



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

SETTEMBRE 2026

Macro Research

QUADRO MACROECONOMICO

Il quadro macroeconomico globale è stato, ancora una volta, condizionato dalle tensioni geopolitiche tra USA e Iran. Le relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono nuovamente irrigidite: nuovi dazi sulle importazioni cinesi legate alla sovraccapacità produttiva e introduzione di tariffe fino al 100% sui droni. A Jackson Hole la Fed ha ribadito la priorità della lotta all'inflazione, la BCE ha lasciato aperta la porta a ulteriori rialzi e la BoJ ha segnalato progressi verso la normalizzazione della politica monetaria. Il Segretario del Tesoro americano Scott Bessent ha annunciato un buyback di Treasury a lunga scadenza nel tentativo di contenere l'aumento dei rendimenti, alimentando il dibattito sul crescente ruolo della politica fiscale nel condizionare la curva dei rendimenti.



STATI UNITI

La seconda stima del PIL del 2Q ha confermato un'espansione dell'1,5% t/t annualizzato, sostenuta dalla tenuta dei consumi personali (+3,4%), mentre gli indicatori di inflazione hanno continuato a segnalare pressioni di fondo persistenti, con il core PCE al 3,3% a/a. Sul fronte congiunturale, gli indici ISM manifatturiero (54,6) e servizi (55,4) si sono mantenuti in territorio espansivo ad agosto, ma sono emersi primi segnali di raffreddamento della domanda interna, con le vendite al dettaglio di luglio diminuite dello 0,6% m/m. Il mercato del lavoro ha attraversato un periodo di volatilità, con la debolezza dei payroll di luglio (-21 mila) compensata da un forte recupero ad agosto (+162 mila), confermando un quadro resiliente. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,1%



GIAPPONE

Il PIL del 2Q ha deluso le attese, crescendo dell'1,1% annualizzato contro il 2,0% stimato, con consumi privati piatti e investimenti fissi in calo del 3,4%. Sul fronte opposto, la produzione industriale di luglio ha sorpreso al rialzo (+4,1% a/a), e i PMI di agosto si sono consolidati in territorio espansivo (manifatturiero a 54,9, servizi a 52,5). L'inflazione ha mostrato segnali di graduale accelerazione, con il CPI core in aumento da 1,6% a 1,8% a/a a luglio. Con il tasso di riferimento invariato all'1,0%, il Vice Governatore della BoJ Himino ha segnalato l'apertura a un rialzo nella riunione di settembre.



EUROPA

L'Eurozona ha continuato a crescere a un ritmo moderato nel 2Q 2026 (+1,0% a/a), ma con andamenti divergenti tra i principali Paesi. La Germania ha sorpreso positivamente, con il PIL rivisto al rialzo a +0,3% t/t, mentre la Francia ha deluso, registrando una crescita nulla nel trimestre. Il mercato del lavoro è rimasto stabile, con disoccupazione fermo al 6,4% a luglio. I PMI hanno confermato un miglioramento dell'attività, soprattutto nel manifatturiero (52,7 ad agosto). L'inflazione ha accelerato ad agosto (3,3% a/a), sostenuta dalla componente energetica. Infatti alcuni membri del Consiglio direttivo hanno evidenziato una crescente attenzione ai rischi inflazionistici, con diversi esponenti che hanno sottolineato la necessità di mantenere una politica monetaria restrittiva per riportare l'inflazione verso il target.



CINA

I dati di luglio hanno mostrato una produzione industriale in aumento del 4,5% a/a, sostenuta dal comparto tecnologico, mentre le vendite al dettaglio sono cresciute appena dello 0,6% a/a, segnalando consumi ancora fragili. Le pressioni disinflazionistiche sono rimaste evidenti, con il CPI sceso allo 0,5% a/a. Il PMI manifatturiero a cura di NBS è rimasto sotto la soglia di espansione (49,8), mentre il PMI Caixin ha mostrato una maggiore resilienza grazie ai settori orientati all'export. Nel mese la PBoC ha ampliato l'utilizzo dei reverse repo overnight. Il vice ministro delle Finanze ha annunciato nuove misure di stimolo per raggiungere l'obiettivo di crescita annuale.

MERCATI FINANZIARI

I mercati azionari globali hanno chiuso il mese in territorio positivo, sostenuti da una stagione degli utili solida. L'MSCI World ha chiuso in mese in rialzo di +2,6%. Il sentiment è stato condizionato dai toni hawkish emersi a Jackson Hole, dove alcuni membri del FOMC hanno segnalato che i tassi potrebbero non essere ancora sufficientemente restrittivi con l'inflazione sopra il target del 2%. I Treasury americani sono stati più volatili durante il mese, ma hanno chiuso poco sopra i livelli di fine luglio; mentre i rendimenti dei governativi europei hanno registrato un movimento al rialzo più marcato lungo tutte le scadenze. Le tensioni in Medio Oriente e i rischi sullo Stretto di Hormuz hanno favorito l'oro, +9,7%.

MERCATI AZIONARI

Negli Stati Uniti, lo S&P 500 ha guadagnato il 2,6%, aggiornando i massimi storici nelle prime settimane del mese, mentre il Nasdaq ha sovraperformato con un rialzo del 4,2%. A livello settoriale, l'Energia ha guidato i rialzi (+6,5%), favorita dalle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dal conseguente incremento dei prezzi del petrolio. Segue il settore dell'Information Technology (+6,2%), supportato dalla domanda strutturale di semiconduttori e dall'AI. Sul fronte societario, Nvidia (+10%) ha rappresentato uno dei principali driver del mese: i risultati del secondo trimestre hanno evidenziato un raddoppio dei ricavi su base annua, superando aspettative già particolarmente elevate.

In Europa, l'MSCI Europe ha registrato un progresso più moderato (+0,3%), frenato dal tono restrittivo della BCE. Il Consumer Discretionary ha guidato la performance (+10,1%), seguito dagli Industriali (+5,3%), sostenuti dal miglioramento delle aspettative sul ciclo manifatturiero. A livello geografico, il DAX tedesco è risultato il miglior listino europeo (+2,5%), grazie alla forza del comparto industriale e manifatturiero. Il CAC 40 è stato l'unico indice in negativo (-2,1%), risentendo delle tensioni politiche interne e della debolezza del settore del lusso.

In Asia, il Nikkei 225 ha guadagnato il 3,0%, in un contesto caratterizzato dall'attesa di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BoJ. Lo Shanghai Composite è salito del 4,0%, sostenuto dalle misure di stimolo fiscale annunciate da Pechino, tra cui l'estensione dei mutui a 40 anni e nuovi strumenti di supporto al credito.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

I mercati obbligazionari hanno confermato un contesto di marcata pressione al rialzo sui rendimenti americani, guidato da una combinazione di fattori macro, geopolitici e di comunicazione della Federal Reserve. Il simposio di Jackson Hole ha rappresentato il momento chiave del mese: il presidente della Fed Kevin Warsh, ha adottato un tono più hawkish e diversi esponenti del FOMC hanno segnalato la necessità di ulteriori rialzi. Il Treasury a 2 anni ha chiuso agosto al 4,34% (+5 bps) rispetto a fine luglio), mentre il decennale si è attestato al 4,75% (+2 bps). In Europa, il mercato obbligazionario è stato guidato dai rischi inflazionistici persistenti. Il conflitto in Iran ha continuato a esercitare pressioni sui prezzi energetici, con i futures sul gas naturale europeo hanno superato i 70 €/MWh per la prima volta da marzo, alimentando timori per le forniture invernali e amplificando le aspettative di inflazione. Questo ha incrementato le aspettative di un rialzo da parte della BCE nel meeting di settembre, passate dall'87% al 99% a fine mese. Il Bund decennale ha chiuso agosto al 3,32% (+12 bps), mentre il BTP decennale si è portato al 4,15% (+13 bps), con lo spread BTP-Bund sostanzialmente stabile intorno a 83 punti base.

Il credito ha mostrato un andamento divergente tra segmenti e aree geografiche, con il mercato statunitense più sensibile al rialzo dei rendimenti governativi e quello europeo sostenuto da una domanda ancora robusta. Sia in USA che in Eurozona il comparto IG ha sofferto maggiormente rispetto all'HY.

