

Market Know-How

Secondo trimestre 2026

PUNTI PRINCIPALI

1

Una nuova realtà delle risorse

Una tempesta perfetta caratterizzata da una forte domanda di materie prime si scontra con un'offerta strutturalmente limitata, rendendo le risorse naturali e i minerali strategici dei fattori chiave da tenere in considerazione nell'affrontare i mercati e nella costruzione dei portafogli.

2

Identificare i potenziali vincitori

I Paesi affrontano questa nuova realtà delle risorse da basi di partenza significativamente differenti. A nostro avviso, gli investitori dovrebbero posizionarsi non soltanto sulle materie prime, ma anche lungo le filiere di approvvigionamento più rilevanti.

3

Approccio tattico difensivo, convinzioni strutturali

A nostro avviso, i rischi a breve termine legati alla chiusura dello Stretto di Hormuz giustificano un posizionamento tattico difensivo. Tuttavia, la nostra convinzione nelle opportunità a lungo termine offerte dalle infrastrutture per la transizione energetica, dai titoli industriali legati alla difesa e dalla circolarità delle risorse rimane invariata.

Giochi di potere: investire in una nuova realtà delle risorse

Sta emergendo una nuova realtà delle risorse. I conflitti regionali, la dinamica delle forze geopolitiche e lo straordinario balzo tecnologico innescato dall'IA stanno riplasmando la disponibilità e la volatilità dei prezzi delle materie prime.

In questa edizione del *Market Know-How*, analizziamo come le risorse naturali, ed in particolare i minerali strategici, si collochino all'intersezione fra i temi macroeconomici e di mercato e megatrend come l'elettrificazione, l'IA e i data center, e la sicurezza nazionale.

Inoltre, in un contesto in cui la forte domanda di materie prime si scontra con un'offerta limitata, esaminiamo il modo in cui i Paesi affrontano la corsa alle risorse da basi di partenza significativamente differenti: alcuni ricchi di risorse, come Cina e Stati Uniti, altri maggiormente esposti a filiere di approvvigionamento concentrate, come Europa e Giappone.

Dal punto di vista degli investitori, riteniamo che questo contesto crei opportunità nelle seguenti aree:

Azioni quotate: settori che offrono esposizione alla catena del valore delle risorse.

Obbligazioni: la crescita dei green bond come asset class liquida.

Investimenti alternativi: necessità di infrastrutture per l'IA e l'elettrificazione.

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. Il presente materiale 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. 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 al 1° aprile 2026, possono essere soggetti a modifiche e non devono essere interpretati come una consulenza di investimento. Le previsioni economiche e di mercato qui riportate hanno scopo puramente informativo e sono al 1° aprile 2026. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. Si vedano le note supplementari al termine della presentazione. La presente promozione finanziaria è fornita da Goldman Sachs Asset Management B.V.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

In definitiva, navigare le dinamiche di questa nuova realtà delle risorse non è più una scelta strategica, ma rappresenta a nostro avviso una necessità fondamentale per ottenere un'efficace diversificazione e una crescita a lungo termine in un panorama globale sempre più complesso.

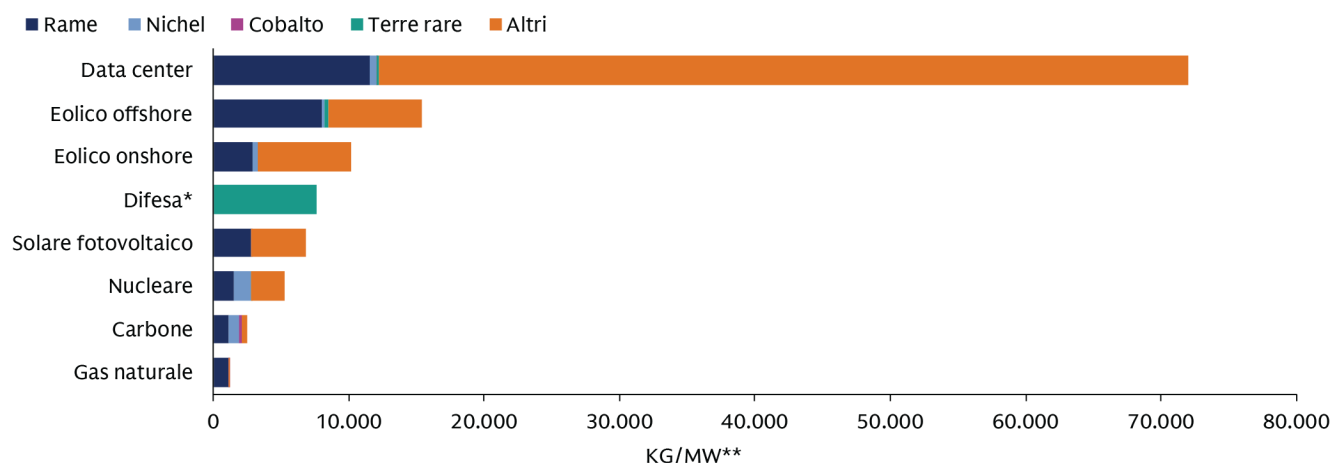
Temi macro a lungo termine

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. È opportuno che gli investitori posizionino i propri portafogli alla luce di queste dinamiche, riassunte nell'acronimo CHANGE.

CHANGE

Climate transition (transizione climatica) – **H**igh level of debt (livelli elevati di debito) – **A**ging demographics (invecchiamento della popolazione) – **N**ew finance (nuova finanza) – **G**lobal fragmentation (frammentazione globale) – **E**volving technology (progressi tecnologici)

Minerali richiesti dalle principali tecnologie



Fonte: AIE, World Economic Forum e Benchmark Mineral Intelligence. Al 31 marzo 2026. * Dato aggregato relativo ai caccia F-35, ai cacciatorpediniere di classe Arleigh Burke e ai sottomarini di classe Virginia. ** Tutti i dati sono in KG/MW, salvo il dato relativo alla difesa, che è espresso in KG.

- Crediamo che il futuro sarà ad alta intensità di risorse. A nostro avviso, il fattore limitante non sarà rappresentato dal capitale, quanto piuttosto dalla disponibilità di materiali. Le risorse naturali sono al centro di tutti i principali temi secolari: IA, difesa, energia pulita ed elettrificazione. Ognuno si basa sugli stessi fattori produttivi cruciali – rame, litio, nichel, terre rare, metalli speciali – ma l'offerta rimane limitata.
- Si prevede che il consumo globale di elettricità per i data center raddoppierà fino a raggiungere approssimativamente 945 TWh entro il 2030,¹ equivalenti all'intero consumo di energia elettrica del Giappone. La domanda di litio potrebbe quintuplicare entro il 2040; nello stesso periodo, quella di grafite e nichel dovrebbe raddoppiare. Si prevede che il rame registrerà un significativo deficit di offerta del 30% entro il 2035.² La Cina raffina 19 minerali strategici su 20, creando strozzature strutturali nell'eolico, nella difesa e nel segmento dei sistemi energetici ad alta densità.³
- Non si tratta di una dinamica ciclica. È un riprezzamento strutturale degli asset fisici. Le tecnologie che definiranno i prossimi due decenni, comprese le infrastrutture per l'IA, le reti elettrificate e i sistemi d'arma avanzati, richiedono un impiego di risorse molto più significativo rispetto a ciò che andranno a sostituire. Ogni cluster di IA richiede un'espansione della rete elettrica. L'espansione

¹ AIE (2025), *Energy and AI*, AIE, Parigi <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai>, Licenza: CC BY 4.0.

² AIE (2026), *Copper prices have hit record highs, but smelters face mounting strategic pressures*, AIE, Parigi <https://www.iea.org/commentaries/copper-prices-have-hit-record-highs-but-smelters-face-mounting-strategic-pressure>, Licenza: CC BY 4.0.

³ AIE (2025), *With new export controls on critical minerals, supply concentration risks become reality*, AIE, Parigi <https://www.iea.org/commentaries/with-new-export-controls-on-critical-minerals-supply-concentration-risks-become-reality>, Licenza: CC BY 4.0.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

della rete elettrica richiede l'impiego di rame e terre rare. La modernizzazione della difesa necessita di magneti, leghe e minerali lavorati i cui flussi transitano attraverso un gruppo ristretto di Paesi.

- Stanno già emergendo vincitori e vinti. Le economie a monte delle filiere di approvvigionamento, in particolare quelle emergenti ricche di risorse, sono strutturalmente meglio posizionate in un contesto di accelerazione di questi progressi ad alta intensità di minerali. La velocità dei processi di autorizzazione, la capacità di trasformazione e l'accesso all'offerta differenzieranno sempre più le economie vincenti dal resto.
- Per gli investitori, la “componente” materiali rappresenta oggi un vantaggio di allocazione. Il premio strategico si colloca in corrispondenza delle strozzature strutturali: società e settori che controllano, migliorano l'efficienza, sostituiscono o riciclano i fattori produttivi cruciali da cui dipendono questi sviluppi globali.

