

Market Know-How | Secondo trimestre 2025

PUNTI PRINCIPALI

1

Uno scenario in rapido mutamento

I rischi al ribasso per la crescita sono aumentati e l'eccezionalismo statunitense viene messo a dura prova in un contesto di incertezza sulle politiche statunitensi e di risveglio dell'Europa.

2

I rischi stanno aumentando

La forte incertezza attorno alle politiche richiede a nostro avviso un'asset allocation più prudente, in cui i titoli di Stato possono fornire una buona copertura dai rischi per la crescita.

3

Mantenere un approccio attivo e diversificato

Crediamo che gli investitori debbano valutare l'opportunità di potenziare i loro portafogli con gli ETF attivi, ampliando l'esposizione azionaria e posizionandosi in vista di un potenziale rialzo del dollaro USA.

Nesso

L'onda di "dazi reciproci" annunciati dall'amministrazione Trump il 2 aprile ha innescato una nuova impennata dell'avversione al rischio, che ha inasprito ulteriormente il clima di incertezza tra gli investitori. Le economie, i mercati finanziari e gli sviluppi geopolitici sono sempre stati interconnessi. Tuttavia, negli ultimi anni il legame fra loro è diventato più complesso, sulla scia dell'introduzione da parte dei governi di dazi e altre misure protezionistiche in risposta a un panorama geopolitico più frammentato. Ciò comporta sfide complesse, ma crea anche nuove opportunità.

Il passaggio da un mondo dominato dall'unipolarità statunitense a un panorama geopolitico più frammentato e multipolare ha ricadute significative sia per i governi che per gli investitori. I recenti sviluppi hanno catalizzato investimenti rinviati a lungo in aree legate alla sicurezza e alla difesa, specialmente in Europa, con conseguenze tangibili per le dinamiche di bilancio, oltre che per i tassi di crescita e di inflazione delle diverse economie, ma anche per l'emissione di obbligazioni e per i flussi di capitale a livello globale – il cui impatto netto potrebbe essere una maggiore volatilità dei tassi di cambio in risposta a un nesso fluido tra sviluppi geopolitici ed economici. Per gli investitori, gli interrogativi sull'opportunità di coprire le esposizioni valutarie diventano fondamentali.

Analogamente, in un mondo in cui le performance delle diverse economie, asset class e settori potrebbero evidenziare una maggiore dispersione sia al loro interno sia fra loro, i solidi flussi verso le strategie di investimento puramente passive registrati finora potrebbero essere in parte soppiantati dalla domanda di strategie overlay più attive: in questo scenario, gli ETF attivi sembrano destinati a diventare componenti molto più utilizzati nei portafogli multi-asset.

Per le aziende con catene di fornitura internazionali complesse, le lezioni da trarre sia dalle esperienze debilitanti della pandemia che dalla recente disarmonia geopolitica comprendono la necessità di una migliore resilienza intrinseca dei processi produttivi. Ciò suggerisce una transizione continua e accelerata dai modelli di produzione "just in time" a basi industriali "just in case", che pongono l'enfasi sia sull'efficienza che sulla solidità. La conseguente adozione dei modelli "Cina+1" potrebbe favorire economie come l'India, che possono offrire un vasto bacino di manodopera qualificata e costi di produzione relativamente inferiori e sono ubicate in aree che non sono al centro degli attuali scontri geopolitici.

In questa edizione del Market Know-How, esaminiamo vari elementi del nesso tra geopolitica, economia e mercati finanziari, per individuare soluzioni non soltanto riguardo a *dove* investire e in *quali* asset class, ma anche su *come* investire. Ciascuna di queste dimensioni richiede un'attenta considerazione e, potenzialmente, una revisione degli approcci di investimento preesistenti.

Il presente materiale è rivolto a un pubblico che ha familiarità con i dati macroeconomici, le dinamiche di mercato, i trend settoriali ed altre condizioni economiche e di mercato generali. Per ulteriori informazioni, vi invitiamo a rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. I pareri e le opinioni espressi hanno meri fini informativi e non costituiscono una raccomandazione da parte di Goldman Sachs Asset Management di acquistare, vendere o detenere titoli. I pareri e le opinioni sono aggiornati ad aprile 2025, possono essere soggetti a modifiche e non devono essere interpretati come una consulenza di investimento. La presente promozione finanziaria è fornita da Goldman Sachs Asset Management B.V.

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Temi macro a breve termine

Ci aspettiamo che la crescita globale rimanga resiliente, in un quadro caratterizzato da solidi fondamentali del settore privato e da una politica monetaria più accomodante. Tuttavia, i rischi al ribasso sono aumentati e la narrazione attorno all'eccezionalismo statunitense, un importante driver dei mercati negli ultimi anni, viene messa a dura prova in un contesto di incertezza sulle politiche statunitensi e di risveglio dell'Europa.

Fine dell'eccezionalismo statunitense?

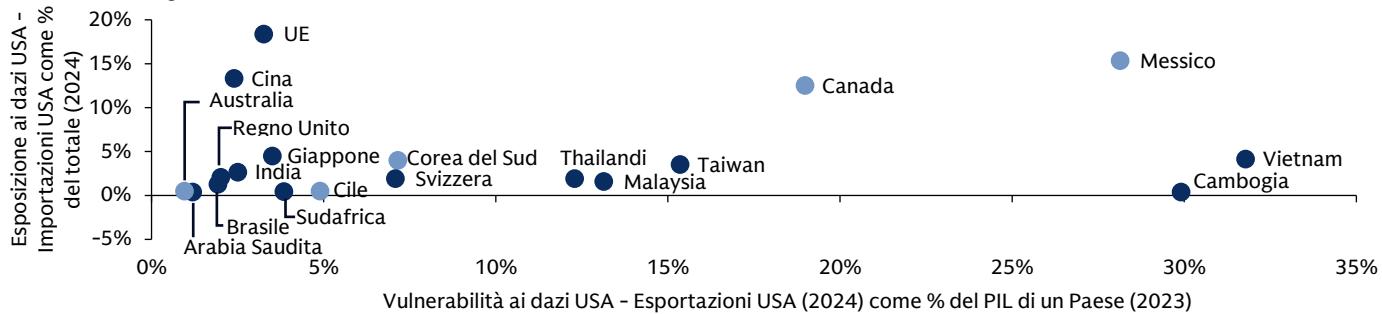
- Il nostro scenario di base continua a prevedere che, alla fine, l'incertezza attorno alle politiche e al commercio si attenuerà, permettendo alla crescita globale di rimanere resiliente, al processo disinflazionario di proseguire e alle banche centrali di continuare a tagliare i tassi di interesse, seppure con differenze a livello regionale. Tuttavia, gli ultimi dati hanno messo in discussione l'eccezionalismo statunitense.
 - Siamo sempre stati dell'idea che l'ordine di implementazione e i dettagli delle politiche dell'amministrazione Trump, uniti all'aumento degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA), avrebbero rappresentato importanti fattori di sostegno della crescita statunitense quest'anno. Dall'inizio del 2025, la posizione molto più intransigente sui dazi e i vasti tagli da parte del DOGE, nonché l'enfasi sull'austerità fiscale e il lancio di nuovi modelli di intelligenza artificiale (IA) in Cina, [hanno messo in discussione le aspettative di crescita dell'economia statunitense](#). Allo stesso tempo, il cambio di rotta senza precedenti della politica di bilancio tedesca, unito alla spesa per la difesa nell'UE, ha migliorato significativamente le prospettive per l'economia europea, suggerendo una riduzione del divario di crescita tra le due aree.

Dazi, dazi ovunque

- Il 2 aprile, il presidente Trump ha annunciato un vasto piano di dazi “reciproci” articolato in due fasi: l’introduzione a partire dal 5 aprile di una tariffa di base del 10% sulle importazioni da tutti i paesi (ad esclusione di Canada e Messico), seguita da dazi supplementari sui principali partner commerciali, tra cui Cina, India, Giappone e UE, dal 9 aprile. I nostri colleghi di Goldman Sachs Global Investment Research stimano che le tariffe reciproche e gli altri dazi annunciati dall’inizio dell’anno al netto della recente escalation delle tensioni commerciali con la Cina - dovrebbero far salire l’aliquota effettiva dei dazi statunitensi di 18,8 pp al 21% circa.

Vulnerabilità/Esposizione ai dazi statunitensi per paese

- Paesi con cui gli Stati Uniti hanno concluso un Accordo di libero scambio
 - Paesi con cui gli Stati Uniti non hanno concluso un Accordo di libero scambio



Fonte: Office of the United States Trade Representative, Macrobond e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2025.

- Se implementati e mantenuti anche successivamente alla pausa di 90 giorni annunciata il 9 aprile, i dazi potrebbero far aumentare in maniera sostanziale i rischi per la crescita negli Stati Uniti e a livello globale nel corso del prossimo anno, facendo salire allo stesso tempo l'inflazione e complicando potenzialmente la risposta delle banche centrali. Le stime indicano che i dazi annunciati finora potrebbero far aumentare l'inflazione PCE core statunitense di quasi il 2%, e, parallelamente, ridurre la crescita dell'1%-3%.
 - Le implicazioni durature a livello macro e di mercato dipenderanno da vari fattori, come la durata dei dazi proposti, la reazione degli altri paesi e possibili misure di supporto fiscale compensative. Ipotizzando reazioni limitate da parte degli altri governi, prevediamo che l'impatto negativo sulla crescita conterrà i rischi di inflazione al di fuori degli Stati Uniti, rafforzando le condizioni per un allentamento della politica monetaria in economie come l'Area Euro, il Regno Unito e i mercati emergenti. La Federal Reserve ha precedentemente indicato che l'inflazione legata ai dazi potrebbe essere "transitoria", suggerendo una disponibilità a

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

riprendere i tagli dei tassi di interesse in risposta ai rischi per la crescita. Tuttavia, considerando che l'inflazione resta superiore al target e che i rischi su questo fronte sono al rialzo, occorreranno prove più chiare di una debolezza del mercato del lavoro, dei consumi e degli investimenti delle imprese prima che la Fed possa intervenire in tale direzione.

