



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

MACRO & MERCATI 2

OUTLOOK 5

ASSET ALLOCATION STRATEGICA 6

ASSET ALLOCATION TATTICA 7

ANNEX 13

INVESTMENT MONTHLY

AGOSTO 2026

Macro Research

QUADRO MACROECONOMICO

Nel corso di luglio, le rinnovate tensioni in Medio Oriente hanno alimentato pressioni inflazionistiche attraverso il rialzo dei prezzi energetici, rendendo sempre più complicato il compito delle banche centrali. Il FMI ha confermato una crescita mondiale al 3% per il 2026, riconoscendo come il boom degli investimenti in intelligenza artificiale abbia parzialmente compensato lo shock bellico. In tale contesto, la Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati, aggiungendo opacità alla comunicazione; la BCE ha mantenuto i tassi fermi, segnalando un possibile ulteriore rialzo in settembre, mentre nuovi dazi statunitensi del 10% e 12,5% su 60 partner commerciali hanno aggiunto incertezza al commercio globale.



STATI UNITI

Negli USA, il PIL del secondo trimestre è cresciuto dell'1,5% t/t annualizzato, in rallentamento rispetto al 2,1%, frenato da importazioni, scorte e spesa pubblica, mentre i consumi personali hanno mostrato una relativa tenuta al 3,2% nel 2Q. L'inflazione si è mantenuta sopra il target della Fed (CPI 3,5% a/a), che ha lasciato i tassi invariati al 3,50%-3,75%, nonostante tre membri del FOMC abbiano votato per un rialzo, mantenendo vive le attese di un *tightening* in autunno. Il PMI composito (stima flash) ha sorpreso al rialzo a 53,6, trainato dal settore servizi. Le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,2% m/m a giugno, segnando il minor incremento in cinque mesi, ponendo dubbi sulla tenuta dei consumi ora che gli effetti dei rimborsi fiscali di Trump stanno per esaurirsi.



GIAPPONE

L'economia giapponese ha evidenziato dinamiche eterogenee. L'inflazione nazionale ha accelerato a giugno, con il CPI in aumento dell'1,7% su base annua e il dato core all'1,6%, rafforzando le aspettative di ulteriori rialzi della BoJ entro fine anno. L'attività industriale ha mostrato segnali incoraggianti, con una produzione in crescita del 4,2% a/a a giugno. Al contrario, le vendite al dettaglio hanno rallentato da +5,3% a +0,5% a/a a giugno, evidenziando una domanda interna sotto pressione. La BOJ ha mantenuto il tasso di riferimento all'1,0%, ma il tono del governatore Kazuo Ueda è rimasto orientato a potenziali strette future.



EUROPA

L'eurozona ha mostrato una crescita superiore alle attese nel 2Q 2026, con PIL a +0,4% t/t e +1,0% a/a (vs attese +0,2% t/t e +0,7 a/a). Il miglioramento è stato diffuso tra le principali economie: la Germania e la Francia sono cresciute dello 0,2% t/t, mentre la Spagna ha confermato un ritmo molto sostenuto (+0,7% t/t). Sono giunti segnali di rafforzamento anche dai *leading indicators*: il PMI composito è salito a 51,9, mentre l'indice di fiducia economica della Commissione europea è migliorato da 95,4 a 96,9. Il mercato del lavoro è rimasto resiliente, con il tasso di disoccupazione stabile al 6,2%. Il CPI è risalito al 2,9%, con l'inflazione che eccede il 2% in tutti i paesi dell'eurozona eccetto l'Estonia. La BCE ha lasciato i tassi al 2,25%, mantenendo una postura pronta a futuri interventi.



CINA

Il quadro cinese ha mostrato segnali contrastanti nel corso del mese. Da un lato, il PIL 2Q ha mostrato un rallentamento al +4,3% a/a, al di sotto del consenso (+4,5%) e del +5% registrato nel 1Q, riflettendo una dinamica ancora moderata di consumi e investimenti; dall'altro, il settore export ha continuato a sostenere la crescita. La bilancia commerciale ha raggiunto un surplus record (\$125,6B), grazie al forte contributo delle esportazioni (+27% a/a) nei comparti tecnologici e dei veicoli elettrici. La PBoC ha mantenuto invariati i tassi LPR (3,0%-3,5%), confermando un atteggiamento prudente rivolto a sostenere i consumi interni, ancora deboli.

MERCATI FINANZIARI

I mercati azionari globali hanno registrato un progresso moderato a luglio, sostenuti da una solida stagione di trimestrali, soprattutto nel settore tecnologico. L'MSCI World è salito dello 0,5%, mentre l'S&P 500 ha ceduto il -0,1%. In Europa il MSCI Europe è avanzato dello 0,9%. Il quadro è però rimasto volatile a causa del forte rialzo delle quotazioni del petrolio Brent (+23,2%), alimentato dalle tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Iran e dal conseguente rafforzamento delle aspettative inflazionistiche. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari sono aumentati sensibilmente sia negli Stati Uniti sia in Europa. Sul fronte valutario, il dollaro si è indebolito (DXY -1,3%), mentre l'oro ha registrato un lieve apprezzamento (+1%).

MERCATI AZIONARI

L'andamento dei listini azionari ha mostrato divergenza tra aree geografiche. La rotazione settoriale negli Stati Uniti, la resilienza dell'Europa e le pressioni strutturali sull'Asia hanno spinto gli investitori verso una maggiore selettività. Negli Stati Uniti, il mese è stato segnato dall'inversione dell' "AI trade": il settore dei semiconduttori è entrato in territorio di bear market, con Intel, Marvell Technology e Applied Materials in calo nell'ordine di circa il 30%, penalizzate dai dubbi sui ritorni degli investimenti in AI e dalla crescente concorrenza cinese nei chip avanzati. Al contrario, Amazon ha guadagnato il 12% grazie alla crescita del business cloud.

Mese costruttivo per l'azionario europeo, grazie alla composizione degli indici strutturalmente meno esposta alla tecnologia: banche, energia e materials hanno guidato i rialzi, sostenuti da una stagione degli utili positiva — con BBVA (+11%) e ING (+10%) in evidenza — e dal rialzo dei prezzi delle materie prime. Il comparto tecnologico europeo ha sofferto per effetto contagio, con STMicroelectronics (-29%) e BE Semiconductor (-31%) deludenti sulle ultime stime. Tra i principali listini si sono distinti il FTSE 100 (+3,5%) e il DAX (+2,5%), mentre il FTSE MIB ha chiuso in rialzo dello +1%. L'MSCI Emerging Markets ha ceduto il -3,3% nel mese, penalizzato dal forte ribasso dei mercati asiatici a maggiore concentrazione tecnologica, in particolare Corea del Sud e Cina. Il KOSPI ha registrato la peggiore performance tra i principali indici, con un calo del -22%, il più marcato dall'ottobre 2008.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso del mese, i mercati obbligazionari hanno registrato un rialzo generalizzato dei rendimenti, sostenuto da rinnovate pressioni inflazionistiche e dall'incertezza sulle future mosse delle banche centrali. Negli USA, il presidente della Fed Kevin Warsh, ha aumentato l'incertezza puntando ad abbandonare progressivamente la forward guidance. La curva Treasury ha mostrato uno steepening, con il rendimento del Treasury a 2 anni al 4,3% (+12 bps) e quello del decennale al 4,7% (+27 bps). Anche nell'Area Euro i rendimenti sono saliti, con la BCE che ha mantenuto invariato il tasso sui depositi; l'istituto ha ribadito un approccio dipendente dai dati e riunione per riunione, senza impegnarsi su un percorso dei tassi predefinito, mentre alcuni membri del Consiglio hanno persino considerato un ulteriore rialzo. La BCE continua inoltre a ritenere che l'inflazione resti elevata e che i rischi legati all'energia richiedano cautela. Il Bund decennale ha chiuso al 3,2% (+34 bps), mentre il BTP decennale è salito al 4,4% (+39 bps), con spread BTP-Bund in allargamento a 82 bps.

Sul credito, il rialzo degli yield governativi ha favorito un moderato ampliamento degli spread sia negli Stati Uniti sia in Europa. Negli USA, gli spread investment grade sono saliti a 118 bps (+5 bps), mentre l'high yield ha raggiunto 318 bps (+11 bps), nonostante un mercato primario sostenuto dalle emissioni legate all'AI. In Europa, gli spread IG e HY hanno chiuso rispettivamente a 61 e 265 bps.

