

Allianz Research | 6 Maggio 2026

Banche USA: al picco del ciclo, ma non è il momento di abbassare la guardia

Ziqi Ye
Investment Strategist
ziqi.ye@allianz.com

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

Romain Poncet
Research Assistant
romain.poncet@allianz-trade.com

In sintesi

Utili record per le banche USA, oltre il trend storico. Tuttavia, gli investitori sembrano cauti sulla sostenibilità di questa fase positiva, per almeno quattro motivi. I titoli bancari hanno sottoperformato l'S&P 500 e gli spread creditizi si sono ampliati rispetto ai settori non finanziari. Il mercato guarda oltre i bilanci e sta prezzando un divario tra la solvibilità riportata e la reale capacità di assorbire perdite.

Primo punto: i buyback sostengono nel breve ma hanno limiti. Le Big Six hanno restituito oltre 110 miliardi di dollari nel 2025 e circa 32 miliardi solo nel Q1 2026 tramite riacquisti di azioni, aumentando meccanicamente l'utile per azione (EPS). Tuttavia, i buyback supportano la crescita dell'EPS solo finché continuano: una volta esaurito il capitale in eccesso, l'effetto positivo svanisce bruscamente, lasciando le valutazioni dipendenti unicamente dalla crescita reale del business. Inoltre, i ricavi elevati da trading e il ciclo favorevole di M&A sono per natura volatili e difficilmente sostenibili ai livelli attuali.

Secondo punto: l'allentamento normativo riduce i buffer. Le proposte di marzo 2026 su Basilea III, surcharge GSIB e stress test porteranno a una riduzione cumulata dei requisiti CET1 per le principali banche di circa il 5-6%. Le banche si sono già mosse in anticipo: i ratio CET1 delle Big Six sono scesi di circa 100 punti base su base annua, e questa tendenza è destinata a continuare, dato che gli istituti dispongono ancora di un buffer elevato, pari a circa 2 punti percentuali sopra i requisiti minimi.

Terzo punto: gli SRT gonfiano artificialmente il CET1. I trasferimenti sintetici di rischio (SRT) sono cresciuti di cinque volte dal 2016 (circa 800 miliardi di euro in essere), permettendo alle banche di ridurre gli attivi ponderati per il rischio e aumentare il CET1 senza diminuire l'esposizione reale. La solvibilità "organica" — non dipendente da investitori disposti ad assumere rischi elevati — risulta quindi inferiore a quanto indicato dai dati ufficiali: con un gap stimato di circa 43 punti base rispetto al CET1, a cui si aggiungono rischi di prociclicità e di liquidità che non sono ancora stati messi alla prova.

Infine, l'analisi dei cicli finanziari di lungo periodo indica un indebolimento dei fondamentali per il settore bancario negli anni a venire. Basandosi sulle metodologie della BIS, è possibile individuare potenziali tensioni finanziarie analizzando il rapporto credito/PIL, la crescita reale del credito e i prezzi degli immobili residenziali su orizzonti di 8-30 anni. Questo approccio, che ha permesso di anticipare le ultime due crisi finanziarie negli Stati Uniti (la crisi delle Savings & Loans e la crisi finanziaria globale), consente di identificare le inversioni di ciclo che tipicamente precedono fasi di stress, anche se la tempistica resta incerta. I segnali attuali indicano che il ciclo finanziario di lungo periodo negli USA ha superato il suo picco ed è entrato in una fase discendente tra il 2021 e il 2023. Le tensioni emergenti potrebbero estendersi oltre il settore bancario alle istituzioni finanziarie non bancarie, dato il loro peso crescente nell'economia. Sebbene la crescita reale del credito alle imprese abbia mostrato un recente recupero e gli standard di credito si siano allentati, la maggior parte degli altri segmenti (come i mutui) resta debole da diversi anni, suggerendo che l'economia statunitense sia ormai entrata in una fase discendente del ciclo finanziario di lungo periodo.