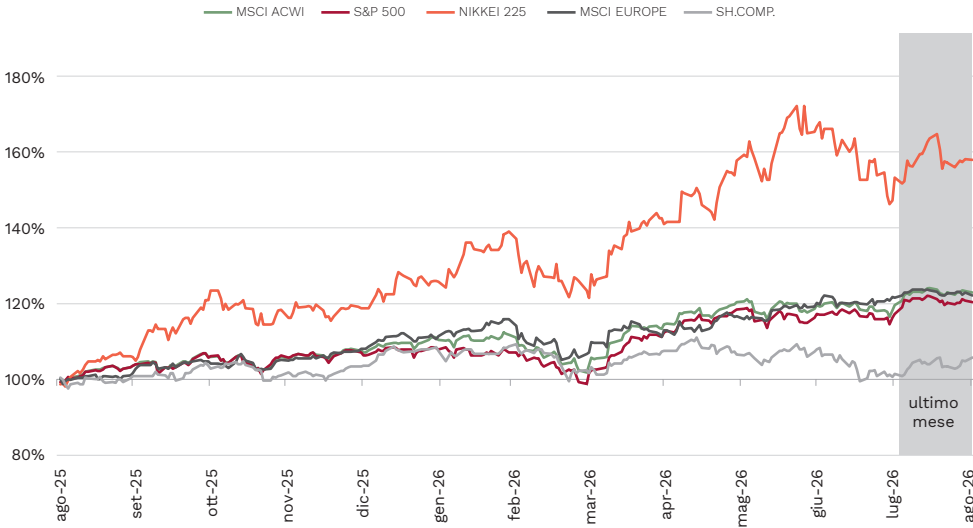
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	2,9%	2,8%	12,2%	20,7%
MSCI ACWI	USD	2,6%	1,6%	13,3%	20,6%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	3,5%	4,2%	14,2%	16,1%
S&P 500 INDEX	USD	2,6%	1,4%	12,3%	16,4%
NIKKEI 225	JPY	3,0%	0,0%	31,7%	26,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	0,0%	4,1%	11,1%	10,5%
MSCI EUROPE	EUR	0,3%	4,1%	10,1%	16,3%
DAX INDEX	EUR	2,5%	4,6%	7,2%	23,0%
CAC 40 INDEX	EUR	-2,1%	1,8%	2,3%	10,4%
FTSE MIB INDEX	EUR	0,8%	5,1%	17,1%	31,5%
IBEX 35 INDEX	EUR	1,0%	8,8%	15,4%	49,3%
FTSE 100 INDEX	GBP	-0,4%	4,0%	9,0%	21,5%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	2,1%	-1,5%	9,9%	32,0%
MSCI EMERGING MARKET	USD	3,2%	-1,9%	22,4%	30,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	2,1%	-1,9%	9,9%	30,9%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	3,2%	-2,0%	24,6%	29,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	-1,2%	0,7%	12,7%	46,2%

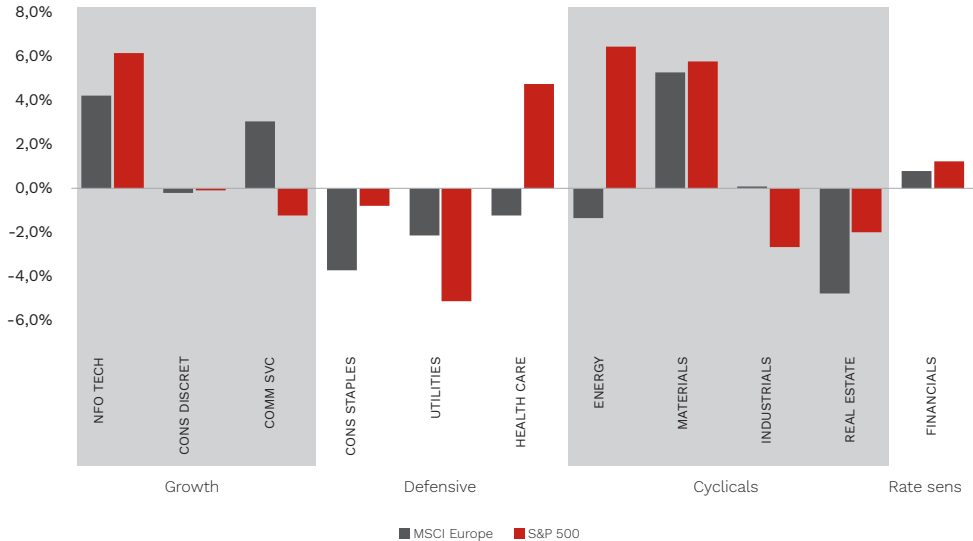
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	2,1%	3,3%	13,3%	6,4%
MSCI ACWI €	EUR	1,7%	2,1%	14,4%	6,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	2,6%	4,7%	15,3%	2,4%
S&P 500 INDEX €	EUR	1,7%	1,9%	13,4%	2,6%
NIKKEI 225 €	EUR	1,9%	0,1%	30,5%	12,1%
FTSE 100 INDEX €	EUR	-0,5%	5,3%	11,1%	15,1%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	1,2%	-1,0%	11,0%	16,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	2,3%	-1,4%	23,7%	15,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	1,2%	-1,5%	11,1%	15,4%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	2,3%	-1,5%	25,9%	14,4%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	-2,1%	1,2%	13,8%	29,0%

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 agosto 2026. *Divisa in cui viene calcolato il rendimento totale.

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



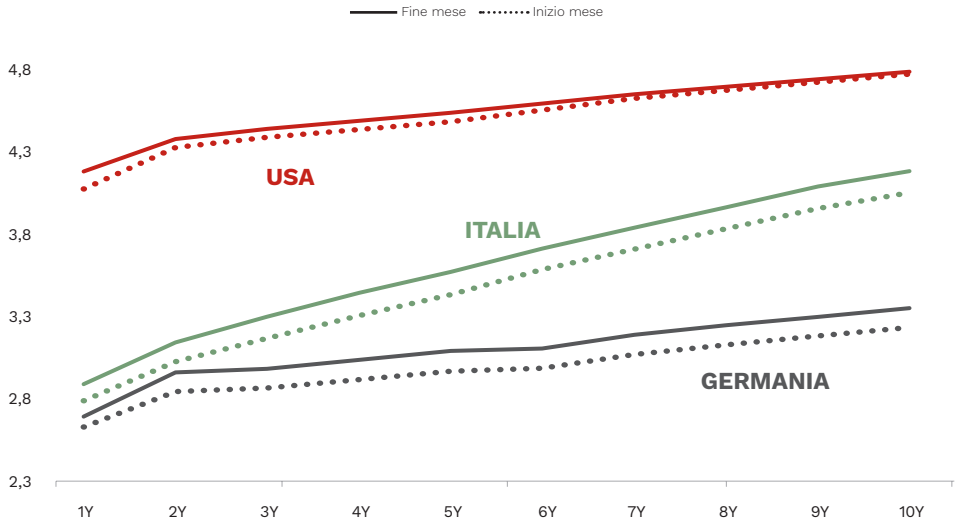
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