Temi macro a breve termine

I Paesi affrontano la corsa ai materiali strategici da basi di partenza significativamente differenti. Alcuni sono ricchi di risorse, come la Cina e gli Stati Uniti, mentre altri, come l'Europa e il Giappone, sono esposti a filiere di approvvigionamento concentrate. Tuttavia, riteniamo che sarà la prontezza operativa, più che la sola disponibilità di riserve, a determinare chi raggiungerà risorse durature e la sicurezza economica. I Paesi perseguono questo obiettivo adottando approcci distinti ma sovrapponibili: protezionismo (Stati Uniti ed Europa), reindustrializzazione (Stati Uniti, Europa e Cina) e alleanze strategiche (Europa, Cina e Giappone).

Prima l'America? Non senza alleati.

- Gli Stati Uniti partono da una posizione di forza. Sono esportatori netti di energia, ampiamente autosufficienti nella difesa e leader globali dell'intelligenza artificiale – la maggior parte degli sviluppatori di modelli avanzati e dei leader dei settori computing, cloud e chip avanzati è statunitense. Questi fattori forniscono un forte vantaggio competitivo al Paese in un contesto in cui l'elettrificazione e l'IA portano a un'impennata della domanda di elettricità, minerali e capacità produttiva.
- Tuttavia, permangono alcune importanti vulnerabilità. La Cina controlla tra il 60% e il 90% della lavorazione di metalli strategici. La domanda di elettricità legata all'IA e ai data center potrebbe raddoppiare o anche triplicare entro il 2030,⁴ mettendo sotto pressione le reti elettriche, mentre le strozzature delle filiere dei semiconduttori, dei metalli speciali e delle infrastrutture di trasmissione frenano sia il settore industriale sia quello della difesa.
- L'amministrazione statunitense si sta muovendo rapidamente. Un'indagine ai sensi della Sezione 232 ha determinato che la dipendenza dai minerali cinesi rappresenta una minaccia per la sicurezza nazionale, con la conseguente adozione di dazi ed incentivi domestici. I nuovi accordi in tema di sicurezza della fornitura di metalli conclusi con gli alleati – Australia, Arabia Saudita, Sud-est asiatico, Repubblica democratica del Congo ed Ucraina – mirano a rafforzare la capacità di trasformazione al di fuori della Cina. Considerando anche i programmi federali (Genesis Mission,⁵ Pax Silica⁶ e Project Vault)⁷ e la normativa su una più ampia reindustrializzazione, il messaggio appare chiaro: la sicurezza delle risorse rappresenta un elemento centrale della strategia economica e geopolitica degli Stati Uniti.
- Allo stesso tempo, gli Stati Uniti stanno riscrivendo la loro strategia geopolitica più ampia, mettendo al primo posto gli interessi economici domestici, affermando il controllo sulle regioni ricche di risorse e utilizzando strumenti commerciali e di sicurezza per rafforzare la loro posizione, sebbene ciò stia rendendo più volatile un ordine mondiale già fragile.

“In un mondo che si sta frammentando lungo le linee geopolitiche, i Paesi che metteranno al sicuro le filiere di approvvigionamento, e non soltanto le riserve, definiranno il prossimo ordine economico.”

Simona Gambarini – Senior Market Strategist, Executive Director, Goldman Sachs Asset Management

Europa: la corsa per colmare il divario

- L'Europa ha compiuto progressi reali – le rinnovabili si attestano ai massimi storici, le fonti di energia sono più diversificate, la spesa per la difesa è in aumento e si percepisce un'urgenza ad agire – ma permangono profonde vulnerabilità. L'UE importa

⁴ AIE (2025), *Energy and AI*, AIE, Parigi <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai>, Licenza: CC BY 4.0.

⁵ “Launching the Genesis Mission.” Casa Bianca, 24 novembre 2025.

⁶ Un'iniziativa internazionale guidata dagli Stati Uniti e lanciata a dicembre 2025 per rendere più sicure e diversificare le catene di fornitura per l'intelligenza artificiale e i semiconduttori. <https://www.state.gov/pax-silica>

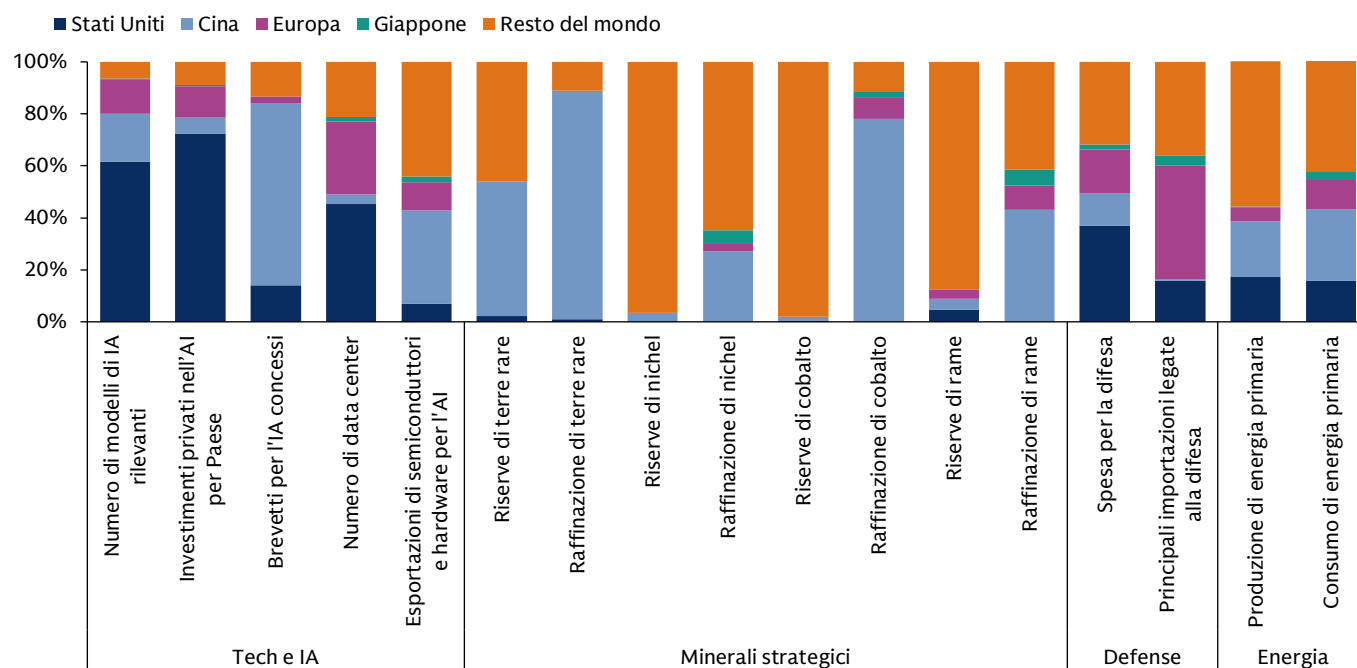
⁷ Export-Import Bank of the United States, “Week in Review: Project Vault and the U.S. Strategic Critical Mineral Reserve,” comunicato stampa, 6 febbraio 2026.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

ancora più della metà della sua energia. Il Regno Unito dipende dalle importazioni energetiche per circa il 44%. La domanda di elettricità legata all'IA peggiora ulteriormente la situazione.

- Le infrastrutture non riescono a tenere il passo. Una rete elettrica frammentata e vecchia di decenni rende l'Europa strutturalmente svantaggiata rispetto a regioni con sistemi energetici più scalabili.
- Il divario a livello di filiere di approvvigionamento e difesa è altrettanto netto. I fattori produttivi cruciali per l'IA e l'energia pulita continuano a dipendere dalle terre rare cinesi. L'Europa detiene solo una quota minima della capacità mondiale dei data center per l'IA. Le forze militari britanniche sono sottodimensionate dopo anni di sottoinvestimenti. Nell'UE, la spesa per la difesa sta aumentando – grazie a ReArm Europe e alla riforma del bilancio tedesco – ma occorreranno anni per raggiungere il 2,5%-3% del PIL in tutti gli Stati membri e ricostruire la capacità industriale lungo le filiere.⁸
- L'azione politica sta registrando un'accelerazione. La roadmap "Un'Europa, un mercato"⁹ spinge verso una maggiore integrazione, un più rapido consolidamento e una deregolamentazione per colmare il divario in termini di competitività evidenziato dal Rapporto Draghi.¹⁰ Le azioni intraprese sul fronte della sicurezza energetica – accordi a lungo termine per la fornitura di GNL, ammodernamento delle reti elettriche, rilancio del nucleare – mirano ad attutire gli shock dell'offerta, nonostante la perdurante dipendenza da Stati Uniti, Qatar e Cina. Il Regolamento sulle materie prime critiche affronta direttamente la questione della dipendenza dalle importazioni di minerali introducendo obblighi di riciclo e nuove alleanze industriali.¹¹
- L'Europa sta accelerando per costruire l'ossatura industriale e le risorse di cui necessita per rafforzare la propria competitività, ma parte da una posizione di svantaggio.

