scenario macroeconomico globale. La fase ancora espansiva della politica monetaria della Fed, unita alla conseguente tendenza a un indebolimento dello USD, contribuisce a creare condizioni favorevoli per l'afflusso di capitali verso queste economie, riducendo la pressione su debito e valute locali. In Asia, gli investimenti legati allo sviluppo dell'intelligenza artificiale e alla filiera dei semiconduttori offrono un importante motore di crescita strutturale. Parallelamente, in America Latina, il rafforzamento della domanda globale e le politiche di stimolo fiscale e monetario in atto nelle principali aree economiche alimentano una fase di espansione ciclica che valorizza i settori legati alle materie prime.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

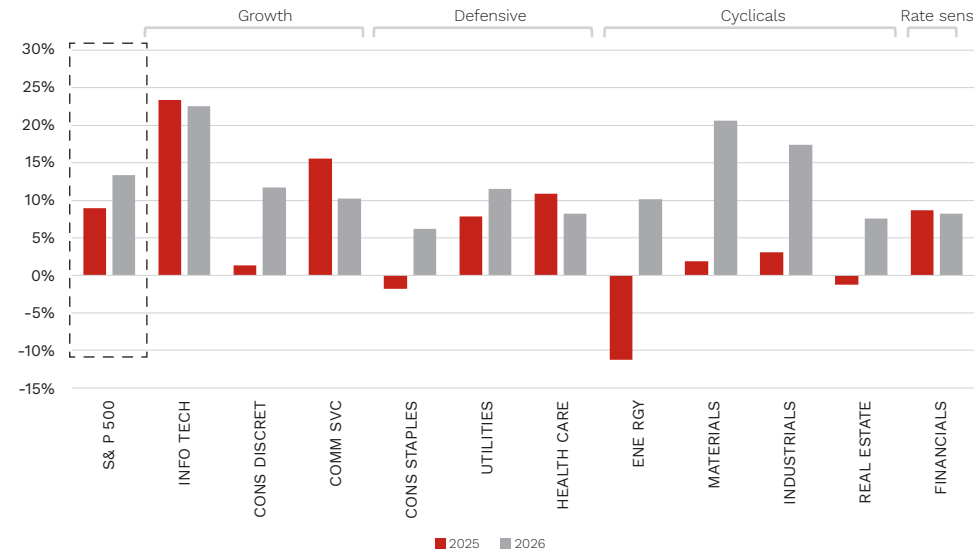
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



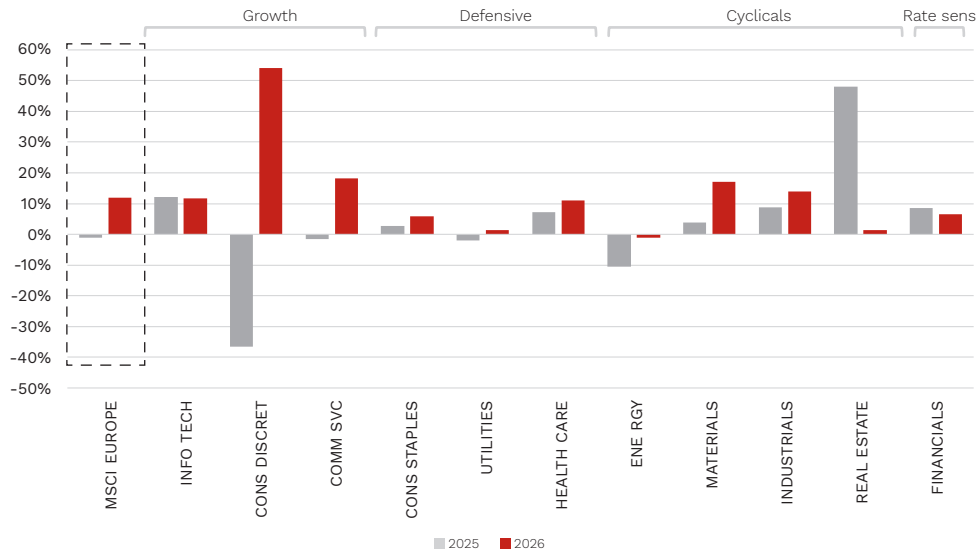
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

