

Allianz Research | 12 Dicembre 2024

# Aziende sul piede di una guerra commerciale, il wishful Christmas cut della Fed e il 2024 che va in archivio come un anno record per le insolvenze

Ludovic Subran  
Capo economista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maxime Darmet  
Economista senior  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Françoise Huang  
Economista senior  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Maria Latorre  
Consulente di settore  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

Maxime Lemerle  
Lead Advisor per la ricerca  
sull'insolvenza  
[maxime.lemerle@allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

Filippine Renaudie  
Assistente di ricerca  
[philippine.renaudie@allianz-trade.com](mailto:philippine.renaudie@allianz-trade.com)

## In sintesi

**Aziende sul piede di una Guerra commerciale** Nonostante una breve spinta, poiché gli esportatori si affrettano ad acquistare ordini prima dell'entrata in vigore di tariffe più elevate, è probabile che la crescita del commercio globale rallenti nel 2025-2026. Ora prevediamo che il commercio globale in volume crescerà del +2,8% nel 2025 (-0,2 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione) e del +2,3% nel 2026 (-0,5 punti percentuali). In termini di valore in USD, le revisioni al ribasso delle nostre previsioni sono ancora più ampie, con una crescita che ha raggiunto il +2,3% nel 2025 (-1,7 punti percentuali) e il +4,1% nel 2026 (-0,8 punti percentuali). I dati relativi al trasporto marittimo e al commercio confermano che gli esportatori stanno anticipando le spedizioni (le esportazioni cinesi sono aumentate del +6,7% a/a a novembre, sostenute dagli ordini dagli Stati Uniti (+8% a/a)) e anche il trasporto aereo di merci è alle stelle (+9,8% a/a a novembre). In definitiva, fattori come gli aggiustamenti valutari e gli imminenti accordi di libero scambio potrebbero portare un po' di sollievo al commercio globale, ma è improbabile che neutralizzino l'impatto della nuova guerra commerciale.

**Il wishful Christmas cut della Fed** Anche se la scelta è ravvicinata, riteniamo che la Fed effettuerà il suo terzo taglio consecutivo dei tassi la prossima settimana. Da giugno, le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste bloccate intorno al +3,3/3,2% a/a e hanno persino accelerato su base sequenziale mese su mese. Allo stesso tempo, il tasso di disoccupazione è in ripresa, anche se principalmente guidato da una forte crescita della forza lavoro piuttosto che dall'indebolimento della crescita dell'occupazione. L'inflazione persistente e le pressioni salariali suggeriscono che il tasso naturale di disoccupazione potrebbe essere leggermente superiore all'attuale stima della Fed del 4,2%. In questo contesto, riteniamo che la Fed dovrà prima o poi accettare un tasso di disoccupazione più elevato per domare l'inflazione. In prospettiva, una politica imprescindibile sull'immigrazione e gli aumenti dei dazi potrebbero aumentare le pressioni inflazionistiche nel 2025. Ci aspettiamo quindi che la Fed sospenda i tagli dei tassi alla riunione di gennaio, prima di effettuare un taglio finale di 25 punti base per l'anno a marzo, spingendo il tasso sui Fed funds nell'intervallo del 4-4,25%.

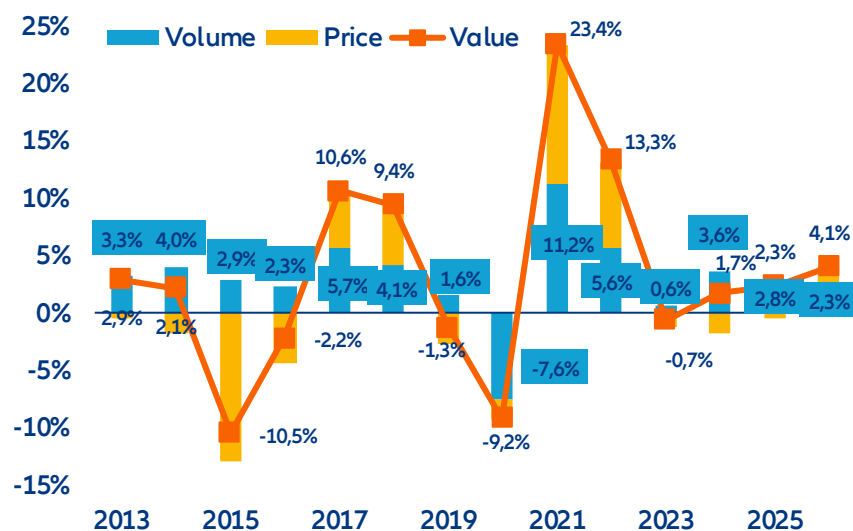
**Il 2024 è un anno record per le insolvenze** Le insolvenze di aziende con un fatturato superiore a 50 milioni di euro hanno raggiunto un nuovo massimo storico nel 3° trimestre 2024 con 127 casi, +17 rispetto al 2° trimestre 2024 e +42 rispetto alla media pre-pandemia di 82 nel periodo 2017-2019. Inoltre, il fatturato combinato delle principali società insolventi è aumentato del +48% a/a a 40 miliardi di euro. L'Europa occidentale guida il rimbalzo del numero di casi, ma le Americhe ospitano i casi più grandi. A livello settoriale, i servizi e il retail sono stati i più colpiti, in particolare in Europa occidentale e Nord America, insieme alle costruzioni,

soprattutto in Europa occidentale e in Asia. Con 344 casi registrati nei primi tre trimestri, il totale delle insolvenze gravi di quest'anno supera già quelli del periodo 2015-2019, 2021 e 2022. La persistente incertezza economica, i cambiamenti strutturali nei settori e la ridefinizione delle catene di approvvigionamento e del commercio globale potrebbero certamente spingere il conteggio finale delle principali insolvenze a un nuovo record nel 2024, aumentando il rischio di un effetto domino su fornitori e subappaltatori.

