

Allianz Research | 17 Novembre 2023

Elezioni olandesi in un periodo di recessione

Executive summary

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist

pablo.espinosa-urriel@allianz.com

María Latorre
Sector Advisor

maria.latorre@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist

maddalena.martini@allianz.com

Patricia Pelayo Romero
Senior Economist

patricia.pelayo-romero@allianz.com

Alberto Giurato
Research assistant

alberto.giurato@allianz.com

Questa settimana abbiamo analizzato tre questioni importanti:

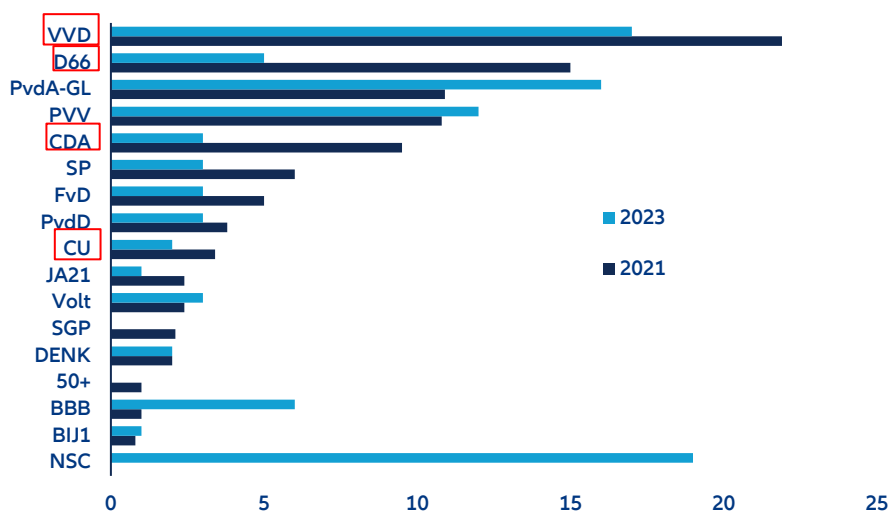
- In primo luogo, i Paesi Bassi tengono **[le elezioni in un periodo di recessione](#)** – Il precedente governo guidato dal primo ministro di lungo corso Mark Rutte è crollato all'inizio di luglio quando i quattro partiti della coalizione di governo si sono scontrati su una legge sull'immigrazione. In vista del voto del 22 novembre, i temi principali sono l'immigrazione, gli alloggi, la politica climatica e l'inflazione. Sebbene i sondaggi indichino il Nuovo Contratto Sociale in testa alla corsa (19%), è probabile che nessun partito ottenga più di 30 seggi, per cui la formazione del prossimo governo richiederà mesi di negoziati. Nel frattempo, nel terzo trimestre l'economia ha registrato il terzo trimestre consecutivo di contrazione. Prevediamo una graduale ripresa dell'attività solo a partire dal secondo trimestre del 2024, con una crescita complessiva del PIL pari a +0,7% nel 2024.
- In secondo luogo, un recente accordo tra l'Australia e Tuvalu affronta la questione sempre più urgente dello **[spostamento climatico](#)** – L'Australia ha accettato di accogliere fino a 280 migranti all'anno dalla piccola isola del Pacifico, oltre a fornire fondi per la bonifica del territorio intorno alla capitale dell'isola e aiuti militari. L'accordo è un esempio relativamente piccolo delle questioni legali che si presenteranno con i massicci spostamenti umani causati dal cambiamento climatico. Nel nostro prossimo sondaggio sull'alfabetizzazione climatica, gli intervistati con una maggiore alfabetizzazione climatica erano più propensi a credere che le economie avanzate dovessero essere responsabili dei danni materiali causati dal cambiamento climatico. Ma è preoccupante che il 18% del nostro campione - e il 31% di coloro che avevano una conoscenza del clima inferiore alla media - abbia scelto di non avere un'opinione su un fenomeno che interesserà 1,2 miliardi di persone nei prossimi 30 anni.
- In terzo luogo, è **[la stagione degli utili del terzo trimestre: la calma prima della tempesta?](#)** Il calo dei costi dei fattori produttivi ha incrementato la redditività delle aziende nel terzo trimestre, anche se i ricavi sono entrati in recessione tecnica. Ma la sorpresa positiva degli utili non dissolve le nubi sulle prospettive per il 2024-2025, quando il 20% del debito dovrà essere rifinanziato a tassi più elevati. Secondo i nostri calcoli, le società statunitensi e dell'Eurozona vedranno i loro indici di copertura degli interessi ridursi rispettivamente di 1,5 e 2,7 punti percentuali, in termini aggregati. Con il continuo calo della crescita degli utili, ciò rappresenta una duplice minaccia sia per la capacità di rimborso del debito nel 2024 sia, soprattutto, per la sostenibilità del debito a medio termine. Per il momento, manteniamo le nostre previsioni di rendimento azionario per il

2024 e il 2025 al 9% e all'11% per gli Stati Uniti e al 7% e all'8% per l'Eurozona, ma restiamo molto cauti rispetto all'attuale situazione di mercato.