		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	15,8	15,9	14,8	14,6	14,7	13,6	13,5	11,4	11,0	15,9	12,6	09/04/2025	15,4	23/09/2025
	Stoxx 600	14,8	14,9	14,3	14,3	14,4	13,4	13,6	12,0	11,6	16,1	12,3	09/04/2025	14,8	22/08/2025
	Italia	12,2	12,4	11,9	11,6	11,3	9,7	10,0	7,7	7,8	13,2	9,2	25/09/2024	12,4	22/08/2025
	Francia	15,5	15,5	14,8	14,7	14,8	13,6	13,5	11,7	10,6	15,9	12,5	09/04/2025	15,3	20/08/2025
	Germania	15,5	15,9	15,2	15,3	15,5	13,3	13,1	10,4	10,7	14,4	12,7	25/09/2024	16,0	27/05/2025
	UK	13,2	13,1	12,9	12,9	12,5	11,4	11,7	10,3	9,4	13,8	10,8	07/04/2025	13,3	22/08/2025
	Spagna	13,2	13,0	12,3	12,1	12,0	10,9	11,2	9,8	10,5	16,7	10,6	07/04/2025	13,1	22/08/2025
USA	S&P 500	22,8	22,8	22,1	21,8	20,7	21,5	21,4	17,9	16,3	20,5	18,0	08/04/2025	22,9	22/09/2025
	Dow Jones	20,5	20,3	20,0	19,1	18,7	19,1	18,7	16,0	16,6	18,7	17,5	08/04/2025	21,3	04/12/2024
	Nasdaq 100	28,1	27,8	26,7	26,8	24,8	26,4	25,6	23,0	20,2	27,1	20,9	08/04/2025	27,9	22/09/2025
	Russell 2000	23,9	24,5	23,9	21,4	22,2	24,2	24,4	17,9	18,3	27,2	19,0	08/04/2025	27,3	11/11/2024
LatAm	Messico	12,7	12,9	12,3	11,7	11,7	10,1	10,5	11,1	12,6	13,9	9,9	30/12/2024	12,9	23/09/2025
	Brasile	8,7	8,6	8,4	7,9	8,0	6,8	7,6	7,5	7,6	12,2	6,7	03/01/2025	8,6	23/09/2025
Asia-Pacifico	Giappone	16,6	15,5	15,8	15,6	14,2	15,0	14,4	14,1	12,8	18,2	11,9	07/04/2025	16,3	13/08/2025
	Cina[1]	12,7	13,6	12,6	11,6	10,9	10,0	10,2	9,3	8,8	15,0	9,3	13/01/2025	13,4	17/09/2025
	Hong Kong	11,4	12,1	11,3	10,6	10,0	9,1	9,3	8,1	7,9	10,9	8,6	13/01/2025	12,0	17/09/2025
	Australia	19,0	19,7	19,7	19,0	17,7	17,7	18,0	14,3	13,4	18,3	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 31 ottobre 2025.

BANCA GENERALI PRIVATE

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 dovesse accelerare al rialzo.
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive e dello stock del debito 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.

- **Posizionamento neutrale per il Q4 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 - anche per effetto dazi - 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 riduce a sovrappeso 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

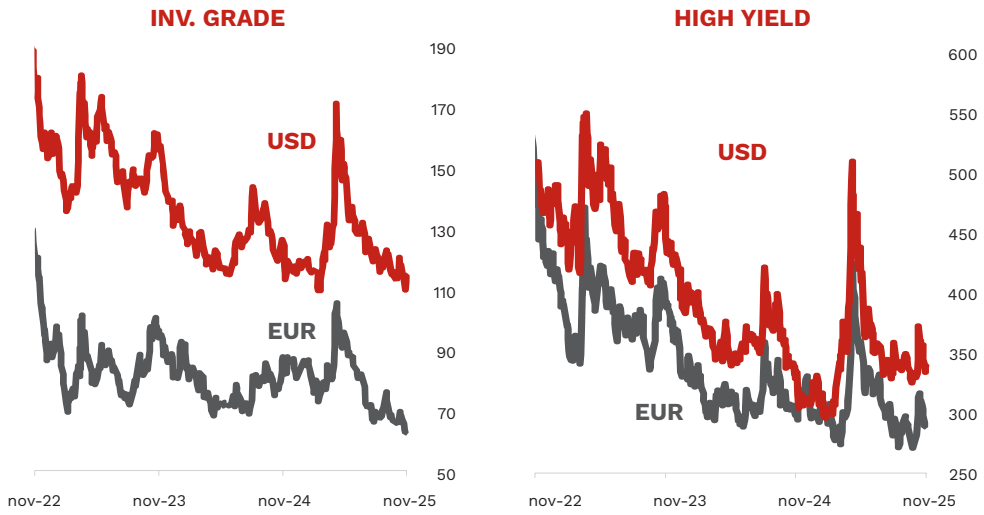
L'attrattività del *carry* espresso dalle curve governative emergenti a fronte di valute locali potenzialmente favorite da una fase di debolezza di USD giustifica un posizionamento di leggero sovrappeso sul comparto, orientato alla massima diversificazione.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