La conclusione è asimmetrica. Nel breve termine, i prezzi azionari possono continuare a beneficiare dell'effetto positivo dei riacquisti di azioni. Tuttavia, le valutazioni — che già

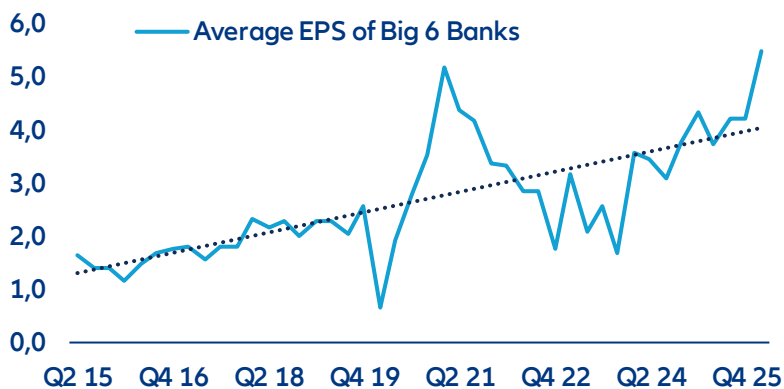
incorporano margini di interesse sostenuti dai tassi, crescita dell'EPS trainata dai buyback e un ciclo favorevole di M&A — restano fragili e non lasciano spazio a sorprese negative. Gli spread creditizi si sono ampliati solo moderatamente e non compensano adeguatamente la riduzione strutturale dei buffer di capitale. Le grandi banche sono probabilmente ben posizionate per affrontare un eventuale rallentamento; la vera domanda è se gli investitori siano sufficientemente remunerati per il rischio che questo scenario si realizzi.

Banche USA al picco del ciclo?

Le grandi banche statunitensi sono entrate nel Q2 2026 nella loro posizione migliore dalla crisi finanziaria.

Cinque delle sei principali banche hanno superato le attese nel Q1, sostenute da ricavi elevati nel trading e dal ciclo positivo di M&A e IPO. Bank of America ha registrato un +30% nei ricavi da trading azionario, il miglior trimestre degli ultimi 15 anni. JPMorgan ha raggiunto un record di 11,6 miliardi di dollari nei ricavi di mercato, con il reddito fisso in crescita del 21% e l'azionario del 17%. Goldman Sachs ha visto le commissioni di investment banking salire del 48% su base annua a 2,8 miliardi di dollari. Fa eccezione Wells Fargo: il mancato raggiungimento delle attese sul margine di interesse (NII) ha provocato un calo del titolo del 5-6% nel giorno dei risultati. Guardando al lungo periodo, il ciclo attuale appare chiaramente sopra il trend storico. L'utile per azione medio delle Big Six si colloca oggi su livelli significativamente superiori al trend di lungo termine — livelli che storicamente hanno preceduto una fase di compressione, più che una continuazione della crescita.

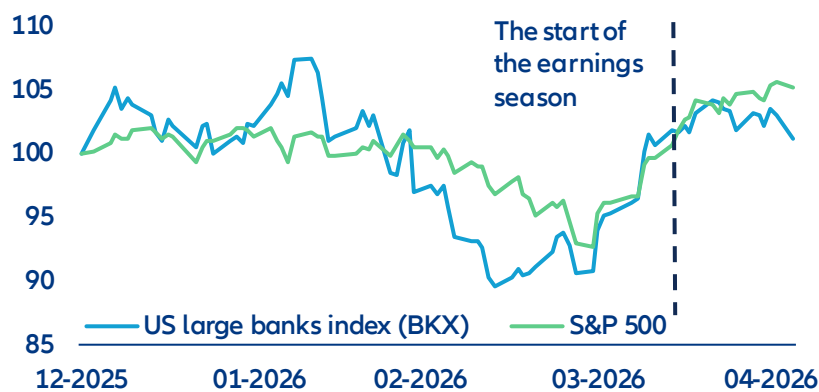
Figura 1: Ciclo degli utili sopra il trend di lungo periodo



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

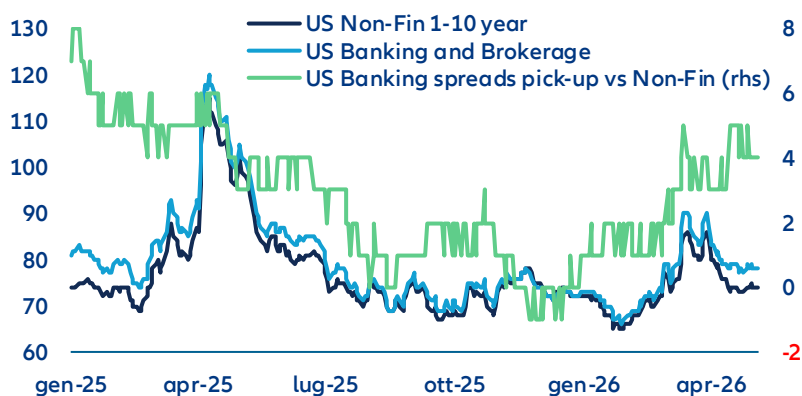
Tuttavia, i mercati restano cauti sulla sostenibilità di questa fase positiva. La recente reazione del mercato evidenzia più preoccupazione che fiducia. Dall'inizio della stagione delle trimestrali il 13 aprile, le principali banche USA (indice KBW Bank) hanno perso lo 0,6%, sottoperformando l'indice più ampio (S&P 500) di oltre 5 punti percentuali. Nel credito, la divergenza è più contenuta ma più significativa a livello strutturale: gli spread delle banche e dei broker statunitensi si sono ampliati rispetto agli emittenti investment grade non finanziari (a parità di rating e scadenza). In altre parole, gli investitori stanno iniziando a richiedere un premio maggiore per detenere credito bancario rispetto a quello di altre aziende comparabili.

