

Goldman Sachs Global Environmental Impact Equity Portfolio

Un domani più verde

“Dobbiamo trasformare la ripresa in una reale opportunità di fare le cose correttamente per il futuro” – António Guterres, Segretario Generale delle Nazioni Unite

Gli esseri umani non sono notoriamente molto bravi a pensare al futuro lontano. Per le nostre menti focalizzate sul presente, il “futuro lontano” comprende tutto ciò di cui possiamo evitare di occuparci per altri cinque e più anni, prima di essere costretti ad affrontarlo. Questo stile di vita improntato al “carpe diem” spiega in parte perché il solo immaginare le conseguenze del riscaldamento globale sembri una sfida insormontabile.

L'attuale crisi sanitaria potrebbe aiutarci a mettere le cose in prospettiva, facendoci intravedere come potrebbe essere realmente il nostro “futuro lontano”. Sappiamo tutti che la storia non si ripete, ma **COVID-19 fa indubbiamente rima con i cambiamenti climatici**: ha origine nell'ambiente naturale, ignora le frontiere, ha implicazioni economiche e sociali catastrofiche e richiede una risposta politica coordinata. I prossimi mesi ci diranno se questo sguardo sull'avvenire indurrà i responsabili politici impegnati a risolvere la crisi odierna a considerare anche quelle future.

Questo articolo illustra le ragioni per cui è importante pianificare correttamente la ripresa (“**Riprendere fiato**”), perché lo stimolo ambientale coincide con quello economico, ma non del tutto (“**Non esiste più l'altruismo**”) e cosa significa tutto questo per le società quotate (“**Con la pioggia e con il sole**”).

Riprendere fiato

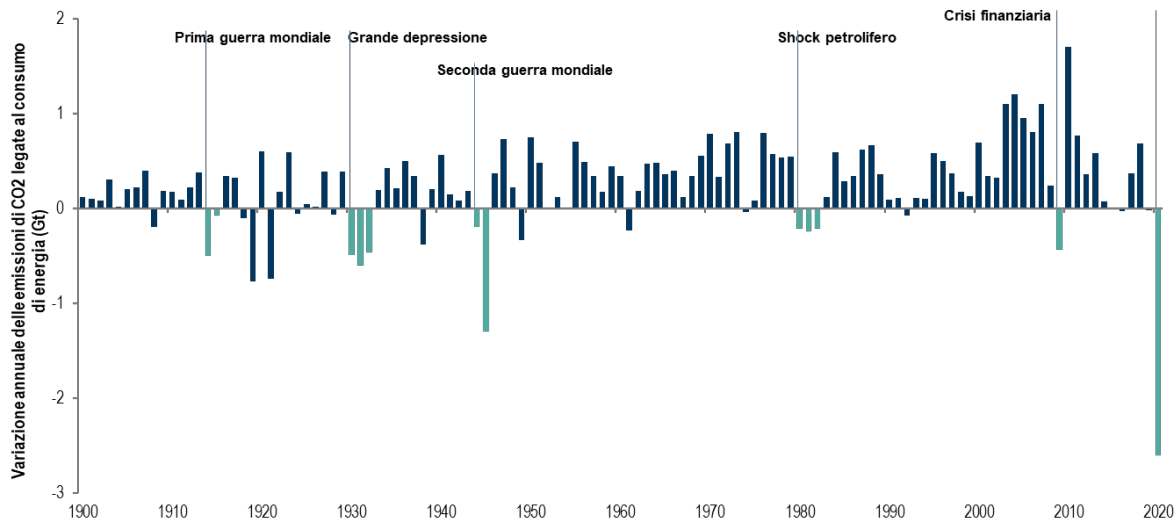
Un periodo senza precedenti, di nuovo

Prima di guardare al futuro, cerchiamo di imparare dal passato. Ogni crisi è unica, ma la pandemia di COVID-19 non è la prima grande crisi globale e non sarà certamente l'ultima. Come in precedenti episodi di forte rallentamento economico, osserviamo un calo significativo della domanda di energia. Secondo le stime dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), **la domanda totale di energia potrebbe contrarsi di circa il 6% nel 2020**.¹ Non si tratta di un calo insignificante: in effetti, rappresenta la singola flessione più consistente della domanda di energia elettrica dall'inizio dei rilevamenti, equivalente alla domanda annuale totale di Germania, Francia, Italia e Regno Unito messi insieme. **Una contrazione di questa portata annulla in sostanza gli ultimi cinque anni di crescita della domanda**, inducendo a chiedersi se questo calo non possa essere almeno considerato come un piccolo risvolto positivo in una situazione altrimenti molto difficile.

La Figura 1 può fornire qualche indicazione.¹ In breve, anche gli anni che seguono le crisi (il ciclo di ripresa) sono importanti. La domanda di energia riprende tendenzialmente ad aumentare con maggiore vigore. **Se da un lato una situazione di emergenza economica comporta indubbiamente un'interruzione della crescita delle emissioni annuali, dall'altro lato non sembra frenare significativamente la sua tendenza strutturale all'aumento.**

Figura 1: facciamo chiarezza – la relazione inversa fra i disastri economici e il clima

Le riduzioni delle emissioni annuali possono essere sostanziali, ma storicamente si riducono a sobbalzi del tracciato



Il “verde” si è distinto

Questa crisi potrebbe essere differente? Forse. Come abbiamo sostenuto in una nostra precedente analisi, crediamo si sia giunti ad **un punto di svolta in termini di piena consapevolezza e – aspetto particolarmente importante nell’attuale contesto – di propensione ad agire di governi, imprese e consumatori.**

