



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

MAGGIO 2026

Financial Advisory | Markets Strategy

QUADRO MACROECONOMICO

Ad aprile il quadro macroeconomico e geopolitico globale ha subito un ulteriore deterioramento, a seguito dell'escalation del conflitto tra Stati Uniti e Iran e della conseguente chiusura di fatto dello Stretto di Hormuz. In questo contesto, i principali istituti centrali hanno mantenuto i tassi invariati, ma con una comunicazione marcatamente più prudente, segnalando una ridotta visibilità sul percorso di disinflazione. Parallelamente, il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso le stime di crescita globale per il 2026, evidenziando come lo shock energetico e l'aumento dell'incertezza geopolitica stiano incidendo in modo crescente su commercio, fiducia e condizioni finanziarie a livello globale.



STATI UNITI

Nel Q1 2026 il PIL è cresciuto del 2,0% t/t ann. con un contributo della spesa federale pari allo 0,56% grazie al rimbalzo dopo lo *shutdown*. Gli investimenti delle imprese in attrezzature sono aumentati dal 4,3% al 17,2% nel Q1, riflettendo la spesa per apparecchiature di elaborazione dati legate all'IA, in particolare computer e periferiche. Il CPI di marzo ha registrato un aumento del 3,3% a/a (+0,9% m/m), guidato dai prezzi energetici, mentre il CPI core si è attestato al 2,6% a/a. Sul fronte congiunturale, gli indici ISM di aprile si sono mantenuti sopra 50, con il manifatturiero a 54 punti, segnalando espansione e consumi sostenuti, come mostrano le vendite al dettaglio di marzo (+1,7% m/m). La Fed ha lasciato invariati i tassi nel range 3,50-3,75%, con otto voti a favore e quattro contrari.



GIAPPONE

L'inflazione core giapponese (al netto di alimentari freschi ed energia) si è attestata al 2,4% a/a a marzo, al di sopra dell'obiettivo del 2% della BoJ. In tale contesto l'istituto centrale ha mantenuto i tassi invariati allo 0,75%, ma tre dei nove membri del consiglio hanno proposto di aumentare il costo del denaro a causa delle pressioni inflazionistiche derivanti dal conflitto in Medio Oriente. La produzione industriale è aumentata del 2,30% a/a ma è scesa dello 0,50% m/m, riflettendo la carenza di petrolio legata al conflitto, con la componente dei prodotti chimici in forte calo (-8,6% a/a).



EUROPA

Ad aprile il CPI è salito dal 2,6% al 3,0% a/a riflettendo principalmente l'aumento della componente energetica. Il PIL del primo trimestre ha mostrato una crescita marginale (+0,1% t/t). Il FMI ha rivisto al ribasso la crescita della zona euro a 1,1% nel 2026; in particolare nel 2026 per la Germania si attende una crescita dello 0,8% (-0,3% rispetto alle stime di gennaio), e per l'Italia dello 0,5% a causa della guerra.

I PMI manifatturiero è salito a 52,2, riflettendo un anticipo degli approvvigionamenti lungo la filiera più che un reale rafforzamento della domanda finale. I servizi sono rimasti in contrazione (47,4), coerenti con consumi ancora fragili, come indicato dalle vendite al dettaglio in lieve calo a febbraio (-0,2% m/m). Ad aprile la BCE, ha lasciato invariati i tassi al 2% all'unanimità.



CINA

Nel Q1 26 il PIL cinese è cresciuto del 5% a/a, sostenuto da manifattura ed esportazioni, nonostante la guerra in Iran. La produzione industriale è salita del 5,7% a marzo, mentre le vendite al dettaglio sono rallentate all'1,7% a/a (dal 2,8% dei primi due mesi), confermando la debolezza dei consumi. Il CPI è diminuito dall'1,30% all'1,0% mentre il PPI è tornato positivo (+0,5% a/a), indicando che l'aumento dei costi energetici resta concentrato a monte della catena produttiva. In questo contesto, la PBoC ad aprile ha mantenuto invariati i tassi LPR, riducendo l'urgenza di stimoli monetari, a fronte della riduzione dei rischi deflazionistici.

MERCATI FINANZIARI

Nel mese di aprile l'azionario ha trovato sostegno (MSCI ACWI +8,3%) su utili ancora solidi e su una crescita che, pur in rallentamento, non segnala recessione. Mentre i principali drivers che hanno guidato i mercati obbligazionari sono stati l'evoluzione delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, i dati di inflazione e le comunicazioni delle banche centrali, che hanno ridimensionato le attese di tagli dei tassi imminenti. In tale contesto abbiamo assistito ad un rialzo dei rendimenti, che ha penalizzato i governativi core ma ha offerto supporto al credito. Nonostante la forte volatilità, il petrolio ha segnato un nuovo rialzo, con il Brent in aumento di circa il 13%, chiudendo il mese sopra i 110 USD/barile. Sul fronte valutario, il dollaro si è indebolito, con l'EUR/USD salito fino a 1,17.

MERCATI AZIONARI

Negli USA l'indice S&P 500 ha guadagnato il 9,8% con un'accelerazione del rally nell'ultima settimana del mese. Il settore tecnologico è stato il principale catalizzatore delle performance del mese, con un rendimento del 17%, nettamente superiore a quello di tutti gli altri comparti. Alphabet ha guadagnato circa il 30% grazie a risultati trimestrali particolarmente solidi, mentre Meta e Microsoft hanno registrato maggiore volatilità durante il mese per i timori legati al profilo di spesa dei loro investimenti futuri. A quasi 2/3 della stagione degli utili, l'84% delle società dell'S&P 500 ha riportato un EPS superiore alle stime, mentre l'81% ha riportato ricavi superiori alle attese.

In Europa, l'MSCI Europe ha chiuso il mese in territorio positivo (+2,30%), seppure con una progressione più moderata rispetto agli Stati Uniti. La performance è stata sostenuta soprattutto dai settori tecnologico (+11%), finanziario (+5%) e industriale (+5%). Forte spinta dai semiconduttori in vista di un aumento degli investimenti in conto capitale da parte dei provider cloud, in particolare STMicroelectronics ha chiuso il mese a +54% a seguito di risultati trimestrali ben oltre le attese.

Il Nikkei è salito dell'11,5%: la performance è stata trainata dai semiconduttori e dall'high-tech, con società legate alla produzione di apparecchiature avanzate e componentistica per l'IA tra i principali beneficiari (Advantest +25%, Tokyo Electron +13%). Positivo anche lo Shanghai Composite, in progresso del 6%, anch'esso guidato da tecnologia e semiconduttori.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

I mercati obbligazionari hanno registrato una significativa volatilità, con rendimenti in aumento lungo la curve statunitense, tedesca e italiana, soprattutto nell'ultima settimana del mese. Il principale fattore scatenante è stato l'aggravarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, che ha spinto i prezzi del petrolio sui massimi pluriennali, riaccendendo le preoccupazioni sul fronte inflattivo. Lo shock energetico ha inciso in modo particolare sui rendimenti a breve, inducendo i mercati a rivedere al rialzo le prospettive di inflazione. Inoltre nell'ultimo FOMC la Fed ha segnato una svolta restrittiva, mostrando divisioni interne sul mantenere invariati i tassi di interesse. In tale contesto il 2 anni americano è salito di 7 bps al 3,9%, mentre il 10 anni ha raggiunto il 4,37% (+ 5 bps). Anche in Eurozona si sono riaccesi i timori inflazionistici, portando gli operatori a scontare più di 3 rialzi da parte della BCE entro fine anno. Sia la BCE sia la BoE non hanno escluso la possibilità di effettivi rialzi nei prossimi mesi nelle ultime riunioni; a differenza degli USA, l'Eurozona è molto più esposta a shock energetici lato offerta, quindi per gli istituti centrali è ancora più complesso gestire l'inflazione in risalita a fronte di una crescita economica sempre più debole. Il rendimento del bund a 2 anni è aumentato da 2,59% a 2,64%, mentre il 10 anni ha superato la soglia del 3%. Lo spread BTP-bund ha mostrato una relativa tenuta, chiudendo il mese a 82 punti. Compressione degli spread, sia IG sia HY, su entrambe le sponde dell'Atlantico. Particolarmente positiva la performance HY, coerentemente con quanto realizzato dai listini azionari.

