



© Redpixel - stock.adobe.com

ALLIANZ RESEARCH

# QUANDO MAIN STREET

# ARRIVA A WALL STREET

**25 GIUGNO 2020**

03 Ripresa a forma V contro il consenso

04 Dispersione settoriale

05 Mercati pavloviani

06 Il momento dell'investitore retail

 EULER HERMES

Allianz 

# EXECUTIVE SUMMARY



Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Patrick Krizan, Senior Economist for Italy, Greece,  
Fixed Income  
patrick.krizan@allianz.com



Lina Manthey, Equity Strategist  
lina.manthey@allianz.com

Il rally del mercato azionario statunitense dal 23 marzo scorso ha sorpreso e messo in cattiva luce più di un investitore professionale. Vediamo quattro valide spiegazioni per l'attuale disaccoppiamento tra il mercato azionario statunitense e i fondamentali economici.

- Aspettative divergenti riguardo la ripresa economica e il consenso degli economisti.
- Aspettative di guadagno divergenti tra settori (tecnologia) o azioni (FAANG).
- I "mercati pavloviani" reagiscono solo ad annunci di politica monetaria e/o fiscale espansiva.
- Un rally tecnico, il cui slancio proviene dai nuovi investitori retail e viene rafforzato da strategie di investimento sistematiche.

Riteniamo che gli ultimi due argomenti siano i più convincenti. Le aspettative dei nuovi investitori al dettaglio si formano in gruppi diversi rispetto a quelli degli investitori professionisti o esperti: non sono i media finanziari a prevalere, ma i social (networks di stile di vita). Il comportamento d'investimento dei "nuovi retailer" mostra un allarmante grado di assunzione di rischi (consapevolmente o per mancanza di alfabetizzazione finanziaria) anche a causa dell'uso estensivo dei derivati. In alcuni segmenti di mercato, i "nuovi retailer" sono già diventati molto significativi (*distressed equity*, azioni da un centesimo). Le attuali condizioni del mercato azionario statunitense ci sembrano fragili a causa del disaccoppiamento dai fondamentali e della logica di investimento altamente speculativa, nonché dei rischi normativi e operativi.



# QUATTRO SPIEGAZIONI PER LA DISCONNESSIONE TRA IL MERCATO AZIONARIO E L'ECONOMIA REALE

Il rally del mercato azionario statunitense, che ha avuto inizio il 23 marzo, ha sorpreso ed ingannato più di un investitore professionale. Mentre l'economia reale si sta dirigendo verso la peggiore recessione dai tempi della seconda guerra mondiale, i mercati azionari sembrano essersi già lasciati alle spalle questo muro di preoccupazioni. Come si può risolvere questo enigma?

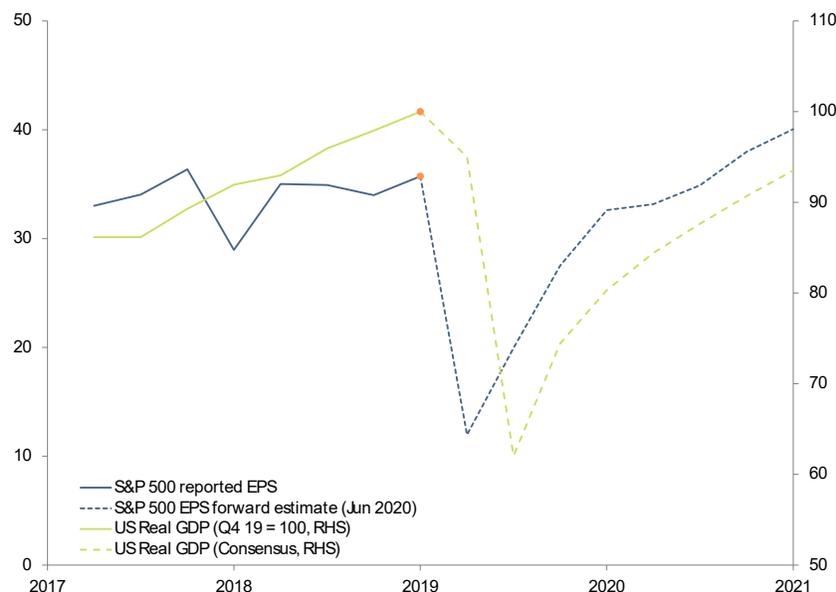
Riteniamo che quattro spiegazioni siano potenzialmente valide per spiegare il disaccoppiamento tra l'economia reale e la performance del mercato azionario. Le prime tre si basano sulla teoria delle aspettative, il che significa che lo stato attuale del mercato incarna le aspettative razionali aggregate dei partecipanti al mercato per l'economia rea-

le, la politica monetaria o i singoli titoli. La differenza tra le tre spiegazioni sta nell'interpretazione di quale elemento di aspettativa sia dominante nel mercato attuale

**Ripresa a V contro il consenso.** La prima spiegazione si basa su aspettative divergenti tra gli investitori del mercato azionario e i responsabili politici, i mercati obbligazionari e le organizzazioni internazionali in merito alla forma della ripresa economica statunitense. Ad oggi, il mercato azionario sta valutando il prezzo in una rapida ripresa dell'intera economia statunitense, con l'S&P 500 che dovrebbe tornare all'EPS (Earnings per Share) pre-crisi nel primo semestre

del 2021 (Figura 1). Nel frattempo, le organizzazioni internazionali (FMI, OCSE) e il consenso degli economisti prevedono che la ripresa economica sarà molto più lenta, con livelli pre-crisi che saranno raggiunti solo un anno dopo, nel 1° semestre 2022. Ciò significa che i mercati azionari non vedono alcuna cicatrice a lungo termine sull'economia statunitense a causa della crisi della Covid-19 o che si aspettano che le grandi società statunitensi quotate si disaccoppino fortemente dal resto dell'economia statunitense, portando di conseguenza gli indici azionari statunitensi a un livello più alto.

**Figura 1:** EPS contro il consenso sulla crescita, siamo sulla stessa lunghezza d'onda?



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Allianz Research

**Dispersione settoriale.** La seconda spiegazione plausibile è che i mercati azionari statunitensi non riflettono le aspettative sull'andamento dell'intera economia, ma incarnano solo aspettative di guadagno molto elevate per alcuni settori, soprattutto per i titoli legati alla tecnologia (FAANG). A causa dei loro importanti pesi nei principali indici azionari statunitensi, in seguito a questa spiegazione, l'intero mer-

cato è stato tirato verso l'alto da questa rotazione del settore pro-tecnologico. Fino ad oggi l'S&P 500 ha performato del 6% meglio dell'S&P 500 al netto dei titoli FAANG + Microsoft (figura 2). Attualmente si osserva un alto livello di dispersione settoriale nel mercato azionario statunitense (Figura 3). Tuttavia, periodi di elevata dispersione sono stati storicamente associati a condizioni di

mercato fragili. Essi sono stati infatti un indicatore principale piuttosto affidabile per le correzioni future. Ciò significa che, affinché questo rally guidato dai titoli tecnologici sia sostenibile, i guadagni del settore devono essere in gran parte indipendenti dall'economia reale o costruiti su rendite economiche sostenibili.

