

Allianz Research | 02 Febbraio 2024

La protesta degli agricoltori europei

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Senior Economist for US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Roberta Fortes
Senior Economist for Ibero-Latam
roberta.fortes@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist for Italy, Greece & Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Luca Moneta
Senior Economist for Africa & Middle-East
luca.moneta@allianz-trade.com

Nolwen Prince
Research Assistant
nolwen.prince@allianz-trade.com

Executive summary

Questa settimana abbiamo analizzato tre temi principali:

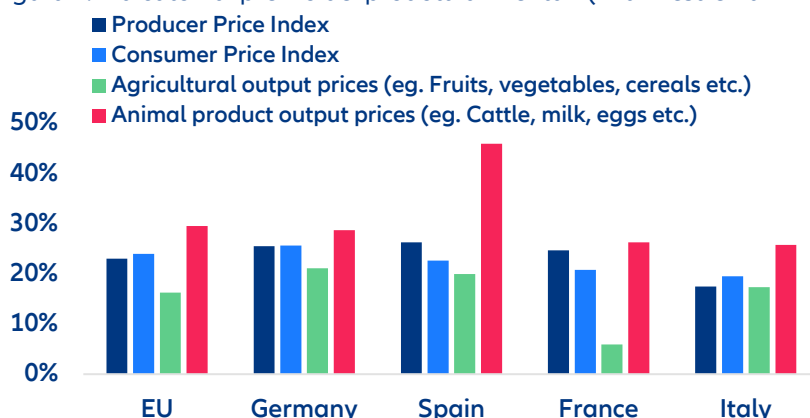
- **La protesta degli agricoltori europei: i motivi.** Dall'inizio dell'anno, gli agricoltori di tutta Europa sono scesi in piazza per protestare contro la compressione dei redditi, l'eccessiva regolamentazione e la concorrenza sleale delle importazioni. La compressione dei redditi è chiaramente visibile: Gli agricoltori non hanno beneficiato dell'inflazione alimentare record in Europa quanto i produttori o i rivenditori, con un calo dei redditi reali del -12% nell'UE e del -22% in Francia tra il 2022 e il 2023. Gli effetti della regolamentazione sono più difficili da misurare, ma negli ultimi cinque anni la produttività agricola è diminuita rapidamente in molti Paesi europei. Al contrario, il libero scambio non ha aperto le porte alle importazioni a basso costo dall'esterno dell'UE, poiché il settore rimane pesantemente sovvenzionato. I disordini in corso potrebbero avere implicazioni politiche per le prossime elezioni europee e dovrebbero spingere i politici ad agire sia a livello nazionale che europeo, auspicabilmente senza mettere a rischio gli impegni di sostenibilità per il settore.
- **La nuova politica industriale del Brasile.** Dopo gli Stati Uniti, l'Eurozona e altre grandi economie, il Brasile è l'ultimo ad annunciare un massiccio piano di spesa per (ri)industrializzare la propria economia. Il piano "Nuova Industria Brasile" è stato progettato per fornire 300 miliardi di reais (circa il 2,7% del PIL) in linee di credito specifiche per costruire infrastrutture sostenibili e digitali in settori prioritari come l'agroalimentare, la sanità e la difesa. Ma questa nuova politica industriale non è poi così nuova: la politica industriale è una specie di tradizione dei governi Lula, con risultati controversi. Un'opzione più efficace dal punto di vista dei costi sarebbe quella di continuare con il programma di riforme, implementando la riforma fiscale approvata lo scorso anno e riducendo le barriere all'ingresso per stimolare la concorrenza. Il nuovo piano industriale aumenta i rischi sul già fragile versante fiscale: stimiamo un deficit di -0,75% nel 2024 e di -0,5% nel 2025, che porterebbe il rapporto debito/PIL nuovamente su una traiettoria ascendente.
- **Africa occidentale: Un'altra battuta d'arresto per l'integrazione regionale.** Burkina Faso, Mali e Niger hanno deciso di lasciare la Comunità economica degli Stati dell'Africa occidentale (ECOWAS). Questa decisione comporta rischi economici significativi, tra cui una potenziale perdita commerciale di 3,2 miliardi di euro e maggiori sfide per le economie senza sbocco sul mare. L'uscita potrebbe anche essere interpretata come l'inizio di una serie di movimenti centrifughi e mettere alla prova la fiducia nel franco CFA, che a sua volta potrebbe mettere a rischio la sostenibilità del debito nella regione. Si noti che

Senegal, Camerun e altri membri dell'unione valutaria stanno attualmente affrontando un elevato fabbisogno di finanziamenti esterni.