Figura 2: Performance delle azioni delle banche USA dall'inizio dell'anno (indice base 100)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

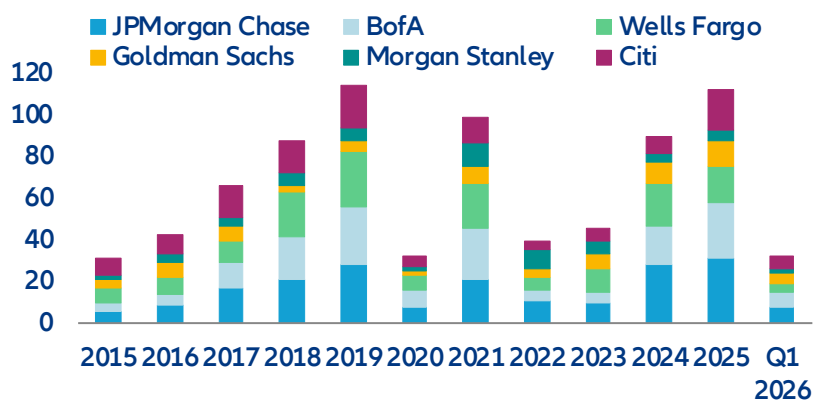
Figura 3: Qualità del credito: il premio di rischio delle banche USA è in aumento



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel breve termine, l'ampia scala dei riacquisti di azioni rappresenta un motivo di preoccupazione. Le sei principali banche statunitensi hanno restituito oltre 110 miliardi di dollari agli azionisti nel 2025, e i dati del Q1 2026 indicano un'accelerazione, con circa 32 miliardi riacquistati. I buyback sono, dal punto di vista meccanico, uno dei modi più diretti per sostenere l'utile per azione e il prezzo del titolo: meno azioni in circolazione significano un utile per azione più elevato — un segnale immediato di fiducia del management. Ma si tratta di ottimizzazione del capitale, non di creazione di valore. Quando i programmi di riacquisto rallenteranno — a causa di ricavi da trading più instabili o semplicemente per l'esaurimento del capitale in eccesso — anche il supporto "meccanico" agli utili per azione diminuirà. A quel punto, la storia azionaria dipenderà interamente dalla capacità reale di generare utili. Ai livelli attuali di valutazione, questo lascia un margine di sicurezza ridotto, perché i ricavi elevati da trading e investment banking sono per natura volatili e non garantiti nel tempo.

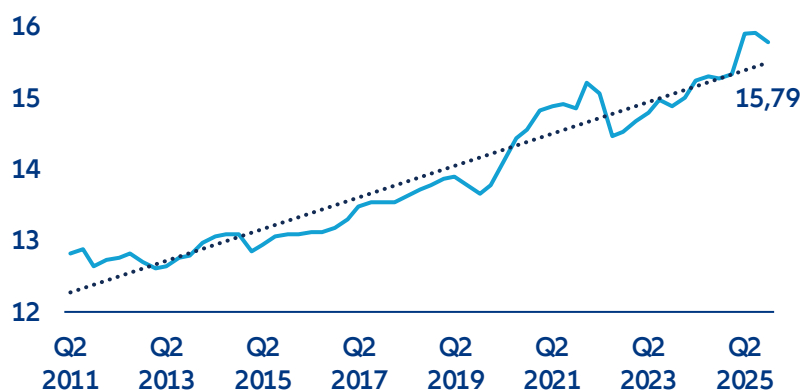
Figura 4: Le Big Six USA hanno distribuito oltre 120 miliardi di dollari di capitale nel 2025 tramite buyback