## Aziende sul piede di guerra commerciale

**Con il ritorno del presidente Trump e l'incombere di una guerra commerciale, ci aspettiamo una crescita commerciale più lenta nel 2025-2026.** Dopo una recessione in termini di valore nel 2023, il commercio globale vedrà un moderato rimbalzo nel 2024, probabilmente crescendo del +3,6% in termini di volume (all'incirca in linea con il ritmo medio nel periodo 2011-2019, Figura 1), aiutato dalle aziende che si riforniscono e dalle famiglie che rinnovano gli acquisti di beni durevoli riducendo la spesa per i servizi. La fine dell'anno sarà probabilmente sostenuta anche dalle aziende che si affrettano a spedire merci in previsione delle tariffe più elevate che probabilmente saranno imposte dalla prossima amministrazione statunitense e di altre potenziali interruzioni nei prossimi trimestri. Questo anticipamento rimarrà probabilmente un fattore favorevole per il commercio mondiale nella prima metà del 2025, prima che gli effetti di una guerra commerciale rinnovata ma contenuta<sup>1</sup> si facciano sentire a partire dalla seconda metà del 2025 e in pieno nel 2026. Di conseguenza, ora prevediamo che il commercio globale in volume crescerà del +2,8% nel 2025 (-0,2 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione) e del +2,3% nel 2026 (-0,5 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione). In termini di prezzi all'esportazione in USD, il contesto deflazionistico osservato dal 2023 continuerà probabilmente nel 2025, poiché gli esportatori subiranno in parte l'impatto dell'aumento dei dazi per mantenere le loro quote di mercato. Di conseguenza, in termini di valore in USD, le revisioni al ribasso delle nostre previsioni sono ancora più ampie, con una crescita che ha raggiunto il +2,3% nel 2025 (-1,7 punti percentuali) e il +4,1% nel 2026 (-0,8 punti percentuali).

Figura 1: Commercio mondiale di beni e servizi, crescita (%)



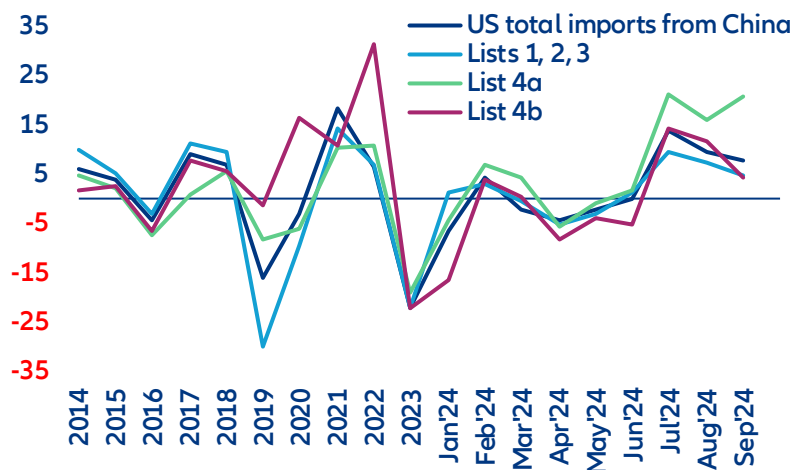
Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

**I dati sul trasporto marittimo e sul commercio confermano che gli esportatori stanno anticipando le spedizioni in vista dei prossimi aumenti delle tariffe.** I dati pubblicati questa settimana hanno mostrato che le esportazioni cinesi sono aumentate di un robusto +6,7% a/a a novembre, in parte sostenute dagli ordini dagli Stati Uniti (+8% a/a). Infatti, le importazioni statunitensi dalla Cina hanno subito un'accelerazione da quest'estate, con un aumento medio del +10,4% a/a tra luglio e settembre, rispetto al -1,8% medio della prima metà dell'anno (Figura 2). In

<sup>1</sup> Nel nostro scenario di base, una guerra commerciale contenuta consiste in misure statunitensi mirate alla Cina (con dazi che aumentano al 25% sulle merci senza dipendenze critiche) e modesti aumenti tariffari sul resto del mondo (al 5%), esclusi Canada e Messico.

particolare, le importazioni di alcuni beni di consumo che in precedenza erano state oggetto di un aumento dei dazi al 7,5% (ancora al di sotto del probabile 25% sotto la nuova amministrazione Trump) hanno sovraperformato, crescendo in media di quasi il +20% a/a tra luglio e settembre (rispetto all'assenza di crescita nella prima metà dell'anno). Di conseguenza, dopo la vittoria di Trump, le tariffe di trasporto marittimo sono aumentate del +14%, con le aziende che si sono assicurate preventivamente le consegne in previsione dell'incertezza commerciale sotto la nuova amministrazione statunitense.