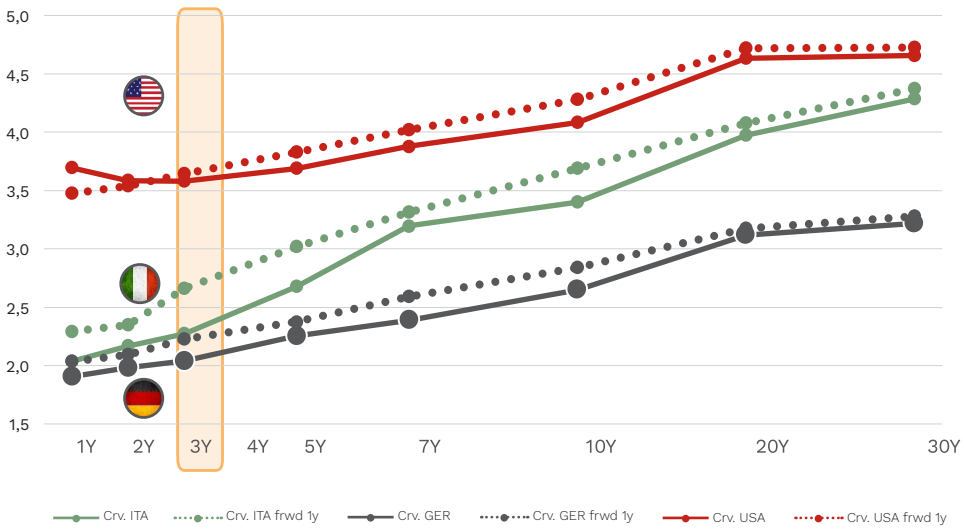
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	1,97	2,03	2,23	2,37	2,63	3,01	3,11	3,21
IRLANDA	1,98	2,04	2,33	2,51	2,87	3,29	3,38	3,60
PORTOGALLO	1,92	2,02	2,33	2,62	2,99	3,45	3,62	3,85
SPAGNA	2,05	2,16	2,50	2,83	3,14	3,60		3,97
FRANCIA	2,19	2,37	2,72	3,00	3,42	3,83	3,96	4,28
GRECIA	1,87	2,16	2,50	2,86	3,26	3,53	3,68	4,12
ITALIA	2,16	2,26	2,66	3,02	3,38	3,83	3,96	4,28
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	3,57	3,58	3,69	3,87	4,08		4,63	4,65
GIAPPONE	0,93	1,00	1,23	1,46	1,67	2,52	2,60	3,06
CINA	1,41	1,42	1,54	1,69	1,80			2,15
CANADA	2,41	2,48	2,70	2,89	3,12		3,48	3,58
NORVEGIA	3,90	3,83	3,88	3,93	4,02			
AUSTRALIA	3,56	3,60	3,77	4,02	4,30	4,62	4,85	4,93
GRAN BRETAGNA	3,77	3,77	3,88	4,02	4,41	4,81	5,06	5,18
NUOVA ZELANDA	2,59	2,85	3,25	3,67	4,06	4,63	4,92	

