

# Outlook economico e di mercato di Vanguard per il 2025: sintesi globale

La presente sintesi riporta i dati più rilevanti dell'outlook economico e di mercato completo di Vanguard *Beyond the Landing* che verrà pubblicato a metà dicembre.

A livello globale l'inflazione è notevolmente scesa negli ultimi due anni e oggi è vicina al 2%. Il percorso di discesa non è tuttavia stato omogeneo nei vari Paesi e regioni, inoltre la restrizione monetaria operata per domare l'inflazione ha raffreddato l'economia in gran parte dei mercati sviluppati. Gli Stati Uniti sono l'eccezione che spicca, avendo registrato un'accelerazione della crescita economica e piena occupazione senza risentire della stretta monetaria.

Gli Stati Uniti sono diretti verso l'atterraggio morbido? Oppure l'impatto dei tassi di interesse elevati alla fine porterà a un hard landing? Questi interrogativi hanno dominato i mercati negli ultimi due anni, in cui ci si è chiesti se la Federal Reserve (Fed) sarebbe stata in grado di calibrare in modo ideale la tempistica del ciclo di riduzione dei tassi in modo da ottenere una discesa indolore dell'inflazione.

Tuttavia questa enfasi sull'"atterraggio" congegnato dalla politica monetaria può non spiegare pienamente la combinazione di crescita di eccezionale solidità e discesa dell'inflazione che abbiamo osservato negli Stati Uniti. Le forze che lo spiegano segnalano una nuova narrativa per l'economia e i mercati.

Nel nostro outlook per il 2025 adottiamo un quadro di riferimento incentrato sulle forze sul lato dell'offerta che hanno determinato questi sviluppi per l'economia americana e che comprendono l'aumento sia della produttività del lavoro sia della forza lavoro disponibile. Le forze sul lato dell'offerta offrono infatti una spiegazione più soddisfacente sia della dinamica positiva di crescita e di inflazione sia dei rischi che emergono, come quelli legati alle politiche sull'immigrazione, a fattori geopolitici o a potenziali dazi.

## Previsioni economiche di Vanguard per il 2025

Paese/ regione	Crescita del PIL		Tasso di disoccupazione		Inflazione di fondo (core)	Politica monetaria		
	2025		2025		2025			
	Vanguard	Tendenziale	Vanguard	NAIRU	Vanguard	Fine 2024	Fine 2025	Tasso neutrale
<b>Stati Uniti</b>	2,1%	2,7%	4,4%	4,5%	2,5%	4,5%	4%	3,5%
<b>Area Euro</b>	0,5%	1,2%	6,9%	6,5%-7%	1,9%	3%	1,75%	2%-2,5%
<b>Regno Unito</b>	1,4%	1,2%	4,4%	4%-4,5%	2,4%	4,75%	3,75%	3%-3,5%
<b>Cina</b>	4,5%	4,2%	5,1%	5%	1,5%	1,4%	1,2%	4,5%-5%
<b>Giappone</b>	1,2%	1%	2,4%	2,5%-3%	2,1%	0,5%	1%	0%

**Note:** le previsioni sono al 12 novembre 2024. Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL è definita come variazione su base annua del PIL al quarto trimestre. Per tutti gli altri Paesi/regioni, la crescita del PIL è definita come variazione annua del PIL nell'anno di previsione rispetto all'anno precedente. Le stime del tasso di disoccupazione sono la media prevista per il quarto trimestre del 2025. Il NAIRU è il tasso di disoccupazione in assenza di inflazione ovvero il tasso di equilibrio del mercato del lavoro. L'inflazione di fondo esclude le componenti volatili rappresentate dai prezzi di alimentari ed energia. Per gli Stati Uniti, l'Area Euro, il Regno Unito e il Giappone l'inflazione di fondo è definita come la variazione su base annua al quarto trimestre rispetto all'anno precedente. Per la Cina, l'inflazione di fondo è definita come la variazione media annua rispetto all'anno precedente. Per gli Stati Uniti il dato dell'inflazione di fondo è riferito all'indice PCE. Per tutti gli altri Paesi/regioni l'inflazione di fondo è con riferimento all'inflazione di fondo del loro indice dei prezzi al consumo. Le previsioni di Vanguard relative al tasso di politica monetaria degli Stati Uniti si riferiscono all'estremo superiore dell'intervallo fissato dal comitato di politica monetaria della Fed (FOMC). Il tasso di politica monetaria della Cina è il tasso sui pronti contro termine a sette giorni. Il tasso neutrale è il tasso di politica monetaria di equilibrio, che non è di stimolo né restrittivo per l'economia o per i mercati finanziari.