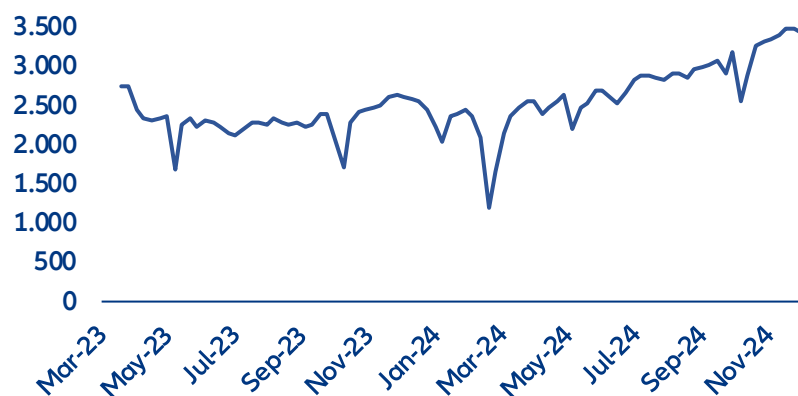
Figura 2: Importazioni statunitensi dalla Cina in % a/a



Fonti: ITC, USTR, Allianz Research. Nota: elenchi di importazioni dalla Cina che sono stati presi di mira durante la prima amministrazione Trump: elenco 1 (macchinari, elettronica, beni industriali) con aliquota tariffaria attuale al 25%, elenco 2 (prodotti chimici, plastica, semiconduttori) al 25%, elenco 3 (beni di consumo, mobili, prodotti tessili) al 25%, elenco 4a (calzature, abbigliamento, utensili da cucina) al 7,5% e elenco 4b (smartphone, laptop, giocattoli) allo 0%.

**Anche il trasporto aereo di merci è alle stelle.** La stagione delle vacanze in corso (che combina sia la fine dell'anno che il capodanno lunare cinese nel gennaio 2025) è tradizionalmente il momento in cui la domanda internazionale di merci aumenta maggiormente. Infatti, la domanda di trasporto aereo di merci è aumentata del +9,8% a/a a novembre, il 15° mese consecutivo di aumenti. La capacità di trasporto aereo di merci è cresciuta complessivamente del +5,9%, trainata da un aumento significativo della capacità belly internazionale, poiché le rotte aeree internazionali stanno registrando livelli di traffico eccezionali, con una domanda in aumento del +10,3% a/a. Oltre alle continue incertezze commerciali e alla stagionalità, le compagnie aeree cargo hanno anche beneficiato dell'aumento dell'e-commerce, evidenziato dall'aumento del volume del trasporto aereo di merci in Cina, che ha raggiunto i massimi storici all'inizio di dicembre, data la significativa impennata del suo segmento internazionale (Figura 3). Tra gennaio e ottobre di quest'anno, le rotte internazionali hanno trasportato circa 2,93 milioni di tonnellate di merci e posta, con un significativo +48,5% rispetto allo stesso periodo del 2019, mentre il numero di voli cargo è aumentato del +32% a/a all'inizio di dicembre. Questa crescita dovrebbe continuare, con le esportazioni cinesi che dovrebbero accelerare nei prossimi mesi.

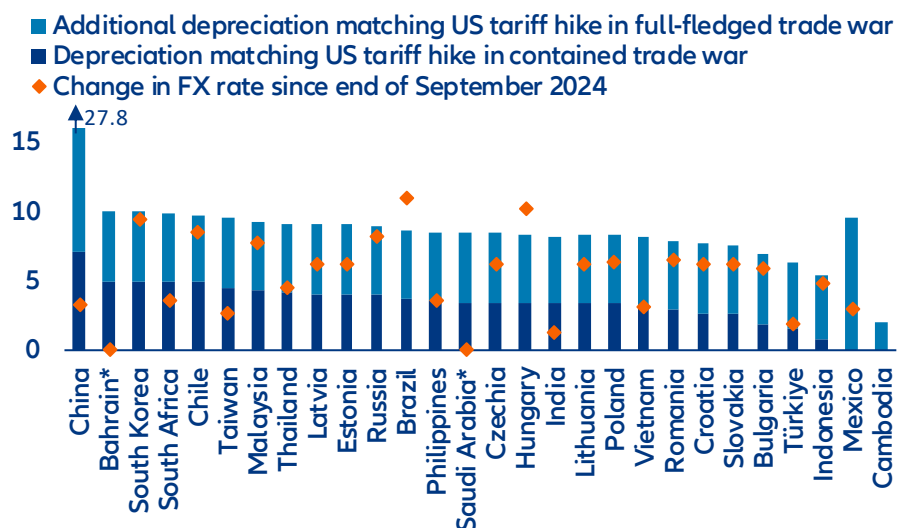
Figura 3: Numero di voli cargo internazionali in Cina, settimanali



