

Allianz Research | 14 novembre 2025

Utili del 3° trimestre, il segreto della convergenza degli spread sovrani dell'UE e dai dividendi tariffari al controllo della Corte Suprema

Ludovic Subran
Chief Investment Officer e Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Responsabile della Ricerca
Economica
ana.boata@allianz-trade.com

Lluís Dalmau Taules
Economista per l'Africa e il Medio
Oriente
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista senior USA-Regno Unito-
Francia
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Responsabile Macro e Ricerche sul
Mercato dei Capitali
bjoern.griesbach@allianz.com

Thomas Hartl
Senior Investment Strategist
thomas.hartl@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia Pacifico
francoise.huang@allianz-trade.com

Patrizio Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

Maria Latorre
Consulente di settore
maria.latorre@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Economista senior Europa
meridionale-Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Augustin Bonah
Assistente di ricerca
augustin.bonah1@allianz-trade.com

Pierpaolo Fiore
Assistente di ricerca
pierpaolo.fiore@allianz.com

In sintesi

Utili del 3° trimestre: profitti resilienti grazie all'intelligenza artificiale. Nonostante l'aumento dei dazi e l'indebolimento della domanda europea, le aziende hanno dimostrato una notevole resilienza nella stagione degli utili del 3° trimestre. Le aziende statunitensi si sono distinte come leader indiscussi – grazie al frontloading e al taglio dei prezzi da parte delle aziende estere – con l'82% che ha battuto le stime (ricavi: +8,1% a/a ed EPS: +16,8% a/a). Gli utili del settore tecnologico sono aumentati del +28,5% a/a e gli utili degli hyperscaler sono balzati del +41,5% a/a, mentre le spese in conto capitale sono salite a 100 miliardi di dollari, alimentate dal boom dell'intelligenza artificiale, che è passato da un argomento di nicchia al centro delle chiamate agli utili in tutti i settori. Nel complesso, le aspettative per il 4° trimestre rimangono moderate (con una previsione di crescita degli utili del +8% a/a), ma le stime di consenso per l'intero anno 2026 si attestano a un robusto +13,8% a/a. Nel frattempo, le società europee sono rimaste indietro ma hanno sovraperformato le aspettative, con l'EPS in aumento del +6,2% a/a nonostante una contrazione dei ricavi del -1,2% a/a. L'aumento degli utili è stato trainato principalmente dal settore finanziario (+11,4% a/a), che ha contribuito a compensare un calo del -11,2% a/a dei beni di consumo ciclici. Per il 4° trimestre, l'euro più forte, la spesa discrezionale limitata e i venti contrari settoriali continueranno probabilmente a limitare la crescita (-1,8% a/a) e gli utili (-2,7% a/a), ma le prospettive stanno diventando ottimistiche per i settori chiave della regione, con la crescita dell'EPS per il 2026 rivista al rialzo al +12,9% a/a dal +12,6% a/a dello Stoxx-600.

Fondo NGEU: il segreto della convergenza degli spread sovrani. Il premio al rischio della Francia ha recentemente superato quello dell'Italia, evidenziando le dinamiche mutevoli del mercato obbligazionario dell'Eurozona. Dal 2021 gli spread dei titoli di Stato dell'Eurozona sono ampiamente convergenti, con l'intervallo di spread degli asset swap a 10 anni che si è ridotto da 250 pb al culmine della pandemia a circa 64 pb. Ciò riflette sia il miglioramento dei fondamentali che il circolo vizioso tra il fondo NGEU e una maggiore stabilità politica nell'Europa meridionale. Gli esborsi di Next Generation EU (in particolare le sovvenzioni che riducono i disavanzi di bilancio) hanno sostenuto la crescita e la sostenibilità del debito in Italia, Spagna, Portogallo e Grecia. Ad esempio, l'incasso dell'Italia, pari a oltre 100 miliardi di euro, in più rispetto alla Francia, ha sostenuto la compressione degli spread di 170 punti base rispetto alla Germania. Nel complesso, stimiamo che gli effetti NGEU rappresentino il 30-50% del recente restringimento degli spread. Tuttavia, con la fine degli afflussi di Next Generation EU nel 2026 e l'aumento delle incertezze politiche in vista delle elezioni chiave del 2027, il mantenimento della convergenza potrebbe richiedere nuove iniziative a livello dell'UE, potenzialmente attraverso il debito comune per la difesa e gli investimenti strategici.

