

Allianz Research

Le "cinque D" di un'inflazione strutturalmente più elevata

21 Febbraio 2023

Executive Summary

Negli ultimi decenni, e soprattutto dopo la crisi finanziaria globale (GFC), i fattori strutturali hanno causato un calo secolare dell'inflazione. La globalizzazione, la digitalizzazione e l'invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate sono state forti forze disinflazionistiche.

Gli shock negativi sul lato dell'offerta causati dalle recenti crisi hanno invertito questa tendenza: l'inflazione è aumentata a causa delle misure di contenimento (che hanno limitato le catene di approvvigionamento) o delle sanzioni sulle importazioni di energia dalla Russia (che hanno fatto aumentare i prezzi di gas e petrolio). Se da un lato la creazione di catene di approvvigionamento più resistenti e l'onshoring potrebbero rallentare il ritmo della globalizzazione (e quindi far ripartire l'inflazione a causa dell'irrigidimento dei mercati del lavoro), dall'altro l'aumento dei prezzi dell'energia rappresenta un nuovo fattore strutturale, che probabilmente persisterà anche se la guerra in Ucraina dovesse terminare.

Vediamo cinque fattori strutturali - le cinque D - che determineranno il corso dell'inflazione nel lungo periodo: decarbonizzazione, demografia, digitalizzazione, deglobalizzazione e debito. L'effetto netto di questi fattori sarà inflazionistico, con variazioni significative tra i vari Paesi. L'offerta di lavoro è in calo, il che aumenta la pressione salariale (demografia). I costi aumentano direttamente (decarbonizzazione o aumento dei prezzi del carbonio) o indirettamente (deglobalizzazione). Il potere di determinazione dei prezzi delle aziende sta aumentando (digitalizzazione). Inoltre, l'aumento dei livelli di debito potrebbe generare una distorsione dell'inflazione, che a sua volta potrebbe minacciare l'indipendenza delle banche centrali se le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito dovessero interferire con la definizione di un orientamento monetario volto a mantenere i prezzi al livello dell'inflazione target.

Tuttavia, l'impatto sull'inflazione di questi fattori può cambiare ed è significativamente influenzato dallo sviluppo economico e dalle scelte politiche che riguardano il lato dell'offerta. Il calo della forza lavoro, ad esempio, può essere mitigato da contromisure volte ad aumentare i tassi di attività (ad esempio, un maggior numero di lavoratori anziani e di donne occupate a tempo pieno). L'impatto sull'inflazione della de-globalizzazione - o più precisamente del disaccoppiamento dalla Cina - dipende fortemente dalle circostanze geopolitiche.

Anche il lato della domanda non può essere ignorato. La decarbonizzazione è un caso emblematico. Più alto è il prezzo del carbonio, più rapida è la transizione dei sistemi energetici dai combustibili fossili - e minore è l'impatto inflazionistico del consumo energetico. Lo stesso vale per la demografia: le persone anziane in genere consumano meno e in modo diverso, il che può avere un effetto **disinflazionistico**

grazie ai maggiori risparmi (soprattutto se i sistemi di previdenza sociale forniscono una minore protezione finanziaria in età avanzata). Infine, gli investimenti nell'innovazione e nell'automazione (ad esempio, l'intelligenza artificiale) potrebbero comportare maggiori aumenti di produttività, che smorzano l'inflazione.

Pertanto, l'impatto effettivo o corretto dell'inflazione potrebbe essere notevolmente diverso dall'impulso iniziale. Nel lungo periodo, la pressione inflazionistica più forte è rappresentata dalla demografia, dalla deglobalizzazione e dall'indebitamento, poiché si tratta di tendenze più difficili da mitigare e che potrebbero addirittura peggiorare ulteriormente. Nel complesso, le cinque D potrebbero aumentare significativamente l'inflazione annuale (fino a 1pp).

1. La fine della coincidenza divina: dalla disinflazione all'inflazione dilagante

L'inflazione è determinata da fattori sia ciclici che strutturali.

Il tasso di inflazione comprende un'ampia base di beni e servizi di consumo. I prezzi delle materie prime e dei prodotti alimentari tendono a essere componenti dell'inflazione più volatili e, quindi, a influenzare temporaneamente l'inflazione. La maggior parte delle banche centrali mira a un tasso di inflazione basso e stabile nel medio termine (di solito il 2%), il che equivale a fissare un obiettivo di inflazione come obiettivo di stabilità dei prezzi. Esaminano le variazioni a breve termine dell'inflazione che si discostano dall'obiettivo di crescita dei prezzi (come gli shock da spinta dei costi dovuti ai prezzi delle materie prime, al tasso di cambio, ai vincoli di capacità) e si basano maggiormente sulle misure dell'inflazione sottostante per determinare la loro posizione monetaria (in particolare l'inflazione di fondo, che esclude i prezzi dell'energia e degli alimenti). Tuttavia, le dinamiche dell'inflazione sono influenzate anche da cambiamenti gradualmente dei fattori strutturali, che influenzano la domanda e l'offerta di beni e servizi. Ad esempio, questi cambiamenti possono derivare sia da fattori interni (come l'invecchiamento della popolazione e la sua crescente propensione al risparmio) che esterni (come la crescente integrazione del commercio e del mercato del lavoro attraverso la globalizzazione). Data la loro natura graduale ma persistente, i cambiamenti strutturali hanno un impatto duraturo sulle componenti dell'inflazione e, pertanto, potrebbero alterare materialmente le dinamiche dell'inflazione su un orizzonte temporale più lungo.

Negli ultimi decenni, e soprattutto dopo la crisi finanziaria globale (GFC), i fattori strutturali hanno causato un calo secolare dei tassi di inflazione. La nostra analisi delle variazioni dell'inflazione nei Paesi membri dell'OCSE a partire dagli anni 2000 mostra che la globalizzazione ha contribuito in modo significativo a una crescente convergenza dei tassi di inflazione e a una diminuzione della volatilità. In particolare, le stime ricorsive riportate nella Figura 1 mostrano un'elevata rilevanza statistica ed economica della produttività del lavoro, della contrazione della forza lavoro e della globalizzazione come forze disinflazionistiche, che hanno acquisito maggiore importanza nel corso del tempo.

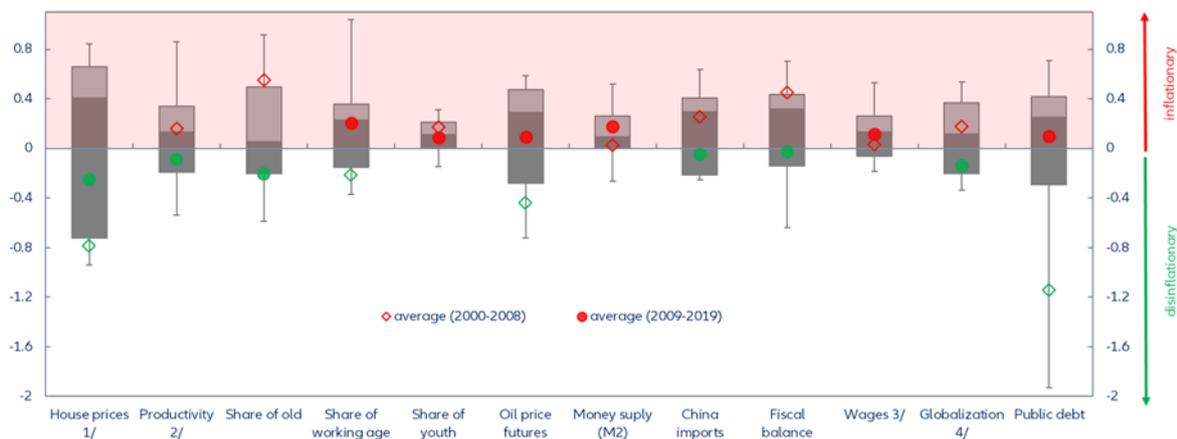


Figura 1: Fattori strutturali dell'inflazione globale (paesi OCSE): Coefficienti bayesiani delle variabili esplicative (2000-2019)

Fonti: Bloomberg LP, Haver, IFS, IMF World Economic Outlook, IMF-Real Estate Index, Refinitiv Datastream, Nazioni Unite, Jobst (2016), Allianz Research. Nota: 1/ indice dei prezzi reali delle case; 2/ produzione oraria; 3/ salari orari nominali; 4/ apertura=importazioni mondiali/PIL mondiale. L'inflazione globale è misurata come la componente principale dei tassi di inflazione de-trended di tutti i Paesi OCSE. La stima è stata completata utilizzando il Bayesian model averaging (BMA) per risolvere un problema di regressione canonica con 26 variabili esplicative (Fernandez e altri, 2001). I risultati presentati mostrano le variabili più rilevanti (classificate in base alla loro probabilità di inclusione posteriore (PIP)), che sono state incluse almeno una volta nei 50 migliori modelli contenenti i predittori più efficienti del valore osservato (cioè l'inflazione globale) su una finestra di stima mobile di cinque anni (a partire dal primo trimestre del 2000) con aggiornamento trimestrale. Le stime sono state generate utilizzando un priore casuale e 5.000 iterazioni di 1.000 estrazioni tramite una simulazione Markov Chain Monte Carlo. I boxplot includono la media per due periodi di tempo distinti (diamante (2000-2008) e punto (2009-2019)), nonché il 25° e il 75° percentile (riquadro grigio, con il cambio di tonalità che indica la mediana), e il 90° e il 10° percentile (baffi) per l'intero periodo campione..

