

Allianz Research | 21 Novembre 2024

# Le conseguenze del nuovo mandato di Trump per l'energia, l'inverno degli utili per le società europee e il bilancio dopo la COP29

## Nel sommario

Ludovic Subran  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

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

Björn Griesbach  
Senior Investment Strategist &  
Eurozone Economist  
[bioern.griesbach@allianz.com](mailto:bioern.griesbach@allianz.com)

Ano Kuhanathan  
Head of Corporate Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

**"Drill, baby, drill": Cosa significa il secondo mandato di Trump per i prezzi dell'energia.** In campagna elettorale, Donald Trump ha giurato di ridurre i prezzi dei carburanti, ma è improbabile che ciò avvenga attraverso una maggiore produzione interna. Gli Stati Uniti sono già il primo produttore di petrolio al mondo, con un record di 13 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2023. L'amministrazione potrebbe anche garantire una maggiore fornitura di GNL ai mercati globali riducendo gli ostacoli normativi e promuovendo lo sviluppo delle infrastrutture, che potrebbero ridurre i prezzi del gas in Europa (e quindi i prezzi dell'energia elettrica) di oltre il 15%. Sul fronte negativo, il Presidente Trump potrebbe ripristinare le sanzioni contro l'Iran, con un potenziale aumento dei prezzi del 5-10%. Anche la posizione del Presidente Trump sulla politica climatica potrebbe far arretrare gli Stati Uniti di qualche anno nella transizione energetica e danneggiare gli sforzi globali per combattere il cambiamento climatico.

**Guadagni del terzo trimestre: Il divario atlantico continua.** Sia l'S&P 500 che lo Stoxx 600 hanno registrato una crescita degli utili nel terzo trimestre del 2024 (~9% a/a), ma la recessione dei ricavi è proseguita in Europa, con una contrazione del -1,7%. Il sentimento generale degli investitori è migliorato dopo la rielezione di Donald Trump e il secondo taglio dei tassi della Federal Reserve a novembre. Le società a piccola e media capitalizzazione, soprattutto negli Stati Uniti, sono ben posizionate per beneficiare delle politiche di reshoring di Trump, con una crescita degli utili prevista del 30-50% nei prossimi due anni. Tuttavia, le politiche di reshoring incentrate sugli Stati Uniti sotto Trump e l'incertezza globale potrebbero mettere in discussione le prospettive di ripresa delle aziende europee. In prospettiva, la crescita degli utili e dei ricavi sarà fondamentale per sostenere lo slancio del mercato, che nel 2024 è stato per lo più alimentato da guadagni guidati dalle valutazioni. Per il 2025, prevediamo che sia gli utili che i rendimenti dei mercati azionari statunitensi e dell'Eurozona aumentino del 7-12%.

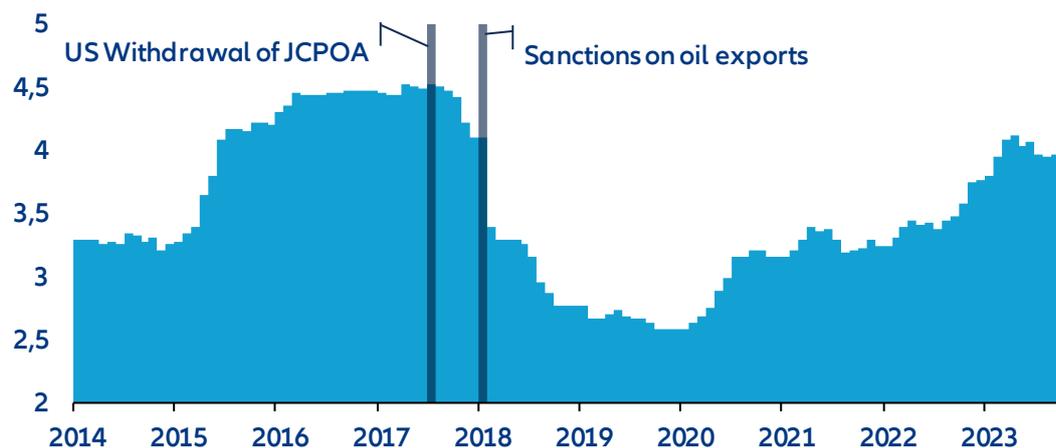
**Produttività del carbonio: Un bilancio dopo 29 conferenze sul cambiamento climatico.** Mentre si conclude la COP29 di Baku, facciamo il punto su quanto è stato raggiunto dopo decenni di conferenze sul clima. La buona notizia è che l'economia globale ha registrato un aumento della produttività verde del 70% cumulativamente dal 1990, producendo 3,13 dollari a parità di potere d'acquisto per ogni kg di emissioni di gas serra nel 2023. E l'UE è il chiaro leader tra le grandi economie, con una forte accelerazione della produttività del carbonio dal 2,6% al 4,1% annuo dopo l'accordo di Parigi, anche se a costi economici apparentemente elevati. La cattiva notizia è che il ritmo del cambiamento non è di gran lunga sufficiente per raggiungere gli obiettivi di zero netto entro il 2050, poiché la produttività del carbonio deve matematicamente arrivare all'infinito, il che implica tassi di crescita molto più