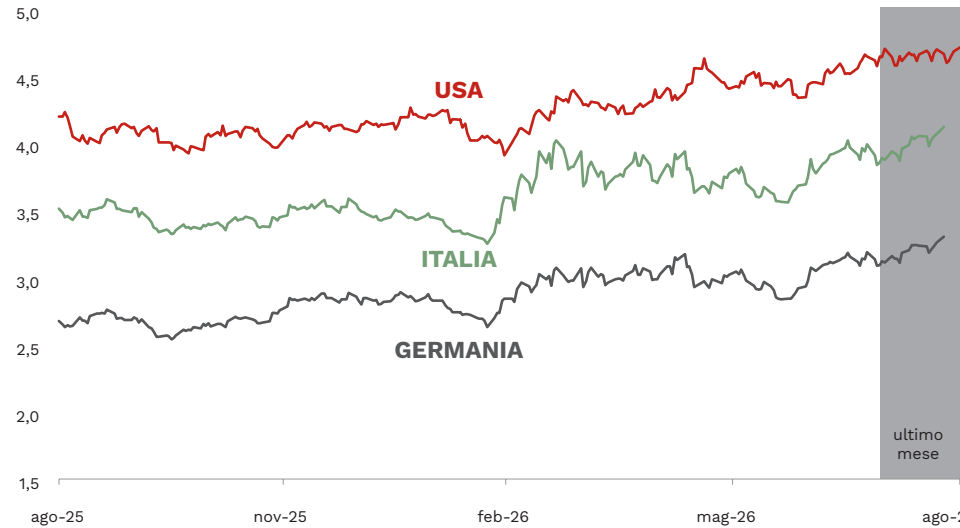
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,6%	1,4%	2,3%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	-0,5%	-1,8%	-1,3%	3,2%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	-0,5%	-1,6%	-1,1%	-1,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	-0,6%	-1,9%	-1,1%	0,6%
CORPORATE EURO	EUR	-0,2%	-0,7%	0,1%	3,0%
HIGH YIELD EURO	EUR	-0,5%	-1,5%	-0,6%	1,0%
GREEN BOND EURO	EUR	-0,2%	-0,8%	0,1%	3,0%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	0,5%	1,0%	2,0%	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	0,3%	-0,5%	-0,5%	6,3%
CORPORATE USA	USD	0,4%	-1,8%	-1,1%	8,0%
HIGH YIELD USA	USD	1,0%	0,9%	2,5%	8,8%
GREEN BOND USA	USD	0,4%	-0,3%	0,4%	7,4%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	0,4%	-1,0%	-0,4%	7,7%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	0,9%	0,0%	2,2%	13,5%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	1,0%	2,0%	4,0%	22,1%
GOVERNATIVI USA	EUR	-0,5%	-0,2%	0,6%	-5,5%
CORPORATE USA	EUR	-0,3%	-1,4%	0,0%	-3,8%
HIGH YIELD USA	EUR	0,2%	1,3%	3,6%	-3,0%
GREEN BOND USA	EUR	-0,5%	0,2%	1,5%	-5,3%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	-0,5%	-0,6%	0,7%	-5,1%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	0,1%	0,4%	3,3%	1,6%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	0,2%	2,4%	5,1%	10,2%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-0,8%	0,4%	1,1%	-11,9%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-0,5%	0,5%	1,1%	-9,4%
USD vs paniere EME		0,5%	2,9%	0,4%	-8,1%
COMMODITY					
GOLD	USD	9,7%	-2,3%	2,7%	64,6%
PETROLIO (WTI)	USD	1,3%	-1,8%	49,4%	-19,9%

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 agosto 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 tema dominante non è più la resilienza dell'economia globale, quanto la sostenibilità degli equilibri che hanno sinora guidato l'espansione. Attività economica, ciclo degli investimenti e utili societari continuano a fornire indicazioni favorevoli, alimentando il consenso verso uno scenario di prosecuzione della crescita senza recessione. Le aspettative di contrazione dell'economia sono scese ai minimi degli ultimi anni e il sentiment degli investitori si è spostato verso uno scenario di "no landing". Emergono tuttavia interrogativi sulla sostenibilità del debito pubblico e sulla capacità dei governi di finanziare livelli elevati di spesa in un contesto di rendimenti strutturalmente più alti. Negli Stati Uniti, l'ampliamento dei programmi di riacquisto dei Treasury a lunga scadenza ha riaperto il dibattito sul rapporto tra politica fiscale e monetaria, alimentando timori di una crescente tensione tra l'esigenza di contenere il costo del debito e l'obiettivo delle banche centrali di preservare la stabilità dei prezzi. Sullo sfondo, tensioni geopolitiche e commerciali continuano a rappresentare una fonte di incertezza, ma sempre più come elementi strutturali del contesto. Il rialzo dei prezzi energetici e la prospettiva di un petrolio su livelli elevati ancora per diversi mesi mantengono viva l'attenzione sui rischi inflazionistici, limitando i margini per un allentamento monetario nelle principali economie. Lo scenario centrale resta quello di una crescita globale positiva, sostenuta da un equilibrio più delicato, nel quale sostenibilità fiscale, costo del capitale e credibilità delle istituzioni economiche sono chiamati a svolgere un ruolo determinante.



CRESCITA ECONOMICA

La crescita globale resta resiliente, sostenuta dalla tenuta dell'economia statunitense, dalla solidità degli utili aziendali e dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale, pur in un contesto di rischi geopolitici e finanziari ancora elevati.

L'economia mondiale continua a mostrare una capacità di tenuta superiore alle attese. Negli Stati Uniti, la forza dell'attività economica, la crescita degli utili e il persistente slancio degli investimenti nell'intelligenza artificiale alimentano uno scenario di "no landing". Restano tuttavia presenti alcuni fattori di vulnerabilità. Le tensioni geopolitiche, in particolare in Medio Oriente, mantengono elevato il premio per il rischio energetico e potrebbero tradursi in prezzi dell'energia più alti, con effetti negativi sul potere d'acquisto e sulla crescita. Parallelamente, il rialzo dei rendimenti obbligazionari, alimentato non solo dai timori inflazionistici ma anche dall'aumento di debito e spesa pubblica, rischia di irrigidire le condizioni finanziarie per famiglie, imprese e governi, rappresentando uno dei principali elementi di rischio per la prosecuzione dell'attuale fase espansiva.



INFLAZIONE

L'inflazione rimane la variabile centrale dello scenario macroeconomico. I rischi legati all'energia continuano a richiedere un approccio prudente da parte delle banche centrali.

L'inflazione continua a rappresentare un elemento cruciale per l'evoluzione dello scenario economico e delle politiche monetarie. Le recenti pressioni sui prezzi sono riconducibili soprattutto alla componente energetica, alimentata dalle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dall'incertezza che circonda i flussi energetici globali. Al momento tali pressioni non sembrano essersi trasferite in misura significativa alle altre componenti dell'inflazione, ma il rischio di effetti di secondo livello su salari e servizi resta elevato e continua a essere monitorato con attenzione dalle banche centrali. In questo contesto, il ritorno dell'inflazione verso gli obiettivi appare più graduale del previsto.



POLITICHE ECONOMICHE

In un contesto di crescita globale resiliente, sostenuto da politiche fiscali ancora espansive, l'inflazione resta sufficientemente elevata da ostacolare un rapido ritorno a politiche monetarie accomodanti. Le tensioni sul fronte energetico e la crescente centralità dei temi di debito e spesa pubblica rafforzano lo scenario di tassi elevati più a lungo nelle principali economie.

Negli Stati Uniti, la solidità dell'attività economica, la forza degli utili societari e le persistenti pressioni inflazionistiche non giustificano un allentamento della politica monetaria. Pur riconoscendo che i tassi ufficiali sarebbero teoricamente coerenti con una postura ancora più restrittiva, la Fed potrebbe continuare ad affidarsi al rialzo dei rendimenti di mercato per mantenere restrittive le condizioni finanziarie, evitando nuove mosse almeno fino alle elezioni di Medio Termine. Diversamente, per la BCE i rischi inflazionistici legati all'energia e i possibili effetti di secondo livello su salari e servizi rendono probabile il mantenimento di una linea restrittiva ancora a lungo. Un nuovo rialzo dei tassi appare altamente probabile a settembre, mentre ulteriori interventi resterebbero possibili qualora le pressioni sui prezzi dovessero intensificarsi.



RISCHI

Le principali fonti di rischio provengono dall'evoluzione delle tensioni geopolitiche e dalla risalita dei rendimenti obbligazionari, fattori che potrebbero compromettere l'attuale equilibrio tra crescita e inflazione.

Il protrarsi del conflitto in Medio Oriente e le tensioni sullo Stretto di Hormuz potrebbero alimentare nuovi rialzi dei prezzi energetici, con effetti negativi su inflazione, potere d'acquisto e crescita. Un ulteriore elemento di attenzione è rappresentato dall'aumento dei rendimenti obbligazionari, sempre più influenzati non solo dall'inflazione ma anche dalla crescita di debito e spesa pubblica. Negli Stati Uniti, le esigenze di finanziamento del Tesoro potrebbero generare tensioni tra politica fiscale e monetaria, alimentando volatilità sui mercati. In un contesto di crescente dominanza fiscale, il mercato obbligazionario si conferma uno dei principali fattori di rischio per gli asset finanziari. A ciò si aggiungono le incertezze legate alle tensioni commerciali e l'elevato ottimismo incorporato nelle valutazioni di mercato. Una parte significativa della crescita degli utili continua infatti a dipendere dal settore tecnologico e dagli investimenti nell'IA, che restano concentrati su pochi operatori, aumentando il rischio di vulnerabilità qualora le aspettative di crescita venissero deluse.