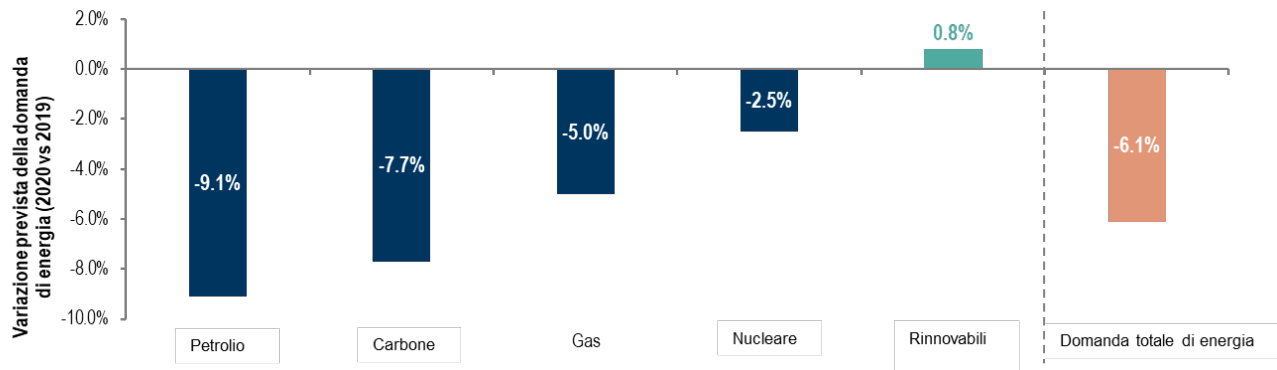
Un’analisi più approfondita della contrazione della domanda totale di energia prevista dall’AIE può inoltre suscitare un certo ottimismo. In effetti, la **prevista erosione della domanda non riguarda tutti i segmenti del mercato dell’energia allo stesso modo** (Figura 2²). Il petrolio è di gran lunga il più penalizzato, essendo fortemente esposto agli impatti della risposta di politica monetaria e fiscale globale. Si stima che la sua domanda dovrebbe registrare una flessione vicina al 10%, a causa delle restrizioni agli spostamenti per motivi privati e di lavoro che hanno fortemente ridotto l’uso di veicoli privati e i viaggi aerei, come pure la maggior parte dei trasporti legati all’attività economica, riducendo il fabbisogno di carburante in settori come le spedizioni.

L’impatto della crisi sulla domanda è stato particolarmente marcato per lo storico trio delle forniture elettriche: carbone, gas e nucleare, con contrazioni rispettivamente dell’8%, 5% e 3%. In questo caso, l’entità dell’impatto è stata dettata in qualche modo dai prezzi: se il costo più basso del gas naturale ha fatto da scudo al settore, proteggendolo da effetti ancora più devastanti, la crisi ha enfatizzato le difficoltà che il carbone dovrà affrontare in futuro.

Solo le rinnovabili sono riuscite a stare a galla. Mantenere un momentum positivo della domanda nel 2020 è un’impresa degna di nota e, se in circostanze normali un’accelerazione dell’1% non susciterebbe alcuna euforia per l’energia verde, il suo impatto nell’attuale contesto risulta significativamente amplificato. Nel primo trimestre, la quota rappresentata dalle rinnovabili nel mix energetico globale è salita al 13%, con un aumento dello 0,5%, ed il loro peso nel settore globale dell’energia ha raggiunto il 27,5%, con un incremento dell’1,5%. Questo trend è stato supportato da tre fattori principali: i) la priorità nella rete di distribuzione ed altre misure di supporto a livello normativo, ii) la nuova capacità disponibile, poiché alcune utilities stanno rafforzando costantemente l’impiego di fonti energetiche alternative, e iii) considerazioni di natura economica che evidenziano le crescenti attrattive delle rinnovabili rispetto alle fonti di produzione energetica tradizionali.²

Figura 2: l'eccezione alla regola – La crescita positiva della domanda di energie rinnovabili nel 2020

L'erosione della domanda totale di energia rappresenta la variazione assoluta più ampia dall'inizio dei rilevamenti



È pur vero che l'ipotesi che la domanda di energia rimanga semplicemente più bassa più a lungo appare come minimo irrealista, e che non c'è alcuna garanzia che la fase ripresa rispecchierà quella di rallentamento. In questo senso, non c'è neppure la certezza che nei prossimi anni le fonti energetiche tradizionali non recuperino le quote di mercato perse. In previsione di un'inevitabile ripresa della domanda, **sarà cruciale monitorare quali componenti del mix energetico contribuiranno ad alimentare la ripresa.**

Le curve climatiche

Osservando la risposta di politica monetaria e fiscale globale alla crisi del coronavirus, è evidente che i governi restano convinti che occorra ben più di una mano invisibile per sostenere la ripresa. Indubbiamente, **la lotta globale contro la pandemia di COVID-19 ci sta spingendo verso un nuovo paradigma di definizione delle politiche.** È già successo: dopo la Seconda guerra mondiale, Roosevelt ebbe un ruolo fondamentale nella creazione delle Nazioni Unite al fine di assicurare la pace mondiale, e le misure a livello normativo adottate sulla scia della crisi del 2008 hanno riformato il mondo della finanza. Tutto questo sotto un unico credo: mai più. Poiché (al momento) non è possibile escludere il rischio di una futura pandemia, i governi riformeranno i sistemi sanitari locali e globali, rimediando alle carenze e replicando ciò che ha funzionato. Tuttavia, ci sono margini per fare molto altro perché questa volta abbiamo un'idea ragionevolmente consolidata di come potrebbe manifestarsi la prossima crisi. Un vantaggio indubbiamente nuovo. È decisamente improbabile che Roosevelt pensasse ai mutui subprime mentre contribuiva alla creazione delle Nazioni Unite, o che Obama, firmando il Dodd-Frank Act, abbia preso in considerazione una futura pandemia. Questa "beata ignoranza" riguardo al futuro ora non c'è, e ciò offre l'opportunità non solo di evitare ulteriori crisi di questo genere, ma anche di prepararci proattivamente alle incognite note.

Contrastare le crisi future resolvendo quella in atto suona come un esempio di buona politica. I governi sono in effetti molto attivi. Oltre all'impresa erculeo di trovare il corretto equilibrio tra l'esigenza di proteggere la salute pubblica e la necessità di far ripartire l'economia, i capi di Stato e di governo stanno già pensando al futuro e definendo il cammino verso la ripresa. Farlo nel modo giusto è fondamentale per minimizzare il danno pubblico e sociale: ciò significa che l'economia deve ripartire ora, non in seguito. Fortunatamente, la scelta di puntare su uno stimolo "verde" ha perso da tempo la sua aura filantropica (cfr. "Non esiste più l'altruismo"), e le misure "green" rappresentano oggi un'opzione fattibile per condurci fuori dalla crisi.

Oltre alle ripercussioni economiche positive, i legislatori sono consapevoli che **l'entità dello stimolo richiesto per risollevarne l'economia mondiale dall'abisso avrà anche implicazioni sostanziali sul clima.** Qualsiasi nuovo investimento nelle fonti energetiche tradizionali, come il petrolio, il gas naturale, il carbone ed il nucleare, non potrà essere a breve termine. Nel Regno Unito, il programma di dismissione delle centrali a carbone non si concluderà prima del 2024. La Germania ha in programma di spegnere il suo ultimo impianto nel 2038.³ Quindi, creare capacità aggiuntiva in queste aree significherebbe prolungare la generazione di energia elettrica ad alta intensità di emissioni per un periodo di tempo considerevole. Inoltre, investire risorse pubbliche in un'industria che è già destinata a chiudere i battenti sarebbe un modo alquanto discutibile di impiegare il denaro dei contribuenti.