Elezioni (olandesi) in un periodo di recessione

I Paesi Bassi andranno alle urne la prossima settimana, ma la formazione del prossimo governo richiederà mesi di negoziati. Il precedente governo guidato dal primo ministro di lungo corso Mark Rutte è crollato all'inizio di luglio quando i quattro partiti della coalizione di governo si sono scontrati su una legge sull'immigrazione per ridurre i richiedenti asilo. Dei 26 partiti in corsa alle prossime elezioni, Nuovo Contratto Sociale (NSC), fondato solo tre mesi fa dal centrista ed ex deputato cristiano-democratico (CDA) Pieter Omtzigt, è in testa ai sondaggi con il 19% (Figura 1). Il partito di Rutte, il VVD, segue da vicino con il 17%, con un solo punto percentuale di vantaggio sulla coalizione Labour+Greens (PvdA+GL) guidata dall'ex commissario europeo Frans Timmermans, che potrebbe sfidare una vittoria della destra. Tuttavia, gli elettori olandesi tendono a finalizzare le loro decisioni molto vicino al giorno delle elezioni, quindi i risultati finali potrebbero differire da quanto previsto dai sondaggi. Anche i partiti più piccoli che hanno avuto un ruolo nei precedenti governi di coalizione (ad esempio CDA, il liberal-progressista D66 e l'Unione Cristiana (CU)) potrebbero avere diritto a far parte della nuova amministrazione. Il partito populista dei contadini-cittadini BBB è diventato il più grande in tutte le province nelle elezioni provinciali del marzo 2023, mentre il Partito nazionalista per la libertà (PVV) può contare su una solida base elettorale. Tuttavia, non si prevede che nessun partito ottenga più di 30 seggi (per ottenere la maggioranza sono necessari 76/150 seggi, ma finora non è mai successo) e le alleanze di coalizione non sono state rese note ufficialmente.

Figura 1: intenzioni di voto (al 14 novembre 2023), %



Fonti: Vari sondaggi elettorali, Allianz Research. Si noti che PvdA e GL sono in corsa insieme dal luglio 2023, nel 2021 avevano rispettivamente il 5,7% e il 5,3% dei voti. I partiti segnati in rosso formavano la coalizione Rutte IV, crollata nel luglio 2023.

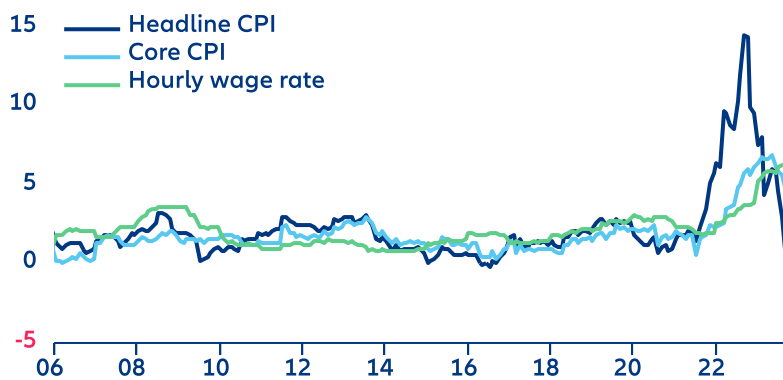
La migrazione e la casa sono i temi chiave di questa campagna elettorale. I partiti centristi e di destra sono fiduciosi nel ridurre o limitare il numero di migranti ammessi nel Paese all'anno, compresi i richiedenti asilo, i lavoratori migranti e gli studenti. Strettamente legata ai nuovi arrivi, la mancanza strutturale di alloggi è riemersa come un tema caldo, data l'ulteriore spinta alla domanda. Per affrontare il problema della disponibilità e dell'accessibilità economica delle case, sia in affitto che occupate dai proprietari, il precedente governo ha attuato

il programma di politica edilizia abitativa. Uno dei suoi obiettivi¹ è di costruire almeno 981.000 abitazioni fino al 2030, nonostante le crescenti sfide derivanti dall'aumento dei costi di costruzione e dei tassi di interesse.