L'impatto disinflazionistico dei fattori strutturali ha coinciso con un cambiamento dei mandati delle banche centrali. Durante il periodo di alta inflazione tra i primi anni '70 e fino alla metà degli anni '80, i tassi di inflazione nella maggior parte delle economie avanzate superavano il 10% (ad eccezione di Germania e Svizzera). Solo alla fine degli anni '80, quando diverse banche centrali si sono orientate verso l'inflation targeting e quindi verso un orientamento più aggressivo della politica monetaria, l'inflazione si è ridotta e stabilizzata a livelli più bassi, con una minore dispersione tra i Paesi.

La ricetta per l'orientamento della politica monetaria è stata sempre più improntata al raggiungimento della "divina coincidenza" di mantenere stabile l'inflazione e di creare condizioni di finanziamento che permettessero di mantenere l'attività economica al (o vicino al) prodotto potenziale. Piuttosto, la disinflazione (ed eventualmente la deflazione) è diventata una vera e propria sfida per le banche centrali, poiché i paesi sembravano scivolare in un "gap di liquidità": Nonostante la politica monetaria sempre più allentata e il calo dei tassi di interesse (che sono addirittura scesi in territorio negativo in Europa e Giappone), i fattori strutturali hanno mantenuto la domanda bassa. L'aumento dell'offerta di moneta ha provocato un forte aumento dei prezzi degli asset, ma non è riuscito a far crescere i prezzi al consumo (comunemente utilizzati per misurare l'inflazione).

Una pandemia e una guerra dopo, le dinamiche dell'inflazione sono completamente cambiate. Entrambe le crisi hanno comportato shock negativi dal lato dell'offerta, che hanno fatto aumentare il costo della vita e della produzione, sia attraverso misure di contenimento (che hanno limitato le catene di approvvigionamento) sia attraverso sanzioni sulle importazioni di energia dalla Russia (che hanno fatto aumentare i prezzi di gas e petrolio). L'aumento della domanda ha avuto un ruolo minore ed è stata la politica fiscale espansiva, piuttosto che la politica monetaria espansiva, a riversare il denaro direttamente nei portafogli dei cittadini, generando un eccesso di risparmio e aumentando ulteriormente i prezzi degli asset (alimentando inoltre un mercato immobiliare già spumeggiante).

Tuttavia, anche se le pressioni dal lato dell'offerta si attenuassero in modo significativo, entrambe le crisi potrebbero avere effetti negativi più permanenti sulla produzione potenziale perpetuando le pressioni inflazionistiche. La guerra in Ucraina non è solo un punto di svolta nella politica, ma anche nello sviluppo economico. Le relazioni nell'economia mondiale sono destinate a cambiare radicalmente. I legami commerciali, le forniture energetiche, le catene del valore internazionali e le dipendenze tecnologiche saranno tutte messe alla prova. Vediamo cinque fattori strutturali - le cinque D - che determineranno il corso dell'inflazione nel lungo periodo: decarbonizzazione, demografia, digitalizzazione, deglobalizzazione e debito.

I mercati si adeguano all'aumento dell'inflazione

I mercati dei capitali sono stati scossi dall'inattesa impennata dell'inflazione. Gli investitori sono molto sensibili all'inflazione, che influenza direttamente e/o indirettamente il prezzo della maggior parte delle classi di attività, in particolare dei titoli di Stato. La scomposizione dei fattori che determinano il rendimento del Treasury USA a 10 anni suggerisce che l'aumento dell'incertezza sull'inflazione ha influenzato sia la parte breve che quella lunga della curva dei rendimenti sovrani attraverso un aumento dei tassi reali attesi a breve termine (in quanto le banche centrali aumentano i tassi per contrastare l'inflazione), ma anche un aumento (temporaneo) dei rendimenti nominali a lungo termine in seguito all'aumento dell'inflazione attesa (grafico 2).

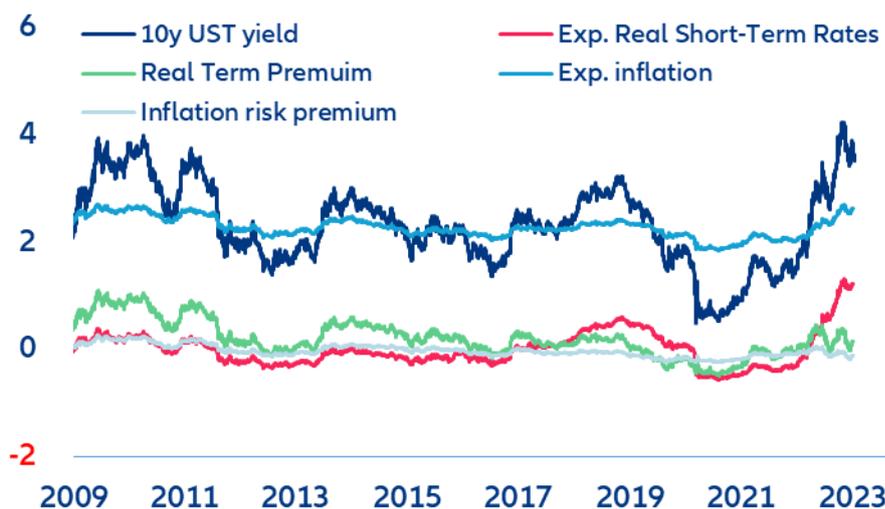


Figura 2: TIPS statunitensi e premio per il rischio di inflazione

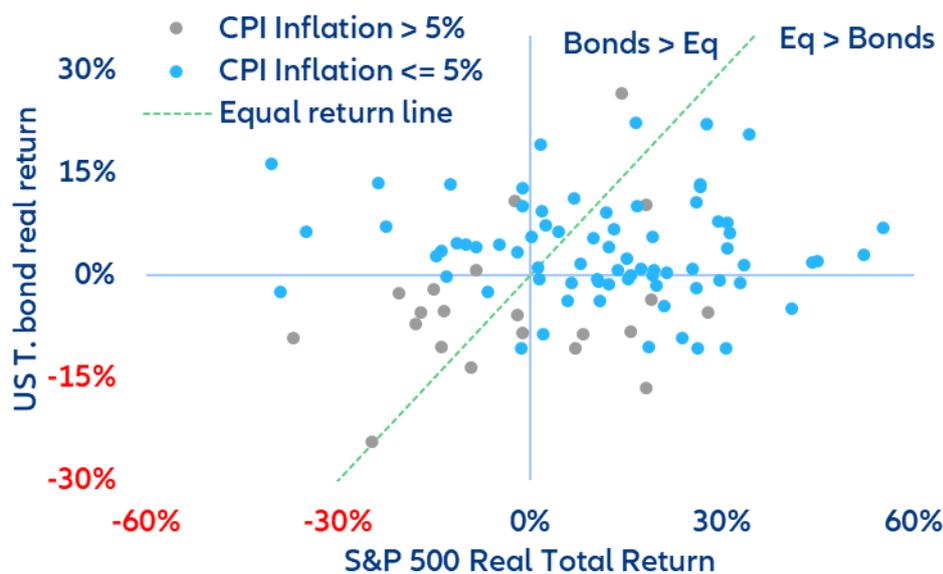
Fonti: US Federal Reserve, Refinitiv, Allianz Research. Nota: scomposizione basata su D'Amico e altri (2019).

Anche il lato corporate dei mercati dei capitali è sensibile alle variazioni della dinamica dell'inflazione.

Tuttavia, vale la pena ricordare che le imprese possono adattarsi ai contesti inflazionistici in quanto possono adeguare i prezzi, i flussi di ricavi e le strutture aziendali. Tuttavia, la loro capacità di resistenza tende a essere efficace solo quando l'inflazione è "moderata" (all'interno di un corridoio di tassi di inflazione annui compresi tra lo 0% e il 4%). Al di sopra o al di sotto del corridoio, l'erosione della domanda supera di gran lunga la capacità di tenuta dei bilanci delle imprese, determinando un forte riprezzamento del rischio aziendale. Tuttavia, come nel caso dei titoli sovrani, anche le brusche variazioni dell'inflazione e il conseguente effetto sulla politica monetaria hanno un impatto sulle valutazioni societarie.

I periodi di inflazione elevata tendono a generare minori benefici di diversificazione. Cosa possiamo quindi trarre dalla storia e dal contesto attuale? In primo luogo, la maggior parte degli anni con rendimenti negativi sia per i titoli di Stato che per le azioni corrispondono ad anni di inflazione elevata (superiore all'obiettivo). In secondo luogo, anche se i titoli obbligazionari offrono tipicamente rendimenti reali negativi in anni di inflazione elevata, questi non sono necessariamente inferiori a quelli delle azioni. I periodi di inflazione elevata e crescita reale positiva favoriscono le azioni, mentre i periodi di inflazione elevata accompagnati da depressione economica fanno sì che le obbligazioni sovraperformino (relativamente) (Figura 3).

Figura 3: Confronto dei rendimenti dei titoli di Stato e delle azioni statunitensi (1928-2022)



Fonti: Università di New York, Allianz Research. Nota: ogni punto rappresenta i rendimenti annuali per un anno solare. Le scadenze a 10 anni sono utilizzate per i titoli del Tesoro USA. Il 5% è una soglia arbitraria; è stata utilizzata al posto del comune obiettivo di inflazione al 2% delle banche centrali perché idealmente il grafico dovrebbe utilizzare la sorpresa dell'inflazione piuttosto che l'inflazione, e riteniamo che una lettura dell'inflazione superiore al 5% sia più coerente (anche se imperfetta) con una sorpresa rispetto ad esempio al 3%.

