

## Commercio al dettaglio europeo: un mix di riduzione della spesa e dei finanziamenti

11 LUGLIO 2023

### EXECUTIVE SUMMARY



Aurélien Duthoit  
Senior Sector Advisor  
[aurelien.duthoit@allianz-trade.com](mailto:aurelien.duthoit@allianz-trade.com)

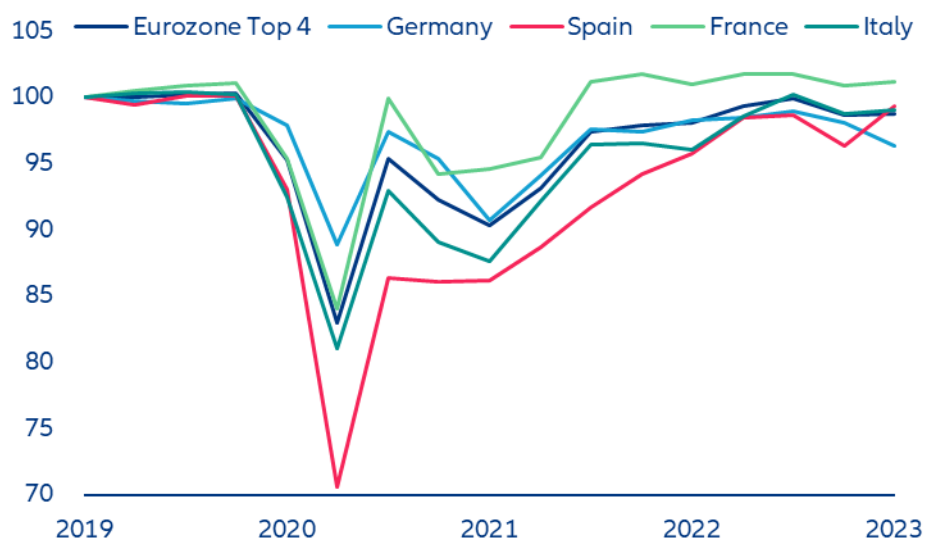
Maxime Darmet  
Senior Economist US & France  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

- **A un anno dall'invasione russa dell'Ucraina, le vendite al dettaglio in Europa si sono dimostrate più resistenti del previsto, nonostante l'inflazione da record e la scarsa fiducia dei consumatori.** La crescita dei redditi ha (parzialmente) attenuato lo shock inflazionistico. In particolare, i forti incrementi dei redditi da lavoro, soprattutto grazie alla forte creazione di posti di lavoro in Francia e all'aumento dei salari in Germania, Italia e Spagna, hanno sostenuto il potere d'acquisto delle famiglie. Nel complesso, i risparmi accumulati a causa della pandemia hanno avuto un effetto secondario nel sostenere la spesa per consumi, mentre il credito ha contribuito solo marginalmente in Francia e in Italia. Tuttavia, è probabile che i consumi riprendano vigore solo dopo la seconda metà del 2024.
- **Il paradosso degli acquisti: a differenza di quanto accaduto in passato, la spesa per i beni non durevoli (prevalentemente alimentari, ma anche elettricità e carburante per auto) è quella che ha subito il calo maggiore (dal -2% in Italia al -7% in Germania).** Al contrario, i beni più costosi come i beni durevoli (automobili, elettronica di consumo, mobili, elettrodomestici) o semi-durevoli (abbigliamento, giocattoli, beni culturali) hanno generalmente continuato a crescere a una sola cifra nonostante l'impennata del costo della vita, mentre i servizi, tra cui il trasporto aereo (+42% a/a), la ristorazione (+13% a/a) e l'alloggio (+30% a/a), sono fiorenti..
- **Una possibile spiegazione è la natura asimmetrica dello shock inflazionistico sulle famiglie.** Essendo più esposte alle voci di spesa che aumentano più rapidamente, come il cibo e l'alloggio, le famiglie con i redditi più bassi non hanno altra scelta che tagliare i beni di prima necessità, mentre le famiglie più abbienti possono mantenere le spese discrezionali. I nostri calcoli mostrano che nel 1° semestre 2023 la famiglia media ha speso +132 euro in più per lo stesso paniere di beni e servizi in Spagna, +244 euro in Francia, +301 euro in Italia e +290 euro in Germania, rispetto al 1° semestre 2022.
- **Crescita più bassa, tassi di interesse più alti e finanziamenti più limitati mettono a rischio soprattutto gli specialisti della moda, dei grandi magazzini e dell'e-commerce.** Con l'affievolirsi dell'impatto positivo dei regimi di sostegno di Covid-19, il rallentamento dei consumi e la rarefazione del credito, le grandi insolvenze stanno tornando in auge, con 16 casi nel 2022 per un fatturato totale in gioco superiore a 5 miliardi di euro. Già nel primo trimestre del 2023, il ritmo del deterioramento si è ulteriormente accelerato, con 11 casi per un totale di 2,4 miliardi di euro in gioco, aprendo la strada a un ritorno ai livelli visti l'ultima volta nel 2019 se la tendenza dovesse continuare per tutto l'anno.

# La crescita del reddito protegge i consumi

**La spesa per i consumi delle famiglie europee si è mantenuta solida a fronte di un'inflazione storicamente elevata.** L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel febbraio 2022 ha inaugurato un'era di inflazione più elevata e di minore fiducia dei consumatori nei Paesi europei. Nell'ultimo anno, tuttavia, la spesa per i consumi delle famiglie si è dimostrata più resistente di quanto inizialmente previsto, con i dati del 1° trimestre 2023 che mostrano una crescita su base trimestrale e annuale in tutte le principali economie dell'Eurozona, ad eccezione della Germania (grafico 1).

