BANCA GENERALI PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

GENNAIO 2026

Financial Advisory | Markets Strategy

QUADRO MACROECONOMICO

Negli Stati Uniti la Fed ha confermato una pausa sui tassi di interesse nel breve termine, mentre sul piano geopolitico, Washington ha inasprito le tensioni con il Venezuela culminate con l'arresto del presidente Maduro, accusato di gestire un «narco-Stato» e di aver truccato le elezioni del Paese. In Europa, la BCE ha ribadito un approccio prudente alla politica monetaria, evidenziando una marcata divergenza tra i Paesi dell'area euro sul fronte dell'inflazione e della crescita. In Asia, la Cina ha intensificato la pressione diplomatica e militare su Taiwan con nuove esercitazioni nello Stretto, mentre il Giappone ha riaffermato il rafforzamento delle proprie capacità difensive e il coordinamento strategico con gli alleati regionali, alimentando ulteriori tensioni nell'area indo-pacifica.

STATI UNITI

La seconda lettura del PIL per il 3Q ha registrato un incremento del 4,3% t/t ann., ben oltre le attese (3,3%). Il mercato del lavoro ha continuato a creare nuovi posti di lavoro, con i NFP saliti di 50 mila unità e un tasso di disoccupazione che è sceso dal 4,5% al 4,4%. Sul fronte dell'attività reale, il settore manifatturiero resta il principale punto debole: l'ISM PMI è sceso a 47,9 ancora in territorio di contrazione. L'inflazione ha continuato a raffreddarsi: il CPI è sceso al 2,7% a/a, mentre il CPI Core è scivolato al 2,6% a/a, consolidando l'idea di pressioni sui prezzi ormai molto più contenute. La Fed ha ridotto i tassi di 25 bps, e dai verbali del FOMC emerge che la maggior parte dei membri ritiene probabili ulteriori riduzioni nel corso del prossimo anno, a condizione che l'inflazione continui a moderarsi.

EUROPA

La terza lettura del PIL per il 3Q ha registrato un incremento pari allo 0,3% rispetto al trimestre precedente, superando la stima iniziale dello 0,2%. Il PMI Manifatturiero è diminuito a dicembre a 48,8, indicando un peggioramento più marcato delle condizioni operative delle aziende manifatturiere. La domanda di beni ha mostrato una certa debolezza, poiché i nuovi ordini sono diminuiti al ritmo più rapido in quasi un anno. La contrazione più rilevante è stata in Germania con il PMI in calo da 47,7 a 47,0. La BCE ha mantenuto i tassi di riferimento invariati al 2% a dicembre. Questa mossa, affiancata da un dato di inflazione in calo dal 2,1% al 2% a/a probabilmente chiude la porta a ulteriori tagli dei tassi nel breve termine.

GIAPPONE

Il PIL è sceso del 2,3% t/t ann. nel 3Q, un calo più marcato rispetto alla lettura preliminare di -1,8%. La spesa privata ha inciso negativamente sulla lettura finale del dato (-0,2% t/t vs +1,0 prelim.). La BoJ ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base allo 0,75% a dicembre. I funzionari dell'istituto centrale hanno dichiarato che ulteriori aumenti dei tassi di interesse e una graduale riduzione della politica monetaria accomodante dovrebbero condurre ad una stabilità sostenibile dei prezzi. Infatti l'ultimo dato di CPI si è attestato in calo dal 3,0% al 2,9% a/a, e un'inflazione alimentare al minimo da un anno (6,1% a/a).

CINA

La Cina ha chiuso l'anno con segnali contrastanti. A novembre la produzione industriale è aumentata del 4,8% a/a, in calo rispetto al 4,9% a/a del mese precedente, e le vendite al dettaglio sono cresciute solo dell'1,3% a/a, in forte decelerazione rispetto al mese precedente (2,9% a/a). Il CPI è aumentato da 0,2% a 0,7% a/a a novembre, segnale che le pressioni deflazionistiche osservate all'inizio del 2025 stanno iniziando ad attenuarsi. L'indice PMI manifatturiero è risalito a 50,1, tornando in territorio di espansione, mentre il comparto non-manifatturiero ha raggiunto 50,2, indicando un miglioramento graduale dell'attività dei servizi.

MERCATI FINANZIARI

A dicembre, i mercati finanziari sono stati influenzati da politiche commerciali, rischi geopolitici e da una complessa interpretazione dei dati macro, che dopo lo *shutdown* federale in US, continuano ad essere pubblicati in ritardo. L'azionario globale si è attestato in crescita, sostenuto da una partecipazione più ampia oltre le mega-cap statunitensi e da rialzi più marcati in Europa e nei mercati emergenti, con l'indice MSCI World in crescita dello 0,7% m/m. I titoli di Stato globali, invece, hanno registrato performance negative a causa dell'aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe. La ripresa delle tensioni sui dazi ha aggiunto incertezza alle catene di approvvigionamento globali, penalizzando i settori orientati all'export, mentre le tensioni geopolitiche hanno sostenuto gli asset rifugio come l'oro ed esercitato pressioni sui mercati energetici.

MERCATI AZIONARI

L'azionario statunitense ha registrato performance miste a dicembre. La leadership ha continuato ad ampliarsi oltre le big tech, con una rotazione verso i titoli ciclici sostenuta da prospettive di crescita economica più solide e dall'ottimismo per ulteriori allentamenti monetari. A dimostrazione di questo aspetto, per il secondo mese consecutivo, i titoli value hanno sovraperformato i growth, mentre l'S&P 500 equal-weighted (+0,3%) ha battuto l'S&P 500 cap-weighted (-0,1%). Il Nasdaq è sceso dello 0,5%, chiudendo il 2025 con un guadagno annuo superiore al 20%. Anche al livello settoriale il quadro è risultato eterogeneo: 5 comparti su 11 hanno registrato rialzi, tra cui Financials (+3,1%) e Materials (+2,2%), mentre i più penalizzati sono stati Utilities (-5,1%), Real Estate (-2,1%) e Health Care (-1,4%). La dinamica pro-ciclica è stata evidente anche in Europa, con i titoli value che a dicembre hanno ampliato il vantaggio significativo accumulato sull'anno rispetto ai growth. L'MSCI Europe ha chiuso il mese in rialzo del 2,7%, guidato dal settore dei finanziari (+6,7%) e degli industriali, che sono saliti del 4,5% grazie alla spesa per la difesa, sebbene l'ottimismo sia stato talvolta frenato dalle notizie sui negoziati di pace in Ucraina. In Asia, le azioni giapponesi hanno registrato rialzi moderati con il Nikkei 225 in crescita dello 0,2%. In Cina, l'indice MSCI è sceso del 2,2%, mentre lo Shanghai Comp. è salito dell'1,7%, beneficiando del rafforzamento dello yuan, che ha sostenuto le aziende orientate al mercato interno.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

A dicembre, la curva dei Treasury USA ha registrato un *bull-steepening*, con i rendimenti a breve in calo dopo il taglio dei tassi da parte della Fed il 10 dicembre, mentre i rendimenti a lunga scadenza sono aumentati. Il decennale americano ha mostrato volatilità all'inizio del mese, con un movimento al rialzo che lo ha portato a toccare il massimo mensile a 4,19%. Nelle settimane successive il mercato si è stabilizzato, e il Treasury a 10 anni ha chiuso dicembre a 4,17% (+8 pb).

In Europa, i rendimenti governativi hanno chiuso il mese in rialzo, con il Bund a 2,85% (+10 pb) e il BTP a 3,55% (+8 pb) sulla scadenza 10 anni. Il Parlamento tedesco ha approvato un bilancio 2026 da EUR 524 miliardi, includendo circa EUR 180 miliardi di nuovo debito. Questa dinamica ha contribuito a ridurre lo spread BTP-Bund ai minimi (70 punti) dal 2008. Pressioni analoghe in Francia, dove le forze politiche hanno varato misure d'emergenza per garantire la continuità dello Stato in attesa del bilancio 2026, con il decennale salito di 8 pb a 3,56%. Inoltre, la decisione dell'UE di finanziare la difesa ucraina con EUR 90 miliardi di prestiti in due anni, attingendo direttamente al bilancio europeo anziché ricorrere agli asset russi congelati, ha rafforzato la pressione sull'asset class.

Le obbligazioni societarie globali hanno registrato performance migliori rispetto ai governativi, chiudendo dicembre con rendimenti complessivamente positivi. Gli OAS si sono ristretti sia sul comparto IG sia HY.