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

EQUITIES

NEUTRAL

- L'economia statunitense continua a mostrare resilienza, sostenuta dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale e da una dinamica degli utili ancora favorevole.
 - In questo contesto, il consenso degli investitori resta orientato verso uno scenario di "no landing", con aspettative positive sulla crescita e sugli utili aziendali.
 - Tuttavia, il mercato appare sempre più dipendente da pochi driver, in particolare dal tema AI, che concentra investimenti, revisioni degli utili e aspettative di mercato.
 - Pur a fronte di risultati societari particolarmente robusti, aumenta l'attenzione verso il rischio di una "earnings bubble": la crescita degli utili rimane fortemente concentrata in un numero limitato di società, rendendo il mercato più vulnerabile a eventuali delusioni sui risultati.
 - Nonostante questi elementi di fragilità, il posizionamento degli investitori rimane fortemente pro-ciclico, con un marcato sovrappeso azionario.
- Si conferma il peso neutrale sull'azionario.

BONDS

NEUTRAL

- I rendimenti obbligazionari si mantengono su livelli storicamente interessanti e offrono oggi un carry tornato competitivo rispetto all'azionario.
 - Il mercato sta però transitando da un regime di dominanza monetaria a uno di dominanza fiscale: i rendimenti riflettono sempre più i rischi legati a debito, deficit e sostenibilità dei conti pubblici e sempre meno il solo orientamento delle banche centrali.
 - Al tempo stesso, la resilienza della crescita e la persistenza delle pressioni inflazionistiche limitano i margini per un rapido allentamento monetario, mantenendo aperto il rischio di ulteriori tensioni sulla parte lunga delle curve.
 - Le tensioni geopolitiche e l'incertezza sul fronte energetico rappresentano ulteriori fattori di vulnerabilità per i mercati finanziari.
 - In questo scenario, i titoli governativi continuano a offrire rendimento, ma non possono più essere considerati automaticamente attività prive di rischio, poiché una risalita disordinata dei rendimenti può trasformarsi essa stessa in un fattore di instabilità per i mercati.
- Si conferma un posizionamento neutrale sull'asset class obbligazionaria.

CASH INSTRUMENTS

NEUTRAL

- La liquidità continua a svolgere un ruolo importante di stabilizzazione all'interno dei portafogli, offrendo flessibilità e protezione in un contesto che rimane caratterizzato da elevata incertezza macroeconomica e geopolitica.
 - La liquidità viene confermata come componente strategica di equilibrio del portafoglio, senza giustificare né un sovrappeso né un sottopeso.
- Si conferma un posizionamento di neutralità sulla liquidità.

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

EQUITIES

NEUTRAL

- L'economia statunitense continua a mostrare resilienza, sostenuta dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale e da una dinamica degli utili ancora favorevole.
 - In questo contesto, il consenso degli investitori resta orientato verso uno scenario di “no landing”, con aspettative positive sulla crescita e sugli utili aziendali.
 - Tuttavia, il mercato appare sempre più dipendente da pochi driver, in particolare dal tema AI, che concentra investimenti, revisioni degli utili e aspettative di mercato.
 - Pur a fronte di risultati societari particolarmente robusti, aumenta l'attenzione verso il rischio di una “earnings bubble”: la crescita degli utili rimane fortemente concentrata in un numero limitato di società, rendendo il mercato più vulnerabile a eventuali delusioni sui risultati.
 - Nonostante questi elementi di fragilità, il posizionamento degli investitori rimane fortemente pro-ciclico, con un marcato sovrappeso azionario.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

=

AZIONARIO USA

Le trimestrali statunitensi di Q2 '26 hanno confermato l'ottimo stato di salute delle maggiori società del paese. La crescita degli utili è stata nell'ordine del 50%, seppure sostenuta dagli elementi straordinari che hanno gonfiato i conti di Alphabet e Amazon, e circa il 75% delle società che hanno superato le stime degli analisti. In ottica prospettica le indicazioni positive sono arrivate dai rialzi della guidance, sostenuti dalla forza degli ordini, che hanno spinto gli analisti a rivedere le loro attese per il resto dell'anno. La stima di consensus è ora per una crescita dell'EPS del 30% contro il 23,9% previsto il 30 giugno. La performance del mercato azionario statunitense potrebbe, però, essere limitata da valutazioni in termini di multipli di bilancio superiori alla media degli ultimi anni e dal rialzo dei rendimenti dei governativi.

=

AZIONARIO EUROPA

Dopo una stagione delle trimestrali di Q2 '26 migliore delle attese, il trend dell'EPS in Europa dovrebbe ulteriormente rafforzarsi nella seconda metà dell'anno, sostenuto da un effetto base favorevole, dal miglioramento della crescita nominale e dal prezzo del petrolio, che sostiene le società energetiche. In un contesto economico che si conferma resiliente, le revisioni degli utili hanno subito un'accelerazione: il ritmo dei rialzi delle stime in Europa sta infatti raggiungendo quello degli Stati Uniti, con un miglioramento che si sta estendendo a un numero sempre maggiore di settori. Le quotazioni del greggio rimangono, però, il maggiore elemento di incertezza perché il loro permanere su livelli elevati potrebbe aumentare le pressioni inflazionistiche, spingendo la BCE a mantenere un orientamento restrittivo.

=

AZIONARIO GIAPPONE

Le quotazioni del mercato azionario giapponese dovrebbero rimanere volatili risentendo delle incertezze legate ai possibili nuovi interventi sul mercato dei cambi per frenare l'indebolimento dello JPY e del rialzo dei rendimenti dei governativi a lungo termine. Nonostante le prospettive di medio-lungo periodo rimangano positive, guidate dallo sviluppo dell'IA e dal miglioramento della domanda interna, si ritiene che l'azionario giapponese potrebbe risentire nel breve della mancanza di catalyst positivi in grado di permettere una sovraperformance rispetto agli altri mercati azionari internazionali. Il maggiore rischio è ora rappresentato da un incremento del prezzo del petrolio, che potrebbe aumentare le pressioni inflazionistiche, spingendo la BoJ a intervenire sui tassi di interesse.

=

AZIONARIO CINA

Il mercato azionario cinese continua a risentire della debolezza del quadro economico. I dati di inizio terzo trimestre hanno evidenziato come l'economia sia sempre più polarizzata in una ripresa “a forma di K”, un fattore che potrebbe spingere le autorità a intensificare le misure di stimolo. Gli indicatori di attività di luglio hanno ampiamente deluso le aspettative: la produzione industriale si è attestata al 4,5% a/a (consensus al 4,8%, gli investimenti in capitale fisso sono scesi al -6,7% da inizio anno (attese a -6,2%) e le vendite al dettaglio si sono fermate allo 0,6% a/a (consensus all'1,5%). Un ulteriore peggioramento del quadro macroeconomico potrebbe portare a nuovi interventi di sintonizzazione monetaria o fiscale nei prossimi mesi, che sosterebbero anche l'azionario.

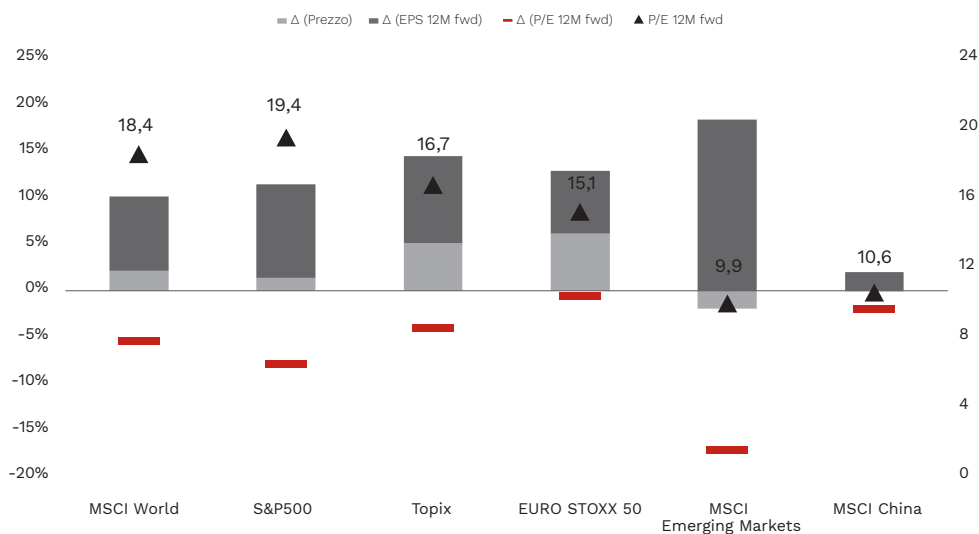
=

AZIONARIO EMERGENTI

Dopo la correzione registrata nel mese di luglio i mercati azionari emergenti ex-Cina potrebbero entrare in una fase di consolidamento in assenza di catalyst positivi in grado di spingerli verso i nuovi massimi storici. L'andamento dell'azionario dei paesi asiatici dipenderà dalle attese sullo sviluppo dell'intelligenza artificiale. Per quanto queste rimangono ottimistiche, con i manager delle principali società del settore statunitensi che non hanno evidenziato alcun rallentamento della domanda, si ritiene che dopo la correzione di luglio gli investitori resteranno più prudenti nei prossimi mesi. In America Latina, invece, alla luce di uno scenario economico e politico che rimane nel complesso stabile, le prospettive dell'azionario continueranno a dipendere dall'evoluzione delle quotazioni delle materie prime.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