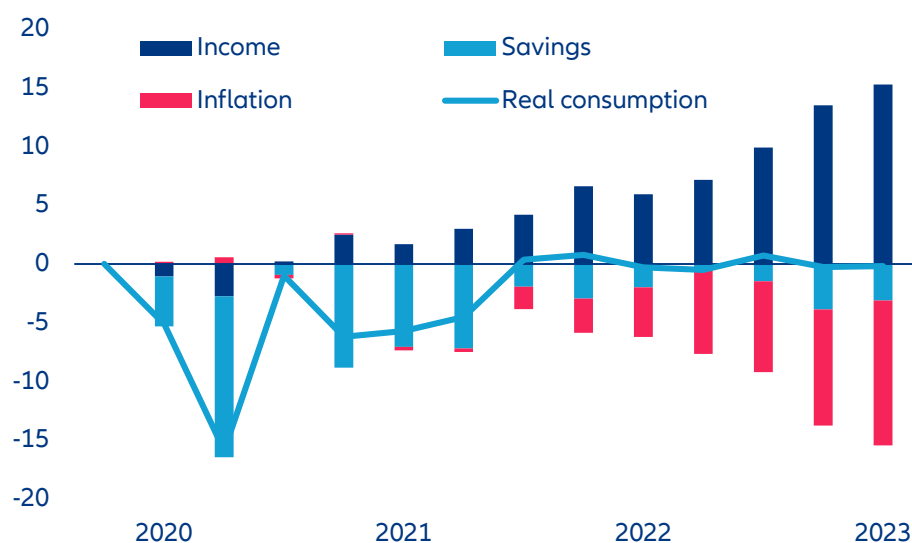
Figura 1: Consumi finali delle famiglie in volumi (1° trimestre 2019 =100)



Fonti: Eurostat, Allianz Research.

**La forte crescita dei redditi ha (parzialmente) attenuato lo shock inflazionistico sui consumi delle famiglie europee.** Come illustra la Figura 2 nel caso della Francia, la forte ripresa del reddito nominale ha sostenuto i consumi in presenza di un'inflazione elevata. La crescita del reddito delle famiglie ha superato l'inflazione di 1,7 punti percentuali in Germania e di 2,9 punti percentuali in Francia tra la fine del 2019 e la fine del 2022. Tuttavia, l'inverso è vero in Spagna e soprattutto in Italia: l'inflazione ha superato il reddito delle famiglie rispettivamente di -2pp e -4,3pp. Il risparmio è rimasto generalmente elevato nei grandi Paesi europei, aggiungendo un freno alla crescita dei consumi, ad eccezione dell'Italia, dove le famiglie hanno risparmiato meno dalla fine del 2022 per contribuire a finanziare la spesa a fronte di un'inflazione elevata.

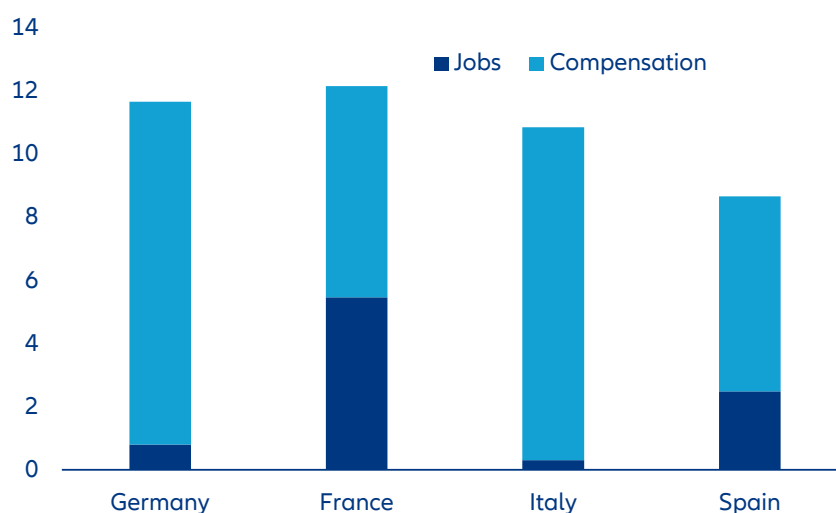
Figura 2: Driver di crescita dei consumi finali (in volumi) in Francia (tasso di crescita cumulativo dal quarto trimestre 2019, %)



Fonti: Eurostat, Insee, Allianz Research. Nota: una barra "risparmio" negativa significa che le famiglie stanno aumentando i risparmi, il che fa diminuire i consumi, ceteris paribus.

I forti aumenti del reddito da lavoro stanno alimentando la crescita del reddito delle famiglie (la quota di gran lunga maggiore del reddito totale), ma ci sono grandi differenze tra i Paesi. In Germania e in Italia, l'aumento delle retribuzioni per lavoratore (che comprendono i salari e altri guadagni variabili come i bonus) ha sostenuto il reddito da lavoro, ma la creazione di posti di lavoro è stata contenuta (Figura 3). Al contrario, in Spagna e soprattutto in Francia, i redditi da lavoro sono cresciuti grazie alla forte creazione di posti di lavoro piuttosto che a forti aumenti delle retribuzioni. Ne consegue che in Germania e in Italia il consumo reale per persona occupata è probabilmente diminuito meno che in Francia e Spagna<sup>1</sup>.