PERFORMANCE MERCATI AZIONARI

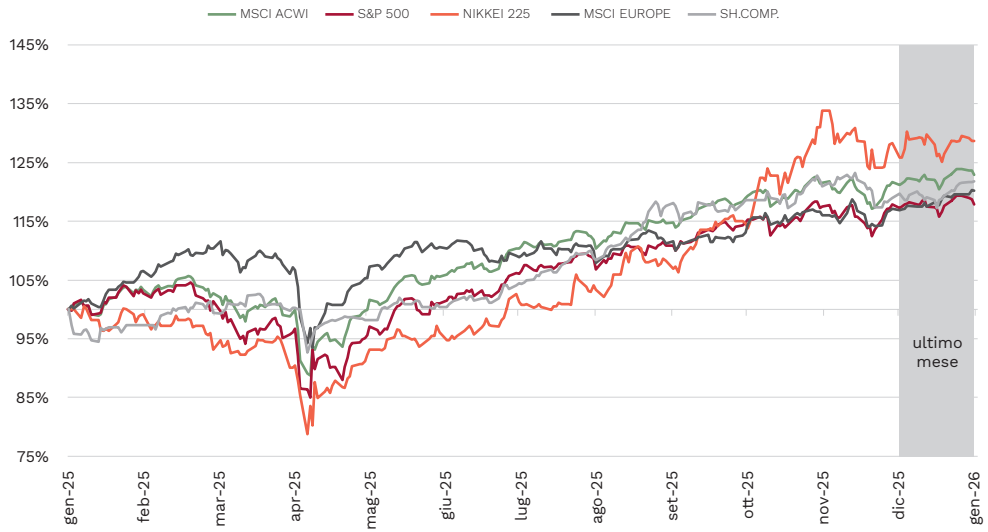
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	2025	2024
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	1,3%	3,5%	**20,7%**	15,2%
MSCI ACWI	USD	0,9%	3,0%	**20,6%**	15,7%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	0,8%	3,5%	**16,1%**	23,7%
S&P 500 INDEX	USD	-0,1%	2,3%	**16,4%**	23,3%
NIKKEI 225	JPY	0,2%	12,0%	**26,2%**	19,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	2,0%	5,2%	**10,5%**	3,9%
MSCI EUROPE	EUR	2,6%	5,9%	**16,3%**	5,8%
DAX INDEX	EUR	2,7%	2,6%	**23,0%**	18,8%
CAC 40 INDEX	EUR	0,3%	3,2%	**10,4%**	-2,2%
FTSE MIB INDEX	EUR	3,7%	5,2%	**31,5%**	12,6%
IBEX 35 INDEX	EUR	5,7%	11,8%	**49,3%**	14,8%
FTSE 100 INDEX	GBP	2,2%	6,2%	**21,5%**	5,7%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	1,8%	1,8%	**32,0%**	10,8%
MSCI EMERGING MARKET	USD	2,7%	4,3%	**30,6%**	5,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	1,3%	1,1%	**30,9%**	15,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	2,6%	4,0%	**29,7%**	9,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	-0,5%	6,1%	**46,2%**	-30,4%

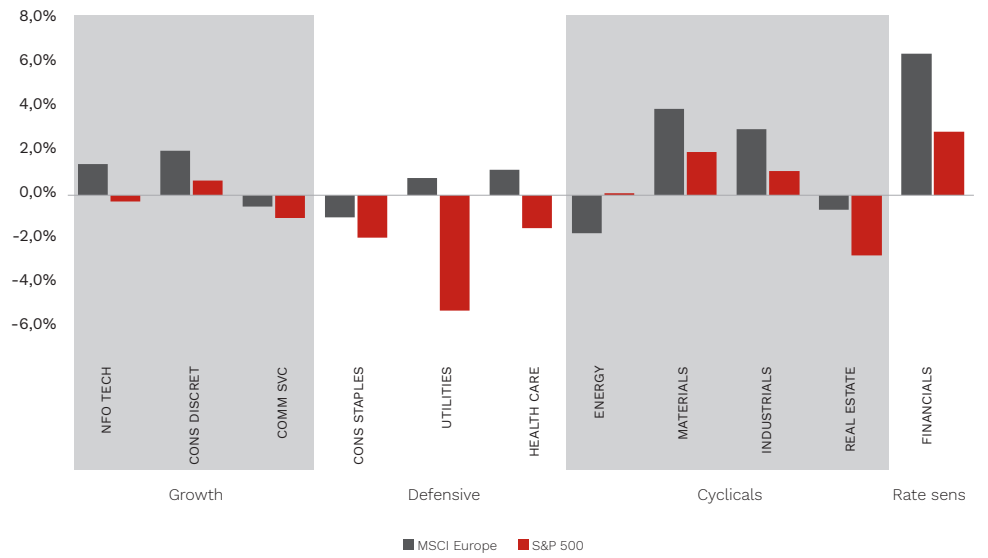
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2024
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	0,1%	3,7%	**6,4%**	23,2%
MSCI ACWI €	EUR	-0,2%	3,2%	**6,3%**	23,7%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	-0,3%	3,7%	**2,4%**	32,3%
S&P 500 INDEX €	EUR	-1,2%	2,5%	**2,6%**	31,8%
NIKKEI 225 €	EUR	-1,2%	5,9%	**12,1%**	13,7%
FTSE 100 INDEX €	EUR	2,7%	6,3%	**15,1%**	10,8%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	0,6%	2,0%	**16,4%**	18,5%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	1,6%	4,5%	**15,1%**	12,3%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	0,2%	1,3%	**15,4%**	23,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	1,4%	4,2%	**14,4%**	17,3%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	-1,6%	6,3%	**29,0%**	-25,6%

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

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



BANCA GENERALI PRIVATE

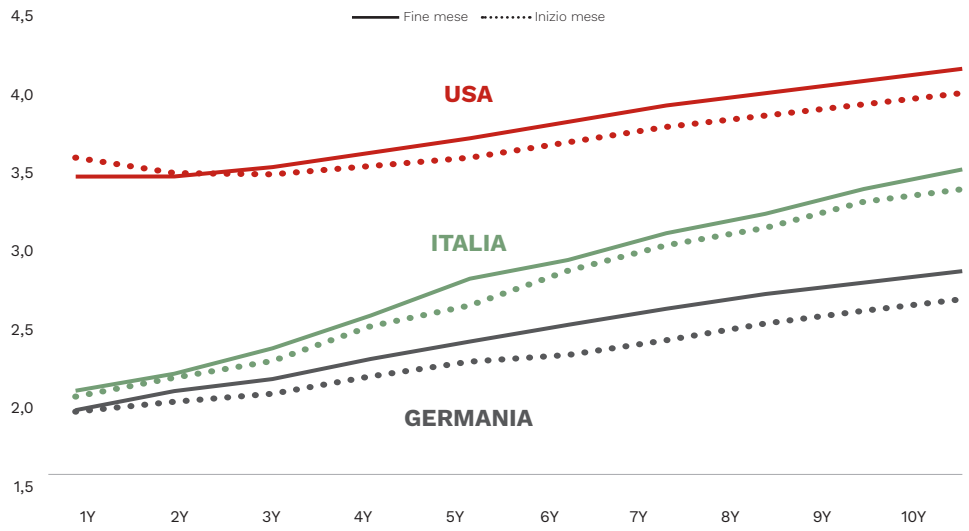
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

