

Allianz Research | 14 Marzo 2024

# Bank of Japan: l'arte di andare controcorrente

Ludovic Subran  
Chief Economist

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maxime Darmet  
Senior Economist for US & France  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Françoise Huang  
Senior Economist for Asia Pacific  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Jordi Basco Carrera  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

Alberto Giurato  
Research Assistant  
[alberto.giurato@allianz.com](mailto:alberto.giurato@allianz.com)

## Executive summary

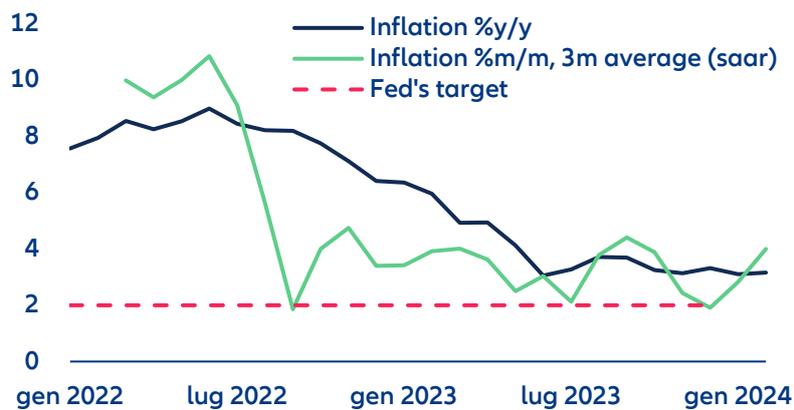
Questa settimana analizziamo tre questioni critiche:

- **L'ultimo miglio (accidentato) della Fed.** I dati dell'IPC di febbraio mostrano che le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti non si sono ancora dissipate. L'inflazione CPI su base annua è ormai bloccata al di sopra della soglia del 3% dal giugno 2023, con l'inflazione dei servizi che rimane ostinatamente elevata. L'allentamento delle condizioni finanziarie e creditizie, nonché l'accelerazione della base monetaria, suggeriscono che la Fed dovrebbe rimanere cauta in un'economia ancora vicina alla piena capacità, con un mercato del lavoro ancora rigido. Prevediamo che la Fed si muoverà a luglio anziché a giugno, ma continuiamo a vedere quattro tagli dei tassi di 25 pb entro la fine dell'anno.
- **Bank of Japan: l'arte di andare controcorrente.** Mentre la maggior parte delle banche centrali si prepara a tagliare i tassi d'interesse, la Bank of Japan (BOJ) procederà presto a un rialzo, ponendo fine a quasi un decennio di politica di tassi negativi. Mentre i mercati si aspettano sempre più il primo rialzo dal 2007 in occasione della riunione del 18-19 marzo, riteniamo che la BOJ aumenterà il tasso di riferimento allo 0,1% solo in occasione della riunione del 25-26 aprile, quando rilascerà anche le nuove previsioni di crescita e inflazione. La BOJ manterrà comunque un atteggiamento accomodante, il che implica impatti gestibili sul Giappone e sul resto del mondo. Gli Stati Uniti, la Francia e l'Australia sono state le principali destinazioni degli investitori giapponesi nel debito estero negli ultimi anni, ma le obbligazioni sovrane di Irlanda e Paesi Bassi sembrano le più vulnerabili al rischio di ritiro dei fondi da parte degli investitori giapponesi. Prevediamo una crescita del PIL giapponese del +0,6% nel 2024 e del +1,0% nel 2025 e un'inflazione del 2,4% nel 2024 e dell'1,6% nel 2025.
- **Mercati azionari USA: déjà vu delle dotcom?** L'aumento esponenziale dei titoli tecnologici statunitensi sta sollevando il timore che si ripeta la bolla delle dotcom. Tuttavia, le società tecnologiche di oggi hanno bilanci significativamente più solidi, grazie alla crescita record degli utili e alle forti riserve di liquidità. Inoltre, hanno saputo destreggiarsi abilmente in un contesto di tassi d'interesse in crescita - un'impresa, vista la sensibilità storica del settore ai tassi d'interesse. Allo stesso tempo, gli attuali rapporti prezzo/utile sono significativamente inferiori ai rapporti PE ~50x che hanno caratterizzato la bolla delle dotcom. Ciò suggerisce che l'attuale entusiasmo del mercato non è neanche lontanamente paragonabile al fervore della fine degli anni '90 e dei primi anni 2000. In questo contesto, continuiamo a prevedere rendimenti azionari statunitensi intorno al 10% nel 2024, seguiti da un raffreddamento verso il 7% nel 2025.