2. I driver strutturali dell'inflazione futura: le cinque D

La sezione seguente esamina in dettaglio i cinque fattori strutturali dell'inflazione. Complessivamente, l'impatto combinato delle 5D sulla dinamica futura dell'inflazione è significativamente positivo; tuttavia, le azioni di mitigazione possono essere abbastanza efficaci, in particolare le politiche volte a ridurre il rischio di transizione derivante dall'aumento dei prezzi dell'energia e, in misura minore, a contrastare gli effetti negativi dell'irrigidimento dei mercati del lavoro, dell'aumento dei livelli di indebitamento e della digitalizzazione (tabella 1).

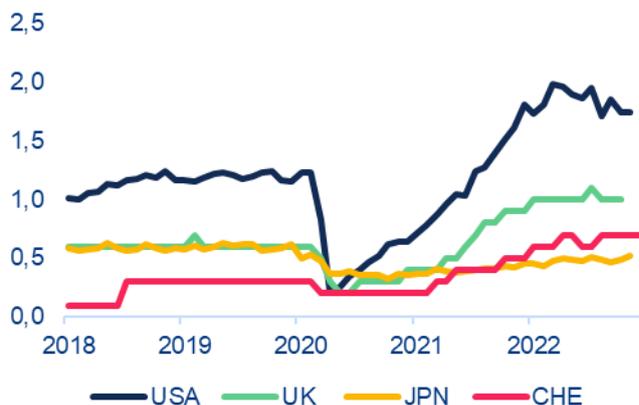
Drivers	Positive inflation impact (unadjusted)		Potential mitigating actions		Potential change		Inflation impact (adjusted)
	strength	why?	feasibility	how?	likelihood	what?	
Demographics	high	declining workforce and wage pressure	medium	increasing activity rates, re-/up-skilling, automatization	low	inefficient labor market policies, insufficient labor reallocation	high
Decarbonization	medium	rising fossil fuel prices	high	accelerating green transition (public investment, R&D)	medium	incomplete green transition due to energy security concerns	low
Deglobalization	medium	increasing input costs and less contestable product/labor markets	low	reviving multi-lateralism	high	increasing fragmentation and de-coupling of large emerging market countries	medium
Debt	medium	higher leverage creates inflation bias	medium	debt consolidation	medium	undermining central banks' independence	medium
Digitalization	low	pricing of data and price discrimination	medium	effective regulation of the digital economy	medium	persistent digital / tech monopolies, fragmented regulation	low
	high: over 0.5% p.a. medium: 0.2% to 0.5% p.a. low: below 0.2% p.a.				high: over 75% medium: 50% to 75% low: below 50%		

Tabella 1. Sintesi dell'impatto effettivo sull'inflazione delle cinque D

2.1 Dati demografici

Covid-19 ha lasciato un'eredità di migrazione bloccata e ha innescato il pensionamento anticipato dei baby boomers nelle economie avanzate, che ha reso i mercati del lavoro ancora più rigidi. Solo negli Stati Uniti, nel momento peggiore, il rapporto tra posti vacanti e disoccupati ha raggiunto il 2,0 (Figura 4). La rigidità del mercato del lavoro comporta un potere di contrattazione, tradizionalmente associato a una pressione al rialzo sui salari, di cui beneficiano soprattutto i salari più bassi, ma che aumenta i rischi di inflazione.

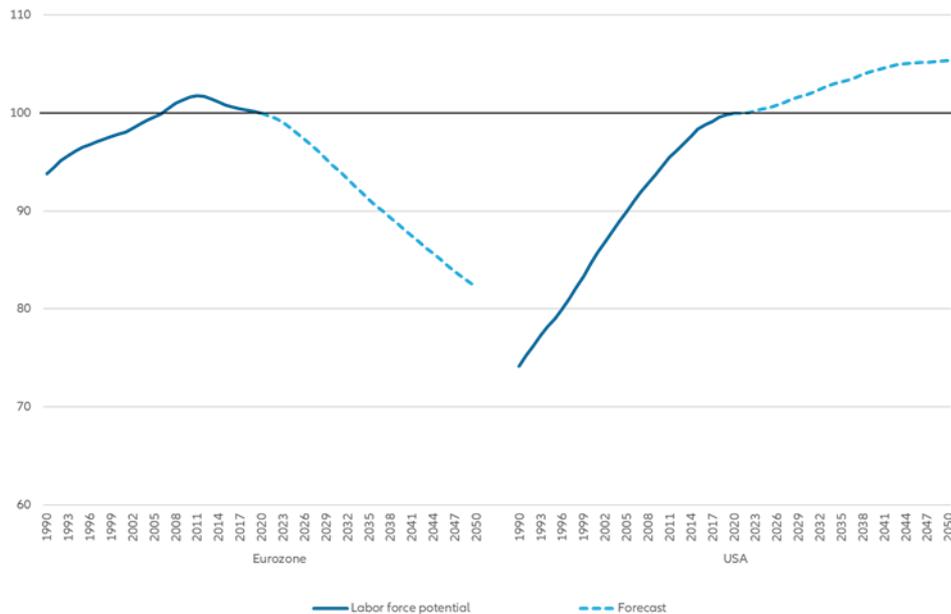
Figura 4: Posti vacanti sul mercato del lavoro per disoccupati



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Con l'uscita dei baby boomer dal mercato del lavoro e la loro sostituzione con coorti di età inferiore, le dinamiche di crescita dell'offerta di lavoro sono destinate a cambiare sensibilmente. Tra il 1990 e il 2022, la popolazione attiva di età compresa tra i 20 e i 64 anni è aumentata del +6% nei 20 Paesi dell'attuale Eurozona e del +35% negli Stati Uniti. Nei prossimi 30 anni, le Nazioni Unite prevedono un aumento solo del +5% per gli Stati Uniti, dai 197,4 milioni di oggi ai 207,8 milioni nel 2050, e un calo del -17% per l'Eurozona, da 201,1 milioni a 166,3 milioni (Figura 5).

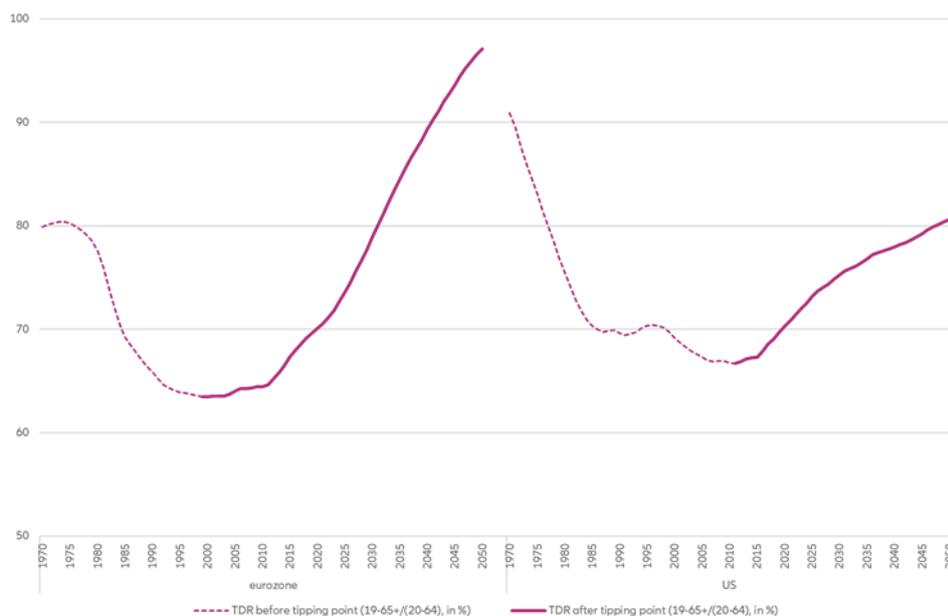
Figura 5: Popolazione in età lavorativa destinata a ridursi nell'Eurozona e a crescere a fatica negli Stati Uniti (2020 = 100)



Fonti: Divisione della popolazione delle Nazioni Unite (2022) e Allianz Research.

Sebbene la forza della pressione inflazionistica derivante dai mercati del lavoro possa differire notevolmente a causa delle dinamiche demografiche sottostanti, sia gli Stati Uniti che l'Eurozona devono far fronte a un aumento degli indici di dipendenza totale, anche se in misura diversa. Nella misura in cui aumenta il numero di persone non ancora (da 0 a 19 anni) o non più attive sul mercato del lavoro (oltre i 65 anni), cioè di semplici consumatori, per 100 persone in età lavorativa, aumenta anche la pressione inflazionistica. Nell'Eurozona, il punto di svolta nello sviluppo del TDR è stato già nel 1999, quando era solo il 63,5%. Da allora, è salito al 71,1% e dovrebbe raggiungere il 97,1% nel 2050. Negli Stati Uniti, il punto di svolta è stato nel 2007; da allora, il TDR è passato dal 66,9% al 71,4% nel 2022 e si prevede che aumenterà all'80,3% nel 2050 (Figura 6).