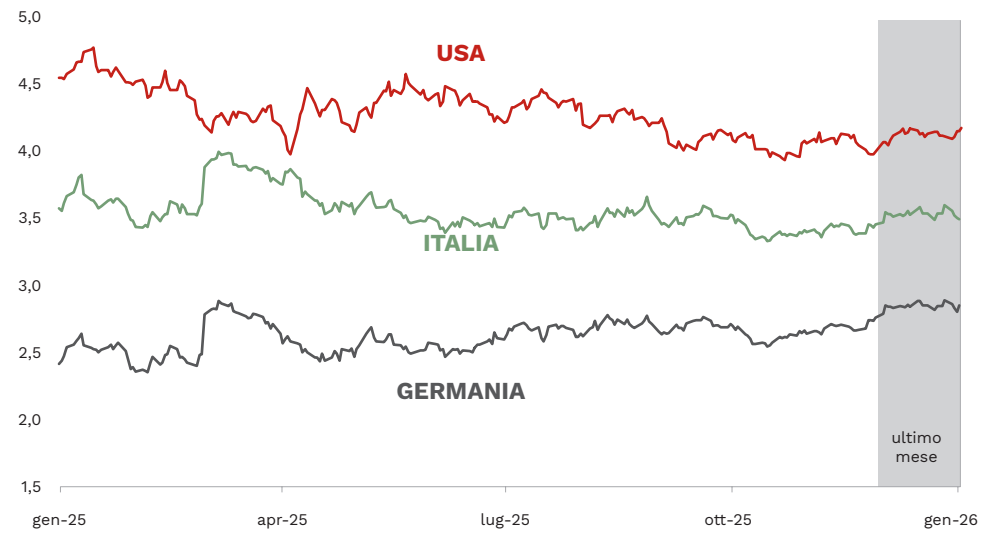
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	2025	2024
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	**2,3%**	3,9%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	-0,4%	0,9%	**3,2%**	5,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	-0,8%	-0,5%	**-1,6%**	0,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	-0,6%	0,3%	**0,6%**	1,9%
CORPORATE EURO	EUR	-0,2%	0,2%	**3,0%**	4,6%
HIGH YIELD EURO	EUR	0,4%	0,7%	**4,8%**	6,9%
GREEN BOND EURO	EUR	-0,5%	0,2%	**1,0%**	2,7%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	-0,2%	0,3%	**3,0%**	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	-0,3%	0,9%	**6,3%**	0,6%
CORPORATE USA	USD	-0,6%	0,5%	**8,0%**	1,2%
HIGH YIELD USA	USD	0,7%	1,5%	**8,8%**	7,9%
GREEN BOND USA	USD	0,0%	1,0%	**7,4%**	3,0%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	-0,2%	0,8%	**7,7%**	2,2%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	0,5%	3,0%	**13,5%**	5,7%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	1,7%	3,9%	**22,1%**	-1,6%
GOVERNATIVI USA	EUR	-1,6%	0,8%	**-5,5%**	7,2%
CORPORATE USA	EUR	-1,8%	0,4%	**-3,8%**	7,8%
HIGH YIELD USA	EUR	-0,5%	1,4%	**-3,0%**	14,6%
GREEN BOND USA	EUR	-1,2%	1,1%	**-5,3%**	9,9%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	-1,4%	0,9%	**-5,1%**	9,0%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	-0,7%	2,9%	**1,6%**	12,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	0,5%	3,8%	**10,2%**	5,0%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-1,3%	-0,1%	**-11,9%**	6,6%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-1,1%	0,6%	**-9,4%**	7,1%
USD vs paniere EME		-0,5%	-1,3%	**-8,1%**	12,5%
COMMODITY					
GOLD	USD	1,9%	11,9%	**64,6%**	27,2%
PETROLIO (WTI)	USD	-1,9%	-7,9%	**-19,9%**	0,1%

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 dicembre 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

I dati recenti confermano la resilienza dell'economia statunitense, sostenuta da consumi solidi e investimenti fissi robusti. Le stime preliminari di crescita del PIL USA nel terzo trimestre hanno superato le attese, mentre la crescita dell'Eurozona rimane più moderata, riflesso di condizioni interne e politiche fiscali espansive, ma di portata diversa tra i Paesi. Sul fronte inflazionistico, negli Stati Uniti i prezzi rallentano grazie al calo della componente *shelter*, pur restando sopra il target della Fed. Il mercato del lavoro mostra segnali di raffreddamento, seppur non drammatici, mentre il consenso all'interno del FOMC appare meno coeso, alimentando incertezza sulle prossime mosse di politica monetaria. In Europa, l'inflazione si mantiene in linea con il target, favorendo l'orientamento accomodante della BCE. Le banche centrali adottano approcci differenziati: la BCE conferma la pausa, la Bank of Japan si prepara a un rialzo dei tassi, mentre la Fed resta in attesa di ulteriori evidenze macro prima di agire con ulteriori tagli del costo del denaro. Sullo sfondo, si accrescono le tensioni geopolitiche, con le azioni di Trump verso il Venezuela che contribuiscono ad aumentare la volatilità dei mercati.

CRESCITA ECONOMICA

Per il 2026 la crescita economica mondiale è attesa stabile intorno al 3%. Il rischio di recessione sia a livello globale che regionale rimane molto contenuto e si prospetta una fase di consolidamento, senza accelerazioni, che riflette la maturità del ciclo economico.

La crescita degli Stati Uniti sarà sostenuta soprattutto dagli stimoli fiscali e dagli investimenti in IA. Il piano fiscale OBBBA avrà un impatto rilevante nel biennio 2026-27, sostenendo sia i consumi sia gli investimenti delle imprese. A sostenere la crescita contribuirà anche la domanda interna, trainata dai consumi delle fasce di reddito più elevate, che rappresentano circa il 40% del totale.
In Europa, la crescita sarà trainata principalmente dalla Germania e da politiche fiscali espansive.
In Cina, il target di crescita del 5% appare più difficile da raggiungere, con rallentamento degli investimenti e domanda interna fragile, mentre la crescita resta dipendente dagli stimoli pubblici.

POLITICHE ECONOMICHE

I percorsi di politica monetaria nelle principali aree economiche seguiranno le dinamiche specifiche delle rispettive economie di riferimento. Mentre è attesa stabilità dei tassi in Eurozona, il timing dell'allentamento monetario della Fed è in evoluzione. Le politiche fiscali si confermano espansive, ma in Europa l'impulso fiscale sarà concentrato soprattutto in Germania.

Nel 2026 le politiche monetarie seguiranno approcci differenziati tra aree.
Negli Stati Uniti, il FOMC risulta sempre meno coeso e più diviso sulle prospettive dei tassi, come emerso chiaramente dal *Dot plot* di dicembre che ha mostrato che la dispersione delle opinioni tra i membri della Fed è aumentata, segnalando incertezza sulle prossime mosse.
In Eurozona, il quadro appare più prevedibile: la BCE è orientata al mantenimento di una politica accomodante e alla stabilità dei tassi, con l'inflazione vicina al target e una crescita che rimane fortemente dipendente dalla manovra fiscale tedesca.

INFLAZIONE

Le dinamiche inflattive si presentano eterogenee a livello globale: negli Stati Uniti l'inflazione resta sopra il target, mentre in Eurozona la crescita dei prezzi è più contenuta. In Cina prosegue la fase di bassa inflazione.

Nel 2026 l'inflazione appare destinata a rimanere sopra i target delle principali banche centrali, ma senza accelerazioni.
Negli Stati Uniti, il tasso di crescita dei prezzi rimarrà oltre l'obiettivo Fed, pur rallentando rispetto ai picchi recenti: il *pass-through* dei dazi, finora assorbito dai margini delle società, sarà più evidente nel primo trimestre ma con impatto contenuto sui prezzi finali, grazie alla capacità delle imprese di gestire i costi e mantenere la competitività; gli stimoli fiscali dell'OBBBA sosterranno i consumi, mantenendo l'inflazione sopra il 2% ma senza fiammate.
In Eurozona, l'inflazione si avvicina al target BCE, favorita da domanda interna debole, forza dell'EUR e reindirizzamento dei flussi commerciali cinesi, in un contesto di maggiore normalizzazione.

RISCHI

I principali rischi riguardano la portata e la tempistica di implementazione degli investimenti in IA negli USA e la capacità della Germania di trasformare gli stanziamenti in investimenti produttivi, elemento chiave per sostenere la ripresa dell'Eurozona. Sullo sfondo, tornano alla ribalta i rischi geopolitici dopo le vicende in Venezuela.

Una realizzazione degli investimenti in IA con portata inferiore alle attese e tempi più dilatati potrebbe frenare la crescita e compromettere la competitività degli Stati Uniti.
La traiettoria della crescita europea appare fortemente condizionata dalla capacità della Germania di mantenere la spinta fiscale annunciata. Inoltre, la conclusione del NextGenerationEU renderà necessario un maggiore ricorso al debito pubblico, un fattore di rischio per l'Eurozona considerando gli elevati rapporti debito/PIL di molti Paesi membri.

ASSET ALLOCATION STRATEGICA IQ 2026

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

EQUITIES — OVERWEIGHT

- Nel 2026 politiche fiscali espansive sosterranno investimenti e consumi soprattutto negli USA, ma anche in Eurozona
- Il picco inflattivo legato ai dazi dovrebbe essere presto raggiunto, determinando in futuro una minore pressione sui margini delle società statunitensi più esposte alle importazioni
- Le banche centrali continueranno a mostrarsi attente rispetto alla crescita economica dei principali blocchi economici, fornendo liquidità ed intervenendo qualora necessario
- La stagione delle trimestrali ha evidenziato il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, ma ha anche portato alla luce i dubbi sulla redditività futura degli investimenti in IA e sulla loro effettiva implementazione.