**Figura 2: Un rally guidato da un settore tecnologico?**



Fonti : Refinitiv, Allianz Research

**Figura 3: Indice di dispersione dei settori USA (51 settori) a confronto dell'indice dei prezzi S&P 500**



Fonti : Refinitiv, Allianz Research

\* Storicamente, una metrica di dispersione settoriale in diminuzione è andata in linea con il recupero dell'S&P 500

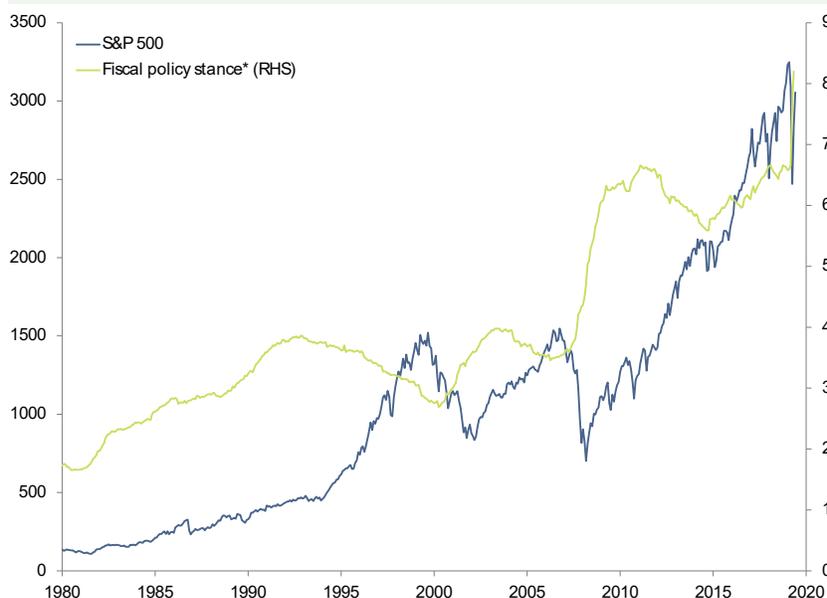
**Mercati pavloviani.** La terza spiegazione è che il movimento del mercato non si basa più sulle metriche di valutazione fondamentali, ma reagisce solo agli annunci di misure espansive di politica monetaria e/o fiscale, per cui il tempo di risposta tra l'annuncio e il rally del mercato azionario è diventato sempre più breve. Nella crisi della Covid-19, la reazione al massiccio pacchetto di stimoli fiscali e monetari è stata quasi istantanea e persino precoce. Come diretta conseguenza, il mercato azionario ha integrato l'efficacia di queste misure di politica monetaria e non richiede più alcuna prova concreta (ad esempio, la Fed acquista realmente ciò che afferma di voler acquistare). Si potrebbe dire che i policy maker sono diventati talmente credibili nella mente dei mercati azionari da poter innescare una risposta condizionata

"Buy" pavloviana attraverso semplici annunci. Paradossalmente, questa credibilità del policymaking potrebbe essere diventata una nuova fonte di vulnerabilità in quanto i policy maker devono ora soddisfare pienamente le aspettative del mercato che potrebbero essere diventate eccessive (Figura 4).

Ulteriori prove di questa eccessiva dipendenza dal mercato possono essere osservate nello spazio del credito alle imprese, poiché le voci iniziali sull'assunzione di un certo rischio di credito non investment grade da parte della Fed nel suo

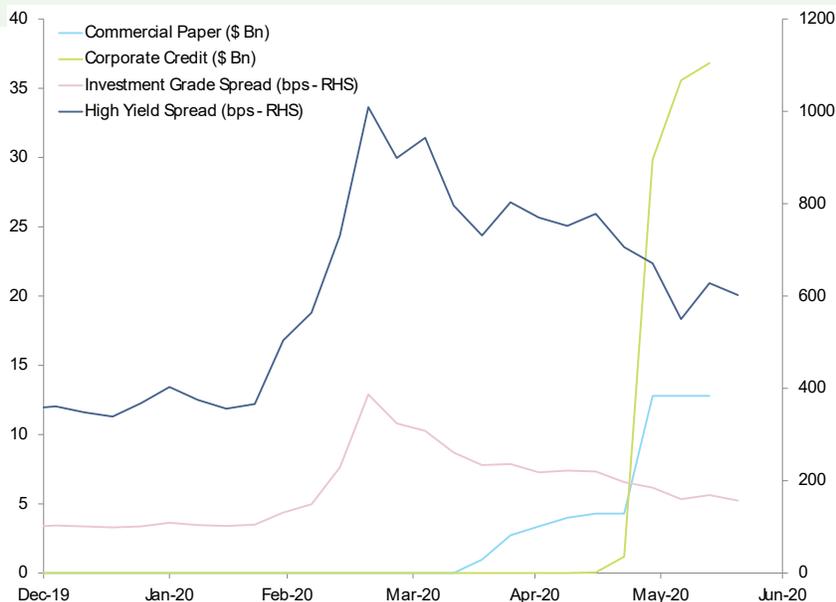
bilancio hanno innescato una istantanea compressione dello spread (dopo un estremo allargamento dello spread iniziale guidato da Covid-19). Tuttavia, questa rapida compressione dello spread si è basata esclusivamente sulla capacità della Fed di convincere i mercati. Fino ad oggi, la banca centrale ha acquistato obbligazioni societarie per un valore di soli 37 miliardi di dollari (Figura 5), che in termini assoluti è un importo trascurabile (la dimensione del mercato obbligazionario statunitense delle obbligazioni societarie è di circa 8.000 miliardi di dollari).