Gli agricoltori europei protestano: i motivi

Gli agricoltori non hanno beneficiato dell'inflazione alimentare record in Europa quanto i produttori o i rivenditori, soprattutto in Francia: Tra il 2022 e il 2023 i redditi reali degli agricoltori sono scesi del -12% nell'UE e del -22% in Francia. Dall'inizio dell'anno, gli agricoltori di tutta Europa sono scesi in piazza per protestare contro la compressione dei redditi, la regolamentazione "eccessiva" e la concorrenza sleale delle importazioni, oltre a ciò che percepiscono come disprezzo per la loro professione da parte di alcuni politici nel contesto della transizione verde. Alcune richieste sono specifiche per ogni Paese: Gli agricoltori francesi, ad esempio, vogliono riformare i negoziati sui prezzi dei prodotti alimentari, mentre in Germania le proteste sono state scatenate dalla graduale eliminazione di un'agevolazione fiscale sul gasolio. Ma la compressione dei redditi è visibile in tutte le quattro maggiori economie dell'Eurozona: dal quarto trimestre del 2021, i prezzi alla produzione dei produttori alimentari e i prezzi al dettaglio dei prodotti alimentari hanno superato i prezzi della produzione agricola nell'UE, con un divario più significativo in Francia (Figura 1). Ciò sottolinea il fatto che gli agricoltori non hanno beneficiato dell'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari quanto i produttori o i dettaglianti, sebbene i produttori di prodotti animali (carne, latte, uova) siano riusciti a vendere a prezzi molto più alti rispetto ai loro colleghi di prodotti non animali. Lo sfavorevole potere di determinazione dei prezzi deriva dal basso potere contrattuale degli agricoltori, soprattutto nei segmenti ad alta concentrazione di produzione alimentare, come olio e grassi o cereali e amido in Francia, e zucchero in Francia, Spagna e Italia (Tabella 1). Allo stesso tempo, gli agricoltori hanno dovuto coprire costi più elevati per l'energia, i fertilizzanti, il trasporto e l'immagazzinamento, oltre all'aumento dei salari dei lavoratori agricoli. Di conseguenza, ad eccezione della Spagna, il reddito netto reale degli agricoltori non è aumentato nel 2023 ed è rimasto indietro rispetto alla crescita dei salari reali in altri settori dell'economia (Figura 2).

Figura 1: Indicatori di prezzo dei prodotti alimentari (4° trimestre 2021 - 3° trimestre 2023 variazione %)



Fonti: Eurostat, LGSE Datastream, Allianz Research

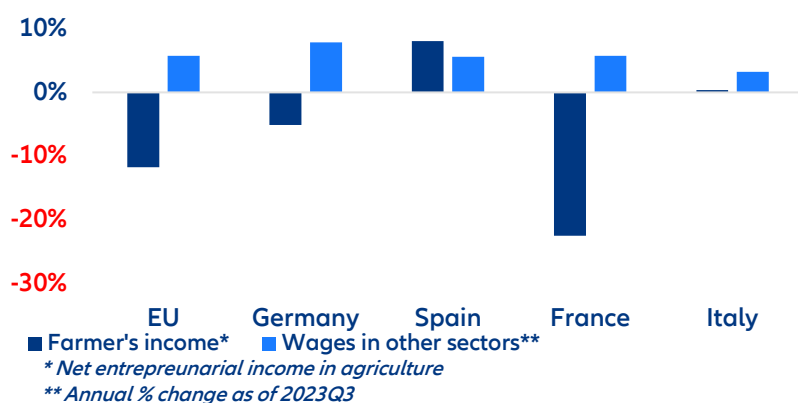
Tabella 1: Indice di Herfindahl-Hirschman per i settori manifatturieri alimentari in paesi europei selezionati

	Spain	France	Italy
Meat	117	160	173
Fish	375	464	356
Fruits & vegetables	133	324	113
Oils/fats	803	4773	315
Dairy	328	234	154
Grain & starch	659	1612	222

Bakery	162	76	252
Other food products	310	454	419
Animal feed	211	283	166
Tobacco	2481	7950	6945
Sugar	4650	2324	3796
Spirits	907	792	821
Wine	139	428	85
Other fruit wines	892	2212	3378
Other fermented beverages	1928	3849	6635
Beer & malt	1688	2260	2771
Soft drinks/mineral water	939	1308	951

Fonti: Commissione europea, Allianz Research. Nota: i segmenti con un HHI superiore a 1500 sono considerati concentrati.

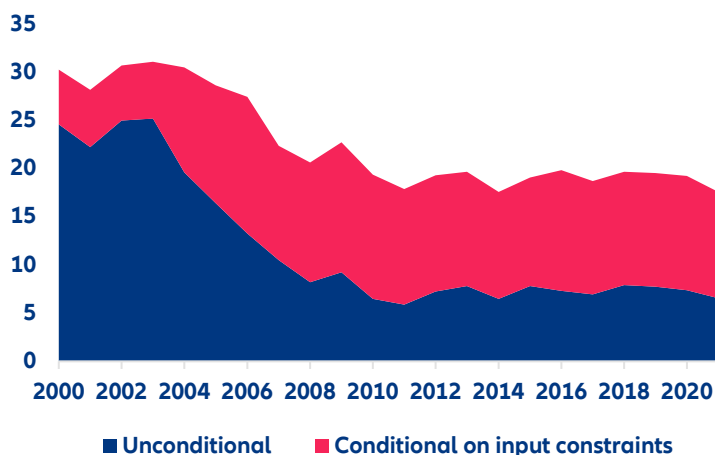
Figura 2: Guadagni (2022 - 2023 variazione %)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