- **Si aumenta il posizionamento da neutralità a sovrappeso per il Q1 2026.**

BONDS — UNDERWEIGHT

- Il FOMC si mostra attento alla crescita con il taglio di dicembre, ma approccia la scadenza del mandato di Powell fortemente diviso. Qualora le dinamiche di crescita e inflazione dovessero delineare un'economia più solida di quanto attualmente stimato dagli investitori, potrebbe proseguire il trend di irripidimento della curva statunitense
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive dei principali Paesi europei, riduce la possibilità di vedere curve più basse e il crescente indebitamento degli Stati potrebbe determinare curve più elevate
- Da un punto di vista dei flussi, l'elevata offerta di debito governativo prevista per il 2026 potrebbe rappresentare un elemento di pressione sui rendimenti di determinati Paesi (es. Germania)
- Il livello compresso degli spread creditizi richiede elevata selettività.

- **Si riduce il posizionamento da neutralità a sottopeso per il Q1 2026.**

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.

- **Si mantiene il posizionamento di neutralità per il Q1 2026.**

ASSET ALLOCATION TATTICA GENNAIO 2026

ASSET CLASS (AA STRATEGICA)	ASSET ALLOCATION TATTICA						
	SUB-ASSET CLASS	(--)	(-)	(0)	(+)	(++)	Var. 1M
CASH INSTRUMENTS (=) (VAR IQ =)	CASH INSTRUMENTS			✓			↔
BONDS (-) (VAR IQ ↓)	**GOVERNATIVI**		✓				↓
	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				✓		↔

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

EQUITIES

OVERWEIGHT

- Nel 2026 politiche fiscali espansive sosterranno investimenti e consumi soprattutto negli USA, ma anche in Eurozona
- Il picco inflattivo legato ai dazi dovrebbe essere presto raggiunto, determinando in futuro una minore pressione sui margini delle società statunitensi più esposte alle importazioni
- Le banche centrali continueranno a mostrarsi attente rispetto alla crescita economica dei principali blocchi economici, fornendo liquidità ed intervenendo qualora necessario
- La stagione delle trimestrali ha evidenziato il buono stato di salute delle principali società statunitensi ed europee, ma ha anche portato alla luce i dubbi sulla redditività futura degli investimenti in IA e sulla loro effettiva implementazione.

- **Si aumenta il posizionamento da neutralità a sovrappeso per il Q1 2026.**

= AZIONARIO USA

Nel 2026 i mercati azionari statunitensi dovrebbero beneficiare della fase espansiva sia di politica monetaria da parte della Fed, che potrebbe tagliare i tassi sui Fed Fund almeno ancora una volta nei prossimi mesi, sia di politica fiscale, con la piena entrata in vigore delle misure adottate con l'OBBA. Positiva sarebbe anche l'introduzione di una maggiore deregolamentazione del sistema bancario come da discussione tra gli esponenti dell'amministrazione Trump, che porterebbe a maggiori prestiti e investimenti. Il primo test per i mercati sarà la stagione delle trimestrali di Q4 '25 che entrerà nel vivo a metà mese. Le attese di consensus sono per una crescita dell'EPS dell'8,3%. Nel 2026 gli utili dovrebbero crescere del 15%. Il maggiore elemento d'incertezza sono le elevate quotazioni (P/e forward di 22,2x).

- AZIONARIO EUROPA

Dopo il re-rating registrato nel 2025, si ritiene che il potenziale di rialzo per i mercati azionari europei sia limitato. A pesare potrebbe essere una crescita economica debole, la quale potrebbe ulteriormente rallentare per l'effetto delle tariffe statunitensi e per la maggiore concorrenza sui mercati internazionali da parte della Cina. Dopo avere già abbassato i tassi al 2%, la BCE ha uno spazio limitato per rendere la propria politica monetaria più espansiva per sostenere la crescita nonostante la recente discesa dell'inflazione al 2%, con rischi concreti di una ulteriore discesa. Per questo, si ritiene che le attese di consensus per una crescita dell'EPS dell'8% nel 2026 possano essere riviste al ribasso nei prossimi mesi. Questi elementi suggeriscono di mantenere un approccio cauto all'investimento.

= AZIONARIO GIAPPONE

Il mercato azionario giapponese dovrebbe beneficiare di un miglioramento della crescita economica globale. In particolare, sono le società tecnologiche che più potrebbero beneficiare di tale scenario grazie alla partecipazione alla crescita dell'IA e a valutazioni in termini di multipli di bilancio inferiori rispetto ai competitor USA. Inoltre, le riforme interne implementate recentemente dovrebbero avere un impatto sempre più positivo sui conti aziendali. In Giappone politica monetaria e politica fiscale stanno viaggiando su due binari opposti, con la prima in fase restrittiva e la seconda in territorio espansivo. Lo stimolo netto sulla crescita, quindi, potrebbe essere minore rispetto a quello delle altre maggiori aree geografiche. Anche le tensioni geopolitiche con la Cina potrebbero limitare il potenziale di rialzo.

= AZIONARIO CINA

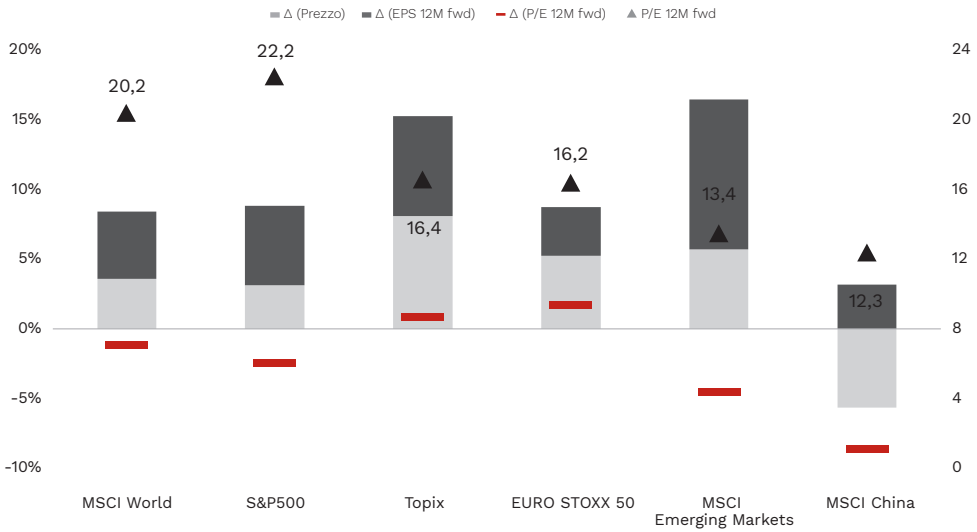
Le attese di un'accelerazione della crescita economica nel corso del 2026 grazie alle misure di stimolo adottate negli ultimi mesi potrebbero sostenere l'azionario cinese nel 2026. Le stime di consensus sono per una crescita dell'EPS dell'8% nel 2026. Nel breve, però, i progressi potrebbero essere limitati da un atteggiamento *wait-and-see* da parte degli investitori, che potrebbero aspettare un effettivo miglioramento della crescita economica prima di aumentare l'esposizione. In tale scenario l'andamento inferiore alle attese di produzione industriale e vendite al dettaglio in novembre non hanno giovato. Inoltre, gli acquisti potrebbero essere frenati dalle incertezze geopolitiche, dopo che anche i rapporti con il Giappone si sono raffreddati nelle ultime settimane sulla questione Taiwan.

+ AZIONARIO EMERGENTI

Si continua a ritenere che l'attuale scenario prevalente tra le maggiori economie mondiali di politiche monetarie e fiscali espansive possa favorire principalmente l'azionario dei Paesi emergenti ex-Cina. L'asset class, infatti, dovrebbe beneficiare dell'incremento di liquidità a livello globale, nonché di una protratta debolezza dello USD, che favorisce i flussi di investimento verso i Paesi a maggiore tasso di crescita. I Paesi emergenti asiatici dovrebbero beneficiare degli investimenti nello sviluppo dell'IA, con impatto positivo sul settore dei semiconduttori. I Paesi dell'America Latina non dovrebbero risentire, almeno nel breve, dell'intervento statunitense in Venezuela per rimuovere il presidente Maduro, nonostante le minacce del presidente Trump di interventi in altri Paesi della regione.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