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Per gli investitori obbligazionari, l'impatto è più negativo. Il capitale proprio (equity) nel bilancio di una banca rappresenta il cuscinetto che assorbe le perdite prima che vengano colpiti gli obbligazionisti. Ogni riacquisto di azioni, soprattutto se effettuato a un prezzo superiore al valore contabile, riduce questo cuscinetto in termini assoluti. Il rapporto di capitale Tier 1 dell'intero sistema bancario statunitense — indicatore della qualità creditizia delle banche — sta ora invertendo la sua tendenza per la prima volta dopo lo shock dei tassi del 2022. Nel quarto trimestre del 2025, l'adeguatezza del capitale Tier 1 è diminuita di 13 punti base, riflettendo le politiche di distribuzione del capitale e segnalando il possibile picco del ciclo del credito. Inoltre, la nuova proposta di Basilea III annunciata il mese scorso è stata esplicitamente progettata per spingere ulteriormente al ribasso questo indicatore.

Figura 5: Patrimonio Tier 1 regolamentare delle banche USA rispetto agli attivi ponderati per il rischio

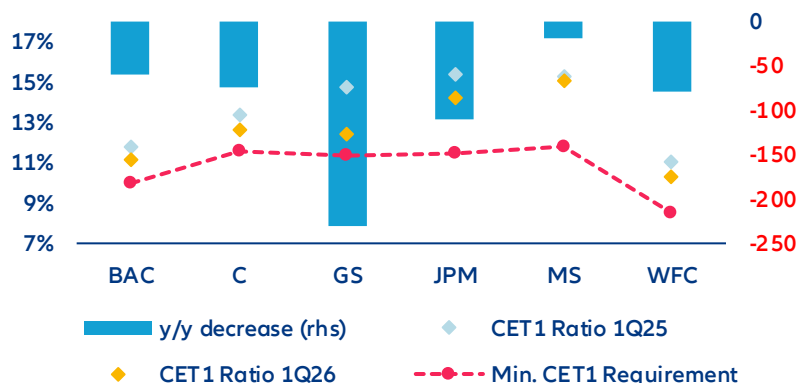


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel medio termine, la deregolamentazione sta riducendo i margini di sicurezza. L'andamento in calo dell'adeguatezza del capitale Tier 1 delle banche evidenzia una crescente preoccupazione legata alla deregolamentazione. Il 19 marzo, Fed, OCC e FDIC hanno presentato tre proposte su Basel III Endgame, surcharge GSIB e stress test. La revisione di Basilea III riguarda soprattutto le banche più grandi, aumentando i requisiti sul trading ma riducendo i pesi di rischio sui prestiti tradizionali. Allo stesso tempo, la revisione del surcharge GSIB abbassa i requisiti aggiuntivi per le otto principali banche sistemiche. Nel complesso, le modifiche agli stress test porterebbero a una riduzione dei requisiti CET1 di circa il 4,8% e del Tier 1 di circa il 6%. Le banche avevano già anticipato questa direzione: le Big Six avevano costruito un buffer CET1 medio di circa +2 punti percentuali sopra i minimi regolamentari per proteggersi dalle regole più stringenti proposte nel 2023. Ora che questo rischio è stato

rimosso, l'incentivo a mantenere capitale in eccesso è diminuito. Di conseguenza, i ratio CET1 sono scesi in media di circa 100 punti base su base annua — con Goldman Sachs e Wells Fargo in prima linea — mentre il capitale in eccesso è stato reindirizzato verso programmi di riacquisto di azioni.

Figura 6: CET1 Big Six – variazione a/a (bps)

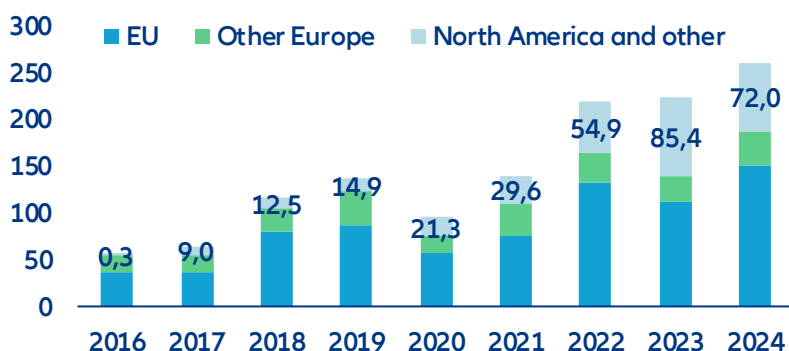


Fonti: Bloomberg, Corporate reports, Allianz Research

Il secondo motore è meno visibile ma opera in parallelo. Anche prima che la deregolamentazione formalizzasse l'allentamento, le banche stavano già ottimizzando il capitale regolamentare attraverso trasferimenti sintetici del rischio (SRT). Attraverso queste strutture, le banche trasferiscono il rischio di credito di una parte del loro portafoglio prestiti a investitori privati — tipicamente fondi di credito privato, assicurazioni o hedge fund — mantenendo i prestiti in bilancio mentre il coefficiente CET1 migliora. A livello globale, l'emissione di SRT è cresciuta di cinque volte dal 2016, con portafogli di prestiti protetti che hanno raggiunto quasi 800 miliardi di euro a fine 2024¹.