L'Europa punta sulla difesa

- Dall'insediamento del Presidente Trump lo scorso gennaio, si parla sempre più di un possibile cessate il fuoco duraturo in Ucraina. Anche se l'impatto economico di una risoluzione del conflitto russo-ucraino dipenderà dal tipo di accordo raggiunto, un cessate il fuoco potrebbe imprimere slancio al PIL dell'Area Euro e favorire il calo dell'inflazione nella regione, se guidati da un ribasso significativo dei prezzi del gas naturale europeo, da un aumento della fiducia di consumatori e imprese e da una maggiore spesa per la ricostruzione.
- Anche nell'eventualità di un accordo di pace tra Russia e Ucraina, le tensioni geopolitiche rimarrebbero estremamente elevate, richiedendo una rivalutazione delle politiche di sicurezza e difesa dell'insieme dei paesi. Dato il minore supporto da parte degli Stati Uniti, sia la Germania che la Commissione europea hanno annunciato piani per incrementare la spesa per la difesa. In Germania, oltre a un fondo fuori bilancio da 500 miliardi di euro per finanziare ulteriori investimenti in infrastrutture e protezione climatica nell'arco di 12 anni e l'innalzamento dei limiti ai deficit degli Stati federali, l'Unione CDU/CSU, l'SPD e i Verdi hanno approvato un'esenzione dai limiti di freno al debito della spesa per la difesa eccedente l'1% del PIL. Allo stesso tempo, la Commissione europea ha annunciato che intende mobilitare quasi 800 miliardi di euro entro il 2030 "per un'Europa sicura e resiliente", di cui 150 miliardi di nuovo debito comune dell'UE destinati a prestiti agli Stati membri per finanziare capacità paneuropee in aree come la difesa aerea e missilistica, i sistemi di artiglieria, i missili, le munizioni, i droni e altre necessità, e altri 650 miliardi di euro di spazio di manovra aggiuntivo nei bilanci nazionali al di fuori del perimetro di applicazione della Procedura per disavanzi eccessivi.
- L'impatto economico della maggiore spesa per la difesa dipenderà naturalmente dal tipo di spesa e se riguarderà beni importati o prodotti localmente. L'Europa ha acquistato attrezzature militari per importi considerevoli da fornitori extra-UE immediatamente dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Ipotizzando che le importazioni di forniture militari vengano gradualmente sostituite da beni prodotti nell'UE e che la maggiore spesa si concentri inizialmente su attrezzature e infrastrutture, GIR stima che la spesa aggiuntiva per la difesa avrà un moltiplicatore fiscale di 0,5¹. Pertanto, un incremento cumulato di 800 miliardi di euro degli investimenti imprimerebbe una spinta pari a 400 miliardi di euro al PIL dell'UE, equivalente al 2,5% circa del PIL² su quattro anni. Poiché si prevede che "ReArm Europe" sarà finanziato in gran parte a livello nazionale, le finanze pubbliche saranno messe ulteriormente sotto pressione, con un rischio di rialzo dell'inflazione nel medio termine.

Cina: il meglio deve ancora venire

- A marzo i vertici politici cinesi hanno confermato il loro orientamento espansivo, indicando come maggiormente prioritari i consumi e il manifatturiero high tech, anche se le misure di stimolo annunciate finora hanno una portata inferiore rispetto ai pacchetti fiscali varati nel 2015 e nel 2020. Detto ciò, il Ministero delle Finanze ha accennato alla possibilità di finanziamenti extra-budget nei prossimi mesi se dovessero emergere rischi al ribasso per la crescita, e la PBOC ha menzionato un continuo allentamento monetario, anche se l'esatta tempistica dei tagli del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche cinesi e dei tassi di politica monetaria potrebbe dipendere in parte dall'andamento dei dati. Data la recente escalation delle tensioni con gli Stati Uniti ci aspettiamo che un pacchetto a supporto dell'economia sarà annunciato a breve. Prevediamo che la politica di governo rimarrà reattiva, ma anche più flessibile in risposta a un contesto esterno e politiche commerciali incerti.

Banche centrali: un esercizio di equilibrismo

- Le banche centrali sono impegnate in un difficile esercizio di equilibrismo quest'anno, dovendo bilanciare i rischi di inflazione legati ai dazi e all'ulteriore stimolo fiscale in alcuni paesi con i rischi per la crescita derivanti dall'incertezza sulle politiche e commerciali. Sebbene il nostro scenario di base indichi il proseguimento della disinflazione e dei tagli dei tassi di interesse, esiste il rischio di una riaccelerazione dell'inflazione statunitense a causa dei dazi, o di una stretta sull'immigrazione, che obbligherebbe la Fed a concludere anticipatamente il suo ciclo di riduzione dei tassi di interesse, anche in un contesto di ulteriore rallentamento dell'economia. Indipendentemente da ciò, riteniamo improbabile che la Fed tagli i tassi prima di giugno, considerando la forte incertezza sulle politiche di governo.
- Nell'Area Euro, gli argomenti a favore di un taglio dei tassi di interesse della BCE al di sotto del 2% si sono indeboliti dopo l'annuncio dei nuovi piani fiscali in Germania e a livello europeo. Detto ciò, i recenti annunci sui dazi hanno rafforzato le ragioni per allentare ulteriormente la politica monetaria della BCE. Infine, in Giappone, i dati recenti hanno confermato che l'inflazione sta diventando più radicata. Pertanto, ci aspettiamo un proseguimento della normalizzazione della politica monetaria nipponica, soprattutto se lo yen dovesse indebolirsi ulteriormente.

¹ <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/how-much-will-rising-defense-spending-boost-europes-economy>

² In base al dato Macrobond di 17.900 miliardi di euro per il PIL dell'UE nel 2024.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

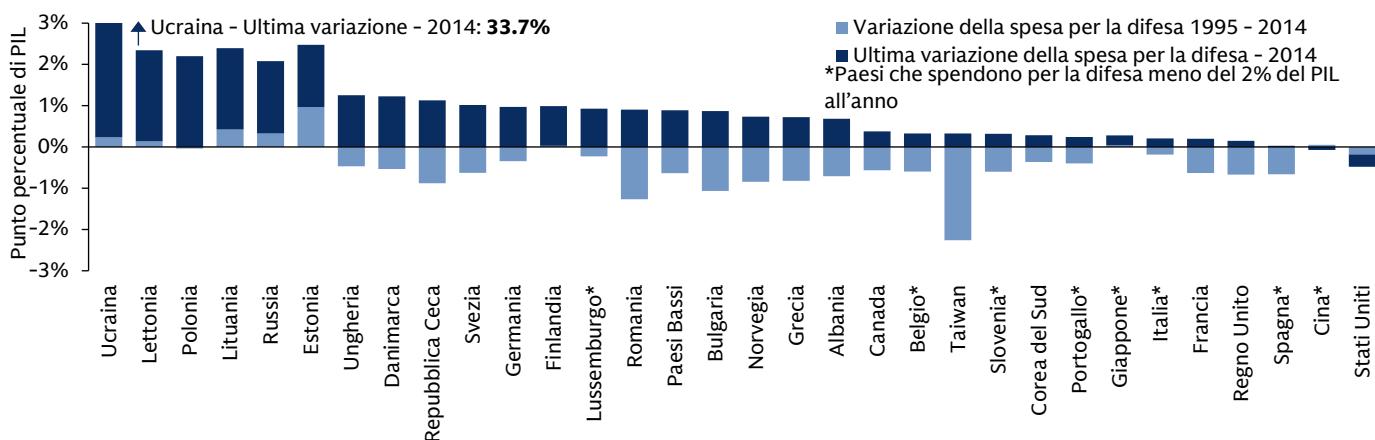
Temi macro a lungo termine

A nostro avviso, il prossimo ciclo economico sarà caratterizzato da una maggiore inflazione, tassi di interesse elevati e un'accresciuta volatilità macroeconomica, legati a sei fattori chiave. Di conseguenza, è opportuno che gli investitori posizionino i propri portafogli alla luce di queste dinamiche, riassunte nell'acronimo CHANGE.

CHANGE

Climate transition (transizione climatica) – High level of debt (livelli elevati di debito) – Ageing demographics (invecchiamento della popolazione) – New finance (nuova finanza) – Global fragmentation (frammentazione globale) – Evolving technology (progressi tecnologici)

Un contesto in continuo mutamento: l'instabilità geopolitica e il cambiamento delle priorità nazionali stanno imprimentando slancio alla spesa per la difesa a livello globale



Fonte: SIPRI, NATO e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2025. I dati relativi a Cina, Russia, Ucraina e Corea del Sud sono stime SIPRI. “Ultima” si riferisce al 2024 per tutti i Paesi ad eccezione di Giappone, Corea del Sud, India, Taiwan, Russia, Ucraina, Svizzera e Cina, per i quali i dati sono aggiornati al 2023. I dati disponibili per il 2024 sono stime NATO. Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino.

- L'instabilità geopolitica, le crescenti tensioni intercontinentali e la frammentazione globale hanno riportato la spesa per la difesa in cima alle priorità nazionali. Ciò ha condotto a un incremento significativo dei budget per la difesa in una serie di paesi, e prevediamo che questa tendenza proseguirà nel prossimo futuro. Crediamo che il clima di crescente incertezza legato al panorama geopolitico offra agli investitori opportunità macro e di mercato a lungo termine.
- Dopo l'annessione della Crimea da parte della Russia nel 2014, la Nato ha esortato i propri Stati membri ad allocare annualmente alla difesa il 2% dei rispettivi PIL entro il 2024. Si prevede che questo obiettivo aumenterà nei prossimi anni, sulla scia di un mutamento più ampio delle priorità di difesa a livello globale. Il conseguente incremento della spesa per la difesa è già evidente in molti Stati membri della Nato, in particolare Regno Unito e Germania. Più recentemente, la guerra in Ucraina ha causato un brusco risveglio dell'Europa, che ha portato a una rivalutazione delle strategie di sicurezza e a un rinnovato impegno a migliorare le capacità di difesa. Ciò si è tradotto in ulteriori incrementi della spesa militare in tutto il continente, con cambiamenti storici dei budget di difesa di paesi come la Germania in risposta alle minacce emergenti. Tuttavia, questa impennata della spesa per la difesa metterà sotto pressione le finanze pubbliche, specialmente in un momento in cui molti governi devono far fronte a livelli già elevati di debito pubblico.
- Il forte incremento della spesa per la difesa offre numerose opportunità di investimento in una gamma di asset class. Il settore della difesa e i compatti legati a esso (ad es. materiali, industria, ecc.) dovrebbero beneficiare dell'aumento della domanda. Anche le materie prime necessarie per la produzione di attrezzature di difesa (ad es. metalli industriali e terre rare) offrono interessanti percorsi di investimento in un contesto di espansione dell'attività manifatturiera legata alla difesa a livello globale. Con l'emissione di ulteriore debito pubblico per finanziare la spesa militare, i rendimenti dei titoli di Stato potrebbero aumentare, generando pressioni al ribasso sui prezzi. L'aggiornamento delle infrastrutture legate alle strutture militari offre ulteriori prospettive di investimento sui mercati sia pubblici che privati.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Temi di mercato

A nostro avviso, la forte incertezza sulle politiche giustifica un'asset allocation più prudente, in cui i titoli di Stato si riaffermano come valida copertura dai rischi per la crescita. Ciò detto, rimaniamo moderatamente positivi sull'azionario fino a fine anno, alla luce di una crescita globale resiliente, delle solide prospettive di utili e del continuo allentamento delle politiche monetarie delle principali banche centrali.

Decelerazione della crescita statunitense

Dopo quattro anni di crescita superiore alla media tendenziale, gli investitori hanno ricalibrato le loro aspettative riguardo a un rallentamento dell'economia USA, in quanto l'elevata incertezza commerciale potrebbe frenare gli investimenti domestici e pesare sulla fiducia dei consumatori. [I mercati azionari statunitensi riflettono ora un certo rallentamento](#) della crescita economica, ma rimangono vulnerabili a nuove sorprese negative che potrebbero giungere dai dati sull'attività economica.

Principali implicazioni

Gli investitori che temono una decelerazione più marcata della crescita potrebbero prendere in considerazione le azioni di società più difensive che distribuiscono dividendi, un'estensione della duration attraverso una maggiore esposizione a titoli obbligazionari a lungo termine e l'inserimento in portafoglio di investimenti alternativi come gli hedge fund multi-strategia o l'oro, che hanno offerto storicamente una certa protezione da questi episodi.