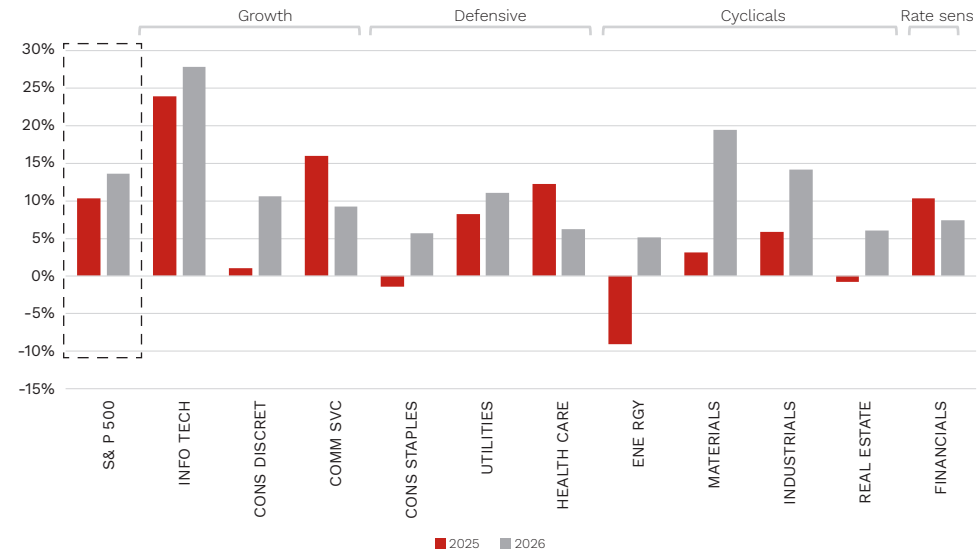
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



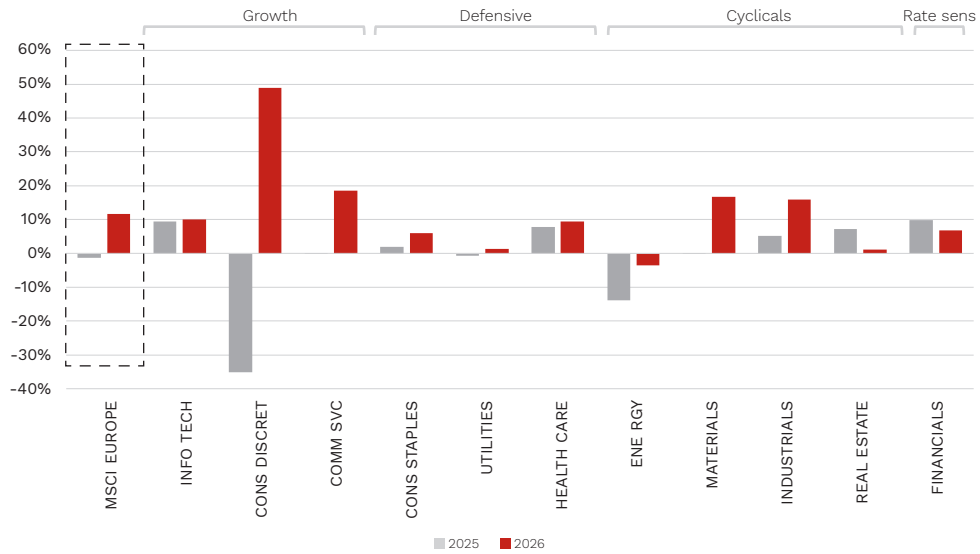
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

		gen-26	dic-25	nov-25	ott-25	lug-25	dic-25	gen-25	gen-24	gen-23	gen-21	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	16,2	15,9	15,6	16,1	15,3	16,0	13,9	12,4	12,3	18,4	12,7	09/04/2025	16,3	06/01/2026
	Stoxx 600	15,4	14,9	14,6	15,0	14,6	15,1	13,5	13,0	12,7	18,1	12,4	09/04/2025	15,4	06/01/2026
	Italia	12,5	12,0	12,0	12,5	11,6	12,4	10,0	8,4	8,4	14,8	9,4	09/04/2025	12,6	05/01/2026
	Francia	15,4	15,4	15,2	15,6	14,9	15,3	13,6	12,6	11,9	18,2	12,7	09/04/2025	16,0	21/10/2025
	Germania	16,0	15,5	15,2	16,0	15,8	15,7	13,6	11,5	11,6	16,5	13,2	09/04/2025	16,1	07/01/2026
	UK	13,5	13,0	13,1	13,3	12,9	13,4	11,4	11,1	10,5	15,5	10,8	07/04/2025	13,6	06/01/2026
	Spagna	14,2	13,6	13,2	13,2	12,3	13,9	11,0	10,6	11,4	18,8	10,6	07/04/2025	14,2	08/01/2026
USA	S&P 500	22,2	22,3	22,4	22,9	22,1	22,1	21,6	19,6	17,0	22,7	18,0	08/04/2025	23,1	28/10/2025
	Dow Jones	22,0	21,1	21,0	21,0	20,5	21,5	19,8	18,1	17,5	20,6	17,5	08/04/2025	22,1	06/01/2026
	Nasdaq 100	25,6	26,6	26,8	27,8	27,4	25,5	26,5	24,6	21,1	30,0	20,9	08/04/2025	28,4	29/10/2025
	Russell 2000	23,6	23,1	23,2	24,7	22,8	22,6	24,1	21,3	19,4	31,7	19,0	08/04/2025	25,0	15/10/2025
LatAm	Messico	13,1	12,8	12,8	12,5	11,9	12,9	10,1	12,8	12,4	15,9	10,1	17/01/2025	13,2	24/12/2025
	Brasile	9,3	9,2	9,0	8,4	8,2	9,2	6,8	8,3	7,5	14,0	6,8	13/01/2025	9,6	04/12/2025
Asia-Pacifico	Giappone	16,5	16,4	16,5	16,5	15,2	16,2	15,0	14,4	12,2	19,1	11,9	07/04/2025	16,9	13/11/2025
	Cina[1]	12,3	12,4	12,7	13,4	11,2	12,1	9,5	8,6	11,0	15,9	9,3	13/01/2025	13,6	02/10/2025
	Hong Kong	11,4	11,4	11,5	11,9	10,4	11,3	8,8	7,6	9,9	12,7	8,6	13/01/2025	12,1	02/10/2025
	Australia	18,3	18,3	18,8	19,6	19,0	18,3	18,4	15,7	13,6	20,1	15,4	07/04/2025	19,8	29/08/2025

AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 9 gennaio 2026.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

BONDS

UNDERWEIGHT

- Il FOMC si mostra attento alla crescita con il taglio di dicembre, ma approccia la scadenza del mandato di Powell fortemente diviso. Qualora le dinamiche di crescita e inflazione dovessero delineare un'economia più solida di quanto attualmente stimato dagli investitori, potrebbe proseguire il trend di irripidimento della curva statunitense
- La BCE ha terminato il ciclo di allentamento monetario. Questo aspetto, assieme alle curve *forward* implicite più elevate a causa delle politiche fiscali espansive dei principali Paesi europei, riduce la possibilità di vedere curve più basse e il crescente indebitamento degli Stati potrebbe determinare curve più elevate
- Da un punto di vista dei flussi, l'elevata offerta di debito governativo prevista per il 2026 potrebbe rappresentare un elemento di pressione sui rendimenti di determinati Paesi (es. Germania)
- Il livello compresso degli spread creditizi richiede elevata selettività.

- **Si riduce il posizionamento da neutralità a sottopeso per il Q1 2026.**

GOVERNATIVI

= GOVERNATIVI EURO (↓)

La fine dell'allentamento BCE unita a crescenti pressioni al rialzo sui rendimenti a lungo termine a causa di politiche fiscali espansive in Germania e una maggiore attenzione sui titoli periferici con l'approssimarsi del termine del Recovery Fund porta ad una riduzione dell'attrattività dei governativi dell'area euro. Si decide di passare da un posizionamento in sovrappeso ad uno neutrale.

= GOVERNATIVI NON EURO (↑)

Il termine dello *shutdown* con conseguente ritorno alla ricezione di dati economici puntuali riduce l'incertezza sull'operato Fed; a ciò si uniscono attese attualmente contenute da parte del mercato di ulteriori tagli ai tassi nei prossimi sei mesi, riducendo il rischio di una correzione negativa delle attuali aspettative di mercato. Si giustifica quindi un passaggio da sottopeso a neutrale per il segmento, mantenendo una preferenza per il tratto 1–3 anni a causa dei perduranti timori sulla parte lunga della curva.

CORPORATE INVESTIMENT-GRADE

= CORPORATE EURO IG (↓)

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

= CORPORATE NON EURO IG

Il mantenimento della neutralità è determinato dal poter beneficiare del maggior rendimento degli IG rispetto al governativo, nonostante gli spread continuino ad essere molto stretti.

CORPORATE SUB-INVESTMENT GRADE

= CORPORATE EURO SUB IG (↑)

Si aumenta da sottopeso a neutrale il segmento corporate HY, in coerenza con il sovrappeso azionario e con uno scenario economico supportivo per le asset class rischiose. Tuttavia, gli attuali livelli di spread non consentono di adottare un posizionamento più incisivo sul segmento.