**Figura 4: I mercati sono diventati pavloviani? - S&P 500 contro la politica fiscale**



Fonti : Refinitiv, Allianz Research \*rapporto debito pubblico USA / entrate

**Figura 5: Stato patrimoniale della Federal Reserve statunitense - titoli societari**



Fonti : US Federal Reserve, Refinitiv, Allianz Research

Inoltre, questa rotazione anticipata da contanti e titoli di Stato in attività più rischiose ha preso direzioni diverse a seconda della natura dell'investitore. Mentre gli investitori istituzionali hanno ruotato verso le obbligazioni societarie, siano esse di tipo investment grade o non investment grade (cfr. grafici in appendice), il retail sembra essersi concentrato sui mercati azionari. Questo modello divergente probabilmente suggerisce una spiegazione plausibile per la leggera divergenza tra la performance delle azioni e quella delle obbligazioni societarie. Ad oggi, i mercati

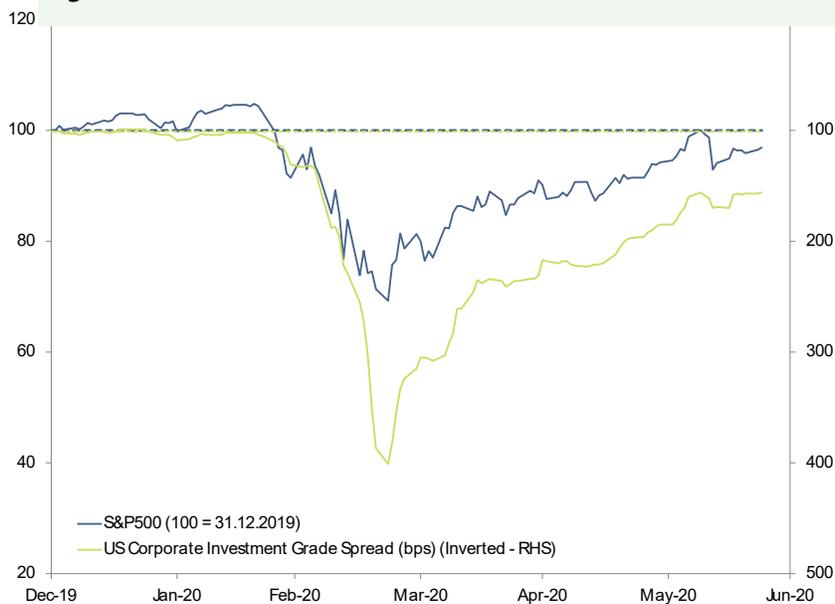
delle obbligazioni societarie stanno valutando i prezzi in un impatto economico strutturale minore, guidato da Covid-19, mentre le azioni sembrano non essere consapevoli del peggioramento delle prospettive economiche. Questa lieve differenza di performance rivela la divergenza di percezione del mercato tra gli investitori istituzionali e quelli al dettaglio sulle prospettive economiche future.

**The retail momentum.** La quarta spiegazione è che si tratta di un *rally* tecnico, il cui slancio proviene dal settore del

commercio al dettaglio, ed è rafforzato da strategie sistematiche come la parità di rischio e il CTA (Call to Action) di tendenza.

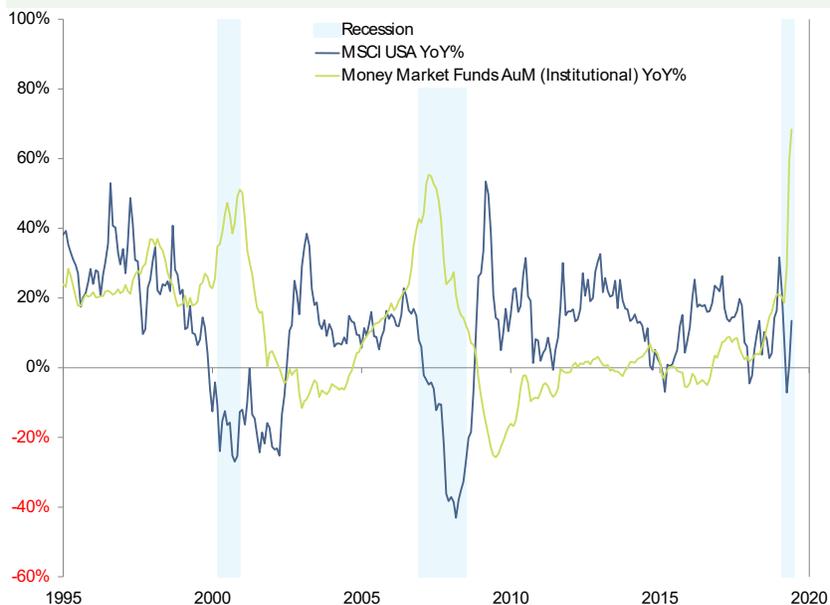
Una cosa è certa: non sono stati gli investitori istituzionali a guidare l'ultimo rally. Al contrario, le loro partecipazioni nei fondi del mercato monetario sono fortemente aumentate dall'inizio dell'anno (figura 7). Inoltre, su larga scala, la minore liquidità del mercato dei *futures* dimostra che gli investitori istituzionali attivi su questo mercato sono pochi.

**Figura 6:** Titoli societari statunitensi



Fonti : BofA, Refinitiv, Allianz Research

**Figura 7:** Fondi istituzionali del mercato monetario (patrimonio in gestione)



Fonti: ICI Fund Flows, Allianz Research

Con il 34% delle partecipazioni azionarie nazionali, le famiglie statunitensi hanno la massa critica per muovere il mercato. Tuttavia, in passato, hanno avuto la tendenza a seguire una strategia di buy-and-hold. E per quanto riguarda la tempistica, il loro arrivo sul mercato è stato spesso segno che un rally stava per finire. Come potevano passare da ritardatari a precursori? Nuovi broker come Robinhood e Citadel Securities hanno abbassato la barriera di accesso al mercato azionario. Hanno anche ampliato la gamma di prodotti disponibili (azioni suddivise, opzioni, certificati con effetto leva) e hanno ridotto il costo delle transazioni a quasi zero. Ciò può spiegare il forte aumento delle transazioni giornaliere sulle piattaforme di brokeraggio *online* statunitensi (Figura 8).

Si potrebbe dire che i neo-broker hanno portato la cassetta degli attrezzi di Wall Street a Main Street. Quindi, anche se solo una piccola parte degli investitori al dettaglio è diventata attiva su queste nuove piattaforme, e solo una piccola parte dei massicci risparmi aggiuntivi (tasso di risparmio dall'8,2% a febbraio al 33% ad aprile) e degli stimoli governativi è stata incanalata verso queste piattaforme, ci sono buone probabilità che, in relazione all'elevato fatturato, gli investitori al dettaglio esercitino ora un significativo potere di fissazione dei prezzi sui mercati azionari.

Tuttavia, alcuni analisti sostengono che la storia del retail è troppo "facile" e che il rimbalzo ha più a che fare con l'aumento

degli investitori sensibili alla volatilità (risk-parity) o al momentum (trend follower) e con la crescente influenza dei derivati. Non pensiamo che queste due spiegazioni si escludano a vicenda. Al contrario, di recente gli investitori al dettaglio sembrano utilizzare sempre più spesso i derivati per effettuare le loro transazioni. Il *trading* di opzioni al dettaglio è fortemente aumentato da marzo, con il 13% del volume di opzioni S&P attualmente scambiate al dettaglio (1 negoziazione di contratti) (Figura 9). Per alcune azioni, le opzioni a 1 contratto rappresentano dal 20% al 30% del relativo mercato delle opzioni (ad esempio Chipotle, Alphabet, Amazon, Tesla). Nel primo trimestre del 2020, i pagamenti del flusso di ordini di Robinhood sono stati il 66% del *trading* di opzioni. Riteniamo pertanto che gli investitori al dettaglio forniscano attualmente un impulso forte al mercato azionario statunitense, che viene poi ripreso e rafforzato da strategie sistematiche. In questo modo aiutano la tendenza ad alimentarsi da sola.