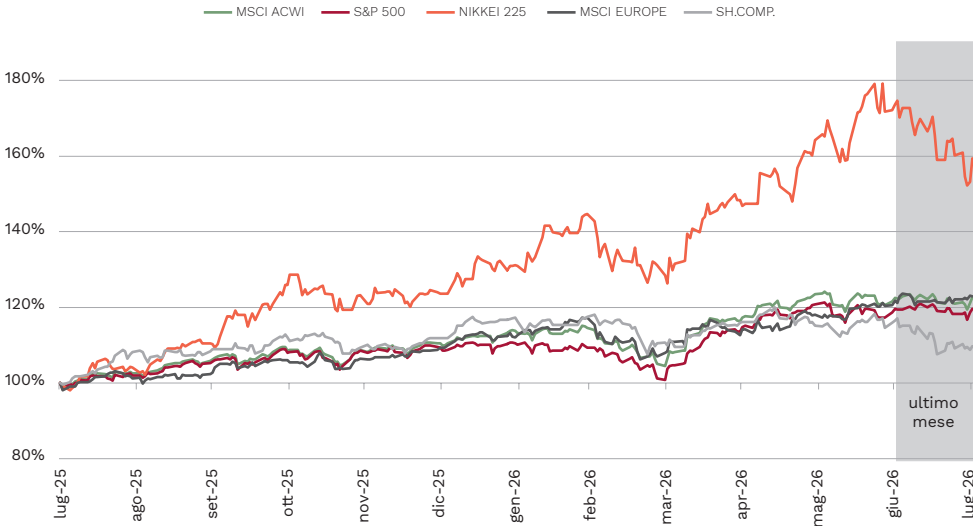
PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	-0,2%	3,7%	9,0%	20,7%
MSCI ACWI	USD	0,0%	4,0%	10,4%	20,6%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	-0,2%	4,5%	10,3%	16,1%
S&P 500 INDEX	USD	-0,1%	3,9%	9,4%	16,4%
NIKKEI 225	JPY	-8,1%	8,6%	27,9%	26,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	-0,8%	6,6%	11,1%	10,5%
MSCI EUROPE	EUR	0,9%	6,5%	9,8%	16,3%
DAX INDEX	EUR	2,5%	5,5%	4,7%	23,0%
CAC 40 INDEX	EUR	1,3%	4,9%	4,4%	10,4%
FTSE MIB INDEX	EUR	0,9%	8,1%	16,1%	31,5%
IBEX 35 INDEX	EUR	1,6%	11,3%	14,3%	49,3%
FTSE 100 INDEX	GBP	3,5%	4,7%	9,4%	21,5%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	-2,1%	-0,4%	7,7%	32,0%
MSCI EMERGING MARKET	USD	-3,3%	4,1%	18,6%	30,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	-2,4%	-0,4%	7,7%	30,9%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	-3,5%	5,5%	20,8%	29,7%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	4,8%	-2,8%	14,1%	46,2%

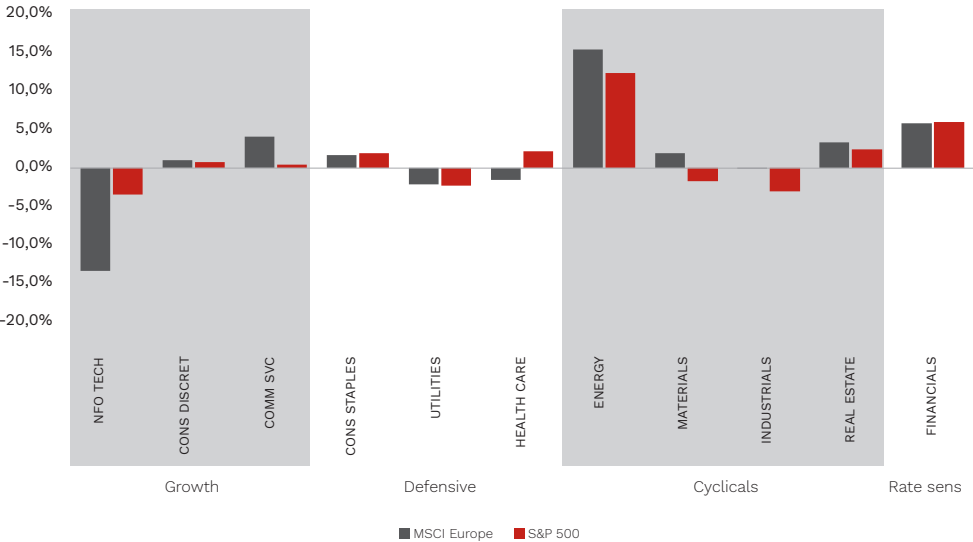
Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	-1,1%	5,6%	11,0%	6,4%
MSCI ACWI €	EUR	-0,9%	5,9%	12,5%	6,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	-1,1%	6,4%	12,4%	2,4%
S&P 500 INDEX €	EUR	-1,0%	5,8%	11,5%	2,6%
NIKKEI 225 €	EUR	-7,1%	8,6%	28,0%	12,1%
FTSE 100 INDEX €	EUR	4,3%	5,7%	11,6%	15,1%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	-3,0%	1,4%	9,7%	16,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	-4,2%	6,0%	20,9%	15,1%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	-3,3%	1,4%	9,7%	15,4%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	-4,3%	7,4%	23,1%	14,4%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	3,8%	-1,0%	16,2%	29,0%