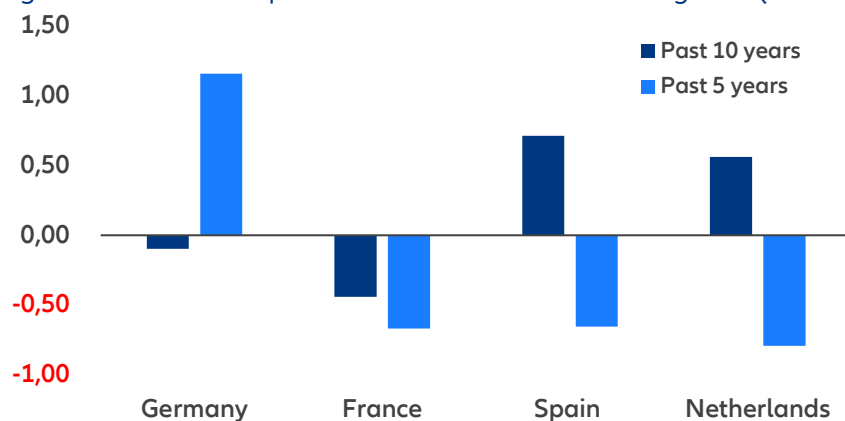
Gli effetti della regolamentazione sono più difficili da misurare, ma negli ultimi cinque anni la produttività agricola è diminuita rapidamente in molti Paesi europei. Gli agricoltori protestano anche contro il crescente onere della burocrazia, delle pratiche e della regolamentazione per conformarsi a quello che percepiscono come un numero sempre maggiore di norme ambientali e sanitarie stabilite a livello europeo. Ad esempio, la Politica Agricola Comune (PAC) impone sempre più vincoli obbligatori in cambio di sussidi (Figura 3). Sebbene la relazione empirica tra regolamentazione e produzione economica sia difficile da misurare, è chiaro che al di sopra di una certa soglia i costi della regolamentazione superano i benefici, imponendo costi elevati per le imprese e soffocando potenzialmente l'innovazione e le attività imprenditoriali. È dimostrato che questo è effettivamente il caso del settore agricolo: La produttività del lavoro (produzione per agricoltore) è diminuita rapidamente in molti Paesi europei negli ultimi cinque anni (Figura 4). Il ritmo del declino si è accelerato in Francia, così come in Spagna e nei Paesi Bassi. Complessivamente, il settore agricolo francese è quello che ha perso di più in termini di produttività nell'ultimo decennio, a causa degli ulteriori livelli di regolamentazione implementati dalle autorità francesi a livello nazionale e della principale lamentela degli agricoltori francesi.

Figura 3: Pagamenti condizionati all'adozione di specifiche pratiche produttive nell'UE (% dei proventi lordi dell'azienda agricola))



Fonti: OCSE, Allianz Research

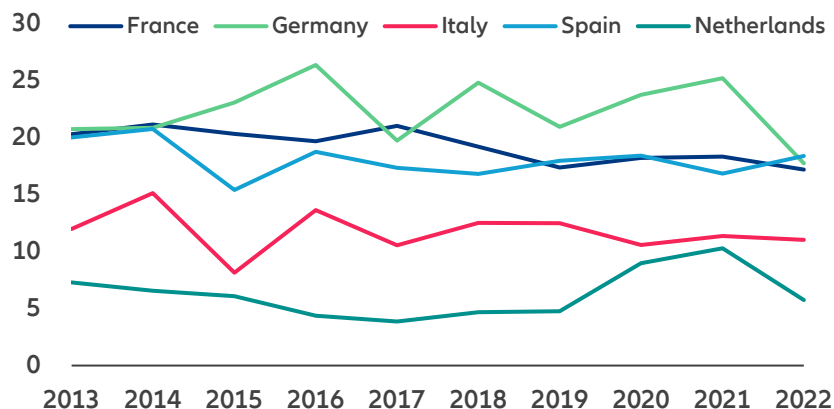
Figura 4: Crescita della produttività del lavoro nel settore agricolo (variazione %, media annua)