Una volta accettato questo, si pone la questione della logica d'investimento dei "nuovi investitori al dettaglio", in quanto influenza la sostenibilità e la solidità delle attuali condizioni di mercato. Abbiamo raccolto alcune prove del fatto che il comportamento d'investimento dei "nuovi retailer" contribuisce alla fra-

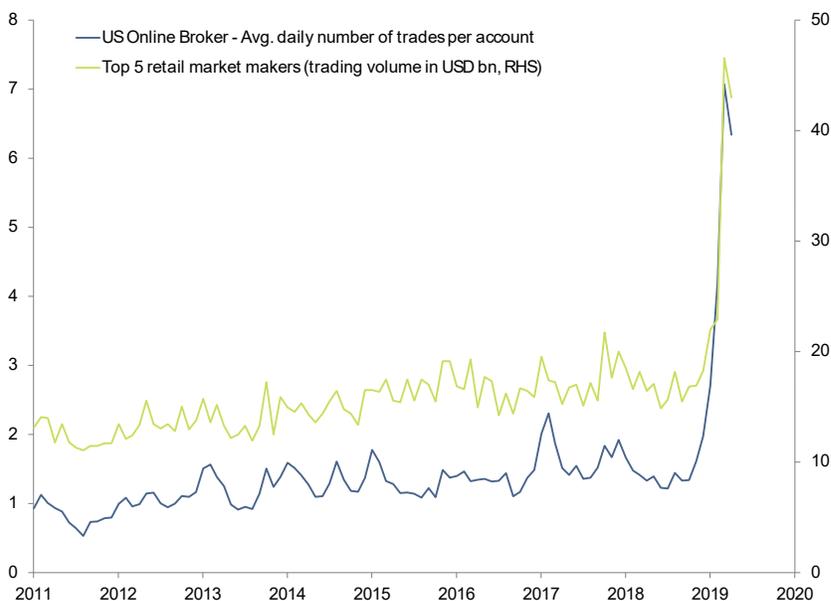
gilità delle condizioni di mercato, così come, a nostro avviso, l'assetto operativo dei neo-broker.

Si può dedurre che questi investitori appena sfornati abbiano poca esperienza nel *trading* e una buona conoscenza dei mercati dei capitali. Ignorano i fondamentali e sembrano essere provocati dal fenomeno FOMO (Fear of Missing Out) e dagli incentivi al gioco d'azzardo promossi sulle reti sociali (*lifestyle*). Un mercato guidato da questi investitori

"Nulla mette a repentaglio il tuo giudizio finanziario come la vista del tuo vicino che si arricchisce" erratici manca di stabi-

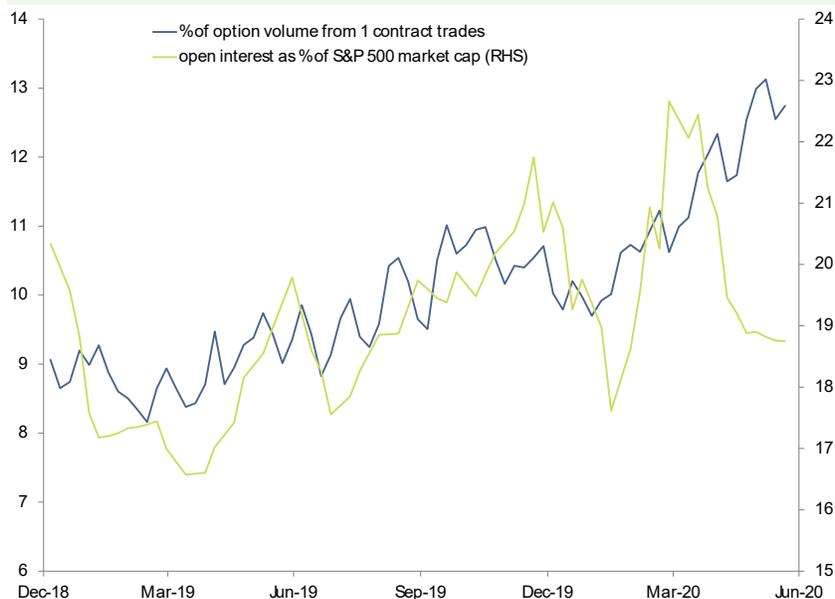
bilità strutturale, che potrebbe garantire la profonda durabilità.

Inoltre, questo desiderio di generare denaro in tempi brevi ha trasformato il fallimento in una vera e propria opportunità di investimento. L'anticipazione della protezione messa a disposizione dalla Fed "ad ogni costo" è vista dagli investitori al dettaglio come un'opportunità per ottenere rendimenti elevati nel caso in cui la Fed impedisca l'imminente fallimento. Questa strategia ultrarischiosa è diventata evidente nel caso della Hertz, in quanto gli utenti di Robinhood hanno aumentato le loro posizioni lunghe dopo che la società aveva presentato domanda per il Chapter 11 (Figura 10).