Figura 6: Gli indici di dipendenza totale sono destinati ad aumentare notevolmente; il dividendo demografico è svanito



Fonti: Divisione della Popolazione delle Nazioni Unite (2022) e Allianz Research

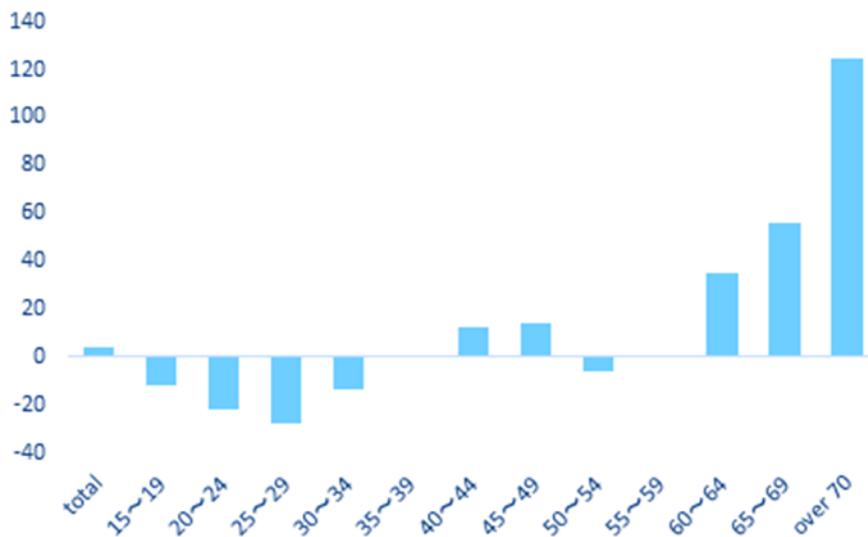
L'evoluzione delle tendenze migratorie, guidata da cambiamenti demografici altrettanto significativi nei principali paesi di origine, potrebbe peggiorare la situazione. La forza lavoro nei tre più importanti Paesi mittenti dell'Eurozona - Bulgaria, Polonia e Romania - dovrebbe ridursi rispettivamente del -33%, -24% e -21%. Gli Stati Uniti risentiranno probabilmente dei cambiamenti demografici in due dei loro più importanti Paesi mittenti: Messico e Cina. In Messico, la crescita della forza lavoro è destinata a rallentare notevolmente, mentre in Cina la popolazione attiva dovrebbe ridursi di un quinto. Pertanto, si prevede che i futuri flussi migratori saranno molto più bassi rispetto al passato. Le Nazioni Unite prevedono che la migrazione netta nell'Eurozona scenderà da una media di 0,8 milioni all'anno a soli 0,4 milioni nei prossimi tre decenni. Per gli Stati Uniti, invece, si ipotizza un calo da una media di 1,3 milioni a 1,0 milioni.

I cambiamenti nella struttura per età della popolazione attiva potrebbero anche aggiungere pressioni inflazionistiche sui salari. Con la riduzione delle classi di età giovani, i nuovi arrivati sul mercato del lavoro potrebbero acquisire un maggiore potere contrattuale rispetto ai salari di ingresso. Se da un lato questo potrebbe ridurre il divario di anzianità nei salari, dall'altro potrebbe portare a una pressione al rialzo permanente sul livello salariale crescente.

Invecchiamento e inflazione: l'esperienza giapponese

Il Giappone è il primo esempio di una società che invecchia e si riduce. La popolazione in età lavorativa è diminuita dal 2001 di 11,5 milioni di unità (-13,4%). Allo stesso tempo, l'indice di dipendenza totale (TDR) è aumentato bruscamente di circa 20 punti percentuali, raggiungendo il 67%. Entrambe queste tendenze avrebbero dovuto avere un effetto inflazionistico. Invece il Giappone si è trovato a combattere con una deflazione ostinata. Perché? Due sviluppi spiccano: l'occupazione e gli investimenti esteri. In primo luogo, nonostante la forte contrazione della forza lavoro, nello stesso periodo l'occupazione è aumentata (+4,1%), anche se non in modo uniforme. Mentre il numero di lavoratori più giovani è diminuito, quello dei più anziani è aumentato: nella fascia d'età compresa tra i 65 e i 69 anni, l'aumento è stato del 56%, e per la fascia d'età superiore ai 70 anni addirittura del 125%. (Figura 7) Questo aumento è dovuto principalmente al tasso di occupazione, che solo nella fascia di età compresa tra i 65 e i 69 anni è passato dal 36% al 50% negli ultimi dieci anni; anche nella fascia di età superiore ai 70 anni è ora del 17%.

Figura 7: Aumento del numero di occupati dal 2000, per fascia d'età



Fonte: Ufficio statistico del Giappone, Allianz Research.

L'andamento degli investimenti diretti esteri (IDE) in Giappone è altrettanto spettacolare. Dall'inizio del nuovo millennio, dopo un picco intermedio durante la bolla economica, sono tornati a crescere in maniera considerevole (Figura 8).

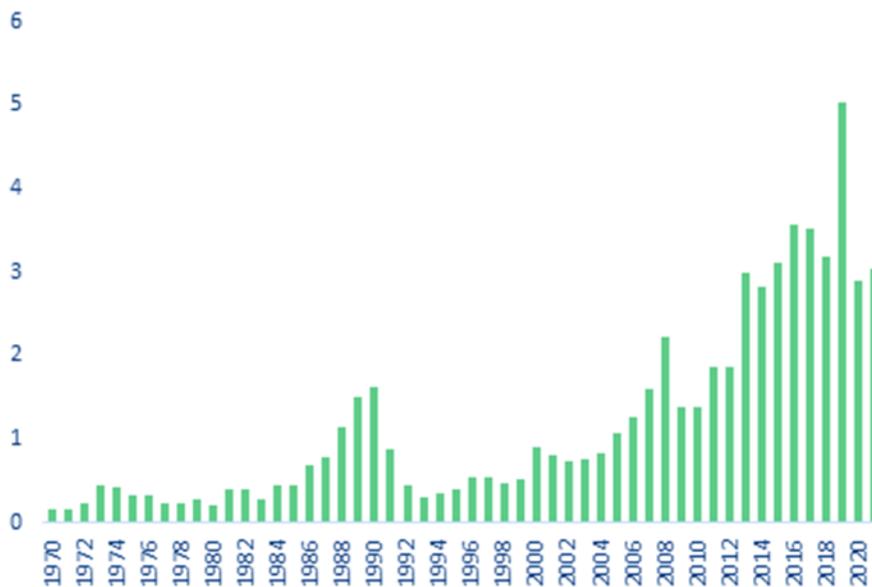


Figura 8: IDE del Giappone, deflussi netti in % del PIL

Fonte: Banca Mondiale, Allianz Research.

Negli ultimi anni, il Giappone è quindi riuscito a invertire la tendenza demografica potenzialmente inflazionistica sfruttando sistematicamente il proprio potenziale di manodopera e unendosi alle reti di produzione asiatiche. Naturalmente, la strategia è limitata. Non tutti gli anziani possono o vogliono lavorare, e i vicini asiatici - soprattutto la Cina - stanno subendo una crescente pressione demografica.

Questa via d'uscita sarà sempre più difficile per le aziende giapponesi. Ma il Giappone ha ancora due assi nella manica: la migrazione e l'automazione. La prima, tuttavia, è politicamente e socialmente ancora più controversa in Giappone che altrove. Di conseguenza, i primi passi in questa direzione sono stati relativamente timidi. L'automazione, invece, sembra meno problematica e viene spinta di conseguenza: Con una densità di robot di 399 ogni 10.000 dipendenti, il Giappone è già uno dei Paesi più automatizzati al mondo. Tuttavia, uno sguardo ai leader Corea del Sud (densità di robot: 1000) e Singapore (670) mostra che c'è ancora un notevole margine di miglioramento.

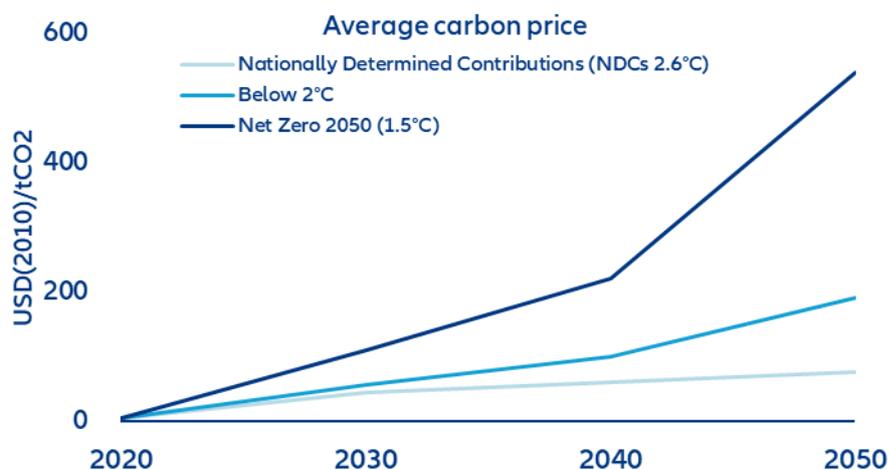
In conclusione: il Giappone è un esempio istruttivo del fatto che non bisogna trarre conclusioni affrettate dai cosiddetti mega-trend. Questo vale anche per l'invecchiamento e l'inflazione. L'uno non implica necessariamente l'altro.

Se l'invecchiamento ha un impatto negativo sull'offerta di lavoro, l'impatto sulla domanda è meno chiaro. È vero che i consumi aumentano con l'età e continuano a crescere oltre l'età pensionabile. Ma ciò è dovuto principalmente all'aumento della spesa sanitaria, che deve essere finanziata dalle tasse, dai tagli alla spesa pubblica in altri settori o dal debito pubblico. Ciò potrebbe attenuare l'impatto sulla domanda aggregata nel medio termine. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione sembra indebolire il dinamismo dell'economia, riducendo il ritmo degli investimenti. La domanda aggregata diminuisce perché gli anziani spendono meno in beni, mentre le imprese, prevedendo una domanda più debole a causa del rallentamento della crescita demografica e della produttività, esitano maggiormente a investire.