Fonte: Vanguard.

## **La resilienza dell'economia americana non è frutto della politica della Fed**

In un contesto di politica monetaria restrittiva, l'economia americana ha avuto la combinazione favorevole di crescita vigorosa del PIL reale, riequilibrio fra domanda e offerta sul mercato del lavoro e calo dell'inflazione. Si può essere tentati di attribuire questa combinazione fortunata al "soft landing" orchestrato dalla Fed. Un'analisi più approfondita tuttavia suggerisce che questa interpretazione potrebbe essere insufficiente.

Il protratto vigore degli Stati Uniti potrebbe essere piuttosto dovuto più al fortuito combinarsi di fattori sul lato dell'offerta, tra cui una maggiore crescita della produttività e un aumento della forza lavoro disponibile. Crescita della produzione e calo dell'inflazione in genere possono coesistere solo quando sono guidati da forze sul lato dell'offerta. Queste dinamiche hanno modificato le nostre previsioni di scenario di base per l'economia degli Stati Uniti e spiegano i principali rischi all'orizzonte.

I fattori positivi sul lato dell'offerta che hanno alimentato la crescita potrebbero proseguire nel 2025 tuttavia i guadagni potrebbero essere controbilanciati qualora si materializzassero i rischi che si profilano sul versante delle politiche di governo quali l'adozione di dazi sulle importazioni e una stretta sull'immigrazione. In un tale scenario, la crescita del PIL reale degli Stati Uniti rallenterebbe dall'attuale tasso intorno al 3% avvicinandosi al 2%. Questi rischi sul versante delle politiche di governo potrebbero anche far crescere le pressioni inflazionistiche. Pertanto prevediamo che l'inflazione di fondo resti al di sopra del 2,5% per gran parte del 2025. Ci aspettiamo che la Fed abbassi il tasso di politica monetaria al 4% ma tagli al di sotto di questo livello appaiono difficili in quanto qualsiasi sostegno alla crescita in caso di suo indebolimento andrebbe valutato rispetto al rischio del potenziale riaccendersi dell'inflazione.

Le economie al di fuori degli Stati Uniti sono state meno fortunate sul lato dell'offerta e pertanto non sono riuscite ad avere la stessa crescita robusta associata alla significativa discesa dell'inflazione. In Europa, l'inflazione è vicina al

target ma questo risultato è stato ottenuto pagando il prezzo della stagnazione nel 2023 e nel 2024, con domanda estera sottotono, produttività debole e strascichi della crisi energetica che hanno frenato l'attività economica. Per l'Europa si prevede che la crescita resti inferiore al tendenziale il prossimo anno con il rallentamento degli scambi globali che rappresenta un primario rischio per la regione. Ci aspettiamo che la Banca Centrale Europea abbassi i tassi ufficiali portandoli all'1,75% per fine 2025, al di sotto del tasso neutrale.

In Cina, nonostante il cambio di rotta con il tono più accomodante sia sul versante della politica fiscale sia su quello della politica monetaria di questi ultimi mesi del 2024, resta ancora strada da fare per risolvere le questioni. La crescita dovrebbe accelerare nei prossimi trimestri con l'allentamento delle condizioni finanziarie e gli effetti delle misure di stimolo fiscale. Sono tuttavia necessari provvedimenti più decisi e aggressivi per contrastare i fattori avversi che si intensificano sul fronte estero, risolvere le problematiche strutturali nel settore immobiliare e rafforzare la fiducia di famiglie e imprese, al momento debole. Confermiamo la nostra visione a lungo termine con previsioni di crescita inferiore al consensus per la Cina e ci aspettiamo pertanto ulteriore allentamento monetario e fiscale nel 2025.