PERFORMANCE MERCATI AZIONARI

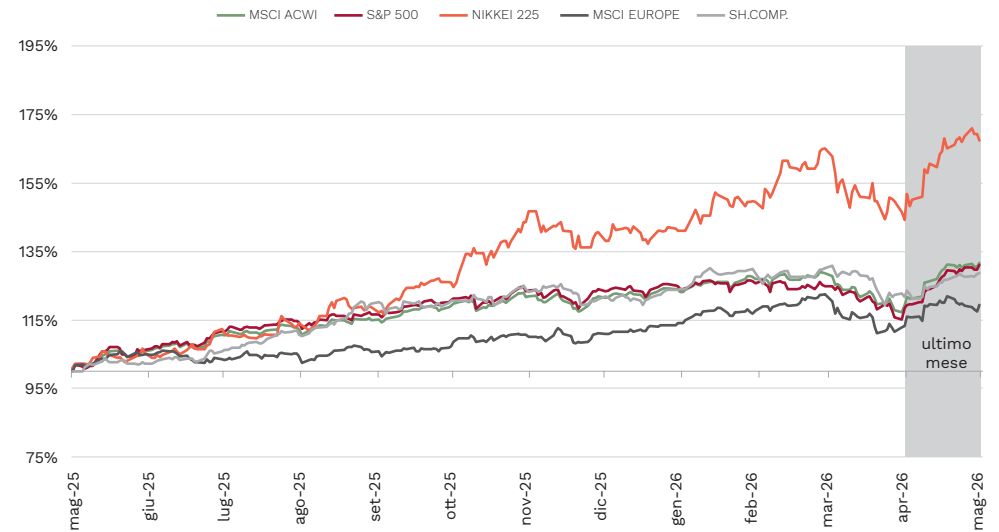
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	12,3%	1,5%	5,0%	20,7%
MSCI ACWI	USD	11,5%	2,6%	6,2%	20,6%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	13,3%	2,7%	5,6%	16,1%
S&P 500 INDEX	USD	13,2%	3,4%	5,3%	16,4%
NIKKEI 225	JPY	11,1%	11,1%	17,8%	26,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	6,5%	1,3%	4,3%	10,5%
MSCI EUROPE	EUR	6,1%	0,7%	3,1%	16,3%
DAX INDEX	EUR	8,9%	-0,1%	-0,8%	23,0%
CAC 40 INDEX	EUR	5,4%	0,5%	-0,4%	10,4%
FTSE MIB INDEX	EUR	11,2%	7,0%	7,3%	31,5%
IBEX 35 INDEX	EUR	5,8%	1,1%	2,7%	49,3%
FTSE 100 INDEX	GBP	4,1%	2,0%	4,5%	21,5%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	8,7%	-1,5%	8,1%	32,0%
MSCI EMERGING MARKET	USD	11,3%	2,9%	13,9%	30,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	8,9%	-0,8%	8,1%	30,9%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	12,0%	4,2%	14,5%	29,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	6,3%	-0,3%	17,3%	46,2%

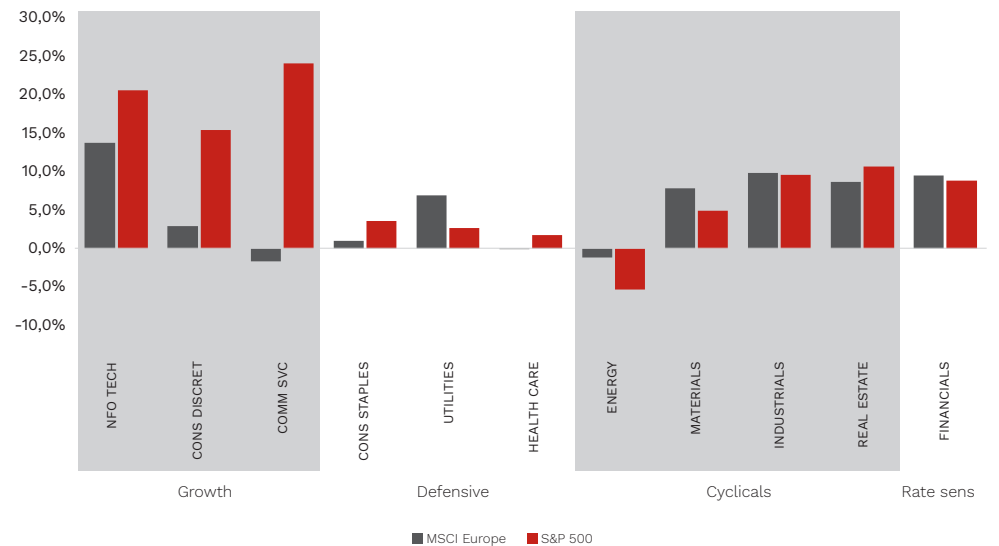
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	10,2%	3,5%	5,1%	6,4%
MSCI ACWI €	EUR	9,4%	4,6%	6,2%	6,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	11,3%	4,7%	5,7%	2,4%
S&P 500 INDEX €	EUR	11,1%	5,5%	5,4%	2,6%
NIKKEI 225 €	EUR	11,7%	10,6%	17,9%	12,1%
FTSE 100 INDEX €	EUR	4,6%	2,4%	5,6%	15,1%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	6,7%	0,4%	8,2%	16,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	9,3%	4,9%	14,0%	15,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	6,9%	1,1%	8,2%	15,4%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	9,9%	6,3%	14,6%	14,4%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	4,4%	16,0%	17,4%	29,0%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 30 aprile 2026. *Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale.

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



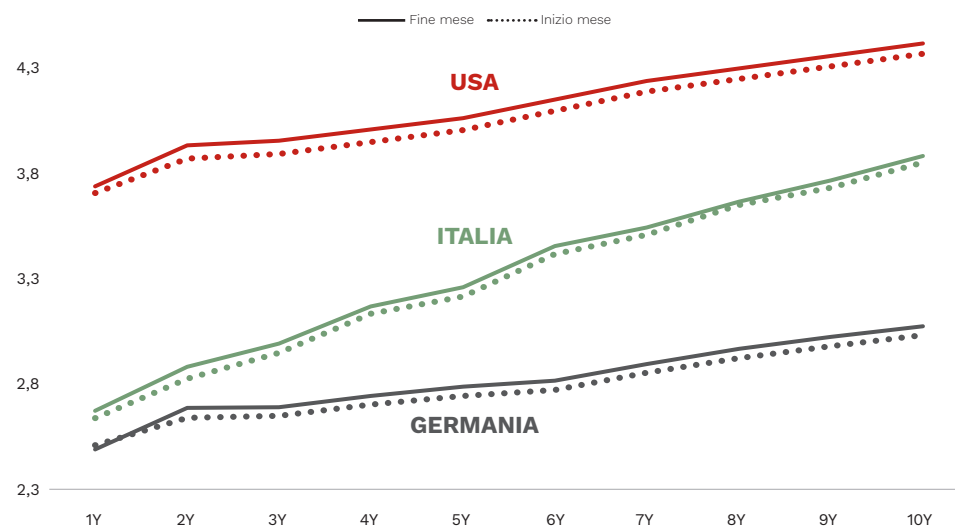
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