Inoltre, il nuovo governo dovrà affrontare la politica climatica e la questione delle emissioni di azoto. I Paesi Bassi sono un grande esportatore di prodotti agricoli² (secondi solo agli Stati Uniti). Questo, unito a una popolazione densa e a un traffico intenso, porta a grandi emissioni di azoto. Tutti i principali partiti hanno promesso di dimezzare (o ridurre significativamente) le emissioni entro il 2030. Ma la coalizione vincente dovrà trovare un accordo su quali settori dare priorità nei prossimi anni. Dal punto di vista dell'elettorato, il prezzo molto alto della transizione verde potrebbe costare alcuni voti ai partiti "più verdi" (la coalizione di Timmermans, ad esempio, ha presentato obiettivi più ambiziosi di quelli dell'UE).

Anche il calo dell'inflazione non ha ridotto le preoccupazioni per la crisi del costo della vita. La crescita dei prezzi è entrata in territorio negativo a ottobre (-0,4% a/a) e ha raggiunto il livello più basso da settembre 2016, grazie a forti effetti base dal picco raggiunto lo scorso anno (>14% a settembre e ottobre 2022) e al calo dei prezzi dell'energia (Figura 2). Ma questo ha solo parzialmente alleviato la perdita di potere d'acquisto delle famiglie, dato che i prezzi di cibo e alcolici erano ancora in aumento dell'8,7% a/a a ottobre 2023. In risposta all'elevata inflazione, i salari negoziati sono in ritardo, ma si prevede una crescita superiore al +5% sia nel 2023 che nel 2024. Le dinamiche di determinazione dei prezzi salariali dovrebbero rimanere al centro dell'attenzione anche per il prossimo governo.

Figura 2: Inflazione e salari orari (% a/a)



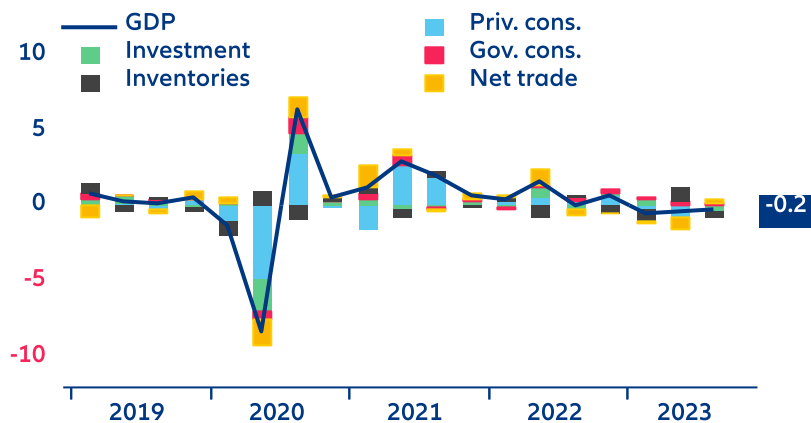
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Questa settimana i Paesi Bassi hanno registrato il terzo trimestre consecutivo di contrazione (-0,2% q/q) ed è probabile che l'economia continui a soffrire nei prossimi trimestri (Figura 3). Prevediamo una graduale ripresa dell'attività a partire dal 2° trimestre 2024, con una crescita complessiva del PIL pari a +0,7% nel 2024. La stima del PIL pubblicata all'inizio della settimana ha confermato che l'attività si è nuovamente ridotta nel 3° trimestre, continuando la recessione tecnica registrata nella prima metà dell'anno (il 1° e il 2° trimestre sono stati rivisti al ribasso, rispettivamente a -0,5% e -0,4%). Nonostante la crescita del PIL si mantenga a +5,8% rispetto alla fine del 2019 (media dell'EZ +3,0%), il più rapido rimbalzo post-Covid dei Paesi Bassi si sta ora restringendo rispetto ai colleghi dell'Eurozona. Inoltre, le sfide cicliche si aggiungono ai problemi idiosincratichi di cui sopra.

¹ Gli altri due obiettivi sono mantenere due terzi di queste abitazioni a prezzi accessibili e costruire almeno 100.000 abitazioni all'anno..

² Il settore agricolo è responsabile del 15% delle emissioni di carbonio e del 45% dei depositi di azoto.