Fonti: Ministero dei Trasporti cinese, Allianz Trade

**Fattori come gli aggiustamenti valutari e i prossimi accordi di libero scambio potrebbero portare un po' di sollievo al commercio globale nei prossimi anni, ma è improbabile che neutralizzino l'impatto della nuova guerra commerciale.** L'USD si sta apprezzando dalla fine di settembre, quando i mercati hanno iniziato a scontare una vittoria di Donald Trump alle elezioni statunitensi. In teoria, un USD più forte potrebbe suggerire importazioni più economiche per le aziende e i consumatori statunitensi. D'altra parte, gli incombenti aumenti dei dazi aumenteranno il prezzo delle importazioni. Ad esempio, il CNY si è deprezzato del -3,3% tra la fine di settembre e l'11 dicembre, ma avrebbe bisogno di deprezzarsi del -7,2% per compensare un dazio del 25% applicato su una parte delle merci cinesi nello scenario di guerra commerciale contenuta (Figura 4). Separatamente, nonostante tutti i titoli sulla deglobalizzazione e le tensioni commerciali, gli accordi di libero scambio (FTA) continuano a essere negoziati e conclusi in tutto il mondo. Ad esempio, dall'inizio dell'anno, un numero significativo di accordi di libero scambio che coinvolgono la Cina o i paesi dell'Asia centrale sono stati notificati all'OMC, con partner in Asia, Europa centrale e orientale e America latina. Il 6 dicembre è stato aggiunto anche un accordo politico sul partenariato UE-Mercosur, nonostante l'opposizione della Francia. L'accordo non è ancora stato ufficialmente approvato, ma se lo sarà, sarà il più grande accordo di libero scambio mai concluso dall'UE, che coprirà 780 milioni di persone e 40-45 miliardi di dollari di importazioni ed esportazioni. Inoltre, il Costa Rica dovrebbe essere il prossimo candidato per l'accordo globale e progressivo per il partenariato transpacifico (CPTPP), che ora rappresenta oltre il 15% dell'economia globale. Il Regno Unito entrerà ufficialmente a far parte del CPTPP il 15 dicembre e stimiamo che ciò genererà circa 1,3 miliardi di dollari di guadagni dalle esportazioni, principalmente nei settori dei macchinari, automobilistico e farmaceutico. Detto questo, questi guadagni non compenseranno le perdite derivanti dalla ripresa della guerra commerciale, che stimiamo a 2,8 miliardi di dollari nel 2025-26 nello scenario di guerra commerciale contenuta. È probabile che le perdite delle esportazioni globali ammontino a 135 miliardi di dollari nel 2025-26, o a 510 miliardi di dollari in una vera e propria guerra commerciale (si veda [qui](#) per maggiori dettagli).

Figura 4: Variazione del tasso di cambio USDLCU dalla fine di settembre 2024 e modifica per adeguarsi agli aumenti tariffari (%)



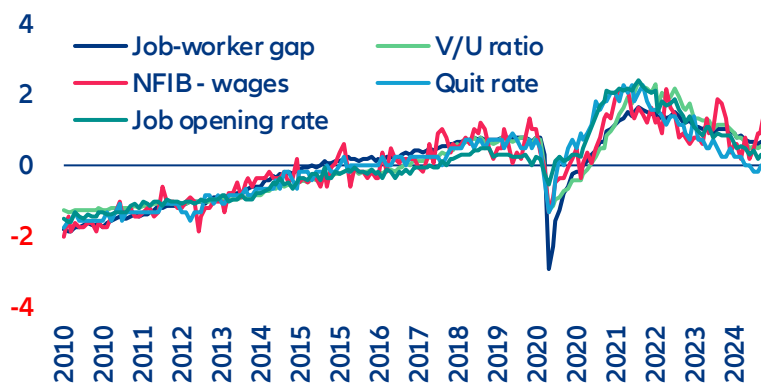
Fonti: LSEG Refinitiv, Banca Mondiale, ITC, Allianz Research. Nota: variazione dei tassi di cambio dalla fine di settembre 2024, all'11 dicembre 2024. \* Valute ancorate all'USD

## Il wishful Christmas cut della Fed

**La Fed è pronta a effettuare il suo terzo taglio consecutivo dei tassi, anche se la disinflazione è in fase di stallo.**

La prossima settimana il FOMC dovrebbe tagliare il tasso sui Fed funds di 25 punti base portandolo all'intervallo 4,25-4,5%, anche se vediamo un rischio non trascurabile che si fermino. I mercati finanziari stanno valutando una probabilità dell'85% di un taglio dei tassi, anche se i commenti dei membri del FOMC sono diventati più aggressivi di recente. Il governatore Waller ha osservato che potrebbe favorire una pausa se "le nostre previsioni di rallentamento dell'inflazione e di un'economia moderata ma ancora solida sono sbagliate", mentre il presidente Powell ha dichiarato che la Fed può "permettersi di essere un po' più cauta" sulla velocità dei tagli dei tassi. In effetti, i progressi in materia di disinflazione si sono fermati negli ultimi due mesi. Da giugno, le misure sottostanti dell'inflazione, come l'inflazione core CPI e l'IPC medio ridotto della Fed di Cleveland, sono rimaste bloccate intorno al +3,3/3,2% a/a e hanno persino accelerato su base sequenziale mese su mese. Inoltre, il mercato del lavoro sembra aver smesso di allentare negli ultimi due mesi (Figura 5): ad esempio, il tasso di abbandono del settore privato ha smesso di diminuire e le PMI intervistate dalla NFIB indicano addirittura una retribuzione più elevata concessa ai dipendenti.