elevati di quelli attuali. Sono urgentemente necessari passi avanti trasformativi in diversi settori e Paesi. Senza progressi più rapidi, il mondo rischia di non raggiungere gli obiettivi climatici, con conseguenze economiche e ambientali significative.

## “Drill, baby, drill”: Cosa significa il secondo mandato di Trump per i prezzi dell'energia

Nel suo secondo mandato, Donald Trump probabilmente ripristinerà le sanzioni contro l'Iran, che potrebbero far salire i prezzi globali del petrolio nel breve periodo fino al 10%. In campagna elettorale, Donald Trump si è impegnato a ridurre i prezzi dei carburanti, ma è improbabile che riesca a farlo attraverso una maggiore produzione interna. Gli Stati Uniti stanno già producendo più petrolio che mai, raggiungendo una media di quasi 13 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2023, ben al di sopra del precedente record stabilito nel 2019, prima della pandemia di Covid-19. Questa ripresa è guidata dall'aumento della produzione di petrolio di scisto, in particolare dal Bacino Permiano in Texas e nel Nuovo Messico, e ha consolidato la posizione degli Stati Uniti come primo produttore mondiale di petrolio, con implicazioni significative per i mercati e i prezzi globali del petrolio. Il potenziale per un'ulteriore crescita della produzione statunitense è limitata: in primo luogo, i prezzi del greggio WTI si aggirano intorno ai 68 dollari al barile, leggermente al di sopra del breakeven medio di 64 dollari al barile per i produttori statunitensi, ma il breakeven può raggiungere i 75 dollari al barile per alcuni produttori di sabbie bituminose. In secondo luogo, l'aumento dell'offerta potrebbe derivare dall'inversione delle politiche di Biden sulle terre federali da parte dell'amministrazione Trump: l'aumento dei cavi e la riduzione dei pagamenti delle royalty e dei requisiti obbligazionari potrebbero incrementare l'offerta, anche se l'impatto si concretizzerebbe solo nel medio termine (cioè dopo un paio d'anni). Allo stesso tempo, il ritorno di una Casa Bianca guidata da Trump potrebbe portare al ripristino di severe sanzioni sulle esportazioni di petrolio dell'Iran. In precedenza, l'amministrazione Trump si è ritirata dal Joint Comprehensive Plan of Action (JCPOA) nel maggio 2018 e ha imposto sanzioni sulle esportazioni di petrolio nel novembre 2018, portando a una significativa riduzione del petrolio iraniano sul mercato globale (Figura 1). Nel 2023, le esportazioni di petrolio iraniano rappresentavano circa il 4% del commercio petrolifero e il rinnovo delle sanzioni potrebbe restringere l'offerta globale di petrolio, facendo potenzialmente salire i prezzi del +5-10%, aumentando i rischi di inflazione a livello mondiale. Inoltre, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e, in particolare, qualsiasi perturbazione dello Stretto di Hormuz, attraverso il quale passa un quinto del petrolio mondiale, potrebbero avere implicazioni significative per l'offerta e i prezzi globali.