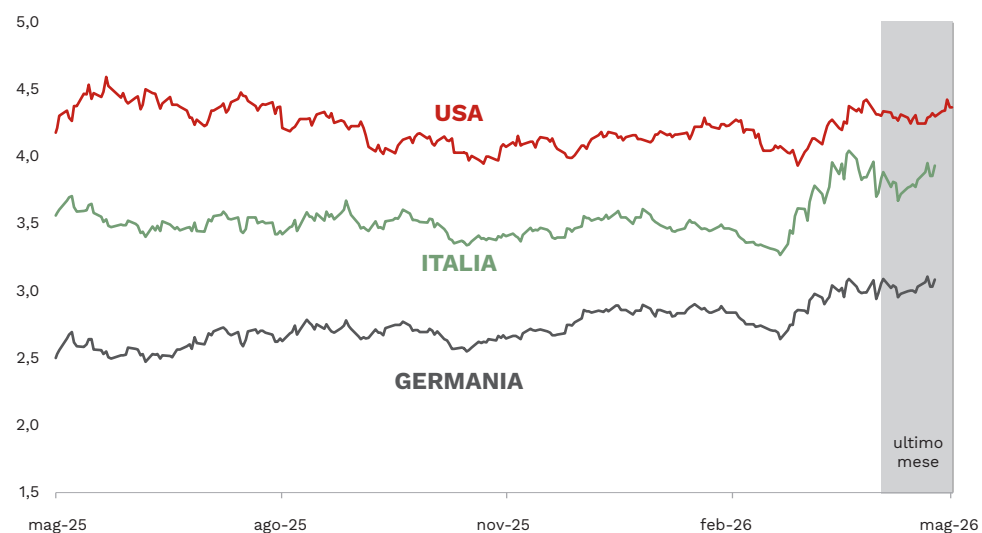
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	0,7%	2,3%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	1,5%	-1,8%	-1,0%	3,2%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	0,6%	-0,8%	-0,3%	-1,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	1,1%	-1,1%	-0,3%	0,6%
CORPORATE EURO	EUR	1,3%	-0,9%	-0,1%	3,0%
HIGH YIELD EURO	EUR	1,8%	-0,4%	0,1%	4,8%
GREEN BOND EURO	EUR	1,2%	-0,9%	-0,1%	1,0%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	1,3%	-0,8%	-0,1%	3,0%
GOVERNATIVI USA	USD	0,5%	-0,1%	-0,1%	6,3%
CORPORATE USA	USD	1,6%	-0,5%	-0,2%	8,0%
HIGH YIELD USA	USD	2,5%	0,7%	1,1%	8,8%
GREEN BOND USA	USD	1,1%	0,0%	0,2%	7,4%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	1,3%	-0,3%	-0,1%	7,7%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	2,9%	0,8%	1,4%	13,5%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	3,1%	-2,2%	0,8%	22,1%
GOVERNATIVI USA	EUR	-1,4%	2,0%	0,0%	-5,5%
CORPORATE USA	EUR	-0,3%	1,5%	-0,1%	-3,8%
HIGH YIELD USA	EUR	0,6%	2,7%	1,3%	-3,0%
GREEN BOND USA	EUR	-0,7%	1,7%	0,3%	-5,3%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	-0,5%	1,3%	0,0%	-5,1%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	1,0%	2,9%	1,5%	1,6%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	1,2%	-0,2%	0,9%	10,2%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-1,9%	2,0%	0,1%	-11,9%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-2,1%	1,8%	-0,3%	-9,4%
USD vs paniere EME		-3,0%	0,8%	-1,6%	-8,1%
COMMODITY					
GOLD	USD	2,8%	-14,1%	6,9%	64,6%
PETROLIO (WTI)	USD	5,4%	60,6%	83,0%	-19,9%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 30 aprile 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, seppur sempre più esposta a rischi esogeni di rilievo. La tenuta della tregua tra Iran e Stati Uniti appare infatti fragile, riducendo la probabilità di una rapida soluzione diplomatica e alimentando l'incertezza sulla normalizzazione dei flussi energetici. Questo contesto inizia a riflettersi in modo più visibile sui comportamenti di imprese e famiglie: le prime rafforzano la gestione delle scorte per contenere il rischio di interruzioni produttive, mentre le seconde adottano un approccio più prudente alle decisioni di spesa, con un deterioramento del sentiment particolarmente evidente in Europa. In parallelo, le banche centrali mantengono un atteggiamento cauto, valutando se l'impatto inflazionistico dello shock energetico abbia natura temporanea o più persistente e quali possano essere le implicazioni per l'attività economica. Sul fronte fiscale, le politiche restano nel complesso orientate al sostegno della crescita, sebbene in un contesto caratterizzato da livelli di indebitamento pubblico storicamente elevati. Nello scenario di base, la crescita globale rimane positiva e l'accelerazione dell'inflazione è considerata temporanea, alla luce di prospettive di soluzione negoziata che, allo stato attuale, non risultano escluse. Tuttavia, il rischio di uno scenario stagflattivo tende ad aumentare qualora si registrasse un'escalation delle tensioni e il blocco dei flussi energetici dovesse protrarsi.



CRESCITA ECONOMICA

Lo scenario di base prevede una crescita globale positiva ma in rallentamento, non compromessa in termini strutturali ma più fragile rispetto ai trimestri precedenti. La resilienza del ciclo è sostenuta da condizioni finanziarie favorevoli e dalla tenuta degli utili, soprattutto negli USA. In assenza di escalation, lo scenario continua ad escludere una recessione, con rischi al ribasso concentrati nelle economie importatrici di energia.

L'economia statunitense mostra una maggiore resilienza, sostenuta dagli utili e dagli investimenti legati all'innovazione, pur con segnali di raffreddamento dei consumi. La crescita prospettica resta positiva, ma con rischi di indebolimento nel 2H2026. L'Eurozona appare più esposta allo shock energetico, con effetti su redditi reali e fiducia. I segnali congiunturali indicano una crescita contenuta, con servizi in rallentamento e una manifattura solo temporaneamente sostenuta da un anticipo degli ordini per i timori di rincari o interruzioni lungo le catene di approvvigionamento.



INFLAZIONE

Il percorso di disinflazione osservato nella seconda metà del 2025 si è interrotto in molte economie avanzate, a fronte di dinamiche dei prezzi divenute più persistenti e meno lineari. In questa fase, le pressioni inflazionistiche risultano ancora prevalentemente legate allo shock energetico, ma iniziano a emergere segnali di una graduale propagazione lungo la catena del valore, in particolare verso i beni intermedi e, con maggiore ritardo, i servizi.

Negli Stati Uniti le principali misure di inflazione core restano complessivamente stabili e non mostrano evidenze di una riaccelerazione significativa. In Eurozona, invece, l'aumento dei prezzi energetici continua a sostenere l'inflazione headline, mentre la componente core registra una discesa lenta e irregolare. In entrambi i contesti, l'attenzione resta sul rischio di effetti indiretti e di secondo livello, con imprese più inclini a trasferire sui prezzi finali gli aumenti dei costi, dopo averli in parte assorbiti in precedenza. Un protrarsi delle tensioni sull'energia aumenterebbe il rischio di una diffusione più ampia, complicando il rientro dell'inflazione verso i target.



POLITICHE ECONOMICHE

Nello scenario di base, l'assenza di una riaccelerazione marcata dell'inflazione e il carattere ancora incerto e potenzialmente temporaneo dello shock energetico consentono alle principali banche centrali di non essere forzate ad adottare un ulteriore orientamento restrittivo, permettendo loro di mantenere un approccio attendista e data-dependent, evitando interventi prematuri che potrebbero compromettere una dinamica di crescita.

Le politiche economiche si collocano in una fase di gestione prudente dell'incertezza. Sul fronte fiscale, il supporto alla crescita resta presente ma risulta eterogeneo, condizionato dai vincoli di bilancio e dall'aumento dei costi di finanziamento del debito, con deficit ancora elevati negli Stati Uniti e spazi di manovra limitati in molti Paesi dell'Eurozona.




Sul piano monetario, le principali banche centrali sono attese ad adottare un atteggiamento attendista. In assenza di escalation in Medio Oriente e a fronte di un ripristino graduale dei flussi energetici a Hormuz, la Fed dovrebbe mantenere i tassi invariati per gran parte del 2026, mentre per la BCE le attese di mercato appaiono eccessive, con uno scenario di base improntato alla prudenza e, al più, a un solo rialzo di natura preventiva.