## L'ultimo miglio (accidentato) della Fed

Il bollente rapporto CPI di febbraio conferma che le pressioni inflazionistiche statunitensi non si sono ancora dissipate. L'inflazione CPI di febbraio è risultata un po' più sostenuta di quanto previsto dal sondaggio di mercato (+3,2% a/a e +0,4% m/m, +5,4% m/m annualizzato). Questo risultato fa seguito alla lettura di gennaio, che aveva già deluso le speranze di una normalizzazione a breve termine dell'inflazione vicino all'obiettivo del 2% della Fed. L'inflazione CPI su base annua è ora bloccata al di sopra della soglia del 3% da giugno 2023, mentre la media trimestrale delle letture sequenziali mese su mese è accelerata al 4% (Figura 1). A livello settoriale, l'inflazione dei beni e degli alimentari si è completamente normalizzata alla norma pre-pandemia dal 2023 (anche se l'inflazione dei beni m/m è tornata in territorio positivo), ma l'inflazione dei servizi rimane ostinatamente più alta. In particolare, l'inflazione dei beni di prima necessità ha contribuito in media a 2,1 punti percentuali dell'inflazione complessiva negli ultimi tre mesi, mentre i servizi esclusi i beni di prima necessità hanno contribuito per 0,9 punti percentuali.

Figura 1: Inflazione CPI statunitense



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**L'allentamento delle condizioni finanziarie e creditizie, nonché l'accelerazione della base monetaria, giustificano la cautela della Fed in un'economia ancora vicina alla piena capacità.** Come abbiamo evidenziato in precedenza<sup>1</sup>, la vivacità dei mercati finanziari potrebbe sostenere la domanda interna e riaccendere le pressioni inflazionistiche quest'anno, in presenza di un mercato del lavoro ancora rigido. Inoltre, anche il ciclo del credito sembra essere in ripresa: Secondo il Senior Loan Officer Opinion Survey del quarto trimestre del 2023, la percentuale netta di senior loan officer che inaspriscono gli standard di prestito sta diminuendo, pur rimanendo elevata. Nel frattempo, i prezzi delle case sono in ripresa. In questo contesto, il FOMC non è certo contento di vedere che la base monetaria (aggregato M0, la somma delle valute) sta aumentando di velocità nonostante la riduzione in corso delle sue disponibilità di titoli (Figura 2)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> [What to watch | January 26, 2024 \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/it/what-to-watch/1-january-26-2024)

<sup>2</sup> *With the Fed gone, Treasuries issuances are being increasingly purchased by money market funds (MMFs), driving down the usage of the reserve repo facility. In contrast, banks' reserve balances at the Fed are increasing, pushing up M0.*

Figura 2: Detenzione di titoli della Fed e base monetaria (% a/a)