Guerra commerciale: dai dividendi tariffari al controllo della Corte Suprema. Il "dividendo tariffario" promesso ai cittadini statunitensi – che potrebbe costare ben 290 miliardi di dollari, o l'1% del PIL – è improbabile che rappresenti un ulteriore allentamento della politica fiscale nel breve termine, dal momento che è in parte già incorporato nel One Big Beautiful Bill. Finanziare un USD2000 aggiuntivo per persona con nuove entrate doganali implicherebbe un aumento non plausibile di +14 punti percentuali dell'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti, spingendola vicino al 30%. Molto più importante per le prospettive degli Stati Uniti è la

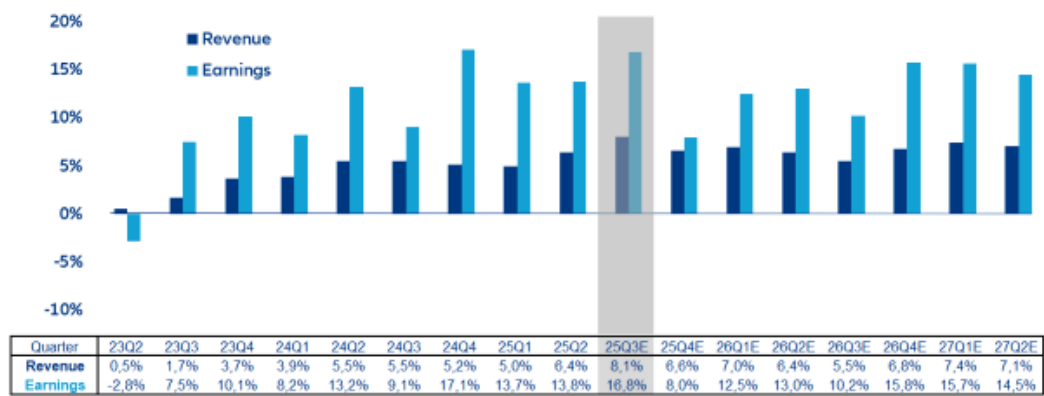
possibilità che la Corte Suprema annulli le tariffe attuate con poteri di emergenza. La perdita di entrate doganali e i potenziali rimborsi (220 miliardi di dollari) potrebbero contribuire ad aumentare il disavanzo di bilancio da -7% a -8% del PIL nel 2026. I rendimenti potrebbero ancora scendere di 10-20 punti base rispetto ai livelli attuali, poiché le aspettative di inflazione più basse derivanti dalla rimozione dei dazi supererebbero il deficit più elevato. Il commercio globale potrebbe affrontare un altro periodo di volatilità, con l'aliquota tariffaria statunitense che oscilla tra il 5 e il 15% a seconda della decisione della Corte Suprema e di come reagirà l'amministrazione statunitense. A breve termine, Brasile, Bangladesh, India, Cina, Pakistan, Svizzera, Sudafrica, Vietnam e Indonesia potrebbero beneficiare di tariffe più basse e del frontloading. Ma alla fine, l'amministrazione statunitense avrà altre opzioni per aumentare nuovamente i dazi, come le indagini settoriali.

Utili del 3° trimestre: profitti resilienti grazie all'intelligenza artificiale

Nonostante gli attriti commerciali e l'aumento dei dazi, nonché l'indebolimento della domanda europea, le aziende hanno dimostrato una notevole resilienza nella stagione degli utili del 3° trimestre. Finora circa l'80% delle aziende ha riportato i risultati del terzo trimestre e oltre la metà ha superato le aspettative sia sulle vendite che sugli utili, con le società statunitensi che si sono distinte come leader indiscussi. Il controllo disciplinato dei costi e l'agilità strategica hanno salvaguardato i margini e sostenuto la crescita in un contesto di persistente incertezza politica. Anche il sentiment del management ha assunto un tono notevolmente più ottimista rispetto al 2024, avvicinandosi ai massimi osservati alla fine del 2021 (Figura 3), suggerendo che le sfide della catena di approvvigionamento sono in gran parte svanite e che le preoccupazioni relative ai dazi sono state limitate alla prima metà dell'anno.