Quota % del dato globale



Fonte: Epoch AI, Stanford HAI 2025 AI Index Report, Cloudscene, ITC Trade Maps, USGS, Commissione Europea, SIPRI, UN Comtrade, US Energy Information Administration, Haver Analytics e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026. Il grafico mostra la quota % del dato globale. Per ulteriori informazioni si prega di consultare la pagina 15.

Giappone: vantaggio tecnologico, scarsità di risorse

- Il Giappone è una potenza tecnologica con capacità di prim'ordine nei settori delle apparecchiature con semiconduttori, della robotica e dei materiali avanzati. Il governo nipponico sta supportando queste industrie con investimenti per quasi 2.000 miliardi di yen (13 miliardi di dollari) nella capacità di calcolo per l'IA ed ha già raddoppiato la spesa per la difesa portandola al 2% del PIL, con l'impegno della nuova premier Sanae Takaichi ad aumentarla ulteriormente.¹²
- Tuttavia, la dipendenza del Giappone dalle importazioni è elevata. Il Paese importa il 90% circa della propria energia e dipende quasi interamente da fonti estere per i minerali strategici, con la Cina come fornitore preponderante di terre rare e materiali per batterie. Le rinnovabili rappresentano appena il 22% circa, e i progressi su questo fronte sono frenati dalla limitata disponibilità di

⁸ Servizio Ricerca del Parlamento Europeo, Piano ReArm Europe/Preparati per il 2030, Briefing PE 769.566 (Bruxelles: Parlamento Europeo, aprile 2025), e Commissione Europea, "The Potential Economic Impact of the Reform of Germany's Fiscal Framework," *Previsioni economiche di primavera 2025*. Al 19 maggio 2025.

⁹ Euronews, "One Europe, One Market: Can the EU Turn 27 Economies into One Powerhouse?" Al 23 febbraio 2026.

¹⁰ Commissione Europea, Rapporto Draghi sulla competitività europea, Unione Europea. Al 9 settembre 2024.

¹¹ Commissione Europea, Regolamento sulle materie prime critiche, Unione Europea.

https://single-market-economy.ec.europa.eu/sectors/raw-materials/areas-specific-interest/critical-raw-materials/critical-raw-materials-act_en

¹² Bloomberg, "Japan Ministry Aims for \$13 Billion in Support for Chip Sector." Al 10 novembre 2023.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

suolo, da vincoli legati alla rete elettrica e dalla lentezza delle procedure autorizzative. È attualmente in corso il riavvio del nucleare, che rimane però nettamente inferiore ai livelli pre-Fukushima.

- L'intelligenza artificiale contribuisce ad alimentare le pressioni. La capacità dei data center rimane inferiore a quella di Stati Uniti e Cina, e l'impennata della domanda di energia elettrica legata all'IA sta mettendo sotto pressione una rete elettrica già congestionata.
- Il governo sta intensificando gli sforzi di diversificazione. L'agenzia governativa JOGMEC (Japan Organization for Metals and Energy Security) opera attivamente per assicurarsi nuove fonti di metalli e stringere accordi bilaterali per la fornitura di minerali.¹³ Gli investimenti nell'economia circolare sono in crescita. Tuttavia, la dipendenza strutturale dalle importazioni lascia l'economia nipponica fortemente esposta a shock delle catene di fornitura e alla concorrenza tra le grandi potenze per l'approvvigionamento delle risorse.
- In breve: tecnologia di prim'ordine, ma i flussi di risorse strategiche sono controllati da potenze rivali.

Cina: la posizione dominante di oggi sarà sostenibile domani?

- L'attuale posizione della Cina in termini di controllo delle filiere di approvvigionamento è ineguagliabile. Pechino è leader nell'estrazione e raffinazione delle terre rare – fattori produttivi cruciali per i veicoli elettrici, l'eolico, la difesa e l'intelligenza artificiale. In termini di sviluppo delle rinnovabili, la Cina sovrasta tutte le economie concorrenti: solo nel 2023, la capacità di produzione di energia solare è stata incrementata di 217 GW – più dell'intera base installata statunitense.¹⁴ La capacità totale da rinnovabili ha superato i 1.400 GW, distribuiti in modo efficiente dalla rete elettrica ad altissima tensione più avanzata del mondo.
- L'IA e la difesa registrano un rapido sviluppo. La Cina si colloca al secondo posto dopo gli Stati Uniti in termini di capacità di calcolo, con piani statali a sostegno dell'ulteriore ampliamento e sviluppo della produzione interna di chip per controbilanciare i controlli sulle esportazioni statunitensi. La spesa per la difesa è stata fortemente incrementata per finanziare una rapida modernizzazione in campo navale, missilistico, spaziale, cibernetico e nucleare.
- Detto ciò, la dipendenza energetica è una realtà. La Cina è il maggior importatore mondiale di petrolio, gas e carbone,¹⁵ con oltre la metà delle importazioni di greggio provenienti dal Medio Oriente. Per ridurre questa dipendenza, Pechino ha implementato una strategia di diversificazione energetica: oleodotti terrestri dalla Russia e dall'Asia centrale (incluso il Power of Siberia 2), contratti a lungo termine per la fornitura di GNL, la maggiore riserva strategica di petrolio a livello mondiale e una forte spinta verso il nucleare, con la firma recente della Dichiarazione per triplicare l'energia nucleare entro il 2050.¹⁶
- Da un punto di vista geopolitico, la Cina sta consolidando l'accesso ai segmenti a monte delle filiere. La Belt and Road Initiative mette al sicuro l'approvvigionamento di minerali da Africa,¹⁷ America Latina e Sudest asiatico. I controlli sulle esportazioni di gallio e di germanio e sulla lavorazione delle terre rare dimostrano che la Cina è pronta a utilizzare le catene di approvvigionamento come arma di ritorsione per le restrizioni imposte dall'Occidente in campo tecnologico.
- Permangono alcune crepe strutturali. L'invecchiamento della popolazione e il rallentamento della crescita riducono i margini di manovra delle politiche fiscali. Le difficoltà del settore immobiliare frenano la domanda. Le restrizioni in campo tecnologico imposte innanzitutto dagli Stati Uniti obbligano a sostituzioni onerose delle importazioni di chip. L'eccesso di capacità produttiva nel solare e nei settori delle batterie e dei veicoli elettrici, pur rappresentando un vantaggio per l'export, sta alimentando tensioni commerciali con l'UE e gli Stati Uniti.
- In conclusione: fra le strategie in materia di risorse delle principali potenze mondiali, quella cinese è la più integrata verticalmente, ma la dipendenza dalle importazioni energetiche, le dinamiche demografiche sfavorevoli e il contesto esterno sempre più impegnativo ne mettono in discussione la sostenibilità.

¹³ La Japan Organization for Metals and Energy Security (JOGMEC) è stata creata con l'obiettivo di assicurare l'approvvigionamento stabile ed accessibile di risorse ed energia.

¹⁴ Agenzia internazionale per l'energia, "Renewables 2024: Analysis and Forecast to 2030" (Parigi: Agenzia internazionale per l'energia). Al 9 ottobre 2024.

¹⁵ U.S. Energy Information Administration, China Country Analysis. Al 19 maggio 2025.

¹⁶ World Nuclear News, "China and Brazil among New Signatories to Tripling Nuclear Goal." Al 10 marzo 2026.

¹⁷ University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, "China's Belt and Road Initiative: Sustainability in the New Silk Road" (Cambridge: CISL). Al 2022.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Temi di mercato

Il nostro scenario di base prevede che la quasi totale interruzione dei flussi energetici attraverso lo Stretto di Hormuz prosegua ancora per alcune settimane, a cui seguirà una graduale normalizzazione dei transiti. Tuttavia, in mancanza di una normalizzazione dei flussi, le ricadute per i mercati non saranno lineari. Manteniamo un orientamento moderatamente pro-rischio a medio termine, ma abbiamo adottato un posizionamento tattico difensivo, dando priorità alla copertura dei rischi di coda di stagflazione e recessione. Nel lungo termine, è opportuno che i portafogli siano posizionati in modo da assicurare un'esposizione lungo le catene di fornitura strategiche, favorendo le società e le aree geografiche che controllano l'approvvigionamento, la lavorazione e il riciclo di minerali strategici, implementando allo stesso tempo delle allocazioni strutturali ai temi delle infrastrutture per la transizione energetica, delle industrie legate alla difesa e della circolarità delle risorse che orienteranno il prossimo ordine economico.