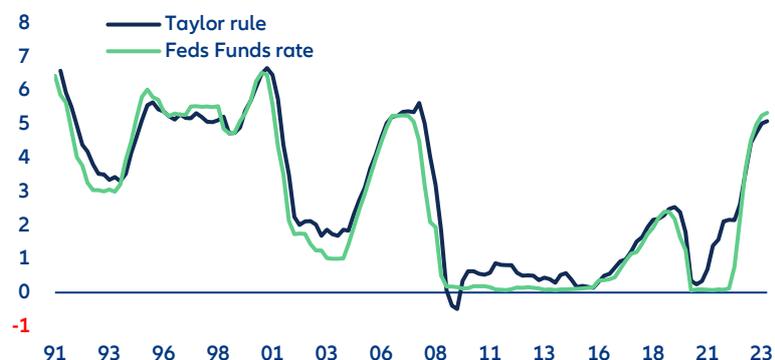


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Prevediamo ora che la Fed effettui il suo cambio di rotta a luglio anziché a giugno.** Tuttavia, la Fed continuerà a effettuare quattro tagli di 25 pb entro la fine dell'anno. Come ribadito dai membri del FOMC, le prospettive dei tassi di interesse della Fed rimangono fortemente condizionate dalla traiettoria dell'inflazione, anche se non aspetteranno che l'inflazione raggiunga il 2% prima di cambiare rotta. Come ha dichiarato il presidente Powell durante la conferenza stampa di gennaio, il FOMC ha bisogno di "un paio di 'buoni' dati sull'inflazione" prima di convincersi. Probabilmente, dopo i pessimi dati di gennaio e febbraio, sono esclusi tagli dei tassi a marzo e persino a maggio. Dati migliori sull'inflazione nei prossimi mesi potrebbero convincere il FOMC a cambiare rotta a giugno. Tuttavia, riteniamo che un taglio a luglio sia leggermente più probabile.

**Anche i fattori tecnici ed economici favoriscono una svolta successiva.** In primo luogo, un taglio a luglio consentirebbe alla Fed di tagliare di 25 pb in ciascuna delle restanti riunioni dell'anno (luglio, settembre, novembre e dicembre), per un totale di 100 pb - vicino alle proiezioni di dicembre 2023 (75 pb) - senza interrompere il ciclo di allentamento in una sola riunione. In secondo luogo, anche se l'inflazione scendesse abbastanza rapidamente a partire dal 2° trimestre 2024, una regola di Taylor<sup>3</sup> mostra che l'allentamento sarebbe comunque giustificato in misura minima (Figura 3). Se ipotizziamo che l'inflazione PCE (la misura dell'inflazione preferita dalla Fed) scenda rapidamente al 2,2% annuo nel 2° trimestre 2024 e al 2% nel 3° trimestre (dal 2,8% stimato nel 1° trimestre) e che la crescita del PIL scenda al di sotto del trend (circa +1,5% annualizzato sia nel 2° che nel 3° trimestre), la regola di Taylor indica un taglio moderato di 28 pb tra oggi e il 3° trimestre. Ciò rafforza l'idea che la Fed debba essere paziente prima di iniziare ad allentare la pressione. In queste circostanze, se l'inflazione continuerà a deludere nel 2° trimestre, la Fed dovrà intervenire in un secondo momento, forse a settembre.

Figura 3: Tasso dei Fed Funds e regola di Taylor (%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

<sup>3</sup> Una regola di Taylor è una semplice regola monetaria che indica il livello "ottimale" del tasso dei Fed funds in base alla deviazione dell'inflazione dall'obiettivo e all'output gap (cioè la crescita rispetto al potenziale). Utilizziamo una regola di Taylor di tipo interest-smoothing con un parametro di 0,8 sul tasso di riferimento della Fed del trimestre precedente. Prendiamo la stima HLW del tasso reale neutrale e l'output gap semplice stimato da HP.