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

ANDAMENTO PRINCIPALI INDICI AZIONARI 1YR



PERFORMANCE SETTORIALI MENSILI



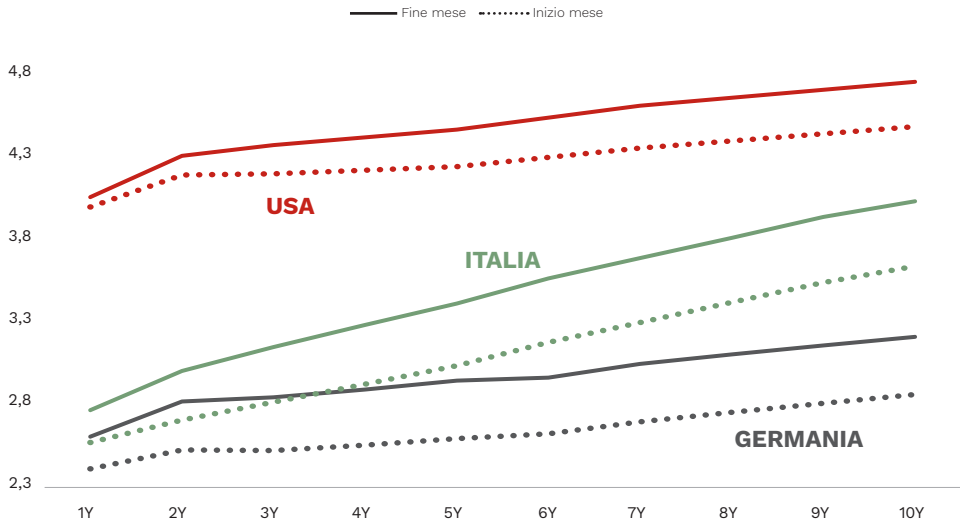
PERFORMANCE MERCATI OBBLIGAZIONARI

PERFORMANCE PRINCIPALI INDICI

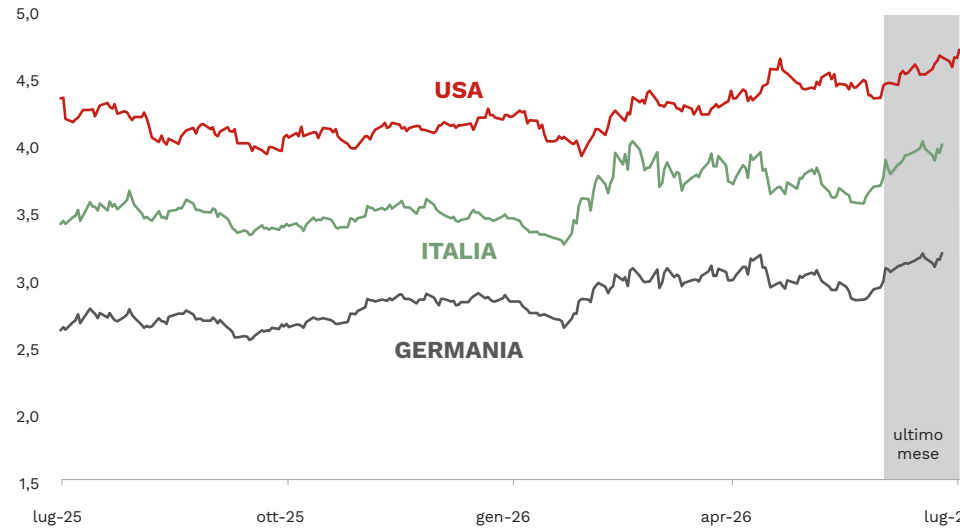
Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2025
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,2%	0,5%	1,2%	2,3%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	-1,8%	0,2%	-0,8%	3,2%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	-1,6%	-0,3%	-0,5%	-1,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	-1,7%	-0,2%	-0,5%	0,6%
CORPORATE EURO	EUR	-1,0%	0,4%	0,4%	3,0%
HIGH YIELD EURO	EUR	-1,5%	0,0%	-0,1%	1,0%
GREEN BOND EURO	EUR	-1,0%	0,4%	0,3%	3,0%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	-0,1%	1,4%	1,5%	4,8%
GOVERNATIVI USA	USD	-1,1%	-0,7%	-0,8%	6,3%
CORPORATE USA	USD	-2,3%	-1,3%	-1,5%	8,0%
HIGH YIELD USA	USD	-0,3%	0,4%	1,5%	8,8%
GREEN BOND USA	USD	-0,9%	-0,3%	-0,1%	7,4%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	-1,6%	-0,7%	-0,9%	7,7%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	-1,5%	-0,1%	1,3%	13,5%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	0,5%	2,1%	3,0%	22,1%
GOVERNATIVI USA	EUR	-2,0%	1,0%	1,1%	-5,5%
CORPORATE USA	EUR	-3,2%	0,4%	0,3%	-3,8%
HIGH YIELD USA	EUR	-1,2%	2,2%	3,4%	-3,0%
GREEN BOND USA	EUR	-1,6%	1,7%	2,0%	-5,3%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	-2,2%	1,2%	1,2%	-5,1%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	-2,5%	1,7%	3,2%	1,6%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	-0,4%	3,9%	4,8%	10,2%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-0,9%	1,8%	1,9%	-11,9%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-1,3%	1,9%	1,6%	-9,4%
USD vs paniere EME		0,1%	1,6%	0,0%	-8,1%
COMMODITY					
GOLD	USD	1,0%	-12,4%	-6,3%	64,6%
PETROLIO (WTI)	USD	21,8%	-19,4%	47,5%	-19,9%

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 luglio 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 tenuta dei pilastri che ne hanno sostenuto la crescita negli ultimi trimestri. Investimenti delle imprese, consumi statunitensi e utili societari continuano a fornire indicazioni nel complesso favorevoli, ma emergono crescenti interrogativi sulla loro capacità di mantenere l'attuale slancio. La domanda americana ha beneficiato di fattori temporanei, come i rimborsi fiscali, mentre il deterioramento del quadro geopolitico e il ritorno delle tensioni commerciali stanno aumentando l'incertezza sulle prospettive dei prossimi trimestri. In questo contesto, le principali banche centrali hanno adottato un approccio attendista, rinviando decisioni significative in attesa di una maggiore chiarezza sul fronte economico e geopolitico. Al tempo stesso, la credibilità della politica monetaria è tornata al centro dell'attenzione degli investitori, che appaiono sempre più sensibili alla coerenza tra comunicazione e azione. Anche sui mercati azionari emergono segnali di maggiore selettività: gli utili restano solidi, ma il sostegno offerto dai temi di crescita, compresa l'intelligenza artificiale, non viene più dato per scontato. Lo scenario centrale rimane quello di un rallentamento ordinato dell'economia globale, senza recessione, ma con un equilibrio più fragile e maggiormente esposto a shock geopolitici, pressioni inflazionistiche ed errori di politica monetaria.



CRESCITA ECONOMICA

A livello globale, la crescita si confronta con un contesto geopolitico più complesso. Le tensioni in Medio Oriente, il ritorno delle dispute commerciali e l'incertezza sulle future mosse delle banche centrali rappresentano fattori che potrebbero frenare la fiducia di imprese e consumatori.

La crescita globale continua a mostrare resilienza, sostenuta dalla solidità degli utili societari e dagli investimenti delle imprese, in particolare negli Stati Uniti. La spesa per attrezzature continua a crescere a ritmi elevati grazie al ciclo dell'intelligenza artificiale, mentre le trimestrali confermano una redditività sui massimi storici a dispetto dell'incremento del costo degli input. Tuttavia, iniziano a emergere alcuni segnali di fragilità. L'irripidimento della curva dei rendimenti e il permanere di tassi elevati sulla parte lunga del mercato rischiano infatti di pesare progressivamente sulle condizioni finanziarie. Allo stesso tempo, la tenuta dei consumi americani appare meno scontata: l'esaurirsi della spinta dei rimborsi fiscali, unito a risparmi contenuti, costo del credito elevato e rincaro dell'energia e distribuzione non uniforme dell'effetto ricchezza potrebbe ridurre il sostegno della domanda nei prossimi trimestri.



INFLAZIONE

L'inflazione rimane la variabile centrale dello scenario macroeconomico. Le tensioni energetiche e commerciali stanno riaccendendo i rischi sui prezzi, alimentando l'ipotesi di un percorso di disinflazione più graduale e meno lineare rispetto a quanto atteso a inizio anno.

L'estensione delle tensioni in Medio Oriente e le difficoltà lungo le principali rotte energetiche hanno spinto al rialzo la quotazione del petrolio, aumentando il rischio di pressioni sui prezzi non ancora pienamente riflesse nei dati.

A ciò si aggiunge il ritorno della guerra commerciale. I nuovi dazi statunitensi potrebbero tradursi in maggiori costi lungo le catene produttive globali, contribuendo ad alimentare le pressioni inflazionistiche in un contesto già reso più complesso dal rincaro dell'energia.

Di fronte a queste incertezze, la BCE ha evidenziato rischi orientati al rialzo e una particolare attenzione agli effetti di secondo livello, mentre negli Stati Uniti il dibattito si concentra sempre più sulla credibilità della Fed e sulla gestione delle aspettative d'inflazione.



POLITICHE ECONOMICHE

Le politiche fiscali continuano a sostenere l'attività economica, ma al prezzo di un crescente ricorso al debito pubblico. Sul fronte monetario, le banche centrali si muovono con cautela, nel difficile equilibrio tra rischi inflazionistici, credibilità e stabilità finanziaria.

La politica fiscale resta espansiva, soprattutto negli Stati Uniti, dove deficit elevati e maggiore spesa pubblica continuano a sostenere l'attività economica. Sul fronte monetario, lo scenario resta caratterizzato da banche centrali orientate alla cautela, in attesa di maggiore chiarezza sull'evoluzione di inflazione, crescita e tensioni geopolitiche. La BCE, essendosi mossa in anticipo a giugno, ha potuto mantenere fermi i tassi senza ripercussioni sulla credibilità, ma ha riconosciuto rischi inflazionistici orientati al rialzo, lasciando aperta la possibilità di ulteriori interventi in senso restrittivo. Negli Stati Uniti, la Fed appare orientata a guadagnare tempo. La strategia di Warsh punta a ridurre il ruolo della forward guidance e ad affidare maggiormente ai mercati l'inasprimento delle condizioni finanziarie, con interrogativi sulla credibilità della banca centrale. La situazione in Giappone sta diventando emblematica dei rischi di trovarsi dietro la curva.



RISCHI

Ai rischi esogeni legati alla geopolitica si affiancano interrogativi crescenti sulla credibilità delle banche centrali e sulla sostenibilità del ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale.

I principali fattori di rischio continuano a provenire dal contesto geopolitico. L'evoluzione del conflitto in Medio Oriente (esteso adesso anche al Mar Rosso), le conseguenze sulle rotte energetiche e il ritorno delle tensioni commerciali rappresentano potenziali fonti di volatilità sia per la crescita sia per l'inflazione.

Sul fronte finanziario, cresce l'attenzione per la credibilità delle banche centrali. Le opacità comunicative della Fed e l'immobilismo della BoJ hanno riaperto il dibattito sulla capacità delle autorità monetarie di ancorare le aspettative d'inflazione e mantenere sotto controllo i mercati obbligazionari; specie con l'avvicinarsi delle elezioni in America.

Resta inoltre da monitorare la sostenibilità del ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale. L'aumento del debito degli hyperscaler, l'intensità della spesa in conto capitale e le aspettative molto elevate incorporate nei prezzi di mercato rendono il tema AI una possibile fonte di instabilità qualora i ritorni economici attesi tardassero a materializzarsi.