Scenario di base

La crescita globale continua a mostrare una buona tenuta, lo slancio legato all'IA prosegue e la politica fiscale rimane accomodante, ma la normalizzazione dell'inflazione procede più lentamente del previsto, le banche centrali assumono un orientamento più restrittivo e i rischi abbondano.

Principali implicazioni

Continuiamo a favorire i titoli azionari a medio termine ma manteniamo un posizionamento più neutrale nel breve periodo, privilegiando le large cap statunitensi per il loro relativo isolamento dal conflitto in corso, mentre ci aspettiamo un rimbalzo dei mercati azionari europei ed emergenti in caso di cessazione delle ostilità. Le strategie obbligazionarie flessibili con un'allocazione dinamica alla duration, ai vari settori e ai tassi/credito possono offrire il miglior posizionamento obbligazionario, bilanciando l'incertezza a breve termine con un orientamento pro-rischio di lungo periodo. Gli investimenti alternativi liquidi si affermano come elementi di decorrelazione, in particolare nel momento in cui le coperture tradizionali perdono efficacia.

“In un contesto in cui la ripresa del ciclo a lungo termine in Europa è frenata dai venti incrociati legati al conflitto in Medio Oriente, abbiamo ricalibrato la nostra esposizione al rischio nei portafogli assumendo un posizionamento più neutrale.”

Maarten, Geerdink – Head of European Equities, Fundamental Equity, Goldman Sachs Asset Management

Stagflazione globale

Il conflitto in Medio Oriente prosegue, lo Stretto di Hormuz rimane parzialmente chiuso e i prezzi energetici continuano a salire e a rimanere elevati – riaccendendo l'inflazione, obbligando le banche centrali a rialzare nuovamente i tassi di interesse e causando un rallentamento della crescita globale, in un contesto caratterizzato da nette divergenze regionali, con una maggiore resilienza degli Stati Uniti rispetto ad Europa e mercati emergenti a causa della maggiore dipendenza di questi ultimi dalle importazioni energetiche.

Principali implicazioni

Le coperture tradizionali perdono efficacia, rendendo i diversificatori non tradizionali, come le strategie trend following e i private asset orientati al reddito, gli strumenti privilegiati per proteggersi dall'inflazione. Nell'ambito delle allocazioni core, tendiamo a preferire le obbligazioni con duration breve per ridurre la sensibilità ai tassi di interesse e le azioni ad alto dividendo per le loro caratteristiche di carry difensive.

Recessione globale

I prezzi energetici registrano incrementi a tre cifre in un contesto di persistente chiusura dello Stretto di Hormuz. La crescita si deteriora significativamente, controbilanciando l'aumento simultaneo dell'inflazione. In presenza di una dinamica di distruzione della domanda che pone un maggiore rischio sistemico rispetto ai prezzi elevati, le banche centrali riprendono a tagliare i tassi di interesse, dando priorità alla stabilizzazione della crescita rispetto al controllo dell'inflazione.

Principali implicazioni

Le azioni subiscono pressioni di vendita generalizzate, ma le obbligazioni core emergono come chiare beneficiarie, registrando un rally in un contesto in cui le banche centrali tagliano i tassi di interesse e gli investitori puntano sui beni rifugio. Nei mercati azionari, ci

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

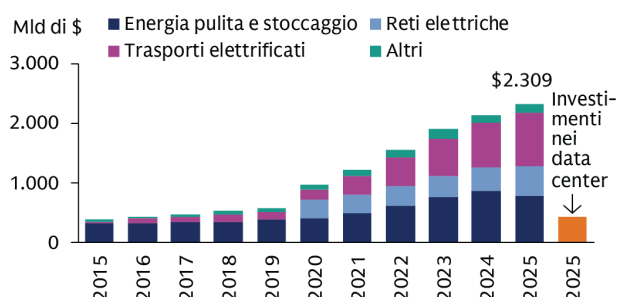
orientiamo decisamente verso le società ad alto dividendo difensive, i cui profili di flussi di cassa beneficiano del calo dei tassi di sconto e i cui utili si dimostrano più resilienti in uno scenario di rallentamento economico. Sul fronte obbligazionario, cerchiamo di rafforzare l'esposizione ai titoli di Stato, che offrono un potenziale apprezzamento del capitale ma fungono anche da elementi di stabilizzazione del portafoglio in un contesto di calo dei rendimenti. Infine, gli investimenti alternativi svolgono un ruolo determinante: gli hedge fund multistrategia forniscono agilità tattica in mercati caratterizzati da anomalie di prezzo, mentre l'oro rappresenta la copertura più efficace dal rischio di coda geopolitico e dal deprezzamento delle valute.

In primo piano: transizione energetica e circolarità delle risorse

Quadro di riferimento

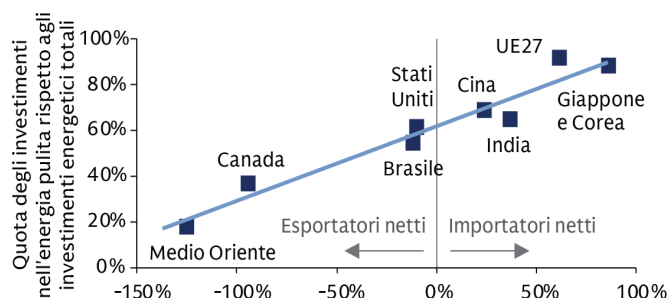
La transizione energetica rappresenta uno dei temi di investimento strutturali più rilevanti del decennio, con investimenti globali che hanno raggiunto i 2.300 miliardi di dollari nel 2025, pari ad oltre il quintuplo degli investimenti globali nei data center.ⁱ Questo trend si estende oltre le rinnovabili, comprendendo la modernizzazione delle reti elettriche, i trasporti elettrificati, lo stoccaggio di energia e l'industria pulita. L'elettrificazione fa da ponte tra la capacità di generazione di energia pulita e un'effettiva sicurezza energetica, riducendo la dipendenza dai mercati volatili del gas importato e creando le condizioni per una diminuzione dei costi energetici in un contesto in cui i governi si concentrano in misura crescente su accessibilità e costi sociali. La transizione fa anche emergere una nuova vulnerabilità. I minerali strategici come litio, cobalto, nichel e rame sono essenziali sia per la produzione di batterie sia per il solare e l'eolico, ma anche per i sistemi di difesa, e l'offerta è concentrata in un gruppo ristretto di paesi. È questo il motivo per cui la circolarità sta emergendo come fattore imprescindibile: in base alle previsioni sulla domanda nel 2040, la sola attività di estrazione primaria non sarà in grado di colmare il divario, rendendo necessario ricorrere al riciclo o all'offerta secondaria. A sua volta, la sostenibilità è riconosciuta come ulteriore prospettiva di analisi della creazione di valore a lungo termine, dell'efficienza delle risorse e della resilienza strategica.

Gli investimenti nella transizione energetica hanno raggiunto i 2.300 miliardi di dollari nel 2025



Fonte: Bloomberg NEF e Goldman Sachs Asset Management. A gennaio 2026. Dati sulle reti elettriche a partire dal 2020.

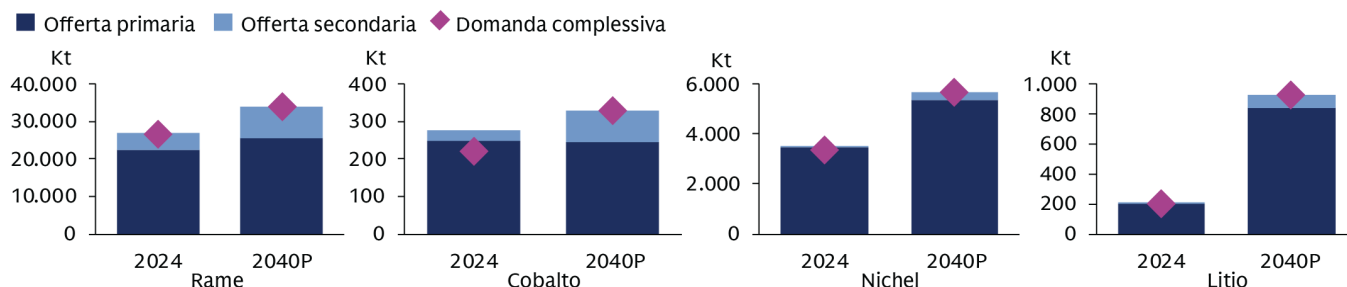
I timori legati alla sicurezza energetica alimentano gli investimenti nella transizione



Importazioni nette di energia rispetto all'offerta totale di energia primaria.