Figura 1: Produzione petrolifera iraniana (mbd)

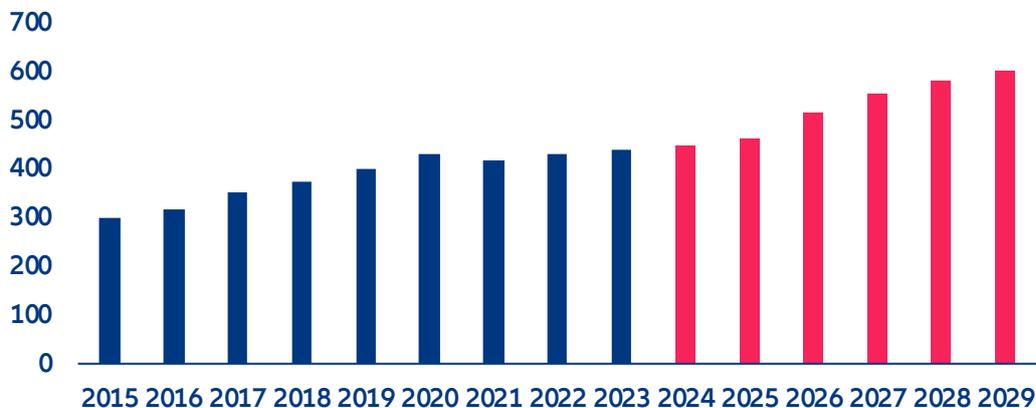


Fonti: EIA, Allianz Research

**L'aumento delle forniture di GNL potrebbe ridurre i prezzi del gas in Europa di oltre il 15% nei prossimi cinque anni.** Con l'inizio della guerra in Ucraina, gli Stati Uniti sono emersi come uno degli attori più importanti nel mercato globale del GNL, con esportazioni in costante aumento. In particolare, gli Stati Uniti sono diventati il primo fornitore di GNL all'Europa, compensando in parte il gas russo. La prossima amministrazione Trump potrebbe sostenere ulteriormente questa crescita riducendo gli ostacoli normativi e promuovendo lo sviluppo delle infrastrutture. Le politiche volte a snellire i processi di autorizzazione per i terminali e i gasdotti di GNL potrebbero accelerare l'espansione della capacità di esportazione; Trump potrebbe anche abolire la moratoria dell'amministrazione Biden sull'autorizzazione di nuove capacità di esportazione di GNL. Si stima che 90 milioni di tonnellate all'anno (mtpa) di progetti siano in attesa di approvazione per l'esportazione e si prevede che più di 130 mtpa entreranno

in funzione entro la fine del secondo mandato di Trump (Figura 2). Questa crescita sarà superiore a quella della domanda e probabilmente peserà sui prezzi globali. Sebbene le stime precedenti suggerissero un basso impatto delle forniture di GNL sui prezzi del gas in Europa, riteniamo che nell'attuale contesto di crisi energetica in corso, l'aumento delle capacità di esportazione degli Stati Uniti potrebbe far diminuire i prezzi del gas naturale e di conseguenza i prezzi dell'energia elettrica in Europa di oltre il -15%, il che sarebbe un sollievo molto gradito per il continente. Ancora una volta, il rischio principale sui prezzi del gas naturale nel breve periodo è rappresentato dalla politica estera statunitense: la posizione degli Stati Uniti sulla guerra in Ucraina potrebbe portare alla volatilità del mercato.

Figura 2: Capacità di GNL negli Stati Uniti (mtpa)



Fonti: Berstein, Allianz Research

**Tuttavia, il ritorno di Trump sarà una battuta d'arresto per la transizione energetica.** La nuova amministrazione Trump potrebbe segnare un allontanamento dalle iniziative di sostenibilità avanzate durante la presidenza Biden. La prima amministrazione Trump ha eliminato numerosi regolamenti ambientali, tra cui il Clean Power Plan e gli standard di emissione dei veicoli. Eventuali cambiamenti politici potrebbero rallentare la transizione verso le energie rinnovabili. Gli investimenti nelle infrastrutture per il carbone e il petrolio potrebbero registrare una ripresa, potenzialmente a scapito dei progetti di energia solare ed eolica. L'Environmental Defense Fund ha avvertito che un'inversione delle politiche climatiche potrebbe ostacolare l'impegno degli Stati Uniti a ridurre le emissioni di gas serra nell'ambito dell'Accordo di Parigi. A livello internazionale, un ritiro dagli impegni di sostenibilità da parte degli Stati Uniti potrebbe danneggiare gli sforzi globali per combattere il cambiamento climatico, riducendo i finanziamenti per i progetti di energia rinnovabile nei Paesi in via di sviluppo e indebolendo le iniziative di collaborazione volte a ridurre le emissioni di carbonio.