Le banche europee hanno tradizionalmente dominato questo mercato, ma le banche statunitensi lo hanno espanso rapidamente nel 2023 e nel 2024, arrivando a rappresentare circa il 20% del volume globale di emissioni entro la fine del 2024. Sebbene il volume degli SRT resti ancora contenuto rispetto alla dimensione complessiva dei bilanci bancari, i rischi principali riguardano la prociclicità e la liquidità, che non sono ancora stati messi alla prova in una fase di recessione del credito. In caso di rallentamento economico generalizzato, le banche potrebbero trovarsi di fronte a protezioni sul credito costose o difficili da ottenere proprio quando il fabbisogno di capitale è più elevato — costringendole a ridurre simultaneamente l'erogazione di credito, amplificando la stessa fase di crisi. La dimensione della liquidità aggrava ulteriormente il quadro: i fondi aperti che investono in SRT potrebbero subire pressioni di rimborso in fasi di stress, aumentando i rischi sistemici.

Figura 7: Dimensione del portafoglio sottostante per area geografica dell'emittente (miliardi di euro)



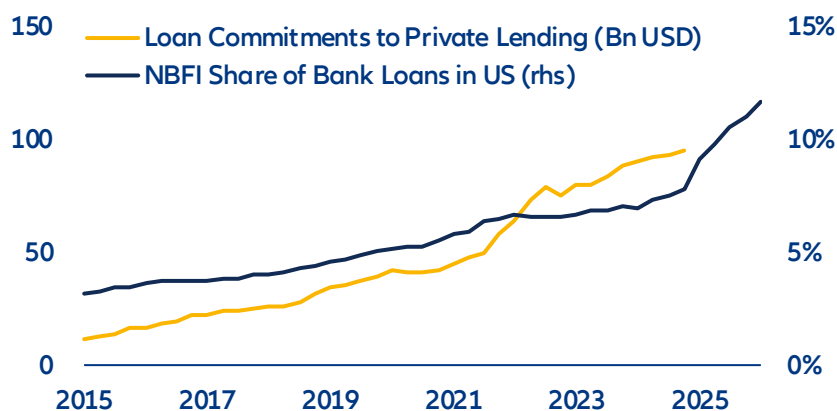
Fonte: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Allianz Research

¹ International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) (2025): Global SRT Bank Survey 2016–2024.

L'allentamento normativo ha abbassato la soglia minima, mentre le operazioni di trasferimento del rischio (SRT) hanno rimosso il rischio dai principali indicatori patrimoniali. Combinando questi due fattori, il sistema finanziario appare meno capitalizzato di quanto suggeriscano i dati ufficiali: tutto ciò che è stato spostato fuori bilancio dovrebbe infatti essere considerato al netto. Quando emergeranno tensioni, il divario oggi invisibile nei dati diventerà evidente nei prezzi.

L'opacità del credito privato, in rapida crescita, rappresenta inoltre un ulteriore rischio nel lungo periodo. In risposta alle crescenti preoccupazioni del mercato, le principali sei grandi banche statunitensi hanno iniziato volontariamente a fornire maggiori dettagli sulle loro esposizioni verso le istituzioni finanziarie non bancarie (NBFi) negli ultimi trimestri. In assenza di standard uniformi di reporting, le banche hanno comunque fornito un messaggio rassicurante: l'esposizione verso le NBFi è in crescita, ma a un ritmo contenuto e partendo da dimensioni ancora relativamente ridotte.