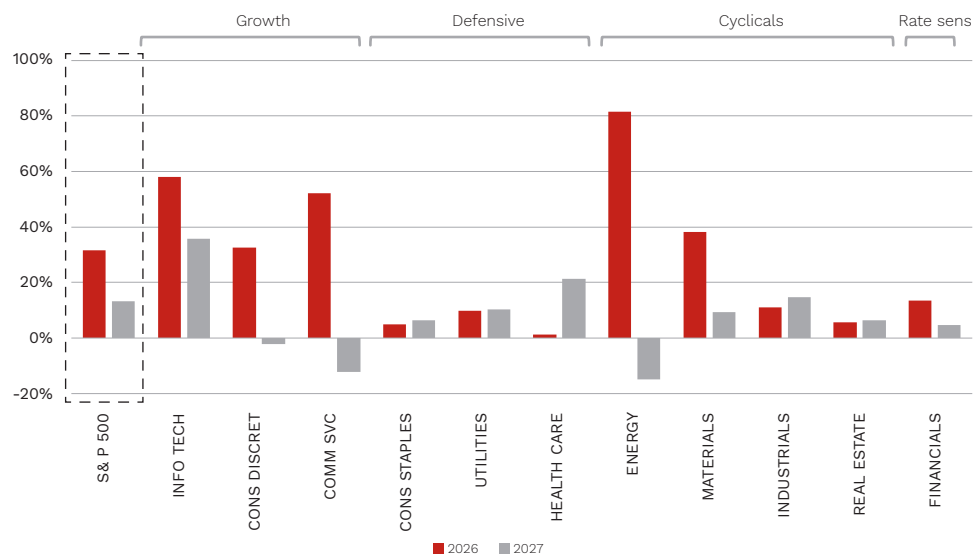
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



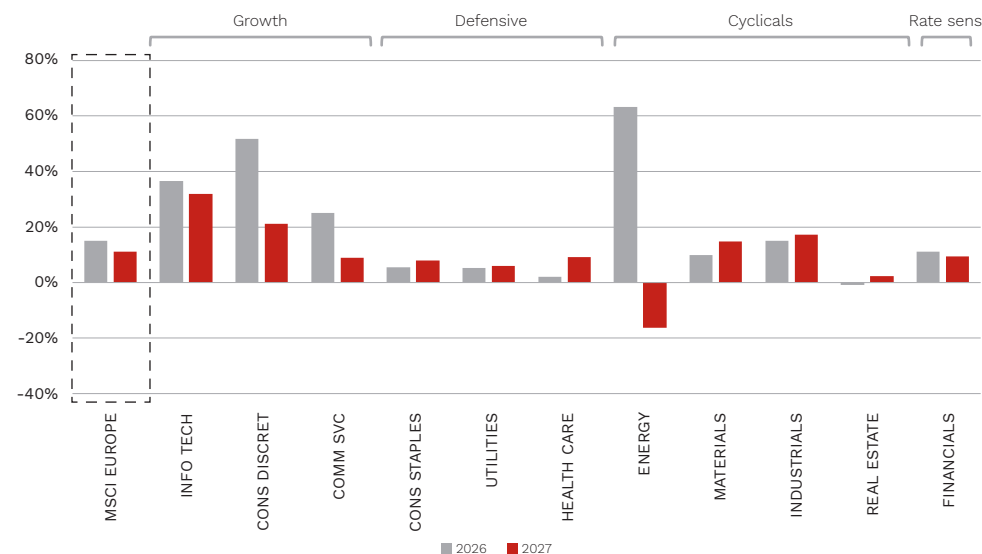
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

		ago-26	lug-26	giu-26	mag-26	mar-26	dic-25	ago-25	ago-24	ago-23	ago-21	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	15,3	15,0	15,2	15,2	16,5	16,0	15,3	13,1	11,9	16,5	14,4	27/03/2026	16,7	25/02/2026
	Stoxx 600	15,0	14,9	14,9	14,9	16,0	15,2	14,7	13,8	12,5	16,4	14,2	27/03/2026	16,0	25/02/2026
	Italia	13,2	13,0	13,1	12,9	13,0	12,4	12,2	9,2	8,1	11,9	11,5	23/03/2026	13,6	19/06/2026
	Francia	14,4	14,5	14,5	14,4	16,1	15,3	15,2	13,2	12,5	15,3	14,1	20/03/2026	16,2	26/02/2026
	Germania	15,6	15,2	15,0	15,2	15,9	15,7	15,7	12,6	10,7	14,3	14,0	27/03/2026	16,2	13/01/2026
	UK	12,9	13,1	12,6	12,7	14,5	13,5	13,3	12,0	10,6	12,3	12,5	09/06/2026	14,5	27/02/2026
	Spagna	14,1	13,8	14,2	13,6	14,4	14,0	12,8	10,8	10,4	14,3	12,4	02/09/2025	14,5	03/07/2026
USA	S&P 500	19,5	19,1	20,0	21,0	21,3	22,2	22,5	21,1	18,9	21,2	18,9	30/03/2026	23,2	28/10/2025
	Dow Jones	20,4	20,2	20,8	20,8	21,2	21,3	20,7	18,9	17,4	18,3	19,2	30/03/2026	21,9	06/02/2026
	Nasdaq 100	21,5	20,8	23,4	25,0	24,3	25,6	27,0	25,4	24,6	28,2	20,6	30/03/2026	28,4	29/10/2025
	Russell 2000	26,6	26,4	27,6	25,3	23,4	23,0	24,1	24,2	20,2	25,4	21,4	20/03/2026	27,8	14/08/2026
LatAm	Messico	12,4	12,6	12,8	13,2	13,8	12,9	12,2	10,9	12,0	14,0	12,1	01/09/2025	13,9	11/02/2026
	Brasile	8,3	8,3	8,2	8,3	10,4	9,1	8,5	8,1	8,1	9,0	7,9	18/08/2026	10,6	24/02/2026
Asia-Pacifico	Giappone	16,7	16,7	17,0	17,4	18,4	16,5	16,1	14,6	14,4	14,6	15,8	03/09/2025	18,4	27/02/2026
	Cina¹	10,6	10,7	10,1	10,8	11,5	12,2	12,2	8,7	10,0	13,1	9,9	26/06/2026	13,6	02/10/2025
	Hong Kong	10,7	10,9	9,8	10,7	11,3	11,4	10,9	8,2	8,7	11,1	9,7	26/06/2026	12,1	02/10/2025
	Australia	17,8	17,5	17,0	16,9	18,2	18,3	19,8	17,8	15,2	17,4	16,2	30/03/2026	19,8	03/10/2025

AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 agosto 2026.

BONDS

NEUTRAL

- I rendimenti obbligazionari si mantengono su livelli storicamente interessanti e offrono oggi un carry tornato competitivo rispetto all'azionario.
- Il mercato sta però transitando da un regime di dominanza monetaria a uno di dominanza fiscale: i rendimenti riflettono sempre più i rischi legati a debito, deficit e sostenibilità dei conti pubblici e sempre meno il solo orientamento delle banche centrali.
- Al tempo stesso, la resilienza della crescita e la persistenza delle pressioni inflazionistiche limitano i margini per un rapido allentamento monetario, mantenendo aperto il rischio di ulteriori tensioni sulla parte lunga delle curve.
- Le tensioni geopolitiche e l'incertezza sul fronte energetico rappresentano ulteriori fattori di vulnerabilità per i mercati finanziari.
- In questo scenario, i titoli governativi continuano a offrire rendimento, ma non possono più essere considerati automaticamente attività prive di rischio, poiché una risalita disordinata dei rendimenti può trasformarsi essa stessa in un fattore di instabilità per i mercati.
- **Si conferma un posizionamento neutrale sull'asset class obbligazionaria.**

GOVERNATIVI



GOVERNATIVI EURO

Le continue tensioni mediorientali hanno portato a 3 il numero di rialzi BCE attesi dal mercato nei prossimi 12 mesi. I rendimenti governativi si sono mossi di conseguenza mantenendo l'appetibilità di tali titoli almeno sul tratto di medio termine. Si ritiene che il sell-off a cui si è assistito sulla componente core abbia già in gran parte incorporato il timore degli investitori. Si mantiene il sovrappeso sul segmento con focus il tratto 3-5 anni.