## Guadagni del terzo trimestre: Il divario atlantico continua

**Il terzo trimestre ha segnato il quinto trimestre consecutivo di crescita degli utili per le società dello S&P 500 (+8,8%), ma i risultati sono contrastanti.** Le società con una maggiore esposizione ai ricavi internazionali hanno sovraperformato, comprese le società dell'universo dei Magnifici 7, registrando un'impressionante crescita degli utili del ~13% rispetto al ~2% di quelle con ricavi prevalentemente nazionali. Settori come i servizi di comunicazione e la sanità hanno guidato la crescita complessiva degli utili. La crescita dei ricavi per il terzo trimestre del 2024 si è attestata al +5,3%, grazie alla forte performance di settori come l'informatica, la sanità e i servizi di comunicazione. Tuttavia, solo il 61% delle società ha superato le aspettative di fatturato, al di sotto della media storica. Il settore sanitario si è distinto per gli ottimi risultati, mentre il settore energetico ha registrato il maggior calo dei ricavi a causa dell'indebolimento dei prezzi del petrolio e delle revisioni al ribasso. Queste dinamiche hanno contribuito alla continua espansione dei ricavi, che ha segnato il 16° trimestre consecutivo di crescita.

**Guardando al futuro, gli analisti continuano a prevedere una robusta crescita degli utili per l'S&P 500, con aumenti su base annua del +9,8% e del +17,6% previsti rispettivamente per il quarto trimestre del 2024 e il quarto trimestre del 2025.** In questo contesto, i rapporti P/E prospettici rimangono piuttosto elevati (22x), al di sopra delle

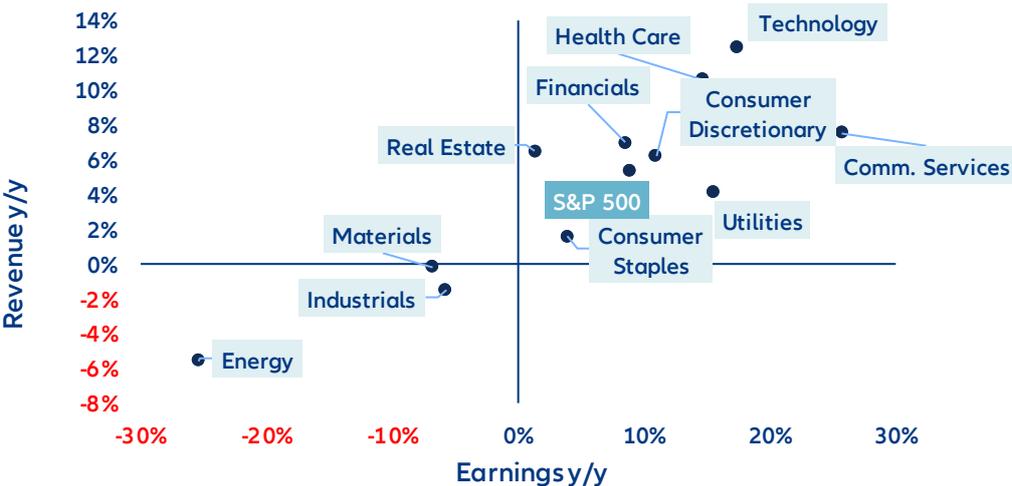
medie sia a cinque che a dieci anni, riflettendo ottimismo nonostante le sfide in settori specifici come energia e materiali. In effetti, l'incertezza degli investitori è strutturalmente diminuita dall'inizio di novembre con la fine delle elezioni americane e la Fed che ha attuato il suo secondo taglio consecutivo dei tassi. Per molti aspetti, i dettagli hanno contato meno del fatto che le questioni siano state risolte, consentendo agli investitori e alle aziende statunitensi di iniziare a pianificare con maggiore fiducia per il 2025 e oltre (Figure 3 e 4). Si prevede che le iniziative di reshoring di Trump diano un impulso significativo alle piccole e medie imprese focalizzate sul mercato interno, spinte da agevolazioni fiscali, incentivi fiscali e aumento dei consumi interni. Seguendo la performance del Russell 2000, gli analisti prevedono una crescita degli utili tra il +30% e il +50% per queste società nei prossimi due anni, insieme ad una crescita strutturale dei ricavi. Considerate queste prospettive, un riposizionamento in questo segmento del mercato azionario statunitense guidato dai fondamentali potrebbe essere giustificato. Una strategia di questo tipo potrebbe offrire un profilo di rendimento interessante, in particolare nei settori destinati a trarne maggiori benefici, come quello industriale e dei beni di consumo voluttuari (Figura 5).