Figura 3: Crescita del reddito da lavoro (tasso di crescita tra il 4° trimestre 2019 e il 4° trimestre 2022, %)



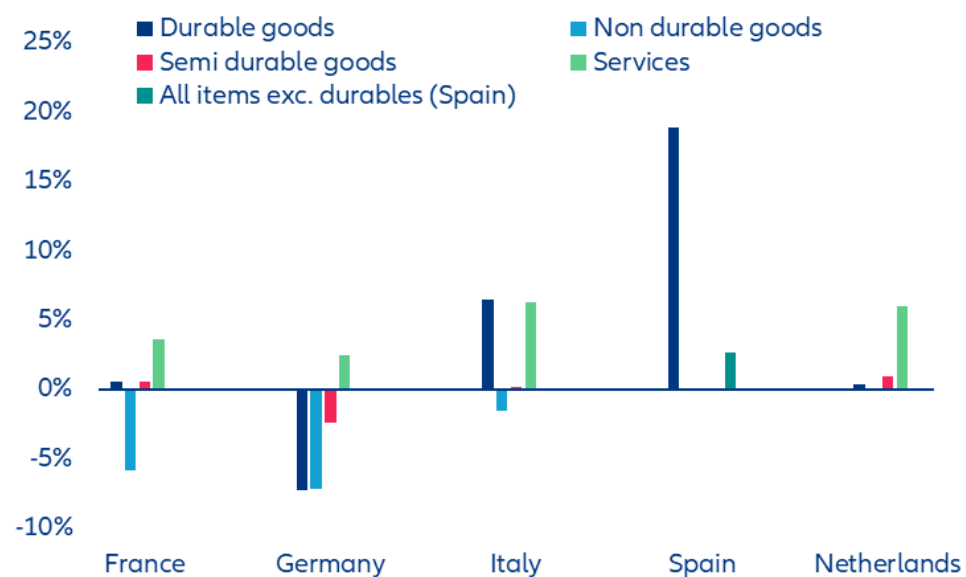
Fonti: Eurostat, Allianz Research.

<sup>1</sup> Anche le persone che non lavorano consumano; pertanto, è possibile che queste persone abbiano tagliato le loro spese più delle persone che lavorano (trascinando verso il basso la spesa aggregata per i consumi) e che quindi le persone che lavorano non abbiano tagliato altrettanto.

E le altre fonti utilizzate per finanziare i consumi? È difficile valutare il contributo preciso del credito al consumo alla spesa per consumi, ma è probabile che sia piuttosto ridotto. In Francia, lo stock di credito al consumo in essere è aumentato di 85 miliardi di euro tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2023, a fronte di un flusso cumulato di spesa totale per i consumi pari a 4200 miliardi di euro (ovvero circa il 2% del consumo cumulato). Anche in Italia il contributo è di circa il 2%, ma in Germania e Spagna lo stock di credito al consumo è effettivamente diminuito. Inoltre, l'evidenza suggerisce che le famiglie hanno a malapena utilizzato i loro risparmi pandemici per finanziare i consumi. I depositi delle famiglie - cioè le attività liquide a cui si può attingere facilmente - si sono stabilizzati in Spagna, mentre continuano a crescere in Germania e Francia. In Italia, sono in calo dall'agosto 2022, ma parte di questi risparmi liquidi potrebbe essere spostata verso attività meno liquide e a più alto rendimento.

**La tenuta complessiva dei consumi nasconde dinamiche opposte tra le varie categorie.** A differenza di quanto accaduto durante le passate fasi di recessione economica, i beni non durevoli (prevalentemente alimentari, ma anche elettricità e carburante per auto) hanno registrato il maggior calo della spesa dei consumatori nell'ultimo anno in tutte le principali economie dell'Eurozona. Al contrario, i beni di maggior valore come i beni durevoli (automobili, elettronica di consumo, mobili, elettrodomestici) o semi-durevoli (abbigliamento, giocattoli, beni culturali) hanno continuato a crescere nonostante l'impennata del costo della vita (Figura 4).

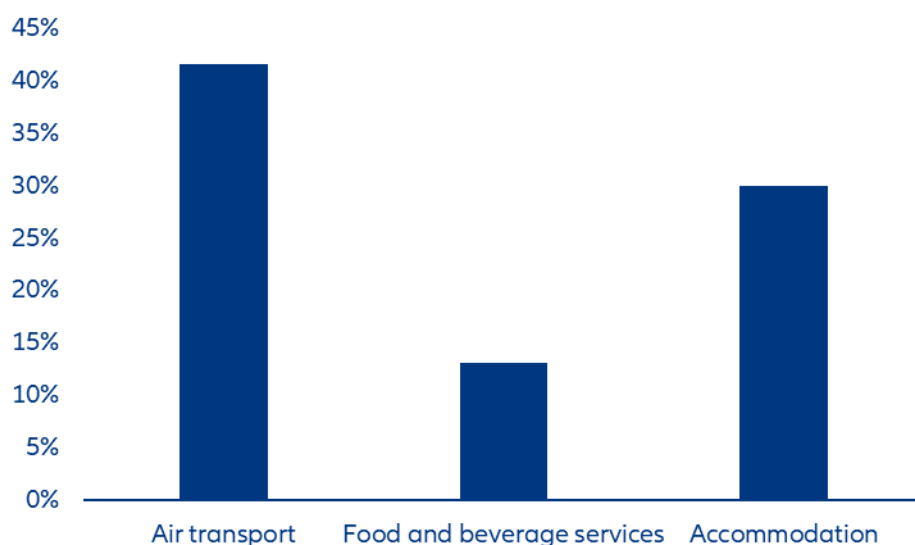
Figura 4: Spesa per consumi finali delle famiglie per categoria (volume, variazione % a/a, 1° trimestre 2023)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

I servizi sono stati generalmente più resistenti e hanno beneficiato di una rotazione della spesa, in parte perché la spesa per affitti effettivi, affitti figurativi o assicurazioni (circa la metà dell'aggregato "servizi") non è discrezionale e in parte perché i servizi di ristorazione, alloggio e trasporto hanno registrato una forte domanda. Aggiustando i dati sul fatturato per l'inflazione, osserviamo che l'attività nei tre segmenti è cresciuta rispettivamente del +13%, del +30% e del +42% nei primi quattro mesi del 2023 rispetto al 2022 (grafico 5).