RISCHI

Il profilo dei rischi resta asimmetrico e fortemente dipendente dall'evoluzione del contesto geopolitico. Il principale fattore di incertezza riguarda la durata e l'intensità dello shock energetico legato al conflitto in Medio Oriente e alla mancata riapertura dello Stretto di Hormuz. Un prolungamento delle tensioni potrebbe mantenere elevati i prezzi dell'energia, alimentando pressioni inflazionistiche persistenti e comprimendo il potere d'acquisto, soprattutto nelle economie importatrici nette.

Sul piano macrofinanziario, il rischio è quello di una combinazione sfavorevole tra crescita più debole e inflazione più resistente, che ridurrebbe i margini di manovra delle politiche monetarie e fiscali. In tale contesto, un aumento della volatilità dei mercati finanziari o un inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbe amplificare le vulnerabilità esistenti, in un quadro già caratterizzato da elevati livelli di debito pubblico. Nel complesso, l'equilibrio rimane fragile e subordinato a una de-escalation geopolitica che consenta una graduale normalizzazione dell'offerta energetica.

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

EQUITIES

NEUTRAL

- L'azionario mondiale si muove in una fase di equilibrio complesso, sostenuto da alcuni fattori positivi ma frenato da elementi di rischio non trascurabili. La stagione delle trimestrali sta offrendo risultati migliori delle attese, mostrando una buona capacità delle aziende di difendere margini e crescita degli utili nonostante un contesto macro meno favorevole.
 - Allo stesso tempo, però, il quadro resta fragile. Le tensioni geopolitiche legate al conflitto in Iran hanno riportato volatilità, anche attraverso il rialzo dei prezzi del petrolio, con potenziali effetti negativi su costi di produzione e inflazione. Negli USA, inoltre, le valutazioni azionarie sono tornate su valori superiori alle medie storiche, lasciando poco spazio a ulteriori espansioni dei multipli.
 - A ciò si aggiunge il rischio che le banche centrali debbano tornare ad alzare i tassi nei prossimi mesi per contrastare pressioni inflazionistiche in riaccensione, un fattore che potrebbe pesare sull'asset class.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

BONDS

UNDERWEIGHT

- Qualora il conflitto in Medio Oriente dovesse avere ripercussioni a livello globale tramite il canale dei prezzi delle materie prime, gli investitori potrebbero incorporare attese di inflazione superiori a quanto già attualmente accaduto, con un conseguente aumento della volatilità sulle curve.
 - Le banche centrali stanno incorporando man mano gli impatti del conflitto nelle proprie previsioni economiche che complessivamente mirano a livelli di crescita più bassi e a livelli di inflazione più elevati e sopra i target di riferimento. Questa dinamica, abbinata a politiche monetarie «on hold» o addirittura restrittive, rappresentano il «worst case scenario» per la componente obbligazionaria.
 - Considerando il punto di partenza molto compresso degli spread, la componente di carry non garantisce una protezione significativa a fronte di potenziale volatilità sulle curve governative. Inoltre gli spread risentiranno del clima di incertezza globale.
 - In tale contesto, gli spread potrebbero dover incorporare un eventuale deterioramento del contesto economico ad oggi non prezzato.
- **Si conferma il posizionamento di sottopeso per il 2Q 2026.**

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.
 - Le scadenze brevi sono da preferire in questo caso all'obbligazionario in quanto maggiormente isolate dalle attese di inflazione e dal potenziale aumento del premio per il rischio.
- **Si aumenta il peso della liquidità da neutrale a sovrappeso per il 2Q 2026.**

ASSET ALLOCATION TATTICA MAGGIO 2026

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

EQUITIES

NEUTRAL

- L'azionario mondiale si muove in una fase di equilibrio complesso, sostenuto da alcuni fattori positivi ma frenato da elementi di rischio non trascurabili. La stagione delle trimestrali sta offrendo risultati migliori delle attese, mostrando una buona capacità delle aziende di difendere margini e crescita degli utili nonostante un contesto macro meno favorevole.
- Allo stesso tempo, però, il quadro resta fragile. Le tensioni geopolitiche legate al conflitto in Iran hanno riportato volatilità, anche attraverso il rialzo dei prezzi del petrolio, con potenziali effetti negativi su costi di produzione e inflazione. Negli USA, inoltre, le valutazioni azionarie sono tornate su valori superiori alle medie storiche, lasciando poco spazio a ulteriori espansioni dei multipli.
- A ciò si aggiunge il rischio che le banche centrali debbano tornare ad alzare i tassi nei prossimi mesi per contrastare pressioni inflazionistiche in riaccensione, un fattore che potrebbe pesare sull'asset class.

- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**


AZIONARIO USA

La stagione delle trimestrali statunitensi si sta dimostrando migliore delle attese della vigilia, con l'84% delle società dell'S&P500 che hanno riportato un EPS superiore alle stime di consensus. La crescita rispetto allo stesso periodo dello scorso anno dovrebbe toccare il 15,1%, contro stime a +13,1% dello scorso 31 marzo. Le prospettive per la redditività delle società statunitensi continuano ad essere positive grazie agli incentivi fiscali compresi nell'OBBBA e agli investimenti nel settore dell'intelligenza artificiale. Questo potrebbe continuare a sostenere il mercato azionario. A limitare i progressi potrebbero, però, essere le incertezze in vista dell'entrata in carica in maggio di Kevin Warsh a nuovo presidente della Fed e quotazioni in termini di multipli di bilancio tornate sopra la media degli ultimi anni.


AZIONARIO EUROPA

Per quanto la stagione delle trimestrali in Europa stia nel complesso andando meglio delle attese, con il 61% delle società che hanno riportato i risultati che hanno battuto le attese della vigilia, la crescita dell'EPS contenuta al 2,1% (+1% sul consensus) evidenzia il maggiore elemento di incertezza per i mercati europei: la bassa crescita. Il rialzo del prezzo del petrolio per la guerra in Iran potrebbe ulteriormente causare un rallentamento dell'attività economica nei prossimi mesi per la diminuzione del potere d'acquisto delle famiglie e i maggiori costi di produzione per le imprese, portando a una revisione al ribasso delle stime sull'EPS per il 2026, ora all'11%. Il rialzo delle pressioni inflazionistiche potrebbe portare la BCE ad adottare un orientamento meno espansivo, pesando ulteriormente sulle prospettive di crescita.


AZIONARIO GIAPPONE

Per quanto il rimbalzo dopo l'annuncio del cessate il fuoco in Iran abbia evidenziato come l'interesse per l'azionario giapponese rimanga elevato, si ritiene che le incertezze legate agli sviluppi in Medio Oriente possano frenare i rialzi nel medio periodo. Queste, infatti, sono destinate a ridurre ulteriormente la visibilità sulle indicazioni sugli utili per l'esercizio 2026. Il principale canale di trasmissione dell'impatto sarà verosimilmente l'aumento dei costi, più che eventuali interruzioni della logistica. Il mercato non sembra ancora aver pienamente scontato i rischi per i settori più esposti a questo scenario, quali spedizioni marittime, compagnie aeree e auto. L'orientamento restrittivo della BoJ, che pur mantenendo i tassi invariati ha riconosciuto il rischio di inflazione, è un altro elemento di incertezza.