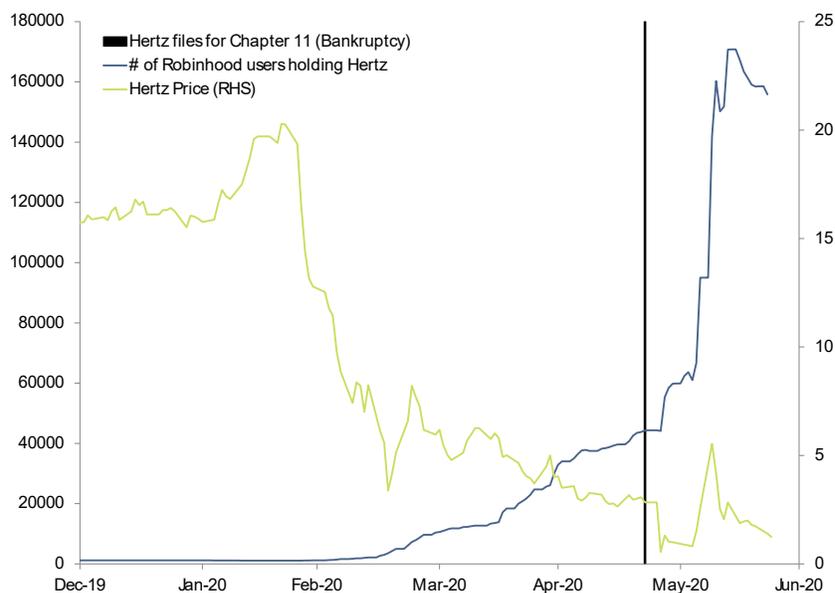


**Figura 8:** Mentre i mercati sono crollati, il commercio al dettaglio è aumentato significativamente

Fonti: Company data, Bloomberg, Allianz Research

**Figura 9:** Aumenta l'importanza del trading di opzioni al dettaglio

Fonti : Bloomberg, Allianz Research

**Figura 10:** Hertz contro gli utenti di Robinhood

Fonti : Robintrack, Refinitiv, Allianz Research

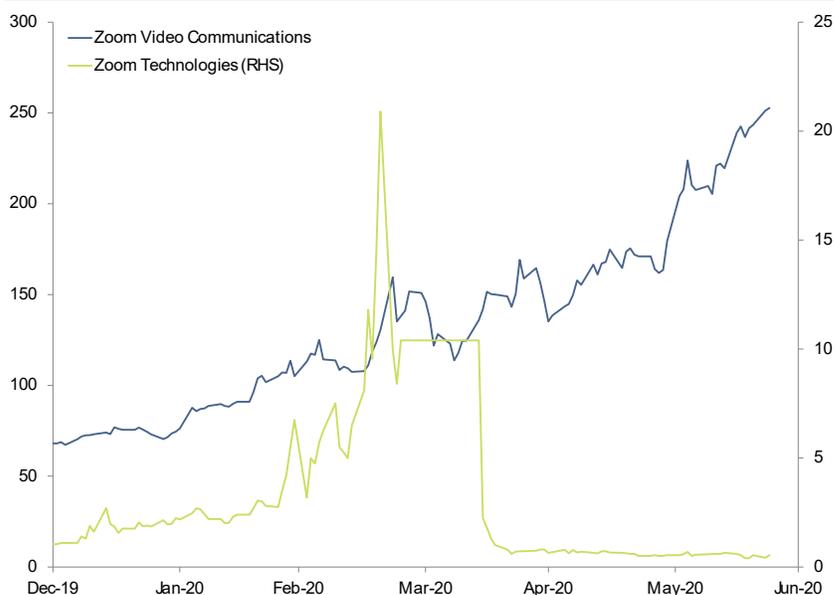
La partecipazione al mercato di questa nuova ondata di investitori al dettaglio ha portato anche ad alcune situazioni ridicole che possono essere spiegate solo con l'analfabetismo finanziario e la percezione del rischio dei "nuovi retailer".

Ad esempio, all'inizio della pandemia e in seguito al passaggio globale al telelavoro, la piattaforma "gratuita" Zoom è diventata il luogo di incontro per le comunicazioni video *online*. Come diretta conseguenza, gli investitori si sono precipitati in borsa: purtroppo, alcuni di loro hanno scambiato il *ticker* di Zoom

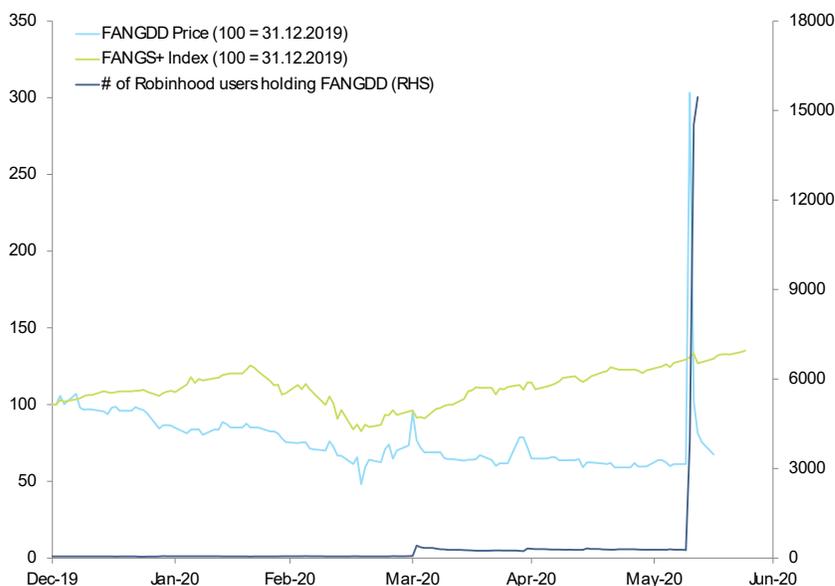
Technologies, una piccola società di servizi online, per la società di videoconferenza, portando ad un massiccio aumento intragiornaliero del prezzo delle azioni della prima (Figura 11).

Una situazione simile si è verificata anche per una società immobiliare cinese relativamente piccola che opera negli Stati Uniti con il nome di FANGDD Network Group Ltd, le cui azioni si sono quintuplicate nel giro di un giorno, raggiungendo i massimi intragiornalieri del +1200% rispetto al giorno precedente. Si ritiene che gli investitori al dettaglio statunitensi possano aver scambiato le

prospettive positive per il paniere azionario di FAANGs (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google) con le azioni di FANGDDD (Figura 12). A seguito di questa sfortunata confusione, il titolo ha subito un massiccio rialzo dei prezzi, obbligando la società con sede in Cina a rilasciare una dichiarazione che avverte gli investitori che il prezzo delle sue azioni "potrebbe essere soggetto a una significativa volatilità per varie ragioni che sono fuori dal controllo della società".

**Figura 11:** Una sfortunata confusione (Zoom)

Fonti : Bloomberg, Allianz Research

**Figura 12:** FANGDD vs FAANGs

Fonti : Robintrack, Refinitiv, Allianz Research

Nonostante si tratti di eventi isolati, basta dedicare un po' di tempo alle community popolari di Reddit per farsi un'idea generale dell'attuale isteria di mercato e dei rischi che i "nuovi retailer" corrono.