Figura 5: Misure della rigidità del mercato del lavoro (z-score)

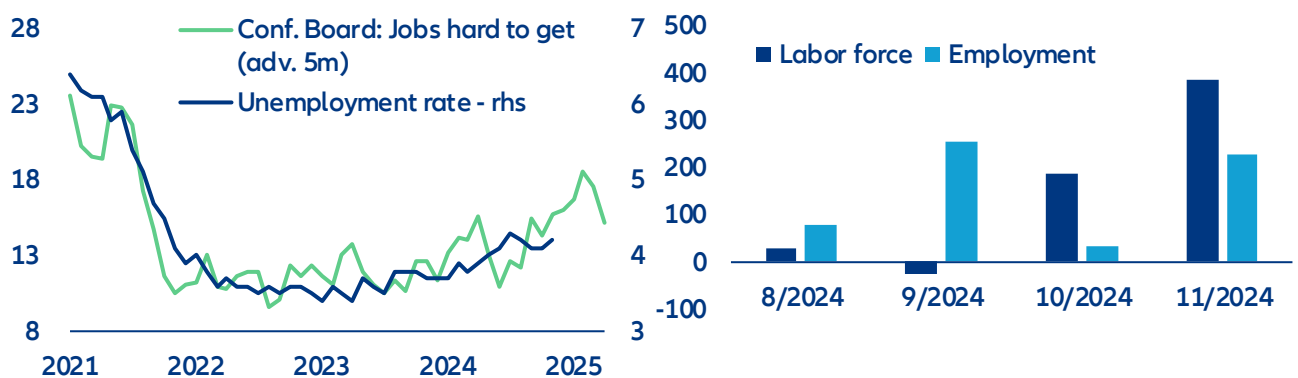


Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research. Nota: il rapporto V/U indica il rapporto posti vacanti/disoccupati.

**La Fed dovrà accettare un tasso di disoccupazione leggermente più alto.** L'inizio del ciclo di allentamento della Fed a settembre è stato parzialmente giustificato dalla percezione di crescenti rischi al ribasso per il mercato del

lavoro. Certo, il tasso di disoccupazione è aumentato costantemente dal 3,4% nell'aprile 2023 al 4,2% nel novembre 2024. Inoltre, i sondaggi suggeriscono che il tasso di disoccupazione continuerà ad aumentare nei prossimi mesi (figura 6, a sinistra). Tuttavia, la ripresa del tasso di disoccupazione è principalmente guidata da una forte crescita della forza lavoro piuttosto che dall'indebolimento della crescita dell'occupazione<sup>2</sup> (Figura 6, a destra), anche se lo sciopero alla Boeing e gli uragani hanno causato alcune distorsioni nei dati sull'occupazione negli ultimi mesi. La forte crescita della forza lavoro sembra essere stata causata da una nuova impennata degli afflussi di immigrazione, come indicato dagli ultimi dati della US Customs and Border Protection. Le misure della rigidità del mercato del lavoro e un basso tasso di licenziamento privato indicano anche che la Fed non dovrebbe preoccuparsi di un aumento del tasso di disoccupazione. Piuttosto, l'inflazione persistente e le pressioni salariali suggeriscono che il tasso naturale di disoccupazione (cioè il tasso che porta la crescita dei salari e l'inflazione al loro stato stazionario) potrebbe essere leggermente superiore alla stima della Fed del 4,2% (a novembre il tasso di disoccupazione era anch'esso del 4,2%). In questo contesto, riteniamo che la Fed dovrà prima o poi accettare un tasso di disoccupazione più elevato per domare l'inflazione.

Figura 6: Prospettive del tasso di disoccupazione (a sinistra) e crescita dell'occupazione-forza lavoro (000, a destra)