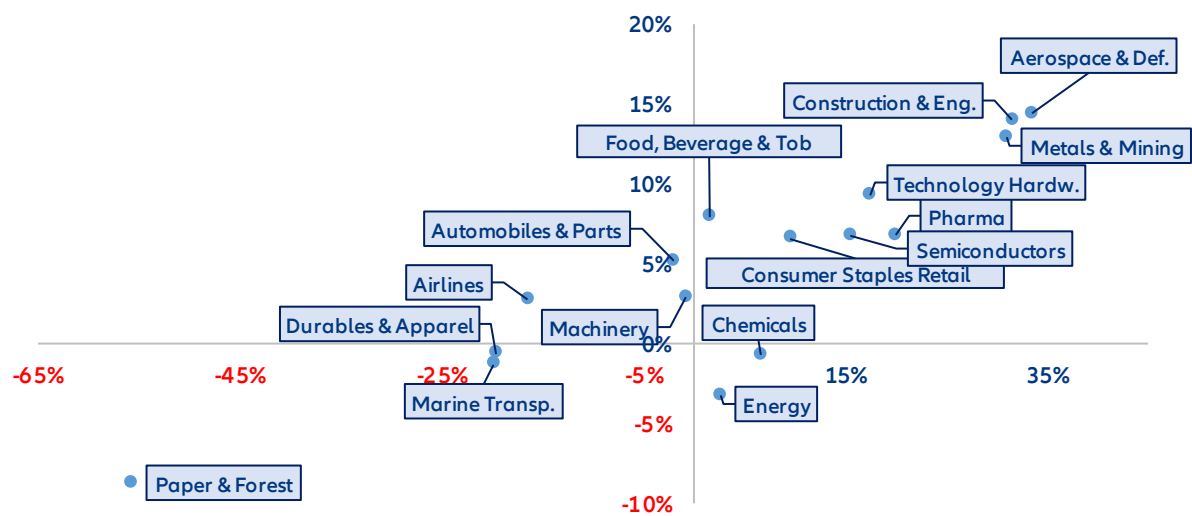
Negli Stati Uniti, le società hanno registrato solidi guadagni degli utili a due cifre, superando ampiamente le previsioni e sostenuti dal boom dell'intelligenza artificiale tecnologica a mega-capitalizzazione. Nel 3° trimestre 2025, la crescita degli utili dell'S&P 500 ha accelerato al +16,8% a/a, estendendo lo slancio positivo dal +13,8% a/a del 2° trimestre (si veda la Figura 1). Con quattro trimestri consecutivi di espansione degli utili a due cifre, l'S&P 500 è tornato a livelli record di utili ed è sulla buona strada per una crescita a due cifre degli utili per azione (EPS) per l'intero anno. Con i report quasi completati, la crescita dell'EPS misto dell'indice supera di gran lunga il ~+8,8% a/a previsto alla fine del trimestre, poiché l'82% delle società ha battuto le stime sugli utili - ben al di sopra della media quinquennale del ~75% - segnando uno dei trimestri più forti degli ultimi anni e confermando che le azioni statunitensi possono anche dare risultati in un contesto di crescita rallentata. Il settore tecnologico rimane il settore in più rapida crescita dell'indice S&P 500, ma la forza è stata ampia: finanziari, industriali, immobiliari e materiali hanno registrato una crescita dell'EPS superiore al +20%. In termini di sorprese sugli utili, i servizi di comunicazione, l'industria e la sanità hanno guidato il gruppo, battendo le aspettative del 12-15% in questa stagione. Anche la performance dei ricavi è stata solida: i ricavi del Q3 sono cresciuti del +8,1% a/a negli Stati Uniti, significativamente al di sopra del +5,7% previsto all'inizio della stagione degli utili, con un tasso superiore del 78%. All'interno dell'indice, tutti i settori hanno registrato una crescita positiva dei ricavi nel 3° trimestre, con l'energia in ritardo con un modesto aumento del +1,1% a/a, poiché i prezzi più bassi hanno pesato sulla performance della top-line. Tuttavia, se si considera l'intero universo quotato (Figura 2), altri settori hanno mostrato un calo dei ricavi a/a, in particolare carta e foreste (-8,7%), trasporto marittimo (-1,3%) e beni durevoli e abbigliamento (-0,7%). L'ampio divario complessivo tra la crescita dei ricavi e quella dell'EPS suggerisce che le società statunitensi stanno beneficiando non solo di una solida domanda di top-line e di un forte potere di determinazione dei prezzi, ma anche di una migliore efficienza operativa, che riflette un diffuso miglioramento dei margini. I maggiori guadagni di margine sono arrivati dai finanziari, dall'industria e dal settore immobiliare, mentre la sanità, i beni di consumo di base e l'energia hanno registrato una certa compressione dei margini.