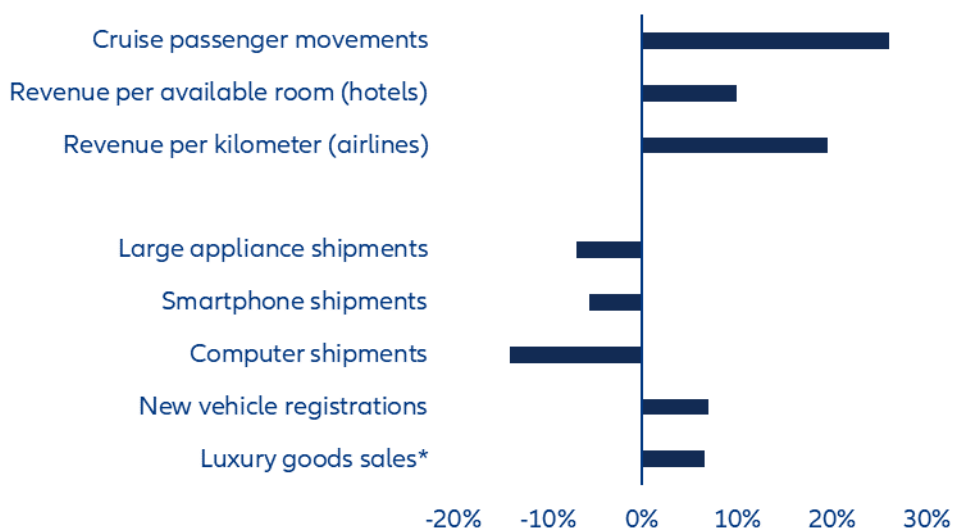
Figura 5: Crescita del fatturato deflazionato in servizi selezionati, UE27 (variazione % anno su anno, a/a)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Le previsioni di crescita per il 2023 su una gamma ancora più ampia di beni e servizi confermano le tendenze antagoniste dei consumi di beni e servizi, con i servizi per il tempo libero che registrano una performance migliore e alcune categorie di beni durevoli e semidurevoli come l'industria automobilistica e i beni personali di lusso che godono ancora di una crescita robusta (Figura 6).

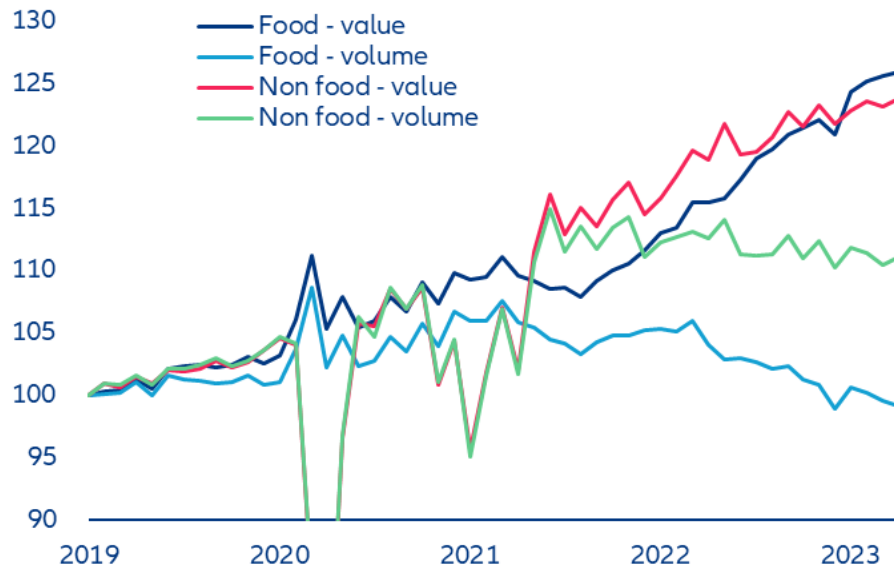
Figura 6: Previsioni di crescita 2023, Europa (variazione % Y/Y)



Fonti: IATA, Risposte Turismo, IDC, Bain, Altgamma, informazioni aziendali, Allianz Research

Se guardiamo alle vendite al dettaglio per convalidare la divisione tra beni non durevoli e altri beni, troviamo una conferma del paradosso, con i beni di prima necessità (alimentari) che scendono ulteriormente (-5% a/a nel 1° trimestre 2023) rispetto ai beni non alimentari (-1% a/a), che si suppone siano ciclici (Figura 7).