= CORPORATE NON EURO SUB IG (↑)

Così come per la controparte EURO, si decide di aumentare da sottopeso a neutrale il segmento corporate NON EURO HY in linea con uno scenario economico maggiormente supportivo per le asset class rischiose.

PAESI EMERGENTI

+ PAESI EMERGENTI

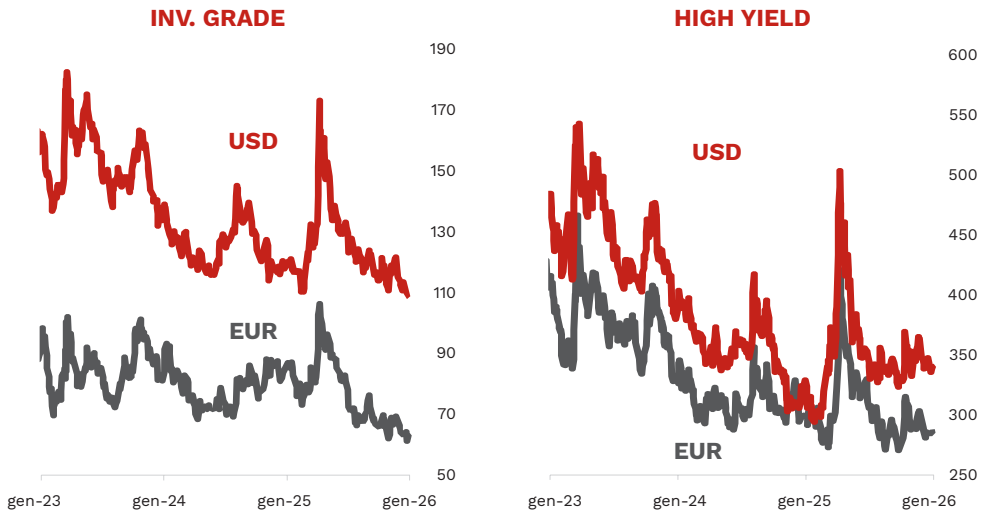
Si mantiene il sovrappeso sulle curve governative emergenti a fronte di valute locali potenzialmente favorite da una fase laterale o di debolezza dello USD e dinamiche di debito molte volte più virtuose dei Paesi Sviluppati.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

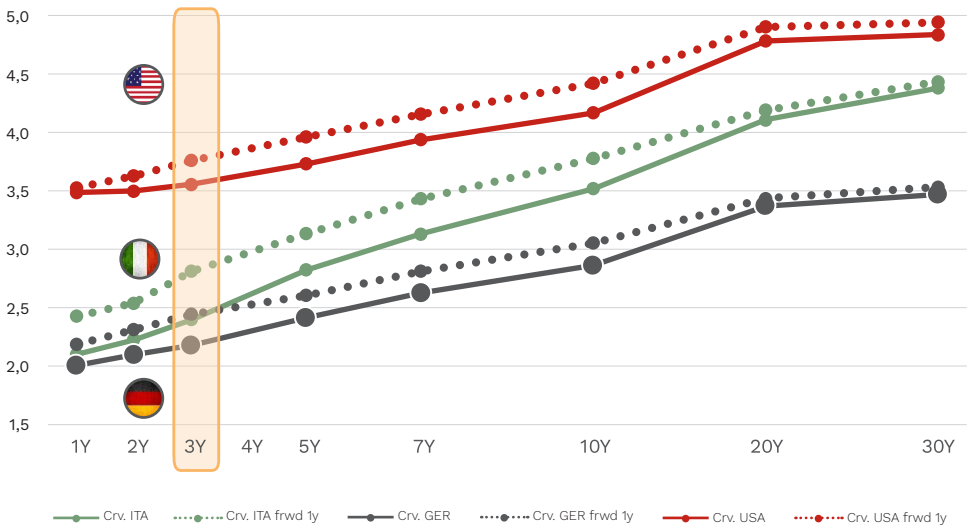
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,12	2,21	2,45	2,59	2,86	3,24	3,38	3,48
IRLANDA	2,03	2,17	2,50	2,66	3,01	3,46	3,54	3,76
PORTOGALLO	2,07	2,15	2,49	2,78	3,15	3,59	3,75	4,00
SPAGNA	2,27	2,43	2,64	2,97	3,29	3,73		4,12
FRANCIA	2,32	2,50	2,85	3,14	3,56	3,98	4,12	4,45
GRECIA	1,85	2,33	2,64	3,02	3,44	3,70	3,85	4,29
ITALIA	2,20	2,41	2,85	3,15	3,55	3,95	4,13	4,40
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	3,45	3,50	3,68	3,89	4,12		4,75	4,81
GIAPPONE	1,18	1,24	1,55	1,82	2,07	2,99	2,98	3,40
CINA	1,39	1,42	1,61	1,74	1,86			2,27
CANADA	2,58	2,70	2,95	3,19	3,41		3,72	3,83
NORVEGIA	3,99	3,90	3,94	4,03	4,18			
AUSTRALIA	4,04	4,13	4,29	4,51	4,75	5,01	5,19	5,23
GRAN BRETAGNA	3,73	3,77	3,95	4,11	4,50	4,90	5,13	5,23
NUOVA ZELANDA	2,71	3,13	3,65	4,05	4,38	4,87	5,15	

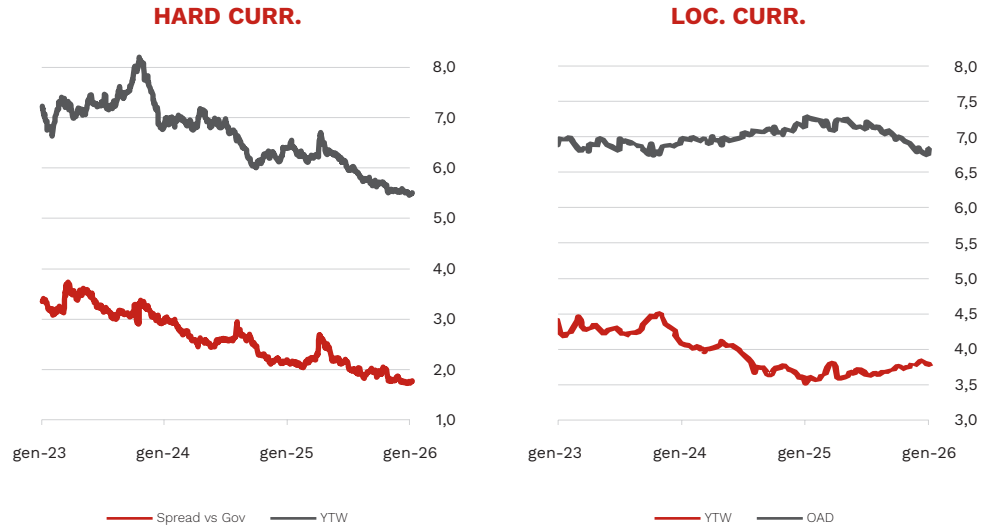
SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 9 gennaio 2026.

BANCA GENERALI PRIVATE

FOREX & COMMODITIES

FOREX

DOLLARO USA (USD)

Mantenimento delle posizioni in essere in ottica di diversificazione.

Nel breve termine, il dollaro statunitense potrebbe registrare una fase di consolidamento priva di un trend direzionale definito, riflettendo l'incertezza sul percorso dei tassi della Fed. Il FOMC appare diviso e il sentiero di politica monetaria resta poco chiaro, con le prossime decisioni fortemente legate all'evoluzione dei dati macro. Se l'economia dovesse confermare la propria resilienza, sostenuta dagli investimenti in intelligenza artificiale e dalla solidità dei consumi, la Fed potrebbe optare per un ritmo di tagli meno aggressivo rispetto alle attese, sostenendo la valuta statunitense.

STERLINA INGLESE (GBP)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

La GBP ha mostrato una tendenza alla stabilità, nonostante il recente taglio dei tassi da parte della BoE. La decisione di ridurre il tasso al 3,75% era ampiamente attesa, ma il tono della banca centrale è apparso *hawkish*, con un comitato fortemente diviso. Questo indica che la BoE potrebbe non accelerare il ciclo di allentamento, preferendo un approccio prudente per evitare rischi inflazionistici. La prospettiva di tassi UK più elevati che in Eurozona potrebbe favorire la GBP contro l'EUR nel breve periodo, soprattutto nell'ipotesi in cui i dati macroeconomici supportassero la persistenza di pressioni inflazionistiche nel Paese.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

Nel breve periodo lo JPY potrebbe mostrare un moderato apprezzamento. La prospettiva è sostenuta dalla normalizzazione graduale della politica monetaria della BoJ, che ha assunto toni più *hawkish* pur non segnalando rialzi imminenti dei tassi, e dall'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato giapponesi a breve, che rende gli investimenti in JPY più interessanti, favorendo afflussi di capitale dall'estero.
Tuttavia, gli stimoli fiscali annunciati dal Governo potrebbero pesare sul debito e sul sentiment, frenando il rafforzamento della valuta e contribuendo ad un possibile aumento della volatilità.