## Bank of Japan: l'arte di andare controcorrente

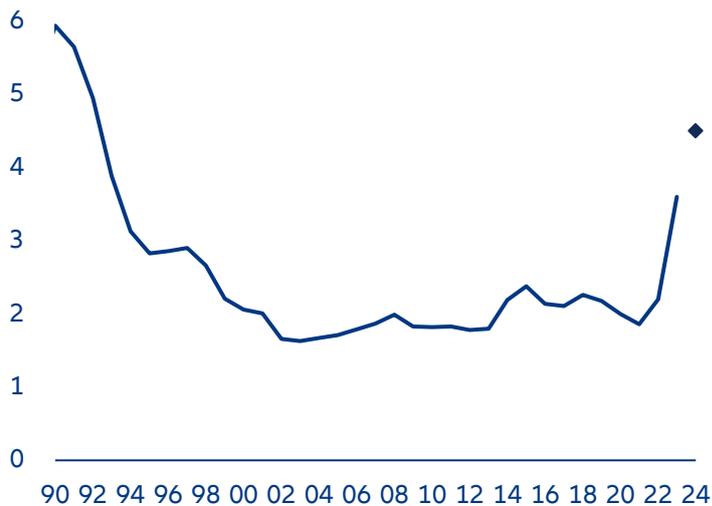
**Mentre la maggior parte delle banche centrali si sta preparando a tagliare i tassi di interesse, la Bank of Japan (BOJ) andrà presto nella direzione opposta, ponendo fine a quasi un decennio di politica di tassi di interesse negativi (NIRP). La domanda è: sarà a marzo o ad aprile?** Sulla base dei recenti dati pubblicati e delle trattative salariali annuali in corso (*shunto*), i futures al 12 marzo indicano una probabilità del 66% di un rialzo dei tassi alla riunione politica della BOJ del 18-19 marzo, in aumento rispetto al 41% della settimana precedente. Riteniamo tuttavia leggermente più probabile che la BOJ rimanga in attesa la prossima settimana e fornisca i segnali necessari per prepararsi al rialzo nella riunione politica del 25-26 aprile, quando rilascerà anche le nuove previsioni di crescita e inflazione. Un'operazione dopo l'inizio di un nuovo anno fiscale (che va dal 1° aprile al 31 marzo) limiterebbe il rischio di interruzioni per le istituzioni finanziarie e darebbe il tempo di vedere come le aziende aggiusteranno i loro prezzi. Inoltre, entro la riunione di aprile saranno disponibili ulteriori dati per valutare l'andamento dei prezzi e l'impatto dello *shunto* in corso, che il governatore Ueda ha indicato come "un punto importante" per decidere se porre fine alla NIRP. In ogni caso, che sia marzo o aprile, la BOJ è probabilmente molto vicina al suo primo rialzo dei tassi dal 2007. Quando ciò avverrà, pensiamo che la BOJ porrà fine anche al controllo della curva dei rendimenti e fornirà indicazioni sugli acquisti di titoli di Stato per evitare forti aumenti dei rendimenti obbligazionari. È probabile che anche l'acquisto di asset rischiosi venga interrotto (si noti che la BOJ non acquista più ETF dall'ottobre 2023). Allo stesso tempo, è molto probabile che la BOJ rassicuri che non sta iniziando un percorso ripido di rialzi dei tassi e che manterrà un orientamento politico complessivamente accomodante. Infatti, nonostante l'aumento dei salari, l'economia presenta ancora aree di debolezza.

**I salari sono destinati ad aumentare significativamente quest'anno, ma potrebbero non trasmettersi completamente all'aumento dei prezzi alla produzione e dell'inflazione, in un contesto di condizioni economiche ancora fragili. Prevediamo una crescita del PIL del +0,6% nel 2024 e del +1,0% nel 2025 e un'inflazione del 2,4% nel 2024 e dell'1,6% nel 2025.** Sebbene il PIL del 4° trimestre 2023 sia stato rivisto al rialzo (da -0,4% q/q annualizzato a +0,4%) e l'economia giapponese abbia così evitato una recessione tecnica, la ripresa è stata estremamente lieve dopo il forte calo del trimestre precedente (-3,2% q/q annualizzato). Inoltre, i dati sottostanti suggeriscono che la domanda interna è ancora debole, con i consumi privati che hanno registrato il terzo trimestre consecutivo di contrazione. Prevediamo che la crescita del PIL si assesti al +0,6% nel 2024 e al +1,0% nel 2025, dopo il +1,9% del 2023 (e il +1,2% in media nel periodo 2010-2019). Allo stesso tempo, i recenti dati sui salari sono stati più incoraggianti, con un aumento dei redditi da lavoro in contanti del +2% annuo a gennaio (rispetto al +0,8% di dicembre)<sup>4</sup>. I negoziati *shunto* in corso suggeriscono che nel 2024 i salari potrebbero registrare il più alto aumento in oltre 30 anni (Figura 4): la richiesta salariale media annunciata il 7 marzo dalla Confederazione dei sindacati giapponesi (JTUC-RENGO, il più grande gruppo di sindacati del Giappone) è stata del +5,9%, significativamente più alta del +4,5% dello scorso anno. Dopo aver ricevuto le risposte dei datori di lavoro, la JTUC-RENGO annuncerà il 15 marzo il conteggio iniziale, che potrebbe attestarsi intorno al +4,5% (rispetto al +3,6% dello scorso anno). Fino all'inizio di luglio, seguiranno diverse tornate di raccolta e pubblicazione dei dati, man mano che un maggior numero di sindacati raggiungerà gli accordi; il 4 aprile sarà una data fondamentale, in quanto verrà resa disponibile la ripartizione per settore. In particolare, sarà importante vedere la crescita dei salari nel settore dei servizi, che è a più alta intensità di lavoro (e ha visto un aumento minore nello *shunto* 2023). Al di là delle dinamiche salariali, una questione fondamentale rimane quella di stabilire se l'aumento dei salari si trasferirà sui prezzi alla produzione e quindi si tradurrà in un aumento dell'inflazione. Le aziende potrebbero scegliere di ridurre i propri margini per evitare di danneggiare i consumatori sensibili ai prezzi. Negli ultimi anni, in Giappone, i prezzi alla produzione sono aumentati più lentamente dei prezzi dei fattori produttivi (Figura 5). Prevediamo che l'inflazione raggiunga il 2,4% nel 2024 e l'1,6% nel 2025 (dopo il 3,3% del 2023).