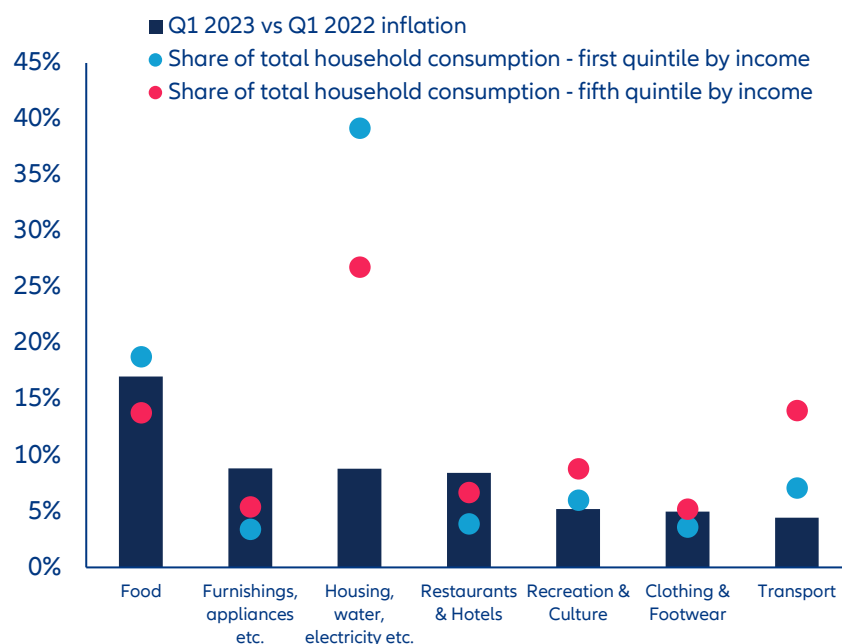
Figura 7: Vendite al dettaglio nell'UE27 (gen. 2019=100)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Cosa spiega questo schema sconcertante? Riteniamo che sia la natura asimmetrica dell'attuale shock inflazionistico. Se si confronta l'inflazione dei prodotti e dei servizi con il loro peso relativo nella spesa per consumi del 20% delle famiglie più povere in base al reddito (primo quintile) e del 20% delle famiglie più ricche in base al reddito (quinto quintile), si scopre che le famiglie più povere sono esposte in modo sproporzionato alle voci ad alta inflazione. In particolare, i generi alimentari (prezzi in aumento del +17% annuo) e l'aggregato "alloggio" (affitti, acqua, elettricità, ecc. in aumento del +9% annuo) rappresentano insieme oltre il 57% della loro spesa totale, contro solo il 41% del quinto quintile (Figura 8). Al contrario, i ristoranti, i beni ricreativi, l'abbigliamento e i trasporti, che hanno un peso maggiore nei consumi delle famiglie più ricche, hanno registrato aumenti dei prezzi relativamente più contenuti. In altre parole, l'attuale shock inflazionistico non lascia altra scelta alle famiglie più povere che tagliare su tutto, compresi i beni di prima necessità, mentre quelle più abbienti continuano a concedersi spese discrezionali.

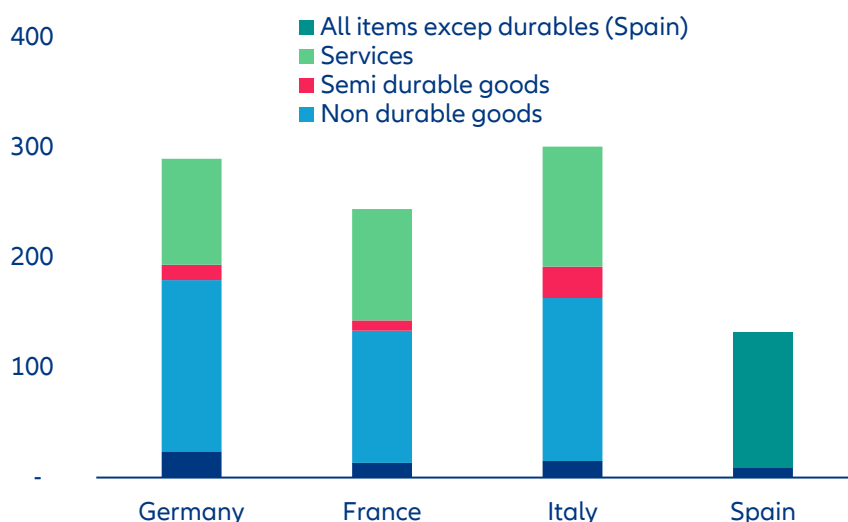
Figura 8: Tassi d'inflazione e quota dei consumi delle famiglie per alcuni articoli selezionati (EU27, %)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

**L'inflazione costa alle famiglie europee dai 130 ai 300 euro al mese.** Per quantificare l'eccezionale shock inflazionistico sulle famiglie, analizziamo i consumi nominali delle famiglie per categoria di prodotto nell'ultimo anno nelle principali economie dell'Eurozona, al fine di distinguere il contributo dei volumi e dei prezzi. Una volta calcolato il contributo dei prezzi, cioè dell'inflazione, a livello macro per il periodo H1 2023, lo convertiamo per esprimerlo su base mensile e per famiglia. I nostri calcoli mostrano che la famiglia media spende +132 euro in più per lo stesso paniere di beni e servizi in Spagna, +244 euro in Francia, +290 euro in Germania e +301 euro in Italia (Figura 9). In tutti i Paesi, nonostante rappresentino meno del 30% dei consumi totali delle famiglie, i beni non durevoli sono il principale o il secondo fattore che contribuisce all'aumento del costo della vita, insieme ai servizi (50-55% dei consumi totali delle famiglie).

Figura 9: Costo mensile dell'inflazione per famiglia (H1 2023 vs H1 2022, EUR)



Fonti: Eurostat, stime di Allianz Research. I dati relativi alla Spagna non consentono un'ulteriore segmentazione.