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

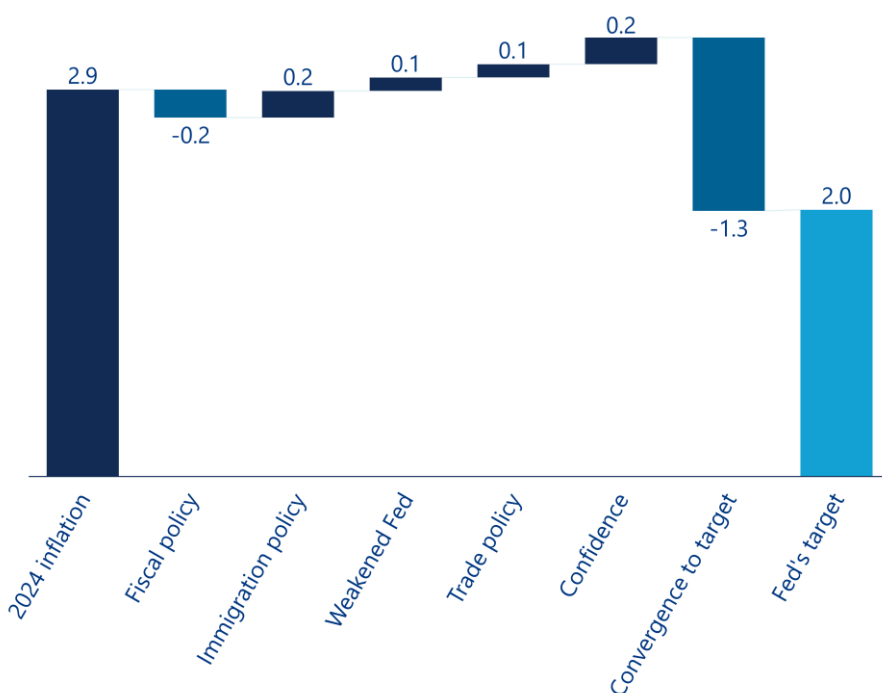
**Guardando al futuro, ci aspettiamo che un contesto inflazionistico persistentemente difficile nel 2025 spinga la Fed a porre fine al ciclo di tagli a marzo 2025.** Alcune delle politiche della prossima amministrazione – in particolare la politica restrittiva sull'immigrazione, gli aumenti dei dazi e gli attacchi all'indipendenza della Fed o i tentativi di influenzare le sue decisioni sui tassi di interesse – potrebbero contribuire a mantenere l'inflazione al di sopra dell'obiettivo nel 2025<sup>3</sup> (Figura 7). Inoltre, un'economia forte prevista all'inizio del 2025, sostenuta dall'aumento della fiducia delle famiglie e da condizioni finanziarie allentate, potrebbe contribuire a sostenere le pressioni inflazionistiche. D'altro canto, l'inasprimento della politica fiscale indotto dai tagli alla spesa (i tagli fiscali sono previsti nel 2026) dovrebbe fornire una parziale compensazione. Nel complesso, il ritorno all'obiettivo del 2% sembra impegnativo nel 2025, anche se molto dipenderà dai tempi e dal contenuto esatto delle politiche che il presidente Trump implementerà nel suo secondo mandato. Prevediamo che la Fed sospenderà i tagli dei tassi alla riunione di gennaio, prima di effettuare un taglio finale di 25 punti base per l'anno a marzo, spingendo il tasso sui Fed funds nell'intervallo del 4-4,25%.

<sup>2</sup> Data l'attuale inaffidabilità dei dati sull'occupazione nell'indagine sulle famiglie nell'acquisizione di nuovi immigrati, abbiamo proxy la forza lavoro sommando i dati sull'occupazione dell'indagine sull'establishment e i dati sulla disoccupazione dell'indagine sulle famiglie.

<sup>3</sup> Anche se ci aspettiamo che la Fed rimanga indipendente e impegnata nel suo doppio mandato, l'indebolimento percepito della sua indipendenza potrebbe spingere al rialzo le aspettative di inflazione e, a sua volta, l'inflazione effettiva.



Figura 7 - Fattori di accelerazione e moderazione dell'inflazione attesi nel 2025 (misura dell'IPC, media annua, %)