AZIONARIO CINA

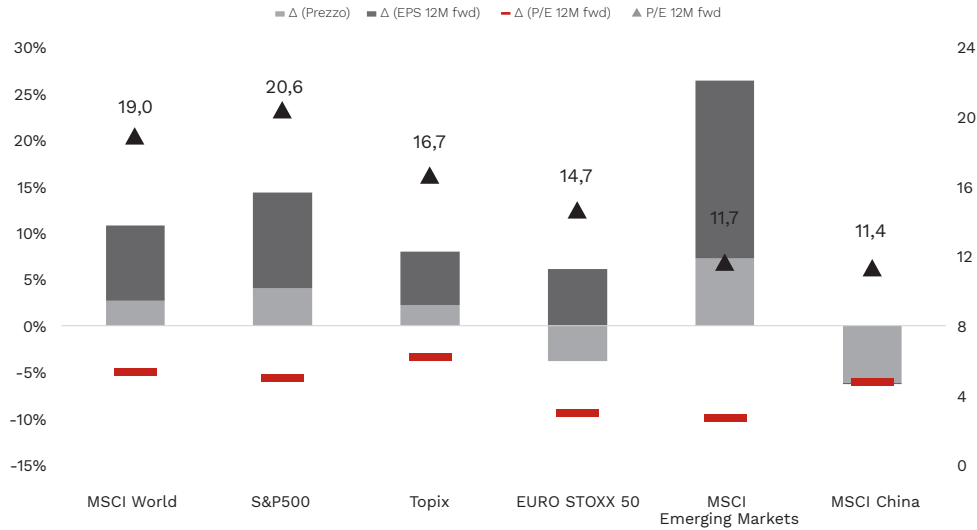
I dati macroeconomici recenti hanno mostrato un miglioramento del quadro economico, con la crescita del PIL al 5% su base annua in Q1 '26, nella parte alta del target annuale del governo, mentre anche le esportazioni hanno superato le attese, con un aumento del 15%. Dal punto di vista bottom-up, si osservano inoltre segnali di miglioramento progressivo: le intenzioni di investimento delle imprese stanno risalendo, i profitti delle aziende industriali sono tornati a crescere del 15% su base annua e si registra una timida ripresa sia nel mercato immobiliare sia in alcuni comparti dei consumi, come hotel e ristorazione. Tuttavia, segnali di cautela continuano ad arrivare dall'andamento delle vendite al dettaglio e dalla massa monetaria, che evidenziano un quadro di medio periodo ancora fragile.


AZIONARIO EMERGENTI

Si ritiene che i mercati azionari dei paesi emergenti ex-China possano continuare a godere di una forza relativa superiore alle altre principali borse mondiali anche nei prossimi mesi grazie alla combinazione di prezzi delle materie prime più elevate, che aiutano i paesi dell'America Latina, e di forti investimenti in IA, che sostengono i tecnologici asiatici nonostante l'impatto negativo su questi Paesi del rialzo del prezzo del petrolio. La stagione delle trimestrali, che si prevede molto solida in tutte le aree, è un ulteriore elemento a sostegno del mercato azionario. A favore dell'asset class c'è anche la considerazione che la politica monetaria della Fed non dovrebbe diventare restrittiva in maniera accentuata nei prossimi mesi nonostante il rialzo delle pressioni inflazionistiche poiché all'interno della banca centrale dovrebbe prevalere il desiderio di sostenere la crescita.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

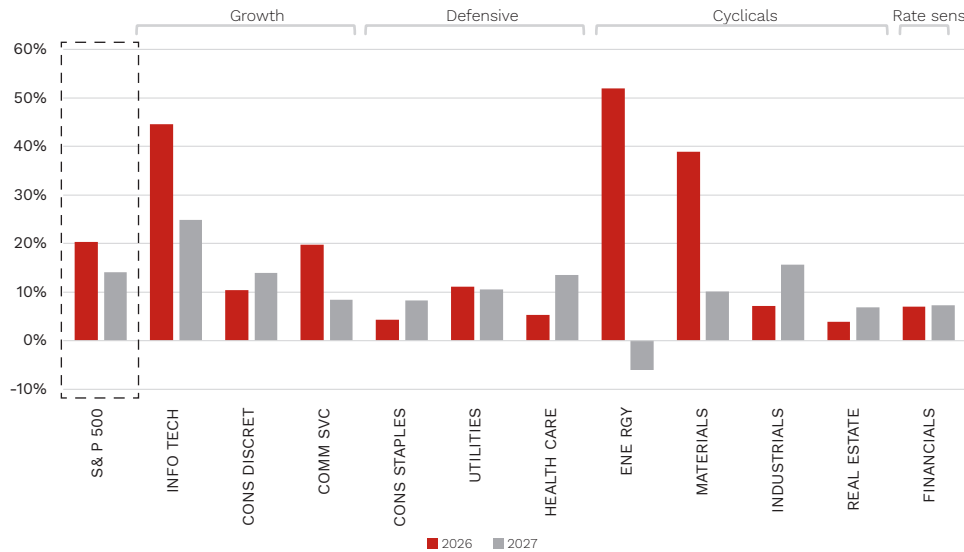
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



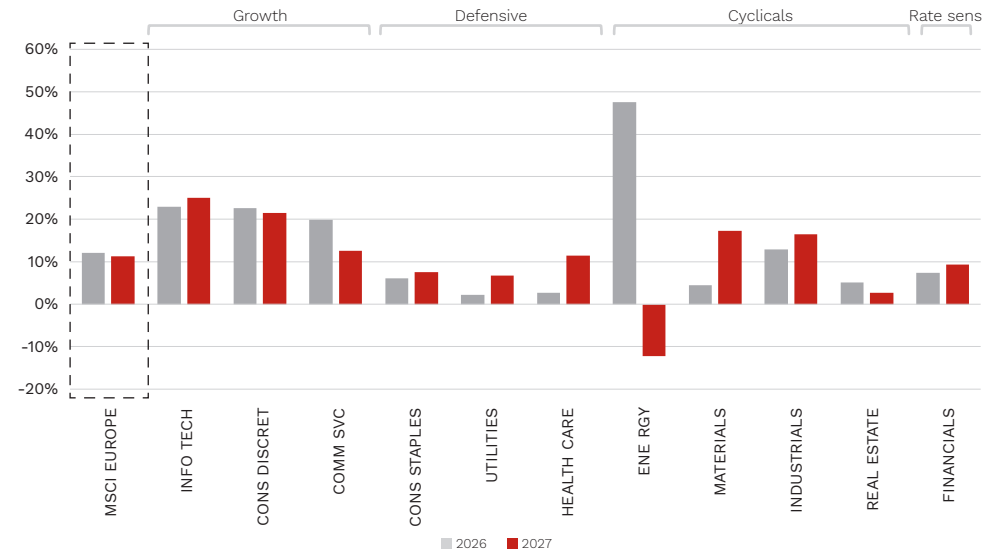
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

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

AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 30 aprile 2026.

BONDS

UNDERWEIGHT

- Qualora il conflitto in Medio Oriente dovesse trasmettersi all'economia globale attraverso il canale dei prezzi delle materie prime, gli investitori potrebbero incorporare aspettative di inflazione più elevate rispetto a quelle già scontate, con un conseguente aumento della volatilità lungo le curve dei rendimenti.
 - Le principali banche centrali stanno progressivamente integrando gli effetti del conflitto nelle proprie proiezioni macroeconomiche, che nel complesso indicano una crescita più debole e livelli di inflazione più elevati e persistenti, superiori ai target di riferimento. Questa dinamica, combinata con un orientamento di politica monetaria «on hold» o potenzialmente restrittivo, rappresenta il worst-case scenario.
 - In tale contesto, gli spread potrebbero dover incorporare un eventuale deterioramento del contesto economico ad oggi non prezzato.
- **Si conferma il posizionamento di sottopeso sull'obbligazionario per il Q2 2026.**

GOVERNATIVI

 **GOVERNATIVI EURO (↑)**

Il livello raggiunto dai rendimenti europei incorpora attese di quasi 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, coerenti con un'inflazione di fondo più persistente e una crescita economica ancora solida. 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 decide per un passaggio da neutralità a 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**