## Una ripresa a metà del 2024

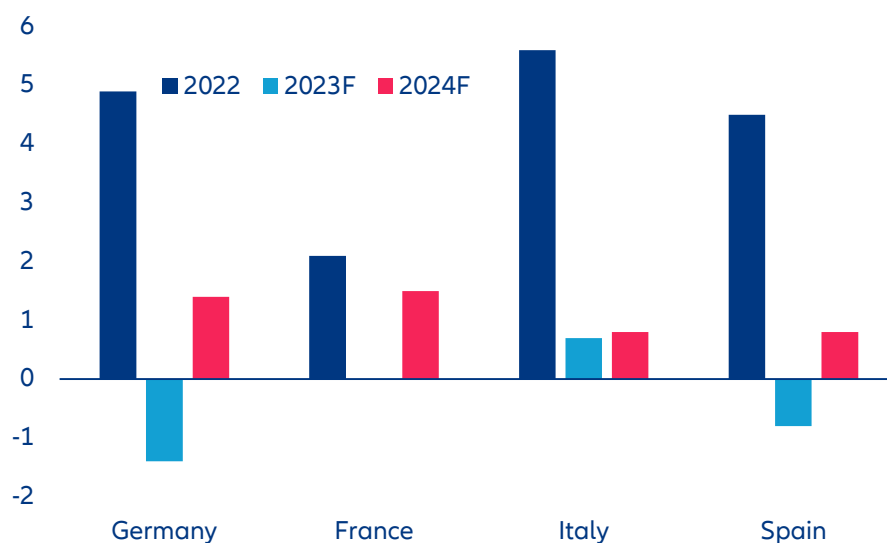
**Si prevede che i consumi rimarranno depressi fino alla metà del 2024, prima di registrare una modesta ripresa grazie al miglioramento dei salari reali e della fiducia delle famiglie.**

Prevediamo che nelle grandi economie dell'Eurozona i consumi delle famiglie rimarranno scarsi fino alla metà del 2020. Le intenzioni di spesa dei consumatori per l'acquisto di beni durevoli di grandi dimensioni sono scarse, a causa delle condizioni di credito restrittive e dei tassi di interesse elevati. Inoltre, è probabile che l'aumento dei tassi di interesse incentivi sempre più le famiglie a spostare i risparmi accumulati verso conti più elevati ma meno liquidi, e/o a mantenere elevato il tasso di risparmio. Secondo le indagini, le intenzioni di risparmio per i prossimi 12 mesi rimangono a livelli storicamente elevati. Prevediamo che quest'anno i consumi delle famiglie diminuiranno del -1,4% in Germania e del -0,8% in Spagna (Figura 10), con rischi al ribasso per le nostre previsioni a causa delle deboli vendite al dettaglio di maggio.

Tuttavia, le prospettive di medio termine per i consumi dovrebbero migliorare grazie alle più rosee prospettive di crescita del reddito reale delle famiglie. Il consolidamento della crescita dei salari, la tenuta dei mercati del lavoro e la normalizzazione dell'inflazione dovrebbero favorire la crescita dei redditi delle famiglie e sostenere un'accelerazione dei consumi. La crescita dei salari reali (corretti per l'inflazione) ha già iniziato a diventare positiva nel secondo trimestre del 2023 in Germania e in Spagna e si prevede che diventi positiva anche in Francia e in Italia nel terzo trimestre del 2023. A parità di altre condizioni, l'aumento dei salari reali nel 2024 dovrebbe incrementare il reddito disponibile reale (potere d'acquisto) delle famiglie di 16,8 miliardi di euro (+1%) in Francia per tutto il 2024, di 36,5 miliardi di euro (+1,5%) in Germania e di 13,4 miliardi di euro (+1,1%) in Italia - l'equivalente, per famiglia, di 545 euro, 877 euro e 522 euro, rispettivamente.

Tuttavia, ci aspettiamo che la ripresa dei consumi sia relativamente debole e che si rafforzi solo a partire dalla seconda metà del 2024. L'aumento dei salari reali si tradurrà solo gradualmente in un aumento della spesa, dato che le condizioni di finanziamento restrittive manterranno alta la fiducia delle famiglie e le intenzioni di risparmio.

Figura 10: Prospettive di crescita della spesa reale dei consumatori (% a/a)



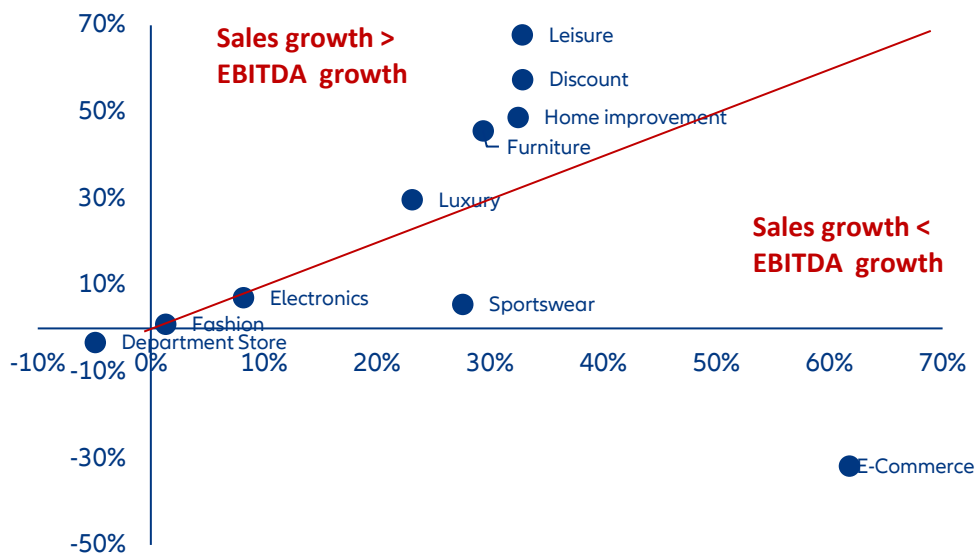
Fonti: Eurostat, Allianz Research.