La combinazione tra la mera entità e la longevità degli investimenti sottostanti implica che **anche delle decisioni di allocazione di risorse pubbliche (relativamente) modeste potrebbero avere un impatto significativo sulle emissioni totali di gas serra** (Figura 3⁴). In una prospettiva decennale, qualsiasi forma di stimolo verde introdotto oggi può ridurre considerevolmente la curva delle emissioni ad impatto climatico.

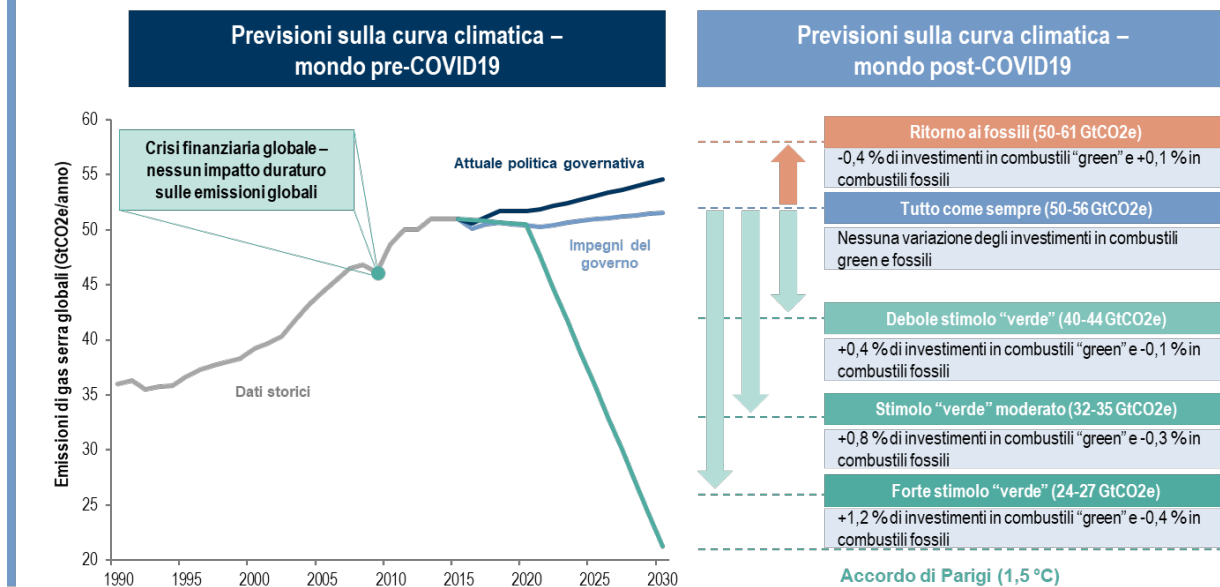
Fonte: Goldman Sachs Asset Management (GSAM).³ Fonte: gov.uk, a febbraio 2020; CarbonBrief, a marzo 2020.

⁴ Fonte: [Climate Action Tracker](http://ClimateActionTracker), ad aprile 2020.

Per la stessa ragione, imboccando oggi una strada sbagliata potrebbe pregiudicare il raggiungimento del comune obiettivo dell'Accordo di Parigi, vale a dire il contenimento del riscaldamento globale entro +1,5°C rispetto ai livelli pre-industriali.

Figura 3: ad un bivio – La curva climatica in un mondo post-COVID19

La scelta della giusta direzione per contrastare l'attuale crisi è cruciale anche per contrastare quelle future



“Mai sprecare una buona crisi”, Churchill e Guterres (cit.) potrebbero avere indicato la strada giusta. Il nostro pianeta ha ripreso fiato. Non un sospiro di sollievo, ma il respiro profondo che si prende prima di affrontare un'impresa mastodontica. Come è già accaduto in passato, l'attuale sofferenza dell'economia sta riportando indietro le lancette dell'orologio delle emissioni, regalandoci del tempo in più per ridurre il riscaldamento climatico. Nella prossima sezione esploriamo come poter fare in modo che ciò conti.

Non esiste più l'altruismo

Lunga vita all'altruismo

Le curve dei costi spesso spiegano come una tecnologia vista solo nei film di fantascienza sia arrivata nella vita reale. È nel momento in cui la scala dei costi comincia a ridursi, facendo aumentare simultaneamente l'efficienza, che l'innovazione può finalmente diventare dirompente. In effetti, la legge di Moore – o una sua lieve variante – sembra essere applicabile tanto ai microchip quanto al sequenziamento dei genomi: il primo sta raggiungendo lentamente la fine della curva, mentre il secondo è solo all'inizio. E le rinnovabili? Dipende, ma nell'attuale fase si trovano in qualche punto nel mezzo.