Fonte: AIE e Goldman Sachs Asset Management. A marzo 2026. Dati aggiornati al 2023-2024 in funzione della disponibilità dei dati nei singoli Paesi.

Minerali strategici per la transizione energetica: l'offerta secondaria sarà determinante per soddisfare la domanda nel 2040ⁱⁱ



Fonte: IEA Critical Minerals Outlook 2025 e Goldman Sachs Asset Management. A marzo 2026. Ultimi dati a maggio 2025.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Dal tema di investimento all'implementazione nei portafogli

Lo slancio legato alla transizione energetica si sta manifestando chiaramente nei mercati: le azioni dell'energia pulita hanno registrato una netta ripresa, con un guadagno del 33% per il Bloomberg GS Clean Energy Index nel 2025ⁱⁱⁱ a fronte di un rialzo del 14,4% per l'MSCI World Energy Index.^{iv} Sebbene le strategie azionarie fondamentali possano offrire un'esposizione satellite alla transizione energetica, riteniamo che le allocazioni core richiedano un approccio *benchmark-aware* con gestione del rischio per evitare [le sovra o sottoesposizioni involontarie che hanno caratterizzato le prime strategie sostenibili](#). Per quanto riguarda l'obbligazionario, i green bond possono fungere da veicolo tematico, considerando che l'energia e le utility hanno rappresentato il 40% del mercato finale delle obbligazioni green nel 2025.^v [La nostra ricerca](#) evidenzia vantaggi di diversificazione con un impatto minimo sulla duration o sul rendimento,¹⁸ consentendo un accesso efficiente al tema della transizione energetica senza compromettere la disciplina di portafoglio.^{vi}

La transizione energetica offre opportunità particolarmente interessanti nei mercati privati, ma per coglierle occorre un [approccio articolato specifico per le diverse asset class](#). Nel private equity, si distinguono in particolare i segmenti middle market ed upper middle market: vediamo una domanda crescente di strategie focalizzate sulla mitigazione, la resilienza e l'adattamento implementate nell'ambito di una gamma di modelli di business, per rispondere alle esigenze legate a un incremento generazionale dei consumi energetici e all'evoluzione delle condizioni ambientali. Nel settore delle infrastrutture, il segmento middle market sostenibile è in crescita ed offre un solido potenziale di creazione di valore con chiari percorsi di uscita verso piattaforme di maggiori dimensioni. Nel private credit, vediamo un aumento della domanda di soluzioni di finanziamento del debito strutturate e personalizzate per soddisfare il significativo fabbisogno di capitale legato allo sviluppo di infrastrutture per l'energia pulita nei prossimi anni.

i-vi: Si prega di consultare le fonti e le note supplementari alla pagina 16 del presente documento.

¹⁸ Bram Bos e Isobel Edwards, "How Green Bonds Can Strengthen Fixed Income Portfolio Diversification," *Goldman Sachs Asset Management*. Al 25 settembre 2025.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Azioni

SOLUZIONE

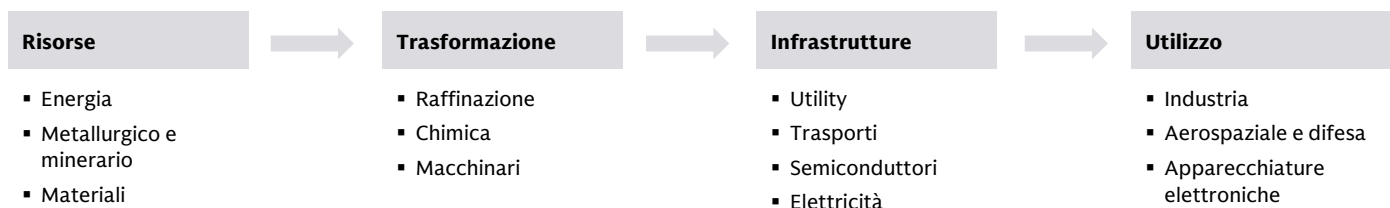
Mappatura delle filiere di approvvigionamento

Le azioni offrono un accesso diretto alle catene del valore strutturali alla base sia della competitività economica sia della sicurezza nazionale, in quanto i settori e i gruppi industriali quotati riflettono chiaramente le aree in cui governi e imprese stanno già impiegando capitali. Nella difesa, l'accelerazione dei cicli di fornitura sta incanalando la domanda direttamente verso le aziende leader e i fornitori specializzati in questo settore. I titoli industriali e manifatturieri stanno beneficiando della riconfigurazione delle filiere e del reshoring. Gli impegni di neutralità climatica dei governi e i contratti di fornitura di energia elettrica delle imprese stanno generando flussi di cassa contrattuali a lungo termine per le utility e gli specialisti delle reti elettriche. Le iniziative promosse dai governi negli Stati Uniti, nell'UE e in altri Paesi stanno incanalando attivamente i capitali verso capacità alternative di raffinazione di metalli strategici, offrendo ai produttori non cinesi percorsi di crescita investibili. Gli investimenti degli hyperscaler nell'IA concentrano la domanda su un gruppo di cloud provider, produttori di chip e fornitori di software specializzati. Per gli investitori, crediamo che ciò richieda di adottare una strategia azionaria modulare: posizioni attive su materiali ed energia per ottenere un'esposizione all'offerta di materie prime grezze, a cui aggiungere investimenti mirati nell'industria e nella chimica per un'esposizione alle attività di lavorazione e alla resilienza dell'offerta domestica, nonché titoli dell'IT/semiconduttori per esporsi alla componente incentrata su produttività e infrastrutture che monetizza tali fattori produttivi.

Punti di ingresso a prezzi relativamente bassi, rialzi nel lungo periodo

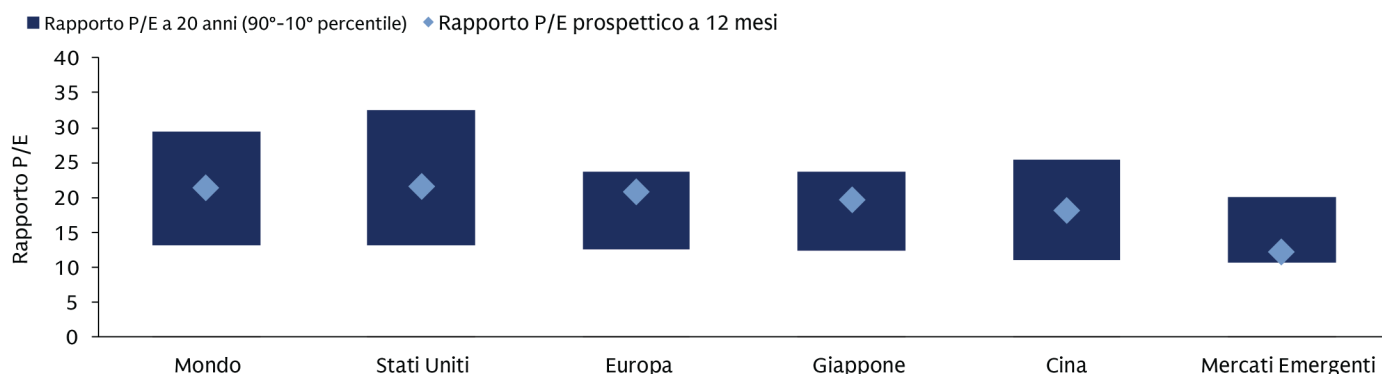
Riteniamo che le valutazioni dei principali mercati offrano punti di ingresso differenziati ma interessanti. Molti titoli delle società industriali e dei materiali che costituiscono l'ossatura delle filiere di approvvigionamento fisiche trattano significativamente a sconto rispetto ai loro picchi ciclici. Le imprese di alta qualità dell'IT e della difesa presentano multipli a premio giustificati da una domanda strutturale duratura. Il risultato non è un posizionamento a un unico prezzo, ma un'opportunità di allocazione articolata che spazia tra valore, qualità e crescita. Questa dispersione permette agli investitori di combinare un'esposizione ciclica a breve termine con flussi di rendimento strutturali di lunga durata. Le potenziali opportunità a breve termine includono i gruppi minerari, i beneficiari degli investimenti nel settore industriale e le società di trasformazione posizionate per una rivalutazione. Il tema dei flussi di rendimento a lungo termine può comprendere le utility con ricavi contrattuali da rinnovabili, le società della difesa con programmi di fornitura pluriennali e i fornitori di apparecchiature con semiconduttori che beneficiano di un ciclo degli investimenti sostenibile. Nell'insieme, crediamo che questa modularità crei un percorso di investimento con gestione del rischio nei temi della sicurezza, dell'energia e della transizione delle risorse – che permette di beneficiare sia della rivalutazione ciclica già in corso, sia della futura crescita composta della produttività.