Figura 1: Tassi di crescita dei ricavi e dell'EPS dell'S&P 500 (% a/a)



Fonti: LSEG IBES, Allianz Research

Figura 2: Tasso di crescita a/a dell'EPS (asse X) e dei ricavi (asse Y) nel 3° trimestre 2025, Nord America

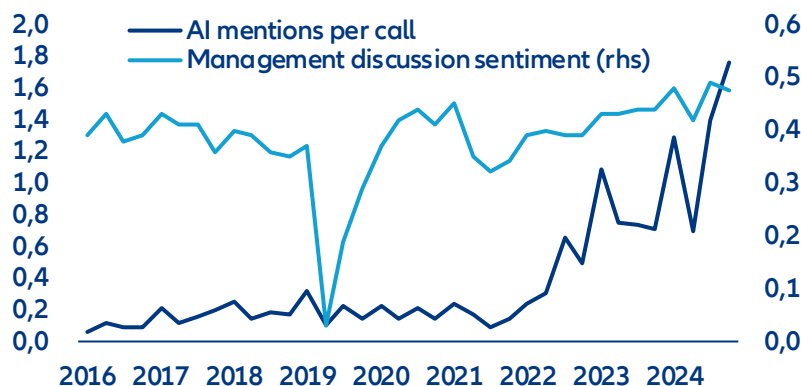


Fonti: LSEG Refinitiv (media per settore al 13 novembre, con l'82% delle azioni americane che ha pubblicato i risultati), Allianz Research

La continua impennata degli investimenti e della domanda basati sull'intelligenza artificiale rimane al centro dell'attenzione, spingendo le grandi aziende tecnologiche a fornire risultati eccezionali. Il settore tecnologico ha registrato il maggiore balzo delle vendite (+16,1% a/a) e degli utili (+28,5%) all'interno dell'S&P 500, sostenuto da una robusta spesa aziendale per i servizi cloud e l'infrastruttura AI. Gli hyperscaler hanno registrato una crescita degli utili del +41,5% a/a nel 3° trimestre, con un aumento delle vendite del +21,7% a/a. Le spese in conto capitale sono salite a 100 miliardi di dollari da circa 60 miliardi di dollari nel 3° trimestre 2024 (400 miliardi di dollari annualizzati), sottolineando il ciclo di investimenti aggressivo del settore in parallelo alla redditività sostenuta. Ma il boom dell'intelligenza artificiale è visibile anche al di fuori della tecnologia, evolvendosi da un argomento di nicchia a un focus centrale nelle riunioni degli investitori e nelle chiamate sugli utili aziendali in tutti i settori. La Figura 3 mostra che le menzioni dell'IA durante le chiamate sugli utili hanno raggiunto livelli record nell'ultimo trimestre, riflettendo la sua crescente rilevanza per le strategie dei dirigenti e le discussioni con gli investitori. Mentre le aziende tecnologiche rimangono le più esplicite, settori come quello finanziario, dei beni di consumo discrezionali e dell'energia stanno enfatizzando sempre di più il ruolo dell'IA nel migliorare l'efficienza, l'automazione e la gestione del rischio. Questa ampia adozione sottolinea la trasformazione dell'IA in un fattore chiave di produttività,

redditività e competitività a lungo termine mentre le aziende si preparano per il 2026. Ciononostante, il rischio di concentrazione intorno all'IA è in aumento, mantenendo gli investitori vigili, con dure conseguenze quando le aspettative non vengono soddisfatte. Nel complesso, mentre le aspettative per il 4° trimestre rimangono moderate (con una crescita degli utili prevista a +8%) e le stime di consenso per l'intero anno 2026 sono state leggermente ridotte (da +14,1% a +13,8%), le società statunitensi rimangono sulla buona strada per offrire un altro anno di robusta crescita degli utili a due cifre.