Fonti: LGSE Datastream, Allianz Research

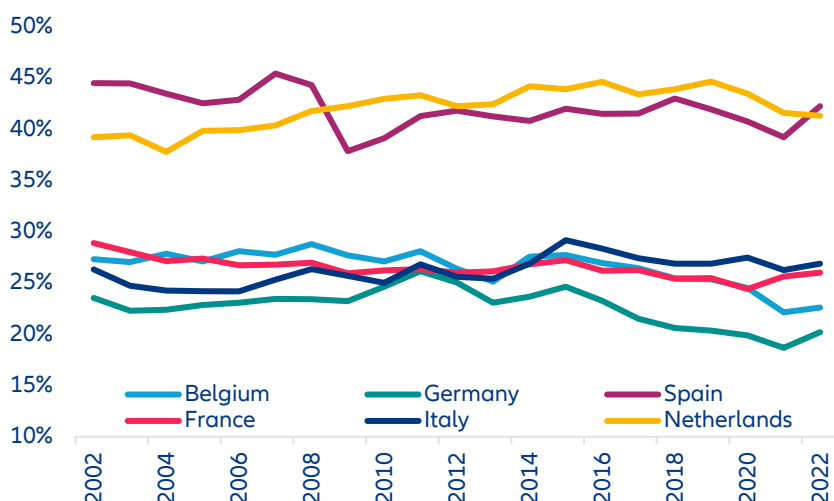
Il libero scambio non ha spalancato le porte alle importazioni a basso costo dall'esterno dell'UE, poiché il settore rimane pesantemente sovvenzionato, ma i piccoli agricoltori potrebbero ancora risentirne. Sebbene i produttori europei debbano effettivamente affrontare alcune forme di concorrenza sleale, ad esempio a causa della minore severità normativa per alcuni prodotti in altre regioni, essi beneficiano anche di un significativo sostegno pubblico: quasi il 18% dei ricavi agricoli lordi deriva dal sostegno ai produttori nell'UE, leggermente al di sopra della media OCSE del 15,9% e ben al di sopra di quella di paesi come il Brasile (circa il 3%). Inoltre, i sussidi (al netto delle imposte) al settore agricolo sono rimasti al di sopra del 15% del valore aggiunto del settore nell'ultimo decennio in Germania, Francia e Spagna (Figura 5), sebbene i Paesi dell'UE debbano effettivamente affrontare costi del lavoro più elevati rispetto ad altre regioni. Nonostante gli accordi di libero scambio con altre regioni, le importazioni di prodotti alimentari extra-UE sono rimaste piuttosto stabili nella maggior parte dei Paesi negli ultimi 20 anni, il che suggerisce che, nel complesso, il settore agricolo dell'UE non è stato particolarmente danneggiato dal libero scambio. Tuttavia, i piccoli agricoltori potrebbero aver sofferto.

Figura 5: Sovvenzioni al netto delle imposte in % del valore aggiunto, settore agricolo



Fonti: LGSE Datastream, OCSE, Allianz Research

Figura 6: Quota delle importazioni alimentari extra-UE (% delle importazioni alimentari totali)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

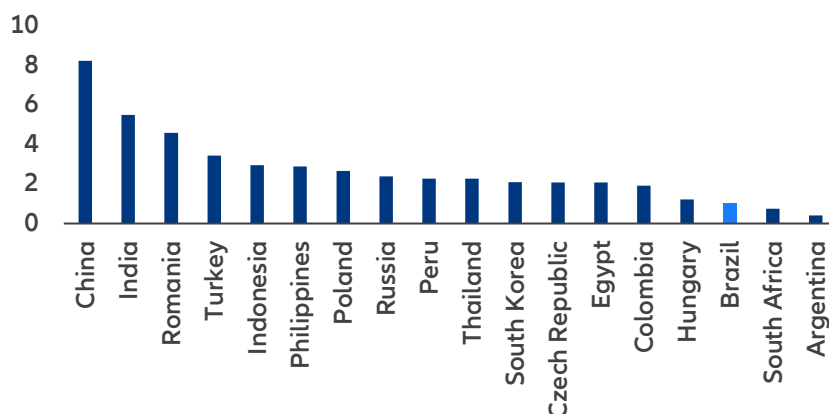
Tuttavia, le agitazioni in corso potrebbero avere implicazioni politiche e dovrebbero spingere i politici ad agire sia a livello nazionale che europeo. Sebbene non sia la prima volta che l'Europa si trova ad affrontare proteste di contadini, queste potrebbero giocare un ruolo nelle prossime elezioni europee. Nel 2019, le proteste nei Paesi Bassi hanno portato alla formazione del partito politico di destra BoerBurgerBeweging (BBB), che ha promesso di affrontare i problemi degli agricoltori. Nel 2023, il BBB ha vinto le elezioni provinciali, dopo l'elezione del Senato, ed è emerso come il partito con il maggior numero di seggi nel Senato olandese. Dopo aver ottenuto il 4,7% dei voti alle elezioni generali di novembre, il partito è attualmente in trattative per entrare a far parte della coalizione di governo. Ciò suggerisce l'ascesa di un nuovo tipo di populismo "agrario" in Europa. In questo contesto, il crescente malcontento degli agricoltori evidenzia l'importanza di lavorare per una giusta transizione verde. I regolamenti attuali e futuri dovrebbero essere semplificati e snelliti a seguito di discussioni tra governi, autorità dell'UE e sindacati degli agricoltori per vedere dove è possibile raggiungere dei compromessi. I negoziati in corso e futuri per gli accordi di libero scambio dovrebbero inoltre porre maggiore enfasi sulle clausole speculari per garantire che i prodotti importati siano sottoposti a un maggiore controllo normativo. Infine, si dovrebbero intensificare i controlli governativi sui rivenditori e sull'industria alimentare - una politica già annunciata dal governo francese - per garantire che gli agricoltori siano pagati equamente lungo la catena di distribuzione. Data la forte integrazione dei mercati alimentari europei, sarà necessario un ulteriore coordinamento anche a livello europeo.