GOVERNATIVI NON EURO

L'indecifrabilità della Fed unita alle azioni del governo volte a contenere le conseguenze dell'alto deficit più che ad affrontarne le cause continuano a gonfiare le incertezze del mercato e la remunerazione aggiuntiva richiesta dallo stesso. La conduzione altalenante della crisi di Hormuz aggiunge poi ulteriore volatilità sul tratto a breve. Il differenziale di rendimento contro EUR giustifica la neutralità, stressando però il focus sulle scadenze brevi.

CORPORATE INV. GRADE



CORPORATE EURO IG

In coerenza con il posizionamento assunto sulla componente governativa, si mantiene 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 segmento segue strettamente le dinamiche evidenziate per la curva governativa US a cui si somma il pick-up di rendimento offerto dallo spread. Se da un lato tale differenziale consente di intercettare un «all-yield» complessivamente interessante, dall'altra parte il mercato non sta offrendo punti di ingresso favorevoli da un punto di vista relativo.

CORPORATE SUB-INV. GRADE



CORPORATE EURO SUB IG

L'allentamento dei timori sulla crescita economica del blocco europeo dovrebbe continuare a supportare la stabilità mostrata dallo spread nel recente passato. Tuttavia, proprio questa resilienza sta impedendo di identificare punti di ingresso maggiormente favorevoli che possano giustificare un approccio maggiormente costruttivo sul debito high yield europeo.



CORPORATE NON EURO SUB IG

Le dinamiche evidenziate sulla curva governativa statunitense e lo spread specifico del segmento determinano un «all-yield» molto interessante. Tuttavia, proprio uno spread che si mantiene sui minimi degli ultimi anni non rappresenta un'opportunità di investimento tale da giustificare un approccio maggiormente costruttivo sul debito US high yield. A ciò si aggiungono eventuali rischi latenti derivanti dai private markets.

PAESI EMERGENTI



PAESI EMERGENTI

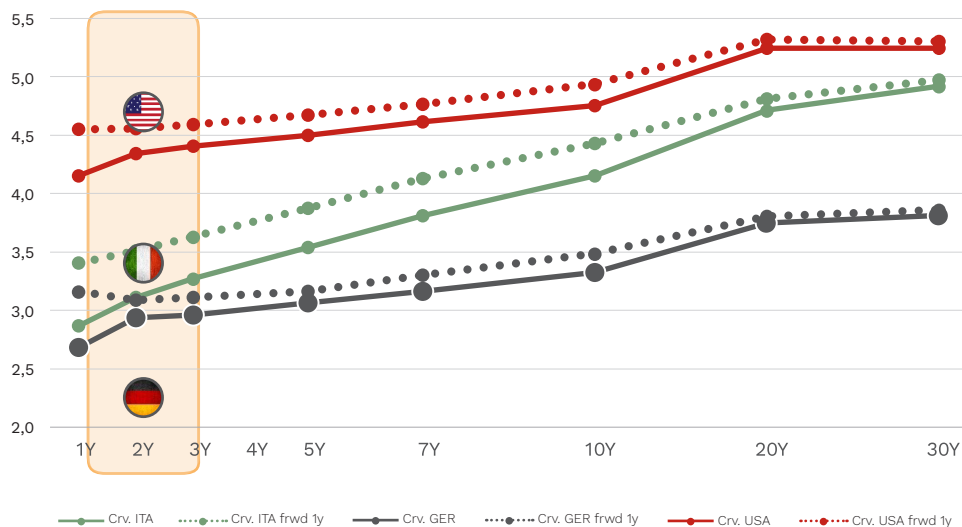
Il debito dei mercati emergenti nelle sue differenti forme rappresenta un segmento interessante, ma con alcuni punti di attenzione che ne determinano complessivamente un posizionamento di neutralità. Il rendimento del debito in *hard currency* beneficia delle dinamiche evidenziate per la curva governativa USA, ma a fronte di un livello di spread che si mantiene sui livelli minimi degli ultimi dieci anni. Lato *local currency*, la continua volatilità osservata su USD non giova al segmento le cui performance, seppur basandosi su rendimenti nominali elevati, possono essere impattate negativamente dall'elevata volatilità della componente valutaria.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

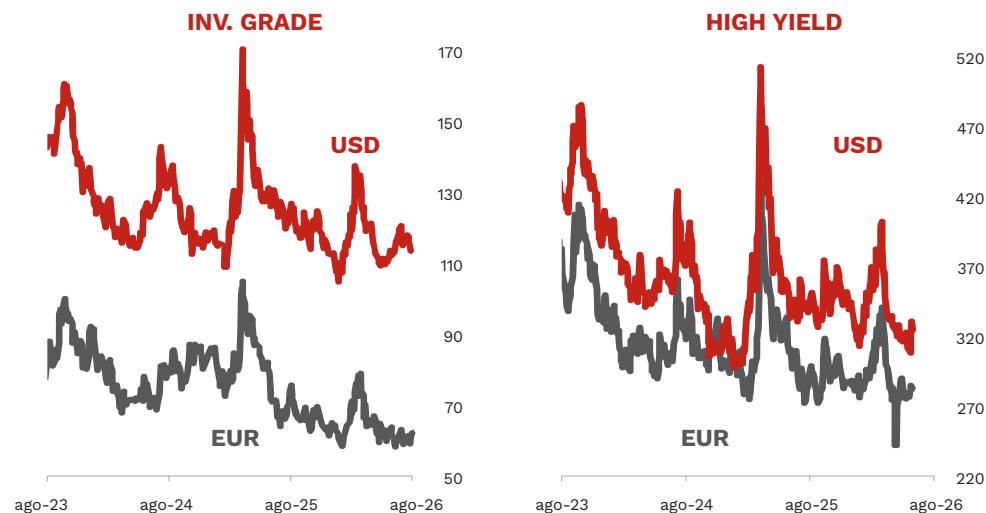
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,94	2,96	3,06	3,16	3,32	3,61	3,75	3,81
IRLANDA	2,87	2,97	3,06	3,24	3,47	3,75	3,83	3,97
FRANCIA	3,12	3,24	3,58	3,81	4,18	4,56	4,70	4,94
PORTOGALLO	2,92	2,99	3,20	3,43	3,67	3,97	4,20	4,31
SPAGNA	2,97	3,07	3,24	3,49	3,78	4,09		4,45
ITALIA	3,11	3,27	3,54	3,81	4,15	4,54	4,71	4,92
GRECIA	3,02	3,10	3,41	3,64	4,01	4,13	4,32	4,68
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	4,34	4,40	4,50	4,61	4,75		5,24	5,24
GIAPPONE	1,73	1,94	2,21	2,66	2,96	4,34	3,83	4,14
CINA	1,26	1,26	1,41	1,54	1,69			2,18
CANADA	3,01	3,11	3,34	3,51	3,74		4,01	4,14
NORVEGIA	4,63	4,59	4,48	4,43	4,47			
GRAN BRETAGNA	4,52	4,56	4,62	4,89	5,14	5,48	5,71	5,78
AUSTRALIA	4,69	4,66	4,71	4,85	5,09	5,31	5,51	5,59
NUOVA ZELANDA	3,61	3,83	4,18	4,44	4,74	5,13	5,38	