## **Prosegue l'epoca del solido valore del denaro, emerge un nuovo punto di tensione**

Le banche centrali stanno allentando la politica monetaria ma confermiamo la nostra aspettativa che i tassi ufficiali si attestino su livelli più alti rispetto a quelli osservati negli anni '10 del 2000. Questo contesto getta le basi per rendimenti solidi per l'obbligazionario nel prossimo decennio mentre siamo più cauti rispetto all'azionario. Si tratta di un tema strutturale che vale anche in uno scenario in cui le banche centrali dovessero portare i tassi per un breve periodo al di sotto del livello neutrale per placare temporanee difficoltà sul fronte della crescita. L'epoca del solido valore del denaro, caratterizzata da tassi di interesse reali positivi, prosegue.

L'aspetto problematico nel contesto degli investimenti è la crescente tensione tra momentum e sopravvalutazione degli attivi rischiosi. Gli attivi con i fondamentali più solidi sono quelli con le valutazioni più alte su base relativa e viceversa. Il definirsi del quadro dei rischi sul versante economico e delle politiche per il 2025 aiuterà a determinare se sarà il momentum oppure saranno le valutazioni il fattore dominante per i rendimenti degli investimenti nel prossimo anno.

## **Il quadro dei rischi è favorevole per l'obbligazionario**

I più alti rendimenti di partenza hanno migliorato notevolmente il profilo rischio/rendimento dell'obbligazionario. L'obbligazionario è tornato. Nel prossimo decennio, per gli investitori in euro prevediamo rendimenti annualizzati del 2,2%-3,2% per l'obbligazionario dell'Area Euro e del 2,3%-3,3% per l'obbligazionario globale (Area Euro esclusa) con copertura valutaria<sup>1</sup>. Questo riflette la previsione di graduale normalizzazione dei tassi di politica monetaria e delle curve dei rendimenti, anche se permangono rischi a breve termine.

Crediamo che i rendimenti sulle vari segmenti della curva americana si manterranno probabilmente al di sopra del 4%. Uno scenario in cui persistono i fattori favorevoli sul lato dell'offerta favorisce la crescita tendenziale e di conseguenza i tassi reali. Anche tenendo conto dei rischi che si profilano sul fronte del commercio internazionale e delle politiche sull'immigrazione, i tassi dovrebbero mantenersi elevati in ragione delle aspettative di inflazione più alta. Questi rischi vanno valutati anche rispetto al rischio di shock negativo per la crescita ed eventuali conseguenti tagli dei tassi o "fuga verso la sicurezza" con significativa discesa dei tassi obbligazionari rispetto ai livelli attuali. Per l'obbligazionario tedesco ci aspettiamo che i tassi a lungo termine restino al di sopra del 2%.

I più alti rendimenti di partenza implicano che i rendimenti futuri dell'obbligazionario sono meno esposti a modesti incrementi dei tassi sui titoli. Questo comporta infatti un "muro di cedole" nel senso che, anche con modesti aumenti dei tassi d'interesse e conseguente calo dei prezzi delle obbligazioni, le cedole sono sufficientemente corpose da far sì che il rendimento totale resti positivo. In effetti, per gli investitori con un orizzonte d'investimento sufficiente per assistere al recupero dei pagamenti delle cedole, tassi d'interesse in ulteriore aumento accrescono il rendimento totale nonostante qualche tribolazione sul breve termine. Restiamo convinti che l'obbligazionario svolga un importante ruolo di ancoraggio nei portafogli a lungo termine. Il rischio maggiore di ribasso per l'obbligazionario vale anche per l'azionario ed è rappresentato da un aumento dei tassi a lungo termine nell'eventualità che l'inflazione rialzi la testa. Queste sono le dinamiche che seguiamo con più attenzione.

## **Esuberanza razionale o irrazionale? Solo il tempo lo stabilirà**

L'azionario americano in generale ha generato robusti rendimenti negli ultimi anni. Il 2024 non è stato un'eccezione, sia la crescita degli utili sia i rapporti prezzo/utili hanno superato le aspettative. La domanda principale degli investitori è: cosa accadrà in futuro?