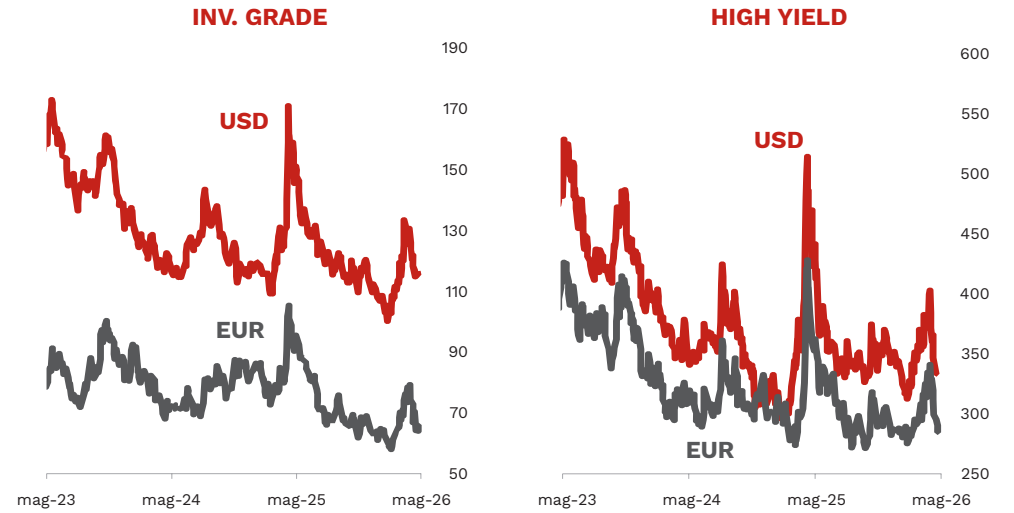
Il prolungarsi della crisi del golfo suggerisce ancora prudenza sulla componente emergente a causa della maggiore sensibilità di vari Paesi alle ripercussioni su prezzi di energia e derrate alimentari che potrebbero di conseguenza pesare sulla crescita, parametro fondamentale per la sostenibilità del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

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

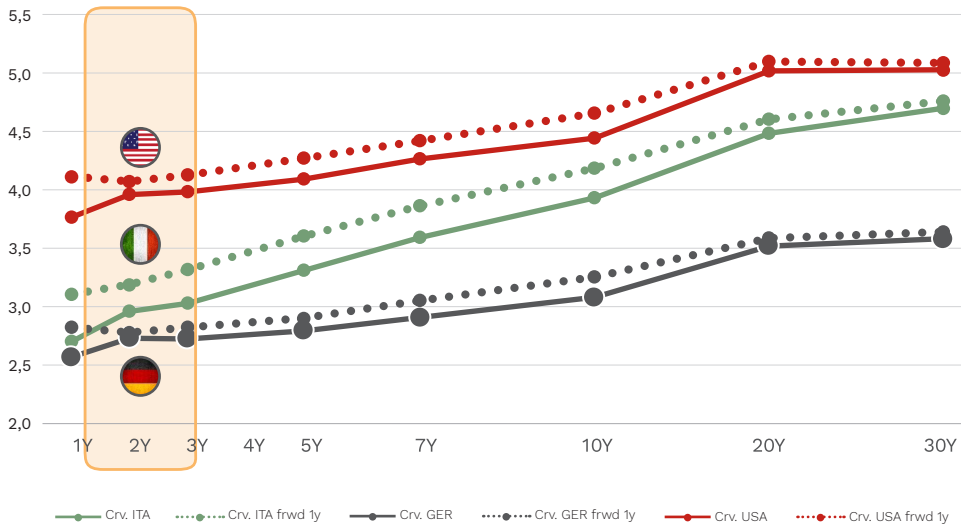
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,64	2,65	2,75	2,86	3,04	3,37	3,48	3,55
IRLANDA	2,65	2,73	2,78	2,99	3,27	3,54	3,61	3,77
PORTOGALLO	2,68	2,71	2,93	3,18	3,44	3,74	3,91	4,06
SPAGNA	2,73	2,81	2,98	3,17	3,50	3,86		4,20
FRANCIA	2,79	2,88	3,10	3,33	3,69	4,09	4,27	4,52
GRECIA	2,79	2,88	3,16	3,44	3,81	3,98	4,17	4,47
ITALIA	2,84	2,96	3,22	3,52	3,86	4,29	4,43	4,64
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	3,87	3,89	4,01	4,19	4,37		4,96	4,97
GIAPPONE	1,39	1,62	1,90	2,30	2,53	3,75	3,41	3,75
CINA	1,30	1,30	1,48	1,63	1,75			2,26
CANADA	2,95	3,03	3,19	3,33	3,54		3,81	3,92
NORVEGIA	4,60	4,58	4,46	4,39	4,42			
AUSTRALIA	4,77	4,76	4,80	4,91	5,06	5,25	5,41	5,45
GRAN BRETAGNA	4,45	4,47	4,52	4,73	5,01	5,42	5,63	5,69
NUOVA ZELANDA	3,69	3,89	4,24	4,48	4,74	5,06	5,23	

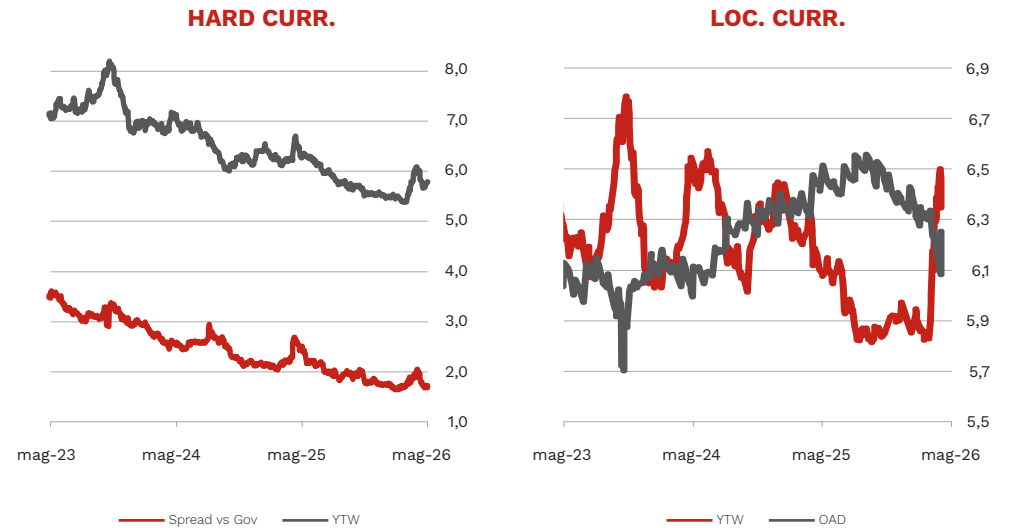
SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 30 aprile 2026.

FOREX

DOLLARO USA (USD)

Mantenimento delle posizioni in essere in ottica di diversificazione.

Nel breve periodo l'USD mantiene un profilo solido, sostenuto prevalentemente da fattori tattici. Le tensioni geopolitiche e l'incertezza legata al quadro energetico continuano a favorire una domanda difensiva di USD, che conserva il suo ruolo di valuta rifugio nelle fasi di maggiore volatilità. A ciò si aggiunge il supporto dei tassi USA: la Fed resta cauta, allontanando nel tempo un possibile taglio dei tassi. Il potenziale di apprezzamento appare tuttavia limitato. In uno scenario di miglioramento del sentiment globale e normalizzazione delle tensioni, l'USD potrebbe progressivamente perdere un fattore di supporto e sperimentare una maggiore stabilizzazione.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

Nel breve lo JPY rimane strutturalmente debole, con il differenziale di tasso sfavorevole e i flussi verso asset esteri che continuano a pesare sulla valuta. Tuttavia, il profilo di rischio appare più equilibrato rispetto ai mesi precedenti. A supporto, la politica monetaria domestica offre segnali costruttivi, con la BoJ che intende proseguire nella normalizzazione a fronte di un'inflazione core (al netto di alimentari freschi ed energia) ancora sopra il target. A ciò si aggiunge l'interventismo delle autorità sul mercato valutario, volto a contenere un eccessivo indebolimento dello JPY. Ciononostante, il potenziale apprezzamento della valuta potrebbe rivelarsi limitato in uno scenario di miglioramento del sentiment globale e maggiore propensione al rischio.

STERLINA INGLESE (GBP)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

La GBP mostra un profilo relativamente resiliente, sostenuto da dinamiche domestiche più favorevoli rispetto ad altre valute europee. L'inflazione in UK resta più persistente, soprattutto nella componente dei servizi, mantenendo la BoE su una linea prudente e restrittiva. Questo contribuisce a preservare un differenziale di tasso ancora favorevole alla valuta. Ciononostante, l'apprezzamento potrebbe rivelarsi limitato: la crescita economica rimane fragile e sensibile all'erosione del reddito reale, mentre un eventuale rallentamento del mercato del lavoro potrebbe rafforzare le pressioni per un allentamento monetario in 2H2026. In un contesto di miglioramento del sentiment globale, la GBP potrebbe sottoperformare valute più cicliche.