---

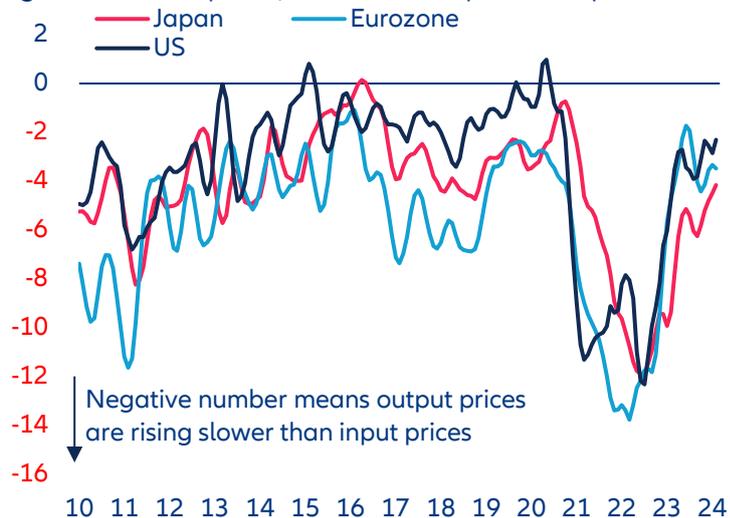
<sup>4</sup> Anche considerando l'indicatore preferito dalla BOJ, che esclude le variazioni campionarie, la crescita dei salari si è mantenuta al +2% a gennaio per il terzo mese consecutivo.

Figura 4: Aumento annuale dei salari nelle grandi aziende in Giappone (%)



Fonti: Ministero della Salute, del Lavoro e del Welfare del Giappone, Allianz Research

Figura 5: PMI composito, differenza tra i prezzi alla produzione e i prezzi degli input (perequato)



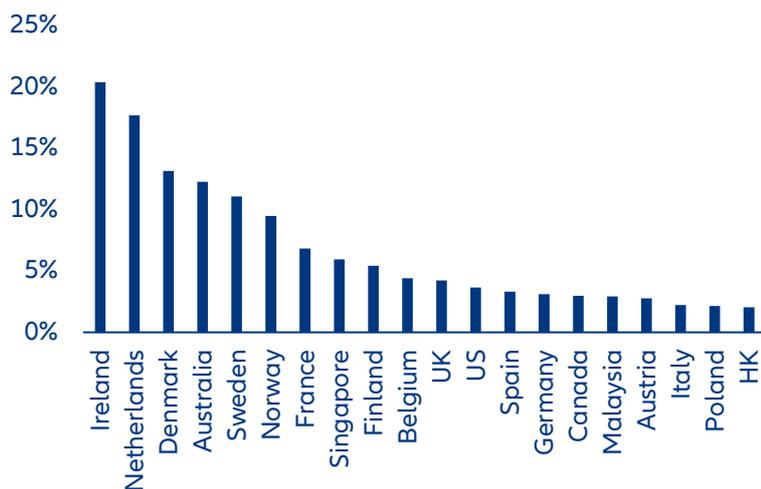
Fonti: S&P Global, Allianz Research

**Nonostante la fine della NIRP, è probabile che i tassi di interesse rimangano bassi, il che implica un impatto gestibile sul Giappone e sul resto del mondo. Negli ultimi anni, Stati Uniti, Francia e Australia sono state le principali destinazioni degli investitori giapponesi nel debito estero, ma le obbligazioni sovrane di Paesi Bassi, Danimarca e Irlanda sembrano le più vulnerabili al rischio di ritiro dei fondi da parte degli investitori giapponesi.**