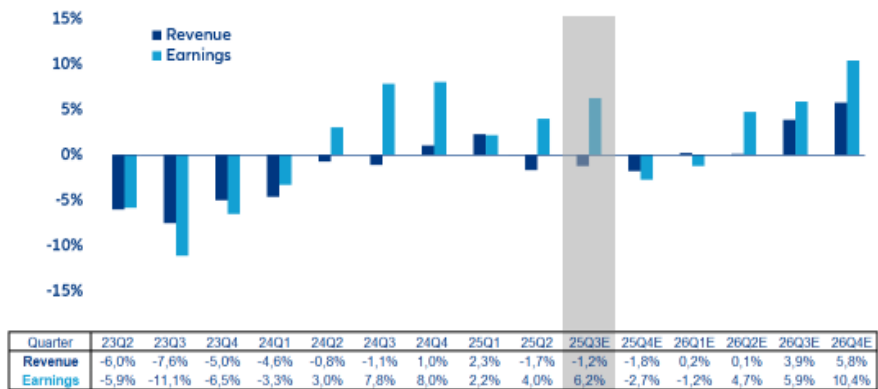
Figura 3: Menzioni dell'intelligenza artificiale nelle chiamate agli utili societari e nell'indice del sentiment del management



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

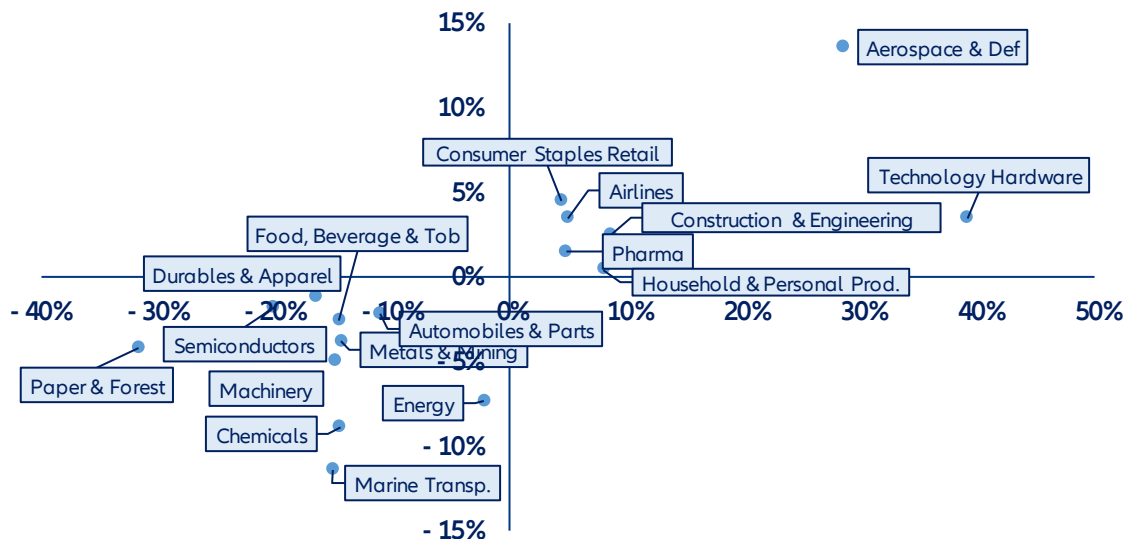
Le società europee hanno sottoperformato quelle statunitensi, ma i risultati sono stati migliori del previsto. Con l'aumento delle tariffe e il rafforzamento dell'euro sulle vendite internazionali, i ricavi dello Stoxx-600 si sono contratti per la seconda volta quest'anno (-1,2% a/a nel 3° trimestre), si veda la Figura 4. I trasporti marittimi (-15,1% a/a), l'energia (-7,2%) e i materiali di base (-5,9%) hanno subito i cali maggiori, spiegati dal calo dei prezzi dei trasporti marittimi e delle materie prime e dall'indebolimento della domanda industriale, che ha colpito in particolare i settori chimico, cellulosa e carta e metalli e miniere (Figura 5). Ciononostante, la gestione strategica ha contribuito a mantenere gli utili resilienti. Con un livello di sorpresa del +4,6%, gli utili dell'intero universo quotato sono riusciti a rimanere in territorio positivo (+0,3% a/a) nel 3° trimestre. Per lo Stoxx-600 la sorpresa è stata ancora migliore. Sulla base dei report del 73% delle società, la crescita dell'EPS, inizialmente prevista leggermente negativa, è salita al +6,2% a/a (si veda la Figura 4), superando il +4,0% del 2° trimestre, poiché un maggior numero di società ha superato le aspettative. I leader del settore includono i finanziari (71% sopra le aspettative), la tecnologia (52%) e gli industriali (52%). I finanziari hanno registrato la crescita degli utili più forte della regione, pari a +11,4% a/a, con le banche che hanno beneficiato di tassi d'interesse ancora elevati che hanno ampliato i margini d'interesse netti e incrementato i profitti. Gli industriali, dal canto loro, hanno beneficiato dell'aumento della spesa nel settore aerospaziale e della difesa. Al contrario, i beni di consumo ciclici (che includono abbigliamento, prodotti di consumo, automobili e viaggi e tempo libero) hanno registrato la performance degli utili più debole dell'indice, con l'EPS in calo del -11,2% a/a, che rappresenta una sorpresa negativa del -5,6%, riflettendo la continua debolezza della fiducia dei consumatori che continua a frenare la spesa discrezionale. I rivenditori e le aziende del tempo libero hanno registrato un calo della spesa dei consumatori europei, mentre le case automobilistiche hanno lottato con la domanda debole e la crescente concorrenza dalla Cina.