Riaccelerazione dell'inflazione

Le probabilità che l'inflazione si mantenga sopra il 2% sia negli Stati Uniti che nell'Area Euro sono aumentate, ma per ragioni differenti. Negli Stati Uniti, le prospettive di maggiori dazi, il rallentamento dell'immigrazione e le crescenti aspettative di inflazione potrebbero portare a un aumento più rapido dei prezzi al consumo, almeno nel breve termine. Nell'Area Euro, i pacchetti fiscali annunciati di recente potrebbero generare rinnovate pressioni inflazionistiche nel medio termine, se non accompagnati da un incremento della produttività.

Principali implicazioni

A nostro avviso, i diversificatori non tradizionali come oro, hedge fund a strategia trend-following e private asset offrono le migliori coperture tattiche dall'inflazione. Tuttavia, gli investitori possono anche modificare la loro esposizione core privilegiando il tratto a breve termine della curva dei rendimenti sui mercati obbligazionari e le azioni ad alto dividendo nell'azionario.

Cessate il fuoco in Ucraina

Un possibile cessate il fuoco in Ucraina potrebbe avere ripercussioni importanti per l'economia europea. Il sollievo geopolitico potrebbe imprimere slancio alla fiducia di imprese e consumatori, con un impatto positivo sulla crescita nell'Area Euro. I prezzi energetici europei potrebbero registrare un certo calo, ma al momento un totale ripristino dei flussi di gas russo attraverso il territorio ucraino appare poco probabile, il che riduce il potenziale effetto disinflazionistico.

Principali implicazioni

Le azioni europee (mercati sviluppati ed emergenti) potrebbero sovrapreformare grazie a uno slancio delle valutazioni. Data la portata della ricostruzione, è probabile che ne beneficiano anche le infrastrutture.

Ampie misure di stimolo in Cina

Le autorità cinesi hanno recentemente rafforzato il supporto all'economia, e crediamo che le misure di stimolo monetario e fiscale potrebbero essere ampliate ulteriormente data la recente escalation dei dazi.

Principali implicazioni

Le azioni cinesi sarebbero le principali beneficiarie di un ampio pacchetto di misure di stimolo, in particolare le azioni A cinesi che hanno segnato il passo rispetto alle azioni H da inizio anno. A nostro avviso, una crescita e consumi più solidi in Cina avrebbero un impatto positivo anche sul credito asiatico e sulle azioni europee.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

ETF attivi

PROSPETTIVE

La crescita degli ETF attivi

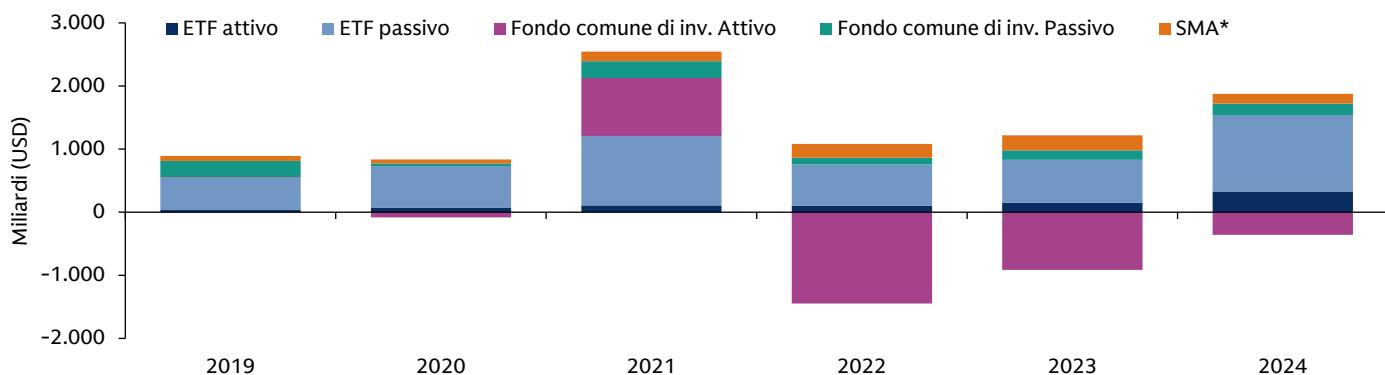
Negli ultimi anni gli exchange-traded fund (ETF) a gestione attiva hanno beneficiato di un interesse crescente da parte degli investitori. Nel 2024, i flussi verso gli ETF attivi sono più che raddoppiati rispetto ai livelli dell'anno precedente, e prevediamo che questa tendenza proseguirà. L'interesse crescente nei confronti della gestione attiva indica che, per gli investitori, questi prodotti rappresentano una valida soluzione a cui allocare una parte dei portafogli per raggiungere risultati che potrebbe essere difficile realizzare puntando unicamente sull'esposizione al beta. Se il mandato degli ETF passivi consiste nel replicare da vicino la performance dell'indice, le strategie attive sono concepite per raggiungere obiettivi specifici, come la generazione di alpha rispetto al benchmark definito, migliori livelli di reddito o un posizionamento volto a beneficiare delle dislocazioni di mercato legate alla duration e alla qualità creditizia degli emittenti. Riteniamo che gli ETF attivi possano completare un'allocazione totalmente passiva offrendo migliori caratteristiche di rischio e rendimento per i portafogli degli investitori.

I motivi a favore della gestione attiva si sono rafforzati

Le strategie di ETF attivi hanno effettivamente sovraperfornato l'insieme delle asset class nell'ultimo anno e, in mercati relativamente inefficienti come quelli obbligazionari e delle small cap, hanno generato rendimenti costantemente superiori negli ultimi dieci anni. La principale eccezione è l'universo large cap, dove l'eccessiva concentrazione e le valutazioni elevate rendono difficile sovraperformare i benchmark. Tuttavia, anche in quest'area l'esposizione attiva ha registrato risultati migliori negli ultimi due anni, in un contesto di accresciuta volatilità dei mercati. Alla luce della perdurante incertezza sulle politiche, dei maggiori rischi geopolitici e della volatilità macro, i motivi a favore di un'esposizione attiva appaiono a nostro avviso ancora più solidi.

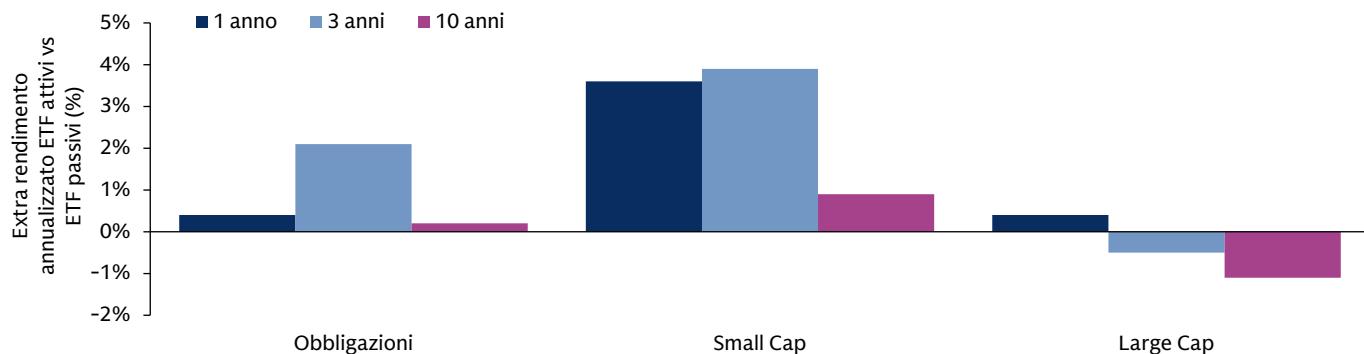
SOLUZIONI

I flussi verso gli ETF attivi sono più che raddoppiati a livello globale nel 2024



Fonte: Morningstar e Goldman Sachs Asset Management. I fondi considerati sono domiciliati in tutto il mondo. "SMA" (Separately Managed Accounts) si riferisce alle gestioni separate. I flussi relativi alle SMA sono al terzo trimestre 2024. Al 1° aprile 2025.

Gli ETF attivi hanno sovraperfornato l'esposizione passiva negli ultimi anni



Fonte: Morningstar e Goldman Sachs Asset Management. I fondi considerati sono domiciliati in tutto il mondo. Il grafico considera i rendimenti mediani per tutti i fondi di ciascuna categoria fino al 31 dicembre 2024. Si vedano le note supplementari a pagina 14. Al 1° aprile 2025.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Azioni indiane

PROSPETTIVE

Beneficiare dell'interessante storia di crescita dell'India

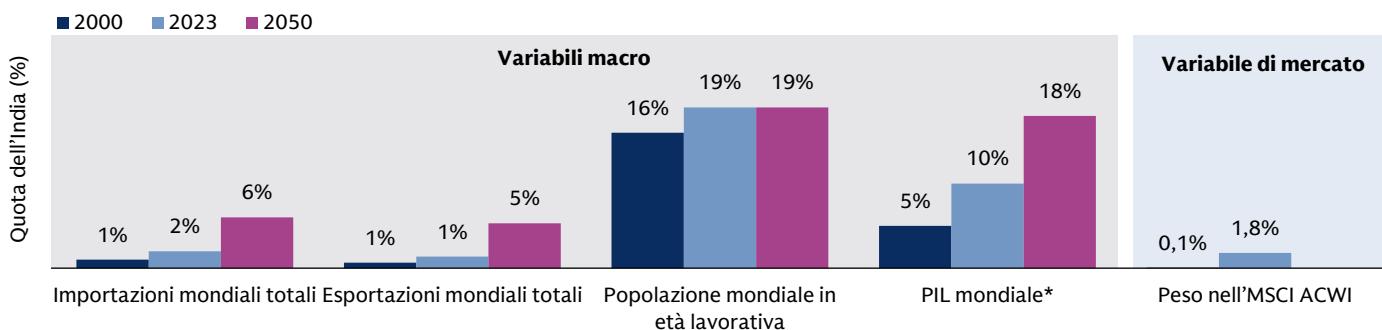
La crescente incertezza globale legata all'escalation delle tensioni commerciali, ai maggiori rischi geopolitici e al continuo disallineamento economico tra Stati Uniti e Cina suggerisce di allocare il capitale a economie strutturalmente e fondamentalmente solide nel lungo termine, in qualche modo meno esposte ad alcune di queste dinamiche e, potenzialmente, persino avvantaggiate da esse. Crediamo che la storia di crescita dell'India rappresenti una di queste opportunità di investimento. I robusti fondamentali sottostanti, come le dinamiche demografiche favorevoli, l'aumento del reddito pro capite e le continue riforme strutturali, dovrebbero assicurare il costante aumento della quota indiana degli scambi commerciali e della crescita globali. Fonti di settore prevedono che, entro il 2050, l'India rappresenterà a livello globale il 6% delle importazioni, il 5% delle esportazioni, il 19% della popolazione in età lavorativa e il 18% del PIL. Eppure, l'Indice MSCI India rappresenta tuttora meno del 2% della capitalizzazione di mercato dell'MSCI ACWI. In un contesto di espansione dell'economia, ci aspetteremmo che il mercato azionario cresca in parallelo. In effetti, una forte crescita del PIL si è storicamente tradotta in una solida crescita degli EPS delle azioni indiane.