**La contrazione dei consumi fino alla metà del 2024 peserà sull'ambiente del commercio al dettaglio.** Le nostre aspettative di un calo dei consumi continueranno a pesare sui volumi di



vendita nei prossimi trimestri, mentre l'allentamento dell'inflazione vedrà progressivamente la crescita del fatturato spostarsi in territorio negativo. Questo segna un'inversione di tendenza rispetto al periodo post-pandemia. Esaminando la crescita mediana delle vendite e degli utili per un panel di rivenditori europei, scopriamo che gli utili e le vendite sono tornati al di sopra dei livelli del 2019 in tutti i segmenti, ad eccezione dell'e-commerce e dei grandi magazzini, e che gli utili sono cresciuti più rapidamente delle vendite tra i rivenditori di articoli per il tempo libero, discount, articoli per la casa, mobili e lusso (Figura 11). Oltre alla forte domanda di fondo e all'inflazione elevata, le vendite e i profitti delle aziende leader hanno beneficiato anche dei guadagni di quote di mercato delle catene di vendita al dettaglio in disuso e dei negozi indipendenti che non hanno mai riaperto dopo la pandemia.

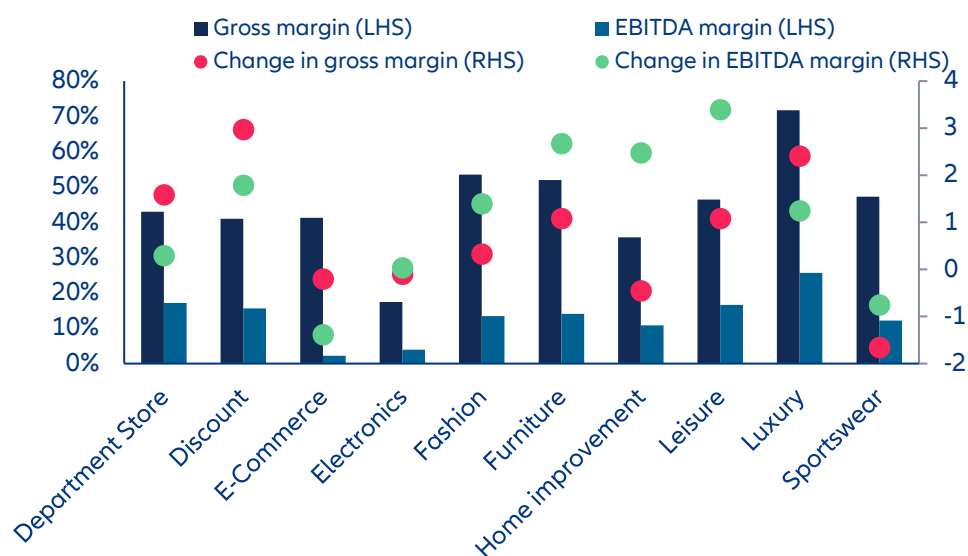
Figura 11: fatturato ed EBITDA 2023 vs 2019 (variazione %, valore mediano)



Fonti: Eikon, Allianz Research

Se consideriamo la redditività non in euro ma in percentuale delle vendite, scopriamo che i margini lordi sono cresciuti in media di +0,7 punti percentuali e hanno contribuito in modo determinante all'aumento di +1,8 punti percentuali dei margini EBITDA mediani. Anche in questo caso il miglioramento è diffuso tra i vari sottosegmenti. La maggiore redditività dei dettaglianti rispetto ai livelli pre-pandemia è coerente con la tendenza più ampia secondo cui gli utili aziendali spiegano, in parte, l'entità dell'impennata dell'inflazione in Europa. Tuttavia, gli utili extra del 2021-2022 non hanno sempre compensato le perdite del 2020.

Figura 12: Margini lordi ed EBITDA mediani del 2022 (%) e variazione rispetto al 2019 (pps)



Fonti: Eikon, Allianz Research

Concentrandoci sulle metriche di credito, scopriamo che il rapporto mediano tra debito netto ed EBITDA in tutte le categorie è sceso di -0,3 a 1,9 tra il 2019 e il 2022, mentre il rapporto di copertura degli interessi ha guadagnato 1,5 raggiungendo 9,7 volte gli interessi passivi netti. In altre parole, dopo un 2020 e una prima metà del 2021 molto impegnativi, caratterizzati da una perturbazione aziendale senza precedenti, l'aumento della redditività è stato sufficiente a migliorare significativamente il profilo di rischio dell'azienda mediana.

Figura 13: Parametri mediani di credito per i retailer discrezionali europei quotati in borsa

Segmento	Indebitamento netto su EBITDA (2022)	Variazione dell'indebitamento netto verso EBITDA (2022 vs 2019)	Indice di copertura degli interessi (2022)	Variazione dell'indice di copertura degli interessi (2022 vs 2019)
Grandi magazzini	2.1	-2.1	6.0	0.9
Discount	2.4	-0.7	14.5	2.2
E-commerce	4.2	-0.8	4.4	0.2
Elettronica	1.8	-0.7	17.8	10.9
Moda	1.8	-0.0	8.6	1.4
Mobili	3.0	0.2	13.1	2.5
Miglioramento della casa	2.2	-0.8	10.9	2.2
Tempo libero	1.9	-0.5	9.8	3.8
Lusso	1.0	-0.3	25.0	8.8
Sportswear	0.8	-0.1	22.9	7.1

Fonti: Eikon, Allianz Research

**La minore crescita, l'aumento dei tassi d'interesse e la contrazione dei finanziamenti mettono a rischio soprattutto gli specialisti della moda, dei grandi magazzini e dell'e-commerce.** Oltre a una crescita più contenuta, riteniamo che l'inasprimento delle condizioni di finanziamento in Europa aggraverà ulteriormente il contesto di rischio e metterà a nudo le vulnerabilità delle aziende che finora sono riuscite a rimanere a galla. Sebbene gli interessi passivi siano una voce di costo minore per la maggior parte dei retailer (meno dell'1% del fatturato nel nostro

campione), alcuni grandi nomi che si sono avventurati in acquisizioni o in un'espansione a rotta di collo mostrano una maggiore sensibilità all'aumento dei costi di finanziamento. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbe ostacolare la capacità dei dettaglianti di finanziare le proprie attività. A differenza della vendita al dettaglio di generi alimentari, dove il fabbisogno di capitale circolante è negativo, i dettaglianti discrezionali hanno generalmente l'equivalente di due o tre mesi di vendite bloccate nei crediti e nelle scorte.