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

EQUITIES

NEUTRAL

- L'economia americana continua a mostrare una discreta capacità di tenuta e beneficia del contributo degli investimenti delle imprese, mentre gli utili societari restano un importante supporto per i mercati azionari.
 - La stagione delle trimestrali conferma una crescita degli utili superiore alle attese e revisioni prospettiche ancora favorevoli, contribuendo a sostenere il sentiment degli investitori.
 - Tuttavia, gli utili appaiono sempre più concentrati su un numero limitato di driver e di società, aumentando la vulnerabilità del mercato a eventuali delusioni sui temi che ne hanno sostenuto la leadership.
 - I rischi esogeni restano elevati e difficilmente prevedibili: dalle tensioni in Medio Oriente alle incertezze legate alla politica monetaria, fino alle possibili ripercussioni derivanti dalla volatilità dello Yen e dei mercati obbligazionari globali.
 - Gli investitori mantengono un atteggiamento costruttivo verso l'azionario, ma cresce l'attenzione verso la credibilità delle banche centrali e la capacità delle istituzioni di preservare la stabilità finanziaria in un contesto caratterizzato da elevata sensibilità a tassi, aspettative e geopolitica.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

BONDS

NEUTRAL

- I rendimenti obbligazionari restano su livelli elevati, incorporando già una buona parte dei rischi inflattivi attualmente percepiti dal mercato e la crescente mancanza di disciplina dei governi sul debito.
 - L'atteggiamento attendista delle principali banche centrali suggerisce che il ciclo monetario stia entrando in una fase più complessa, caratterizzata da minore visibilità.
 - La persistenza delle tensioni geopolitiche, l'incertezza sulle prospettive dell'inflazione e la recrudescenza delle frizioni commerciali continuano ad alimentare la volatilità sui mercati obbligazionari.
 - Le recenti tensioni registrate sulle curve dei rendimenti evidenziano come la credibilità delle banche centrali sia tornata un fattore determinante per la stabilità del mercato, soprattutto sulle scadenze più lunghe.
 - In questo contesto, se rendimenti più elevati rappresentano un elemento di supporto, l'incertezza macroeconomica e finanziaria limita il margine per assumere un orientamento più costruttivo sull'asset class.
- **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.
 - Tuttavia, il mantenimento di condizioni di liquidità nel sistema ancora favorevoli riducono la necessità di un posizionamento particolarmente difensivo.
 - In un contesto in cui le opportunità di rendimento offerte dalle altre asset class tornano ad essere più bilanciate rispetto al profilo rischio-rendimento del cash, 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			✓			↔
EQUITIES (=) (VAR IIQ ↓)	EUROPA			✓			↔
	USA			✓			↔
	GIAPPONE			✓			↔
	CINA			✓			↔
	EMERGENTI			✓			↔

EQUITIES

NEUTRAL

- L'economia americana continua a mostrare una discreta capacità di tenuta e beneficia del contributo degli investimenti delle imprese, mentre gli utili societari restano un importante supporto per i mercati azionari.
- La stagione delle trimestrali conferma una crescita degli utili superiore alle attese e revisioni prospettiche ancora favorevoli, contribuendo a sostenere il sentiment degli investitori. Tuttavia, gli utili appaiono sempre più concentrati su un numero limitato di driver e di società, aumentando la vulnerabilità del mercato a eventuali delusioni sui temi che ne hanno sostenuto la leadership.
- I rischi esogeni restano elevati e difficilmente prevedibili: dalle tensioni in Medio Oriente alle incertezze legate alla politica monetaria, fino alle possibili ripercussioni derivanti dalla volatilità dello Yen e dei mercati obbligazionari globali.
- Gli investitori mantengono un atteggiamento costruttivo verso l'azionario, ma cresce l'attenzione verso la credibilità delle banche centrali e la capacità delle istituzioni di preservare la stabilità finanziaria in un contesto caratterizzato da elevata sensibilità a tassi, aspettative e geopolitica.
- **Si conferma il peso neutrale sull'azionario.**

= AZIONARIO USA

La stagione delle trimestrali, arrivata al giro di boa con oltre il 60% delle società dello S&P500 che hanno pubblicato i risultati, sta confermando l'ottimo stato di salute delle corporate statunitensi. Per quanto l'incremento del 47,4% dell'EPS dello S&P 500 sia dovuto principalmente dal forte balzo degli utili di Amazon e Alphabet, anche il dato escludendo queste due società è da stropicciarsi gli occhi, con un +28,8%. La sostenuta crescita degli utili è il maggiore elemento di sostegno per il mercato azionario statunitense. Due elementi potrebbero però contribuire a limitarne la performance. Il primo è che le quotazioni in termini di multipli di bilancio, per quanto inferiori alla media degli ultimi 5 anni (P/e forward a 19,6x vs 19,9x) non sono tali da creare una occasione d'acquisto. Il secondo è la rinnovata volatilità del prezzo del petrolio.

= AZIONARIO EUROPA

L'azionario europeo beneficia di un quadro fondamentale in miglioramento, come evidenziato da una stagione delle trimestrali superiore alle attese, con il rapporto tra sorprese positive e negative sugli utili al massimo degli ultimi anni. Le stime sugli utili per i prossimi dodici mesi sono, così, state riviste al rialzo, grazie soprattutto ai contributi dei comparti dei semiconduttori, dei beni di investimento e dell'aerospazio. Il principale elemento di attenzione resta la volatilità del prezzo del petrolio che potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche e indurre la BCE a mantenere un orientamento restrittivo. Tuttavia, la rilevante presenza di banche e società della difesa negli indici europei rappresenta un potenziale fattore di equilibrio, contribuendo ad attenuare l'impatto di tassi più elevati e maggiore incertezza.

= AZIONARIO GIAPPONE

Dopo il massimo storico toccato a giugno, l'azionario giapponese ha corretto in luglio, evidenziando come il mercato possa essere vulnerabile in assenza di nuovi catalyst positivi capaci di sostenere ulteriori rialzi. L'attenzione resta focalizzata sull'andamento dello JPY: la persistente debolezza della valuta ha indotto le autorità a un intervento sul mercato dei cambi a fine luglio e altri ne potrebbero essere decisi nei prossimi mesi. Inoltre, la BoJ potrebbe proseguire con la normalizzazione della politica monetaria. Un rafforzamento dello JPY favorirebbe le società più esposte alla domanda interna, grazie a minori pressioni sui costi delle importazioni, ma potrebbe penalizzare gli esportatori. Nonostante queste incognite, le attese sulla crescita degli utili restano solide e continuano a fornire supporto al mercato.

= AZIONARIO CINA

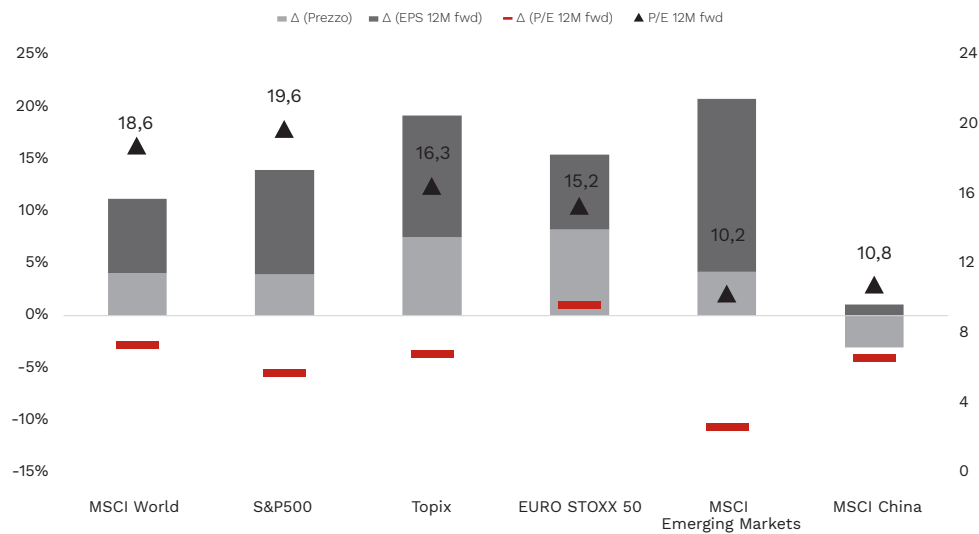
Il mercato azionario cinese continua a beneficiare di un supporto politico favorevole, ma resta privo di catalyst sufficientemente forti da giustificare un significativo re-rating delle valutazioni nel breve termine. Da un lato le autorità hanno riconosciuto la debolezza della domanda interna e promesso un maggiore sostegno dopo che le vendite al dettaglio di giugno si sono contratte dello 0,6%, risultando peggiori delle stime di consensus di -0,3% m/m. Anche la contrazione del 4,1% degli investimenti fissi è stato un campanello d'allarme per l'andamento della domanda. Dall'altro, l'assenza di un ampio pacchetto di stimolo ha deluso le aspettative di chi sperava in misure più aggressive. L'incremento della liquidità per CNY 800 miliardi deciso dalla PBoC non è sufficiente per riportare l'interesse sull'azionario.