Valutazioni: un enigma in via di risoluzione

Crediamo che questo sia un buon momento per beneficiare della storia di crescita dell'India. Negli ultimi anni, le valutazioni elevate hanno rappresentato un ostacolo sostanziale per gli investitori che intendevano inserire azioni indiane in portafoglio. Dopo la recente correzione, il rapporto prezzo/utili attesi a un anno dell'MSCI India è sceso sotto la sua media decennale per la prima volta in due anni. Inoltre, sebbene gli investitori esteri abbiano tratto profitto dalle loro posizioni dopo anni di solide performance, gli investitori domestici stanno approfittando della correzione comprando sui minimi, il che dovrebbe limitare il ribasso delle quotazioni. In più, le famiglie indiane sono sottoesposte al mercato azionario e sovraesposte alla liquidità rispetto ad altri mercati emergenti. Con il taglio dei tassi di interesse della RBI, riteniamo che la riallocazione della ricchezza delle famiglie dai depositi bancari alle azioni possa rappresentare un ulteriore fattore strutturale positivo per l'azionario indiano.

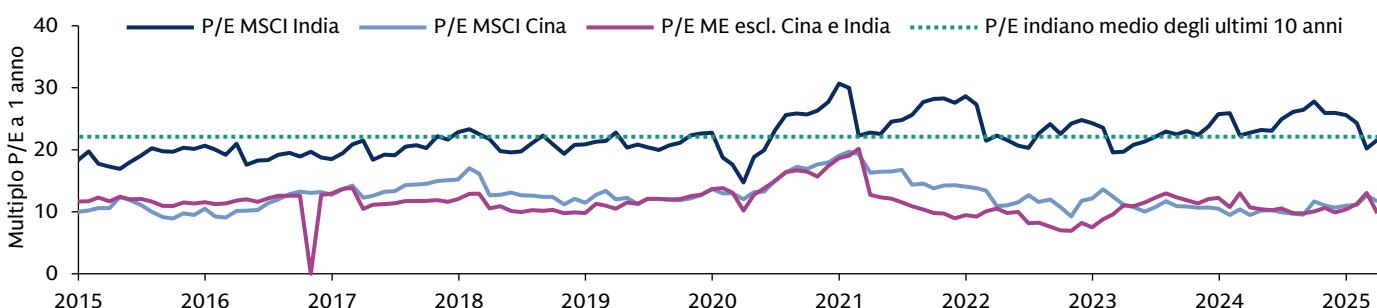
SOLUZIONI

Il contributo dell'India alla crescita e al commercio globali è atteso in crescita



Fonte: Bloomberg, Banca mondiale, OCSE, Department of Business and Trade (Regno Unito) e Goldman Sachs Asset Management. *PIL basato sulla parità del potere di acquisto in USD del 2015. Si vedano le note supplementari a pagina 14. Al 1° aprile 2025.

Le azioni indiane quotano a sconto rispetto alla media decennale del multiplo P/E atteso a 1 anno



Fonte: Bloomberg e Goldman Sachs Asset Management. Dati mensili; ultimi dati a marzo 2025. "P/E" si riferisce al rapporto prezzo/utili. Al 1° aprile 2025.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

VALUTE

PROSPETTIVE

Una valutazione della sensibilità del dollaro USA all'incertezza commerciale

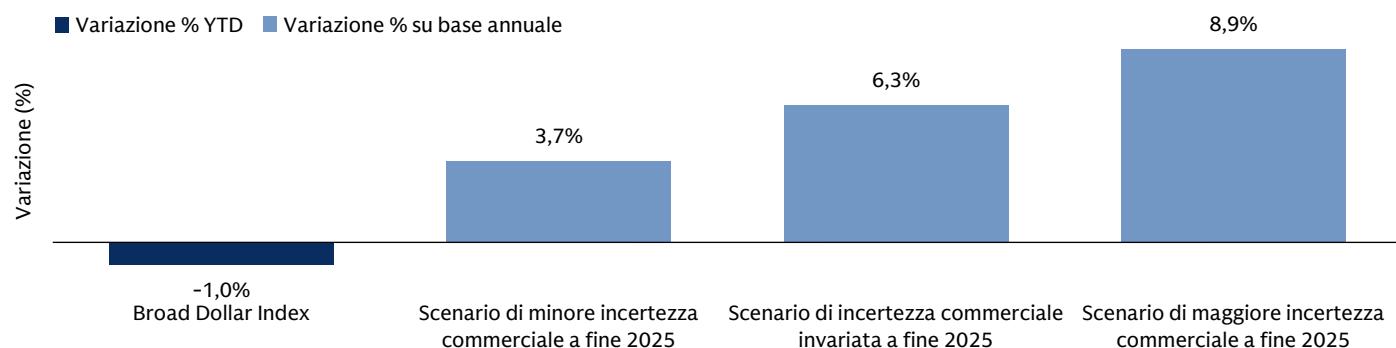
Le diffuse aspettative di inizio anno su un perdurante eccezionalismo economico e di mercato statunitense sono state messe in discussione, come evidenzia la debole performance del dollaro nonostante l'incertezza commerciale. La crescita più lenta negli Stati Uniti, il miglioramento delle prospettive economiche in Europa e i ritardi nell'implementazione dei dazi sono tutti fattori che hanno contribuito a tale andamento. Ciò ha sorpreso molti investitori, in quanto la relazione storica fra l'incertezza commerciale e la valuta statunitense è stata generalmente positiva. In effetti, un'analisi della regressione semplice suggerirebbe un dollaro più forte dati gli attuali livelli di incertezza commerciale, a parità di tutti gli altri fattori. Ciò detto, una preoccupazione sempre più diffusa tra gli investitori è che i dazi frenino l'espansione economica negli Stati Uniti più che in altri paesi. Un quadro di crescita più modesta dell'economia statunitense è generalmente associato a un dollaro più debole, a meno che il rallentamento non si trasformi in uno shock di crescita negativo che si diffonde al resto del mondo, innescando la coda rialzista del "dollar smile" (sorriso del dollaro). Un ulteriore indebolimento dell'USD presupporrebbe un rallentamento dell'economia statunitense più marcato e idiosincratico di quanto prevediamo attualmente.

Coprirsi o non coprirsi, questo è il dilemma

Gli investitori potrebbero chiedersi se sia prudente coprirsi da ulteriori possibili movimenti valutari. Per gli asset denominati in dollari, la decisione di coprire o meno l'esposizione valutaria per un investitore non statunitense dipenderà dai costi di copertura. Ipotizzando ritorsioni tariffarie contenute da parte degli altri paesi, prevediamo che l'impatto negativo sulla crescita supererà i rischi di inflazione al di fuori degli Stati Uniti, rafforzando le ragioni per indurre le banche centrali di economie come Area Euro, Regno Unito e mercati emergenti ad allentare le rispettive politiche monetarie, alleviando in parte la pressione al ribasso sull'USD. Di conseguenza, non raccomandiamo una copertura a meno che i costi siano sufficientemente bassi o negativi. Naturalmente, ciò presuppone che l'investitore sia disposto ad accettare una possibile volatilità aggiuntiva legata alle fluttuazioni dei tassi di cambio. Raccomandiamo generalmente di inserire in portafoglio asset di diversificazione e mitigazione del rischio che possono fungere da copertura.

SOLUZIONI

Impatto sul dollaro dell'incertezza commerciale in differenti scenari in base a un'analisi della regressione



Fonte: Bloomberg, Macrobond e Goldman Sachs Asset Management. Si vedano le note supplementari a pagina 14. Al 1° aprile 2025.

Sfruttare il potenziale di copertura



Fonte: Bloomberg e Goldman Sachs Asset Management. Il costo della copertura ipotizza l'assenza di costi di transazione ed è calcolato come spot/forward a 12 mesi – 1. Il grafico considera i tassi di cambio USD/valuta di denominazione locale. Al 1° aprile 2025.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Performance relativa delle varie asset class per anno solare

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
Performance migliore	Obbl. high yield globali 14,3%	Azioni Merc. Emergenti 37,3%	Obbligazioni globali 1,8%	Azioni large cap statunitensi 30,7%	Azioni Merc. Emergenti 18,3%	Materie prime 40,4%	Materie prime 26,0%	Azioni large cap statunitensi 25,7%	Azioni large cap statunitensi 24,5%	Azioni Europa 10,5%
	Azioni small cap globali 12,7%	Azioni Europa 25,5%	Macro/ Tactical Hedge Funds	Azioni small cap globali 26,2%	Azioni large cap statunitensi 17,8%	Immobiliare globale 35,3%	Macro/ Tactical Hedge Funds 6,4%	Azioni Giappone 20,3%	Materie prime 9,2%	Azioni Regno Unito 9,4%
	Materie prime 11,4%	Azioni Giappone 24,0%	Hedge Funds -4,0%	Immobiliare globale 24,3%	Azioni small cap globali 16,0%	Azioni large cap statunitensi 28,2%	Hedge Funds -5,3%	Azioni Europa 19,9%	Obbl. high yield globali 9,2%	Materie prime 4,9%
	Azioni large cap statunitensi 11,2%	Azioni small cap globali 22,7%	Immobiliare globale -4,1%	Azioni Europa 23,8%	Azioni Giappone 14,5%	Azioni Regno Unito 17,4%	Azioni Regno Unito -6,4%	Azioni small cap globali 15,8%	Hedge Funds 9,1%	Immobiliare globale 4,3%
	Azioni Merc. Emergenti 11,2%	Azioni Regno Unito 22,6%	Obbl. high yield globali -4,1%	Azioni Regno Unito 22,1%	Hedge Funds 10,9%	Azioni Europa 16,3%	Obbligazioni globali -11,2%	Obbl. high yield globali 14,0%	Azioni Giappone 8,3%	Azioni Merc. Emergenti 2,9%
	Immobiliare globale 10,2%	Azioni large cap statunitensi 21,1%	Debito Mercati Emergenti -4,6%	Azioni Giappone 19,6%	Obbl. high yield globali 7,0%	Azioni small cap globali 15,8%	Obbl. high yield globali -12,7%	Azioni Regno Unito 13,9%	Azioni small cap globali 8,2%	Debito Mercati Emergenti 2,3%
	Debito Mercati Emergenti 6,6%	Obbl. high yield globali 10,4%	Azioni large cap statunitensi -4,9%	Azioni Merc. Emergenti 18,4%	Debito Mercati Emergenti 5,9%	Hedge Funds 6,2%	Azioni Europa -15,1%	Debito Mercati Emergenti 10,4%	Azioni Regno Unito 7,6%	Obbl. high yield globali 1,8%
	Obbligazioni globali 3,9%	Debito Mercati Emergenti 9,3%	Azioni Giappone -12,9%	Materie prime 17,6%	Obbligazioni globali 5,6%	Macro/ Tactical Hedge Funds 3,4%	Debito Mercati Emergenti -16,5%	Immobiliare globale 10,3%	Azioni Merc. Emergenti 7,5%	Obbligazioni globali 1,2%
	Azioni Giappone 2,4%	Hedge Funds 7,8%	Materie prime -13,8%	Debito Mercati Emergenti 14,4%	Azioni Europa 5,4%	Azioni Giappone 1,7%	Azioni Giappone -16,6%	Azioni Merc. Emergenti 9,8%	Debito Mercati Emergenti 5,7%	Hedge Funds 0,5%
	Hedge Funds 0,5%	Immobiliare globale 6,8%	Azioni small cap globali -13,9%	Obbl. high yield globali 12,6%	Macro/ Tactical Hedge Funds 4,8%	Obbl. high yield globali 1,0%	Azioni large cap statunitensi -18,5%	Obbligazioni globali 7,1%	Macro/ Tactical Hedge Funds 4,6%	Azioni Giappone 0,3%
Performance peggiore	Azioni Regno Unito -0,2%	Materie prime 5,8%	Azioni Regno Unito -14,0%	Hedge Funds 8,4%	Azioni Regno Unito -9,0%	Obbligazioni globali -1,4%	Azioni small cap globali -18,8%	Hedge Funds 6,1%	Obbligazioni globali 3,4%	Macro/ Tactical Hedge Funds -0,4%
	Azioni Europa -0,4%	Obbligazioni globali 3,0%	Azioni Merc. Emergenti -14,6%	Obbligazioni globali 8,2%	Immobiliare globale -9,2%	Debito Mercati Emergenti -1,5%	Azioni Merc. Emergenti -20,1%	Macro/ Tactical Hedge Funds -0,9%	Immobiliare globale 2,3%	Azioni small cap globali -3,7%
	Macro/ Tactical Hedge Funds -1,0%	Macro/ Tactical Hedge Funds 2,4%	Azioni Europa -14,9%	Macro/ Tactical Hedge Funds 5,7%	Materie prime -23,7%	Azioni Merc. Emergenti -2,5%	Immobiliare globale -24,0%	Materie prime -4,3%	Azioni Europa 1,8%	Azioni large cap statunitensi -4,4%