Figura 3: Contributo alla crescita trimestrale del PIL (pps)



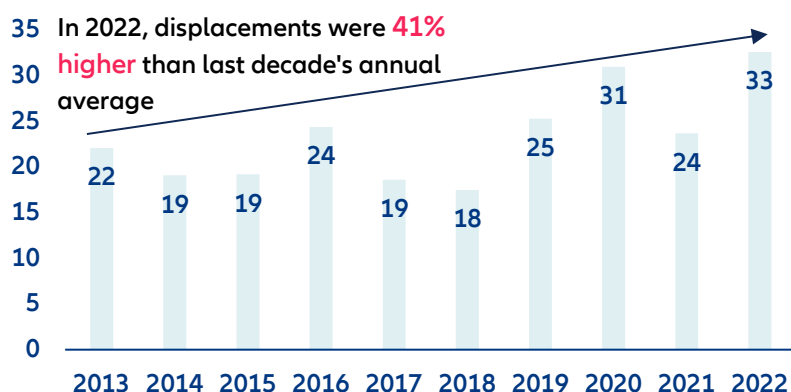
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Migranti climatici: nessun altro posto dove tornare a casa

Tuvalu ha appena firmato un patto di sicurezza e migrazione con l'Australia per affrontare quella che diventerà una delle questioni politiche più importanti dei prossimi anni: lo sfollamento climatico. La piccola isola del Pacifico, che si trova ad affrontare la minaccia esistenziale dell'innalzamento del livello del mare (si prevede che il 95% della sua superficie sarà sommersa entro il 2100), si è fatta portavoce dei pericoli del cambiamento climatico. In questo contesto, l'Australia ha accettato di accogliere fino a 280 migranti all'anno da Tuvalu, che attualmente ospita 11.200 abitanti (il limite massimo è inteso a scoraggiare la fuga dei cervelli), oltre a fornire fondi per la bonifica del territorio intorno alla capitale dell'isola e aiuti militari. Allo stesso tempo, una modifica costituzionale adottata dall'isola afferma che lo stato del Paese rimarrà in perpetuo in futuro per preservare la sua cultura polinesiana e i diritti di pesca su un'area marittima più grande della superficie della Francia.

Tuvalu è un esempio relativamente piccolo dei problemi legali che si presenteranno con i massicci spostamenti umani causati dal cambiamento climatico. Solo nel 2022, gli spostamenti legati alle catastrofi sono stati del 41% superiori alla media annuale dell'ultimo decennio (Figura 4). Oggi l'1% del territorio mondiale è una zona calda a malapena vivibile, ma si prevede che tra 40 anni questa percentuale salirà al 19%. Secondo il Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico, i Paesi dell'Asia meridionale, dell'Africa sub-sahariana tropicale e di alcune parti dell'America centrale e meridionale saranno i più colpiti dall'impatto dello stress da caldo mortale. Inoltre, secondo l'Istituto Europeo per la Pace, i cambiamenti climatici minacciano i mezzi di sussistenza di 1,2 miliardi di persone che saranno sfollate entro il 2050 a causa di fattori di stress climatico come il cambiamento dei modelli di precipitazioni, le forti inondazioni e l'innalzamento del livello del mare che rendono inabitabili i territori. In questo contesto, è essenziale creare percorsi legali sicuri e dignitosi per la migrazione climatica di massa e costruire la resilienza climatica.

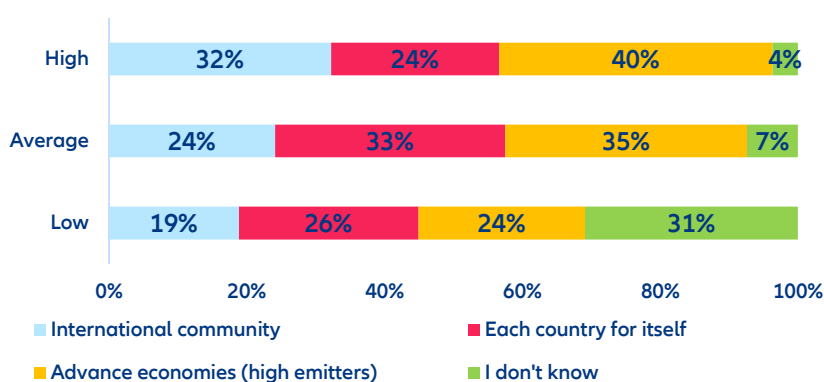
Figura 4: Spostamenti dovuti a catastrofi - Il dato più alto in un decennio, in milioni di persone