La nuova politica industriale del Brasile: Déjà vu?

Il Brasile sale sul carro della politica industriale... Dopo gli Stati Uniti, l'Eurozona e altre grandi economie, il Brasile è l'ultimo ad annunciare un massiccio piano di spesa per "neo-industrializzare" la propria economia. Il piano "Nuova Industria Brasiliana" del governo Lula prevede l'erogazione di 300 miliardi di reais (circa il 2,7% del PIL) in linee di credito specifiche - per lo più da parte della Banca Nazionale per lo Sviluppo Economico e Sociale (BNDES) - fino al 2026 per costruire infrastrutture sostenibili e digitali in settori prioritari come l'agroalimentare, la sanità e la difesa.

...Ma questa "nuova" politica industriale non è poi così nuova: la politica industriale è una sorta di "tradizione" dei governi Lula, con risultati poco efficaci. I precedenti programmi di politica industriale, molto incentrati sul sostegno ai "campioni nazionali", non hanno generato un aumento significativo degli investimenti o della crescita. Al contrario, hanno utilizzato il denaro dei contribuenti per sostenere o sovvenzionare settori inefficienti e non competitivi o grandi industrie che non avevano realmente bisogno di sussidi. Inoltre, il settore pubblico in Brasile è ampiamente considerato un allocatore inefficiente di risorse, con una spesa che ha un effetto moltiplicatore molto basso nell'economia. I dati accademici dimostrano anche che in passato queste politiche hanno avuto uno scarso impatto sulla redditività e sulla produttività delle imprese. Sebbene il nuovo programma includa alcune misure che aumentano l'efficienza, come la riduzione della validità dei brevetti da più di sei anni a due e il finanziamento della formazione di un maggior numero di lavoratori nella rete brasiliana di istituti di istruzione tecnica, mancano le misure e le riforme necessarie per aumentare la competitività industriale del Brasile e integrare il complesso industriale nelle catene globali del valore. Nonostante sia una delle principali economie emergenti, il Paese è in ritardo rispetto ai suoi colleghi, con una crescita della produttività che ha superato a malapena l'1% annuo durante gli anni del boom degli anni 2000 e una crescita negativa della produttività totale dei fattori tra il 1996 e il 2015.

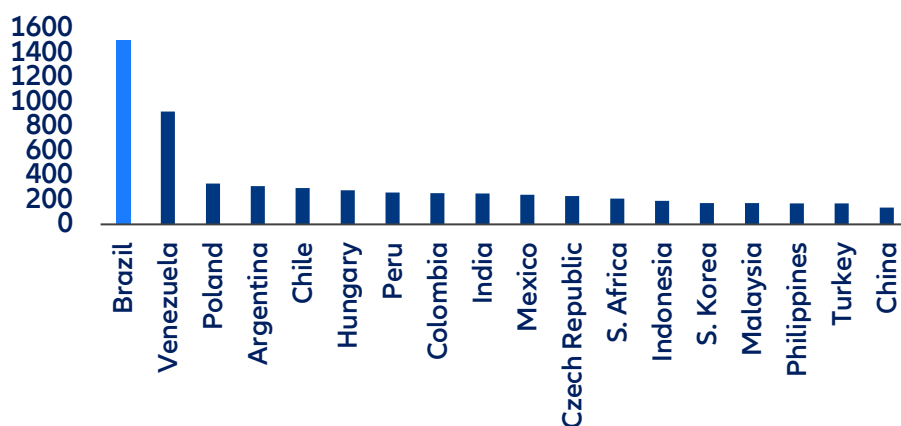
Figura 7: Crescita della produttività del lavoro (% , media annua, 2003-23)



Fonti: EIU, Allianz Research

Un modo più efficace per sostenere il settore industriale sarebbe quello di proseguire con l'agenda delle riforme e attuare una serie di cambiamenti politici. Una strategia molto più rapida e semplice sarebbe quella di portare avanti la riforma fiscale approvata l'anno scorso ma non ancora attuata. Il settore industriale è il più colpito dalla politica fiscale e dalla complessità della legislazione, dovendo affrontare, ad esempio, la tassazione cumulativa nelle catene di produzione e l'eccessiva giudiziaria. In questo contesto, la semplificazione fiscale potrebbe essere una grande spinta per l'industria. Il Brasile è anche una delle grandi economie meno aperte del mondo, il che limita l'esposizione alla concorrenza internazionale, impedendo l'assimilazione di nuove conoscenze e tecnologie e soffocando l'innovazione e la produttività. Ridurre le barriere interne all'ingresso porterebbe grandi benefici al settore industriale. Anche garantire un sistema giudiziario più efficiente, migliorare l'accesso al credito, promuovere il commercio internazionale e ridurre gli ampi deficit di bilancio che impediscono il finanziamento del settore privato e mantengono alti i tassi di interesse potrebbero contribuire a dare impulso al settore industriale.