2.2 La decarbonizzazione

Le politiche di carbon-pricing, che mirano ad aumentare i prezzi dell'energia fossile per ridurre la domanda e promuovere l'uso di alternative neutrali per il clima, potrebbero essere un altro fattore di inflazione. I prezzi del carbonio aumentano i costi di produzione, che si ripercuotono in ultima analisi sulla domanda finale, aumentando così il prezzo dei consumi e degli investimenti per le famiglie, le imprese e il governo. La Figura 9 mostra l'andamento medio dei prezzi del carbonio che incidono sui consumi delle famiglie in tre diversi scenari climatici proposti dal Network for Greening the Financial System (NGFS). I prezzi medi del carbonio sul consumo partono da circa 5 dollari nel 2020 e nel 2050 raggiungono i 77 dollari nello scenario Nationally Determined Contributions o i 540 dollari nello scenario Net Zero.

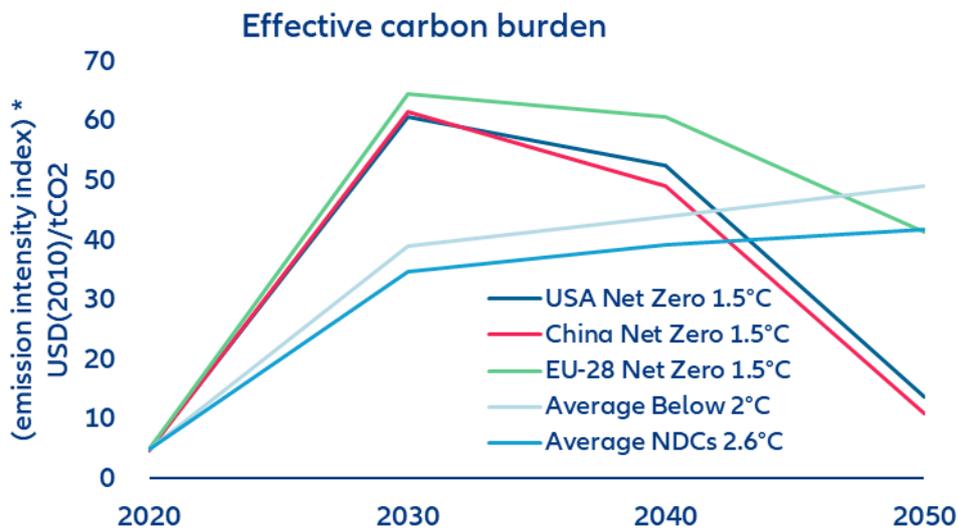
Figura 9: Premio medio di carbonio per i diversi scenari climatici



L'onere effettivo del carbonio dipende non solo dal prezzo del carbonio, ma anche dallo sviluppo dell'impronta di carbonio relativa al bene di consumo. Approssimiamo l'impronta di carbonio con lo

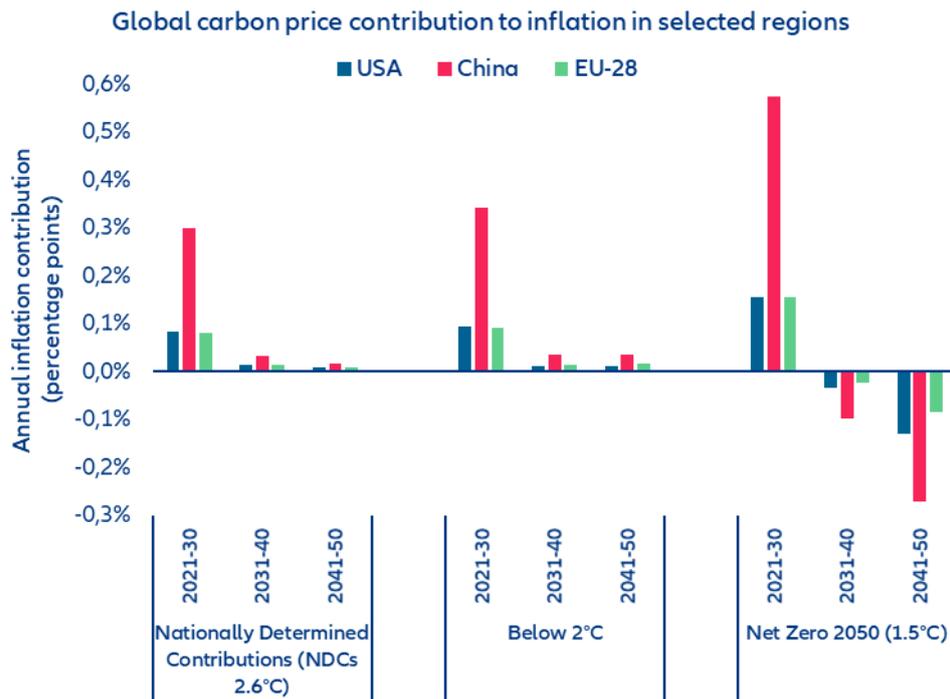
sviluppo delle emissioni di carbonio settoriali nei rispettivi scenari NGFS. La Figura 10 mostra come l'onere effettivo del carbonio - il prodotto del prezzo del carbonio e dell'impronta - si evolve nel tempo nei diversi scenari, nonché le differenze nelle regioni osservate per lo scenario Net Zero. È sorprendente notare che per lo scenario Net Zero, l'onere effettivo del carbonio raggiunge un picco di circa 60 dollari nel 2030, per poi diminuire. Ciò è dovuto al fatto che in questo periodo le emissioni di carbonio diminuiscono più rapidamente dell'aumento dei prezzi del carbonio.

Figura 10: Carico effettivo di carbonio per scenario climatico e regione



Traducendo questi oneri di carbonio in impatti sull'inflazione, basati sulle spese per i consumi delle famiglie, si ottengono contributi annuali compresi tra 0,08pp e 0,16pp negli Stati Uniti e in Europa, e tra 0,3pp e 0,57pp in Cina. La Figura 11 mostra l'impatto dell'inflazione per scenari, regioni e decenni fino al 2050. Tutte e tre le regioni subiscono l'impatto più elevato nel decennio in corso con lo scenario Net Zero, con un contributo dei prezzi del carbonio all'inflazione annuale di circa 0,16 punti percentuali negli Stati Uniti e nell'UE-28 e di 0,57 punti percentuali in Cina (dato che la Cina applica l'intero prezzo globale del carbonio sull'intera impronta dello stesso). L'onere cinese in questa analisi è più elevato, poiché gli stessi prezzi del carbonio dell'UE o degli USA sono soddisfatti da prezzi dei beni di consumo più bassi e da impronte di carbonio più elevate nel paniere dei beni di consumo cinesi. Nei periodi successivi, nello scenario Net Zero, il prezzo del carbonio diventa deflazionistico, poiché la riduzione delle emissioni indotta dalla sostituzione dei combustibili e dall'adeguamento tecnologico compensa eccessivamente l'aumento del prezzo del carbonio. Per gli altri due scenari, gli impatti sono inferiori ma rimangono inflazionistici per tutto il periodo.

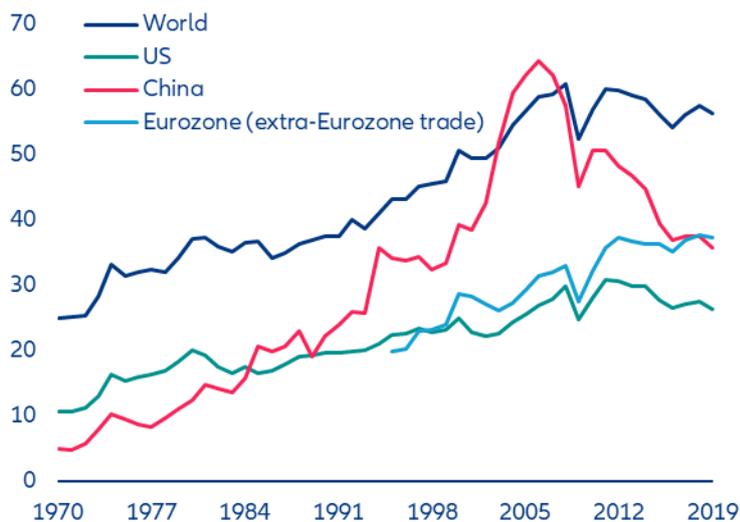
Figura 11: Contributo del prezzo globale del carbonio all'inflazione in regioni selezionate



2.3 Deglobalizzazione

La divisione globale del lavoro non è più governata dall'imperativo dell'efficienza, ma da quello della resilienza e della sicurezza. Questa tendenza viene spesso riassunta sotto il titolo di "deglobalizzazione". A rigore, tuttavia, non è prevista un'inversione della globalizzazione. Ci saranno però degli spostamenti nel grado di connessione. In passato, il commercio di beni cresceva molto più rapidamente dell'attività economica, dando vita a un'era di iperglobalizzazione (dagli anni '80 alla fine degli anni 2000) in cui le economie emergenti di Asia, America Latina ed Europa centrale e orientale hanno contribuito a rendere più complesse e diversificate le catene di approvvigionamento. Negli ultimi anni, però, i flussi di beni (ma non quelli di servizi e dati, ad esempio) si sono stabilizzati (Figura 12). Anche se questa fase di stallo si trasformasse in un vero e proprio declino, non comporterebbe una rottura radicale delle relazioni commerciali, ma piuttosto una loro riconfigurazione: La crescita futura creerebbe meno nuove connessioni globali. Rispetto agli anni felici dei mercati globali a ruota libera, si avrebbe certamente l'impressione opposta; da qui l'onnipresente discorso sulla "deglobalizzazione".