= AZIONARIO EMERGENTI (↓)

Sebbene il quadro fondamentale rimanga nel complesso costruttivo, le prospettive per l'azionario dei paesi emergenti ex-Cina sono rimaste sostanzialmente invariate in luglio rispetto al mese precedente, quando era stato deciso il downgrade da "overweight" a "neutral" per la maggiore cautela sulle prospettive di breve periodo. Per quanto le attese sono per una crescita sostenuta degli utili nei prossimi mesi, gli emergenti dell'Asia potrebbero risentire della riduzione dell'ottimismo degli investitori sulle prospettive delle società coinvolte nello sviluppo dell'intelligenza artificiale. Sui paesi dell'America Latina, invece, si potrebbero fare sentire le attese di un orientamento di politica monetaria più restrittivo da parte delle maggiori banche centrali mondiali e il rafforzamento dello USD.

ASSET ALLOCATION TATTICA – EQUITIES

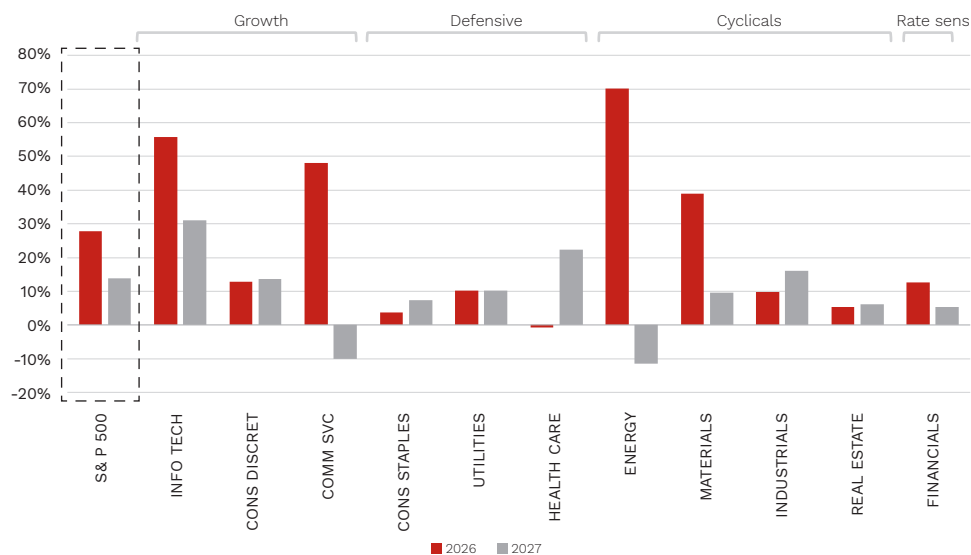
VAR. 3 MESI P/E 12M FORWARD VS VALORE ASSOLUTO



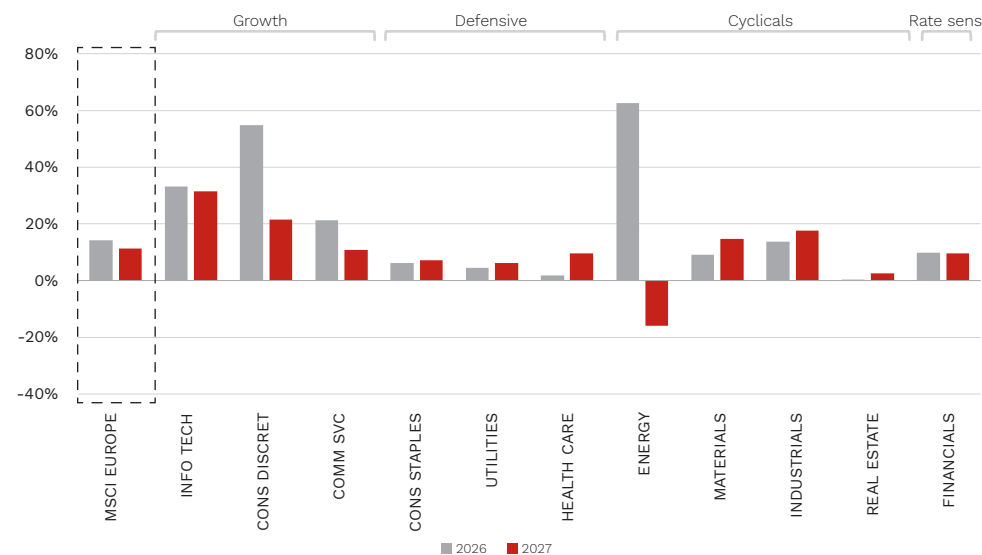
PRICE EARNINGS RATIO PER INDICI

		lug-26	giu-26	mag-26	mag-26	gen-26	dic-25	lug-25	lug-24	lug-23	lug-21	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	15,2	15,4	15,2	15,0	16,2	16,0	15,4	13,0	12,4	16,6	14,4	27/03/2026	16,7	25/02/2026
	Stoxx 600	15,0	15,0	14,9	14,7	15,5	15,2	14,8	13,7	12,9	16,5	14,1	27/03/2026	16,0	25/02/2026
	Italia	13,2	13,2	12,9	12,6	12,5	12,4	12,2	9,3	8,5	12,8	11,5	23/03/2026	13,6	19/06/2026
	Francia	14,7	14,6	14,4	14,5	15,2	15,3	15,5	12,9	12,8	16,1	14,1	19/05/2026	16,2	26/02/2026
	Germania	15,3	15,2	15,2	15,1	15,5	15,7	15,9	12,4	11,1	14,4	14,0	27/03/2026	16,2	13/01/2026
	UK	13,1	12,6	12,7	12,8	13,9	13,5	13,2	11,8	11,0	12,4	12,5	09/06/2026	14,5	27/02/2026
	Spagna	14,1	14,3	13,5	13,4	14,2	14,0	12,4	10,8	10,7	15,0	12,3	04/08/2025	14,5	03/07/2026
USA	S&P 500	19,4	20,2	21,0	20,6	21,9	22,2	22,4	20,7	19,7	21,0	18,9	30/03/2026	23,2	28/10/2025
	Dow Jones	20,5	21,0	20,8	20,5	21,4	21,4	20,3	18,7	18,2	18,3	19,2	30/03/2026	21,9	06/02/2026
	Nasdaq 100	21,5	23,7	24,9	23,2	25,1	25,6	27,8	24,9	25,9	27,5	20,6	30/03/2026	28,4	29/10/2025
	Russell 2000	26,7	27,8	25,3	24,5	23,2	23,1	22,4	24,2	21,6	25,6	21,4	20/03/2026	27,8	30/06/2026
LatAm	Messico	12,7	12,6	13,2	12,9	13,2	12,9	11,8	11,0	12,1	13,9	11,6	04/08/2025	13,9	11/02/2026
	Brasile	8,5	8,2	8,3	9,1	10,3	9,1	8,0	7,3	8,5	9,2	8,0	04/08/2025	10,6	24/02/2026
Asia-Pacifico	Giappone	16,2	17,1	17,4	16,9	16,9	16,5	15,5	15,0	14,7	15,1	15,4	04/08/2025	18,5	27/02/2026
	Cina ¹	10,7	10,1	10,8	11,2	12,4	12,1	11,9	8,8	10,8	13,6	9,9	26/06/2026	13,6	02/10/2025
	Hong Kong	10,9	9,8	10,7	11,1	11,8	11,4	10,9	8,1	9,5	11,5	9,7	26/06/2026	12,1	02/10/2025
	Australia	17,4	17,0	16,9	17,1	18,0	18,3	19,2	17,3	15,4	17,1	16,2	30/03/2026	19,9	29/08/2025

AZIONARIO USA: UTILI ATTESI



AZIONARIO EUROPA: UTILI ATTESI



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

BONDS

NEUTRAL

- I rendimenti obbligazionari restano su livelli elevati, incorporando già una buona parte dei rischi inflattivi attualmente percepiti dal mercato e la crescente mancanza di disciplina dei governi sul debito.
- L'atteggiamento attendista delle principali banche centrali suggerisce che il ciclo monetario stia entrando in una fase più complessa, caratterizzata da minore visibilità.
- La persistenza delle tensioni geopolitiche, l'incertezza sulle prospettive dell'inflazione e la recrudescenza delle frizioni commerciali continuano ad alimentare la volatilità sui mercati obbligazionari.
- Le recenti tensioni registrate sulle curve dei rendimenti evidenziano come la credibilità delle banche centrali sia tornata un fattore determinante per la stabilità del mercato, soprattutto sulle scadenze più lunghe.
- In questo contesto, se rendimenti più elevati rappresentano un elemento di supporto, l'incertezza macroeconomica e finanziaria limita il margine per assumere un orientamento più costruttivo sull'asset class.
- **Si conferma un posizionamento neutrale sull'asset class obbligazionaria**

GOVERNATIVI



GOVERNATIVI EURO

Le tensioni mediorientali hanno nuovamente portato a 2 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 mantiene il sovrappeso sul segmento con focus il tratto 3-5 anni.