A nostro giudizio, le valutazioni dell'azionario americano sono alte ma non così tanto quanto parrebbe dalle metriche tradizionali. Anche se i tassi di interesse sono più elevati, molte grandi imprese si erano assicurate finanziamenti a tassi bassi in precedenza e sono rimaste al riparo dalla stretta monetaria. Inoltre, aspetto più importante, il mercato si è sempre più concentrato su settori orientati alla crescita come il comparto tecnologico che supportano valutazioni più alte.

<sup>1</sup> Obbligazionario dell'Area Euro rappresentato dal Bloomberg Euro-Aggregate Bond Index; obbligazionario globale esclusa l'Area Euro (con copertura valutaria) rappresentato dal Bloomberg Global Aggregate ex Euro Bond Index Euro Hedged.

Tuttavia la probabilità che ci troviamo nel bel mezzo di un boom della produttività che giustifica le alte valutazioni, analogo a quello della metà degli anni '90, va valutata rispetto alla possibilità che l'attuale contesto assomigli di più al 1999. Qualora lo scenario fosse quest'ultimo, un'evoluzione in negativo dell'economia potrebbe rivelare vulnerabilità per le attuali valutazioni azionarie.

La previsione di rendimento per il prossimo decennio di 0,7%-2,7% per l'azionario americano (per gli investitori in euro) potrebbe apparire eccessivamente prudente come anche quella di 1,7%-3,7% per l'azionario globale (Area Euro esclusa), visto che il 75% di questo universo è costituito da azionario americano<sup>2</sup>. Il range dei possibili risultati è tuttavia ampio e inoltre le valutazioni raramente rappresentano uno strumento valido per la tempistica d'investimento. Alla fine, valutazioni di partenza alte spingeranno al ribasso i rendimenti a lungo termine. L'esperienza storica tuttavia dimostra che, in assenza di uno shock per la crescita economica o degli utili, i rendimenti dell'azionario americano possono continuare a sfidare la legge di gravità delle valutazioni sul breve termine.

Le valutazioni dell'azionario di mercati diversi dagli Stati Uniti sono più convenienti. Pensiamo che potrebbe continuare ad essere così anche in futuro in quanto questi mercati sono verosimilmente più esposti ai crescenti rischi a livello globale per l'economia nonché quelli legati alle politiche di governo. I differenziali nei rapporti prezzo/utigli a lungo termine sono il driver principale di rendimenti su base relativa su periodi superiori a cinque anni. Per il prossimo decennio ci aspettiamo rendimenti del 5,1%-7,1% per l'azionario sia dell'Area Euro sia dei mercati sviluppati (Stati Uniti esclusi) mentre per l'azionario dei mercati emergenti prevediamo rendimenti del 3,1%-5,1%, sempre dalla prospettiva degli investitori in euro<sup>3</sup>. Tuttavia su orizzonti temporali più brevi, la crescita

economica e gli utili contano di più. Negli ultimi anni, la crescita persistentemente tiepida dell'economia e degli utili al di fuori degli Stati Uniti ha mantenuto i rendimenti dell'azionario globale, Stati Uniti esclusi, a livelli modesti rispetto ai notevoli risultati dell'azionario americano. All'interno dei mercati emergenti, la Cina è l'unico motivo per cui le valutazioni azionarie sono al di sotto del fair value, tuttavia le crescenti tensioni sul fronte commerciale e lo stimolo fiscale insufficiente nel Paese del Dragone rappresentano ulteriori fattori di freno.

Le prospettive solide per l'obbligazionario e la maggiore cautela rispetto a quelle dell'azionario a lungo termine implicano che per gli investitori con adeguato profilo di rischio potrebbe essere più indicato un portafoglio più difensivo visto che la remunerazione aggiuntiva per assumere maggiore rischio resta bassa in termini storici. Per i portafogli 60/40<sup>4</sup> ci aspettiamo rendimenti del 2,5%-4,5% nel prossimo decennio.