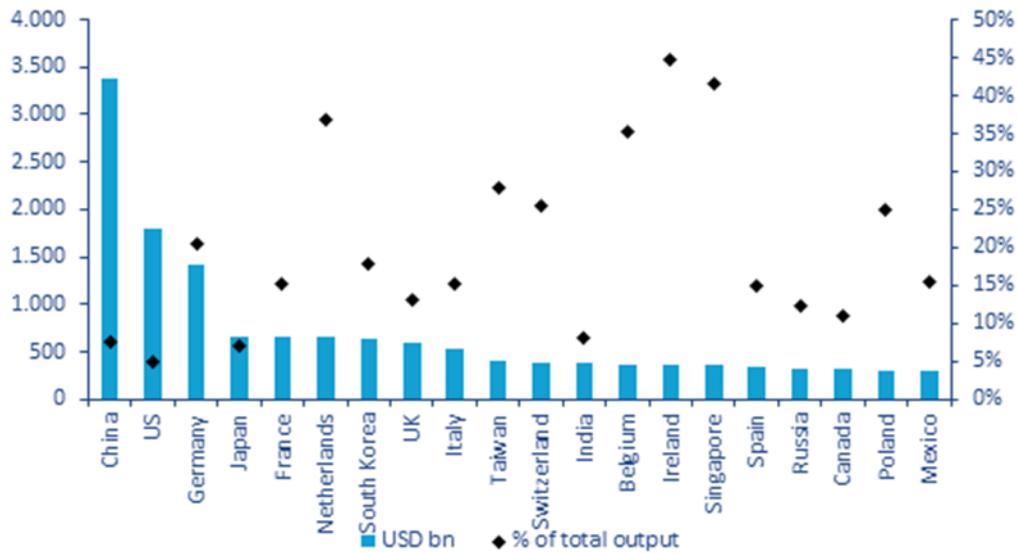
Figura 12: Commercio di beni e servizi, in % del PIL



Fonti: Banca Mondiale, fonti nazionali, Allianz Research.

L'epicentro della "deglobalizzazione" è la Cina, che è di gran lunga il più importante fornitore di fattori produttivi (Figura 13). Mentre la dipendenza (europea) dalla Russia si basava principalmente sul suo ruolo di fornitore di energia (a basso costo), il caso della Cina è diverso: la sua influenza si basa principalmente sul suo enorme mercato. La forza della Cina non è il petrolio e il gas, ma milioni di consumatori benestanti e la sua posizione di fornitore critico per un gran numero di prodotti. Alla luce dei cambiamenti in atto nella Cina stessa (ad esempio l'aumento del costo del lavoro), del comportamento sempre più interventista del governo e del deterioramento delle relazioni geopolitiche (in particolare con gli Stati Uniti), nei prossimi anni molte aziende occidentali inizieranno a ripensare la loro strategia per la Cina. La continua rivalità tra Cina e Stati Uniti farà la sua parte nel favorire il disaccoppiamento, non da ultimo per quanto riguarda le tecnologie avanzate: sembra probabile una (ulteriore) frammentazione degli standard e delle regole tecnologiche. Tuttavia, un mondo veramente bipolare, in cui le aziende e i Paesi sono costretti a scegliere da che parte stare, è meno probabile. Il disaccoppiamento con la Cina dovrebbe rimanere limitato, poiché gli interessi commerciali reciproci rimangono enormi; la maggior parte dei Paesi cercherà di salvaguardare le proprie relazioni economiche sia con la Cina che con gli Stati Uniti. Le strategie di diversificazione, come China Plus One, sembrano essere sempre più prese in considerazione dalle aziende.

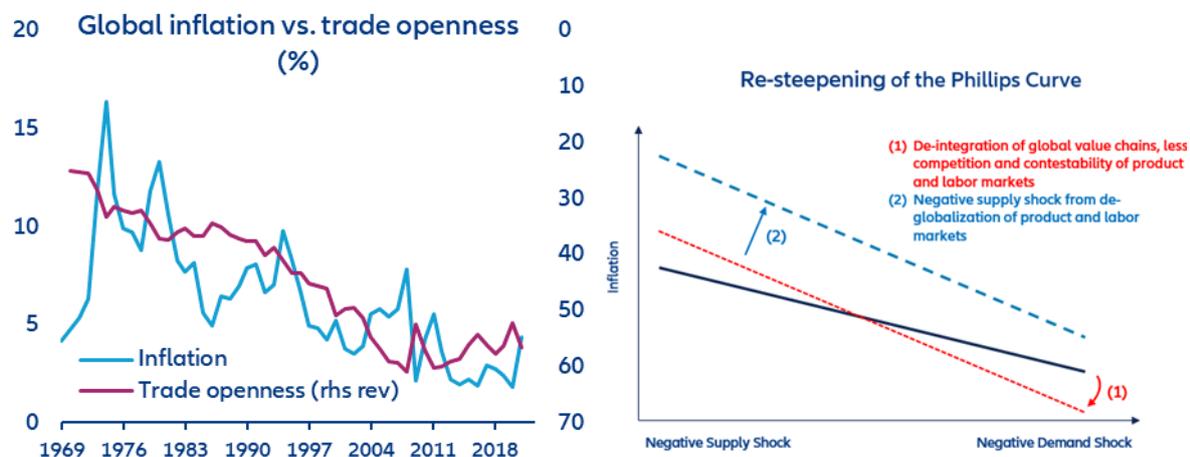
Figura 13: Produzione destinata alle catene globali del valore, per paese



Fonti: Banca Mondiale, Allianz Research

Tuttavia, il rallentamento della globalizzazione potrebbe avere effetti inflazionistici. Decenni di iperglobalizzazione hanno coinciso con un periodo di calo dell'inflazione, in particolare nelle economie avanzate, dove le importazioni meno costose hanno sostituito i prodotti nazionali più costosi. La divisione globale del lavoro, l'utilizzo di catene di fornitura globali per ottimizzare i costi di produzione, la riduzione del potere contrattuale dei lavoratori a livello locale e la diminuzione delle barriere commerciali (il tasso medio ponderato globale di tariffe applicate è sceso da un picco dell'8,6% nel 1994 a un minimo del 2,6% nel 2017) hanno contribuito negativamente all'inflazione. La ricerca rileva che l'aumento della partecipazione alla catena del valore globale nel periodo 1996-2014 ha contribuito in media a un calo di -0,25 punti percentuali dell'inflazione dei prezzi alla produzione nel 2014, con un effetto più che doppio in alcuni Paesi OCSE (ad esempio, -0,6 punti percentuali in Germania). Con l'arresto della globalizzazione, lo shock negativo dell'offerta derivante dalla riconfigurazione delle catene globali del valore potrebbe diminuire la concorrenza e aumentare il potere di determinazione dei prezzi degli operatori nazionali, il che probabilmente rallenterà (o potenzialmente invertirà) il declino dell'inflazione in molte economie avanzate (Figura14).

Figura 14. Impatto della de-globalizzazione sull'inflazione



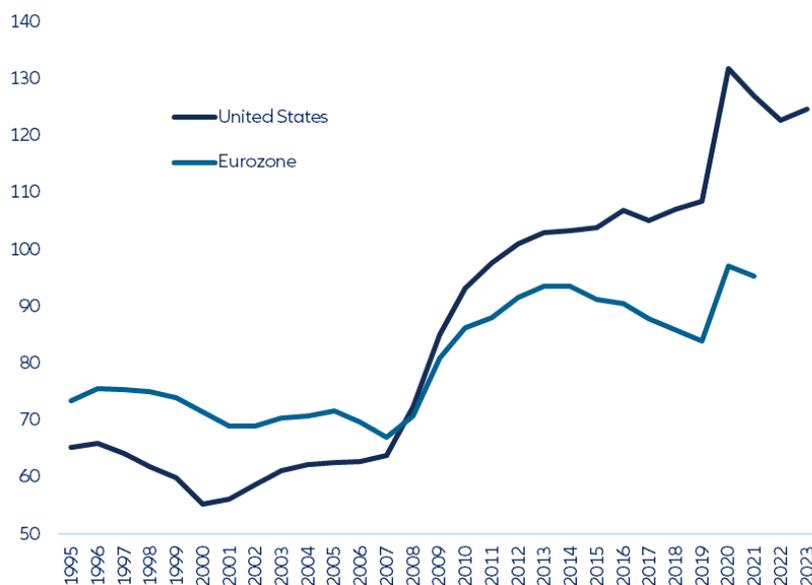
Fonti: Banca d'Inghilterra, Refinitiv Datastream, Allianz Research

2.4 Debt

L'aumento della leva finanziaria a livello di sistema nella maggior parte delle economie potrebbe portare a un aumento strutturale dell'inflazione. Negli ultimi decenni, il debito del settore pubblico e privato è aumentato costantemente. Nel 2020, il debito globale salirà a 226 miliardi di dollari (pari a oltre il 350% del PIL), secondo il rapporto del FMI [Global Debt Database](#), a causa di misure fiscali di portata senza precedenti per arginare l'impatto economico della pandemia di Covid-19 (Figura 15). Se il debito pubblico rappresenta circa la metà dell'aumento del debito globale, anche il debito privato delle società non finanziarie e delle famiglie ha raggiunto nuovi massimi. In effetti, quando individui, imprese e governi sono fortemente indebitati, possono essere più disposti a tollerare un'inflazione più elevata, in quanto riduce il valore reale del loro debito. Ma questo può incoraggiare le persone e le organizzazioni a contrarre ulteriori debiti, alimentando ulteriormente l'inflazione.