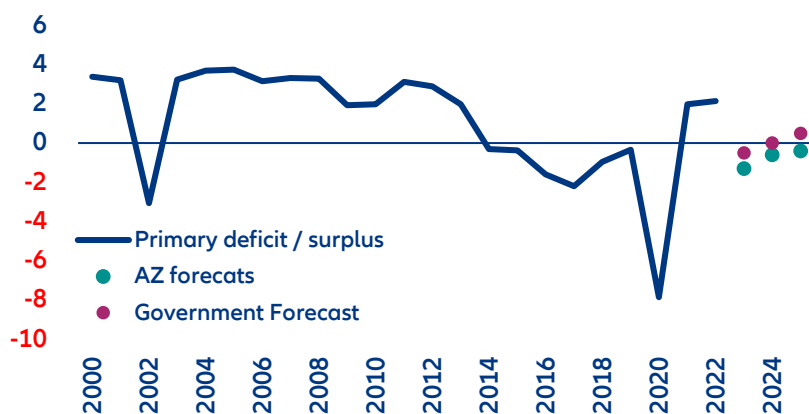
Figura 8: Tempo impiegato per adempiere e pagare le imposte annualmente (ore, 2020)



Fonti Refinitiv, Allianz Research

Il nuovo piano industriale aumenta i rischi sul già fragile versante fiscale. Il Brasile ha un rapporto debito/PIL di circa il 90%, ben al di sopra della media dei suoi pari nella regione (circa il 60% del PIL). L'anno scorso il governo ha fissato l'ambizioso obiettivo fiscale di un deficit primario dello 0% nel 2024, che non ci aspettiamo venga raggiunto. Stimiamo un deficit del -0,75% nel 2024 e del -0,5% nel 2025, che porterebbe il rapporto debito/PIL nuovamente su una traiettoria ascendente. Di conseguenza, non c'è spazio per il governo per finanziare nuovi programmi. Rimane il dubbio se ricorrerà alla "contabilità creativa" come ha fatto in passato e se utilizzerà il finanziamento del debito per trasferire risorse al BNDES a tassi agevolati. Tali manovre hanno aumentato il debito pubblico e distorto i mercati dei capitali locali e la politica monetaria in passato. Va notato che i dati fiscali per il 2023 mostrano che il deficit di bilancio del governo centrale ha raggiunto il 2,1% del PIL nel 2023, invertendo un avanzo dello 0,5% del PIL nel 2022, e rappresentando il secondo più grande deficit di bilancio mai registrato dal Paese - ad eccezione del periodo della pandemia. I mercati hanno reagito in modo scettico all'annuncio, visti i maggiori rischi fiscali. Il Real brasiliano (BRL) ha perso l'1,2% rispetto all'USD, sottoperformando tutte le principali valute globali e scambiando il giorno dell'annuncio al livello intraday più debole da novembre. Ci aspettiamo una certa volatilità di mercato a breve termine sulla questione fiscale, dato che il mese prossimo il Ministro delle Finanze riprenderà i negoziati con il Congresso sulle misure di entrate critiche per l'obiettivo di deficit zero del 2024, quando i legislatori torneranno dalla pausa.

Figura 9: Ritorno al disavanzo primario - amministrazioni pubbliche, disavanzo/avanzo primario, % del PIL



Fonti: Refinitiv, IMF, Allianz Research

Africa occidentale: Un altro colpo per l'integrazione regionale

All'inizio di questa settimana, Burkina Faso, Mali e Niger hanno annunciato la loro intenzione di lasciare la Comunità Economica degli Stati dell'Africa Occidentale (ECOWAS). Le relazioni si sono deteriorate significativamente dopo che i tre paesi hanno subito colpi di stato militari (Mali nel 2021, Burkina Faso nel 2022 e Niger nel 2023) che sono stati condannati da ECOWAS. I tre stati avevano precedentemente criticato la mancanza di supporto da parte di ECOWAS nel contrastare l'insurrezione condotta dai gruppi terroristici di al Qaeda e Stato Islamico, che è iniziata nel nord del Mali e si è diffusa nella regione del Sahel, raggiungendo anche Burkina Faso e Niger. ECOWAS ha infine sospeso questi stati e la Guinea dall'organizzazione.