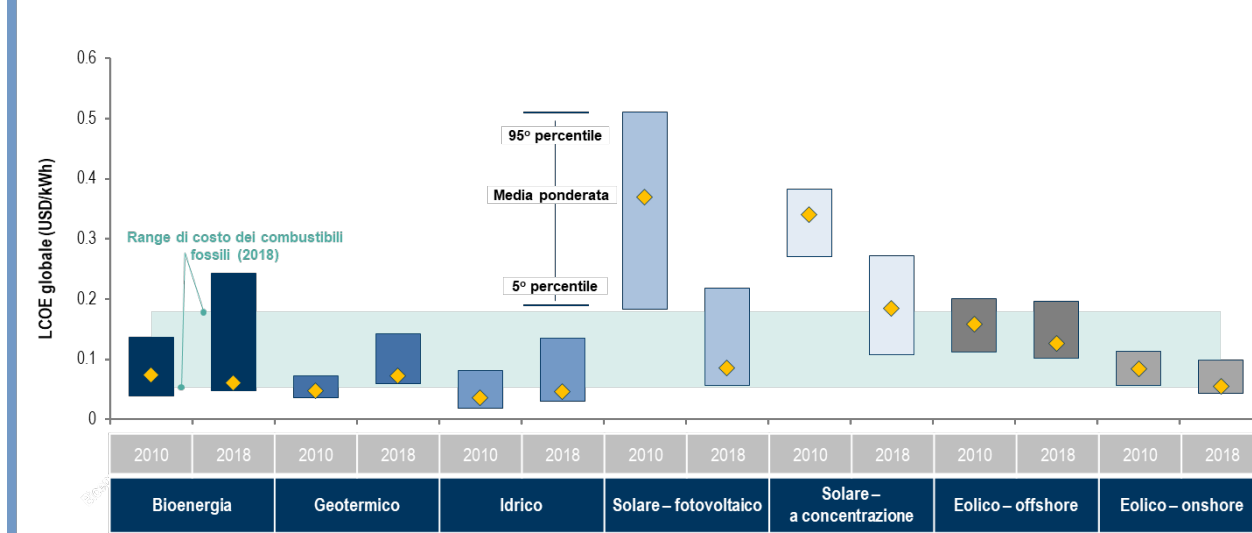
Ai loro esordi, le fonti di energia rinnovabile hanno dovuto servirsi di scorciatoie per farsi strada, spesso grazie al supporto dei governi: finanziamenti diretti, priorità nella rete di distribuzione, regime fiscale favorevole, controllo dei prezzi. Agli occhi del pubblico e della politica, le tecnologie verdi e i sussidi statali erano parte di un nodo impossibile da sciogliere. Tuttavia, negli ultimi dieci anni (e decisamente in linea con i postulati di Moore) la relazione inestricabile tra i due ha iniziato a slegarsi. In effetti, in molti casi **le rinnovabili hanno già raggiunto la parità di costi, diventando persino più competitive in termini di costi rispetto ai loro vecchi nemici: il carbone, il petrolio e il gas naturale.**

Secondo i dati dell'Agenzia Internazionale per le Energie Rinnovabili (IRENA), **in media la bioenergia, il geotermico, l'idrico e l'eolico sono altrettanto o persino più efficienti in termini di costi del combustibile fossile più economico – anche senza alcun supporto finanziario.** Anche gli impianti fotovoltaici solari (PV) sono riusciti a rientrare nella fascia di costi della produzione di elettricità da combustibili fossili (Figura 4)⁵; e se l'energia solare a concentrazione (CSP) e i parchi eolici offshore si posizionano ancora in prossimità del limite superiore dell'intervallo, il loro profilo economico è migliorato significativamente negli anni 2010: solo nel 2018, i costi medi dell'energia solare a concentrazione sono diminuiti del 26%, seguiti da quelli della bioenergia (-14%), del fotovoltaico solare e dell'eolico onshore (entrambi -13%). Le previsioni indicano un calo ancora più significativo dei costi per la maggior parte delle categorie nei prossimi anni, specialmente nelle

aree dell'eolico e del solare. Questa prospettiva è supportata dai balzi in avanti compiuti dalle tecnologie esistenti – come insegna la legge di Moore – compreso l'impiego di turbine e moduli solari più efficienti.

Figura 4: Uno sviluppo inaspettato – l'esclusione dei combustibili fossili

LCOE globale delle tecnologie di generazione di energia rinnovabile a livello di utilities, 2010-2018



Soffermiamoci ora sul petrolio. Nei primi mesi dell'anno, i prezzi del greggio hanno subito un crollo tale da far apparire come un non-evento l'ondata di vendite che ha travolto i mercati azionari. I prezzi sono scesi da 70 Dollari a livelli inferiori ai 20 Dollari al barile, e ad un certo punto il WTI è persino entrato in territorio negativo. La domanda è: se non nel 2020, quando? Abbiamo già esaminato la contrazione della domanda di petrolio causata dalle ripercussioni economiche della pandemia. L'attuale contesto potrebbe continuare a pesare sul petrolio per i prossimi 6-12 mesi, e i prezzi dovrebbero mantenersi fra i 40 e i 50 Dollari al barile.⁶ A questo punto occorre chiedersi come il range di costi precedentemente citato per i combustibili fossili possa apparire oggi, e la risposta sintetica è: probabilmente non così diverso. Il petrolio rappresenta solamente il 3% - 4% circa del settore dell'energia elettrica globale, ed è quindi improbabile che possa determinare una correzione significativa dei livelli di prezzo generali. Si potrebbe però registrare un certo impatto a breve termine legato al gas naturale, un prodotto secondario della produzione di petrolio che rappresenta circa il 25% della fornitura globale di energia elettrica. Tuttavia, i calcoli dei costi citati prendono in considerazione l'intero ciclo di vita dell'asset sottostante, cioè oltre 15 anni, ed è quindi improbabile che possano essere modificati significativamente da episodi effimeri di volatilità dei prezzi. Inoltre, i governi che hanno assunto l'impegno strategico di dismettere alcune industrie altamente inquinanti hanno adottato una prospettiva di lungo termine e non modificheranno valide politiche energetiche in base a dinamiche impulsive.

L'analisi dei costi sopra riportata (Figura 4) ha senza dubbio dei limiti aggiuntivi; pur tenendo conto dei sussidi ai fini del raffronto del costo per Watt, la struttura sottostante non opera alcuna distinzione tra le regioni ed esclude le applicazioni a fini residenziali, che tendono a registrare un ritardo rispetto a quelle associate ai servizi di pubblica utilità. Tuttavia, è ormai evidente che in molti casi **la scelta "green" non è più filantropica, ma semplicemente quella più intelligente da un punto di vista economico.**

Ciò detto, la considerazione delle implicazioni indirette del finanziare gli impianti di energia rinnovabile rispetto alle centrali a combustibili fossili fa rientrare nel quadro generale di valutazione anche l'impatto sociale. I vantaggi economici e sociali della riduzione dell'inquinamento atmosferico o dei danni causati all'ambiente sono impossibili da quantificare con precisione. Sappiamo tuttavia che esistono e che sono significativi. Secondo alcune stime, i costi sanitari globali legati all'inquinamento atmosferico causato dal solo uso dei combustibili fossili ammontano a circa 2.300 miliardi di Dollari, il che rafforza ulteriormente le motivazioni a favore della riallocazione degli asset a favore di alternative più pulite.⁷ Alla luce di tutto questo, come stanno reagendo i governi?

L'Europa è un passo avanti

A dicembre 2019, la Commissione Europea ha annunciato il Green Deal europeo, **un piano ambizioso per fare dell'Europa un continente a impatto zero sul clima entro il 2050.** Per raggiungere tale neutralità climatica, la Commissione ha annunciato che eleverà i propri obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra per il 2030 al 50-55% rispetto ai livelli del 1990. I legislatori hanno stimato che il solo raggiungimento dell'obiettivo per il 2030 richiederà un

⁶ Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research (GIR), al 27 giugno 2020.