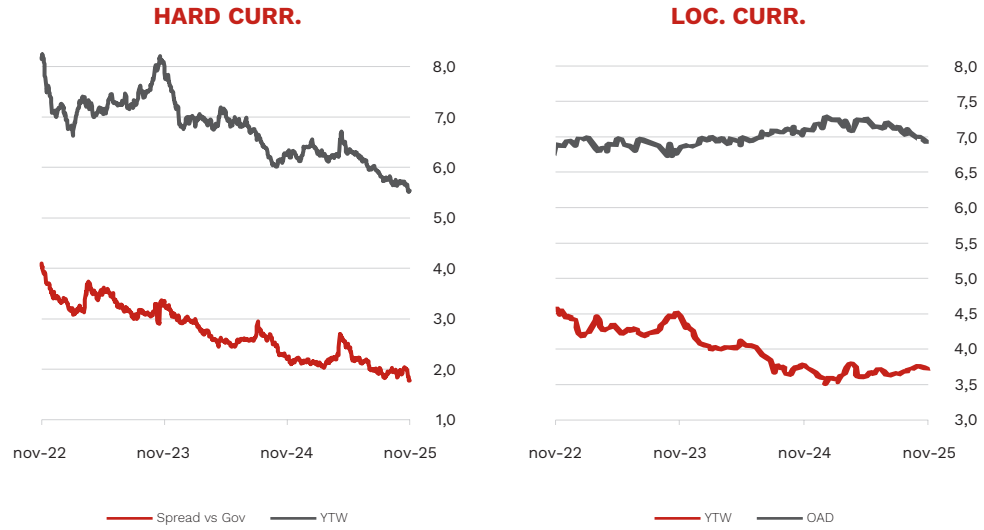
SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 ottobre 2025.

BANCA GENERALI PRIVATE

FOREX & COMMODITIES

FOREX

DOLLARO USA (USD)

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

Anche sul mercato valutario, in assenza di una forward guidance chiara da parte della Fed, la pubblicazione di ogni dato – anche non convenzionale – può innescare movimenti repentini anche sul fronte valutario. La percezione di una Fed più cauta e meno prevedibile nelle future mosse potrebbe favorire un movimento di forza di USD. Tuttavia, questo rafforzamento potrebbe rivelarsi temporaneo: il trend di fondo resta orientato a una progressiva debolezza del USD, sostenuto dalla prospettiva di ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed, dal restringimento dei differenziali di rendimento e dalla ripresa dell'Eurozona.

STERLINA INGLESE (GBP)

Mantenimento delle posizioni in essere, in attesa del Budget d'autunno.

In attesa della presentazione del Budget d'autunno, anche la GBP resta esposta a una volatilità elevata, complice l'assenza di indicazioni chiare da parte della Bank of England e la sensibilità della valuta ai dati macroeconomici, soprattutto su inflazione e mercato del lavoro. Ogni sorpresa nei dati può generare movimenti repentini sul cambio. Nel breve, la percezione di una BoE più attendista potrebbe sostenere la GBP, ma il movimento di forza appare fragile: il contesto di crescita debole e l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche suggeriscono che eventuali rafforzamenti della GBP potrebbero essere solo temporanei.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Approccio cauto rivolto a non incrementare le posizioni in essere.

L'elezione di Sanae Takaichi a Primo Ministro ha accentuato il movimento di debolezza dello JPY, spinto dalle aspettative di politiche fiscali espansive e di una BoJ ancora accomodante. Tuttavia, la maggioranza parlamentare del nuovo governo è fragile e ogni misura dovrà essere negoziata, rendendo meno probabile l'attuazione di grandi stimoli. Sul fronte monetario, la BoJ sembra orientata a mantenere una linea espansiva, ma non si esclude un cambio di tono più restrittivo se necessario per stabilizzare la valuta. Lo JPY dovrebbe, pertanto, confermarsi debole nel breve termine, ma la situazione potrebbe cambiare in caso di sorprese dalla banca centrale o segnali di instabilità fiscale.

VALUTE EMERGENTI

Approccio costruttivo ma selettivo, in ottica di diversificazione.