Figura 8: Aumento dei prestiti delle banche statunitensi alle istituzioni finanziarie non bancarie (NBFi)



Fonti: FED, Allianz Research

Individuare i rischi di fase di ribasso

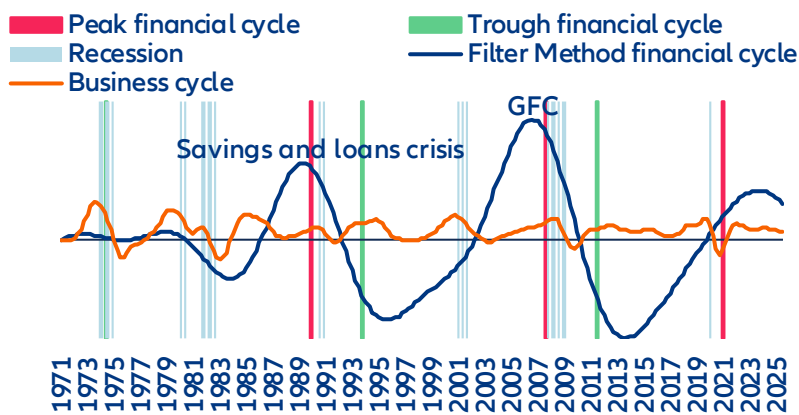
L'analisi del ciclo finanziario di lungo periodo offre indicazioni preziose per individuare potenziali tensioni nel settore bancario prima che si manifestino. Ci basiamo sul lavoro della BIS (Banca dei Regolamenti Internazionali)², che mira a caratterizzare empiricamente le fasi di espansione e contrazione del ciclo finanziario dagli anni '70. L'analisi combina due approcci: l'analisi dei turning point e i filtri basati sulla frequenza. Considera tre variabili macro-finanziarie che meglio descrivono il ciclo finanziario nel medio periodo (tra 8 e 30 anni): il rapporto credito/PIL, la crescita del credito reale e la crescita dei prezzi reali degli immobili residenziali. Viene incluso solo il credito al settore privato. Quando l'analisi statistica identifica un'inversione coerente del ciclo su queste variabili — inclusa la fase successiva al minimo — è probabile che emergano tensioni finanziarie nei trimestri o anni successivi, anche se la tempistica resta incerta. Il ciclo finanziario di lungo periodo si è dimostrato un buon indicatore anticipatore delle due principali crisi bancarie negli Stati Uniti negli ultimi 40 anni: la crisi delle casse di risparmio (Savings & Loans) del 1988-89 e la crisi finanziaria globale (GFC) iniziata nel 2007. Tuttavia, va considerata una limitazione importante: negli ultimi decenni si sono verificati solo due episodi di crisi bancarie o finanziarie, quindi la robustezza empirica del segnale va interpretata con cautela. Ciò nonostante, il ciclo finanziario di lungo periodo si è rivelato un buon indicatore anche per anticipare tensioni bancarie e finanziarie in altri mercati, motivo per cui questi segnali meritano particolare attenzione.

Il ciclo finanziario segnala ora un indebolimento per il settore finanziario nei prossimi mesi. La Figura 9 mostra il ciclo finanziario negli Stati Uniti dagli anni '70, evidenziando che abbiamo recentemente superato il picco:

² *Characterizing the financial cycle: don't lose sight of the medium term!*, BIS Working Papers No 380, June 2012.

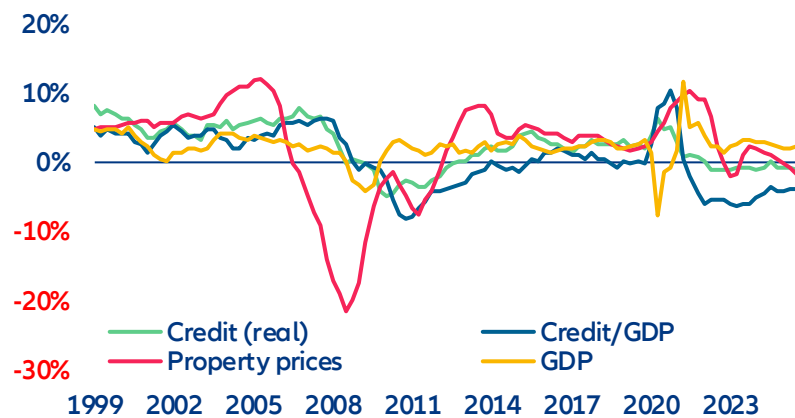
entrambi gli indicatori convergono e segnalano l'inizio di una fase discendente del ciclo, iniziata tra il 2021 (analisi dei turning point) e il 2023 (metodo filtro). La Figura 10 illustra l'evoluzione delle tre variabili sottostanti: dal 2021 la crescita anno su anno rallenta, fino a diventare negativa nel periodo 2024-2025. Le tensioni in arrivo nel settore finanziario non sono necessariamente guidate dalle banche. L'analisi considera misure aggregate del credito e l'offerta bancaria rappresenta solo circa il 30% del totale. Di conseguenza, le criticità potrebbero emergere anche nelle istituzioni finanziarie non bancarie (NBF), sebbene i legami tra questi attori e il sistema bancario restino strettamente interconnessi.