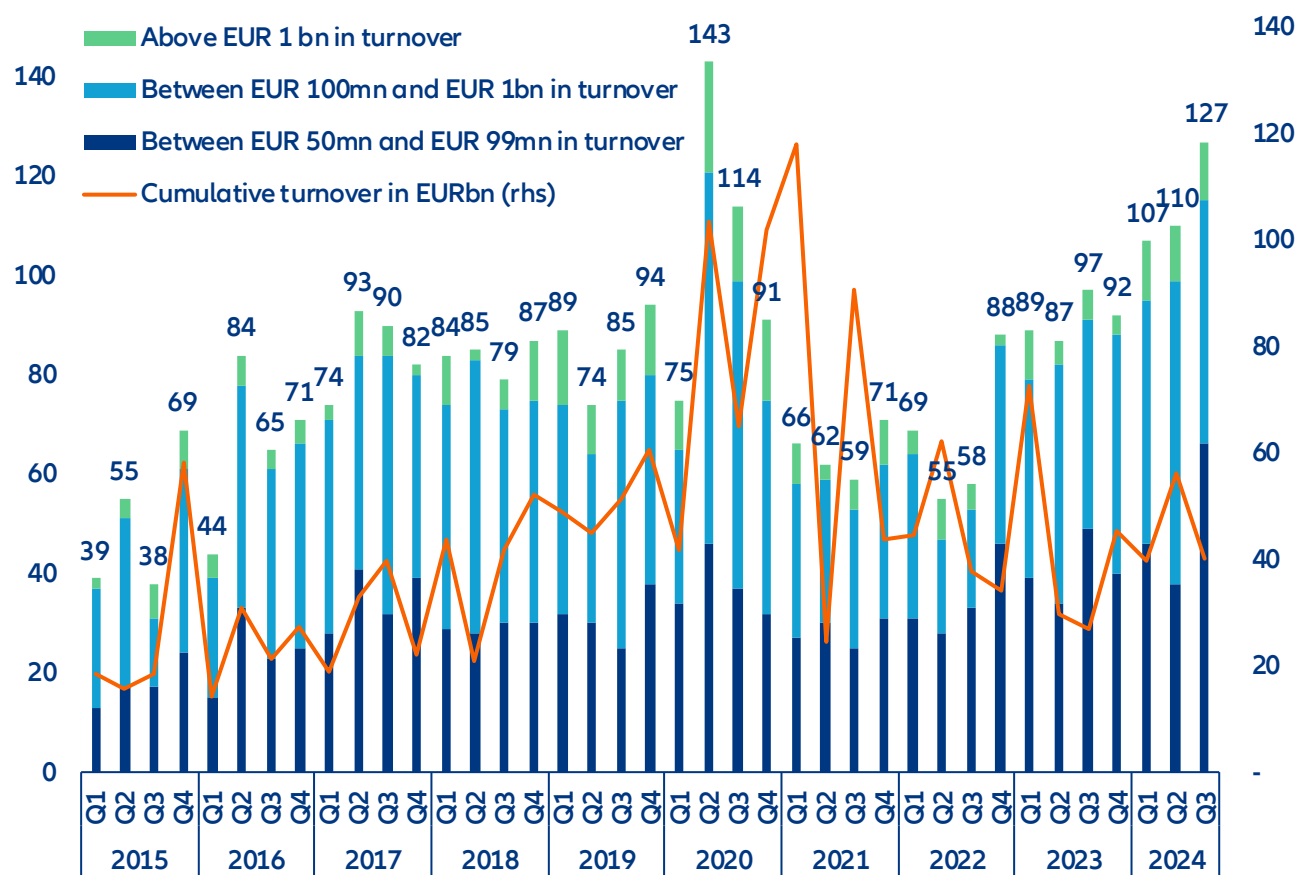


Fonte: Allianz Research

## Il 2024 si annuncia come un anno record per le insolvenze

**Le insolvenze di aziende con un fatturato superiore a 50 milioni di euro hanno raggiunto un nuovo record nel 3° trimestre 2024, con più di un caso al giorno.** Il numero di insolvenze maggiori a livello globale è balzato a 127 casi nel 3° trimestre 2024, +17 rispetto al 2° trimestre 2024 e +42 rispetto alla media pre-pandemia di 82 nel periodo 2017-2019. Si tratta del secondo totale trimestrale più grande dall'inizio del nostro monitoraggio nel 2015. Da inizio anno, le principali insolvenze sono aumentate del +26% a/a, per un totale di 344 casi nei primi tre trimestri del 2024. Inoltre, il fatturato combinato delle principali società insolventi è aumentato del +48% a/a a 40 miliardi di euro, rafforzando il trend osservato nel 2° trimestre. Da inizio anno, il fatturato combinato è aumentato del +5% a 136 miliardi di euro, con un fatturato medio di poco inferiore a 400 milioni di euro. Per fare un confronto, tra il 2015 e il 2019, il fatturato combinato ha raggiunto i 463 milioni di euro. Inoltre, casi significativi come HNA ed Evergrande in Cina hanno contribuito ad aumentare il fatturato combinato e medio delle principali insolvenze nel 2020 e nel 2021.

Grafico 8: Principali insolvenze, numero trimestrale, per entità del fatturato

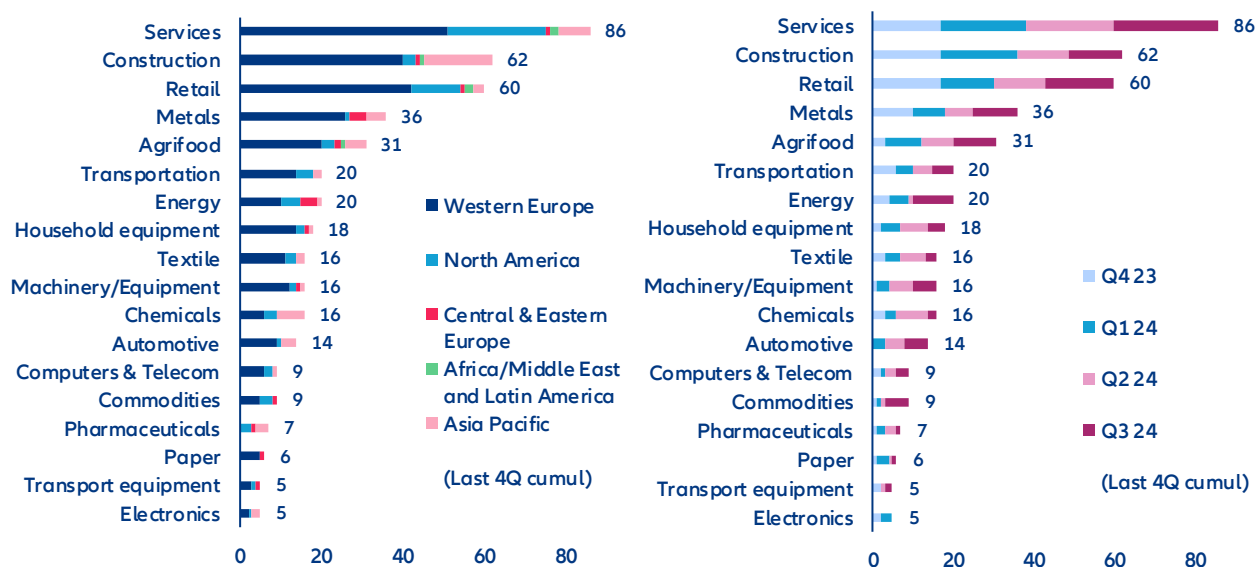


Fonte: Allianz Trade

**L'Europa occidentale guida il rimbalzo del numero di casi, ma le Americhe ospitano i casi più grandi.** Nel 3° trimestre, l'Europa occidentale ha svolto un ruolo chiave nel rimbalzo delle principali insolvenze in termini a/a (+30 casi a/a a 91). Il Nord America e l'Asia si distinguono con un numero quasistabile di casi a/a (rispettivamente da -1 a 13 e 12 casi). Da inizio anno, il quadro rimane sostanzialmente lo stesso, con l'Europa occidentale in testa al Nord America (+81 casi e +7, rispettivamente) e con l'Europa centrale e orientale, l'America Latina e l'Asia in calo (-2, -5 e -7, rispettivamente). L'Europa occidentale rappresenta sei casi su 10 in totale, con 276 dei 436 casi segnalati negli ultimi quattro trimestri, seguita dal Nord America (73) e dall'Asia Pacifico (62) come contributori chiave al conteggio complessivo. In particolare, gli Stati Uniti rimangono in prima linea con il maggior numero di insolvenze, con sette delle prime 10 insolvenze nel 3° trimestre 2024 e nove delle prime 20 insolvenze dall'inizio dell'anno, davanti all'Europa occidentale (cinque) e alla Cina (cinque) per il secondo trimestre consecutivo.



Figura 9: Principali insolvenze, numeri dell'ultimo T4, per regione (a sinistra) e per settore e trimestre (a destra)

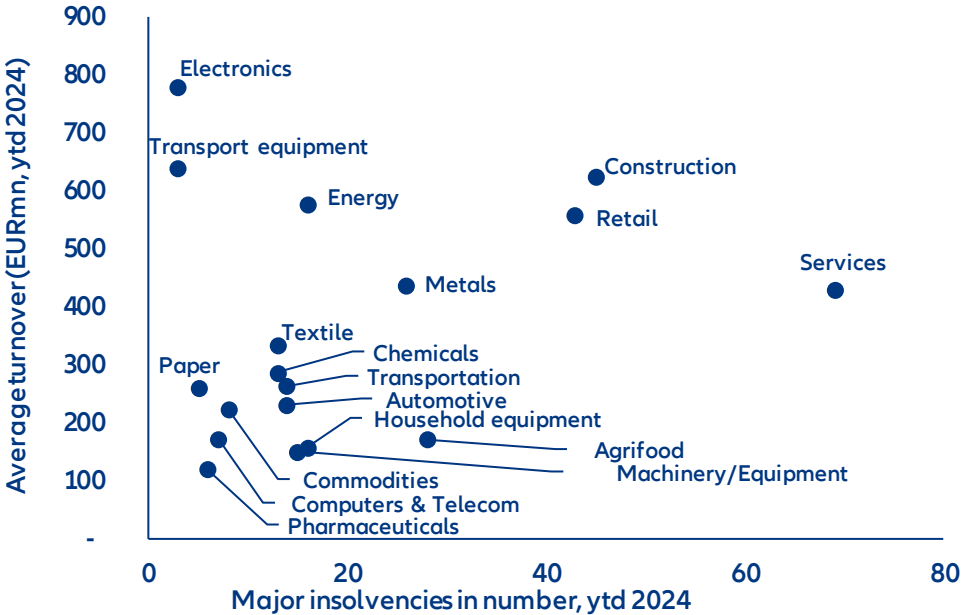


Fonte: Allianz Trade

**I servizi e il retail sono stati i più colpiti, in particolare in Europa occidentale e Nord America, insieme alle costruzioni, soprattutto in Europa occidentale e in Asia.** I tre settori che hanno contribuito maggiormente al conteggio globale sono stati tutti in Europa occidentale: servizi (18 casi), vendita al dettaglio (13) e costruzioni (9). L'Asia ha registrato il maggior numero di casi nei servizi (3) e nelle costruzioni (3), mentre gli Stati Uniti hanno registrato ampie insolvenze nei servizi (3) e nell'energia (3). È interessante notare che i settori più colpiti sono rimasti gli stessi se si considerano i tre trimestri insieme, con 69, 43 e 45 casi registrati a livello globale, rispettivamente. Nel 3° trimestre, le insolvenze delle imprese con un fatturato superiore a 1 miliardo di euro sono rimaste elevate (12 casi, dopo gli 11 casi del 2° trimestre 2024, rispetto a una media di otto casi per il periodo 2015-2023). Guardando agli ultimi tre trimestri (Figura 10), l'elettronica si è distinta con la maggiore gravità in termini di fatturato (779 milioni di euro in media), seguita dai mezzi di trasporto (638 milioni di euro), dalle costruzioni (623 milioni di euro) e dall'energia (578 milioni di euro).

**Il 2024 si preannuncia già come un anno record per le grandi insolvenze.** Con 344 casi nei primi tre trimestri, il totale di quest'anno supera già quelli del 2015-2019, 2021 e 2022. Altri 80 casi sono ora sufficienti per superare il precedente record stabilito nel 2020, il che sembra del tutto possibile considerando che questo numero è inferiore alla media trimestrale registrata dal 2015 e che le grandi aziende stanno affrontando sfide significative, in particolare in Europa. Tra questi figurano la situazione economica generale, ma anche i cambiamenti strutturali nei rispettivi settori e la ridefinizione delle catene del valore e del commercio globale. Oltre al conseguente rischio di perdita di posti di lavoro, questa impennata di grandi insolvenze aumenta anche il rischio di un effetto domino su fornitori e subappaltatori.

Figura 10 - Principali insolvenze per settore, numero di casi (asse x) e fatturato medio (asse y, EURmn), da inizio anno 2024 (1° trimestre/2° trimestre/3° trimestre)



Fonte: Allianz Trade

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di 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 sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, 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 degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, 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, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

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