Figura 4: Tassi di crescita dei ricavi e dell'EPS dello STOXX-600 (% a/a)



Fonti: LSEG IBES, Allianz Research

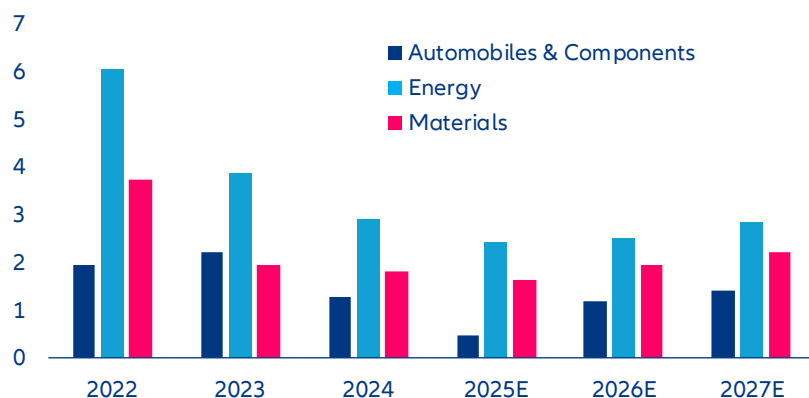
Figura 5: Tasso di crescita a/a dell'EPS (asse X) e dei ricavi (asse Y) nel 3° trimestre 2025, Europa



Fonti: LSEG Refinitiv (media per settore al 13 novembre, con il 77% delle azioni europee che ha pubblicato i risultati), Allianz Research

Il contesto macroeconomico (in particolare le tensioni commerciali), il rafforzamento dell'euro, la debolezza della spesa discrezionale e la pressione sui settori sensibili ai tassi d'interesse dovrebbero continuare a pesare sugli utili europei nel 4° trimestre e oltre. Le aspettative di consenso indicano un contesto di crescita modesta fino al primo trimestre del 2026, prima di una ripresa delle vendite e degli utili. Positivamente, le revisioni di metà stagione sono diventate leggermente ottimistiche, con una crescita degli utili per l'intero anno 2025 prevista al -2,0% a/a rispetto al -2,9% di inizio stagione e una crescita del 2026 rivista al rialzo al +12,9% a/a da +12,6%. Soprattutto, le prospettive per il 2026-27 stanno diventando ottimistiche anche per i settori chiave della regione, come le automobili, l'energia e i materiali di base, il cui deterioramento negli ultimi tre anni ha ridotto il loro contributo combinato agli utili dello Stoxx-600 ad appena il 12,6% (rispetto al 32% del 2022). Come si vede nella Figura 6, il 2025 dovrebbe segnare il minimo per questi settori, con una notevole ripresa dell'EPS prevista nel 2026 e nel 2027.