Fonte: Bloomberg, Macrobond e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2025. Questo esempio ha un valore puramente illustrativo ed è inteso mostrare la dispersione delle performance tra le diverse asset class nel tempo, nonché la potenziale importanza della diversificazione. La diversificazione è un processo che consiste nell'allocare il capitale in modo da ridurre l'esposizione a un particolare asset o singolo rischio. La diversificazione non protegge gli investitori dai rischi di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. Si vedano le note supplementari alle pagine 12 e 15 del presente documento.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Soluzioni di mercato

In un mondo dominato dall'incertezza macroeconomica e politica, una gamma di asset class può offrire potenziali soluzioni

	Soluzioni a breve-medio termine	Soluzioni a lungo termine	
	Scenario di base	Principali rischi di rialzo/ribasso >2 anni	
Contesto di investimento	<p>Macro</p> <ul style="list-style-type: none"> Ulteriori dazi su prodotti specifici di una vasta gamma di paesi e dazi reciproci selezionati, anche verso l'UE La disinflazione prosegue a livello globale Ulteriore allentamento monetario a livello globale 	<ul style="list-style-type: none"> Decelerazione della crescita statunitense Riaccelerazione dell'inflazione Cessate il fuoco in Ucraina Ampie misure di stimolo in Cina 	<ul style="list-style-type: none"> Inflazione più elevata, tassi di interesse più alti e accresciuta volatilità macro <p>Temi (CHANGE)</p> <ul style="list-style-type: none"> <i>Climate transition</i> (transizione climatica) <i>High level of debt</i> (livelli elevati di debito) <i>Ageing population</i> (invecchiamento della popolazione) <i>New finance</i> (nuova finanza) <i>Global fragmentation</i> (frammentazione globale) <i>Evolving technology</i> (progressi tecnologici)
Principali soluzioni di investimento	<p>Obbligazioni</p> <ul style="list-style-type: none"> Obbligazioni core Debito Mercati Emergenti 	<ul style="list-style-type: none"> Obbligazioni core Short duration negli Stati Uniti Credito europeo Credito asiatico 	<ul style="list-style-type: none"> Obbligazioni a medio termine Green bond Debito Mercati Emergenti
	<p>Azioni</p> <ul style="list-style-type: none"> Indice equiponderato statunitense Small cap globali Giappone Europa Mercati Emergenti 	<ul style="list-style-type: none"> MS difensivi Giappone Europa Azioni A cinesi 	<ul style="list-style-type: none"> Rinascita industriale (titoli industriali) Digitalizzazione e IA (Tech) Crescente necessità di servizi sanitari (healthcare) Risorse naturali (materiali ed energia)
	<p>Investimenti alternativi</p> <ul style="list-style-type: none"> Infrastrutture Hedge fund 	<ul style="list-style-type: none"> Hedge fund Infrastrutture Metalli industriali 	<ul style="list-style-type: none"> Materie prime energetiche e industriali Private asset Hedge fund Trend e Multi-strategia
	<p>Valute</p> <ul style="list-style-type: none"> Lieve forza del dollaro 	<ul style="list-style-type: none"> Positivi sul dollaro Positivi sul dollaro Negativi sul dollaro Negativi sul dollaro 	<ul style="list-style-type: none"> Negativi sul dollaro

Fonte: Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2025. Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

AUTORI

**James Ashley**

International Head of
Strategic Advisory Solutions

**Simona Gambarini**

Senior Market Strategist

James è a capo del team International Market Strategy e ha la responsabilità di elaborare idee d'investimento e formulare prospettive sugli sviluppi più recenti dei mercati internazionali.

Simona fa parte del team International Market Strategy ed è responsabile della formulazione di prospettive top-down sul contesto macro, sui mercati e sugli sviluppi geopolitici per aiutare i clienti ad affrontare mercati dinamici.

**Adrien Forrest**

Senior Market Strategist

Adrien fa parte del team International Market Strategy, con responsabilità di analisi delle dinamiche macroeconomiche e di consulenza sulle strategie di investimento.

Sanyam Garg, Market Strategist

Paul Gabard, Market Strategist

Per ulteriori approfondimenti, vi invitiamo a visitare il nostro sito web am.gs.com.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Glossario

AZIONI

Il **Dow Jones US Select Real Estate Securities Index** rappresenta le società che sono sia proprietarie di beni immobiliari sia operatori del mercato immobiliare negli Stati Uniti.

Il **FTSE 100 Index** è un indice azionario delle 100 blue chip a maggiore capitalizzazione quotate presso la London Stock Exchange.

Il **GPR 250 REIT Index** è un sottoinsieme del GPR 250 Index che copre tutte le società con una struttura simile ai REIT. Grazie all'applicazione coerente di regole per l'inclusione delle società, il GPR 250 REIT Index fornisce una rappresentazione sostenibile del mercato globale dei Real Estate Investment Trust.

L'**MSCI Emerging Markets Equity Index** è un indice basato sulla capitalizzazione di mercato corretta per il flottante, concepito per misurare la performance dei mercati azionari emergenti.

L'**MSCI Europe Index** rappresenta le azioni ad alta e media capitalizzazione di 15 Mercati sviluppati (MS) in Europa*. Composto da 420 titoli, l'indice copre l'85% circa della capitalizzazione di mercato ponderata sul flottante dell'universo azionario dei Mercati Sviluppati europei.

L'**MSCI Japan Index** misura la performance dei segmenti ad alta e media capitalizzazione del mercato azionario giapponese. Composto da 217 titoli, l'indice copre l'85% circa della capitalizzazione di mercato ponderata sul flottante in Giappone.

L'**MSCI World Small Cap Index** rappresenta le azioni a bassa capitalizzazione di 23 Mercati Sviluppati (MS)*. Composto da 4.116 titoli, l'indice copre il 14% circa della capitalizzazione di mercato ponderata sul flottante in ciascun paese.

Il **Russell 2000 Index** misura la performance del segmento a ridotta capitalizzazione dell'universo azionario statunitense. Il Russell 2000 Index costituisce un sottoinsieme del Russell 3000 Index, e rappresenta circa il 10% della capitalizzazione di mercato totale di tale indice. Comprende circa 2000 dei titoli minori in base a una combinazione della rispettiva capitalizzazione di mercato e l'attuale appartenenza all'indice.

L'**S&P 500 Index** è lo Standard & Poor's 500 Composite Stock Prices Index di 500 azioni, un indice non gestito dei prezzi delle azioni ordinarie. I dati relativi all'indice non riflettono la detrazione di eventuali commissioni, spese o imposte. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito.

L'**S&P Developed ex-US Property Index** misura la performance di società operanti nel settore immobiliare con sede al di fuori degli Stati Uniti.

L'**S&P Developed ex-US Small Cap Index** copre il 15% delle società dei paesi sviluppati (esclusi gli Stati Uniti) corrispondente agli emittenti a più bassa capitalizzazione.

OBBLIGAZIONI

Il **Bloomberg US Aggregate Bond Index** rappresenta un portafoglio diversificato non gestito di titoli obbligazionari, inclusi titoli del Tesoro USA, obbligazioni societarie investment grade e titoli garantiti da ipoteca e da attività statunitensi.

Il **Bloomberg Global Aggregate Bond Index** è uno dei principali indici del debito investment grade globale di molteplici mercati in valuta locale. L'indice comprende titoli di Stato, titoli di enti pubblici, obbligazioni societarie e titoli a tasso fisso garantiti di emittenti dei mercati sviluppati ed emergenti.

Il **Bloomberg Global High Yield Index** fornisce un'ampia misura del mercato globale delle obbligazioni high yield.

Il **Credit Suisse Leveraged Loan Index** mostra l'andamento del mercato dei prestiti a leva oggetto di investimenti, rappresentando i prestiti non investment grade senior garantiti denominati in USD e negoziabili.

L'**ICE BofA 1-3 Month US Treasury Bill Index** misura la performance di una singola emissione di Treasury in circolazione con la scadenza più prossima ai tre mesi, ma non oltre, dalla data di ribilanciamento.

Il **J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Core** (EMBIG CORE) replica gli strumenti di debito liquidi a tasso fisso e variabile dei mercati emergenti denominati in dollari USA emessi da organismi sovrani e quasi sovrani.

Il **J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index** esprime la performance delle obbligazioni denominate in dollari di emittenti societari dei Mercati Emergenti.

Un **Treasury statunitense** è un titolo di debito garantito dal governo degli Stati Uniti e i relativi interessi corrisposti sono esenti da imposte statali e locali. Tuttavia, gli interessi liquidati non sono esenti dalle imposte federali.

ALTRO

IA si riferisce all'intelligenza artificiale.

Punti base (bps) si riferisce a un'unità rappresentata da un centesimo di punto percentuale.

Il **Bloomberg Commodity Index** offre un'esposizione liquida alle commodity fisiche mediante contratti future e mira a fornire un profilo di rischio/rendimento interessante nel tempo, assicurando al contempo che nessuna singola commodity o settore possa influenzare l'investimento in misura preponderante.

Unione CDU/CSU si riferisce all'Unione Cristiano-Democratica/Unione Cristiano-Sociale.

CEE (Central and Eastern Europe) si riferisce all'Europa centro-orientale.

Core CPI si riferisce all'indice dei prezzi al consumo core.

MS si riferisce ai Mercati Sviluppati.

BCE si riferisce alla Banca centrale europea.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

ME si riferisce ai Mercati Emergenti.

ETF si riferisce agli Exchange-Traded Fund.

FX si riferisce ai tassi di cambio.

PIL si riferisce al Prodotto Interno Lordo.

L'HFR Fund of Funds Composite Index è un indice a ponderazione equa, al netto delle commissioni, composto da circa 800 fondi di fondi monitorati da HFR.

L'HFRX Macro CTA Index misura la performance del mercato degli hedge fund, in cui i gestori di strategie macro si avvalgono di una vasta gamma di strategie. Nell'ambito di queste strategie, il processo di investimento si basa sui movimenti delle variabili economiche sottostanti e sul loro impatto sui mercati azionari, obbligazionari, delle valute forti e delle materie prime.