I benefici economici di una maggiore integrazione commerciale all'interno dell'ECOWAS sono ancora lontani dal materializzarsi. Tuttavia, i tre oppositori dell'ECO hanno scelto una strada di dolore autoinflitto che potrebbe avere effetti negativi di 3,2 miliardi di euro in perdite commerciali a livello regionale, derivanti dalle nuove tariffe imposte sulle loro esportazioni (9,9%) e dalle tariffe di ritorsione attese che potrebbero arrivare fino al 5%. Gli effetti sul commercio sono probabilmente significativi per le tre economie senza sbocco sul mare, con un ritorno a un dazio medio nei confronti dei paesi dell'ECOWAS del 9,9% e restrizioni aggiuntive sul transito delle merci attraverso i loro territori, che stimiamo essere del +5% in aggiunta alle tariffe regolari (Figura 10). Il commercio intra-ECOWAS rappresenta circa l'11-12% delle importazioni/esportazioni a livello regionale, con differenze a livello nazionale (il Niger è un notevole caso atipico con circa il 40%, ma per Burkina Faso e il Mali è meno del 10%). Burkina Faso, il Mali e il Niger rappresentano solo circa l'8% del PIL dell'ECOWAS (il 19% escludendo la Nigeria) e alcuni di essi sono già stati colpiti da restrizioni alle importazioni e chiusure di frontiere da parte di altri membri. Tuttavia, le dimensioni dei tre paesi rispetto ai membri dell'Unione Monetaria dell'Africa Occidentale (WAEMU) e all'economia generale dei paesi con il Franco CFA sono molto più grandi (rispettivamente il 49% e il 26% del PIL).

Figura 10: Costo di uscita per i tre paesi (miliardi di euro)

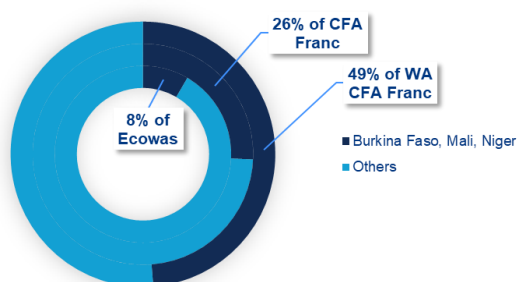
	Esportazio ni*	Tariffa aggiuntiva sulle esportazioni a causa dell'uscita dall'ECOWAS	Importazio ni*	Costo tariffario aggiuntivo dovuto all'uscita dall'ECOWAS: Scenario con tariffa aggiuntiva del +5%	Costo totale dovuto all'uscita dall'ECOWAS
Niger	0.4	<0.05	3.3	0.2	0.2
Burkina Faso	3.9	0.4	2.6	0.4	0.8
Mali	3.4	0.4	11.4	1.8	2.2
Totale	7.7	0.8	17.3	2.4	3.2

Nota: una volta che questi paesi lasciano l'ECOWAS, è probabile che alcuni mercati adottino il regime commerciale dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO), a meno che non facciano parte di un accordo commerciale preferenziale. La simulazione è basata sulle principali destinazioni di mercato e sugli accordi commerciali esistenti.

*Include almeno il 90% del valore totale delle loro esportazioni nel 2022.

Fonti: Trade Map, Banca Mondiale, Ricerca Allianz

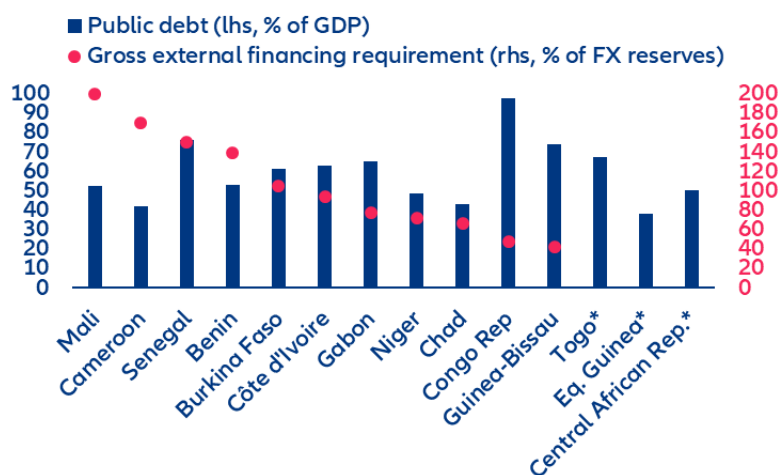
Figura 11: Rilevanza economica come percentuale del PIL aggregato



Fonti: FMI (Fondo Monetario Internazionale), Allianz Research

La fiducia nel Franco CFA potrebbe essere considerevolmente messa in pericolo se perdesse la metà delle sue dimensioni economiche, insieme alla sua rilevanza come strumento per stabilizzare l'ambiente economico e sociale. La fuga di capitali rimane un rischio, dal momento che la convertibilità del Franco CFA è garantita dal Tesoro francese, ma questo scenario è improbabile. Nel 1994, non si è concretizzato nonostante una svalutazione del 50% rispetto al Franco francese. D'altro canto, la sostenibilità del debito potrebbe essere messa a rischio se la fiducia nella zona del Franco CFA dovesse deteriorarsi rapidamente. Ad esempio, il rimborso del debito del Senegal potrebbe essere a rischio, con il debito pubblico di tutti gli altri paesi dell'UEMOA vicino o leggermente oltre il 60% del PIL e il debito pubblico del Senegal all'81%. Il debito pubblico è molto più basso in media per i paesi della CEMAC, con il Camerun che si attesta intorno al 42% del PIL e il Congo-Brazzaville come unica eccezione vicina al 100%. Tuttavia, i requisiti di finanziamento esterno rimangono elevati, specialmente in un momento in cui i paesi africani non riescono ancora a emettere obbligazioni sovrane a tassi ragionevoli.