Accesso al tema tramite il mercato azionario



Fonte: MSCI, S&P Global Market Intelligence e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026.

Valutazioni odierne (P/E prospettico a 12 mesi) e dal 2006



Fonte: Bloomberg, MSCI e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026. Il rapporto P/E è calcolato come rapporto P/E prospettico medio ponderato per la capitalizzazione di mercato per i seguenti settori: energia, industria, IT e materiali.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Obbligazioni

SOLUZIONE

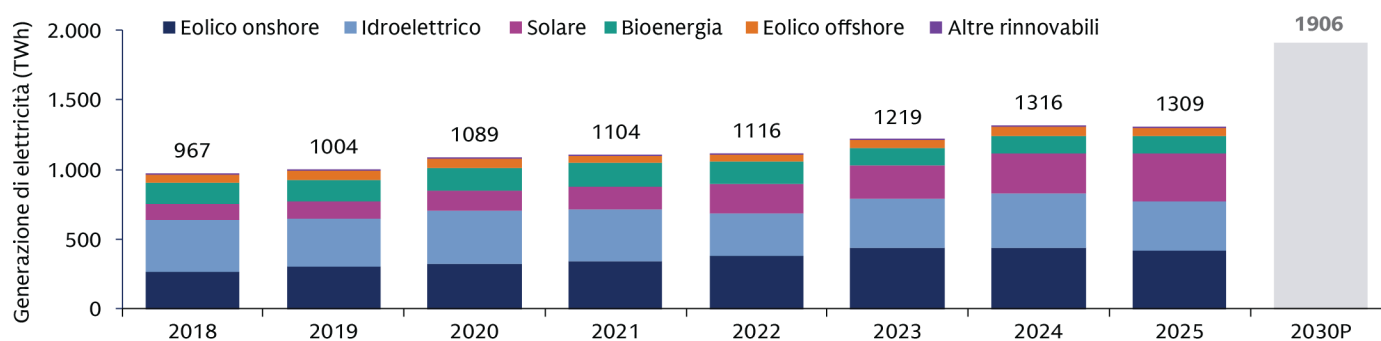
Finanziare la transizione energetica nell'UE

In Europa, lo sviluppo delle rinnovabili con l'obiettivo della sicurezza energetica crea un evidente fabbisogno strutturale di finanziamenti. La Direttiva vincolante dell'UE sulle energie rinnovabili, che mira a far salire al 42,5% circa la quota rappresentata dalle rinnovabili nel mix energetico complessivo dell'Unione entro il 2030,¹⁹ con un obiettivo indicativo aggiuntivo al 45%, si colloca a fronte del 25,2% circa di energia da rinnovabili registrato nel 2024, implicando una rapida accelerazione della capacità installata e ampi ammodernamenti della rete elettrica, mentre la previsione sulla domanda energetica finale nel 2030 ($\approx 992,5$ Mtoe) definisce la scala della capacità di generazione e degli investimenti di sistema richiesti.²⁰ Per raggiungere una tale portata ed accelerazione, la Strategia di investimento nell'energia pulita della Commissione Europea prevede un fabbisogno di capitale di circa 660 miliardi di euro all'anno fino al 2030, che saliranno a 695 miliardi di euro tra il 2031 e il 2040.²¹ I finanziamenti bancari e il ricorso ai mercati azionari ridurranno il rischio dei progetti, ma non saranno in grado di assicurare la scala o le lunghe scadenze richieste; il risultato netto è un divario pluriennale persistente in termini di finanziamenti di capitale, che dovrà essere colmato prevalentemente da debito a lungo termine emesso sui mercati dei capitali e da strumenti di blended finance.

Green bond: rendimenti con un impatto

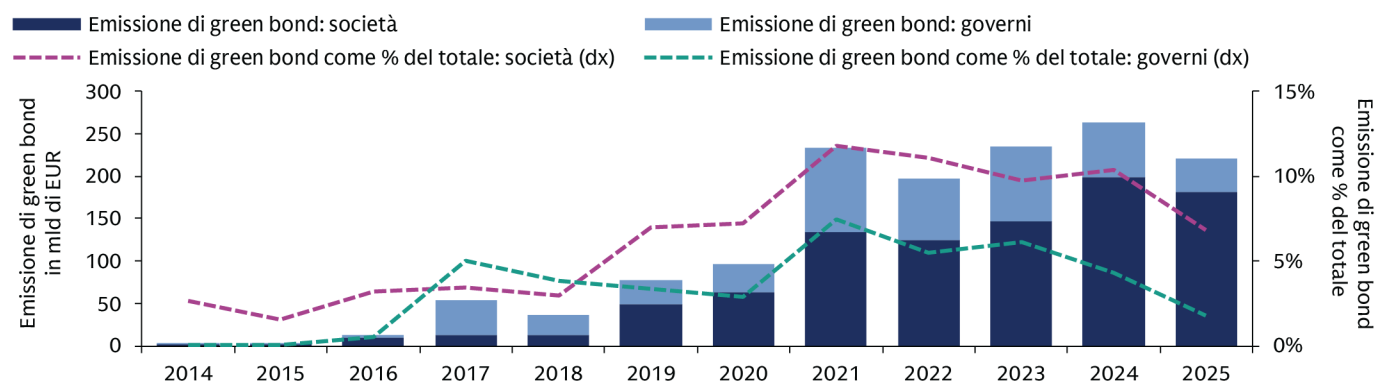
I green bond rappresentano lo strumento obbligazionario negoziabile più scalabile per intercettare questa domanda. Gli Standard dell'Unione Europea per le obbligazioni green prevedono l'allineamento alla tassonomia, obblighi di informativa e verifiche esterne, riducendo significativamente il rischio di greenwashing e migliorando la comparabilità per gli investitori, caratteristiche che a loro volta rafforzano la domanda da parte di fondi pensione, compagnie di assicurazione ed asset manager con vincoli di benchmark. L'Europa è già leader nell'emissione di obbligazioni green allineate e nella relativa informativa, e i green bond "labelled" rappresentano oggi una quota significativa e in crescita delle emissioni nell'UE. Pertanto, gli investitori devono considerare i green bond come un'allocazione strutturale dei portafogli obbligazionari, più che una componente satellite. Questi strumenti offrono (1) una corrispondenza in termini di duration e flussi di cassa con gli asset a lungo termine, (2) esposizioni negoziabili adatte ai cospicui bilanci istituzionali, (3) un canale trasparente ai fini dell'attribuzione dell'impatto ambientale e (4) una minore volatilità degli spread in periodi caratterizzati da importanti eventi di mercato.

Generazione di elettricità da rinnovabili nell'UE (TWh)



Fonte: Eurelectric, Commissione Europea, Agenzia europea per l'ambiente e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026.

Green bond come percentuale delle obbligazioni totali emesse nell'UE-27 da imprese e governi, 2014-2025



Fonte: Bloomberg e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026.

¹⁹ Commissione Europea, Direttiva sulle energie rinnovabili: obiettivi e regole, Unione Europea.

²⁰ Agenzia europea per l'ambiente, Consumo di energia primaria e finale, Unione Europea

²¹ Commissione Europea, "La Commissione lancia una strategia per accelerare gli investimenti nell'energia pulita".