MSCI ACWI si riferisce all'MSCI All Country World Index.

NATO (North Atlantic Treaty Organisation) si riferisce all'Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord.

PBOC (People's Bank of China) si riferisce alla Banca Popolare Cinese.

PCE (personal consumption expenditure) si riferisce alla spesa per consumi personali.

Rapporto P/E (price-to-earnings ratio) si riferisce al rapporto prezzo/utili.

Punti percentuali (pp) si riferisce all'unità che esprime la differenza aritmetica tra due percentuali.

Recessione è definita dal National Bureau of Economic Research (NBER) come una significativa flessione dell'attività economica diffusa all'intera economia, più duratura di qualche mese, normalmente visibile nel PIL reale, nel reddito reale, nell'occupazione, nella produzione industriale e nelle vendite al dettaglio e all'ingrosso.

RoW (Rest of the World) si riferisce al resto del mondo.

RRR (reserve requirement ratio) si riferisce al coefficiente di riserva obbligatoria.

SPD si riferisce al Partito Social-Democratico di Germania.

A/a si riferisce alla variazione su base annuale.

YTD (year-to-date) si riferisce al periodo da inizio anno.

Informazioni importanti

I titoli azionari sono più volatili rispetto ai titoli obbligazionari e soggetti a maggiori rischi. Le azioni di società di piccole e medie dimensioni comportano rischi maggiori rispetto a quelli solitamente associati a società di dimensioni maggiori. Gli investimenti sui mercati emergenti possono essere meno liquidi e sono soggetti a un maggiore rischio rispetto a un investimento sui mercati sviluppati quale conseguenza, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, di quanto segue: una regolamentazione inadeguata, mercati azionari volatili, andamento sfavorevole dei tassi di cambio, sviluppi sociali, politici, militari, normativi, economici od ambientali, o disastri naturali.

Gli investimenti in titoli obbligazionari sono soggetti al rischio di credito e al rischio di tasso. I prezzi delle obbligazioni si muovono in maniera inversa rispetto alle variazioni dei tassi di interesse. Pertanto, un rialzo generale dei tassi di interesse può determinare la flessione del prezzo del titolo. Il rischio di credito è il rischio che un emittente non adempia alle proprie obbligazioni di pagamento di interessi e capitale. Tale rischio è più elevato quando si investe in titoli obbligazionari high yield, noti anche come "junk bond", i quali hanno rating inferiori e sono soggetti a una maggiore volatilità. Tutti gli investimenti nell'obbligazionario possono avere un valore inferiore al loro costo originario al momento del rimborso o alla scadenza. Nonostante i Titoli di Stato siano considerati privi di rischio di credito, rimangono comunque soggetti al rischio di tasso di interesse, che può determinare una fluttuazione del valore sottostante del titolo.

Gli investitori devono riconoscere alcuni dei potenziali rischi derivanti dagli investimenti alternativi: strategie alternative. Le strategie alternative spesso utilizzano la leva finanziaria e altre pratiche di investimento speculative che comportano un elevato livello di rischio. Tali pratiche possono aumentare la volatilità della performance e la possibilità del verificarsi di perdite, tra cui la perdita dell'intero importo investito. Esperienza del gestore. I rischi legati al gestore includono i rischi presenti all'interno dell'organizzazione, quelli relativi al processo d'investimento o ai sistemi di supporto, e quelli legati alle infrastrutture del gestore. Sussistono inoltre potenziali rischi a livello di fondo che derivano dalle modalità di costruzione e gestione del fondo. Leva finanziaria. L'utilizzo di leva finanziaria aumenta la sensibilità di un fondo ai movimenti di mercato. I fondi che utilizzano la leva finanziaria risulteranno maggiormente "volatili" rispetto ad altri fondi che non impiegano leva. Il che significa che, se gli investimenti effettuati dal fondo registreranno una diminuzione del proprio valore di mercato, il valore delle quote del fondo diminuirà in misura superiore. Rischio di controparte. Le strategie alternative fanno spesso un uso significativo di derivati over-the-counter (OTC) e, pertanto, sono soggette al rischio che le controparti non adempiano alle rispettive obbligazioni nell'ambito di tali contratti. Rischio di liquidità. Le strategie alternative possono effettuare investimenti non liquidi o che possono risultare meno liquidi a seguito di sviluppi di mercato. In determinate situazioni il fondo può non essere in grado di liquidare alcuni dei propri investimenti meno liquidi senza incorrere in sostanziali perdite di valore. Rischio di valutazione. Vi è il rischio che i valori utilizzati dalle strategie alternative per definire il prezzo degli investimenti possano essere diversi da quelli usati da altri investitori per stabilire il prezzo dei medesimi investimenti. Il sopra citato non è un elenco esaustivo dei potenziali rischi. Vi possono essere rischi aggiuntivi che devono essere considerati prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

La concentrazione degli investimenti su titoli legati alle infrastrutture comporta un rischio settoriale e di concentrazione, in particolare un'esposizione più elevata ai rischi economici, normativi, politici, legali, di liquidità e fiscali associati alle MLP e ai REIT. L'investimento in REIT implica alcuni rischi specifici in aggiunta a quelli associati all'investimento nel settore immobiliare in generale. I REIT i cui beni immobili sottostanti sono concentrati in un

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

particolare settore o regione geografica sono inoltre esposti ai rischi attinenti a tali settori o regioni. I titoli dei REIT comportano rischi superiori a quelli associati a società di maggiori dimensioni e più consolidate, e i loro prezzi potrebbero essere soggetti a movimenti più repentini o erratici a causa delle variazioni dei tassi di interesse, delle condizioni economiche e di altri fattori. I potenziali investitori sono invitati ad informarsi in merito ai requisiti di legge e alle normative fiscali e di controllo valutario eventualmente applicabili nei rispettivi Stati di cittadinanza, residenza o domicilio.

Le presenti informazioni esaminano l'attività generale del mercato, i trend dell'industria o del settore, o le altre condizioni economiche, di mercato o politiche in senso lato, e non devono essere interpretate come una ricerca o una consulenza sugli investimenti. Il presente materiale è stato preparato da Goldman Sachs Asset Management e non costituisce una ricerca finanziaria né un prodotto di Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Non è stato preparato in conformità alle disposizioni di legge volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria e non è soggetto a un divieto di negoziazione a seguito della distribuzione della ricerca finanziaria. I pareri e le opinioni espressi possono differire da quelli di Goldman Sachs Global Investment Research o di altre sezioni o divisioni di Goldman Sachs e delle relative società collegate. Gli investitori sono invitati a rivolgersi ai propri consulenti finanziari prima di acquistare o vendere qualsiasi titolo. Queste informazioni potrebbero non essere aggiornate e Goldman Sachs Asset Management non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche.

Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. Il valore degli investimenti e il reddito che deriva da essi subiranno oscillazioni e possono tanto diminuire quanto aumentare. Si può verificare una perdita di capitale.

Possono esistere rischi aggiuntivi attualmente non previsti o considerati.

Il capitale è a rischio.

Il presente materiale è fornito unicamente a fini informativi, su richiesta del destinatario, e non costituisce un'offerta né una sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari.

Questo materiale è fornito su richiesta del destinatario, unicamente per suo uso.

Non costituisce un'offerta né una sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari.

Il processo di gestione del rischio di portafoglio è teso a monitorare e gestire il rischio, ma non implica un basso grado di rischio.

Gli investimenti di private credit e private equity non sono adatti a tutti gli investitori. Si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente e considerare i potenziali investimenti, rischi, oneri e spese legati a un investimento di private equity prima di investire. Questi investimenti sono speculativi, altamente illiquidi, comportano un alto grado di rischio, sono soggetti a commissioni e spese elevate che possono ridurre i rendimenti e sono esposti alla possibilità di una perdita parziale o totale del capitale. Sono quindi destinati a investitori di lungo periodo esperti e preparati, in grado di accettare tali rischi.

Gli investimenti di private equity e private credit sono speculativi, altamente illiquidi, comportano un alto grado di rischio, sono soggetti a commissioni e spese elevate che possono ridurre i rendimenti e sono esposti alla possibilità di una perdita parziale o totale del capitale del fondo; sono quindi destinati ad investitori di lungo periodo esperti e preparati, in grado di accettare tali rischi.

Questo documento è fornito unicamente a fini informativi e non costituisce una raccomandazione di investimento né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. Questo materiale non deve essere utilizzato come una guida generale all'investimento né come una fonte di specifiche raccomandazioni di investimento, e non intende fornire alcuna raccomandazione implicita od esplicita riguardo al modo in cui debba o possa essere gestito il portafoglio di un cliente, in quanto un'adeguata strategia di investimento dipende dagli obiettivi d'investimento del cliente.

Indici di riferimento

Gli indici non sono gestiti. I dati relativi all'indice includono il reinvestimento di tutti i proventi o dividendi, a seconda dei casi, ma non riflettono la detrazione di eventuali commissioni o spese che ridurrebbero i rendimenti. Gli investitori non possono investire direttamente in un indice.

Gli indici menzionati nel presente documento sono stati selezionati perché ben noti, facilmente riconoscibili da parte degli investitori, e riflettono gli indici che il Gestore, in parte sulla base delle prassi del settore, ritiene forniscano un indicatore adeguato rispetto al quale valutare l'investimento o il più ampio mercato qui descritto.

IL PRESENTE DOCUMENTO NON COSTITUISCE UN'OFFERTA NÉ UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO NELLE GIURISDIZIONI IN CUI TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE SIA ILLEGALE O NON AUTORIZZATA, O IN RELAZIONE ALLE PERSONE CUI SIA ILLEGALE O NON AUTORIZZATO RIVOLGERE UNA TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE. I potenziali investitori sono invitati ad informarsi in merito ai requisiti di legge e alle normative fiscali e di controllo valutario eventualmente applicabili nei rispettivi Stati di cittadinanza, residenza o domicilio.

I pareri e le opinioni espressi hanno meri fini informativi e non costituiscono una raccomandazione da parte di Goldman Sachs Asset Management di acquistare, vendere o detenere titoli. Tali pareri e opinioni sono aggiornati alla data di questo documento, possono essere soggetti a modifiche e non devono essere interpretati come una consulenza di investimento.