In particolare, un maggiore indebitamento pubblico potrebbe creare un circuito di retroazione negativa con l'inflazione. Quando un governo prende in prestito denaro emettendo obbligazioni, può aumentare l'offerta di moneta, il che può portare a un aumento dell'inflazione se la domanda di beni e servizi rimane costante. Inoltre, l'aumento dei prestiti da parte del governo può portare a un aumento dei tassi d'interesse, che può alimentare ulteriormente l'inflazione rendendo i prestiti più costosi, escludendo i prestiti da parte di famiglie e imprese. Se le entrate pubbliche non tengono il passo con l'aumento dei costi di beni e servizi (soprattutto se aumenta la disoccupazione), i governi possono essere costretti a emettere più debito per finanziare la spesa. Questo può portare a un circolo vizioso in cui un'inflazione elevata porta a un aumento del debito, che a sua volta porta a un aumento dell'inflazione e così via.

Figura 15: Debito pubblico (% del PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

2.5 Digitalization

Prima delle recenti crisi, la digitalizzazione era stata spesso citata come una delle ragioni del calo secolare dell'inflazione nelle economie avanzate. In primo luogo, ha avuto un impatto diretto sul calo

dei prezzi dei beni e dei servizi legati alle TIC. In secondo luogo, ha modificato la struttura del mercato in molti settori e ha aumentato la concorrenza. Infine, grazie a tecnologie efficienti dal punto di vista dei costi, ha aumentato la produttività delle imprese. Sebbene l'economia digitale stesse creando aziende "superstar" con quasi-monopoli, le autorità di regolamentazione non le hanno smantellate, sostenendo che le barriere all'ingresso sono basse nell'economia digitale e che i giganti digitali non stavano approfittando della loro posizione per aumentare i prezzi.

Tuttavia, le aziende digitali potrebbero non sfidare la gravità e la teoria economica classica per sempre. Osservando i dati sui prezzi negli Stati Uniti, scopriamo che nel periodo in cui hanno beneficiato di un aumento delle vendite (cioè durante e subito dopo la pandemia del 2020), i rivenditori di e-commerce hanno aumentato i prezzi più rapidamente rispetto ai rivenditori medi (Figura 16). Questo dato è particolarmente sorprendente se si considera che l'IPC include anche i prezzi online, nonostante i problemi e le difficoltà di misurazione.

Figura 16. Indice dei prezzi al consumo e indice dei prezzi digitali negli USA



Fonti: Refinitiv, Adobe, Allianz Research

Poiché i modelli di business digitali spostano l'attenzione dalla crescita alla redditività, l'elevata concentrazione del mercato e una migliore segmentazione dei prezzi dei clienti potrebbero far aumentare i prezzi. Un esempio lampante del passaggio dalla strategia alla redditività è Uber. Secondo YipitData, le tariffe delle corse di Uber negli Stati Uniti sono aumentate del +83% dal terzo trimestre 2019 al terzo trimestre 2022, il che rappresenta un aumento del +17,5% in termini annualizzati. Non sorprende che, nonostante una certa diminuzione dell'utilizzo, l'azienda abbia registrato una crescita spettacolare dei ricavi (ad esempio +72% su base annua nel terzo trimestre del 2022). Uber, che detiene una quota di mercato del 71%, rappresenta l'esempio perfetto di un'azienda in posizione dominante che può aumentare i prezzi senza risentirne (molto). Molti altri mercati si trovano in una configurazione simile e presentano gli stessi semi di inflazione.

Il rischio inflazionistico potrebbe derivare dall'aumento dei dati. Poiché i grandi operatori digitali stanno raccogliendo e sfruttando enormi quantità di dati sui consumatori, potrebbero attuare strategie di discriminazione dei prezzi molto efficaci e persino prezzi individuali per ciascun consumatore. Finora non abbiamo prove di tali pratiche, ma in teoria potrebbero essere attuate. La maggior parte dei regolatori non ha le capacità umane o tecniche per monitorare queste pratiche. Inoltre, resta da chiedersi se i governi sanzioneranno le aziende che forniscono servizi e infrastrutture digitali per i sistemi sanitari e bancari, oltre che per altri settori critici come la difesa.

3. Implicazioni politiche e commerciali: contenere la pressione inflazionistica

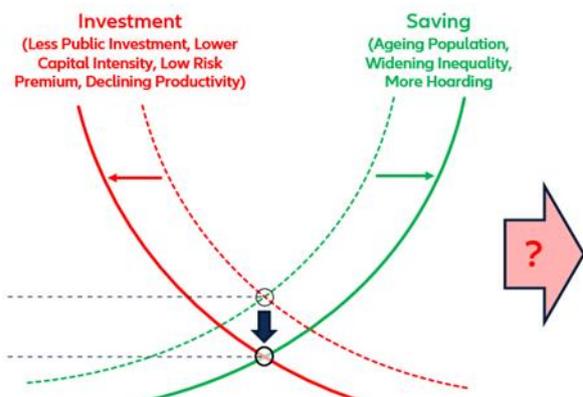
3.1 Politiche monetarie e fiscali

Le banche centrali saranno meglio preparate a gestire un'inflazione strutturalmente più elevata se i fattori dal lato della domanda contribuiranno ad aumentare il tasso di interesse naturale (Figura 17). Così come la grande moderazione della politica monetaria allentata non è riuscita ad arginare il calo strutturale dell'inflazione dovuto al crescente squilibrio tra risparmio e investimento, i recenti shock negativi dal lato dell'offerta (e il crollo della "coincidenza divina") hanno reso altrettanto difficile contenere l'inflazione. Nella situazione attuale, un tasso neutro più elevato (ad esempio, grazie all'aumento della produttività) consentirebbe una lotta più efficace all'inflazione da parte della banca centrale, che potrebbe aumentare i tassi di policy (rispetto al passato) senza correre il rischio di inasprire le condizioni di finanziamento al punto da innescare una recessione. L'innalzamento dell'obiettivo di inflazione potrebbe anche essere un'opzione per adeguare il mandato delle banche centrali alla nuova realtà di un'inflazione strutturalmente più elevata. Se i fattori strutturali richiedono un tasso di inflazione più elevato per raggiungere il prodotto potenziale, l'obiettivo di stabilità dei prezzi dovrebbe essere adeguato; altrimenti, il risultato sarebbe una posizione monetaria persistentemente (troppo) restrittiva e una crescita non ottimale. Tuttavia, l'innalzamento dell'obiettivo di inflazione potrebbe avere notevoli conseguenze distributive, soprattutto per le fasce più deboli della società.

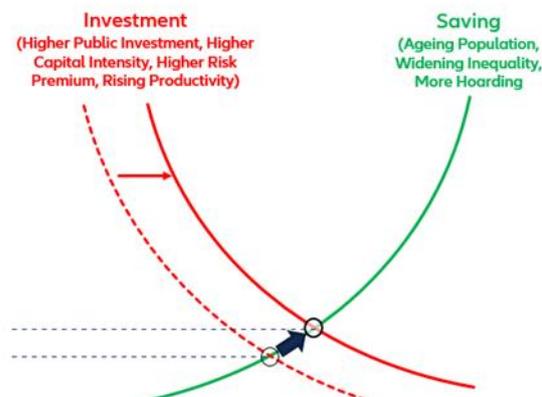
La politica fiscale dovrebbe diventare non solo più mirata e redistributiva, ma anche più favorevole alla crescita. I grandi scostamenti fiscali sono ormai alle spalle, poiché il margine di manovra è molto più limitato a causa dell'aumento dei tassi di interesse e dell'onere del debito. Al momento, il sostegno fiscale disponibile ridurrà l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia sui redditi reali disponibili, ma può anche rallentare la riduzione dell'inflazione in generale. Per affrontare un'inflazione strutturalmente più elevata, le famiglie e le imprese più vulnerabili in particolare potrebbero aver bisogno di un maggiore sostegno per limitare le ricadute dell'aumento dei prezzi dell'energia e dei fattori di produzione. La riduzione della pressione fiscale e l'eliminazione delle tariffe potrebbero essere opzioni efficaci, ma non tengono conto delle significative implicazioni distributive di un'inflazione più elevata. Ad esempio, nel caso di un aumento dei prezzi dell'energia (dovuto anche all'aumento delle tasse sul carbonio), programmi mirati per garantire una "giusta transizione" potrebbero contribuire a mitigare l'impatto dell'inflazione..