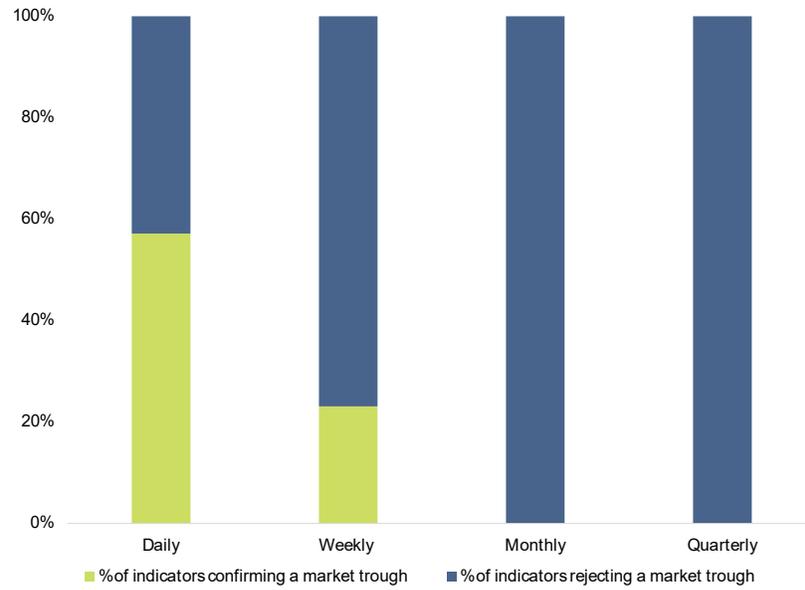
Risulta inoltre che l'assetto operativo di questi nuovi intermediari finanziari (neo-broker e neo-banche) è soggetto a debolezze di compliance. Inoltre, il rischio di liquidità è elevato in quanto i rimborsi vengono effettuati fino a cinque giorni dopo. Ciò può stimolare i movimenti di mercato e intensificare i movimenti al ribasso. Vediamo anche che la complessi-

tà e la struttura di molti dei prodotti venduti dai neo-broker (prodotti ad alta leva finanziaria, *split equity*) potrebbero innescare un'azione normativa, almeno quando un numero significativo di investitori al dettaglio viene bruciato. Questo potrebbe portare i "nuovi retailer" a voler liquidare le loro partecipazioni il prima possibile e a creare uno slancio al ribasso nel mercato.

Ma questa euforia giustifica il rientro nel mercato? Secondo il nostro quadro di rientro nel mercato proprietario, molti indicatori rimangono incoerenti con una ripresa sostenuta del mercato azionario.

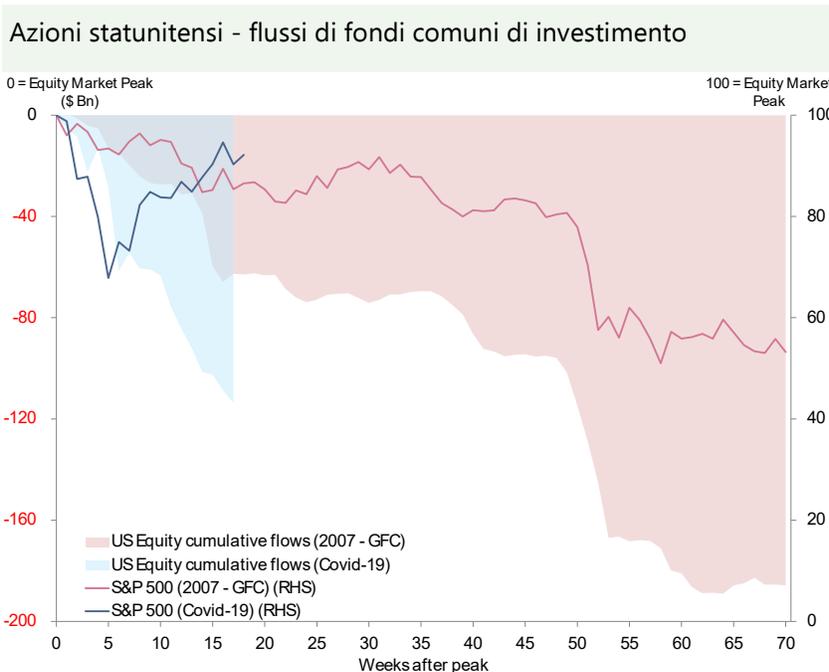
Inoltre, il nostro quadro di riferimento mostra una chiara divergenza tra gli indicatori a medio e lungo termine (che mostrano modelli in deterioramento) e gli indicatori a breve termine (che mostrano che il peggio è già passato) (Figura 13). In questo contesto, una riallocazione strutturale delle attività rischiose in portafoglio può sembrare prematura, in quanto la tempistica di mercato e la possibilità di una seconda correzione di mercato sono destinate ad avere un ruolo determinante nella performance futura.