Note supplementari relative alla pagina 6: per determinare gli extra rendimenti degli ETF attivi rispetto a quelli passivi, abbiamo calcolato innanzitutto la performance mediana degli ETF attivi e passivi nelle categorie small/mid cap, large cap e obbligazionarie per ciascuno degli ultimi dieci anni. Abbiamo quindi determinato il rendimento annualizzato composto (rendimento annuale medio nel periodo, considerando l'effetto della capitalizzazione) per periodi di 1 anno, 3 anni e 10 anni. Abbiamo poi calcolato gli extra rendimenti sottraendo i rendimenti annualizzati passivi dai rendimenti annualizzati attivi per i periodi di 1 anno, 3 anni e 10 anni per le categorie sopra menzionate. La categoria large cap comprende i fondi rientranti nelle categorie Morningstar Global Large-Cap Equity Blend/Value/Growth con sede in tutto il mondo. La categoria small cap comprende i fondi rientranti nelle categorie Morningstar Global Small/Mid-Cap Equity Blend/Value/Growth con sede in tutto il mondo. La categoria obbligazionaria comprende i fondi rientranti nelle categorie Morningstar Global Fixed Income, Global Government Bond, Global Diversified Bond, Global Corporate Bond, Global Inflation Linked-Bond, Global High Yield Bond, Global Bond, Islamic Global Bond, Foreign Bond, Non-Investment Grade Debt, Global Corporate Fixed Income, Multi-Sector Fixed Income, Diversified Credit e Unconstrained Fixed Income con sede in tutto il mondo. La tabella seguente riporta il numero di fondi considerati ai fini del calcolo della performance delle diverse categorie. Per i periodi di 3 e 10 anni, i numeri riportati nella tabella corrispondono al numero di fondi considerati.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

	Numero di fondi considerati					
	Obbligazioni		Large cap		Small cap	
	Passivi	Attivi	Passivi	Attivi	Passivi	Attivi
1 anno	102	54	403	176	39	22
3 anni	89	41	371	141	36	19
10 anni	59	22	261	77	26	11

Note supplementari relative alla pagina 7: Il contributo dell'India alle importazioni ed esportazioni totali a livello mondiale nel 2050 si basa sul "Global Trade Outlook Report" del Department for Business and Trade (Regno Unito) nel 2023. Le stime relative alla popolazione in età lavorativa nel 2050 si basano su previsioni della Banca mondiale. Le previsioni sul PIL per il 2050 si basano sulle previsioni di base a lungo termine dell'OCSE.

Note supplementari relative alla pagina 8: L'analisi della regressione riportata utilizza la variazione su base annuale (a/a) del Broad USD Index (nominal) del Board of Governors del Federal Reserve System come variabile dipendente e la variazione su base annuale della crescita del PIL statunitense, del Trade Policy Uncertainty (TPU) Index (Caldara Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino e Andrea Raffo (2020), ["The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty"](#), *Journal of Monetary Economics*, 109, pp.38-59) e del CPI core statunitense come variabili indipendenti. L'analisi esamina i dati da gennaio 2018 a dicembre 2024 per individuare il periodo in cui l'Indice TPU è stato più volatile in seguito a minacce, annunci e/implementazioni di nuovi dazi durante la prima presidenza Trump e per considerare l'attuale contesto. La regressione evidenzia un solido significato statistico, con valori pari a zero per tutte le variabili indipendenti e un valore R^2 di 0,61, che indica che il 61% della varianza nel Broad USD Index può essere spiegata dalle variazioni delle variabili selezionate. I dati a fine 2025 utilizzano le stime di consenso di Bloomberg per il PIL e il CPI statunitensi a fine 2025, aggiornate al 1° aprile 2025. Otteniamo i dati su base annuale ipotizzando, per tutti e tre gli scenari, che tutte le variabili indipendenti si comportino in linea con le previsioni di consenso, salvo che per l'incertezza commerciale, che abbiamo modificato in funzione dello scenario. Per lo scenario di "minore incertezza commerciale", ipotizziamo che l'Indice TPU registri una flessione del 50% rispetto agli attuali livelli entro fine 2025. Per lo scenario di "incertezza commerciale invariata", ipotizziamo che l'Indice TPU rimanga sugli attuali livelli fino a fine 2025. Infine, per lo scenario di "maggiore incertezza commerciale", ipotizziamo che l'Indice TPU registri un aumento del 50% rispetto agli attuali livelli entro fine 2025. Siamo consapevoli dei limiti di questo modello, così come dell'importanza di fattori esterni agli Stati Uniti e del fatto che le variazioni dell'Indice TPU potrebbero anche portare a cambiamenti delle aspettative di mercato sul PIL e sul CPI core statunitensi.

Note sulla "Performance relativa delle varie asset class per anno solare" a pagina 9: Azioni large cap Stati Uniti: rappresentate dall'Indice S&P 500. Azioni Regno Unito: rappresentate dall'Indice FTSE 100. Azioni Europa: rappresentate dall'Indice MSCI Europe. Azioni Giappone: rappresentate dall'Indice MSCI Japan. Azioni small cap globali: rappresentate dall'Indice MSCI World Small Cap. Azioni Mercati Emergenti: rappresentate dall'Indice MSCI Emerging Markets. Obbligazioni globali: rappresentate dall'Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate USD Value Hedged. Obbligazioni high yield globali: rappresentate dall'Indice Bloomberg Barclays Global High Yield Value Unhedged. Immobiliare globale: rappresentato dall'Indice USD GPR 250 REIT. Debito dei Mercati Emergenti: rappresentato dall'Indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond Global Core. Materie prime: rappresentate dall'Indice S&P GSCI Commodity. Hedge fund: rappresentati dall'Indice HFRI Fund of Funds. Macro/Tactical Hedge fund: rappresentati da un benchmark composto per il 50% dall'Indice HFRX Macro/CTA e per il 50% dall'Indice HFRI Macro. Questo documento è fornito unicamente a fini informativi e non costituisce una raccomandazione di investimento né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari.

Commodities	Global Agg Bond	Global High Yield	Global Small Cap	US Large Cap	Emerging Market Equity	Europe Equity	Japan Equity	UK Equity
Mar-2024 - Mar-2025	4%	5%	9%	0%	8%	7%	-2%	14%
Mar-2023 - Mar-2024	11%	4%	13%	16%	29%	8%	14%	26%
Mar-2022 - Mar-2023	-10%	-4%	-5%	-9%	-8%	-11%	1%	-5%
Mar-2021 - Mar-2022	65%	-4%	-4%	-1%	15%	-11%	4%	-6%
Mar-2020 - Mar-2021	50%	2%	25%	81%	56%	58%	45%	40%

The currency perspective is USD.

Hedge Funds	Macro/Tactical Hedge Funds	Emerging Market Debt	Global Gov Bonds	Broad Dollar Index
Mar-2024 - Mar-2025	5%	-2%	7%	4%
Mar-2023 - Mar-2024	10%	8%	10%	3%
Mar-2022 - Mar-2023	-2%	0%	-6%	-5%
Mar-2021 - Mar-2022	1%	5%	-6%	-4%
Mar-2020 - Mar-2021	24%	9%	14%	-1%

The currency perspective is USD.

Asia (Giappone escluso): Si prega di notare che né Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited ("GSAMHK") né Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (Numero società: 201329851H) ("GSAMS") né altri soggetti coinvolti nell'attività di Goldman Sachs Asset Management che forniscono questo documento e le presenti informazioni detengono licenze, autorizzazioni o registrazioni in Asia (escluso il Giappone), eccetto per il fatto che essi svolgono attività (soggette alle norme locali applicabili) nelle e dalle seguenti giurisdizioni: Hong Kong, Singapore, India e Cina. Il presente documento è stato emesso da Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited per l'uso a o da Hong Kong, e da Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (Numero società: 201329851H) per l'uso a o da Singapore.

Australia: Il presente materiale è distribuito da Goldman Sachs Asset Management Australia Pty Ltd ABN 41 006 099 681, AFSL 228948 ("GSAMA") ed è destinato unicamente ai clienti "wholesale" ai fini della sezione 761G del Corporations Act 2001 (Cth). Questo documento non può essere distribuito ai clienti "retail" in Australia (secondo la definizione del Corporations Act 2001(Cth)) o al pubblico. Il presente documento non può essere riprodotto o distribuito ad alcuno senza il preventivo consenso scritto di GSAMA. Nella misura in cui il presente documento contiene affermazioni che possono essere considerate come una consulenza in merito a prodotti finanziari in Australia ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth), tale consulenza è

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

da ritenersi rivolta unicamente al destinatario del documento, il quale sarà un cliente wholesale ai fini del Corporations Act 2001 (Cth). Qualsiasi consiglio fornito nel presente documento è fornito da uno dei soggetti menzionati di seguito. Essi sono esenti dall'obbligo di detenere una licenza per servizi finanziari australiani ai sensi del Corporations Act of Australia, e non detengono quindi alcuna licenza per servizi finanziari australiani, e sono regolamentati ai sensi delle leggi applicabili nelle rispettive giurisdizioni, che differiscono dalle leggi australiane. Eventuali servizi finanziari forniti a qualsiasi persona da tali soggetti con la distribuzione del presente documento in Australia sono forniti a tali persone ai sensi degli ASIC Class Orders e ASIC Instrument menzionati di seguito.

- Goldman Sachs Asset Management, LP (GSAMLP), Goldman Sachs & Co. LLC (GSCo), ai sensi dell'ASIC Class Order 03/1100; regolamentate dall'US Securities and Exchange Commission ai sensi delle leggi statunitensi.
- Goldman Sachs Asset Management International (GSAMI), Goldman Sachs International (GSI), ai sensi dell'ASIC Class Order 03/1099; regolamentate dalla Financial Conduct Authority; GSI è inoltre autorizzata dalla Prudential Regulation Authority, ed entrambe le società sono soggette alle leggi britanniche.
- Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (GSAMS), ai sensi dell'ASIC Class Order 03/1102; regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi delle leggi di Singapore.
- Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited (GSAMHK), ai sensi dell'ASIC Class Order 03/1103 e Goldman Sachs (Asia) LLC (GSALLC), ai sensi dell'ASIC Instrument 04/0250; regolamentata dalla Securities and Futures Commission of Hong Kong ai sensi delle leggi di Hong Kong.

Il presente documento non è inteso comunicare un'offerta ad acquistare una partecipazione in un fondo o un prodotto finanziario. Qualora una tale partecipazione o prodotto finanziario divenga disponibile in futuro, l'offerta potrà essere predisposta da GSAMA in conformità alla sezione 911A(2)(b) del Corporations Act. GSAMA è titolare della Licenza per servizi finanziari australiana N. 228948. Ogni eventuale offerta sarà presentata unicamente in circostanze che non richiedono un'informativa ai sensi della Parte 6D.2 del Corporations Act o un'informativa sul prodotto ai sensi della Parte 7.9 del Corporations Act (secondo il caso).

DISTRIBUZIONE RISERVATA ALLE ISTITUZIONI FINANZIARIE, AI TITOLARI DI UNA LICENZA PER SERVIZI FINANZIARI E AI LORO CONSULENTI. VIETATA LA VISIONE DA PARTE DEI CLIENTI RETAIL O DEL PUBBLICO.

Bahrain: Questo materiale non è stato verificato dalla Banca Centrale del Bahrain (CBB) e la CBB non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza delle dichiarazioni o delle informazioni in esso contenute, o per la performance dei titoli o degli investimenti relativi, né la CBB sarà responsabile nei confronti di qualsiasi persona per i danni o le perdite derivanti dall'affidamento riposto su qualsivoglia dichiarazione o informazione in esso contenute. Questo materiale non sarà pubblicato, divulgato, o reso disponibile al pubblico in generale.

Canada: Questo documento è stato distribuito in Canada da GSAM LP, che è registrata come gestore di portafoglio ai sensi della legislazione in materia di strumenti finanziari in tutte le province del Canada e come commodity trading manager ai sensi della legislazione sui future su materie prime dell'Ontario, nonché come consulente in strumenti derivati ai sensi della legislazione sui derivati del Quebec. GSAM LP non è registrata per la fornitura di servizi di consulenza di investimento o di gestione di portafoglio in relazione a future o a contratti d'opzione negoziati in borsa nella provincia di Manitoba, e la diffusione di questo documento non implica che essa stia offrendo tali servizi di consulenza o di gestione di portafoglio in tale provincia.