VALUTE EMERGENTI

Approccio cauto e selettivo.

Nel breve periodo le valute dei Paesi emergenti risentono di un contesto globale ancora incerto, influenzato dall'andamento dei tassi di interesse nelle principali economie avanzate e dall'evoluzione dei prezzi dell'energia. Il quadro resta disomogeneo: alcuni Paesi si trovano in una posizione più favorevole, mentre altri risultano più esposti agli shock esterni. Le valute delle economie esportatrici di materie prime energetiche potrebbero mostrare una maggiore tenuta, sostenute dai flussi commerciali, mentre risultano più vulnerabili le divise dei Paesi con elevato fabbisogno di finanziamento esterno, maggiormente sensibili alle variazioni del sentiment e delle condizioni finanziarie globali. Nel complesso, l'elevata incertezza suggerisce un approccio prudente e selettivo.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.

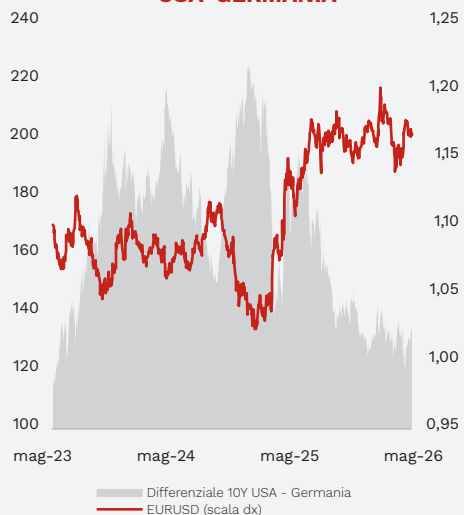
Nel breve, il mercato petrolifero resta condizionato dal rischio geopolitico. La riaccutizzazione delle tensioni nel Golfo Persico e la fragilità della tregua tra USA e Iran hanno riaperto i timori di interruzioni dell'offerta, spingendo il Brent sopra i 110 USD/brl. Anche in assenza di blocchi immediati, l'incertezza sulla sicurezza delle infrastrutture e delle rotte marittime mantiene elevata la volatilità. Le iniziative per garantire il transito nello Stretto di Hormuz possono offrire solo un sollievo temporaneo, mentre la capacità del mercato di compensare le perdite di offerta rimane limitata nel breve. In questo contesto, i rischi per le quotazioni restano asimmetrici al rialzo, con una de-escalation diplomatica come principale fattore di correzione.

ORO

Mantenimento delle posizioni in essere, come strumento di diversificazione.

Nel breve periodo l'oro resta sotto pressione, penalizzato dal rialzo dei rendimenti dei Treasury statunitensi e dall'apprezzamento dell'USD. L'aumento dei prezzi energetici ha riaperto le preoccupazioni inflazionistiche, rafforzando l'idea di tassi più elevati più a lungo, un contesto sfavorevole per un asset privo di rendimento. I deflussi dagli ETF e la riduzione delle posizioni speculative indicano un possibile approccio più cauto degli investitori. Un'escalation delle tensioni nel Golfo Persico o segnali di rallentamento macro più marcati potrebbero riattivare la domanda difensiva per il metallo prezioso, supportandone le quotazioni.

EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA



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

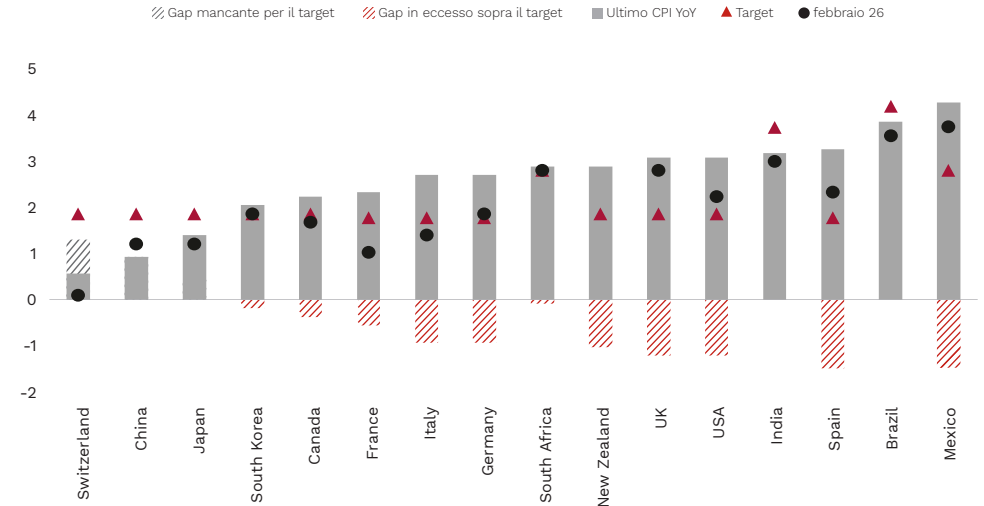


ANNEX

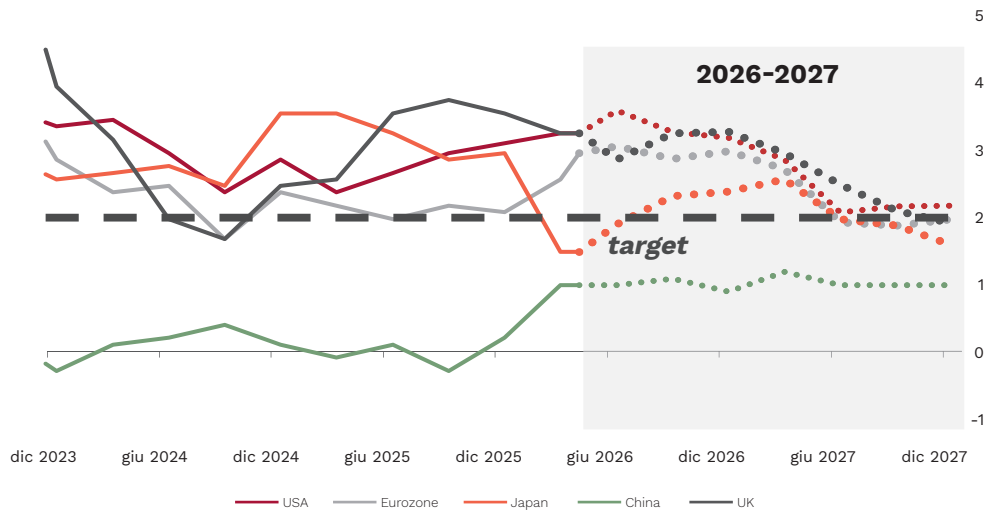
PREVISIONI DI CRESCITA

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

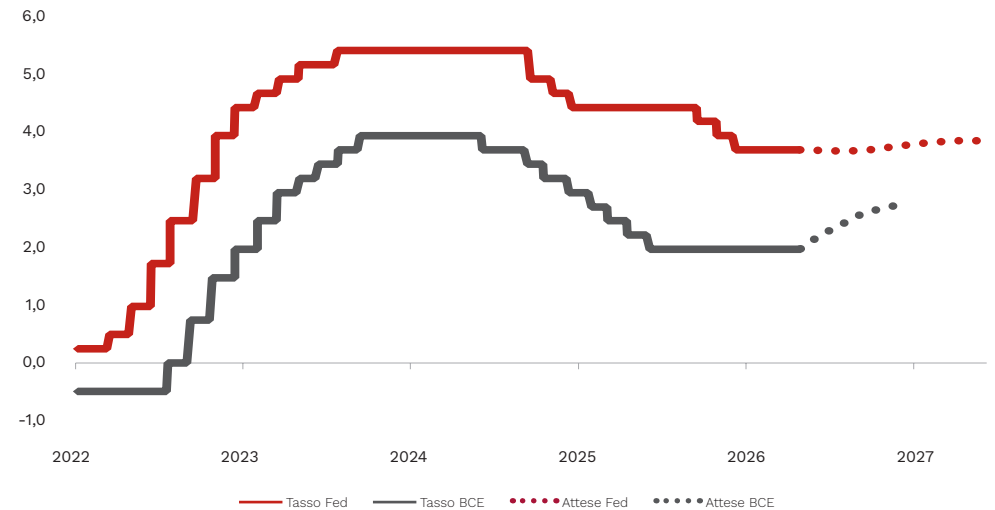
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) - ATTESE DI CONSENSUS