Figura 17. Determinanti del tasso di interesse naturale

Secular Stagnation: Declining Real Interest Rate



Reflation: Increasing Real Interest Rate



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

3.2 Politica strutturale

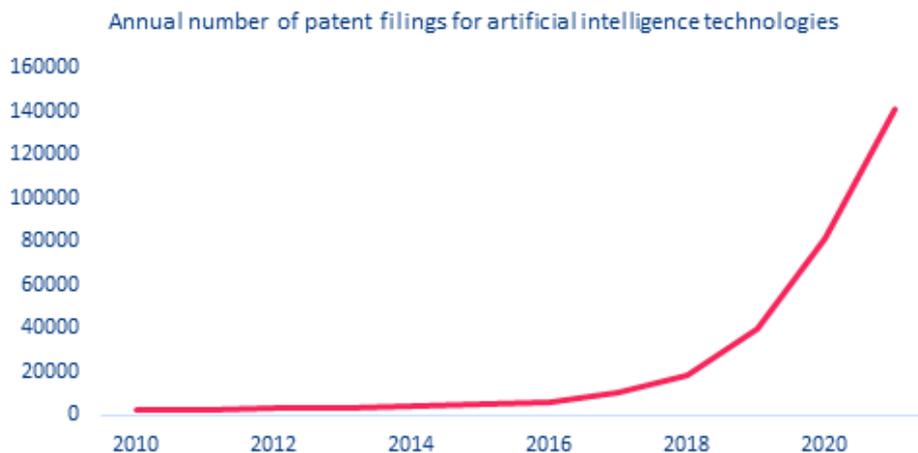
La politica strutturale si rivolge al lato dell'offerta che ha un impatto sull'inflazione. I responsabili politici possono cercare di espandere direttamente l'offerta di lavoro e di capitale; possono anche influenzare le condizioni quadro in modo tale che le risorse disponibili siano utilizzate in modo più efficiente (ad esempio, una maggiore produttività). Entrambi possono avere un effetto frenante sull'inflazione. Gli strumenti più importanti sono la politica fiscale (sia per il lavoro che per il capitale), la promozione degli investimenti (capitale) e la politica migratoria (lavoro). Tuttavia, anche altre misure possono avere un impatto positivo sull'offerta di lavoro e di capitale, come l'innalzamento dell'età pensionabile nell'ambito di una riforma delle pensioni (più lavoratori anziani), l'espansione dei servizi di assistenza all'infanzia per migliorare la conciliazione tra lavoro e vita familiare (più lavoratrici) o le misure per migliorare la regolamentazione e ridurre la burocrazia (più progetti di investimento e più rapidi). Naturalmente, queste misure possono funzionare anche nella direzione opposta; ciò è più evidente nella politica migratoria, dove negli ultimi anni si è registrata una tendenza globale all'isolamento e a una minore immigrazione. Ma un'eccessiva promozione degli investimenti può anche avere un effetto piuttosto inflazionistico in determinate circostanze, se i fondi vengono sprecati per mantenere (o creare) strutture produttive inefficienti.

Le politiche possono influenzare significativamente i tassi di attività come parte dell'aumento dell'offerta di lavoro. Nell'Eurozona, 147 milioni o l'80% dei 183 milioni di persone in età lavorativa tra i 20 e i 64 anni erano attivi sul mercato del lavoro nel 2021. Negli Stati Uniti, le cifre corrispondenti erano del 77% o 136 milioni di persone di questa fascia d'età. Tuttavia, la generosità dei sistemi pensionistici e delle regole di pensionamento anticipato, nonché l'accettazione dei lavoratori più anziani nei mercati del lavoro, spiegano le differenze significative tra l'Eurozona e gli Stati Uniti. Nell'Eurozona, il tasso di attività nella fascia di età compresa tra i 25 e i 54 anni varia dal 77% dell'Italia al 92% della Slovenia; negli Stati Uniti si attesta all'82%. Nella fascia di età compresa tra i 60 e i 64 anni l'intervallo è ancora più ampio, con rapporti di attività che vanno dal 23% del Lussemburgo al 68% dell'Estonia; negli Stati Uniti, la cifra corrispondente è del 57%. Se ipotizziamo che i rapporti di attività convergano al massimo in ogni Paese e gruppo di età, il rapporto di attività totale salirebbe all'88%, aumentando la forza lavoro di 12 milioni e 20 milioni di persone entro il 2050, rispettivamente nell'Eurozona e negli Stati Uniti.

La politica della concorrenza è la priorità assoluta per invertire il deterioramento secolare della produttività degli ultimi decenni. L'obiettivo è impedire che singole aziende dominino il mercato, con il relativo potere di determinazione dei prezzi. Il fatto che ciò sia tutt'altro che banale nei mercati digitali è dimostrato non da ultimo dagli anni di lotta dell'UE con le grandi aziende tecnologiche. Resta da vedere se il nuovo "Digital Markets Act" darà ai regolatori della concorrenza una spada più affilata che in passato. Nel contesto internazionale, il rafforzamento della concorrenza avviene nel quadro della politica commerciale. In passato, nulla ha probabilmente tenuto sotto controllo l'inflazione quanto l'apertura dei mercati. Anche in questo caso, tuttavia, negli ultimi anni si è manifestata una tendenza opposta. Con il pretesto della sovranità nazionale, il protezionismo sta tornando sorprendentemente in auge. Alla luce della nuova situazione geopolitica, non c'è da aspettarsi un rapido ritorno al concetto di mercati aperti - una parità di condizioni a livello globale. Nei prossimi anni, il compito principale sarà quello di prevenire i peggiori eccessi del protezionismo. Oltre a queste politiche dirette, esiste anche un'ampia gamma di misure di politica strutturale che possono migliorare indirettamente l'allocazione delle risorse, dalla politica abitativa alla spesa per l'istruzione e la ricerca e sviluppo..

Quest'ultimo potrebbe diventare sempre più importante perché quando la crescita dell'offerta di lavoro rallenta, le imprese iniziano a sostituire il lavoro con il capitale. Questo è già successo nei settori manifatturieri. Acemoglu e Restrepo (2022) sostengono che i cambiamenti demografici sono associati a una maggiore adozione di robot e altre tecnologie di automazione, come l'IA. Secondo Acemoglu e Restrepo, l'aggiunta di un robot in più ogni 1.000 lavoratori ha ridotto il rapporto occupazione/popolazione nazionale di circa lo 0,2%, con alcune aree degli Stati Uniti molto più colpite di altre. Se questo porta a una ripresa della crescita della produttività, il calo della forza lavoro non deve automaticamente alimentare l'inflazione. L'intelligenza artificiale, in particolare, potrebbe cambiare le carte in tavola..

Figura 18: Depositi di brevetti per le tecnologie AI



Fonte: OWID

5.3 Impatto sull'assicurazione

L'inflazione non pone di per sé molti problemi agli assicuratori. Gli assicuratori immobiliari possono facilmente assorbire l'aumento dei prezzi - a condizione che l'incremento sia costante e rimanga moderato all'interno di un intervallo previsto - aumentando i premi. Per un assicuratore vita, l'inflazione è in gran parte irrilevante, poiché le prestazioni sono generalmente fissate in termini nominali. (In questo caso sono soprattutto i cosiddetti effetti di secondo impatto ad avere un impatto negativo, ad esempio il calo dei

redditi reali, che riduce la domanda di prodotti di risparmio). Ciò che è problematico, tuttavia, è un inatteso e forte aumento dei prezzi - esattamente la situazione del 2022, quando l'impennata dei prezzi dell'energia ha indotto l'inflazione a sorpresa. In una situazione del genere, gli esborsi per i sinistri aumentano molto di più di quanto calcolato, il combined ratio può salire rapidamente oltre quota 100 e si rendono necessarie dolorose riserve aggiuntive. Se l'improvviso aumento dei prezzi è accompagnato da un altrettanto brusco aumento dei tassi d'interesse, anche il lato attivo del bilancio subisce pressioni: molti attivi diminuiscono significativamente di valore (Figura 19).

Figura 19: Impatto stilizzato sul bilancio (assicuratore P&C)



Fonte: Allianz Research Nota: P&C=property and casualty

Ma anche in questa situazione, gli assicuratori hanno a disposizione alcune leve per mitigare l'impatto. Oltre al già citato pricing, queste includono la progettazione e il mix di prodotti, l'eventuale indicizzazione dei premi e delle coperture, l'asset allocation e il ricorso a soluzioni di riassicurazione. La sfida più grande per le compagnie assicurative non è quindi l'inflazione in sé, ma il suo impatto sull'economia e sui mercati: Il rallentamento della crescita, il calo dei redditi reali e la riduzione degli investimenti pesano sulle nuove attività; le correzioni dei prezzi e le turbolenze dei mercati rendono più difficili gli investimenti.

Appendice

Metodologia per calcolare l'impatto sull'inflazione dei prezzi del carbonio

Per valutare l'impatto del prezzo del carbonio sul prezzo dei beni di consumo, vengono fatte diverse ipotesi semplificative:

- La politica di fissazione dei prezzi del carbonio è pienamente efficace, vale a dire che prezza l'intera impronta di carbonio del bene di consumo con l'intero prezzo del carbonio applicato al settore in cui il bene è prodotto. Ciò comporta una distorsione verso l'alto nella stima del contributo all'inflazione.
- Il paniere di consumo rimane fisso per tutta l'analisi, escludendo reazioni sostanziali da parte dei consumatori e portando quindi a una distorsione verso l'alto nella stima del contributo all'inflazione.

- La mitigazione è ottenuta attraverso un mix di investimenti in infrastrutture produttive verdi (aumento del CAPEX) e l'utilizzo di fonti energetiche sostenibili al posto dei combustibili fossili (aumento dell'OPEX). L'effetto OPEX del prezzo effettivo del mix energetico è da considerarsi separato dalla politica dei prezzi del carbonio e non è incluso nella stima del contributo all'inflazione in questa sezione. A seconda del settore, l'OPEX nello scenario Net Zero può essere superiore o inferiore a quello del rispettivo periodo nello scenario NDC.
- Come indicato, i prezzi del carbonio innescheranno gli investimenti per la mitigazione. Al margine, i costi degli investimenti di mitigazione saranno pari al valore attuale netto dei pagamenti evitati del prezzo del carbonio. In genere, questi investimenti sono altamente sovvenzionati, il che comporta una scarsa esposizione effettiva dei prezzi dei beni di consumo attraverso questo canale. Le spese di investimento sono trascurate in questo caso, il che porta a una distorsione verso il basso nella stima del contributo all'inflazione .

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

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