Figura 9: Ciclo finanziario di lungo periodo negli Stati Uniti



Fonti: BIS, Allianz Research

Figura 10: Crescita anno su anno (%) delle componenti del ciclo finanziario e del PIL

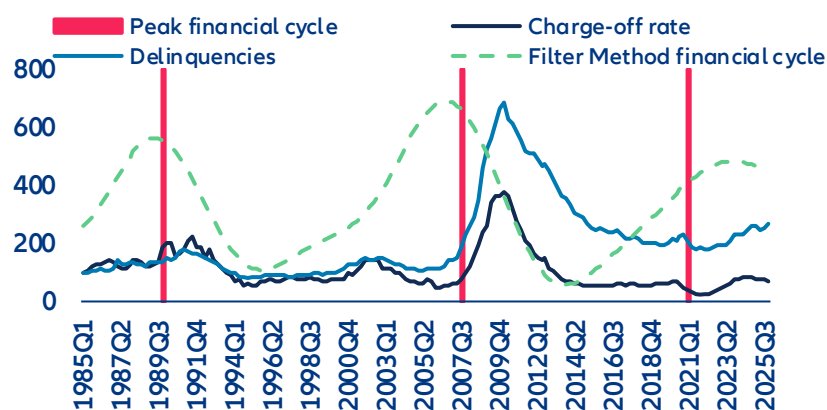


Fonti: BIS, Allianz Research

L'inversione del ciclo finanziario di lungo periodo è appena iniziata e segnala un ulteriore aumento delle insolvenze e dei write-off nei prossimi periodi. Questa inversione riflette una combinazione di fattori, ma è soprattutto legata all'aumento dei tassi di interesse da parte della Fed, quando la banca centrale cerca di ridurre

le pressioni inflazionistiche o gli eccessi finanziari (standard di credito troppo permissivi e aumento dell'offerta verso asset più rischiosi). I tassi più elevati si trasmettono gradualmente all'economia reale, aumentando il costo del credito per famiglie e imprese e portando a un irrigidimento degli standard di concessione, mentre i debitori diventano più fragili a causa del peso crescente degli interessi. A loro volta, la riduzione dell'offerta di credito e i tassi più alti rallentano i prezzi immobiliari, comprimendo il valore delle garanzie (collaterale) per famiglie e imprese e aggravando ulteriormente la fase negativa del credito. Questo meccanismo è coerente con la teoria del "financial accelerator". Nel tempo, ciò si traduce tipicamente in una crescita più lenta dei ricavi bancari e in un aumento dei costi legati agli accantonamenti, poiché un numero maggiore di debitori fatica a rimborsare il proprio debito. La Figura 11 mostra che, dopo l'inversione del ciclo finanziario (con il metodo dei turning point che fornisce segnali anticipati rispetto al metodo filtrato nell'ultimo episodio), aumentano sia le insolvenze sia i write-off. Nel contesto attuale, i default nel credito privato apparirebbero molto più elevati se i debitori fossero valutati secondo gli standard dei mercati pubblici. La Figura 12 evidenzia infatti che, includendole ristrutturazioni in difficoltà, i tassi effettivi di default sui leveraged loans sarebbero stati molto più alti, in linea con l'attuale fase del ciclo finanziario.

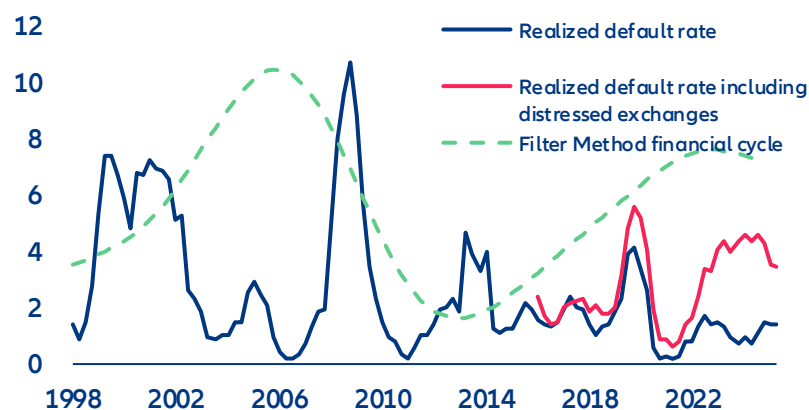
Figura 11: Ciclo finanziario a confronto con l'evoluzione (base 100) dei tassi di write-off (su tutti i prestiti) e delle insolvenze (su tutti i prestiti e leasing, tutte le banche commerciali)