⁷ Taylor, Michael (2020), [Energy subsidies: Evolution in the global energy transformation to 2050](#), Agenzia Internazionale delle Energie Rinnovabili, Abu Dhabi.

investimento annuale aggiuntivo di circa 260 miliardi di Euro, pari all'1,5% del PIL del 2018, e sarà coperto da fondi sia pubblici che privati. La pubblicazione iniziale che definiva la tabella di marcia per raggiungere l'obiettivo della neutralità climatica netta si intitolava "Trasformare una sfida pressante in un'opportunità unica".⁸ Questo prima della pandemia di COVID-19.

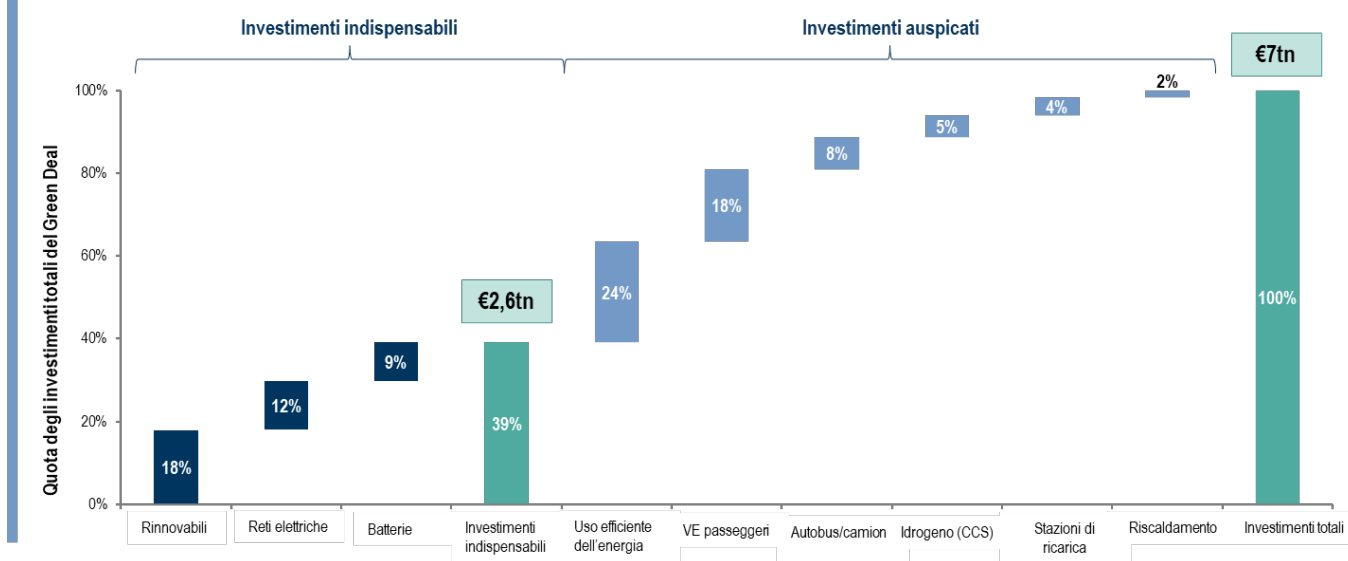
Oggi la sfida è duplice. Come abbiamo già spiegato inizialmente, l'opportunità è più concreta che mai, ma la sfida è diventata ancora più complessa. La Presidente della Commissione Europea Ursula Von Der Leyen e il suo staff dovranno ora guidare i paesi dell'UE attraverso una crisi economica, cercando nel contempo di evitare quella successiva. Tuttavia, siamo anche fiduciosi che i capi di Stato e di governo, una volta assunto l'impegno, non stravolgano completamente la loro agenda politica. In effetti, a marzo la Commissione ha compiuto un passo ulteriore con l'avvio del processo di integrazione del Green Deal nella legislazione dell'UE, proponendo una struttura che consenta di raggiungere la neutralità climatica e modificando la normativa davanti al Parlamento e al Consiglio europei. Inoltre, alla fine di maggio di quest'anno, la Commissione ha annunciato il proprio piano per la futura ripresa, facendo del Green Deal europeo la pietra angolare della sua proposta. Con il nuovo strumento per la ripresa "Next Generation EU" da 750 miliardi, Ursula von der Leyen mira a sfruttare la forza economica della trasformazione verde e digitale del continente per imprimere slancio all'occupazione e alla crescita.⁹ Dopotutto, il solo settore delle energie rinnovabili ha creato 1,5 milioni di posti di lavoro a livello globale nel 2017, e si stima che ogni euro speso nelle rinnovabili abbia un effetto moltiplicatore positivo, traducendosi in 0,8 Euro di PIL aggiuntivo.

È ragionevole supporre che i tassi di adozione in alcune aree su cui si focalizza il Green Deal europeo possano registrare un ritardo a causa del nuovo contesto operativo; tuttavia, ci sono alcuni investimenti indispensabili che sono probabilmente isolati dalla "nuova normalità" e che rimarranno un elemento fisso della ripresa. Goldman Sachs Global Investment Research (GIR) raggruppa questi investimenti in tre categorie principali: rinnovabili, reti elettriche e stoccaggio (Figura 5¹⁰). Questi tre pilastri sono sostenuti principalmente dagli investimenti privati (sono richiesti sussidi minimi se non nulli) e da un profilo economico interessante (il livello medio di LCOE¹¹ per gli impianti solari ed eolici in Europa è significativamente inferiore a quello dell'indicatore indiretto globale riportato nella Figura 4). Secondo GIR, escludendo tutte le altre aree dell'agenda politica, gli investimenti in questi settori dovrebbero raggiungere i 2.600 miliardi di Euro entro il 2050, pari a circa 80 miliardi di Euro all'anno. Questi investimenti saranno effettuati in gran parte dalle utilities ma, a nostro avviso, anche altri segmenti della catena del valore climatico potrebbero beneficiare di una crescita elevata degli utili, poiché l'intero ecosistema dovrà essere ricalibrato per raggiungere la neutralità climatica.

L'UE e i suoi Stati membri sono chiaramente in prima linea per quanto riguarda la pianificazione di una ripresa rispettosa del clima. Ora la speranza è che altre regioni ne seguano l'esempio, puntando su un domani più verde per sostenere un'accelerazione della ripresa economica.