**Figura 13:** Riassunto del quadro di riferimento sul rischio

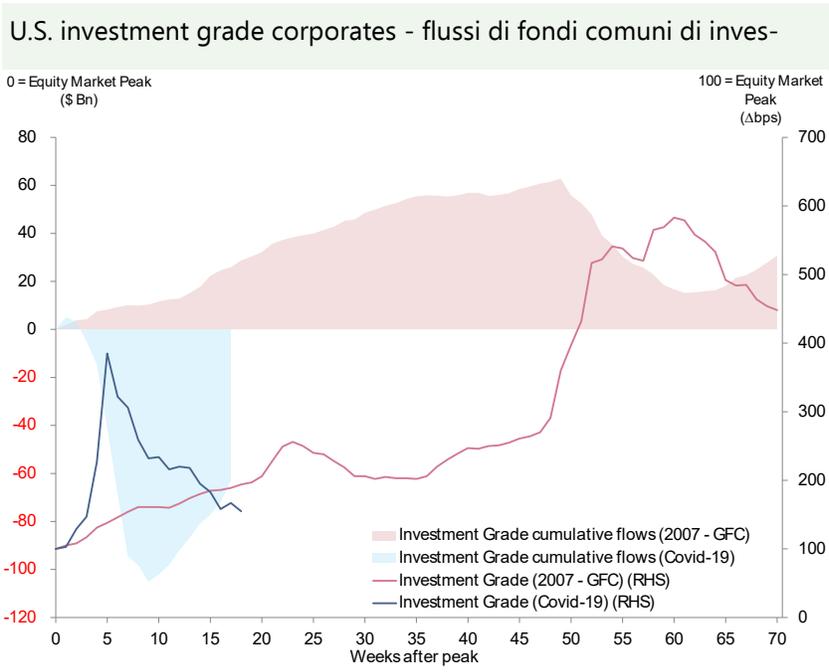


Fonte : Allianz Research

Appendice

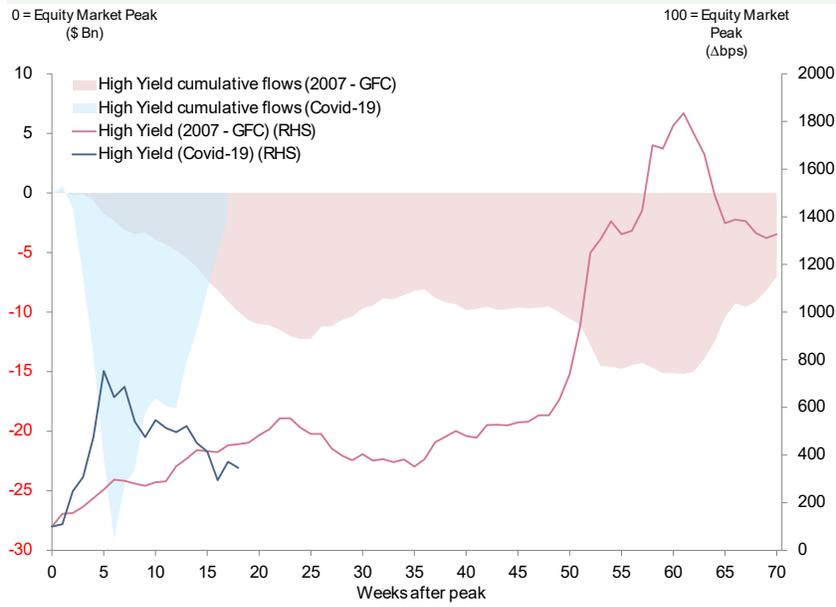


Fonti : ICI, Refinitiv, Allianz Research



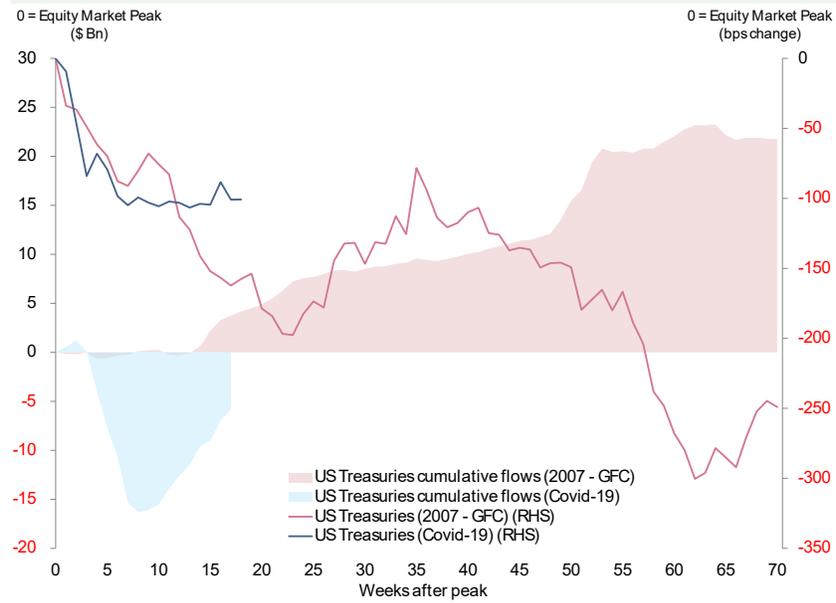
Fonti : ICI, Refinitiv, Allianz Research

## U.S. high yield corporates - flussi di fondi comuni di investimento



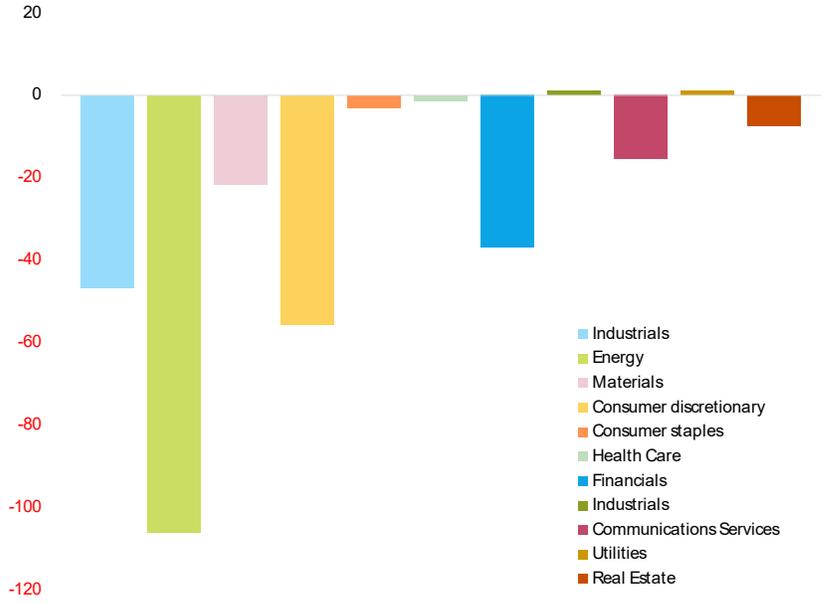
Fonti : ICI, Refinitiv, Allianz Research