Fonti: FED, BIS, Allianz Research

È importante sottolineare che questa analisi coglie dinamiche di lungo periodo: all'interno di questo ciclo, stiamo attualmente osservando condizioni di credito più accomodanti e una ripresa della creazione di credito, il che suggerisce che le tensioni non siano imminenti. Ad esempio, l'indagine SLOOS della Fed indica che le banche hanno allentato gli standard di credito per i prestiti alle imprese dall'inizio del 2023 e che la crescita reale del credito ha accelerato dalla fine del 2025. Tuttavia, è improbabile che queste dinamiche siano durature se la fase discendente del ciclo finanziario di lungo periodo si consolida. La nostra analisi suggerisce che questo ciclo di breve termine è destinato a invertirsi presto.

Figura 12: Ciclo finanziario a confronto con i tassi di default sui leveraged loans (inclusi i casi di ristrutturazione)



Fonti: FED, PitchBook, BIS, Allianz Research

Nota: il tasso di default sui leveraged loans, comprese le ristrutturazioni in difficoltà, è calcolato come il numero di emittenti in default o in ristrutturazione negli ultimi 12 mesi diviso per il numero totale di emittenti all'inizio del periodo. Questi prestiti sono concessi a società altamente indebitate e sono quindi più sensibili alle variazioni del ciclo finanziario.

Cosa significa per gli investitori?

Le grandi banche statunitensi sono entrate nella metà del 2026 nella loro posizione operativa più solida dal 2008 — utili ai massimi del ciclo, bilanci ben capitalizzati, distribuzione di capitale a livelli record. Tuttavia, come discusso, le forze che segnano l'inversione del ciclo stanno accumulandosi. Oltre al ciclo, emergono anche fattori strutturali, legati alla digitalizzazione, dove proliferano operatori a basso costo. L'American Bankers Association ha avvertito che un mercato delle stablecoin in crescita verso i 2.000 miliardi di dollari potrebbe drenare fino al 10% dei depositi bancari core, aumentando i costi di finanziamento di circa un quarto di punto percentuale — un impatto contenuto, ma negativo per un margine di interesse netto già in fase di stabilizzazione.³ Allo stesso tempo, le valutazioni azionarie attuali e gli spread creditizi offrono agli investitori un margine di sicurezza praticamente nullo in caso di delusione.

I riacquisti di azioni e gli elevati ritorni sul capitale (ROE) continueranno a favorire gli azionisti nel breve termine.

Le valutazioni attuali scontano la prosecuzione simultanea di tre fattori positivi: margini di interesse trainati dai tassi, crescita dell'utile per azione sostenuta dai buyback e un super-ciclo di fusioni e acquisizioni. Tuttavia, nessuno di questi elementi è garantito nel lungo periodo. Il mercato ha già incorporato le buone notizie, ma non ha ancora prezzato le pressioni legate all'inversione del ciclo nel medio-lungo termine.

Con spread compressi, il potenziale di rialzo è più limitato per gli investitori obbligazionari. I rischi al ribasso potrebbero amplificarsi se l'elevata distribuzione di capitale agli azionisti e il trend calante della solvibilità venissero, di fatto, trasferiti su di loro, poiché minori requisiti di capitale implicano un cuscinetto di equity più sottile sopra gli obbligazionisti. Sebbene la solvibilità rimanga solida e lontana da livelli di preoccupazione anche dopo il rilascio di capitale previsto, agli investitori creditizi viene richiesto di accettare una protezione strutturalmente inferiore a fronte di una remunerazione storicamente contenuta. Gli spread senior bancari si sono ampliati rispetto ai corporate investment grade non finanziari, ma solo in misura modesta e non tale da riflettere pienamente questi cambiamenti strutturali.

Le stesse banche, con il lancio dell'indice CDX Financials, hanno creato uno strumento per rendere più trasparente e copribile il sistema "ombra" che hanno contribuito a sviluppare — escludendo però se stesse dal perimetro. I maggiori istituti, al picco del ciclo, restano comunque ben posizionati per affrontare una fase di rallentamento. **La domanda che il mercato inizia a porsi, nel divario tra utili record e prezzi azionari più cauti, è se gli investitori siano adeguatamente remunerati per condividere i rischi di questo scenario.**

³ Huther, J. and Wang, Y. (2025). "How stablecoins could affect borrowing costs for the government, businesses and households." *ABA Banking Journal*, August 2025.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni 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 potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

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