GOVERNATIVI NON EURO

L'inflazione implicita nella curva US si è riportata sui livelli pre-conflitto, ma questo movimento non si è riflesso nei rendimenti nominali, mantenuti più elevati da tassi reali che incorporano quasi due rialzi da parte della Fed nei prossimi 12 mesi e si mantengono più alti rispetto a febbraio 2026. Ciò giustifica il mantenimento della neutralità sul segmento. Tuttavia si reitera il messaggio di approccio cauto alla duration con focus sulle scadenze 2-5 anni.

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 beneficia delle 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 livelli 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

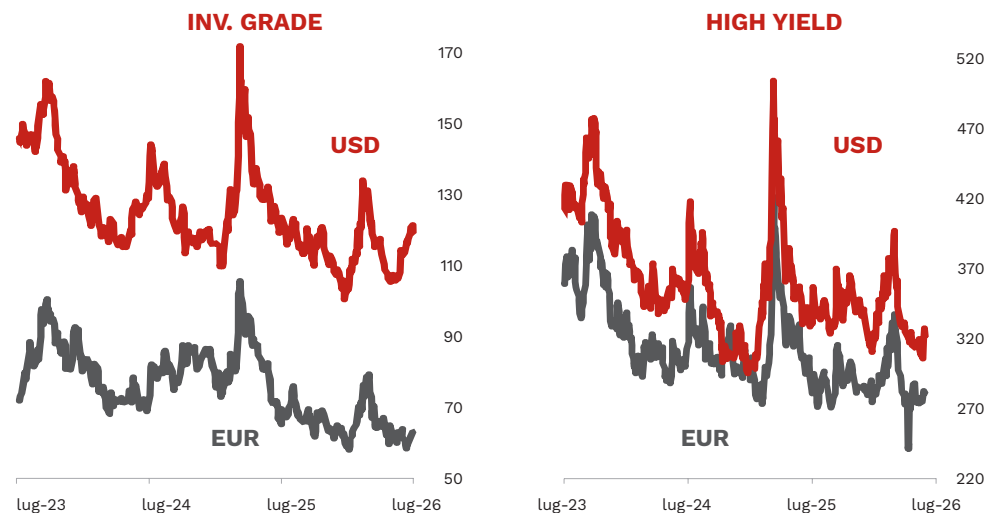
Il debito dei mercati emergenti nelle sue differenti forme rappresenta un segmento interessante, ma con alcuni punti di attenzione che ne determinano complessivamente un posizionamento di neutralità. Il rendimento del debito in *hard currency* beneficia delle dinamiche evidenziate per la curva governativa USA, ma a fronte di un livello di spread che si mantiene sui minimi dal 2018, sotto ai 200bps. Lato *local currency*, il recente trend di rafforzamento del USD in scia all'aumento dei rendimenti reali potrebbe continuare ad avere conseguenze negative sulle valute locali con conseguente impatto sulla performance del segmento con la volatilità valutaria a decremento di rendimenti nominali comunque ancora elevati.

ASSET ALLOCATION TATTICA – BONDS

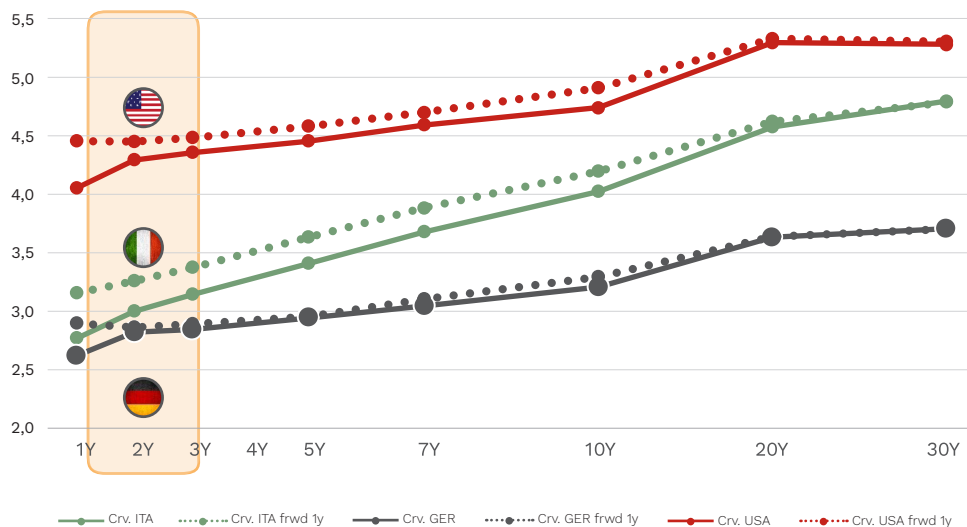
RENDIMENTO PRINCIPALI CURVE GOVERNATIVE

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,82	2,84	2,94	3,05	3,21	3,50	3,63	3,70
IRLANDA	2,77	2,85	2,95	3,12	3,36	3,66	3,72	3,87
FRANCIA	3,00	3,11	3,42	3,65	4,00	4,38	4,52	4,77
PORTOGALLO	2,80	2,86	3,07	3,30	3,55	3,85	4,07	4,18
SPAGNA	2,87	2,95	3,11	3,37	3,65	3,97		4,33
ITALIA	3,00	3,14	3,41	3,68	4,02	4,41	4,57	4,79
GRECIA	2,93	3,00	3,30	3,55	3,92	4,03	4,23	4,59
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	4,29	4,35	4,45	4,59	4,73		5,29	5,27
GIAPPONE	1,50	1,73	2,04	2,50	2,81	4,17	3,69	4,00
CINA	1,26	1,28	1,42	1,54	1,72			2,19
CANADA	2,92	3,05	3,27	3,44	3,66		3,92	4,05
NORVEGIA	4,71	4,66	4,48	4,43	4,47			
GRAN BRETAGNA	4,40	4,51	4,60	4,78	5,05	5,46	5,70	5,78
AUSTRALIA	4,52	4,49	4,55	4,71	4,93	5,17	5,38	5,46
NUOVA ZELANDA	3,60	3,81	4,15	4,38	4,67	5,04	5,26	

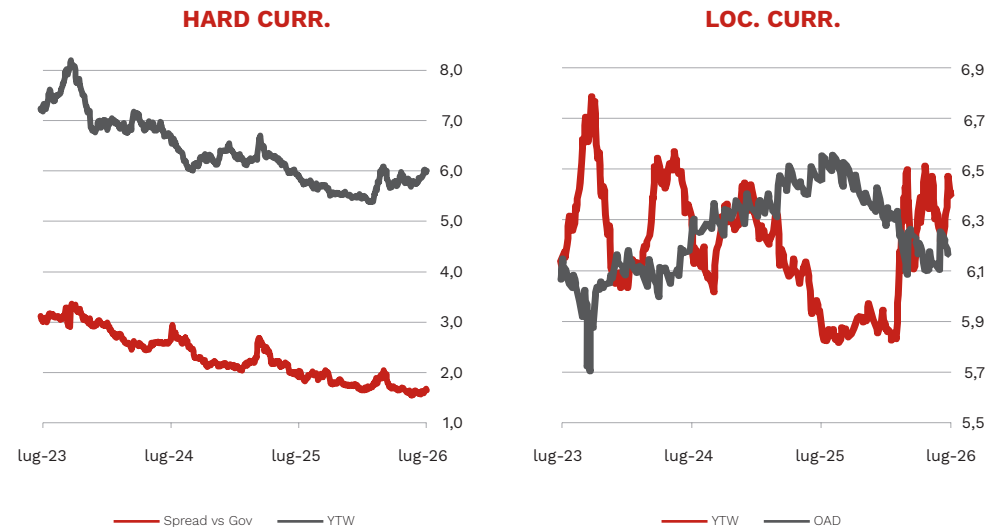
SPREAD CORPORATE INVESTMENT GRADE E HY



CURVE GOVERNATIVE FORWARD A 1 ANNO



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTE



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

FOREX

DOLLARO USA (USD)

Mantenimento dell'esposizione esistente, coerentemente con una view di debolezza ciclica ma non strutturale della valuta.

Dopo il FOMC di luglio, il mercato ha interpretato la comunicazione di Warsh come più accomodante del previsto, riducendo le aspettative di un rialzo imminente dei tassi e penalizzando il biglietto verde. Contestualmente, il rallentamento di alcuni dati macro USA e l'intervento congiunto USA-Giappone a sostegno dello JPY hanno accentuato la debolezza del dollaro. Tale movimento dovrebbe rappresentare un aggiustamento tattico piuttosto che l'inizio di una fase di strutturale indebolimento del USD. L'economia statunitense continua infatti a mostrare resilienza rispetto ad altre economie sviluppate; inoltre, il rischio di nuove pressioni inflazionistiche, alimentate dalle tensioni geopolitiche, potrebbe sostenere nuovamente la domanda della valuta nei prossimi mesi.