Figura 3: utili e ricavi S&P 500 (a/a%)



Fonte: LSEG, Allianz Research

Figura 4: utili S&P 500 - ricavi per settore (a/a%)



Fonte: LSEG, Allianz Research

Figura 5: Utili e ricavi Russell 2000 (a/a%)



Fonte: LSEG, Allianz Research

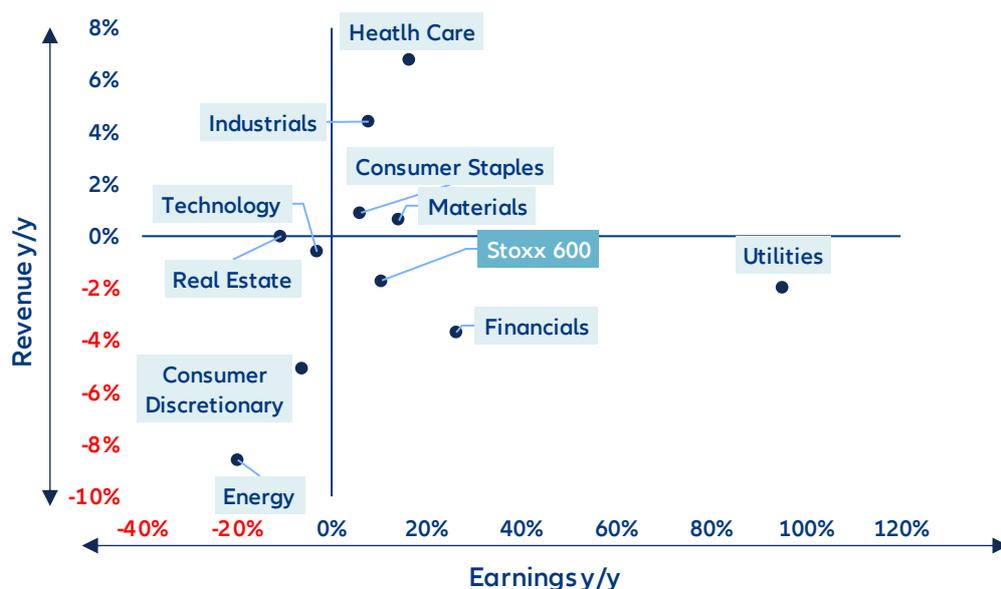
**In Europa, le società dello Stoxx 600 hanno raggiunto un impressionante tasso di crescita degli utili del +8,8% a/a, ma sono rimaste in recessione dei ricavi.** Gli utili hanno superato le stime di consenso di circa il 4%, confermando la ripresa iniziata nel secondo trimestre del 2024 e mostrando una tendenza positiva costante. Sebbene l'ampiezza delle revisioni degli utili si sia stabilizzata, rimane in territorio negativo. A livello settoriale, i settori finanziario, dei servizi di pubblica utilità e dei beni di consumo di base hanno prodotto ottimi utili, superando le aspettative (Figure 6 e 7). Tuttavia, la crescita dei ricavi è rimasta deludente, con il terzo trimestre che ha segnato il sesto trimestre consecutivo di contrazione (-1,7% a/a), principalmente il risultato della debole performance nei settori finanziario, energetico e dei beni di consumo voluttuari. Sebbene settori come quello sanitario, industriale e di consumo di base abbiano mostrato una crescita positiva dei ricavi, non sono stati in grado di compensare la sottoperformance dei pesi massimi dell'indice.