Fonti: OIM, Allianz Research

Nel nostro ultimo sondaggio sull'alfabetizzazione climatica, il 30,2% degli intervistati sostiene che le economie avanzate dovrebbero fornire una compensazione materiale per i costi del cambiamento climatico, dato il loro maggiore contributo alle emissioni di gas serra. In vista di COP28, abbiamo intervistato un campione rappresentativo di 1.000 persone in Brasile, Cina, Francia, Germania, India, Italia, Regno Unito e Stati Uniti³ sulla loro conoscenza delle questioni climatiche e sui loro atteggiamenti, preferenze e azioni preferite in materia di mitigazione del clima. Alla domanda su chi dovrebbe essere responsabile per i danni fisici del cambiamento climatico a cui devono far fronte Paesi come Tuvalu, la percentuale di coloro che ritengono che sia responsabilità delle economie avanzate aumenta con i livelli di alfabetizzazione climatica (come mostrato nella Figura 5). Complessivamente, il 30,2% degli intervistati ritiene che le economie avanzate, in quanto maggiori emittenti, debbano essere responsabili; questa percentuale sale al 40,9% in Brasile e al 37,5% in Cina. È interessante notare che la Cina, pur non essendo necessariamente considerata un'"economia avanzata", è la seconda economia mondiale e attualmente il maggior emettitore di carbonio, anche se non in termini pro capite. Per contro, il 29,2% degli intervistati ritiene che ogni Paese debba cavarsela da solo, ma questa percentuale è ancora più alta in Cina e in India: 41,7% e 33%, rispettivamente. È anche preoccupante vedere che il 18,1% del nostro campione - e il 31% di coloro che hanno una conoscenza del clima inferiore alla media - ha scelto di non avere un'opinione su un fenomeno che interesserà 1,2 miliardi di persone nei prossimi 30 anni, suggerendo forse il livello relativamente basso di consapevolezza globale sui rischi molto reali dello spostamento climatico. In questo contesto, l'accordo tra Tuvalu e l'Australia è un tempestivo promemoria dell'urgenza del problema e potrebbe rappresentare una tabella di marcia per un'ulteriore cooperazione internazionale per condividere equamente i costi del cambiamento climatico.

Figura 5: I cambiamenti climatici rappresentano una minaccia esistenziale per Paesi come Tuvalu. Entro il 2100, il 95% del territorio sarà inabitabile a causa dell'innalzamento del livello del mare. Chi dovrebbe pagare per i danni fisici del cambiamento climatico? Per livello di alfabetizzazione climatica, in %



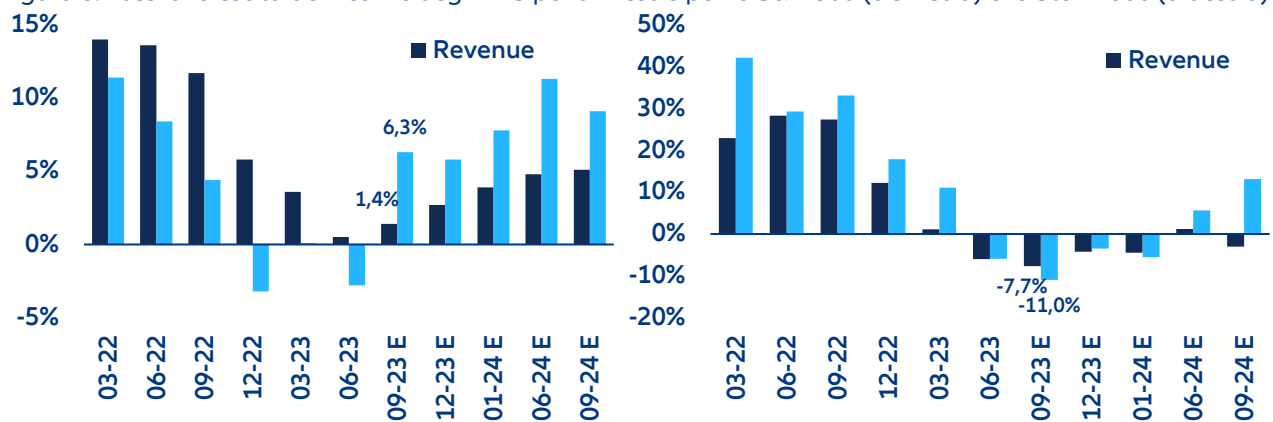
Fonti: Qualtrics, Allianz Research

³ Si veda il nostro [Allianz Climate Literacy Survey del 2021](#) per dettagli e metodologia.