Figura 5: riemergere dall'abisso economico – Gli investimenti previsti dal Green Deal europeo

I soli investimenti indispensabili potrebbero ammontare a 2.600 miliardi di Euro entro il 2050



Fonte: Goldman Sachs Asset Management (GSAM).⁸ Fonte: Commissione Europea, [Il Green Deal europeo](#), all'11 dicembre 2019.

⁹ Fonte: Commissione Europea, [Il momento dell'Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione](#), 27 maggio 2020.

¹⁰ Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research, Commissione Europea, Green Deal dell'UE – Net Zero policies in a post-COVID world, al 27 aprile 2020.

¹¹ Levelized cost of energy: metodo di misurazione dei costi delle fonti di energia che consente un confronto tra diversi metodi di generazione di elettricità in modo consistente.

Con il bello e cattivo tempo

A febbraio di quest'anno abbiamo lanciato il **Goldman Sachs Global Environmental Impact Equity Portfolio**. Crediamo infatti che la lotta ai cambiamenti climatici abbia raggiunto un punto di svolta e influenzerà le politiche pubbliche e aziendali, e il comportamento dei consumatori nei prossimi decenni. I governi, il settore privato e i consumatori stanno infatti alzando la posta nell'ambito della transizione globale verso un futuro più sostenibile. Pertanto, le società attivamente coinvolte nella risoluzione di alcune delle sfide future possono essere ben posizionate anche per beneficiare di una dinamica strutturale positiva della domanda. Tra queste figurano, a nostro avviso, le aziende che operano nelle aree dell'energia pulita, dell'uso efficiente delle risorse, della produzione e dei consumi sostenibili, dell'economia circolare e dell'uso sostenibile delle risorse idriche, che costituiscono la base della nostra struttura di investimento tematico.

In questo contesto, guardiamo con favore a qualsiasi tentativo dei governi di integrare investimenti rispettosi dell'ambiente nelle loro proposte per la ripresa, non soltanto perché questa è la cosa giusta da fare, ma anche perché può avere un impatto economico sostanziale. **In ogni caso, l'universo degli investimenti verdi non scomparirà.** Abbiamo superato il punto di non ritorno, e le società esposte ai suddetti temi sono cresciute fino a diventare aziende solide con fondamentali robusti, che beneficiano di un quadro economico sempre più interessante. Gli investimenti nelle società quotate che trainano il cambiamento ambientale positivo sono stati considerati a lungo come un passatempo in un mercato rialzista benevolo. L'analisi del nostro universo di investimento proprietario costituito da circa 500 società esposte ai nostri principali temi ad impatto ambientale dimostra che questa visione è ormai superata (Figura 6).¹²

Da inizio anno ha sovraperformato di circa il 5,7% le azioni globali, rappresentate dall'indice MSCI All Country World Index (MSCI ACWI). Un'analisi più approfondita della performance mostra che, rispetto all'indice, il nostro universo è riuscito a mettere a segno una sovraperformance significativa durante la ripresa del mercato e si è mantenuto su livelli sostanzialmente invariati durante il sell-off iniziale. Un risultato notevole, se si considera che il nostro universo investibile, focalizzato per sua natura sull'impatto ambientale, è maggiormente orientato verso il settore industriale, i materiali e le utilities, aree del mercato che sono state particolarmente penalizzate durante la correzione e che sono state oggetto di una rivalutazione significativa. Inoltre, la nostra gamma di opportunità non è esposta ai titoli Big Tech* e, di conseguenza, non ha beneficiato della solida performance di Amazon & Co. In effetti, escludendo le Big Tech dall'MSCI ACWI, la sovraperformance dei nostri temi balza rispettivamente a 930 bps da inizio anno, 140 bps nella fase di correzione e 830 bps durante il rimbalzo.

La scomposizione della performance a livello di temi di investimento mette in luce la migliore tenuta dei consumi e della produzione sostenibili durante la correzione, legata all'esposizione ai titoli difensivi nel settore alimentare e nutrizionale. Per contro, il tema dell'uso efficiente delle risorse è stato particolarmente penalizzato durante il ribasso, in quanto alcuni dei titoli industriali più ciclici hanno sottoperformato il mercato. La situazione è cambiata nel momento in cui i mercati hanno ripreso a guadagnare terreno, spingendo al rialzo i titoli industriali penalizzati dal ciclo e consentendo alle società più duramente colpite dall'ondata di vendite di riprendere fiato. Ciò dimostra come l'ampiezza dell'universo investibile possa aiutare a generare una sovraperformance più stabile in differenti contesti di mercato, e rafforzi la convinzione nel nostro approccio volto alla costruzione di un portafoglio bilanciato e diversificato.

Figura 6: Gli investimenti "green" non sono più il fiore delicato del panorama finanziario

Il nostro universo di circa 500 titoli ad impatto ambientale ha superato bene la tempesta

Da inizio anno (rendimento totale, %)		Contrazione (rendimento totale, %)		Ripresa (rendimento totale, %)	
Universo	-0,6	Universo	-33,5	Universo	44,4
Energia pulita	-7,9	Energia pulita	-35,7	Energia pulita	40,2
Uso efficiente risorse	1,9	Uso efficiente risorse	-35,2	Uso efficiente risorse	50,5
Cons. e prod. sostenibili	-2,5	Cons. e prod. sostenibili	-27,6	Cons. e prod. sostenibili	32,6
Economia circolare	-3,2	Economia circolare	-30,8	Economia circolare	35,4
Uso sost. risorse idriche	2,2	Uso sost. risorse idriche	-32,2	Uso sost. risorse idriche	43,1
MSCI All Country World	-6,3	MSCI All Country World	-33,7	MSCI All Country World	37,5
Extra rendimento	5,7	Extra rendimento	0,2	Extra rendimento	6,9

Oltre all'importanza di posizionarsi dal lato giusto dei trend di mercato strutturali, è altrettanto fondamentale selezionare il sottogruppo di titoli più adeguato. Il paradigma di investimento basato sulle basse correlazioni e su livelli di dispersione contenuti prevalso nell'ultimo decennio sembra essere ormai superato. **La volatilità elevata ha ampliato il divario tra**

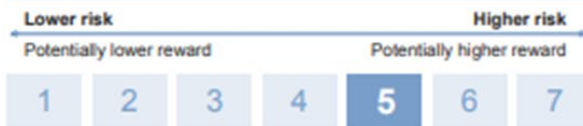
titoli vincenti e perdenti – anche all’interno del nostro universo di investimento – dandoci l’opportunità di essere selettivi e di migliorare la performance a beneficio dei nostri clienti.