Dopo aver aumentato il tasso di riferimento allo 0,1% in aprile, è probabile che la BOJ prenda in considerazione al massimo un altro aumento dei tassi per il resto dell'anno. In effetti, potrebbe essere difficile giustificare altri aumenti in un contesto di lieve crescita economica, di raffreddamento dell'inflazione e di tagli dei tassi da parte delle altre principali banche centrali. Di conseguenza, è probabile che i costi di finanziamento rimangano bassi in Giappone nei prossimi anni. Ciò sarà probabilmente confermato dalla revisione della forward guidance della BOJ e dall'impegno a mantenere condizioni monetarie accomodanti. I costi di finanziamento in aumento, ma ancora bassi, insieme a un'inflazione sostenibile che sostiene il PIL nominale, fanno sì che la sostenibilità del debito pubblico non venga messa in discussione. Nel frattempo, la divergenza tra la politica della BOJ e quella della Fed fa sì che lo JPY si apprezzi in futuro rispetto al dollaro USA. Il tasso USDJPY ha raggiunto di recente i massimi storici e dovrebbe scendere verso 140 entro la fine del 2024, un livello in linea con la media del 2023. Per il resto del mondo, la fine della NIRP in Giappone solleva preoccupazioni sull'evoluzione degli investimenti giapponesi all'estero. Nell'ultimo decennio, i tassi di interesse estremamente bassi a livello nazionale hanno fatto sì che gli investitori giapponesi cercassero rendimenti più elevati all'estero. Ora, l'aumento dei rendimenti nazionali potrebbe comportare un certo

rimpatrio di fondi, anche se probabilmente sarà limitato, dato che prevediamo che i tassi di interesse in Giappone rimarranno bassi ancora a lungo. Gli Stati Uniti, la Francia e l'Australia sono state le principali destinazioni degli investimenti giapponesi nel debito a lungo termine all'estero negli ultimi anni (rappresentando circa il 60% dei titoli di debito esteri a lungo termine detenuti dal Giappone dal 2014), ma il debito sovrano di Irlanda e Paesi Bassi sembra il più vulnerabile al rischio di ritiro dei fondi da parte degli investitori giapponesi, con quasi il 20% dei loro titoli di debito pubblico detenuti dal Giappone (Figura 6).

Figura 6: Detenzione giapponese di titoli di debito a lungo termine, come quota dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche (ultimo dato disponibile)