VALUTE EMERGENTI

Approccio costruttivo ma selettivo, in ottica di diversificazione.

Nel breve periodo, le valute dei mercati emergenti dovrebbero continuare a beneficiare di tassi reali relativamente elevati e di una maggiore stabilità nel comparto delle commodity. In particolare, le divise legate a materie prime e metalli appaiono ben posizionate per mostrare resilienza, sostenute da una domanda strutturale connessa alla transizione energetica e agli investimenti in infrastrutture tecnologiche. Il quadro, tuttavia, rimane eterogeneo: le economie caratterizzate da fondamentali solidi e politiche fiscali credibili hanno maggiori probabilità di attrarre flussi, mentre quelle più esposte a squilibri macroeconomici o a tensioni geopolitiche restano vulnerabili.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.

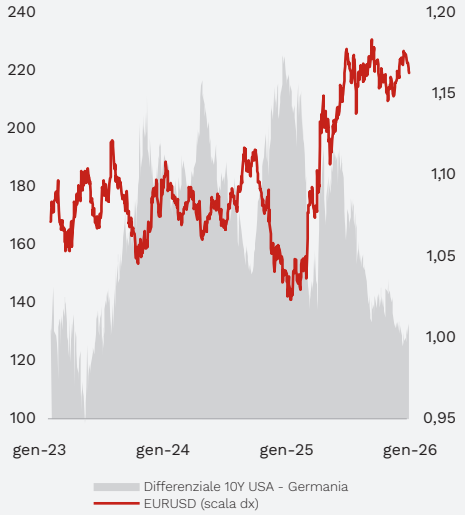
Il petrolio si trova in una fase di transizione, con l'intervento degli Stati Uniti in Venezuela che potrebbe segnare un punto di svolta per l'offerta globale. La rimozione di Maduro apre la strada a una potenziale ripresa della produzione venezuelana, ma il percorso sarà graduale e dipenderà dalla stabilità politica e dalla capacità di attrarre investimenti esteri. In un contesto in cui il mercato globale della commodity resta caratterizzato da un surplus di offerta, la prospettiva di un ritorno del petrolio venezuelano, insieme a una maggiore influenza geopolitica degli USA nell'area, potrebbe mantenere una pressione ribassista sulle quotazioni nel medio termine, in condizioni di volatilità elevata.

ORO

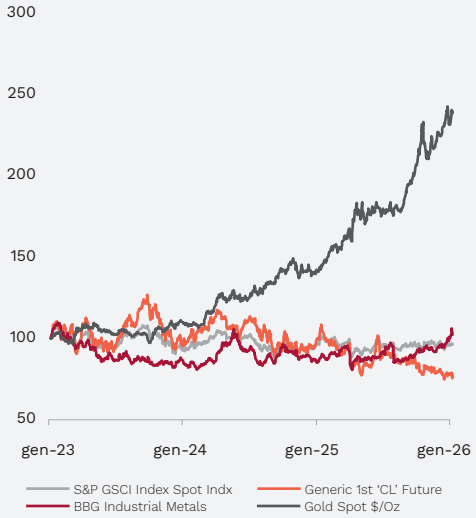
Approccio costruttivo in ottica di diversificazione.

In un contesto economico segnato da crescenti tensioni geopolitiche e da un clima di incertezza globale, l'oro continua a confermarsi come bene rifugio per eccellenza. A sostenere ulteriormente il prezzo della commodity contribuiscono diversi fattori: da un lato, gli acquisti delle banche centrali, che rafforzano la domanda strutturale; dall'altro, le aspettative di politiche monetarie più accomodanti negli Stati Uniti nel corso dell'anno, con possibili tagli dei tassi che ridurrebbero i rendimenti reali, rendendo l'oro più attraente. A supporto della domanda contribuisce anche la tendenza alla diversificazione delle riserve ufficiali, soprattutto nei mercati emergenti.

EURUSD E DIFFERENZIALE 10Y USA-GERMANIA



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



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 9 gennaio 2026.

BANCA GENERALI PRIVATE

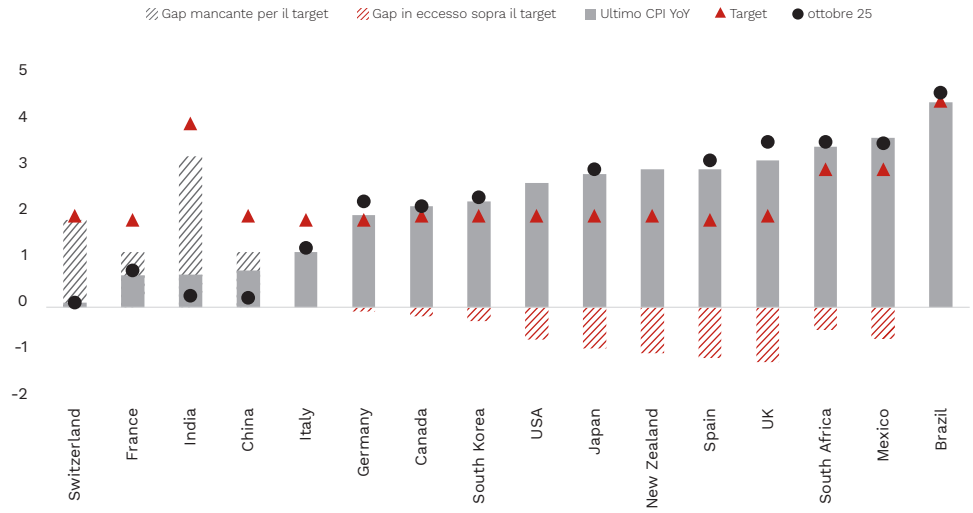
ANNEX

MACRO & MERCATI – GENNAIO 2026

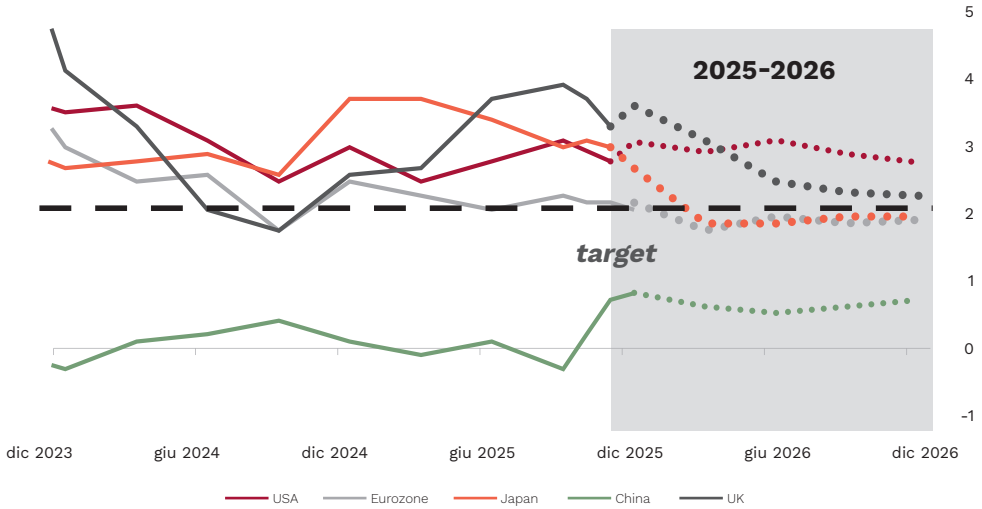
PREVISIONI DI CRESCITA

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

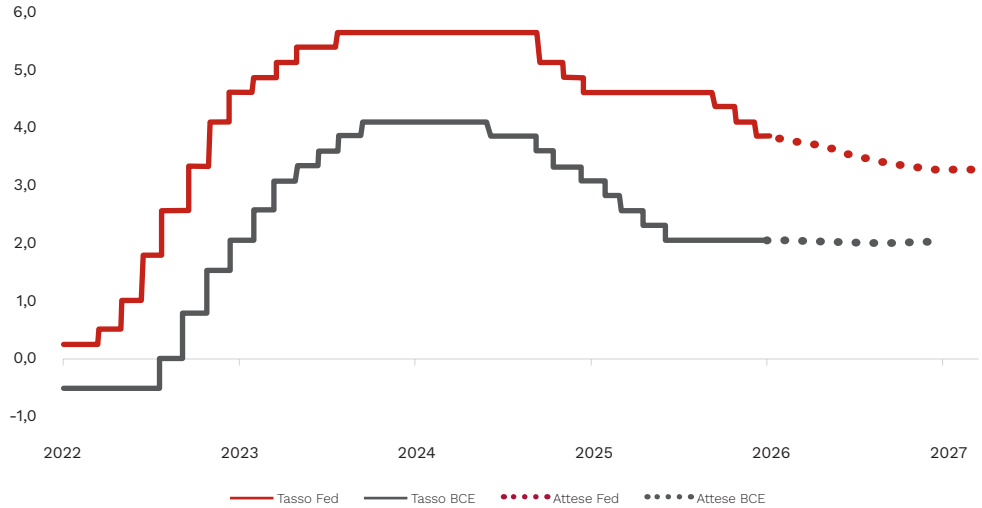
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS



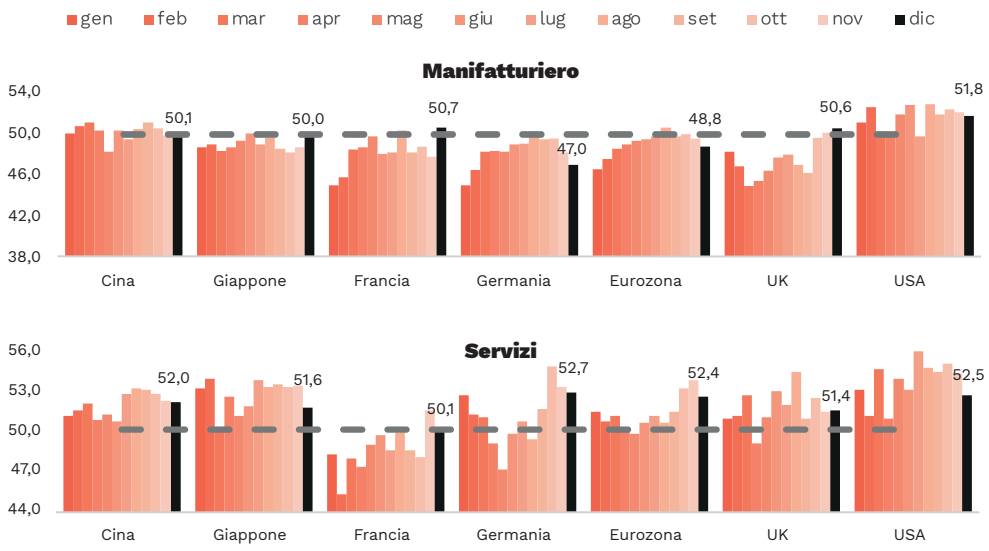
ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE



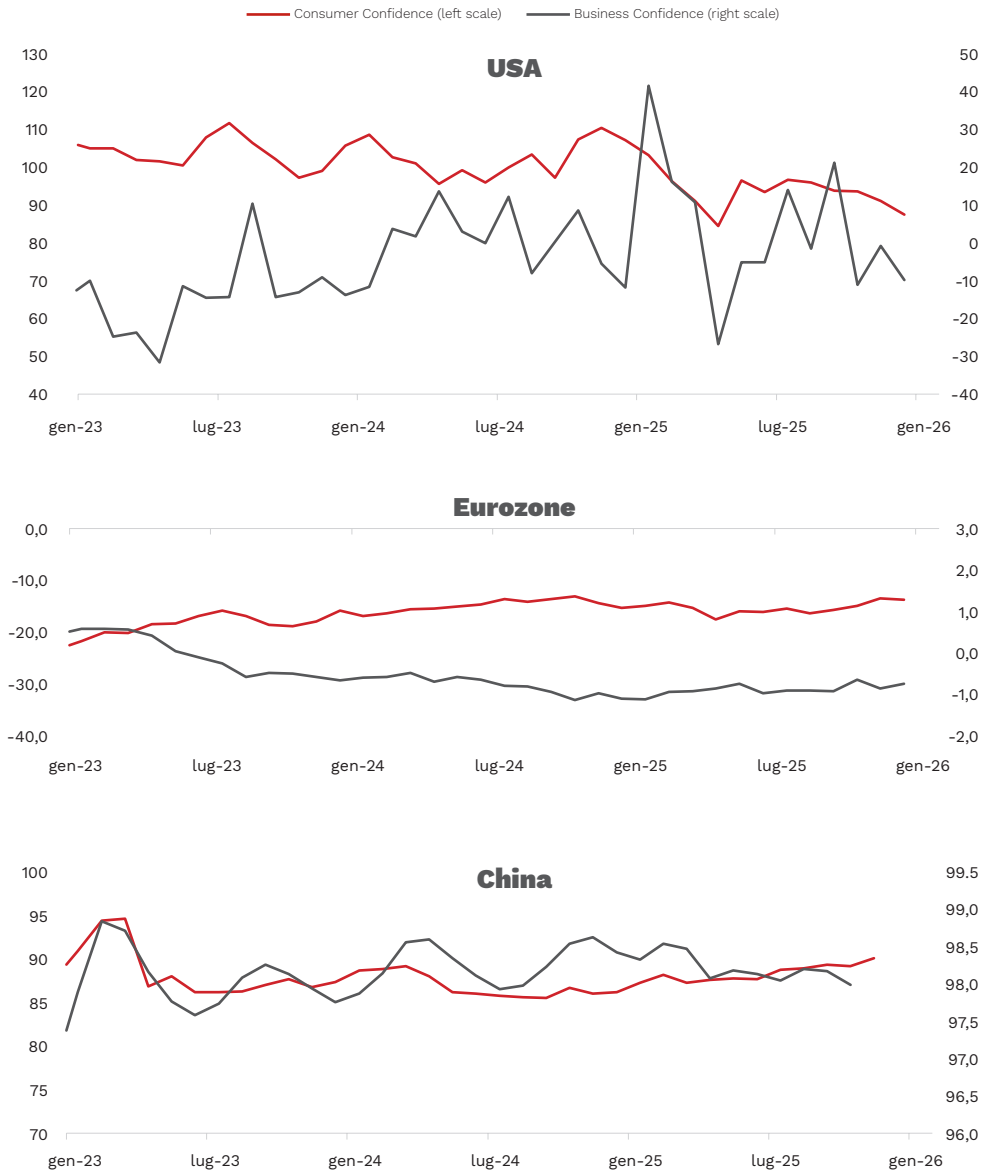
Fonte: BG Markets Strategy. * OCSE – Economic Outlook dicembre 2025 (var. rispetto a settembre). ** Generali Asset Management – Outlook 2026. Dati aggiornati al 9 gennaio 2026.

MACRO & MERCATI – GENNAIO 2026

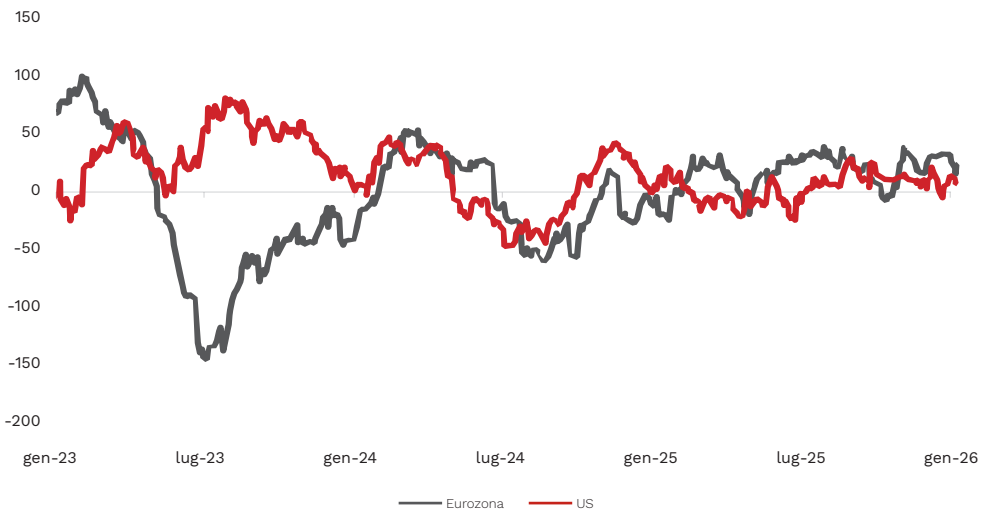
PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE



SURPRISE INDEX



Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 9 gennaio 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.