Utili societari: la calma prima della tempesta?

Il calo dei costi dei fattori produttivi ha incrementato la redditività delle aziende nel 3° trimestre, anche se i ricavi sono entrati in recessione tecnica. Nel 3° trimestre i ricavi globali sono diminuiti per il secondo trimestre consecutivo (-1,3% a/a dopo il -1,9% a/a del 2° trimestre 2023) a causa della diminuzione del potere di determinazione dei prezzi nella maggior parte dei settori. Le aziende europee hanno registrato il calo maggiore (-7,1% a/a contro lo 0,0% dell'APAC e il +0,3% degli Stati Uniti), con perdite amplificate dagli effetti base della forza del dollaro dello scorso anno. Tuttavia, i risultati economici hanno sorpreso in positivo in quasi tutte le regioni (+8,5% annuo in media a livello mondiale, contro un calo del -1,1% annuo nel 2° trimestre), grazie alla forte riduzione dei costi di trasporto, delle bollette energetiche e di alcune materie prime rispetto ai livelli record dello scorso anno. Le società statunitensi sono state le grandi vincitrici in termini di crescita degli utili (+6,0% a/a), soprattutto grazie ai settori dei beni di consumo e finanziari. Infatti, con un fattore di sorpresa degli utili del 7,1% nel trimestre, l'81% delle società dell'indice S&P 500 ha riportato utili per azione (EPS) superiori alle aspettative degli analisti, superando la media dei quattro trimestri precedenti del 73% e la media di lungo periodo del 66%

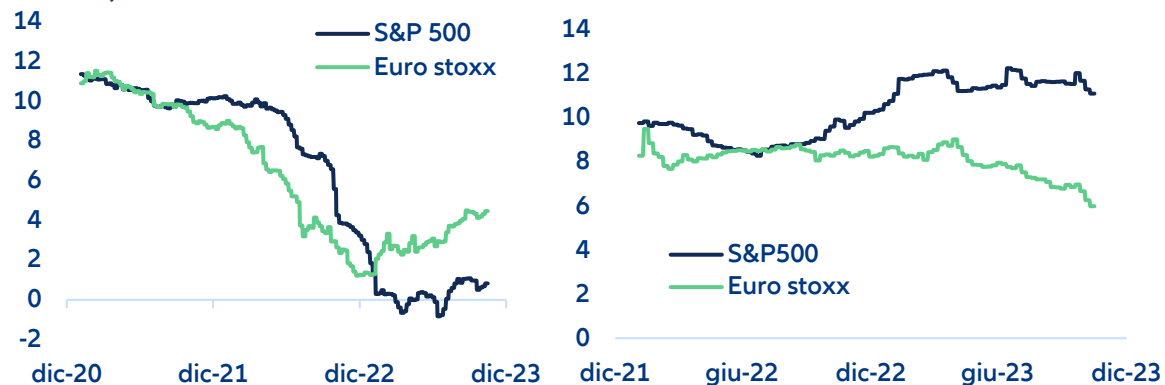
Figura 6: Tassi di crescita dei ricavi e degli EPS per trimestre per lo S&P-500 (a sinistra) e lo Stoxx-600 (a destra)



Fonti: Refinitiv al 14 nov 2023, Allianz Research

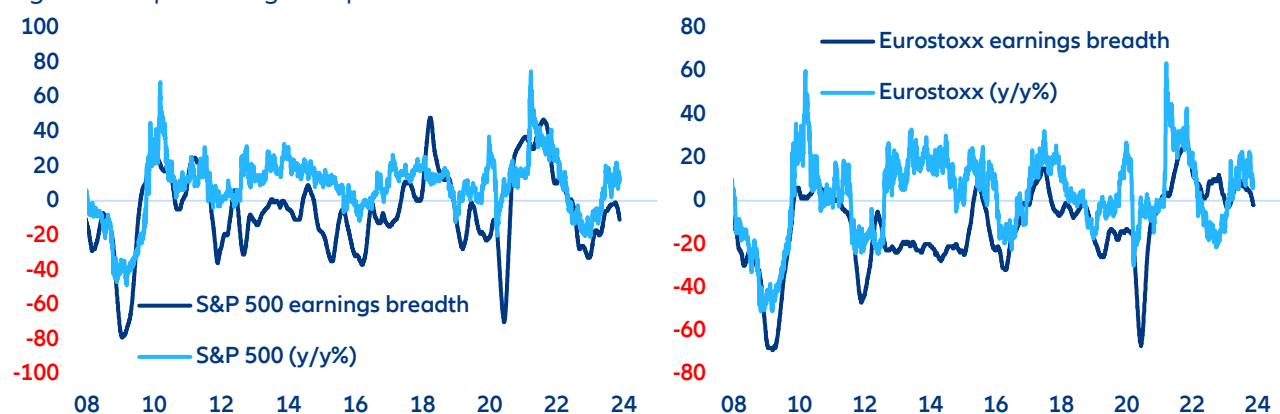
Ma la sorpresa positiva degli utili non dissolve le nubi sulle prospettive per il 2024-2025, quando il 20% del debito dovrà essere rifinanziato a tassi più elevati. Circa il 20% del debito societario quotato in borsa negli Stati Uniti e nell'Eurozona giungerà a scadenza tra il 2024 e il 2025. Questo debito ha una cedola media inferiore al 3,5%, mentre gli attuali rendimenti di mercato sono superiori al 6,5% e al 6,0% per l'IG negli Stati Uniti e nell'Eurozona, rispettivamente. Il rifinanziamento a tassi più elevati metterà a rischio i margini di profitto netto. In questo contesto, le aspettative di crescita degli EPS nel 2024 per le società dell'S&P 500 sono diminuite di 53 punti base rispetto a settembre, mentre quelle per le società dello Stoxx Euro sono scese di 92 punti base (grafico 7).

Figura 7: Evoluzione delle aspettative di crescita degli EPS per l'intero anno 2023 (grafico di sinistra) e 2024 (grafico di destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Le previsioni di crescita degli EPS per un determinato anno iniziano a essere riportate in t-3, di solito con medie a lungo termine, ma i movimenti (non i livelli) nell'anno t-1 sono di solito un buon indicatore del sentimento del mercato.

Figura 8: Ampiezza degli utili per lo S&P-500 e lo Stoxx Euro



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Per la definizione di ampiezza degli utili si veda la nota 4.

Come illustrato nel grafico 8, si tratta di un fenomeno diffuso, in quanto l'ampiezza delle revisioni degli utili⁴ si è nuovamente deteriorato su entrambe le sponde dell'Atlantico⁵. Ciò pone le premesse per un terzo anno consecutivo con una crescita degli EPS inferiore alla media in molti settori e, in termini di performance composta, uno dei peggiori periodi triennali dal 2000 sia per gli Stati Uniti che per l'Eurozona. Negli Stati Uniti, il settore immobiliare ha subito l'aggiustamento maggiore (oltre 300 pb) a causa della sua elevata sensibilità ai tassi d'interesse, mentre i titoli finanziari e i beni di consumo hanno subito un aggiustamento di oltre 150 pb. Anche i settori dell'energia e dei materiali continuano ad essere caratterizzati da un'elevata volatilità. Nell'Eurozona, le aspettative per il 2024 erano già basse, pertanto gli aggiustamenti in questi settori non sono stati così ampi come quelli osservati nelle telecomunicazioni e nella sanità.

Le imprese degli Stati Uniti e dell'Eurozona vedranno i loro indici di copertura degli interessi ridursi rispettivamente dell'1,7 e del 2,7 in termini aggregati⁶. Il deterioramento dell'ICR⁷ è già visibile (Figura 9). Sulla base delle attuali aspettative di utili per il 2024, delle nostre previsioni sui tassi d'interesse e della quota di debito che giungerà a scadenza l'anno prossimo, scopriamo che negli Stati Uniti i settori delle utilities e dell'immobiliare vedranno il loro ICR scendere al di sotto di 3,0x (con un calo di -0,55), mentre solo il settore delle telecomunicazioni migliorerà marginalmente il suo ICR (portandolo leggermente al di sopra di 4,0x). Nell'Eurozona, l'ICR sarà inferiore a quello del 2023 (7,1x contro l'attuale 9,8x), ma con una maggiore variabilità tra i settori. Sebbene la variazione dell'ICR del settore immobiliare possa sorprendere, attualmente si trova in territorio negativo a causa delle ingenti perdite di alcuni colossi del settore; di conseguenza, subirà un aumento nel 2024. Tuttavia, in uno scenario alternativo di assenza di crescita degli EPS, il rapporto di copertura degli interessi scenderebbe di un ulteriore -1 negli Stati Uniti e di -1,9 nell'Eurozona, raggiungendo uno dei livelli più bassi del secolo (in realtà, se escludiamo il 2008 e il 2020, guidati dal forte calo degli utili piuttosto che dall'aumento dei tassi di interesse, sarebbe il più basso dal 2003, cfr. Tabella 1 e Figura 9). Nel contesto del continuo calo della crescita degli utili, ciò rappresenta una duplice minaccia sia per la capacità di rimborso del debito nel 2024 sia, soprattutto, per la sostenibilità del debito a medio termine. Ciò comporta rischi al ribasso per l'attuale valutazione dei titoli azionari e, in misura minore, per le nostre previsioni di crescita azionaria di base, pari a +9% e +11% per il 2024 e il 2025 negli Stati Uniti e a +7% e +8% nell'Eurozona, sulla base della prevista normalizzazione della politica monetaria a partire dall'estate del 2024 negli Stati Uniti e poco dopo nell'Eurozona.

⁴ Calcolato come la quota netta di società di un determinato indice per le quali gli analisti hanno rivisto al rialzo (al ribasso) le previsioni per i 12 mesi successivi negli ultimi 3 mesi.

⁵ La crescita degli EPS per il 2024 è stata corretta anche per gli EM (-22bps, ma ci si aspetta ancora un grande rimbalzo) e per il Regno Unito (-86bps per il FTSE).

⁶ Si veda la nota a piè di pagina della Tabella 1 per comprendere appieno il campione utilizzato.

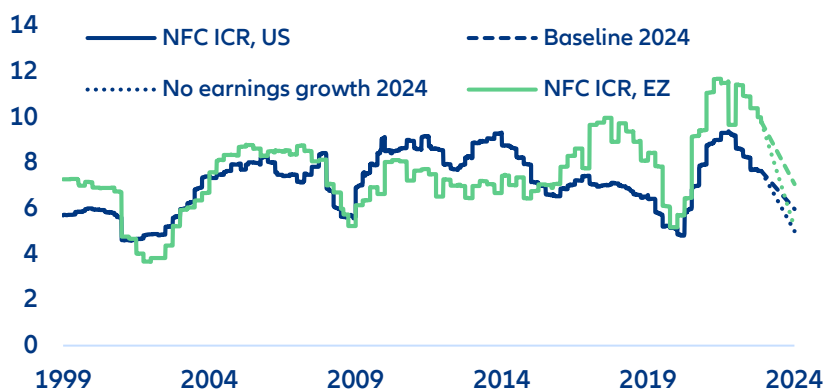
⁷ L'ICR è stato calcolato come EBIT diviso per gli interessi passivi netti. Pertanto, più è alto, migliore è la capacità di copertura degli interessi.

Tabella 1: Rapporto di copertura degli interessi per settore nell'S&P-500 e nello Stoxx Euro, in due scenari (base e nessun tasso di crescita degli EPS)

	S&P 500			Stoxx-600		
	Current	Baseline 2024	No EPS growth 2024	Current	Baseline 2024	No EPS growth 2024
Basic Materials	9.1	7.1	6.4	6.4	7.4	4.7
Consumer Discretionary	6.4	5.2	4.1	23.9	11.4	6.5
Consumer Staples	8.8	5.7	4.4	5.6	7.2	5.7
Energy	15.5	10.9	10.7	16.2	7.7	7.6
Health Care	9.6	8.3	5.1	7.1	7.8	4.9
Industrials	8.2	6.3	4.7	12.4	5.1	4.8
Real Estate	3.6	3.1	2.4	-6.5	2.4	-4.1
Technology	24.4	17.0	12.1	25.8	13.3	13.0
Telecommunications	4.1	4.6	3.4	3.0	3.8	3.2
Utilities	3.3	2.8	2.4	4.4	3.3	2.4
Overall	8.1	7.4	5.6	9.8	7.1	5.2

Fonti: IBES, LSEG Datastream, Allianz Research. I numeri aggregati escludono le società finanziarie negli Stati Uniti e le società finanziarie e immobiliari nell'Eurozona. L'assenza di crescita degli utili per il settore immobiliare non rappresenta un miglioramento dell'indicatore: a causa dell'EBIT negativo, una maggiore spesa per interessi aumenta il denominatore, rendendolo meno negativo. Questi numeri includono diverse ipotesi iniziali (soprattutto sui tassi di interesse e sul rifinanziamento del debito), la cui modifica altererebbe il quadro.

Figura 9: Evoluzione storica dell'ICR aggregato per le large cap statunitensi e dell'area dell'euro (ex-finanziarie)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. La legenda è comune per le linee tratteggiate e punteggiate.

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.