Per identificare i segmenti più a rischio, abbiamo creato una semplice scorecard del rischio assegnando un punteggio da 1 (il migliore) a 10 (il peggiore) in base al posizionamento dei settori sulla crescita del fatturato dal 2019, sul debito netto rispetto all'EBITDA e sul rapporto di copertura degli interessi. Troviamo che i grandi magazzini, l'e-commerce e gli specialisti della moda si distinguono come le tre principali sacche di rischio, con punteggi superiori a 20. Al contrario, il lusso e l'abbigliamento sportivo sono i segmenti più sicuri.

Figura 14: Risk scorecard: classifica dei segmenti di vendita al dettaglio in base agli indicatori

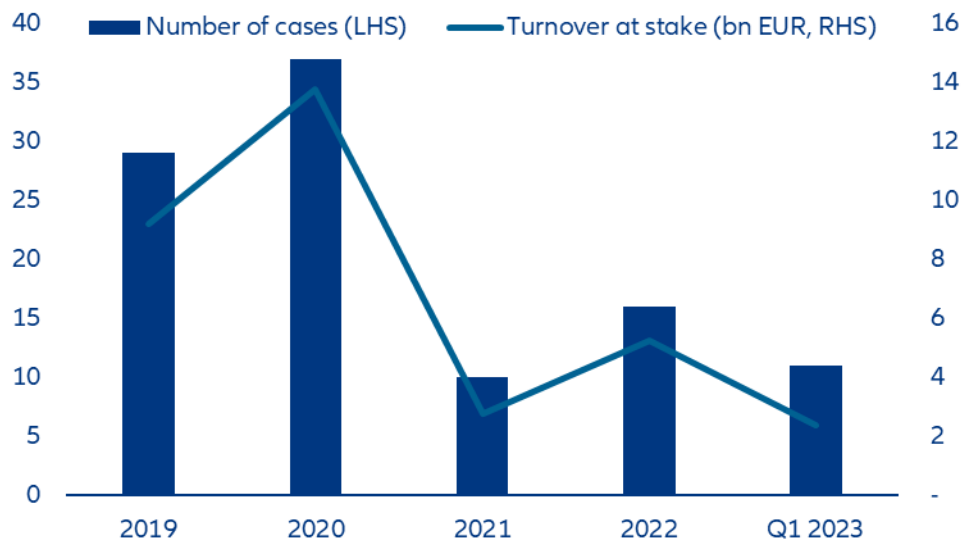
Segmento	2022 / 2019 crescita vendite	Indice di copertura degli interessi	Indebitamento netto su EBITDA	Punteggio di rischio totale
Grandi magazzini	10	9	6	25
Discount	2	4	8	14
E-commerce	1	10	10	21
Elettronica	8	3	3	14
Moda	9	8	4	21
Mobile	5	5	9	19
Miglioramento della casa	4	6	7	17
Tempo libero	3	7	5	15
Lusso	7	1	2	10
Sportswear	6	2	1	9

Fonti: Eikon, Allianz Research

Il nostro scorecard trova conferma nei recenti casi di insolvenza di alto profilo che hanno coinvolto aziende dei tre segmenti citati. Mentre la ristrutturazione dei segmenti della moda e dei grandi magazzini è in corso da oltre un decennio, la situazione è nuova nel segmento dell'e-commerce, dove l'abbondanza di finanziamenti a basso costo ha consentito a lungo di privilegiare la crescita rispetto alla redditività. L'equazione è ora diversa e la pazienza degli investitori sarà messa alla prova in un momento in cui i volumi di vendita online sono diminuiti su base annua negli ultimi tre trimestri.

**Il deterioramento del contesto di rischio trova conferma anche nei dati sulle grandi insolvenze.** Il nostro monitoraggio mostra che dopo lo shock iniziale della pandemia nel 2020, le insolvenze delle imprese al dettaglio con un fatturato superiore a 50 milioni di euro sono diminuite drasticamente grazie al forte sostegno governativo alle PMI, che comprendeva, tra l'altro, prestiti garantiti, regimi di disoccupazione parziale e il rinvio dei contributi previdenziali. Quando l'impatto positivo di questi regimi di sostegno ha iniziato a scemare e il contesto economico ha iniziato a peggiorare, le grandi insolvenze sono tornate a crescere, con 16 casi nel 2022 per un fatturato totale in gioco superiore a 5 miliardi di euro (Figura 15). Il ritmo del deterioramento si è ulteriormente accelerato, con 11 casi per un totale di 2,4 miliardi di euro in gioco nel solo primo trimestre del 2023, aprendo la strada a un ritorno ai livelli visti l'ultima volta nel 2019 se la tendenza dovesse continuare fino al 2023.

Figura 15: Grandi insolvenze discrezionali nel settore retail (fatturato > 50 milioni di euro)



Fonte: Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della 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 possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti 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 potrebbero avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere 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.