**IMPORTANTE: le proiezioni e le altre informazioni generate dal Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) sulla probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica, non riflettono i risultati effettivi degli investimenti e non sono garanzia di risultati futuri. Le distribuzioni dei risultati di rendimento ottenuti con il VCMM sono il frutto di 10.000 simulazioni per ciascuna classe di attivo modellizzata. Simulazioni all'8 novembre 2024. I risultati del modello possono variare ogni volta che lo si utilizza e nel tempo. Per maggiori informazioni si rimanda alle Note che seguono.**

<sup>2</sup> Azionario americano rappresentato dall'MSCI USA Total Return Index Euro; azionario globale esclusa l'Area Euro rappresentato dall'MSCI AC World ex EMU Total Return Index Euro.

<sup>3</sup> Azionario dell'Area Euro rappresentato dall'MSCI Economic and Monetary Union (EMU) Total Return Index; azionario dei mercati sviluppati, Stati Uniti esclusi, dall'MSCI World ex USA Total Return Index Euro; azionario dei mercati emergenti dall'MSCI Emerging Markets Total Return Index Euro.

<sup>4</sup> Per portafogli 60/40 si intende un portafoglio globale composto per il 60% di azionario e per il 40% di obbligazionario con componente azionaria rappresentata dall'MSCI AC World Total Return Index Euro e componente obbligazionaria con copertura valutaria rappresentata dal Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged.

## Note:

**IMPORTANTE: Le proiezioni e le altre informazioni ottenute col Vanguard Capital Markets Model per quanto riguarda la probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica non rispecchiano risultati di investimenti reali e non sono garanzia di rendimenti futuri. I risultati del VCMM variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo. Le proiezioni ottenute col VCMM sono basate su un'analisi statistica di dati storici. I rendimenti futuri possono avere un andamento diverso dai modelli storici catturati nel VCMM. È importante notare che il VCMM potrebbe sottostimare gli scenari negativi non osservati nei periodi storici nei quali è basato il modello di stima.**

Il Vanguard Capital Markets Model® è uno strumento di simulazione finanziaria proprietario, sviluppato e gestito da esperti di ricerca e consulenti qualificati di Vanguard. Il modello prevede le distribuzioni dei rendimenti futuri di una vasta gamma di classi di attivi. Tra le classi di attivi figurano i mercati azionari statunitensi e internazionali, buoni del tesoro statunitensi e mercati dei titoli societari obbligazionari con diverse scadenze, mercati obbligazionari internazionali, mercati monetari statunitensi, materie prime e alcune strategie d'investimento alternative. Il fondamento teorico ed empirico del Vanguard Capital Markets Model è che i rendimenti delle diverse classi di attivi rispecchiano la contropartita richiesta dagli investitori per assumersi diversi tipi di rischio sistematico (beta). Al centro del modello vi sono le stime del rapporto statistico dinamico tra fattori di rischio e rendimenti degli attivi, ottenute da analisi statistiche basate sui dati finanziari ed economici mensili disponibili a partire dagli inizi degli anni Sessanta del secolo scorso. Tramite un sistema di equazioni stimate, il

modello applica un metodo di simulazione Monte Carlo per proiettare i rapporti stimati tra i fattori di rischio e le classi di attivi, come pure l'incertezza e la casualità nel tempo. Il modello produce un'ampia serie di risultati simulati per ogni classe di attivi su diversi orizzonti temporali. Le previsioni si ottengono attraverso misure di tendenza centrale in tali simulazioni. I risultati ottenuti con lo strumento variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.

Il valore primario del VCMM sta nella sua applicazione all'analisi dei potenziali portafogli dei clienti. Le previsioni per le classi di attivo del VCMM, comprese le distribuzioni della volatilità, delle correlazioni e dei rendimenti attesi, sono cruciali per la valutazione dei potenziali rischi di ribasso, dei diversi trade-off tra rischio e rendimento e dei benefici di diversificazione delle varie asset class. Sebbene le tendenze centrali siano elaborate in qualsiasi distribuzione dei rendimenti, Vanguard si focalizza sull'intero range di risultati potenziali per gli attivi considerati, come i dati presentati in questo documento, il che rappresenta la modalità più efficace per utilizzare le elaborazioni del VCMM.