Figura 6: Utili e ricavi dello Stoxx 600 (a/a%)



Fonte: LSEG, Allianz Research

Figura 7: Utili Stoxx 600 - ricavi per settore (a/a%)

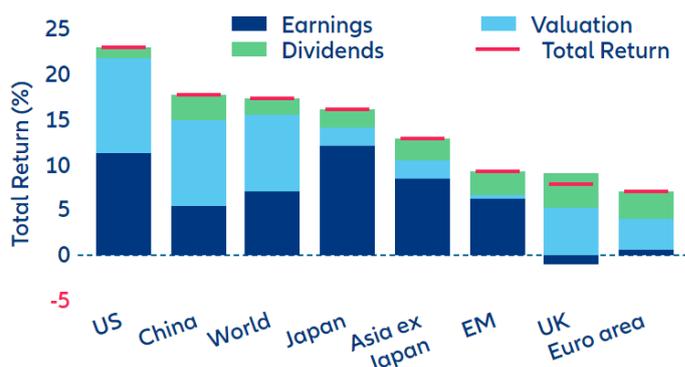


Fonte: LSEG, Allianz Research

**Gli analisti prevedono un'inversione di tendenza nella crescita dei ricavi entro la fine dell'anno, con ricavi previsti in aumento al +1,8% a/a all'inizio del 2024.** Si prevede che lo slancio degli utili continui, anche se a un ritmo più lento, con una crescita prevista del +6,1% a/a nel quarto trimestre del 2024 e del +7,0% nel quarto trimestre del 2025. Sebbene questa prospettiva sia ottimistica, rimane incerta, soprattutto data la precedente sovrastima dei ricavi del terzo trimestre e i potenziali ostacoli derivanti dalle politiche incentrate sugli Stati Uniti nell'ambito del programma di reshoring di Trump, che potrebbero mettere a dura prova la prevista ripresa delle entrate in Europa.

**Gli utili e i ricavi svolgeranno un ruolo fondamentale nel sostenere l'attuale slancio del mercato, soprattutto perché i guadagni degli indici azionari di quest'anno sono stati in gran parte guidati da aumenti di valutazione (prezzo) piuttosto che da un mix equilibrato di valutazioni e crescita degli utili.** Un atterraggio morbido seguito da una rapida ripresa è essenziale, in particolare nelle regioni ad alto rischio di concentrazione, come gli Stati Uniti, e nelle aree in cui la crescita degli utili è sotto pressione, come la Cina e l'Eurozona. Le nostre caute proiezioni di performance azionaria comprese tra il +7% e il +12% per il 2025 riflettono questa incertezza. Per mantenere lo slancio positivo, i mercati avranno bisogno di utili solidi e di una crescita dei ricavi in futuro, poiché la componente di valutazione ha probabilmente raggiunto il suo massimo contributo. Ulteriori guadagni dovranno essere sostenuti dai fondamentali piuttosto che dalle sole aspettative sui prezzi. In questo contesto, riteniamo che i mercati azionari probabilmente rimarranno positivi nei prossimi due anni, ma ciò dipenderà dal fatto che gli utili rimangano in territorio positivo e accelerino in regioni chiave come la Cina e l'Eurozona (Figura 8).

Figura 8: Ripartizione del rendimento totale dei principali indici azionari (%)