Colombia: Esta presentación no tiene el propósito o el efecto de iniciar, directa o indirectamente, la adquisición de un producto a prestación de un servicio por parte de Goldman Sachs Asset Management a residentes colombianos. Los productos y/o servicios de Goldman Sachs Asset Management no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y /o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos.

Al recibir esta presentación, y en caso que se decida contactar a Goldman Sachs Asset Management, cada destinatario residente en Colombia reconoce y acepta que ha contactado a Goldman Sachs Asset Management por su propia iniciativa y no como resultado de cualquier promoción o publicidad por parte de Goldman Sachs Asset Management o cualquiera de sus agentes o representantes. Los residentes colombianos reconocen que (1) la recepción de esta presentación no constituye una solicitud de los productos y/o servicios de Goldman Sachs Asset Management, y (2) que no están recibiendo ninguna oferta o promoción directa o indirecta de productos y/o servicios financieros y/o del mercado de valores por parte de Goldman Sachs Asset Management.

Esta presentación es estrictamente privada y confidencial, y no podrá ser reproducida o utilizada para cualquier propósito diferente a la evaluación de una inversión potencial en los productos de Goldman Sachs Asset Management o la contratación de sus servicios por parte del destinatario de esta presentación, no podrá ser proporcionada a una persona diferente del destinatario de esta presentación.

Spazio Economico Europeo (SEE): La presente comunicazione promozionale finanziaria è distribuita da Goldman Sachs Asset Management B.V. La presente comunicazione promozionale è distribuita da Goldman Sachs Asset Management B.V., anche per il tramite delle sue filiali ("GSAM BV"). GSAM BV è autorizzata e regolamentata dall'Autorità olandese per i Mercati Finanziari (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Paesi Bassi) come gestore di fondi di investimento alternativi ("GEFIA") e gestore di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"). Ai sensi della propria licenza come GEFIA, il Gestore è autorizzato a fornire servizi finanziari di (i) ricezione e trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari, (ii) gestione di portafoglio, e (iii) consulenza d'investimento. Ai sensi della propria licenza come gestore di OICVM, il Gestore è autorizzato a fornire servizi finanziari di (i) gestione di portafoglio e (ii) consulenza d'investimento. Le informazioni relative ai diritti degli investitori e ai meccanismi di ricorso collettivo sono disponibili sul sito web www.gsam.com/responsible-investing (sezione Politiche e governance). Il capitale è a rischio. Eventuali reclami derivanti o relativi ai termini e alle condizioni di questa nota informativa sono regolati dalle leggi olandesi. Nell'Unione Europea, il presente materiale è stato approvato da Goldman Sachs Asset Management Funds Services Limited, che è regolamentata dalla Central Bank of Ireland, o da Goldman Sachs Asset Management B.V., che è regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM).

Francia: DOCUMENTO DESTINATO ESCLUSIVAMENTE A UN USO PROFESSIONALE (COME DEFINITO NELLA DIRETTIVA MIFID) – È VIETATA LA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO. IL PRESENTE DOCUMENTO È FORNITO UNICAMENTE A FINI INFORMATIVI SPECIFICI, PER CONSENTIRE AL DESTINATARIO DI VALUTARE LE CARATTERISTICHE FINANZIARIE DELLO/DEGLI STRUMENTO/I FINANZIARIO/I IN QUESTIONE COME PREVISTO DALL'ARTICOLO L. 533-13-1, I, 2° DEL CODICE MONETARIO E FINANZIARIO FRANCESE E NON COSTITUISCE UN DOCUMENTO PROMOZIONALE, NÉ PUÒ ESSERE UTILIZZATO COME TALE, PER GLI INVESTITORI O I POTENZIALI INVESTITORI IN FRANCIA.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Israele: Il presente documento non è stato, e non sarà, registrato, esaminato o approvato dall'Israel Securities Authority ("ISA"). Non è destinato alla circolazione in generale in Israele e non può essere riprodotto o utilizzato per altre finalità. Goldman Sachs Asset Management International non è autorizzata a fornire servizi di consulenza finanziaria o di gestione in Israele.

Giappone: Il presente materiale è stato emesso o approvato in Giappone per l'uso da parte di investitori professionali come definiti nell'Articolo 2, comma (31) della Legge sugli strumenti finanziari e la borsa (Financial Instruments and Exchange Law, "FIEL"). Inoltre, qualsiasi descrizione relativa a strategie di investimento nell'ambito di un organismo di investimento collettivo ai sensi dell'Articolo 2, comma (2) punto 5 o 6 della FIEL è stata approvata unicamente per gli Investitori Istituzionali Qualificati come definiti all'Articolo 10 del Cabinet Office Ordinance of Definitions ai sensi dell'Articolo 2 della FIEL.

Kuwait: Questo materiale non è stato approvato per la distribuzione nello Stato del Kuwait da parte del Ministero del Commercio e dell'Industria o della Banca Centrale del Kuwait o di qualsiasi altra competente agenzia governativa del Kuwait. La distribuzione di questo materiale è, quindi, limitata in conformità con la legge n. 31 del 1990 e la legge n. 7 del 2010, e successive modificazioni. Nessuna offerta privata o pubblica di titoli è effettuata nello Stato del Kuwait, e nessun accordo relativo alla vendita di titoli verrà concluso nello Stato del Kuwait. Nessuna attività di marketing, sollecitazione o induzione è posta in essere per offrire o distribuire titoli nello Stato del Kuwait.

Oman: L'Autorità del Mercato dei Capitali del Sultanato di Oman (la "CMA") non è responsabile della correttezza o dell'adeguatezza delle informazioni fornite in questo documento, o di stabilire se i servizi contemplati in questo documento costituiscono un investimento appropriato per un potenziale investitore. La CMA, inoltre, non sarà responsabile per eventuali danni o perdite derivanti dall'affidamento riposto sul documento.

Qatar: Il presente documento non è stato, e non sarà, registrato, esaminato o approvato dall'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o la Banca Centrale del Qatar e non può essere distribuito pubblicamente. Non è destinato alla circolazione in generale nello Stato del Qatar e non può essere riprodotto o utilizzato per altre finalità.

Arabia Saudita: La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento, e declina espressamente qualsiasi responsabilità in relazione ad eventuali perdite derivanti da, o subite in relazione a, qualsiasi parte di questo documento. Qualora i contenuti di questo documento non siano chiari, si raccomanda di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.

Sudafrica: Goldman Sachs Asset Management International è autorizzata dalla Commissione per i Servizi finanziari del Sudafrica in qualità di fornitore di servizi finanziari.

SVIZZERA: Documento riservato agli investitori qualificati - È vietata la distribuzione al pubblico. La presente è una comunicazione promozionale. Il presente documento è fornito da Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH. Qualsiasi rapporto contrattuale futuro sarà stipulato con società collegate di Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH, che hanno sede al di fuori della Svizzera. Ricordiamo che i sistemi legali e normativi esteri (non svizzeri) potrebbero non assicurare lo stesso livello di protezione in materia di riservatezza e di protezione dei dati del cliente offerto dalla legge svizzera.

EMIRATI ARABI UNITI: Il presente documento non è stato approvato né è stato depositato presso la Banca Centrale o l'Autorità per i Titoli e le Commodity degli Emirati Arabi Uniti. Qualora i contenuti di questo documento non siano chiari, si raccomanda di consultare un consulente finanziario.

Regno Unito: Nel Regno Unito, questo documento costituisce una promozione finanziaria ed è stato approvato da Goldman Sachs Asset Management International, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Il presente materiale è fornito unicamente a fini informativi, su richiesta del destinatario, e non costituisce un'offerta né una sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari.

Qualsiasi riferimento a società o titoli specifici non costituisce una raccomandazione di acquistare, vendere, detenere od investire direttamente in tali società o nei relativi titoli. Non si deve presumere che le future decisioni di investimento saranno redditizie o genereranno performance equiparabili ai rendimenti degli investimenti menzionati nel presente documento.

Né MSCI né qualsiasi altra parte coinvolta o legata alla compilazione, calcolo o creazione dei dati MSCI rilasciano garanzie o dichiarazioni esplicite o implicite in merito a tali dati (o ai risultati derivanti dal loro utilizzo), e tutte le suddette parti escludono espressamente qualsiasi garanzia di originalità, accuratezza, completezza, commercialità o idoneità a un particolare scopo di tali dati. Fermo restando quanto sopra indicato, né MSCI, né le sue collegate né qualsiasi terza parte coinvolta o legata alla compilazione, calcolo o creazione dei dati saranno in alcuna circostanza responsabili per eventuali danni diretti, indiretti, speciali, punitivi, consequenziali o di altra natura (inclusa la perdita di profitti) anche ove informate della possibilità di tali danni. Sono vietate l'ulteriore distribuzione o diffusione dei dati MSCI senza l'esplicito consenso scritto di MSCI.

I pareri e le opinioni espressi hanno meri fini informativi e non costituiscono una raccomandazione da parte di Goldman Sachs Asset Management di acquistare, vendere o detenere titoli, inclusi i prodotti o i servizi di Goldman Sachs.

Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti ritenute attendibili, non ne garantiamo l'accuratezza, la completezza o l'obiettività. Abbiamo presunto e fatto affidamento sull'accuratezza e la completezza di tutte le informazioni disponibili da fonti pubbliche, senza condurre una verifica indipendente.

Le previsioni economiche e di mercato qui presentate rispecchiano una serie di ipotesi e di giudizi alla data di questo documento e sono soggette a modifica senza preavviso. Le presenti previsioni non tengono conto degli specifici obiettivi di investimento, delle restrizioni, della situazione finanziaria e fiscale o di altre esigenze di singoli clienti. I dati effettivi varieranno e non possono essere qui rispecchiati. Queste previsioni sono soggette ad elevati livelli di incertezza che potrebbero influire sulla performance effettiva. Di conseguenza, tali previsioni devono essere intese come puramente rappresentative di una vasta gamma di possibili sviluppi. Queste previsioni sono stimate e basate su ipotesi, possono essere soggette a revisioni significative e possono cambiare sensibilmente al variare delle condizioni economiche e di mercato. Goldman Sachs non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche delle presenti previsioni. I case study e gli esempi sono indicati a soli fini illustrativi.

Il presente documento è fornito unicamente a scopo educativo e non deve essere interpretato come un consiglio di investimento o un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli.

RISERVATEZZA

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI

Nessuna parte di questo materiale può, senza il previo consenso scritto di Goldman Sachs Asset Management, essere (i) riprodotta, fotocopiata o duplicata, in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un amministratore o un agente autorizzato del destinatario.

© 2025 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati.

Codice Compliance: 420841-OTU-2234052. Data di primo utilizzo: 1° aprile 2025.

EMEA/ASIA/LATAM: 405438-TMPL-01/2025-2177871

Per ulteriori informazioni, vi invitiamo a contattare il vostro referente Goldman Sachs.

Le previsioni economiche e di mercato contenute nel presente documento hanno finalità informative e sono aggiornate alla data di questa pubblicazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. La diversificazione non protegge gli investitori dal rischio di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile. **Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.**

AD USO ESCLUSIVO DEGLI INTERMEDIARI ISTITUZIONALI O FINANZIARI - L'USO DI QUESTO DOCUMENTO CON IL PUBBLICO E/O LA SUA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO SONO VIETATI