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Private asset

SOLUZIONE

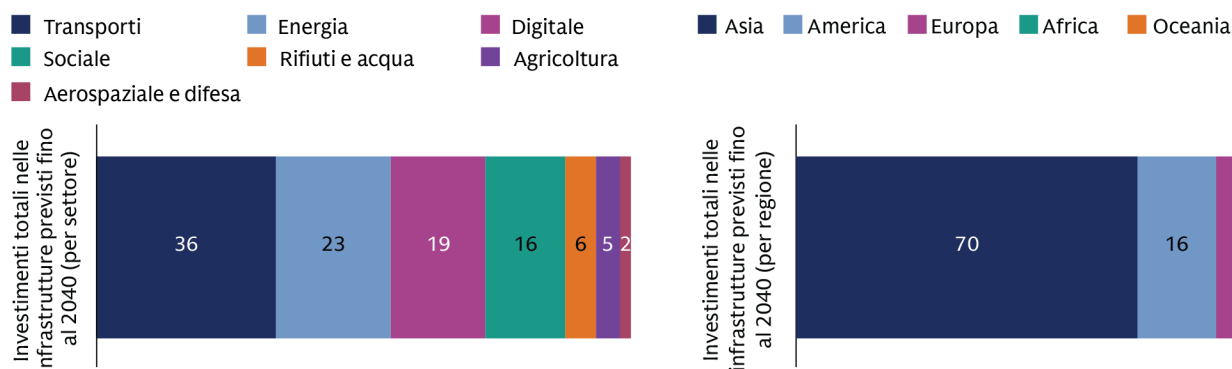
Il superciclo della spesa per investimenti

Il capitale richiesto per modernizzare le infrastrutture globali sta registrando un'accelerazione, in un contesto in cui difesa, energia, trasporti, connettività digitale e sicurezza delle risorse stanno tutti risalendo la lista delle priorità per imprese e governi. Le previsioni suggeriscono che la spesa cumulata per investimenti infrastrutturali potrebbe raggiungere i 106.000 miliardi di dollari nel periodo fino al 2040,²² con un fabbisogno di finanziamento particolarmente elevato per trasporti, energia e reti digitali e la quota più rilevante della domanda globale rappresentata dall'Asia. Ciò non si limita agli asset fisici. L'intensità di capitale sta aumentando anche nel segmento tecnologico. Le previsioni di consenso indicano che la spesa degli hyperscaler per investimenti nell'IA dovrebbe superare i 660 miliardi di dollari solo nel 2026, una cifra che riflette la scala degli investimenti che confluiscono attualmente nella capacità di calcolo, nei data center, nelle infrastrutture energetiche e nella connettività. Questi temi presentano una caratteristica comune: richiedono un elevato impiego di capitali a lungo termine nelle reti elettriche, nei corridoi di logistica, nelle infrastrutture digitali e nelle filiere di approvvigionamento dei minerali strategici che le rendono realizzabili. In questo scenario, crediamo che i private asset assumeranno un ruolo centrale nella prossima fase di formazione di capitale, creando un legame diretto fra i mercati privati e lo sviluppo degli asset fisici alla base dei trend secolari che stanno definendo l'attuale decennio.

Attenzione al divario di allocazione

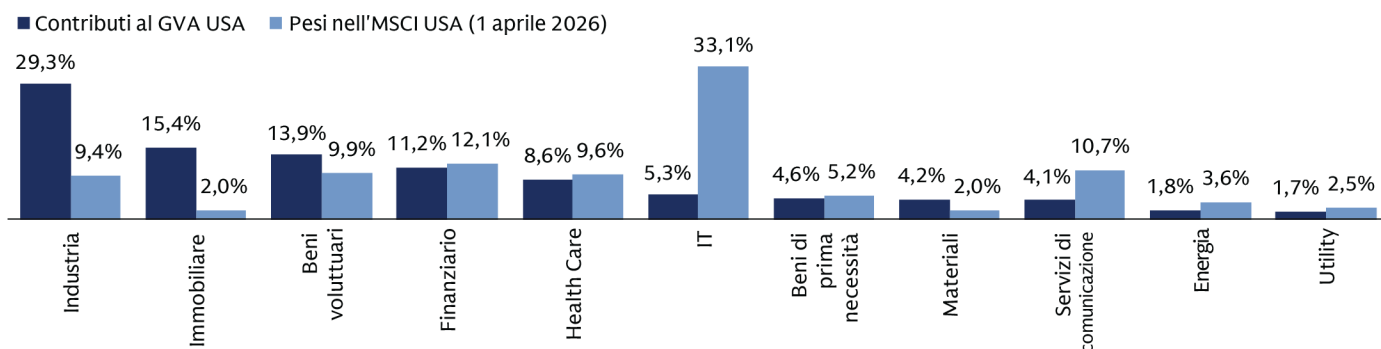
Alla luce di questo scenario, emerge un importante interrogativo di asset allocation: i mercati pubblici offrono un'esposizione sufficiente ai settori più direttamente legati a questi sviluppi? Un'analisi del valore aggiunto lordo (gross value added, GVA) statunitense sembra indicare di no. I settori industriale e dei materiali rappresentano rispettivamente il 29,3% e il 4,2% del GVA, contro un peso del 9,4% e del 2,0% nell'indice MSCI USA; al contrario, il settore IT rappresenta il 33,1% dell'MSCI USA ma contribuisce solamente per il 5,3% al GVA nell'economia reale. L'asimmetria è evidente. I settori dell'economia reale che assorbono gran parte degli investimenti nelle infrastrutture e nelle risorse sono significativamente sottorappresentati nei benchmark dei mercati pubblici, mentre i titoli tecnologici, che sono già largamente presenti nei portafogli, hanno un peso sproporzionato all'interno degli indici rispetto alla loro quota di GVA. Per finanziare questa fase di sviluppo, occorreranno capitali sia pubblici che privati. Tuttavia, i mercati privati si trovano in una posizione unica per colmare il divario nelle aree in cui gli indici dei mercati pubblici offrono una minore rappresentazione, in particolare nelle infrastrutture industriali, nei sistemi energetici, nella lavorazione dei minerali strategici e nelle reti logistiche.

Investimenti totali nelle infrastrutture previsti entro il 2040 (migliaia di mld di \$)



Fonte: McKinsey e Goldman Sachs Asset Management. Al 10 aprile 2026. Dati tratti dal rapporto McKinsey "The infrastructure moment" pubblicato a settembre 2025. A soli fini illustrativi.

Valore aggiunto lordo statunitense e peso dei settori nell'indice MSCI USA (%)



Fonte: Macrobond, MSCI e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026. GVA (gross value added) si riferisce al valore aggiunto lordo.

²² Rapporto McKinsey "The infrastructure moment". A settembre 2025.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

Performance relativa delle varie asset class per anno solare

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD
Performance migliore	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 35,4%	Materie prime 40,0%
	Azioni Europa 25,5%	Macro/ Tactical Hedge Funds -3,7%	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 35,2%	Macro/ Tactical Hedge Funds 4,3%
	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%	Azioni Merc. Emergenti 33,6%	Hedge Funds 3,0%
	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%	Azioni Giappone 24,6%	Azioni Regno Unito 1,6%
	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 small cap globali 19,9%	Azioni Giappone 1,4%
	Azioni large cap statunitensi 21,1%	Debito Merc. 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%	Azioni large cap statunitensi 17,4%	Azioni small cap globali 1,4%
	Obbl. high yield globali 10,4%	Azioni large cap statunitensi -4,9%	Azioni Merc. Emergenti 18,4%	Debito Merc. Emergenti 5,9%	Hedge Funds 6,2%	Azioni Europa -15,1%	Debito Merc. Emergenti 10,4%	Azioni Regno Unito 7,6%	Debito Merc. Emergenti 13,5%	Immobiliare globale 0,1%
	Debito Merc. Emergenti 9,3%	Azioni Giappone -12,9%	Materie prime 17,6%	Obbligazioni globali 5,6%	Macro/ Tactical Hedge Funds 3,4%	Debito Merc. Emergenti -16,5%	Immobiliare globale 10,3%	Azioni Merc. Emergenti 7,5%	Obbl. high yield globali 12,1%	Obbligazioni globali -0,2%
	Hedge Funds 7,8%	Materie prime -13,8%	Debito Merc. Emergenti 14,4%	Azioni Europa 5,4%	Azioni Giappone 1,7%	Azioni Giappone -16,6%	Azioni Merc. Emergenti 9,8%	Debito Merc. Emergenti 5,7%	Immobiliare globale 11,2%	Azioni Merc. Emergenti -0,2%
	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%	Hedge Funds 9,2%	Debito Merc. Emergenti -1,1%
Performance peggiore	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%	Materie prime 7,1%	Obbl. high yield globali -1,3%
	Obbligazioni globali 3,0%	Azioni Merc. Emergenti -14,6%	Obbligazioni globali 8,2%	Immobiliare globale -9,2%	Debito Merc. Emergenti -1,5%	Azioni Merc. Emergenti -20,1%	Macro/ Tactical Hedge Funds -0,9%	Immobiliare globale 2,3%	Macro/ Tactical Hedge Funds 5,4%	Azioni Europa -2,8%
	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%	Obbligazioni globali 4,9%	Azioni large cap statunitensi -4,4%

Fonte: Bloomberg, Macrobond e Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026. 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. Si vedano le note supplementari alle pagine 12 e 15 del presente documento.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