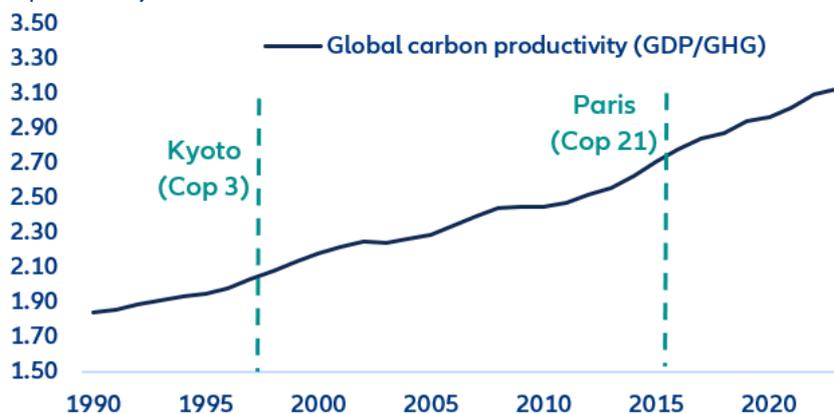


Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

## Produttività del carbonio: bilancio dopo 29 conferenze sui cambiamenti climatici

**L'economia globale sta diventando più verde, ma è necessaria un'accelerazione.** Con l'avvicinarsi della conclusione dell'ultima conferenza sul clima di Baku (COP29), è un buon momento per fare il punto su ciò che è cambiato dopo decenni di conferenze sul clima. Il risultato è piuttosto deludente: l'economia globale non è riuscita ad accelerare in modo significativo il suo processo di greening. La Figura 9 mostra quanto PIL globale produce l'economia mondiale per ogni kg di emissioni globali, noto come produttività del carbonio. La buona notizia è che l'economia globale è diventata nel tempo più produttiva in senso verde. Nel 1990, ha prodotto 1,84 dollari a prezzi di parità di potere d'acquisto costanti al 2021 per ogni kg di emissioni equivalenti di gas serra. Nel 2023, questa cifra ha raggiunto i 3,13 dollari – un aumento di produttività verde di circa il 70% cumulativamente. La cattiva notizia è che questo progresso non ha subito un'accelerazione nel tempo, il che è necessario affinché qualsiasi impatto significativo possa limitare il riscaldamento globale, per non parlare di raggiungere emissioni nette pari a zero entro il 2050. Anche il tanto celebrato accordo di Parigi, quando le nazioni globali hanno concordato di limitare il riscaldamento globale a 1,5°C ha fatto ben poco per stimolare lo slancio. Il tasso di crescita annuale della produttività del carbonio è aumentato solo leggermente dall'1,4% fino al protocollo di Kyoto (COP 3, 1997), all'1,6% fino all'accordo di Parigi (COP 21, 2015) e all'1,8% da allora.

Figura 9: Produttività globale del carbonio (PIL in dollari internazionali reali per kg di emissioni di gas serra equivalenti)



Fonte: Crippa et al 2024, Allianz Research

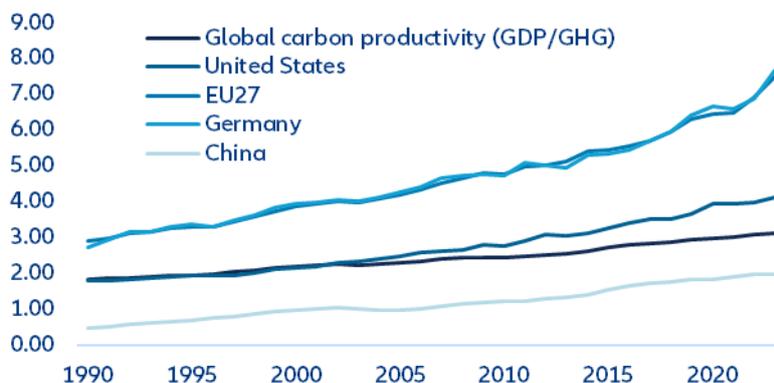
Note: i dollari reali internazionali sono la parità di potere d'acquisto (PPA) a prezzi costanti del 2021

### Ci sono stati progressi a livello regionale, ma i progressi dell'Europa hanno avuto un costo economico elevato.

A livello regionale le differenze sono evidenti. La Figura 10 mostra la produttività del carbonio del PIL per alcune regioni selezionate: l'UE27 è un chiaro leader tra le grandi economie: la produttività del carbonio è pari a 7,50 dollari/kgCO<sub>2</sub>, rispetto a 1,96 dollari/kgCO<sub>2</sub> della Cina e 4,14 dollari/kgCO<sub>2</sub> degli Stati Uniti. Ma ancora più sorprendente è la recente accelerazione della produttività del carbonio nell'UE27. La produttività del carbonio è

aumentata dal 2,6% al 4,1% annuo negli anni successivi all'accordo di Parigi. Sebbene questa sia una buona notizia, qualsiasi progresso regionale deve essere preso con le pinze. Alcuni dei vantaggi ottenuti dall'Europa derivano dallo spostamento delle industrie ad alta intensità di CO<sub>2</sub>, come la produzione di acciaio, verso paesi come la Cina. Ciò sottolinea l'importanza di valutare le emissioni a livello globale. In secondo luogo, gli incrementi di produttività "green" sembrano avere un costo economico elevato. L'aumento dei costi energetici in Europa, dovuto non solo all'aumento dei prezzi della CO<sub>2</sub> ma anche alla mancanza di forniture di gas russo dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, ha messo a dura prova le industrie ad alta intensità energetica in Europa, in particolare in Germania (Figura 11). Ciò ha contribuito al debole contesto di crescita economica degli anni 2020, con l'Europa in ritardo rispetto ai suoi concorrenti globali come Cina e Stati Uniti.