Le valute dei mercati emergenti continuano a beneficiare di un contesto macro favorevole e di un solido appetito per il rischio da parte degli investitori globali. Il *carry* resta interessante, in particolare in America Latina e nell'Europa centrale e orientale, dove i tassi reali rimangono elevati. Tuttavia, la selettività è cruciale: le valutazioni sono diventate più tirate e le posizioni speculative risultano più affollate rispetto al passato. In questo scenario, la prospettiva di un progressivo indebolimento del dollaro USA dovrebbe continuare a sostenere le valute emergenti, anche se non si esclude un aumento della volatilità in caso di sorprese dalle banche centrali dei Paesi sviluppati o di nuovi shock geopolitici.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.

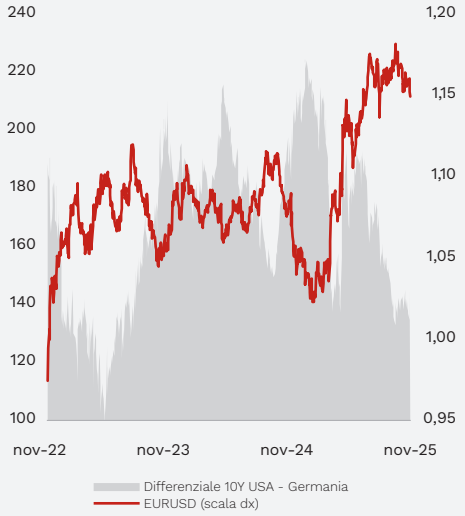
Il petrolio resta esposto a una forte volatilità, influenzato sia dalle tensioni geopolitiche che dalle dinamiche di domanda e offerta globali. I prezzi sono sostenuti dal rischio di nuove escalation in Medio Oriente e dalla tenuta della domanda, soprattutto in Asia. Nel breve termine, il mercato rimane sensibile agli sviluppi geopolitici e alle decisioni dell'OPEC+, mentre sul fronte dell'offerta pesano i livelli record della produzione statunitense e la capacità di risposta di altri grandi produttori. Questo contribuisce a mantenere un equilibrio fragile e rende i prezzi particolarmente reattivi a eventuali shock o sorprese sul lato dell'offerta.

ORO

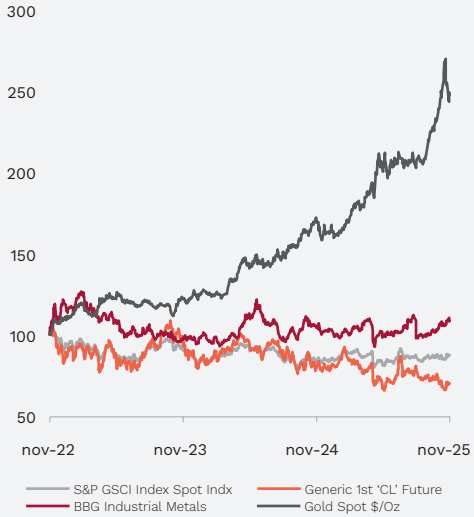
Approccio costruttivo, sfruttando fasi di debolezza di breve periodo.

L'oro continua a rappresentare un'importante componente di diversificazione in un contesto di incertezza geopolitica e politica monetaria negli USA ancora in fase di transizione. La domanda di beni rifugio e gli acquisti delle banche centrali restano solidi, sostenendo le quotazioni. Le aspettative di una Fed meno restrittiva, con un possibile ciclo di tagli dei tassi nei prossimi mesi, contribuiscono a mantenere favorevole il quadro per il metallo giallo. Tuttavia, dopo la forte performance recente, non si escludono fasi di volatilità nel breve periodo, legate ai movimenti dei rendimenti reali e del USD.

EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA



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



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 ottobre 2025.