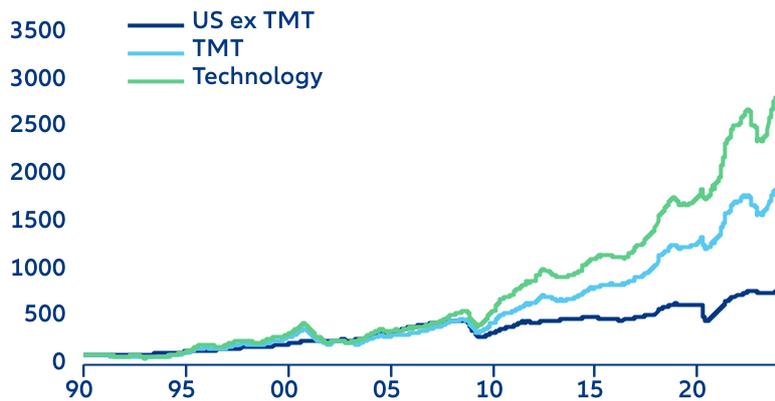


Fonti: FMI, BIS, Allianz Research

## Mercati azionari statunitensi: déjà vu delle dotcom?

**L'aumento esponenziale dei titoli tecnologici statunitensi sta sollevando il timore che si ripeta la bolla delle dotcom. Ma le aziende tecnologiche di oggi hanno bilanci significativamente più solidi.** L'attuale rally del mercato azionario statunitense si concentra in modo preponderante nel settore tecnologico, con le mega-capitali tecnologiche che rappresentano il 50% dei rendimenti annuali. Ciò ha fatto temere il ripetersi della bolla delle dotcom degli anni 2000, quando le società tecnologiche erano scambiate a valutazioni esorbitanti e, come oggi, rappresentavano un terzo della capitalizzazione totale del mercato, nonostante non avessero flussi di reddito o redditività consolidati. Questo fenomeno non è unico: storicamente, ogni ciclo economico è stato definito da un settore "star". All'inizio del XX secolo, il settore dei trasporti è stato al centro della scena, per poi lasciare il posto all'energia e ai materiali per il resto del secolo. Il testimone è poi passato alla tecnologia fino allo scoppio della bolla, seguita dalla finanza e dal settore immobiliare fino alla crisi del 2008. Dopo la crisi finanziaria del 2008, la tecnologia ha recuperato la sua posizione di forza dominante del mercato (Figura X). Ma questa volta è molto diverso. I leader del mercato odierno vantano bilanci significativamente più solidi in varie metriche, tra cui gli utili, i margini di profitto, i livelli di indebitamento e le riserve di liquidità. A questo proposito, dal 2008 il settore tecnologico ha registrato una crescita esponenziale dei profitti, con un'ulteriore spinta dal passaggio al consumo "stay-at-home", dato l'aumento degli ambienti di lavoro ibridi durante e dopo la pandemia del 2020. Inoltre, nel 2022 e nel 2023, le aziende tecnologiche hanno saputo destreggiarsi abilmente nel contesto di aumento dei tassi di interesse - un'impresa, vista la storica sensibilità del settore ai tassi di interesse - e le loro robuste riserve di liquidità sono state reinvestite in modo efficiente, mitigando gli effetti negativi dell'aumento dei costi di finanziamento. Ciò sottolinea la resilienza e l'agilità strategica delle attuali componenti del mercato azionario di fronte ai venti contrari finanziari (Figura 7).

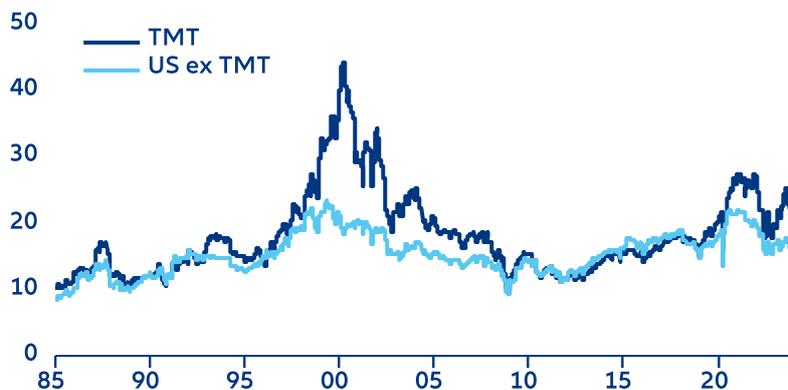
Figura 7: EPS a termine a 12 m per i settori statunitensi e l'indice generale (\$ - reb 100 sul 1990)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: TMT: Telecomunicazioni, media e tecnologia / EPS: Utile per azione.

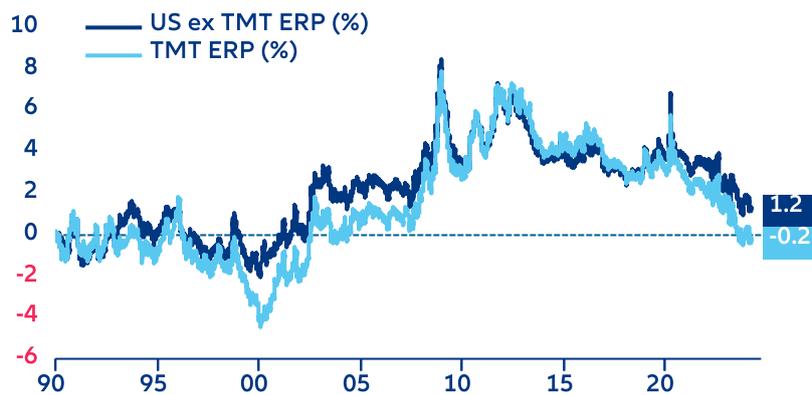
**Anche gli attuali rapporti prezzo-utile (PE) sono significativamente inferiori ai rapporti PE ~50x che hanno caratterizzato la bolla delle dotcom.** Ciò suggerisce che l'attuale entusiasmo del mercato non è neanche lontanamente paragonabile al fervore della fine degli anni '90 e dei primi anni 2000. Questo vale anche quando si adotta un approccio di valutazione relativa: sebbene modesto, il premio per il rischio azionario (ERP) rispetto ai titoli di Stato per il settore tecnologico non è crollato agli estremi osservati durante l'era delle dotcom, quando i valori ERP si aggiravano intorno al -4%. In questo contesto, sebbene non sia realistico aspettarsi che il mercato mantenga l'attuale crescita esponenziale all'infinito senza rischiare la formazione di una bolla, l'attuale panorama delle valutazioni e degli utili non lascia presagire un'imminente e profonda flessione del mercato guidato dalla tecnologia, simile a quella sperimentata nei primi anni 2000 (Figura 8 e Figura 9).