## Titoli di Stato statunitensi - flussi di fondi comuni di investimento



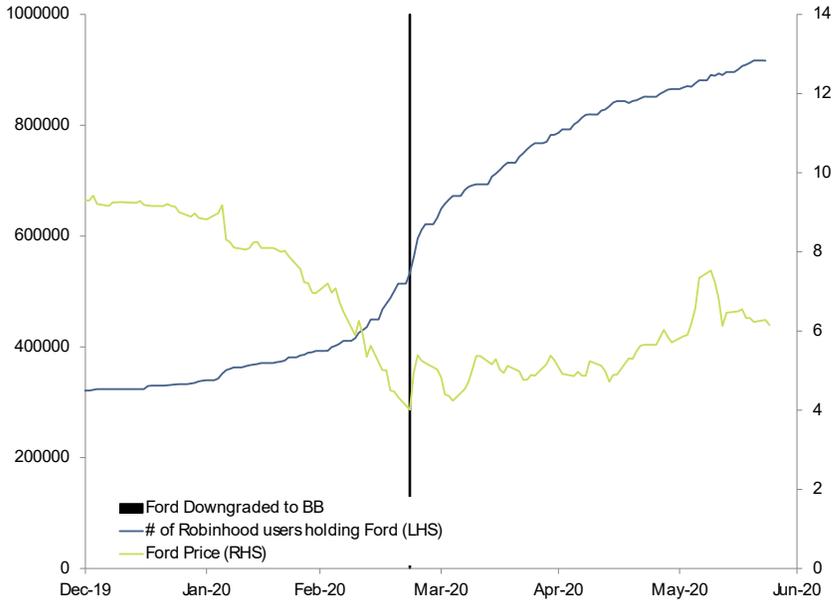
Fonti ICI, Refinitiv, Allianz Research

## S&P500 - EPS 2020E



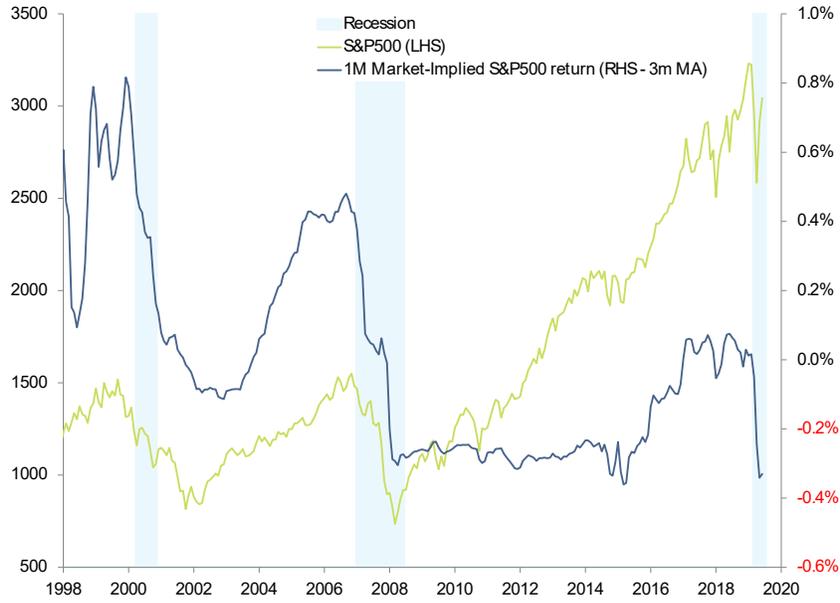
Fonti Factset, Allianz Research

## Ford contro gli utenti di Robinhood



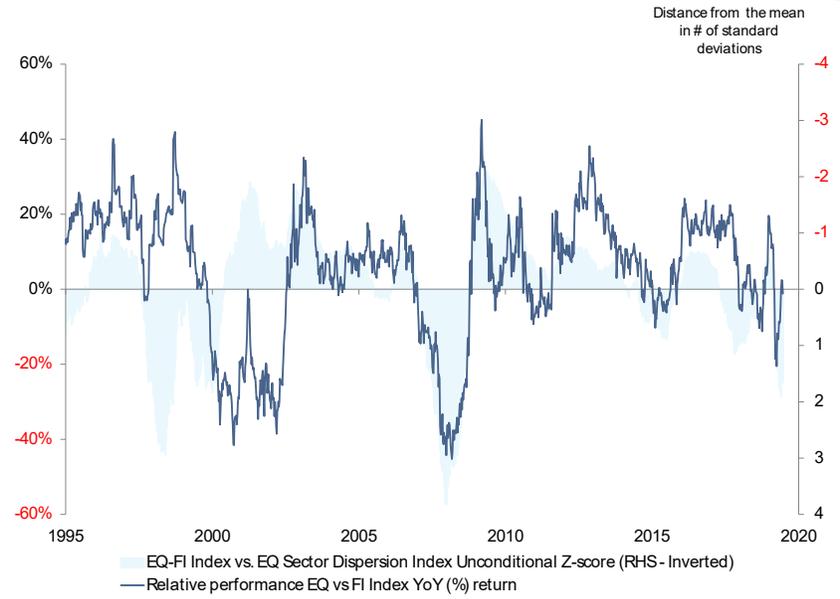
Fonti : Robintrack, Refinitiv, Allianz Research

### U.S. – S&P500 mini 1M futures



Sources: Refinitiv, Allianz Research

### U.S. – Sector Dispersion Index Z-Score



Source: Refinitiv, Allianz Research

# OUR TEAM

## Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

## Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

## Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

## Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



Ana Boata  
Head of Macroeconomic  
Research  
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl  
Senior Economist for Europe  
katharina.uterhoehl@allianz.com



Selin Ozyurt  
Senior Economist for France  
and Africa  
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Françoise Huang  
Senior Economist for APAC  
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer  
Senior Economist for Middle East  
and Emerging Europe  
manfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib  
Economist for Latin America, Spain,  
Portugal and Trade  
georges.dib@eulerhermes.com



Dan North  
Senior Economist for North  
America  
dan.north@eulerhermes.com

## Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera  
Fixed Income Strategist  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Michaela Grimm  
Senior Expert, Demographics  
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey  
Equities Strategist  
lina.manthey@allianz.com



Markus Zimmer  
Senior Expert, ESG  
markus.zimmer@allianz.com



Patrick Krizan  
Senior Economist for Italy and  
Greece, Fixed Income  
patrick.krizan@allianz.com



Patricia Pelayo Romero  
Expert, Insurance  
patricia.pelayo-romero@allianz.com

## Sector Research



Maxime Lemerle  
Head of Sector Research  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar  
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and  
Equipment  
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



Marc Livinec  
Sector Advisor for Chemicals,  
Pharmaceuticals, Transportation,  
Agrifood and Transport Equipment  
marc.livinec@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit  
Sector Advisor for Retail, Technology and Household  
Equipment  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

# RECENT PUBLICATIONS

19/06/2020	<a href="#">Construction companies in Europe: Size does matter</a>
17/06/2020	<a href="#">The risk of 9 million zombie jobs in Europe</a>
12/06/2020	<a href="#">Have policymakers created Pavlovian markets?</a>
09/06/2020	<a href="#">Rough landing: 2020 will be a terrible year for air transportation</a>
04/06/2020	<a href="#">Social Risk Index: Structural determinants of social risk</a>
04/06/2020	<a href="#">Managing the curves: Shaping the Covid-19 recovery</a>
02/06/2020	<a href="#">European corporates loading up cash against uncertainty</a>
28/05/2020	<a href="#">Allianz Global Pension Report 2020—The Silver Swan</a>
26/05/2020	<a href="#">Global trade: Recession confirmed, watch out for a double-whammy blow due to protectionism</a>
19/05/2020	<a href="#">A German-French trial balloon on fiscal union</a>
19/05/2020	<a href="#">The ECB is also here to close governments' financing gap</a>
18/05/2020	<a href="#">Retail in the U.S.: Department store bankruptcies are only the tip of the iceberg</a>
15/05/2020	<a href="#">Automotive in Europe: -30% in 2020, In spite of active googling for new cars</a>
15/05/2020	<a href="#">Germany: Q1 GDP drop only the tip of the iceberg</a>
13/05/2020	<a href="#">UK: Brexit uncertainty could jeopardize the recovery in H2 2020</a>
08/05/2020	<a href="#">Pensions: Corona reveals need for further pension reforms in Germany</a>
06/05/2020	<a href="#">Global trade: Covid-19 losses equivalent to a return to 1994 tariffs</a>
05/05/2020	<a href="#">Emerging markets: Capital outflows bottomed out but beware of weak spots</a>
30/04/2020	<a href="#">Eurozone: Black hole economics</a>
30/04/2020	<a href="#">ECB: Show and tell</a>

Disco-

ver all

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist  
Allianz and Euler Hermes

Allianz Research  
[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)

Königinstraße 28 | 80802 Munich  
| Germany  
allianz.research@allianz.com



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research  
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-  
Défense Cedex | France  
research@eulerhermes.com



euler-hermes



@eulerhermes

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.