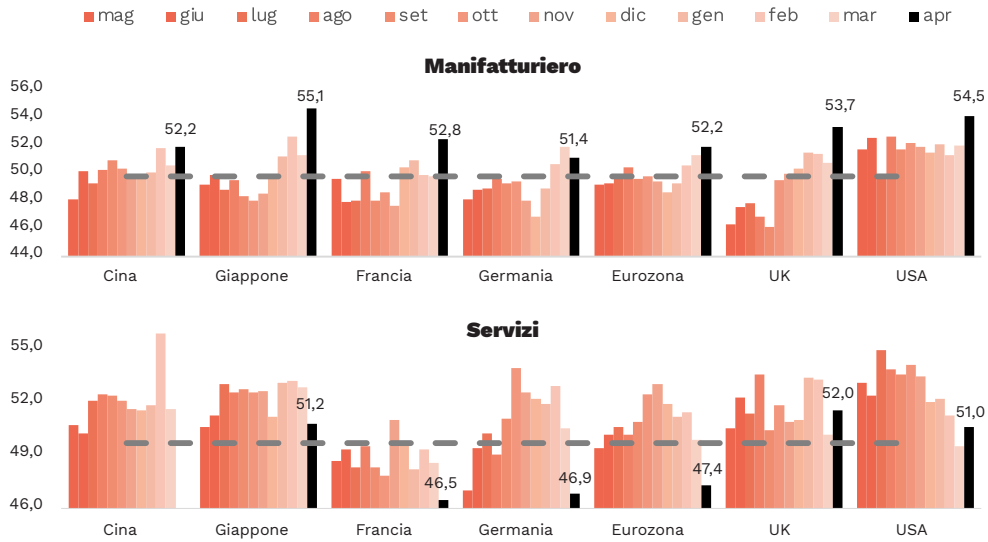


ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE

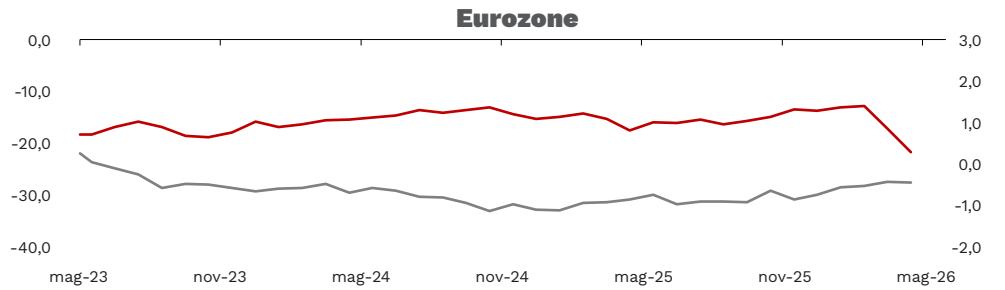
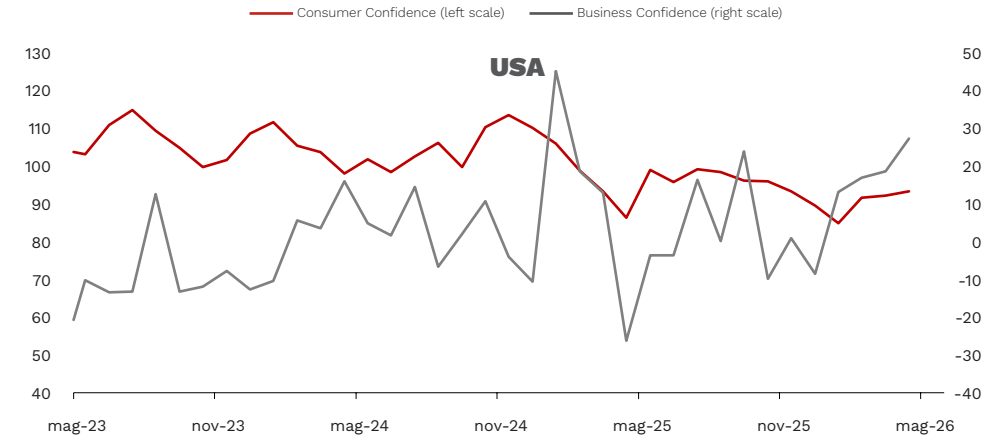


Fonte: BG Markets Strategy. * IMF - World Economic Outlook - aprile 2026 (variaz. rispetto gennaio 2026). ** Generali Asset Management - Market Perspectives maggio 2026. Dati aggiornati al 30 aprile 2026.

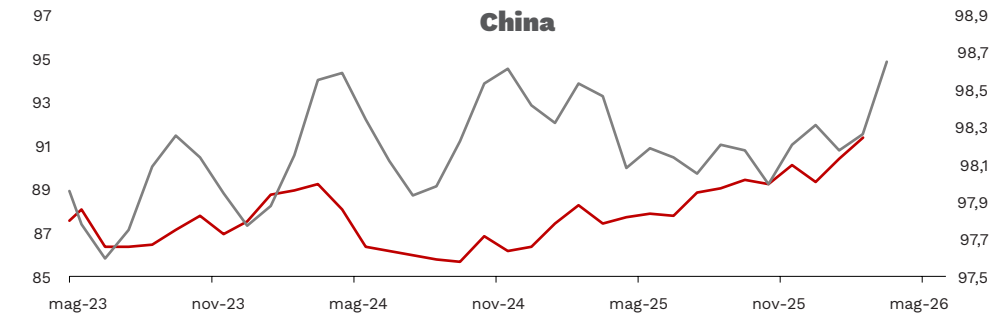
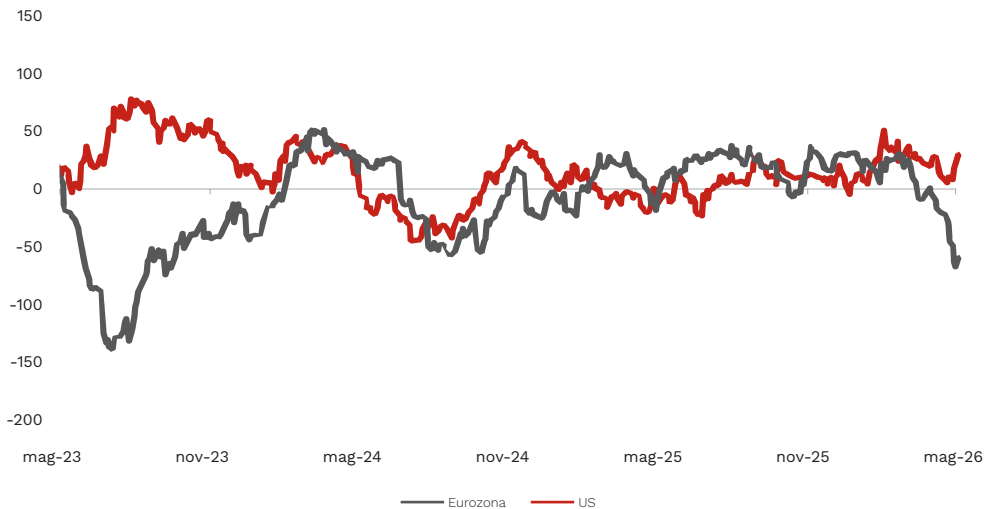
PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE



SURPRISE INDEX



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 30 aprile 2026.

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.