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	Macro	- Buona tenuta della crescita globale - La normalizzazione dell'inflazione prosegue, ma più lentamente - Le banche centrali assumono un orientamento più restrittivo - Prosegue lo slancio legato all'IA - Tuttavia, i rischi abbondano	- Stagflazione globale - Recessione globale - Inflazione più elevata, tassi di interesse più alti e accresciuta volatilità macro Temi (CHANGE) - Climate transition (transizione climatica) - High level of debt (livelli elevati di debito) - Ageing population (invecchiamento della popolazione) - New finance (nuova finanza) - Global fracturing (frammentazione globale) - Evolving technology (progressi tecnologici)
	Obbligazioni	- Obbligazioni flessibili - Debito Mercati Emergenti - Credito cartolarizzato	- Duration breve - Obbligazioni core - Obbligazioni a medio termine - Green bond - Debito Mercati Emergenti
	Azioni	- Azioni USA - Azioni Europa - Azioni Mercati Emergenti	- Azioni ad alto dividendo - Azioni ad alto dividendo - Rinascita industriale (titoli industriali) - Digitalizzazione e IA (Tech) - Crescente necessità di servizi sanitari (healthcare) - Risorse naturali (materiali ed energia)
	Investimenti alternativi	- Infrastrutture private - Private credit - Investimenti alternativi liquidi	- Strategie Trend following - Hedge Fund Trend e Multistrategia - Materie prime energetiche e industriali - Private asset - Hedge fund Trend e Multi-strategia
Principali soluzioni di investimento	Valute	Lieve debolezza del dollaro	- Positivi sul dollaro - Positivi sul dollaro - Negativi sul dollaro

Fonte: Goldman Sachs Asset Management. Al 1° aprile 2026. 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 performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

AUTORI



James Ashley
International Head of
Strategic Advisory Solutions

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



Simona Gambarini
Senior Market Strategist

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.

Dhvani Zaveri, Market Strategist

Paul Gabard, Market Strategist

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

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

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 (pb) 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 Social 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.

ME si riferisce ai Mercati Emergenti.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

ETF si riferisce agli Exchange-Traded Fund.

FX si riferisce ai tassi di cambio.

PIL si riferisce al Prodotto Interno Lordo.

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

Note relative al grafico sui temi macro a breve termine di pagina 2: il numero di modelli di IA rilevanti è fornito da Epoch AI e guarda all'Era del deep learning (2013–2026) fino a febbraio 2026; il dato sugli investimenti privati nell'IA per Paese è tratto dal rapporto sull'indice Stanford HAI 2025, è espresso in miliardi di dollari e prende in considerazione gli investimenti privati totali dal 2013 al 2024 (ultimi dati al 2024). Il numero di brevetti per l'IA concessi è tratto dal rapporto sull'indice Stanford HAI 2025 (ultimi dati al 2023). Il numero di data center è fornito da Cloudscene (ultimi dati a novembre 2025). I dati sulle esportazioni di semiconduttori e hardware per l'IA nel 2025 sono forniti da ITC Trade Maps e comprendono i dati fino a novembre 2025 (incluso) (aggregato dei prodotti HS 8541, 8542, 8471 e 8473). Tutti i dati relativi alle riserve e alla raffinazione di minerali strategici sono forniti da US Geological Survey (ultimi dati al 2025). I dati sulla spesa per la difesa sono forniti da SIPRI (ultimi dati al 2024). I dati relativi alle principali importazioni legate alla difesa sono forniti da UN Comtrade; i principali beni relativi alla difesa si riferiscono a un aggregato dei seguenti codici HS: 9301, 9302, 9305, 9306, 9307, 8710, 8906.1, 3601, 3602 e 3603 (ultimi dati al 2024). I dati relativi alla produzione e al consumo di energia primaria sono forniti dalla US Energy Information Administration (ultimi dati al 2023).

Note relative al grafico sui temi macro a lungo termine di pagina 4: tutti i dati sono in KG/MW, salvo quelli relativi alla difesa, che sono espressi in KG. * Comprende e costituisce un dato aggregato relativo ai caccia F-35, ai cacciatorpediniere di classe Arleigh Burke e ai sottomarini di classe Virginia. La scomposizione relativa alle terre rare è la sola scomposizione significativa prontamente disponibile.

Fonti relative alla pagina 7-8:

- i. BloombergNEF, "Energy Transition Investment Trends 2025", pubblicato a gennaio 2026. I dati relativi ai data center comprendono la spesa per investimenti delle società rientranti fra i primi 20 proprietari di capacità IT operativa che hanno una capacità IT in costruzione pari o superiore a 200 megawatt secondo il Global Data Center Live IT Capacity Database di BNEF. Si tratta di un dato globale che probabilmente è sottostimato, in quanto molti grandi sviluppatori sono privati e non pubblicano dati relativi alla spesa per investimenti.
- ii. Le previsioni economiche e di mercato qui riportate hanno fini informativi alla data di questa presentazione. Non esiste alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. Si vedano le note supplementari al termine della presentazione.
- iii. BloombergNEF, "Energy Transition Investment Trends 2025", pubblicato a gennaio 2026
- iv. Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare.
- v. Dimensioni del mercato dei green bond e previsioni: 2025-2032, Coherent Market Insights
- vi. La diversificazione non protegge gli investitori dai rischi di mercato e non garantisce il conseguimento di un utile.

Note della pagina 7: per quanto riguarda il grafico "I timori legati alla sicurezza energetica alimentano gli investimenti nella transizione", il grafico è stato elaborato sulla base degli ultimi dati disponibili per i singoli Paesi. Per quanto riguarda il rapporto tra importazioni nette e offerta energetica, si tratta di dati aggiornati al 2024 per UE27, Stati Uniti, Brasile, Canada, Giappone e Corea. I dati sono invece aggiornati al 2023 per Cina, India, Medio Oriente. Le categorie di Paesi corrispondono alle categorie utilizzate dall'Agenzia internazionale per l'energia.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

	Commodities	Global Agg Bond	Global High Yield	Global Small Cap	US Large Cap	Emerging Market Equity	Europe Equity	Japan Equity	UK Equity
Mar-2025 - Mar-2026	43%	3%	9%	26%	17%	30%	19%	26%	26%
Mar-2024 - Mar-2025	4%	5%	9%	0%	8%	8%	7%	-2%	14%
Mar-2023 - Mar-2024	11%	4%	13%	16%	29%	8%	14%	26%	11%
Mar-2022 - Mar-2023	-10%	-4%	-5%	-9%	-8%	-11%	1%	-5%	-1%
Mar-2021 - Mar-2022	65%	-4%	-4%	-1%	15%	-11%	4%	-6%	11%

The currency perspective is USD.

	Hedge Funds	Macro/Tactical Hedge Funds	Emerging Market Debt	Global Gov Bonds
Mar-2025 - Mar-2026	10%	6%	10%	3%
Mar-2024 - Mar-2025	4%	-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%

The currency perspective is USD.

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, 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 l'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 soprastante non è un elenco esaustivo dei potenziali rischi. Possono esistere 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 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.

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 a investitori di lungo periodo esperti e preparati, in grado di accettare tali rischi.

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

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

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 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.

Possono esistere rischi aggiuntivi attualmente non previsti o considerati.

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.

Il capitale è a rischio.

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

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

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 oggetto di gestione attiva. 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.

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.

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, commerciabilità 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.

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.

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 o 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 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 australiana ai sensi del Corporations Act of Australia, e non detengono quindi alcuna licenza per servizi finanziari australiana, 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.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

- 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; regolamentate 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.

Spazio Economico Europeo (SEE): La presente comunicazione promozionale finanziaria è distribuita da Goldman Sachs Asset Management B.V. La presente comunicazione di marketing 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.

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 costituiscano 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: I materiali qui presentati sono proposti dalla società Goldman Sachs Saudi Arabia ("GSSA"). GSSA è autorizzata e regolamentata dall'Autorità del mercato dei capitali (Capital Market Authority, "CMA") nel Regno dell'Arabia Saudita. GSSA è soggetta alle regole e alle direttive pertinenti della CMA, i cui dettagli sono disponibili sul sito web della CMA all'indirizzo www.cma.org.sa.

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.

La CMA non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza di questo materiale, e declina espressamente qualsiasi responsabilità in relazione ad eventuali perdite derivanti da, o subite in relazione a, qualsiasi parte del presente materiale. Qualora i contenuti di questo materiale non siano chiari, si raccomanda di consultare un consulente finanziario.

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.

Stati Uniti: Negli Stati Uniti, il presente materiale è distribuito ed è stato approvato da Goldman Sachs Asset Management, L.P., che è un consulente d'investimento autorizzato dalla Securities and Exchange Commission.

© 2026 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati.

Data di primo utilizzo: 31 marzo 2026.

Codice Compliance: 500591-OTU-2504204

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

Le performance passate non sono indicative dei rendimenti futuri e non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. A soli fini illustrativi.