YEN GIAPPONESE (JPY)

Mantenimento delle posizioni in essere, in ottica di diversificazione.

Lo JPY ha guadagnato circa +3% contro USD nell'ultimo mese, dopo aver toccato minimi quarantennali. Il rimbalzo è stato innescato da un intervento congiunto storico tra Stati Uniti e Giappone — il primo in 15 anni — a sostegno della valuta. Tuttavia, nel breve periodo, il persistente differenziale dei rendimenti rispetto agli Stati Uniti continua a favorire strategie di *carry trade*, limitando il potenziale di apprezzamento del JPY. Nel medio-lungo periodo lo yen mantiene un profilo costruttivo, sostenuto dalle aspettative di ulteriore normalizzazione monetaria della BOJ e da un auspicabile rafforzamento della credibilità delle autorità giapponesi.

STERLINA INGLESE (GBP)

Approccio cauto, rivolto a non incrementare le posizioni.

Nel breve termine, il quadro appare moderatamente sfidante per la sterlina. Il posizionamento degli investitori continua a evidenziare una domanda di coperture contro un indebolimento della valuta britannica, mentre la BOE mantiene un approccio attendista, nonostante una minoranza del board continui a sostenere la necessità di condizioni monetarie più restrittive. Il rallentamento dell'inflazione e la graduale moderazione del mercato del lavoro riducono infatti l'urgenza di ulteriori interventi sui tassi. Su un orizzonte più ampio, la prospettiva di una politica monetaria ancora prudente potrebbe offrire un sostegno relativo alla GBP. Tuttavia, crescita contenuta e fondamentali macroeconomici poco dinamici ne limitano il potenziale di rafforzamento.

VALUTE EMERGENTI

Approccio selettivo.

Se da un lato le valute emergenti appaiono favorite da differenziali di rendimento ancora elevati e flussi alla ricerca di carry, la prospettiva di un ritorno nel medio periodo di un movimento di forza da parte dell'USD potrebbe penalizzarle. Le prospettive appaiono costruttive per le divise ad alto rendimento e per alcune valute asiatiche, che potrebbero beneficiare temporaneamente, nel breve, sia di un USD meno forte sia della tenuta della crescita regionale.

COMMODITIES

PETROLIO

Approccio cauto per possibile incremento della volatilità.

Il recente calo delle quotazioni del petrolio riflette il venir meno dei timori più immediati di un'escalation tra Stati Uniti e Iran e la prospettiva di una possibile soluzione diplomatica. Tuttavia, appare prematuro concludere che il premio al rischio geopolitico sia destinato a dissolversi rapidamente. I flussi attraverso lo Stretto di Hormuz non sono ancora tornati alla normalità e permangono rischi significativi sia nel Mar Rosso, con le minacce degli Houthis alle esportazioni saudite, sia sul fronte delle infrastrutture energetiche regionali. Nel breve termine il petrolio potrebbe restare volatile, e la presenza di numerosi punti di fragilità nell'offerta suggerisce cautela nell'ipotizzare un ribasso strutturale dei prezzi.

ORO

Mantenimento delle posizioni in essere, come strumento di diversificazione.

L'oro continua a beneficiare di un contesto in cui si insinua la possibilità che la Federal Reserve possa mantenere i tassi invariati, affidando parte della restrizione monetaria alle condizioni finanziarie di mercato. Una minore forward guidance e un maggiore ruolo del mercato contribuiscono a mantenere elevata l'incertezza macro-finanziaria. In questo contesto, l'oro dovrebbe continuare a svolgere efficacemente la propria funzione di bene rifugio e diversificatore di portafoglio. Pur non prefigurando necessariamente un forte rally, il quadro resta favorevole a quotazioni sostenute, soprattutto se i rendimenti reali dovessero rimanere contenuti e le tensioni geopolitiche continuassero a rappresentare una fonte di rischio per gli investitori.



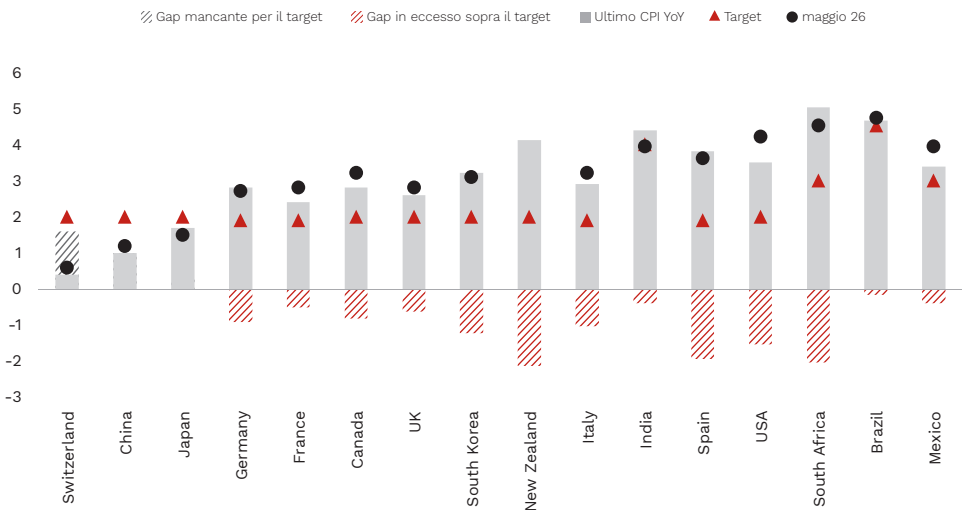
Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 31 luglio 2026.

ANNEX

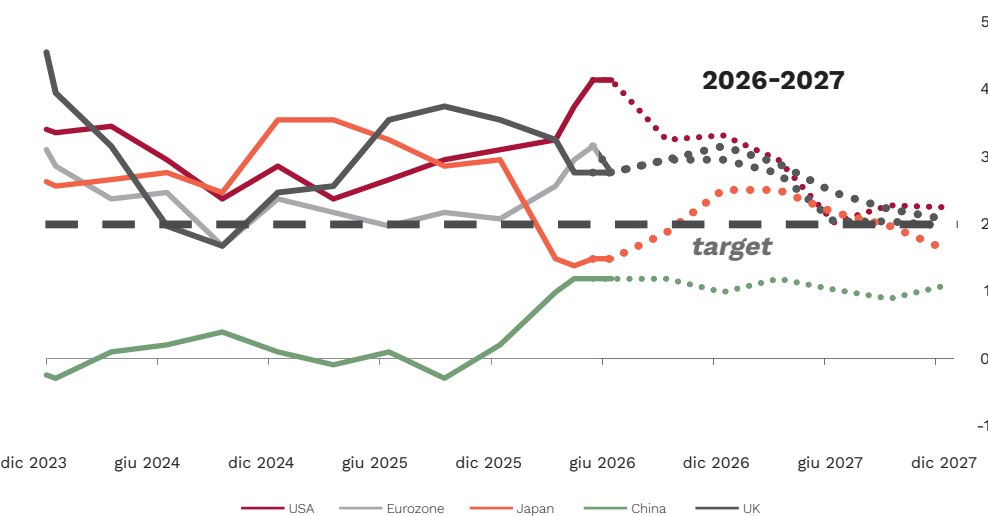
PREVISIONI DI CRESCITA

	2025	2026		2027	
		IMF*	GenAm**	IMF*	GenAm**
World	3,5	3 (-0,1)	2,8	3,4 (0,2)	3,0
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)	1,3
Germany	0,2	0,7 (-0,1)	0,7	1 (-0,2)	1,2
Italy	0,5	0,5 (=)	0,6	0,5 (=)	0,4
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)	2,1
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 (=)	