Figura 8: Rapporto prezzo/utile a termine a 12 mesi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: TMT: Telecomunicazioni, media e tecnologia

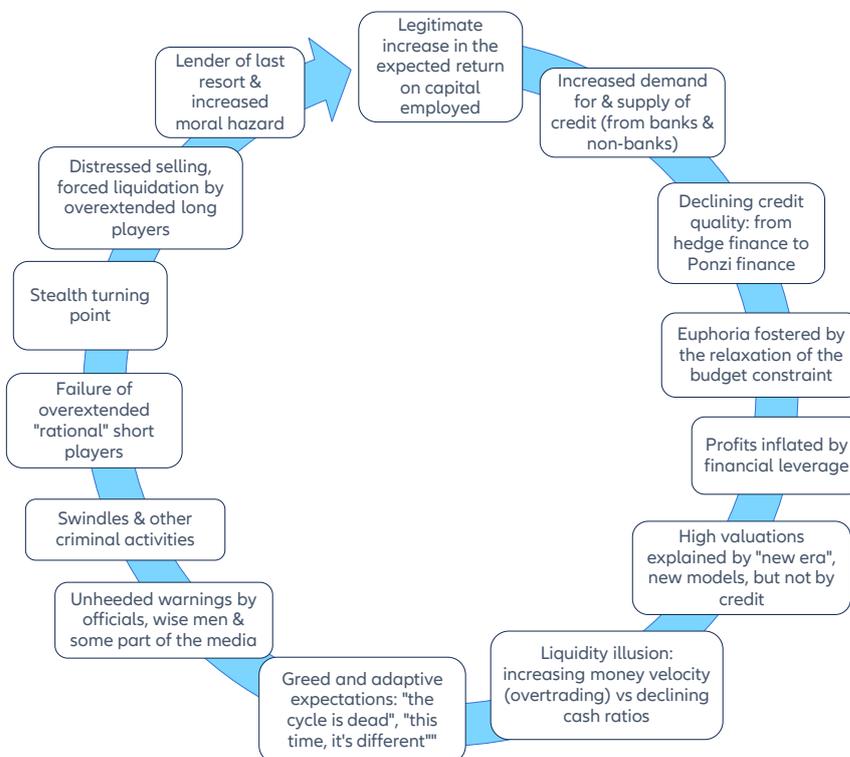
Figura 9: Indici del premio per il rischio azionario (in %)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: TMT: Telecomunicazioni, Media e Tecnologia / ERP: Rendimento degli utili - Rendimento UST a 10 anni

**In questo contesto di mercato costoso ma ancora gestibile, continuiamo a prevedere rendimenti azionari statunitensi intorno al 10% nel 2024, seguiti da un raffreddamento verso il 7% nel 2025.** Inoltre, basiamo la nostra prescrizione di mercato non simile a una bolla sul quadro dell'orologio della crisi finanziaria di Kindleberger, che continua a suggerire che i mercati azionari statunitensi non sono prossimi a una crisi finanziaria, ma più vicini a uno stato di metà ciclo (Figura 10). Alla luce di ciò, non ci aspettiamo che il settore tecnologico e la concentrazione azionaria statunitense nel suo complesso subiscano grossi contraccolpi nel breve periodo, grazie alla solidità dei titoli finanziari e alla generazione di utili ancora robusta. Tuttavia, il cambiamento delle tendenze economiche, soprattutto in seguito all'esito delle elezioni statunitensi, potrebbe innescare una rotazione settoriale che potrebbe allontanare gli attuali leader di mercato, favorendo altri settori (ad esempio quelli che possono beneficiare del *reshoring*) e limitando così il potenziale di rialzo del mercato in futuro.

Figura 10: Il modello Fisher-Minsky-Kindleberger



Fonte: Adattato da *Manias, Panics and Crashes* di Charles Kindleberger, una storia delle crisi finanziarie, 1978

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