Figura 10: differenze regionali nella produttività del carbonio (USD /kg)



Fonte: Crippa et al 2024, Allianz Research

Figura 11: Produzione industriale e sottocomponenti della Germania (indice 100=febbraio 2022)

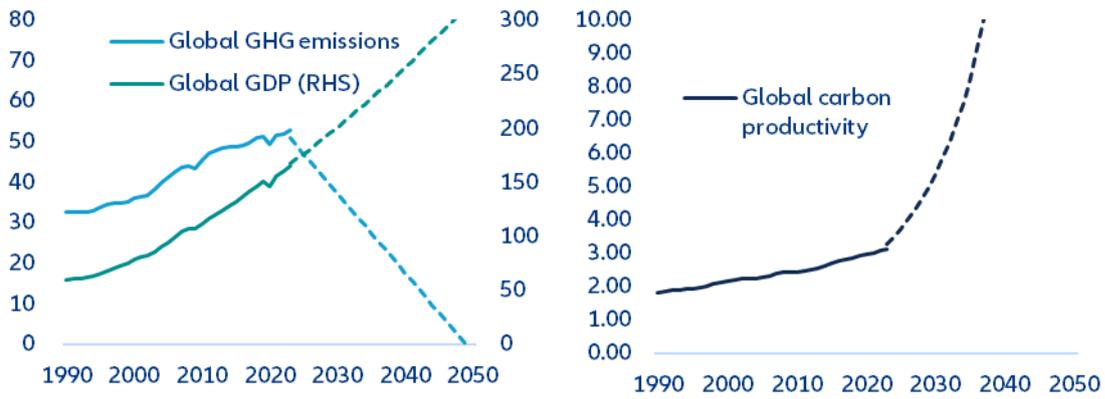


Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

**Le prospettive di zero emissioni nette per l'economia globale nel 2050 sembrano un obiettivo ambizioso.** C'è ancora molto da fare per ottenere una svolta nell'incombente crisi climatica. La Figura 12 mostra le ultime stime NGFS fino al 2050 nello scenario Net-Zero 2050. Si prevede che la crescita del PIL continui ad un tasso medio del +2,4% annuo. Sebbene questo sia ancora leggermente inferiore rispetto al tasso di crescita annuo del +3,1% dal 1990, ciò significa comunque che l'economia globale sarà quasi il 90% più grande di oggi nel 2050. Allo stesso tempo, le emissioni globali di gas serra sono destinate a tornare a zero. Ciò, tuttavia, implica che la produttività del carbonio deve crescere a un tasso di crescita super esponenziale per raggiungere l'infinito entro il 2050 (Figura 12). Ricordiamo che le emissioni sono prodotte da quasi tutte le attività economiche. Per contestualizzare, la transizione di tutto il trasporto stradale globale verso veicoli elettrici a zero emissioni ridurrebbe solo il 5,9% delle emissioni globali, presupponendo elettricità e produzione a zero emissioni. Sostituire la produzione globale di cemento con un'alternativa priva di emissioni farebbe risparmiare l'1,6% delle emissioni, l'agricoltura e l'uso del suolo il 10,4% e gli edifici residenziali il 2,3%. Questi esempi mostrano che il raggiungimento della necessaria crescita della produttività del carbonio richiederebbe scoperte tecnologiche senza precedenti in molti settori e nazioni. In alternativa, le emissioni potrebbero diminuire, non a causa del progresso tecnologico, ma poiché una crescita

economica più lenta deriva dall'aumento dei rischi fisici, che minacciano sempre più le prospettive economiche a lungo termine.<sup>1</sup>

Figura 12: PIL globale, emissioni di gas serra incl. Prospettive NGFS net-zero al 2050 (pannello di sinistra, trilioni di dollari, Mt) e produttività implicita del carbonio (pannello di destra, USD/kg)



Fonte: NiGEM NGFS v1.24.2, Allianz Research

Note: la produttività del carbonio nel riquadro di destra è limitata a 10 poiché i valori andranno all'infinito entro il 2050 per raggiungere lo zero netto.

<sup>1</sup> Allianz | Rendimenti del mercato dei capitali a lungo termine in tempi di cambiamento climatico

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