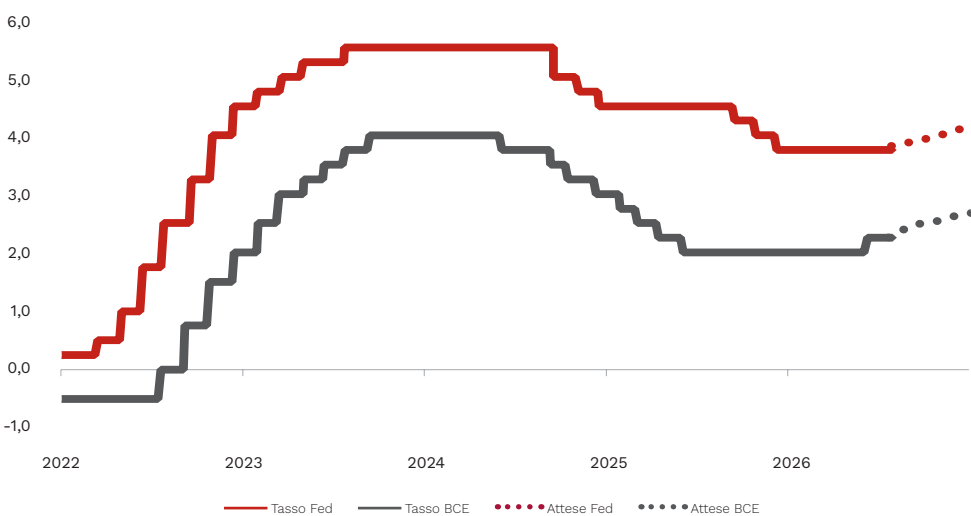
CPI (YOY%) - ULTIMO DATO VS TARGET BANCHE CENTRALI



CPI (YOY %) – ATTESE DI CONSENSUS

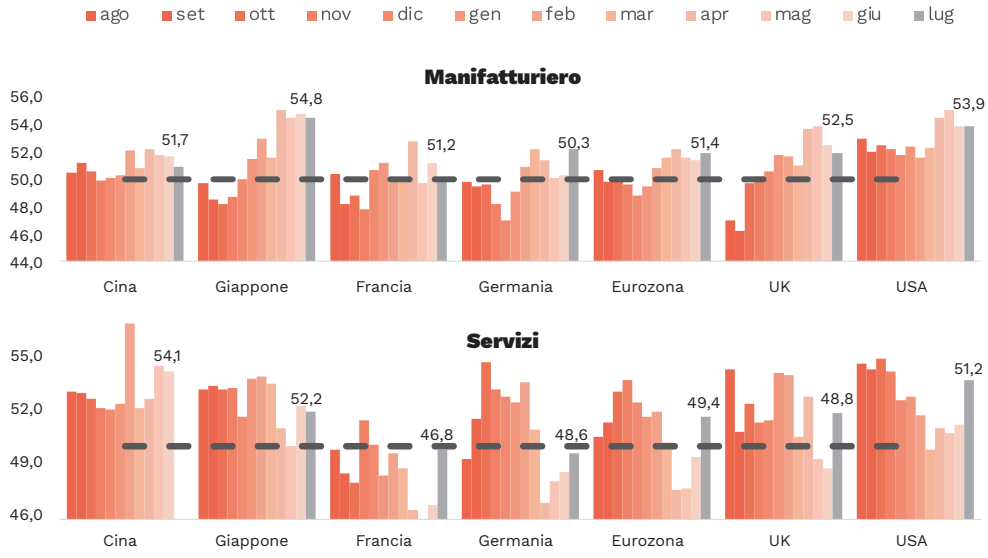


ANDAMENTO TASSI E ATTESE FUTURE

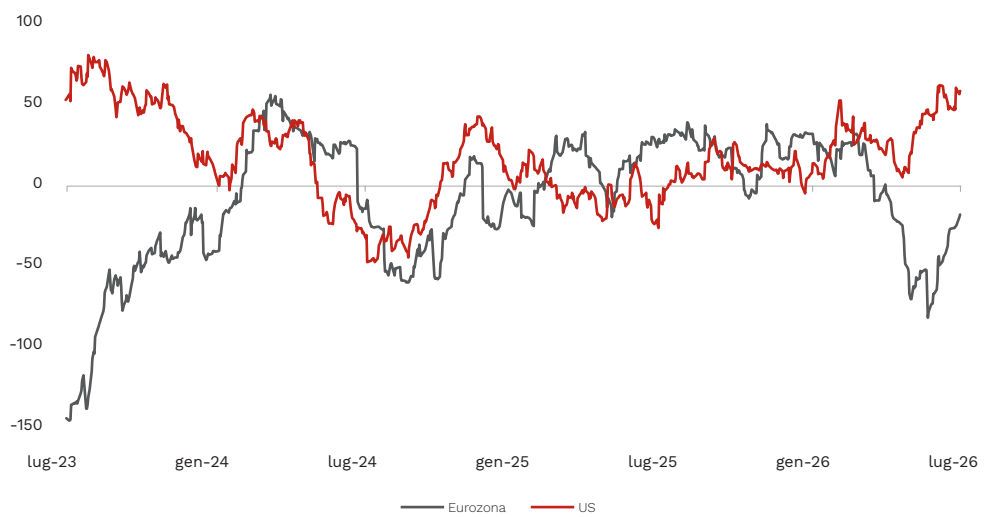


Fonte: BG Macro Research. *IMF – World Economic Outlook – 8 luglio 2026 (variaz. rispetto a WEO di aprile 2026). ** Generali Asset Management – Market Perspectives luglio 2026. Altri dati aggiornati al 31 luglio 2026.

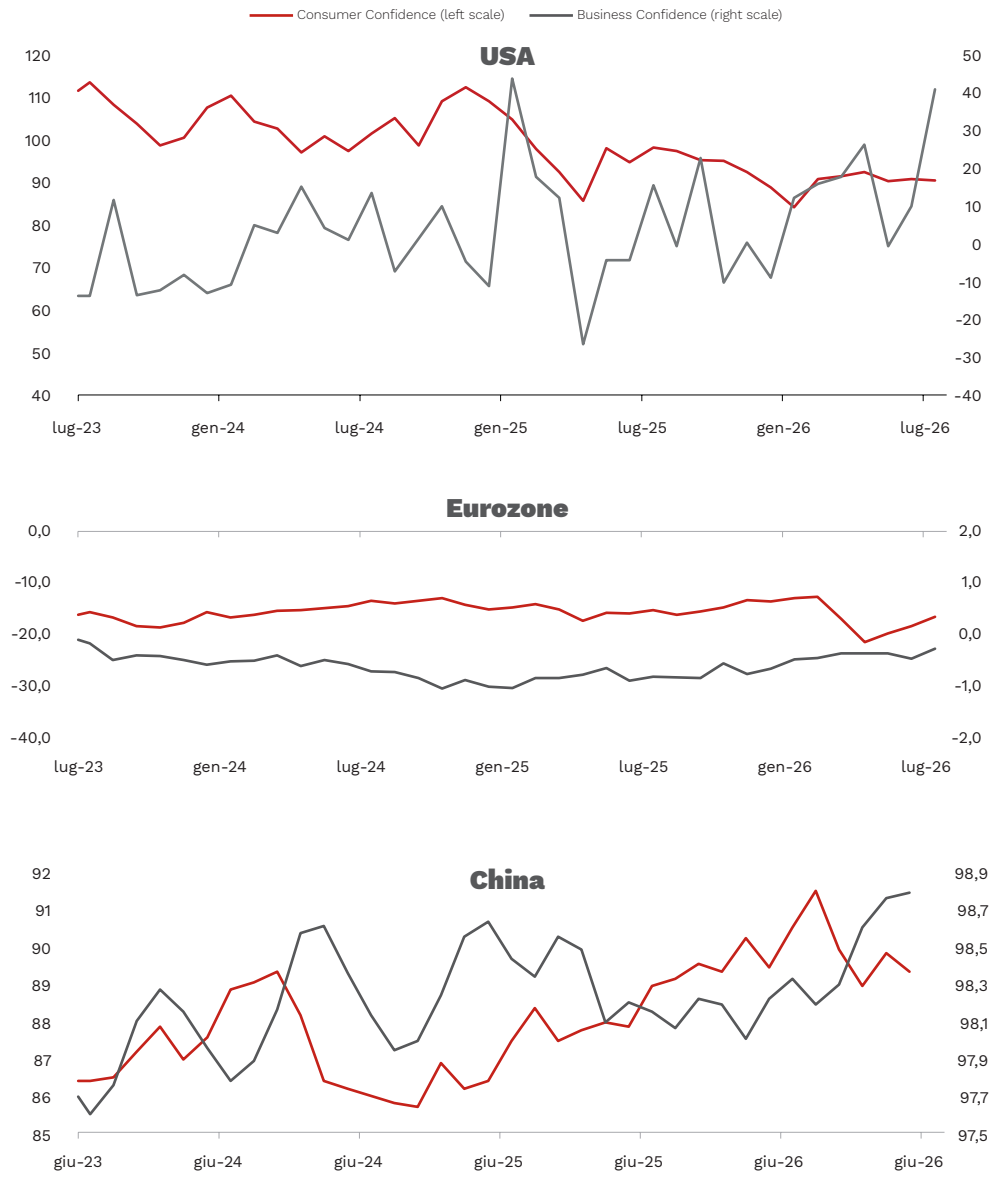
PMI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI



SURPRISE INDEX



INDICI DI FIDUCIA DI CONSUMATORI E IMPRESE



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