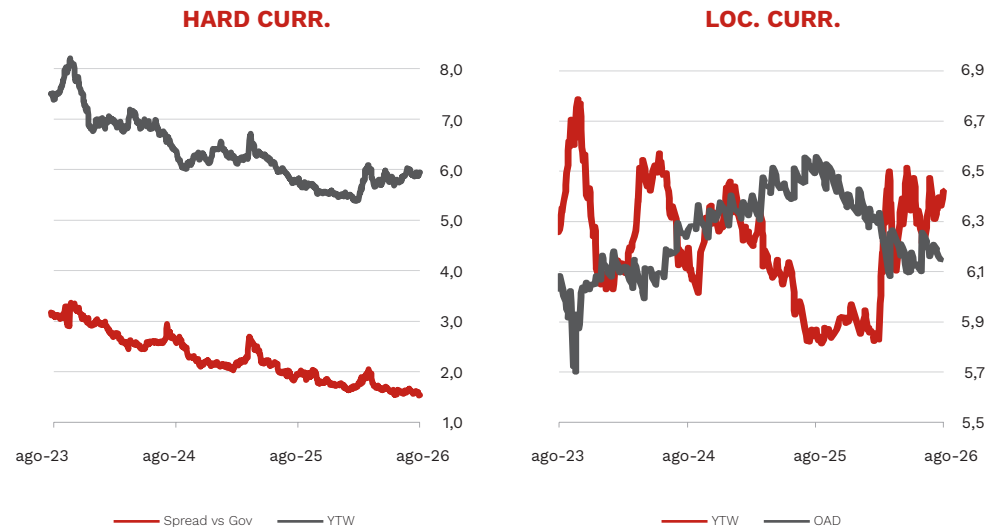
CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 luglio 2026.

FOREX

DOLLARO USA (USD)

Approccio prudente, rivolto a non incrementare le posizioni in essere.

La view sul dollaro resta prudente. Sebbene l'economia americana continui a mostrare resilienza, aumentano i fattori di vulnerabilità legati all'elevato debito pubblico, al crescente fabbisogno di finanziamento del Tesoro e al progressivo passaggio da un regime di dominanza monetaria a uno di dominanza fiscale. In questo contesto, le dinamiche di deficit e sostenibilità dei conti pubblici assumono un peso crescente nel determinare l'andamento della valuta. La prospettiva di una Fed ancora prudente fino alle elezioni di Medio Termine a fronte di altre banche centrali più restrittive sfavorisce il biglietto verde. Resta inoltre attuale il tema del debasamento del dollaro: pur mantenendo il ruolo di principale valuta di riserva globale, il dollaro sembra avere un potenziale di apprezzamento più limitato rispetto al passato.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Approccio moderatamente positivo, con potenziale rafforzamento nel medio termine.

Nonostante i massicci interventi delle autorità giapponesi, ad agosto lo JPY è stato penalizzato dall'ampio differenziale dei tassi con gli USA e dall'attrattività del carry trade. Negli ultimi giorni, però, le attese di una stretta monetaria della BoJ hanno favorito un recupero della valuta. Nel breve termine, le decisioni sui tassi rappresentano il principale catalizzatore per il cambio. In prospettiva, la graduale normalizzazione della politica monetaria e la riduzione del divario dei rendimenti con gli USA dovrebbero sostenere lo yen. Resta tuttavia elevata la sensibilità all'andamento dei tassi americani e alla credibilità del percorso di rialzo delineato dalla banca centrale giapponese.

STERLINA INGLESE (GBP)

Approccio prudente, con margini limitati di apprezzamento nel breve periodo, in attesa di segnali più chiari dalla BoE.

La GBP ha mostrato una buona tenuta ad agosto, sostenuta da un'inflazione ancora superiore all'obiettivo della BoE e da aspettative di politica monetaria che restano relativamente restrittive rispetto ad altre economie sviluppate. Gli attuali livelli di EUR/GBP inglobano già una BoE in pausa a settembre. Segnali più hawkish sulle future mosse dell'istituto potrebbero favorire la valuta inglese. Su un orizzonte di medio termine, la persistenza delle pressioni inflazionistiche potrebbe limitare il margine per futuri tagli dei tassi, offrendo un supporto alla valuta britannica. Restano però elementi di cautela legati alla debolezza dell'attività economica e all'incertezza politica, fattori che potrebbero contenere il potenziale di apprezzamento della sterlina nei prossimi trimestri.

VALUTE EMERGENTI

Approccio selettivo.

Le valute emergenti continuano a beneficiare di un contesto caratterizzato da un dollaro meno forte e da rendimenti ancora interessanti rispetto ai mercati sviluppati. Tuttavia, il quadro resta eterogeneo. Le prospettive appaiono più favorevoli per le valute asiatiche legate ai settori tecnologici e per quelle sostenute da solidi fondamentali domestici, mentre le economie più dipendenti dalle importazioni energetiche o caratterizzate da una crescita meno dinamica potrebbero mostrare una performance relativa inferiore. Nel medio termine, l'evoluzione della politica monetaria statunitense, dei rendimenti globali e del dollaro continuerà a rappresentare il principale fattore di indirizzo per l'intero universo emergente.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto, in vista di potenziale volatilità.

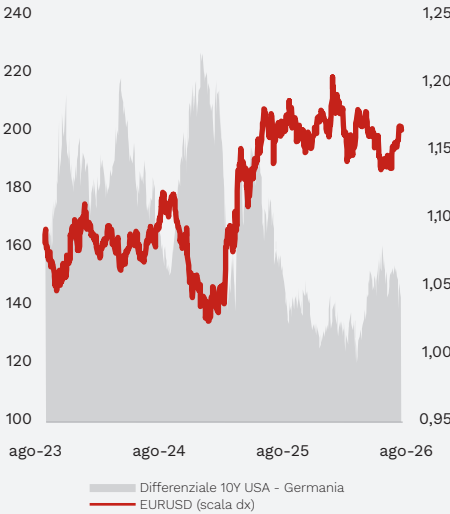
Il petrolio ha recuperato terreno dopo la debolezza registrata a inizio agosto, sostenuto dal perdurare delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dalle incertezze legate ai flussi energetici globali. Le aspettative di una rapida normalizzazione dell'offerta si sono progressivamente attenuate, contribuendo a mantenere il mercato in una situazione di equilibrio fragile. A supportare le quotazioni contribuiscono anche il consistente utilizzo delle riserve strategiche, che dovranno essere ricostituite nel tempo, e un'offerta ancora vulnerabile a possibili shock geopolitici. Pur riconoscendo il rischio di un rallentamento della domanda in presenza di prezzi elevati, il quadro resta coerente con quotazioni mediamente sostenute e volatilità elevata.

ORO

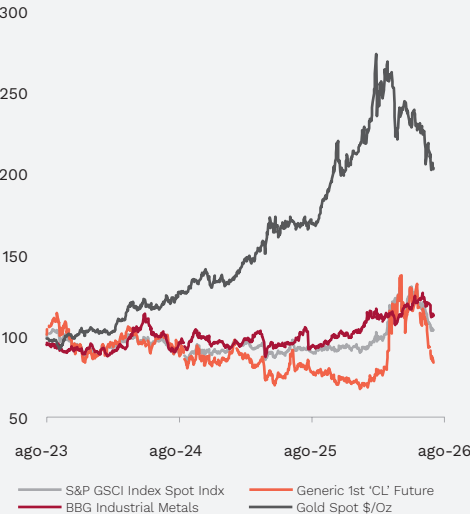
Mantenimento delle posizioni in essere, come strumento di diversificazione.

Nel corso di agosto l'oro ha registrato un forte rialzo, sostenuto dall'attenuarsi delle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi statunitensi, dall'indebolimento del dollaro e dalla persistente domanda delle banche centrali. A rafforzare il movimento hanno contribuito anche le preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale degli USA, tornate in primo piano dopo le misure annunciate dal Tesoro americano sul mercato del debito. Pur avendo corretto parte dei guadagni a fine mese dopo Jackson Hole, il contesto resta favorevole al metallo prezioso grazie all'elevata incertezza geopolitica e alla domanda di attività rifugio. I fattori strutturali di supporto appaiono ancora solidi, lasciando spazio a quotazioni mediamente sostenute nel medio periodo.

EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA



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



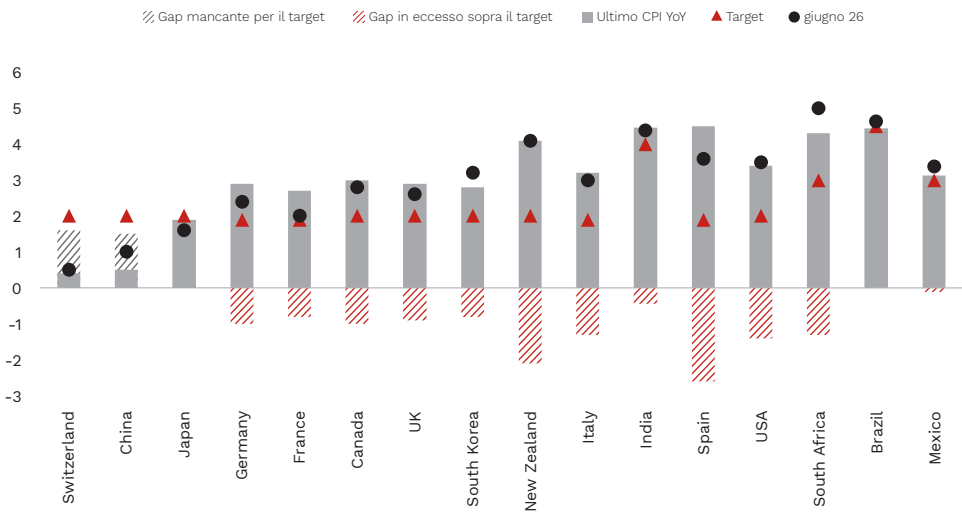
Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 agosto 2026.

ANNEX

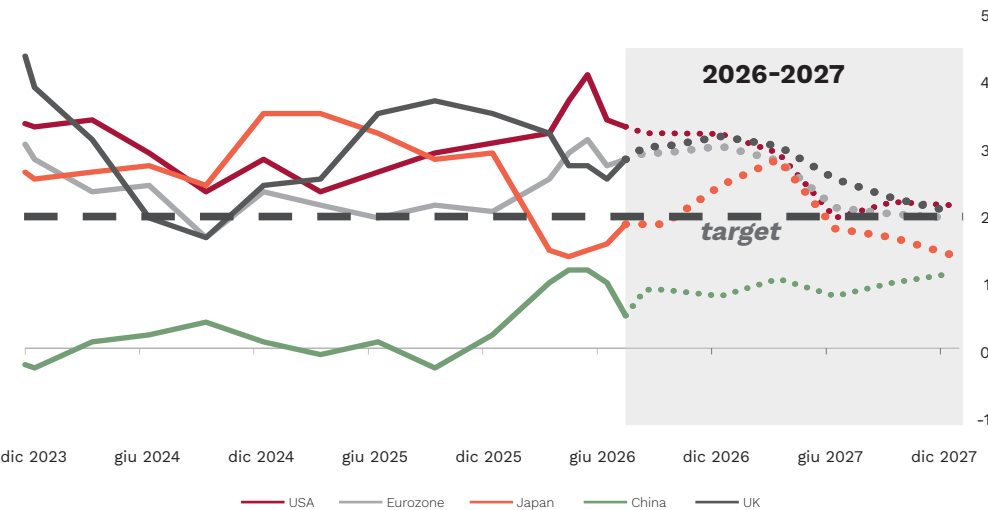
PREVISIONI DI CRESCITA

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

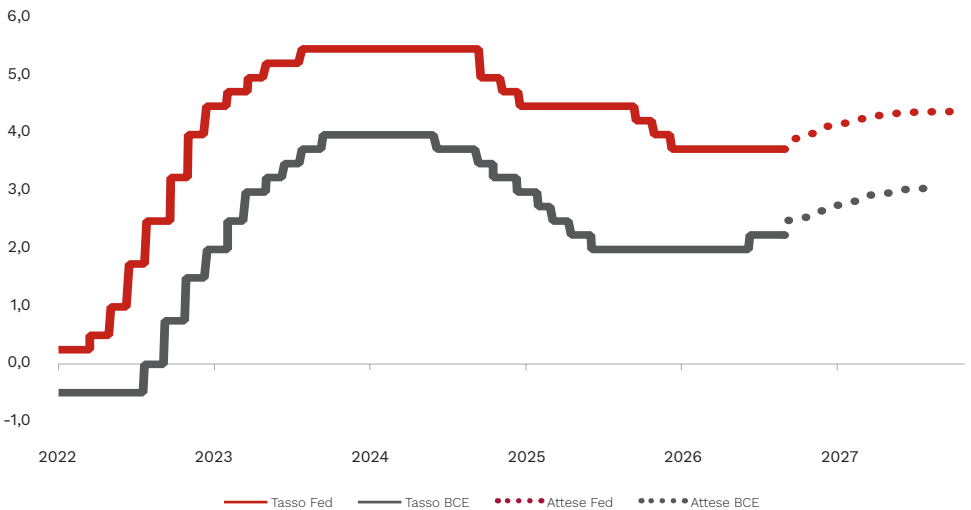
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS

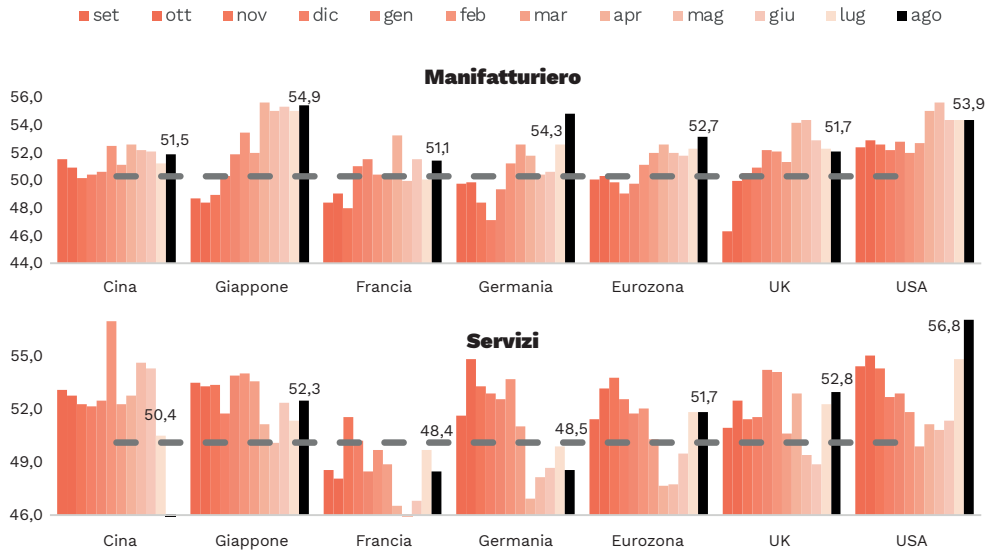


ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE

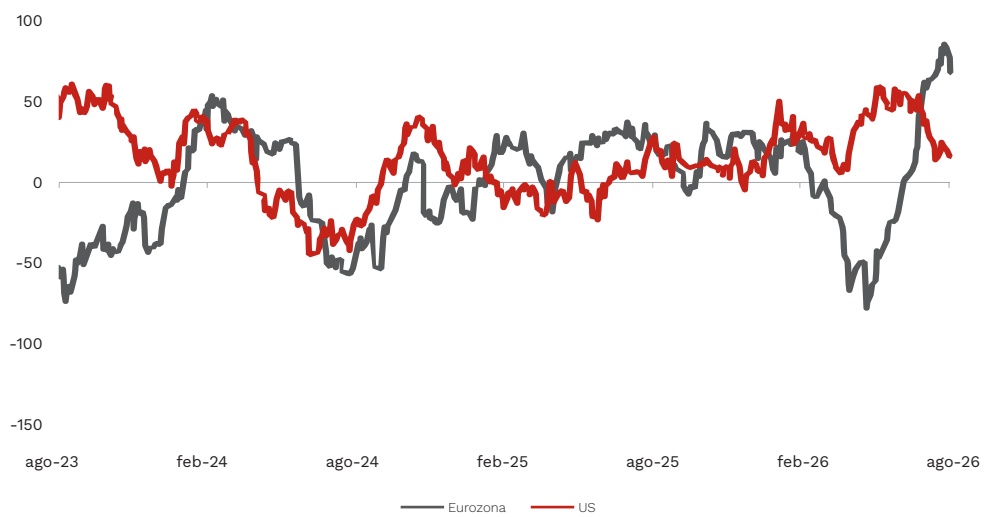


Fonte: BG Macro Research. *IMF – World Economic Outlook – 8 luglio 2026 (variaz. rispetto a WEO di aprile 2026). ** Generali Asset Management – Market Perspectives agosto 2026. Altri dati aggiornati al 31 agosto 2026.

PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



SURPRISE INDEX



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE



Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 agosto 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.