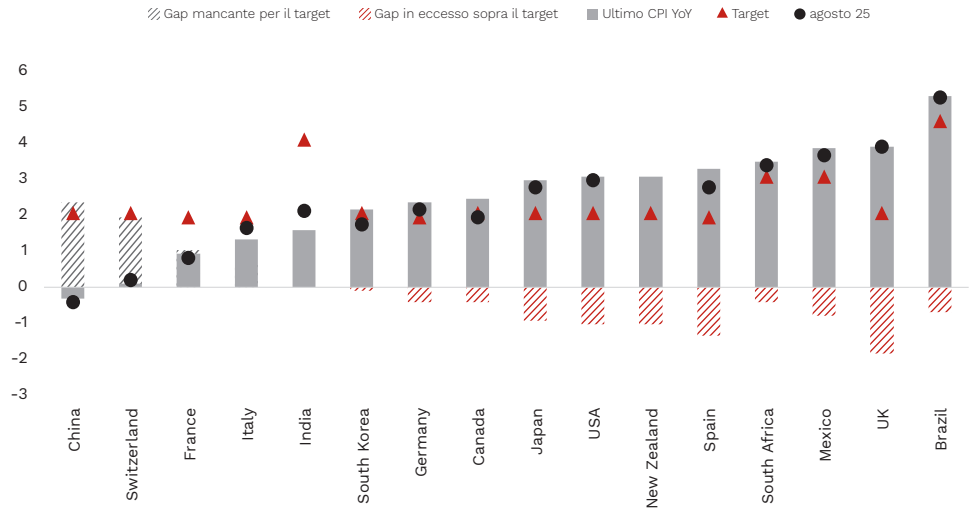
BANCA GENERALI PRIVATE

ANNEX

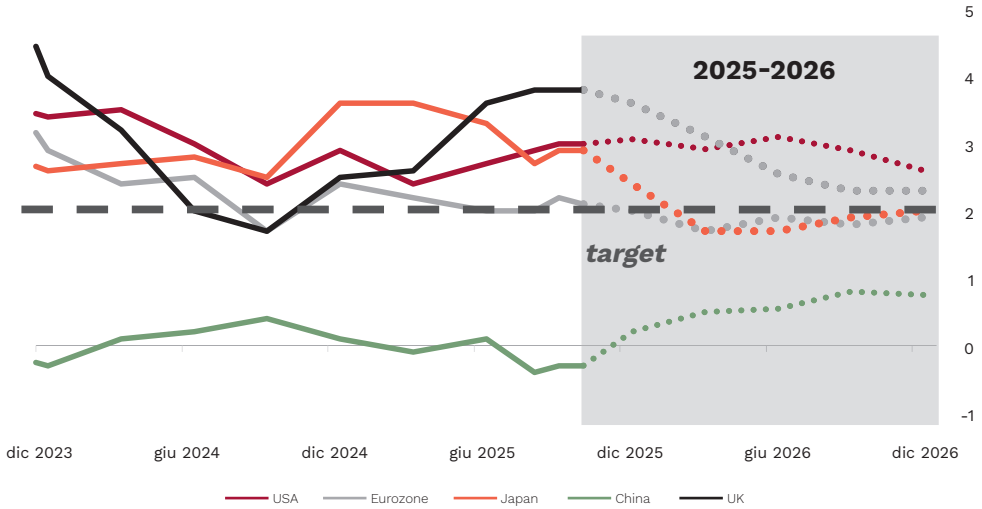
PREVISIONI DI CRESCITA

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

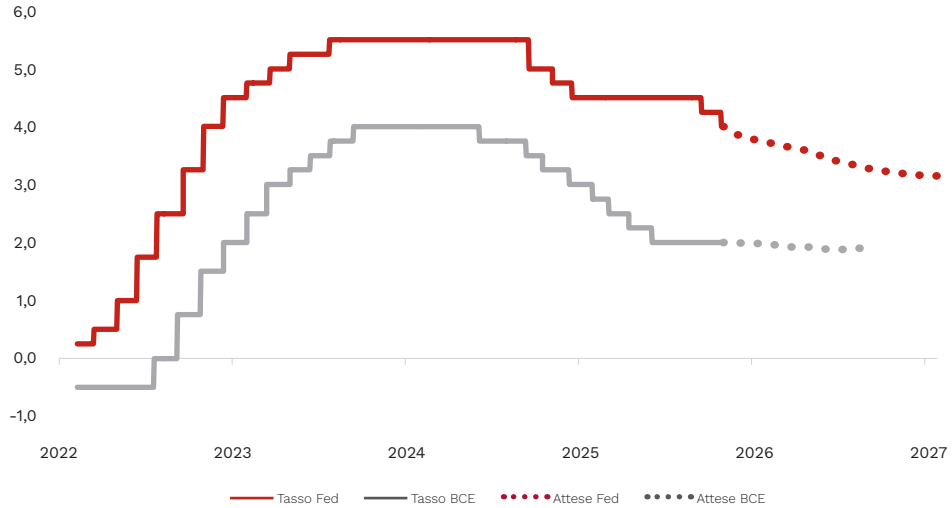
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS



ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE

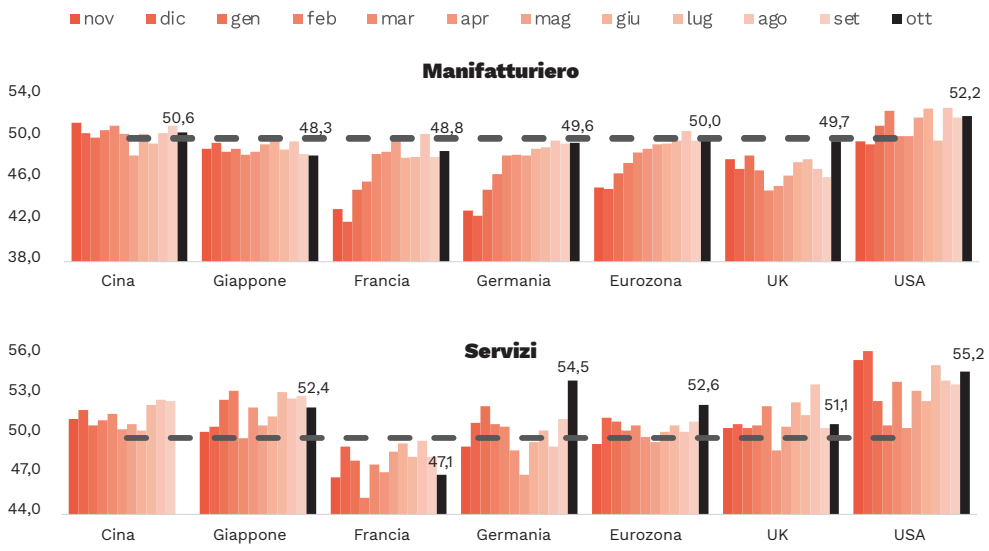


Fonte: BG Markets Strategy. * FMI – World Economic Outlook ottobre 2025 (var. rispetto a luglio). ** Generali Asset Management – Market Perspectives. Dati aggiornati al 31 ottobre 2025.

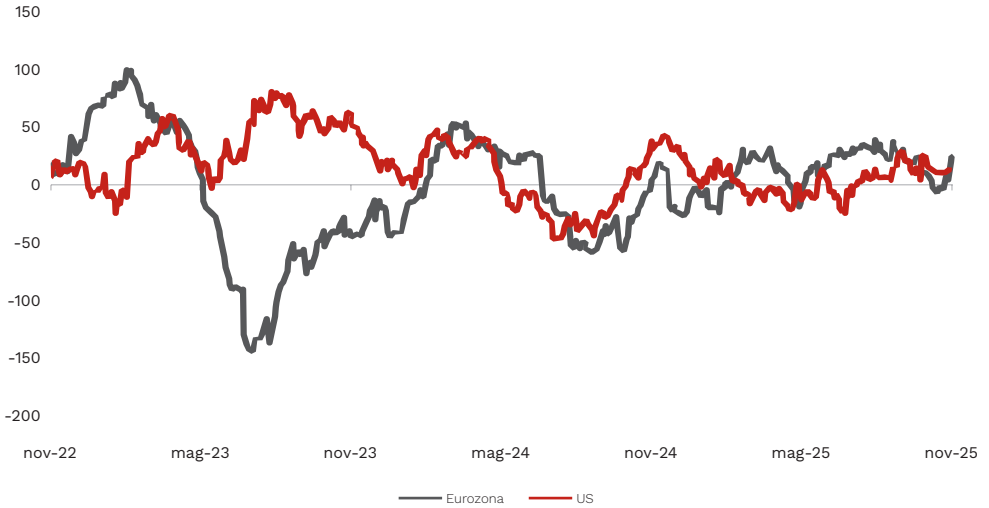
BANCA GENERALI PRIVATE

MACRO & MERCATI – NOVEMBRE 2025

PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



SURPRISE INDEX



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 ottobre 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..