Figura 12: Vulnerabilità fiscali nei paesi con il Franco CFA

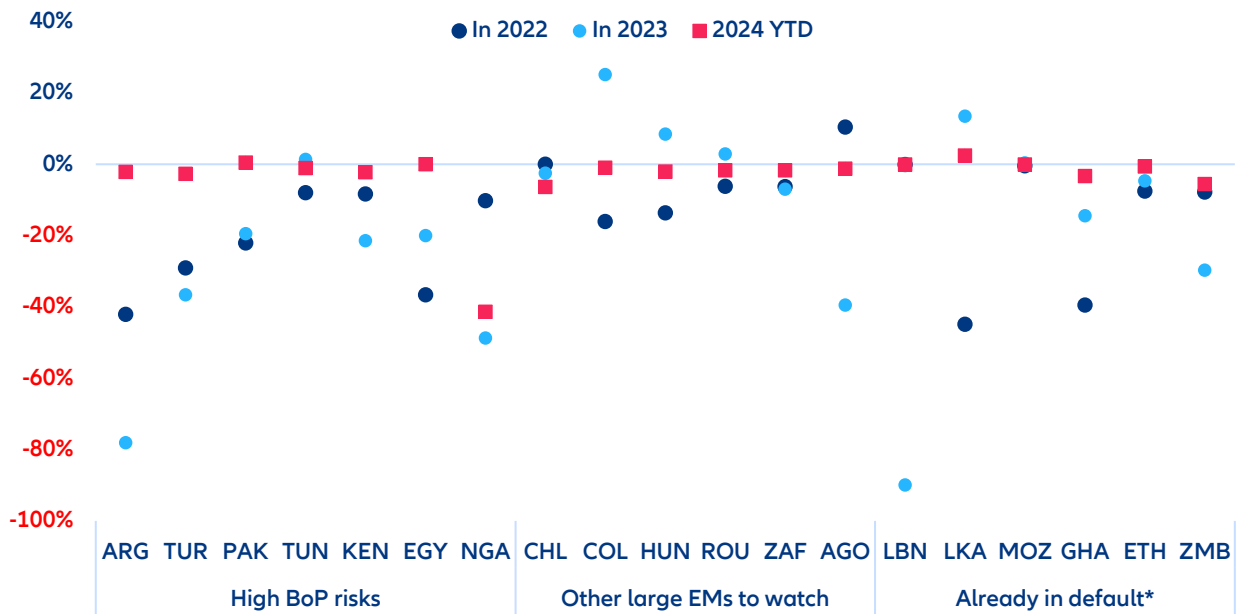


* GEFR non disponibile

Fonti: Fmi, Refinitiv, Allianz Research

L'incapacità di attrarre efficacemente nuovi membri e risolvere diplomaticamente i conflitti regionali suggerisce che l'ECOWAS sta perdendo la sua posizione di interlocutore influente nella regione, mentre il peso massimo dell'organizzazione, la Nigeria, sta vivendo un altro round di svalutazione della sua valuta che potrebbe scatenare ulteriori disagi. L'incapacità di prevenire o risolvere i conflitti sembra essere il caso non solo dei paesi attualmente governati da giunte militari, ma anche dei paesi democratici più solidi come il Senegal: lo scorso novembre, uno dei principali leader dell'opposizione non è riuscito a riacquistare il diritto di eleggibilità per le elezioni presidenziali che si terranno il 25 febbraio, evento di grande importanza per la regione. Allo stesso tempo, una maggiore attenzione alle questioni domestiche portata dalla svalutazione del naira nigeriano potrebbe deviare l'attenzione dai problemi regionali e complicare la situazione per gli investitori internazionali.

Figura 13: Performance dei tassi di cambio per anno dei paesi identificati come a rischio



* Questi paesi includono altri paesi non inclusi nell'analisi dei rischi del bilancio dei pagamenti ma che sono coinvolti in un processo di default (già in un processo di ristrutturazione formale o in default o default selettivo); Russia, Ucraina, Bielorussia, Suriname e Venezuela non sono stati inclusi per varie ragioni. I paesi identificati come a rischio ma che sono o dollari (ad esempio l'Ecuador) o che hanno la loro valuta ancorata (ad esempio i paesi CFA all'Euro) sono stati esclusi allo stesso modo.

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione,

e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, tranne che per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes