

Allianz Research | 26 Gennaio 2024

Il costo del cambio di rotta anticipato della Fed

Executive summary

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata

Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet

Senior Economist for US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach

Senior Investment Strategist
bjoern.griesbach@allianz.com

Ano Kuhanathan

Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maria Latorre

B2B Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Maddalena Martini

Senior Economist for Italy, Benelux & Greece
maddalena.martini@allianz.com

Questa settimana analizziamo tre questioni critiche:

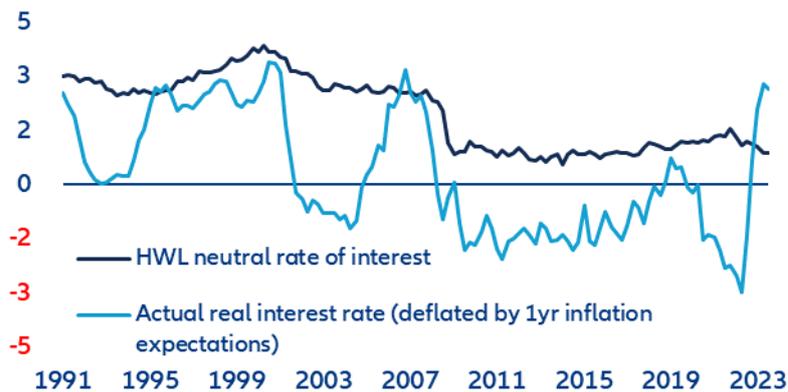
- **Il costo del cambio anticipato di rotta della Fed.** Mentre si prevede che il FOMC manterrà i tassi fermi la prossima settimana, i progressi sull'inflazione (nonostante le tensioni sul Mar Rosso) hanno portato alcuni operatori di mercato ad aspettarsi un cambio di rotta già a marzo 2024, provocando uno scollamento insolitamente grande tra l'orientamento monetario restrittivo della Fed e l'allentamento delle condizioni finanziarie, in particolare la vivacità del mercato azionario. Secondo le nostre stime, un taglio dei tassi della Fed a marzo potrebbe far salire l'inflazione di +0,5pp entro la fine dell'anno, al 2,9%, compromettendo potenzialmente la credibilità della banca centrale. A fronte di questo rischio di allentamento prematuro della politica monetaria, che porterebbe a nuove ondate di inflazione, ci aspettiamo che la Fed faccia un cambio di rotta solo a giugno..
- **Mar Rosso 0 - 1 Mancanza di scorte (tranne che per il settore automobilistico).** Con una domanda in calo dal 2022, la maggior parte dei settori manifatturieri è alle prese con un eccesso di scorte, soprattutto in Europa e in Cina. Da un lato, il rallentamento della liquidazione delle scorte in Europa potrebbe fornire un cuscinetto contro le potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento che potrebbero derivare da una crisi prolungata del Mar Rosso. Ma il settore automobilistico potrebbe non essere così fortunato: con un rapporto scorte/vendite molto basso, il settore è molto sensibile agli shock di fornitura derivanti dalla crisi del Mar Rosso e le aziende non sembrano aver imparato dalla recente crisi di fornitura. D'altra parte, l'aumento delle scorte sta già intaccando il potere di determinazione dei prezzi delle aziende europee e statunitensi, soprattutto nei settori del tessile, dei mobili, dei metalli, della carta e dei prodotti chimici. L'assorbimento dei costi dovrebbe essere la norma nel 2024.
- **L'Eurozona è sulla buona strada per il suo atterraggio morbido.** Sebbene i consumi e gli investimenti privati rimangano contenuti, il mercato del lavoro continua a essere eccezionalmente forte e i redditi reali sono in aumento, migliorando finalmente le prospettive per i consumi privati. L'output gap è ora significativamente negativo, il che lascia spazio a un recupero meccanico dei livelli potenziali. Inoltre, gli indici PMI di gennaio suggeriscono una limitata forza recessiva aggiuntiva, poiché l'attività delle imprese nel settore manifatturiero è migliorata fino a raggiungere la lettura più alta degli ultimi dieci mesi, sebbene a livelli ancora bassi. Gli indicatori dei prezzi rivelano pochi rischi di rialzo per le prospettive di inflazione dell'Eurozona e, con i prezzi dell'energia che rimangono stabili, continuiamo a prevedere che la disinflazione guadagnerà trazione e

consentirà un primo taglio dei tassi della BCE a luglio. L'ultima indagine sui prestiti bancari della BCE mostra che l'impatto più significativo dell'inasprimento ha superato il picco.

Il costo del cambio anticipato di rotta della Fed

Si prevede che nella riunione della prossima settimana il FOMC manterrà lo status quo restrittivo, mantenendo il tasso dei Fed Funds nella fascia obiettivo del 5,25-5,5%. Si tratterà della quarta riunione consecutiva in cui la Fed ha mantenuto ferme le impostazioni monetarie, a sei mesi dall'ultima mossa politica (aumento dei tassi di 25 pb nel luglio 2023). Il tasso reale dei Fed funds è attualmente di 200 pb al di sopra del livello neutrale stimato (Figura 1).

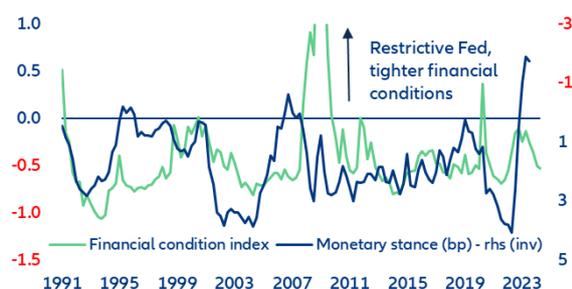
Figura 1: Tasso di interesse neutrale e tasso di interesse reale della Fed (%)



Fonti NY Fed, LGSE Datastream, Allianz Research

Incoraggiati dai progressi in materia di inflazione, i mercati hanno registrato un'impennata dall'inizio dell'anno e alcuni partecipanti si aspettano un cambio di rotta già nel marzo 2024. Ma un significativo allentamento delle condizioni finanziarie dovrebbe aiutare la Fed a mantenere la rotta. Finora, la crisi del Mar Rosso non ha aumentato le aspettative di inflazione, con le indagini congiunturali statunitensi di inizio gennaio per il settore manifatturiero (Empire State, Philly Fed) che non mostrano segni di accelerazione dei prezzi. In questo contesto, alcuni operatori di mercato prevedono che la Fed potrebbe iniziare il suo ciclo di allentamento nel marzo 2024. Tuttavia, ciò ha portato a un significativo allentamento delle condizioni finanziarie generali dalla metà del 2023, nonostante la politica sempre più restrittiva della Fed. Una simile discrepanza si è già verificata in occasione di precedenti episodi di inasprimento (1994-95, 2005-06, 2018-19), ma non è mai stata così ampia (Figura 2). L'allentamento delle condizioni finanziarie potrebbe diventare un problema urgente per la Fed se portasse a un aumento dell'inflazione attraverso l'incremento della spesa, soprattutto in un contesto in cui l'inflazione è diventata più reattiva alla domanda aggregata in presenza di un basso tasso di disoccupazione rispetto ai posti vacanti (ovvero la curva di Phillips è più ripida, Figura 3).

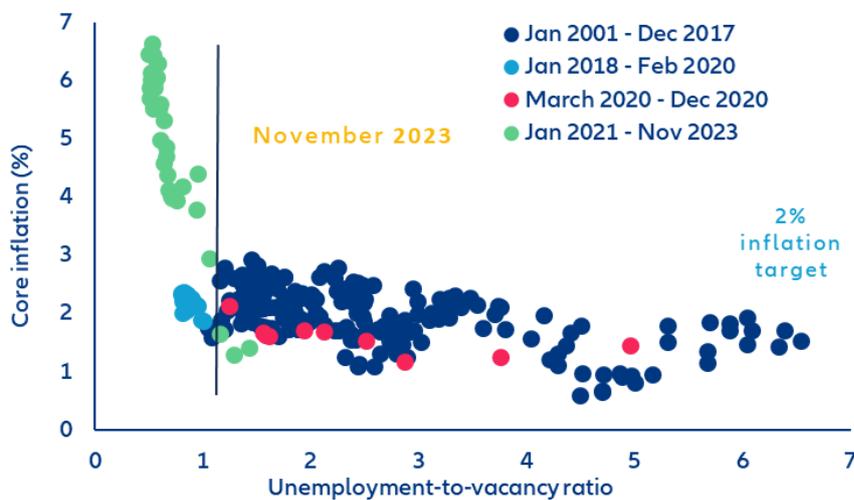
Figura 2: Posizione monetaria e condizioni finanziarie della Fed



Fonti: Chicago Fed, LGSE Datastream, Allianz Research. Nota: l'orientamento monetario è misurato come la differenza tra il tasso neutrale HLW e il tasso reale effettivo (deflazionato dalla misura delle aspettative di inflazione a 1 anno della Fed di Cleveland) dei Fed funds..

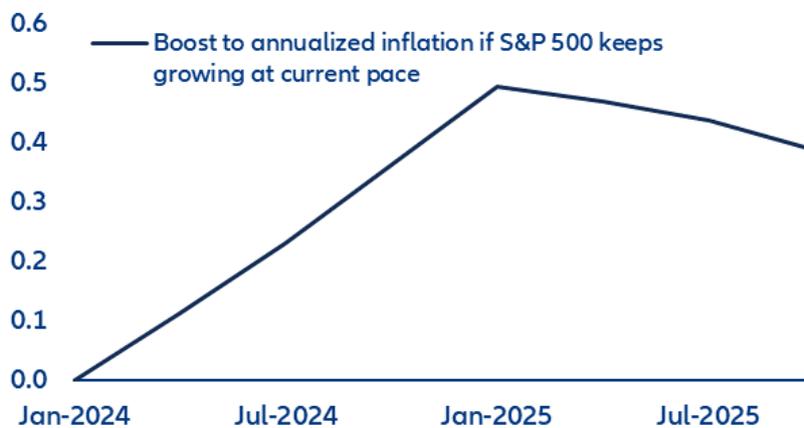
Riteniamo che un taglio anticipato dei tassi a marzo potrebbe far salire l'inflazione di +0,5pp entro la fine dell'anno, portandola in media vicino al 3%. In questo contesto, ci aspettiamo che la Fed si muova solo a giugno. Ipotizzando che l'S&P 500 cresca allo stesso ritmo (circa +1,5% su base annua, ovvero circa il 5% su base trimestrale) - sostenuto dalla prospettiva e poi dalla realizzazione di un taglio della Fed a marzo - calcoliamo l'impatto sull'inflazione utilizzando il nostro indice delle condizioni finanziarie interno e una curva di Phillips stimata (ripida). Secondo le nostre stime, rispetto alla situazione di base, l'inflazione annualizzata aumenterebbe di circa 0,5 punti percentuali tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025. Rispetto alle ultime proiezioni economiche del FOMC, ciò significherebbe che l'inflazione sarebbe al +2,9% invece che al +2,4%. La politica monetaria opera con un ritardo rispetto all'attività economica e all'inflazione. Di conseguenza, anche se gli indicatori prospettici indicano ancora un indebolimento dell'inflazione nei prossimi sei mesi o giù di lì, c'è chiaramente il rischio che l'inflazione torni a salire più avanti. In questo contesto, ci aspettiamo che i funzionari del FOMC si oppongano alle scommesse del mercato su un taglio dei tassi a marzo - cosa che il governatore della Fed Waller ha già fatto la scorsa settimana in un discorso ("non c'è motivo di muoversi così velocemente o di tagliare così rapidamente come in passato") - per evitare di agire prematuramente e dover fare marcia indietro in caso di ripresa dell'inflazione..

Figura 3: Curva di Phillips: inflazione core vs rapporto tra disoccupazione e posti di lavoro



Fonti: LGSE Datastream, Allianz Research

Figura 4: spinta all'inflazione se l'S&P 500 continua a crescere al ritmo attuale (pp)

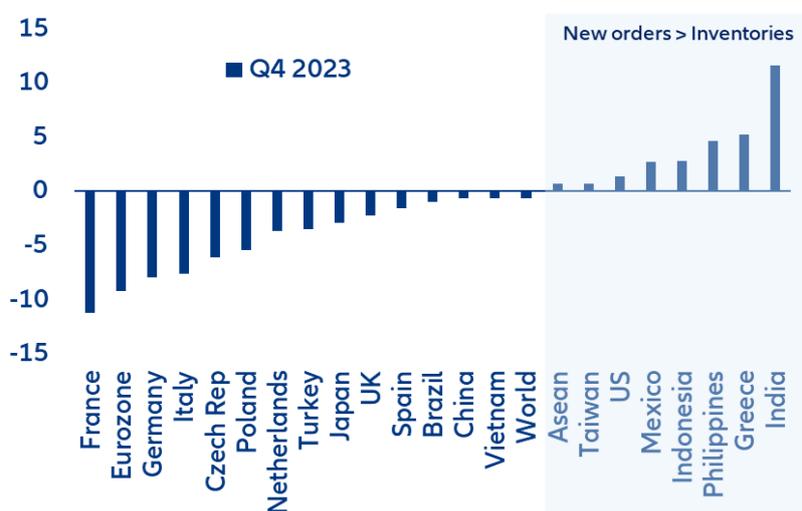


Fonti: LGSE Datastream, Allianz Research

Mar Rosso 0 - 1 Mancanza di scorte (tranne che per il settore automobilistico)

Con una domanda in calo dal 2022, la maggior parte dei settori manifatturieri è alle prese con un eccesso di scorte, soprattutto in Europa e in Cina. La perdita di potere d'acquisto reale ha frenato in modo significativo la domanda di beni da parte dei consumatori, rendendo difficile per le aziende ridurre le scorte elevate ereditate dalla corsa post-pandemia all'accumulo di scorte "just in case". Mentre i nuovi ordini hanno superato i livelli delle scorte (Figura 5) negli Stati Uniti e in alcune economie emergenti (come India, Messico e Asean), le aziende manifatturiere europee stanno chiaramente lottando per ridurre le eccedenze. Nel 2023, l'aumento dei costi legati alle scorte sarà pari a due giorni di fatturato (giorni di inventario - DI) per i Paesi dell'Europa occidentale per tutti i settori in media, contro quasi 0 negli Stati Uniti, con i prodotti chimici, computer e telecomunicazioni, costruzioni, macchinari e attrezzature, metalli e mezzi di trasporto più colpiti. Complessivamente, le imprese statunitensi hanno un rapporto scorte/vendite pari in media a 12,9, inferiore alla media dell'Europa occidentale, pari a 20,6. Ciò suggerisce che le aziende europee stanno liquidando le scorte più lentamente e sono quindi meno efficienti dal punto di vista operativo, il che potrebbe mettere a rischio i margini, in particolare nell'attuale contesto di aumento delle tariffe di spedizione, poiché riteniamo che la maggior parte delle aziende dovrà assorbire gran parte di questi aumenti se vuole destoccare più rapidamente.

Figura 5: Inventari e nuovi ordini per paese nel 4° trimestre 2023

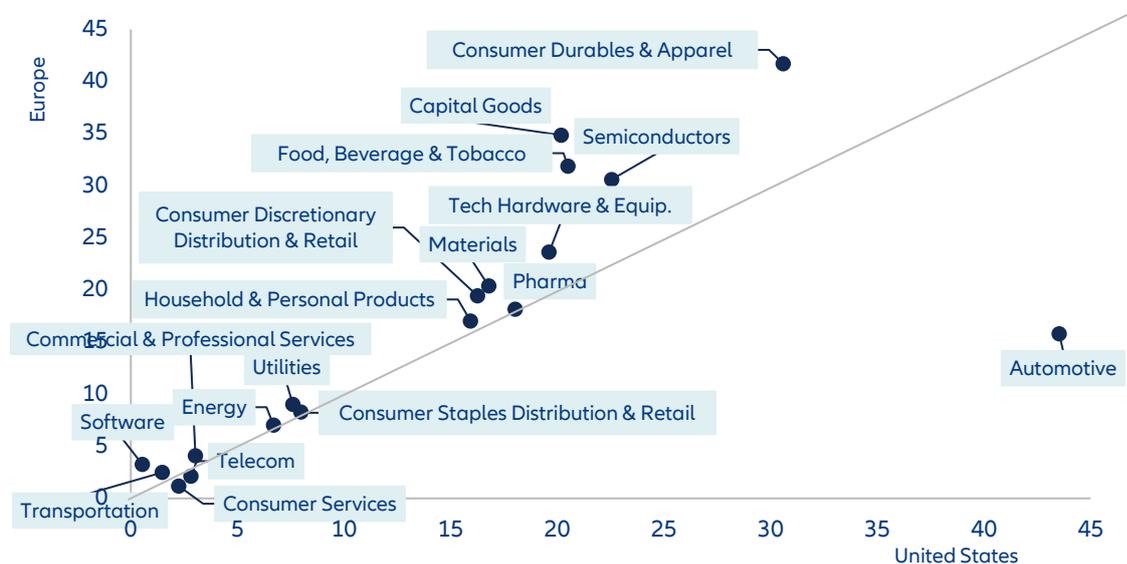


Fonte: S&P Markit PMI, Allianz Research

Da un lato, il rallentamento della liquidazione delle scorte in Europa potrebbe fornire un cuscinetto contro le potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento che potrebbero derivare da una crisi prolungata del Mar Rosso. Ma il settore automobilistico sta affrontando sfide importanti. Gli elevati livelli di scorte significano che le aziende europee possono sopportare tempi di consegna più lunghi, almeno per qualche mese. Ad esempio, il settore dei beni di consumo durevoli e dell'abbigliamento dipende fortemente dalle spedizioni dall'Asia, ma presenta anche il più alto rapporto scorte/vendite (41,7) in Europa. Di conseguenza, le aziende di questo settore potrebbero essere risparmiate dagli effetti dell'interruzione della catena di approvvigionamento, anche se non saranno in grado di trasferire ai consumatori i costi di trasporto più elevati per rimanere sufficientemente economici per il destoccaggio. Tuttavia, il settore automobilistico europeo potrebbe non essere così fortunato. Con un rapporto inventario/vendite molto basso (15,7, inferiore alla media europea di tutto il settore, pari a 20,6, e ben al di sotto della media automobilistica statunitense, pari a 43,5), il settore è molto sensibile ai potenziali shock di approvvigionamento derivanti dalla crisi del Mar Rosso. E le case automobilistiche europee non sembrano aver imparato dall'esperienza passata: Nonostante la crisi del 2020, le aziende non hanno adeguatamente ridimensionato le loro esigenze di produzione a breve termine, e alcuni produttori di apparecchiature originali (OEM) sono stati addirittura costretti a interrompere la produzione a causa dei ritardi nelle forniture dovuti al conflitto in Medio Oriente. In un momento in cui gli OEM statunitensi e cinesi hanno ridotto i prezzi dei veicoli (in particolare per i veicoli elettrici), è improbabile che gli operatori europei siano in grado di rimanere fuori dalla

guerra dei prezzi, poiché perdere quote di mercato non è un'opzione. In questo contesto, ci aspettiamo che le case automobilistiche europee assorbano gran parte dell'aumento dei costi di trasporto piuttosto che trasferirlo al consumatore finale.

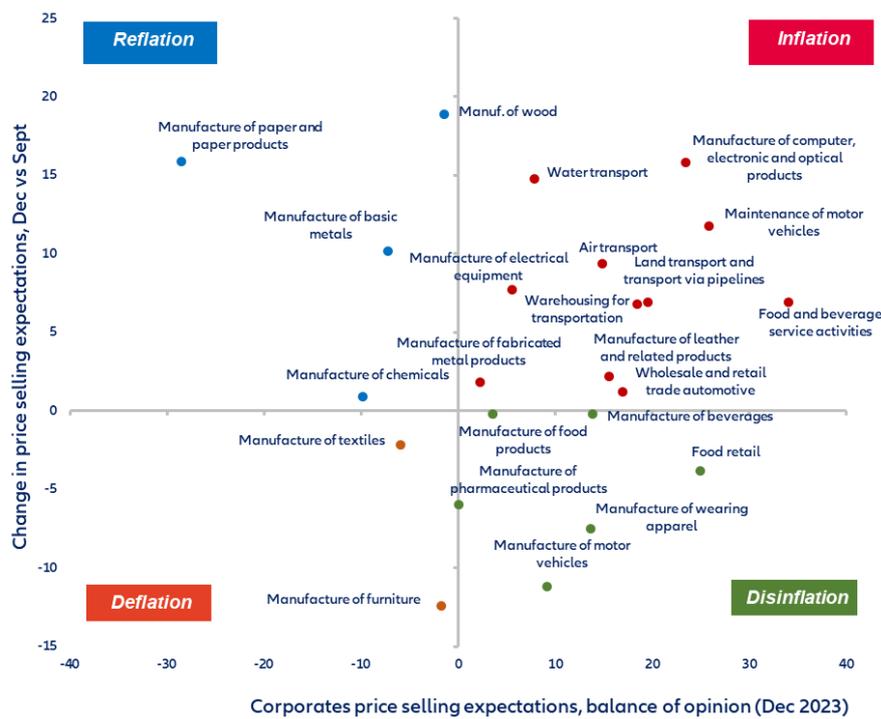
Figura 6: Rapporto scorte/vendite, Europa occidentale (asse Y) e Stati Uniti (asse X)



Fonti: Bloomberg (media per settore, solo società quotate in borsa, dati degli ultimi 12 mesi al 23 gennaio 2024), Allianz Research

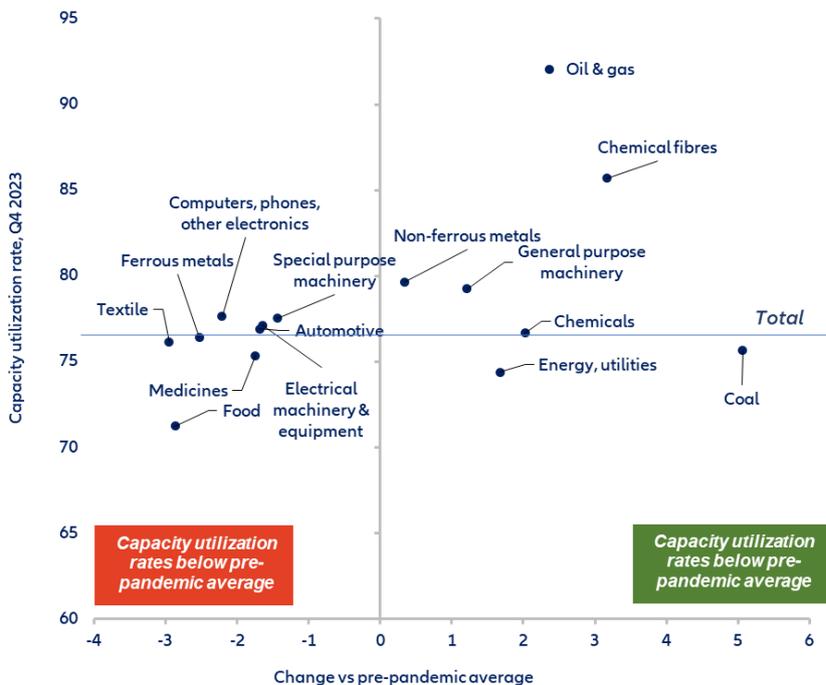
D'altra parte, l'aumento delle scorte sta già intaccando il potere di determinazione dei prezzi delle aziende europee e statunitensi, soprattutto nei settori del tessile, dei mobili, dei metalli, della carta e dei prodotti chimici. L'assorbimento dei costi dovrebbe essere la norma nel 2024. Maggiori scorte significano maggiori costi di stoccaggio e manutenzione (dove le pressioni inflazionistiche rimangono elevate), portando parallelamente a un aumento del fabbisogno di capitale circolante e quindi a una riduzione dei margini di profitto. Inoltre, le aziende stanno perdendo il potere di determinazione dei prezzi in un contesto di domanda vacillante. Confrontando le aspettative di prezzo di vendita delle aziende tra settembre e dicembre 2023 (Figura 7), scopriamo che mentre la maggior parte dei settori manifatturieri e dei servizi rimane in un contesto leggermente inflazionistico, con un saldo di opinioni ancora positivo, molti sono entrati in una fase deflazionistica. In Cina, le eccedenze hanno già spinto gli esportatori a diminuire i prezzi dallo scorso autunno per aumentare i volumi. Prevediamo che questa tendenza continui, in particolare per i beni dei settori in cui le scorte sono elevate (Figura 8), soprattutto in prossimità delle festività del Capodanno lunare che dovrebbero stimolare i consumi, limitando l'impatto sui prezzi di vendita complessivi, almeno nei prossimi mesi. Se si considera la capacità delle imprese di assorbire l'aumento dei costi per tutto il 2023 - misurata in base al rapporto tra la crescita dei prezzi della produzione e quella dei prezzi degli input - si nota che le imprese cinesi e statunitensi si distinguono per un assorbimento dei costi elevato e in crescita, mentre altri mercati (Asean) si attestano su livelli confortevoli ma in calo (Figura 9). Al contrario, la maggior parte delle aziende europee ha assorbito meno del 50% dell'aumento dei prezzi degli input. Per proteggere le quote di mercato, nel 2024 saranno necessari maggiori sforzi.

Figura 7: Aspettative di vendita dei prezzi per settore, dicembre 2023 (livello) e variazione da settembre 2023



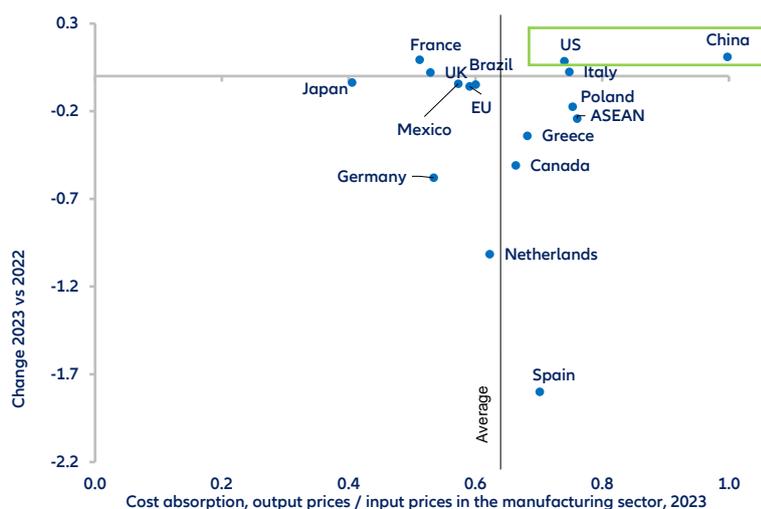
Fonti: Commissione Europea, Allianz Research

Figura 8: Tassi di utilizzo della capacità produttiva nei settori manifatturieri in Cina, %



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

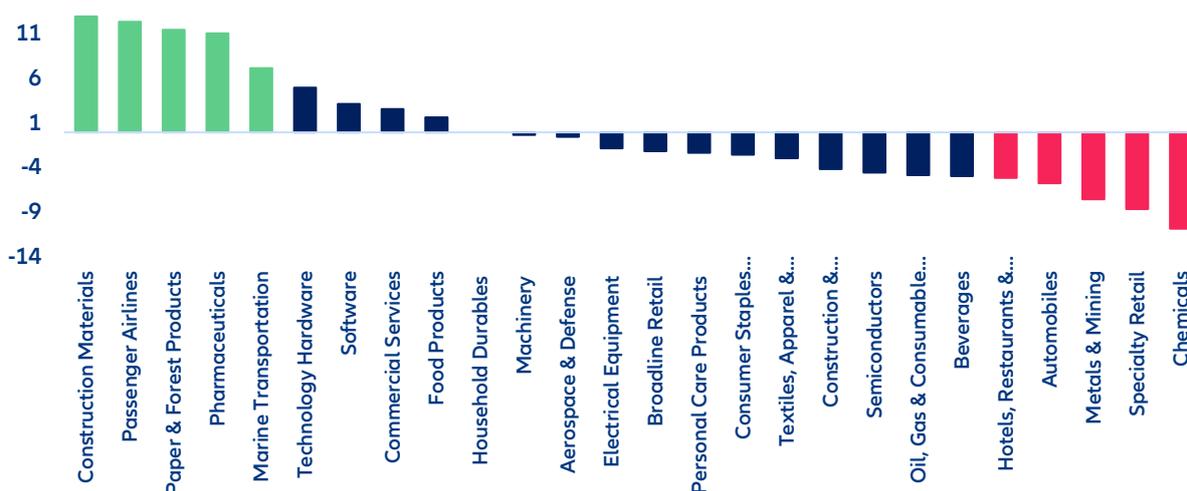
Figura 9: Capacità di assorbimento dei costi per le imprese in paesi specifici, %



Fonti: S&P Markit PMI, Allianz Research

Le aspettative del mercato confermano una compressione dei margini per molti settori in Europa. 16 dei 26 settori europei hanno visto rivedere al ribasso le proprie aspettative di utile per azione (EPS) (Figura 10) rispetto ai livelli di tre mesi fa. Ciò suggerisce che questi settori non saranno in grado di trasferire l'aumento dei costi di trasporto e quindi non si può prevedere un miglioramento significativo della redditività nel contesto attuale. Il settore chimico è quello che ha subito la maggiore revisione al ribasso (-10,8% rispetto a ottobre 2023) a causa dei timori di ritardi nelle forniture e di un aumento dei costi per un settore ad alta intensità energetica, fortemente dipendente dall'Asia e già indebolito dalle conseguenze del conflitto in Ucraina. Anche il settore automobilistico ha subito una significativa revisione al ribasso (-5,7%). Al contrario, le stime sugli utili sono state recentemente aggiornate per nove settori, tra cui quello dei trasporti marittimi (+7,2%), grazie alla continua ascesa dei noli globali (indice composito mondiale: +127% su base annua e +82% su base annua).

Figura 10: Revisioni degli analisti sugli utili (EPS), oggi rispetto alla variazione a tre mesi (%), Europa

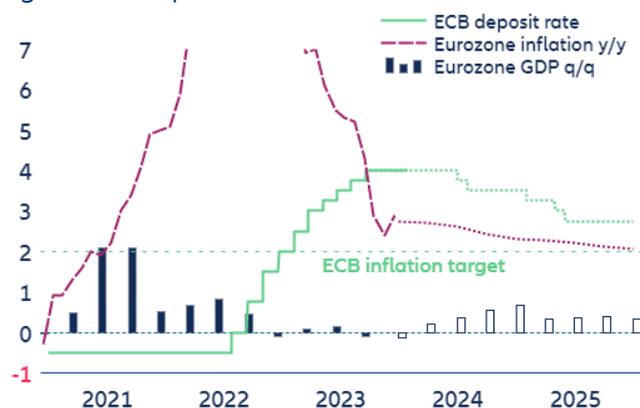


Fonti: Bloomberg al 23 gennaio 2024, Allianz Research

L'Eurozona è sulla buona strada per il suo atterraggio morbido

Una probabile recessione tecnica nella seconda metà del 2023 non fa deragliare la nostra previsione di un lento rimbalzo nel 2024. La prossima settimana, i dati sul PIL dell'Eurozona per il quarto trimestre dovrebbero mostrare un altro calo, confermando probabilmente una recessione tecnica dopo il -0,1% del terzo trimestre. Inoltre, questo dato indica una tendenza preoccupante, dato che a quel punto la regione avrà ristagnato per cinque trimestri consecutivi. I consumi e gli investimenti privati rimangono contenuti, fortemente influenzati dagli alti tassi di interesse e dalla continua pressione della diminuzione dei salari reali. Tuttavia, non vediamo una recessione più marcata, ma rimaniamo fedeli alla nostra previsione di una morbida ripresa dell'attività economica nel corso del 2024. In primo luogo, il mercato del lavoro continua a essere eccezionalmente forte, con un tasso di disoccupazione al minimo storico del 6,4%. Inoltre, i redditi reali stanno per aumentare grazie al proseguimento della disinflazione, rivitalizzando finalmente i consumi privati (si veda il nostro ultimo settimanale). In secondo luogo, l'output gap è ora significativamente negativo. Poiché non vediamo una variazione della crescita potenziale, la produzione dovrà prima o poi raggiungere meccanicamente il suo livello potenziale. Infine, è probabile che la BCE tagli i tassi in estate, in un contesto di disinflazione in atto, fornendo un po' di vento di coda nella seconda metà di quest'anno (Figura 11).

Figura 11: Prospettive economiche dell'Eurozona

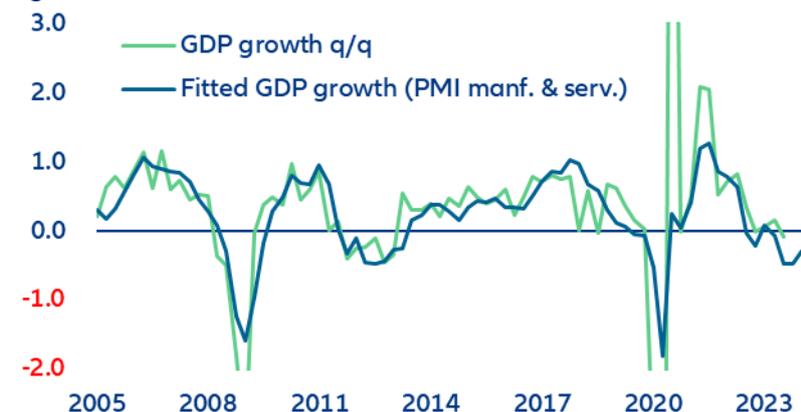


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'ultima indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) pubblicata all'inizio di questa settimana ha già portato alcune notizie positive, nonostante le condizioni generali rimangano rigide. Le condizioni aggregate del BLS per il quarto trimestre sono migliorate al livello migliore da quando la BCE ha iniziato ad alzare i tassi nell'estate del 2022, lasciando intendere che l'impatto più significativo della stretta potrebbe essere ormai passato. Il saldo netto delle banche che hanno segnalato un inasprimento degli standard per le imprese è sceso dal precedente 12% al 4% e per i prestiti per l'edilizia abitativa dall'11% al 2% - il numero più basso per entrambi dall'inizio del 2022..

Allo stesso modo, i dati PMI di gennaio suggeriscono una limitata forza recessiva aggiuntiva, in quanto l'attività aziendale nel settore manifatturiero è migliorata raggiungendo la lettura più alta degli ultimi dieci mesi, sebbene a livelli ancora bassi. Il miglioramento del PMI manifatturiero di poco più di 2 punti a 46,6 per l'aggregato dell'Eurozona suggerisce una moderazione della contrazione dell'attività. Questo dato si accompagna a un miglioramento dei nuovi ordini a 44,6 e dei nuovi ordini all'esportazione a 45,1. Pur rimanendo in territorio di contrazione, questi sono i livelli più alti registrati dall'aprile 2023. Mentre l'attività commerciale nel settore dei servizi non è migliorata (48,4, in calo di 0,4 punti rispetto a dicembre), un semplice modello che utilizza i numeri PMI del settore manifatturiero e dei servizi come input indica che il minimo dell'attività economica dovrebbe essere alle spalle (Figura 12).

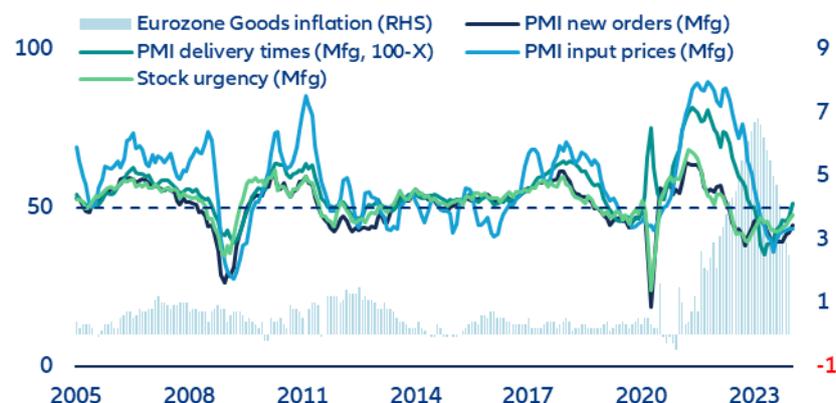
Figura 12: Crescita del PIL dell'Eurozona e modello PMI adattato



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Anche gli indicatori di prezzo rivelano pochi rischi di rialzo per le prospettive di inflazione dell'Eurozona, nonostante l'aumento dei costi di trasporto a seguito dell'escalation del conflitto nel Mar Rosso. Poiché le navi provenienti dall'Asia e dirette in Europa devono ancora fare il giro dell'Africa, i noli continuano a salire. Il prezzo di un container da Shanghai a Rotterdam è aumentato del +372% dall'inizio di novembre e del +38% su base annua, raggiungendo livelli mai visti dall'ottobre 2022. Sorprendentemente, questo sviluppo non si è tradotto in un aumento dei prezzi, secondo l'ultima pubblicazione del PMI. Anche se i tempi di consegna sono tornati ad aumentare per la prima volta da un anno a questa parte, la maggior parte delle aziende riferisce di un'ulteriore diminuzione dei prezzi dei fattori produttivi, dato che la relativa componente del PMI è rimasta stabile a 42,3 (Figura 13). Allo stesso modo, la componente dei prezzi alla produzione è scesa di -0,3 punti a 48,6. Parte della spiegazione sta nel fatto che il 2024 è per molti versi diverso dal 2022, caratterizzato da un'inflazione alle stelle nell'Eurozona. All'epoca, l'economia era appena uscita dalla crisi di Covid-19, con una domanda in aumento e scorte esaurite. Oggi, la domanda economica aggregata nell'Eurozona è molto più debole e i libri degli ordini sono vuoti. Questo dovrebbe limitare i rischi di inflazione al rialzo, soprattutto considerando che i beni rappresentano solo il 26% dell'indice CPI totale. Tuttavia, alcuni settori più esposti al commercio con la regione indo-pacifica potrebbero trovarsi in difficoltà nel gestire la situazione del Mar Rosso, se questa dovesse protrarsi più a lungo del previsto. Tra i beni, l'abbigliamento, le apparecchiature elettroniche e meccaniche hanno le più alte intensità di importazione quando si tratta di commercio con l'Asia (Figura 14).

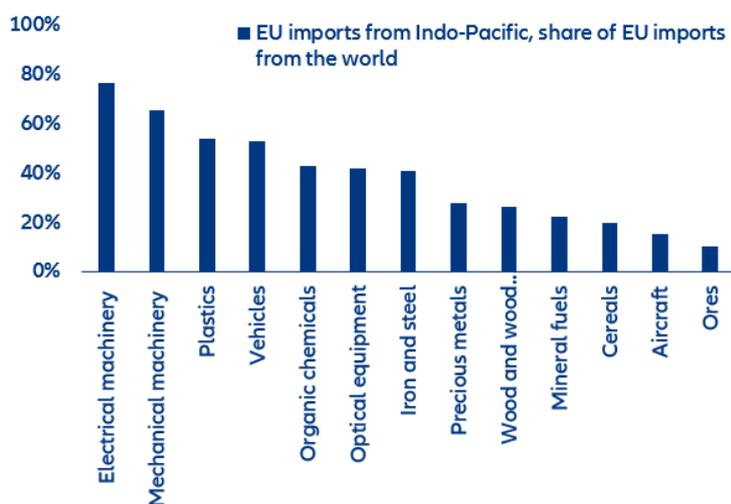
Figura 13: Sottocomponenti del PMI e inflazione dei beni dell'Eurozona in %.



Fonti: S&P Markit PMI, LSEG Datastream, Allianz Research.

Nota: L'urgenza delle scorte è definita come quantità di acquisti - scorte di acquisti + 50.

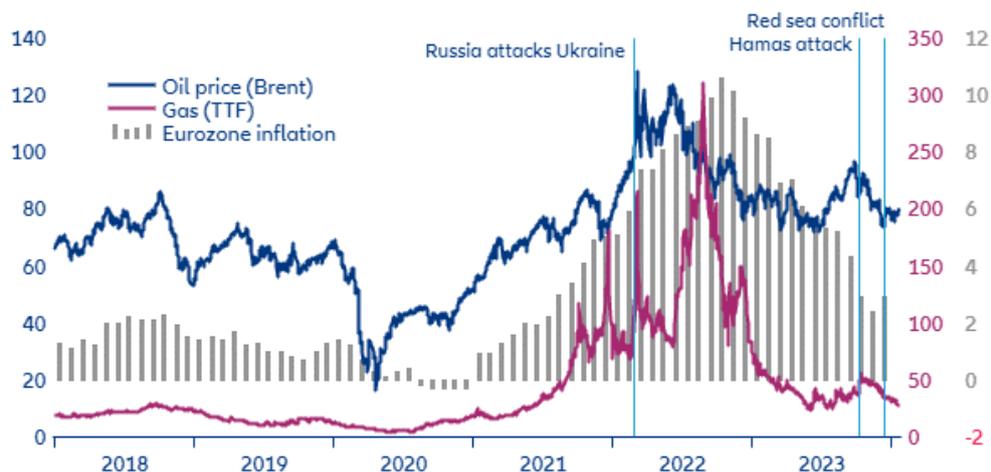
Figura 14: Dipendenza del settore UE dal Canale di Suez



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Inoltre, con i prezzi dell'energia stabili, un fattore chiave che ha determinato l'impennata dell'inflazione nel 2022 rimane finora assente, a sostegno della nostra previsione di una disinflazione in corso e di un potenziale allentamento monetario, anche se a un ritmo più lento rispetto agli attuali prezzi di mercato. La Figura 15 illustra l'impatto iniziale dell'aumento dei prezzi del petrolio e del gas in Europa nel 2021, esacerbato dall'invasione russa dell'Ucraina che ha causato significative interruzioni delle forniture di gas. Tuttavia, dall'attacco di Hamas a Israele del 7 ottobre 2023, i prezzi del petrolio e del gas hanno continuato a scendere, anche dopo che gli attacchi degli Houthi nel Mar Rosso hanno alterato le rotte di navigazione. Il conflitto nel Mar Rosso rallenterà il processo di disinflazione, ma non lo fermerà, rendendoci fiduciosi di un prossimo allentamento monetario che sosterrà ulteriormente la ripresa europea nella seconda metà del 2024.

Figura 15: Prezzi del petrolio e del gas rispetto all'inflazione dell'Eurozona in percentuale



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

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