Il VCMM mira a rappresentare l'incertezza nella previsione generando un'ampia gamma di potenziali risultati. È importante riconoscere che il VCMM non impone "normalità" alle distribuzioni dei rendimenti ma piuttosto è influenzato dalle cosiddette code spesse e dall'asimmetria nella distribuzione empirica dei rendimenti delle classi di attivo modellizzate. All'interno del range di risultati, le singole esperienze possono essere molto diverse, il che evidenzia la natura varia dei potenziali percorsi futuri. In effetti, questo è uno dei principali motivi per cui approcciamo le prospettive di rendimento degli attivi nella cornice della distribuzione.

## Team Vanguard per l'economia, i mercati e la costruzione di portafoglio a livello globale

Joseph Davis, PhD, Global Chief Economist

### Americhe

Roger A. Aliaga-Díaz, PhD, Chief Economist, Americas  
Kevin Khang, PhD, Senior International Economist  
Joshua Hirt, CFA  
Adam Schickling, CFA  
Vytautas Maciulis, CFA  
Rhea Thomas  
Ryan Zalla, PhD

### Asia-Pacifico

Qian Wang, PhD, Chief Economist, Asia-Pacific  
Grant Feng, PhD  
Victoria Zhang, MSc

### Europa

Jumana Saleheen, PhD, Chief Economist, Europe  
Shaan Raithatha, CFA  
Josefina Rodriguez, MSc  
Aly Maghraby, MSc

### Team per il Vanguard Capital Markets Model (VCMM)

Qian Wang, PhD, Global Head of VCMM  
Kevin DiCiurcio, CFA, Head of VCMM Development  
Daniel Wu, PhD  
Olga Lepigina, MBA  
Ian Kresnak, CFA  
Lukas Brandl-Cheng, MSc  
Alex Qu  
Ben Vavreck, CFA  
Sarina Fard

### Team di Asset Allocation

Roger Aliaga-Díaz, PhD, Global Head of Portfolio Construction  
Harshdeep Singh Ahluwalia, MSc, Head of Asset Allocation, Americas  
Victor Zhu, CFA, CAIA  
Asawari Sathe, MSc  
Todd Schlanger, CFA  
Yu Zhang, PhD  
Cheng Li, CFA, MBA  
Yiran Zi, MSc  
Yan Zilbering  
Hirumi Samarakoon  
Giulio Renzi-Ricci, MSc, Head of Asset Allocation, Europe  
Lucas Baynes  
Ollie Harvey, MSc  
Joana Rocha, MSc  
Maziar Nikpour, PhD

## Connect with Vanguard®

[global.vanguard.com](https://global.vanguard.com)

### Informazioni sui rischi d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

I risultati precedenti non possono essere presi come riferimento per i risultati futuri. I dati di performance non tengono conto delle commissioni e costi ricorrenti di acquisto e vendita.

### Informazioni importanti

**Questa è una comunicazione di marketing.**

**Riservato agli investitori professionali secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II. In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.**

Le informazioni contenute nel presente materiale non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a soggetti cui non sia lecito effettuare tali offerte o sollecitazioni né possono essere effettuate da soggetti non qualificati. Le informazioni contenute nel presente materiale non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o d'investimento. Pertanto non ci si deve basare sui contenuti di questo materiale per eventuali decisioni d'investimento.

Le informazioni contenute in questo materiale hanno finalità puramente di carattere educativo e non costituiscono una raccomandazione né una sollecitazione ad acquistare o vendere investimenti.

Pubblicato da Vanguard Group (Ireland) Limited, regolamentata in Irlanda dalla Banca Centrale irlandese.

Pubblicato in Svizzera da Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Pubblicato da Vanguard Asset Management, Limited, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

© 2024 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tutti i diritti riservati.

© 2024 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tutti i diritti riservati.

© 2024 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati.

CFA® è un marchio registrato di proprietà del CFA Institute.

CAIA® è un marchio registrato di certificazione gestito e di proprietà della Chartered Alternative Investment Analyst Association. 1955\_11/24\_4037788

**Vanguard®**

ISGVEMOG 122024