APPENDIX

Objectives and Investment Policy

- The Portfolio seeks to provide capital growth over the longer term.
- The Portfolio will mostly hold shares or similar instruments relating to companies anywhere in the world, which in the view of the Investment Adviser are aligned to the key themes associated with solving environmental problems including, but not limited to, clean energy, resource efficiency, sustainable consumption and production, waste management & recycling and water sustainability.
- The Portfolio will be concentrated and may have significant exposure to specific sectors, including but not limited technology and consumer sectors.
- The Portfolio will not invest more than one-third of its assets in other types of companies, money market instruments and non-share related instruments.
- The Portfolio will not invest more than one-tenth of its assets in other collective investment schemes.
- The Portfolio may use derivatives for efficient portfolio management purposes, to help manage risks and for investment purposes in order to seek to increase return. A derivative instrument is a contract between two or more parties whose value depends on the rise and fall of other underlying assets.
- The Portfolio may invest in mainland China equity securities directly through the Stock Connect scheme or the Renminbi qualified foreign institutional investor program, or indirectly through access products.
- Shares in the Portfolio may be redeemed daily (on each business day) on demand.
- The Portfolio is actively managed and references the MSCI ACWI (Total Return Net) (EUR) (the “Benchmark”) for the purposes of setting discretionary internal risk thresholds which may reference deviations from the Benchmark.
- The Investment Adviser has full discretion over the composition of the assets in the Portfolio. While the Portfolio will generally hold assets that are components of the Benchmark, it can invest in such components in different proportions, and it can hold assets which are not components of the Benchmark. Therefore returns may deviate materially from the performance of the specified reference Benchmark.
- Income is rolled up into the value of your investment.
- The Portfolio currency is USD. The share class currency is EUR.
- For full investment objective and policy details see the Prospectus.

Risk and Reward Profile



This risk profile is based on historical data and may not be a reliable indication of the future risk profile of the Portfolio. The risk category shown is not guaranteed and may change over time. The lowest category does not mean risk free. It is possible that a portfolio stated to have a lower risk profile may in fact fall in value more than a portfolio with a higher risk profile.

The Portfolio is in category 5 as it mostly invests in shares and similar instruments which typically experience higher levels of price fluctuations than fixed income securities.

The capital is not guaranteed.

Other Material Risks:

- **Market risk** - the value of assets in the Portfolio is typically dictated by a number of factors, including the confidence levels of the market in which they are traded.
- **Operational risk** - material losses to the Portfolio may arise as a result of human error, system and/or process failures, inadequate procedures or controls.
- **Liquidity risk** - the Portfolio may not always find another party willing to purchase an asset that the Portfolio wants to sell which could impact the Portfolio’s ability to meet redemption requests on demand.
- **Exchange rate risk** - changes in exchange rates may reduce or increase the returns an investor might expect to receive independent of the performance of such assets. If applicable, investment techniques used to attempt to reduce the risk of currency movements (hedging), may not be effective. Hedging also involves additional risks associated with derivatives.
- **Custodian risk** - insolvency, breaches of duty of care or misconduct of a custodian or sub-custodian responsible for the safekeeping of the Portfolio’s assets can result in loss to the Portfolio.

- **Derivatives risk** - derivative instruments are highly sensitive to changes in the value of the underlying asset that they are based on. Certain derivatives may result in losses greater than the amount originally invested.
- **Counterparty risk** - a party that the Portfolio transacts with may fail to meet its obligations which could cause losses.
- **Emerging markets risk** - emerging markets are likely to bear higher risk due to lower liquidity and possible lack of adequate financial, legal, social, political and economic structures, protection and stability as well as uncertain tax positions.
- **Stock Connect** - Stock Connect is a new trading programme and the relevant regulations are untested and subject to change. Investments through the Shanghai-Hong Kong Stock Connect are subject to additional risks, including amongst others, quota limitations, restrictions on selling imposed by frontend monitoring, ownership of securities held on Stock Connect applicable to certain rules, participation in corporate actions and shareholders’ meetings, non-protection by any investor compensation scheme, differences in trading day, operational risk, recalling of eligible stocks and trading restrictions, trading costs (including tax), local market rules, foreign shareholding restrictions and disclosure obligations, clearing, settlement and custody risk, currency risk and default risk.
- **Concentration risk** - this is a concentrated asset strategy that is likely to exhibit a significantly greater fluctuations in asset values than a broad investment in a wide range of shares of companies.
- **Risks associated with investments in China:** The Portfolio’s operations and financial results could be adversely affected by adjustments in the PRC’s state plans, political, economic and social conditions, changes in the policies of the PRC government and laws and regulations, in particular where investments are made through any of the investment regime introduced by the PRC government.
- For more detailed information on the risks associated with an investment in the Portfolio, please refer to the section in the Prospectus entitled “Risk Considerations” and discuss with your professional advisers.

Disclosures

THIS MATERIAL DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OR SOLICITATION IN ANY JURISDICTION WHERE OR TO ANY PERSON TO WHOM IT WOULD BE UNAUTHORIZED OR UNLAWFUL TO DO SO.

Prospective investors should inform themselves as to any applicable legal requirements and taxation and exchange control regulations in the countries of their citizenship, residence or domicile which might be relevant. Capital is at risk.

This material is provided at your request for informational purposes only. It is not an offer or solicitation to buy or sell any securities. The portfolio risk management process includes an effort to monitor and manage risk, but does not imply low risk.

The portfolio risk management process includes an effort to monitor and manage risk, but does not imply low risk.

There is no guarantee that objectives will be met.

Environmental, Social, and Governance ("ESG") strategies may take risks or eliminate exposures found in other strategies or broad market benchmarks that may cause performance to diverge from the performance of these other strategies or market benchmarks. ESG strategies will be subject to the risks associated with their underlying investments' asset classes. Further, the demand within certain markets or sectors that an ESG strategy targets may not develop as forecasted or may develop more slowly than anticipated.

This material is provided for informational purposes only and should not be construed as investment advice or an offer or solicitation to buy or sell securities. This material is not intended to be used as a general guide to investing, or as a source of any specific investment recommendations, and makes no implied or express recommendations concerning the manner in which any client's account should or would be handled, as appropriate investment strategies depend upon the client's investment objectives.

This material contains information that discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions. It also pertains to past performance or is the basis for previously-made discretionary investment decisions. This information should not be construed as a current recommendation, research or investment advice. It should not be assumed that any investment decisions shown will prove to be profitable, or that any investment decisions made in the future will be profitable or will equal the performance of investments discussed herein. Any mention of an investment decision is intended only to illustrate our investment approach and/or strategy, and is not indicative of the performance of our strategy as a whole. Any such illustration is not necessarily representative of other investment decisions.

This material has been prepared by GSAM and is not financial research nor a product of Goldman Sachs Global Investment Research. It was not prepared in compliance with applicable provisions of law designed to promote the independence of financial analysis and is not subject to a prohibition on trading following the distribution of financial research. The views and opinions expressed may differ from the views and opinions expressed by Goldman Sachs Global Investment Research or other departments or divisions of Goldman Sachs and its affiliates. Investors are urged to consult with their financial advisors before buying or selling any securities. This information should not be relied upon in making an investment decision. GSAM has no obligation to provide any updates or changes.

Portfolio holdings and/or allocations shown above are as of the date indicated and may not be representative of future investments. The holdings and/or allocations shown may not represent all of the portfolio's investments. Future investments may or may not be profitable.

Past performance does not guarantee future results, which may vary. The value of investments and the income derived from investments will fluctuate and can go down as well as up. A loss of principal may occur.

Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by GSAM to buy, sell, or hold any security. Views and opinions are current as of the date of this presentation and may be subject to change, they should not be construed as investment advice.

Emerging markets securities may be less liquid and more volatile and are subject to a number of additional risks, including but not limited to currency fluctuations and political instability. Foreign securities may be more volatile than investments in U.S. securities and will be subject to a number of additional risks, including but not limited to currency fluctuations and political developments.

Although certain information has been obtained from sources believed to be reliable, we do not guarantee its accuracy, completeness or fairness. We have relied upon and assumed without independent verification, the accuracy and completeness of all information available from public sources.

Foreign securities may be more volatile than investments in U.S. securities and will be subject to a number of additional risks, including but not limited to currency fluctuations and political developments.

Index Benchmarks

Indices are unmanaged. The figures for the index reflect the reinvestment of all income or dividends, as applicable, but do not reflect the deduction of any fees or expenses which would reduce returns. Investors cannot invest directly in indices.

The indices referenced herein have been selected because they are well known, easily recognized by investors, and reflect those indices that the Investment Manager believes, in part based on industry practice, provide a suitable benchmark against which to evaluate the investment or broader market described herein. The exclusion of "failed" or closed hedge funds may mean that each index overstates the performance of hedge funds generally.

References to indices, benchmarks or other measures of relative market performance over a specified period of time are provided for your information only and do not imply that the portfolio will achieve similar results. The index composition may not reflect the manner in which a portfolio is constructed. While an adviser seeks to design a portfolio which reflects appropriate risk and return features, portfolio characteristics may deviate from those of the benchmark.

Economic and market forecasts presented herein reflect a series of assumptions and judgments as of the date of this presentation and are subject to change without notice. These forecasts do not take into account the specific investment objectives, restrictions, tax and financial situation or other needs of any specific client. Actual data will vary and may not be reflected here. These forecasts are subject to high levels of uncertainty that may affect actual performance. Accordingly, these forecasts should be viewed as merely representative of a broad range of possible outcomes. These forecasts are estimated, based on assumptions, and are subject to significant revision and may change materially as economic and market conditions change. Goldman Sachs has no obligation to provide updates or changes to these forecasts. Case studies and examples are for illustrative purposes only.

Valuation levels for the assets listed in the Account statements and other documents containing prices reflect GSAM's good faith effort to ascertain fair market levels (including accrued income, if any) for all positions. The valuation information is believed by GSAM to be reliable for round lot sizes. The prices are indicative only of the assumed fair value of the positions on the relevant date. These valuation levels may not be realized by the Account upon liquidation. Market conditions and transaction size will affect liquidity and price received upon liquidation. Current exchange rates will be applied in valuing positions in foreign currency.

For portfolio valuation purposes it is the responsibility of the custodian, administrator or such other third party appointed by the client, to obtain accurate and reliable information concerning the valuation of any securities including derivative instruments which are comprised in the portfolio. The information that GSAM provides should not be deemed the official pricing and valuation for the Account. GSAM is not obligated to provide pricing information to satisfy any regulatory, tax or accounting requirements to which the Client may be subject.

Portfolio holdings and/or allocations shown above are as of the date indicated and may not be representative of future investments. The holdings and/or allocations shown may not represent all of the portfolio's investments. Future investments may or may not be profitable.

This document has been issued by Goldman Sachs International, authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.

Offering Documents

This material is provided at your request for informational purposes only and does not constitute a solicitation in any jurisdiction in which such a solicitation is unlawful or to any person to whom it is unlawful. It only contains selected information with regards to the fund and does not constitute an offer to buy shares in the fund. Prior to an investment, prospective investors should carefully read the latest Key Investor Information Document (KIID) as well as the offering documentation, including but not limited to the fund's prospectus which contains inter alia a comprehensive disclosure of applicable risks. The relevant articles of association, prospectus, supplement, KIID and latest annual/semi-annual report are available free of charge from the fund's paying and information agent and/or from your financial adviser.

Distribution of Shares

Shares of the fund may not be registered for public distribution in a number of jurisdictions (including but not limited to any Latin American, African or Asian countries). Therefore, the shares of the fund must not be marketed or offered in or to residents of any such jurisdictions unless such marketing or offering is made in compliance with applicable exemptions for the private placement of collective investment schemes and other applicable jurisdictional rules and regulations.

Investment Advice and Potential Loss

Financial advisers generally suggest a diversified portfolio of investments. The fund described herein does not represent a diversified investment by itself. This material must not be construed as investment or tax advice. Prospective investors should consult their financial and tax adviser before investing in order to determine whether an investment would be suitable for them.

An investor should only invest if he/she has the necessary financial resources to bear a complete loss of this investment.

Swing Pricing

Please note that the fund operates a swing pricing policy. Investors should be aware that from time to time this may result in the fund performing differently compared to the reference benchmark based solely on the effect of swing pricing rather than price developments of underlying instruments.

In the United Kingdom, this material is a financial promotion and has been approved by Goldman Sachs International, which is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.

Confidentiality

No part of this material may, without GSAM's prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an employee, officer, director, or authorized agent of the recipient. © 2020 Goldman Sachs. All rights reserved. Compliance Code: 208363-OTU-1220840