Figura 6: Utile per azione storico e stimato per azione per settori selezionati in Europa

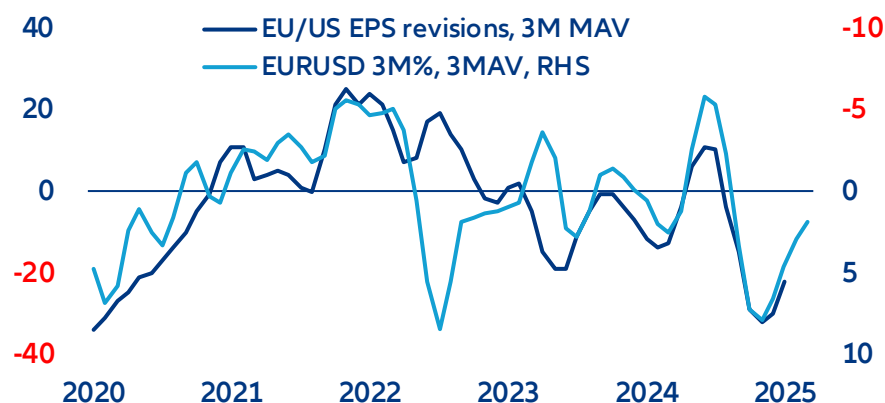


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Figura 7: Rapporto di revisione degli utili relativi Europa rispetto al tasso di cambio USA e EURUSD

Tuttavia, un fattore da non trascurare è l'evoluzione dell'euro. È probabile che ciò continui a gravare sul mercato azionario europeo orientato all'esportazione, anche se vi sono alcuni segnali che indicano che questo vento contrario dovrebbe presto svanire (Figura 7). In caso di mancato ulteriore apprezzamento dell'euro, le imprese europee potranno entrare in condizioni di parità con gli Stati Uniti nel 2026, almeno dal punto di vista del tasso di cambio.

Figura 7: Revisioni degli utili relativi tra Europa e Stati Uniti e tasso di cambio EUR/USD

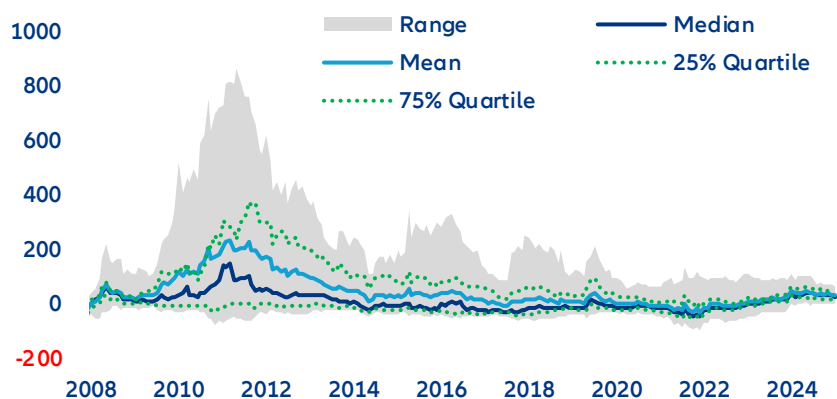


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Fondo NGEU: il segreto della convergenza degli spread sovrani

Il premio al rischio della Francia ha recentemente superato quello dell'Italia, rafforzando un cambiamento in corso nel mercato dei titoli di Stato dell'Eurozona (EGB). Dal 2021 i premi al rischio nel mercato EGB hanno mostrato una tendenza alla convergenza piuttosto che alla divergenza. L'intervallo degli spread degli asset swap (ASW) sugli EGB a 10 anni, una misura del rischio comune per i titoli di Stato, si è ridotto da 250 pb durante il picco del Covid-19 a 64 pb (l'intervallo ASW ha persino raggiunto i 900 pb durante la crisi dell'euro). La mediana ora viene scambiata a 26 pb e ha convergato verso la media, ossia c'è meno dispersione tra i premi al rischio degli EGB e la distribuzione è diventata più simmetrica (Figura 8). Allo stesso tempo, il mercato EGB è passato da un sistema a tre livelli di emittenti core (ad esempio Germania, Paesi Bassi), periferici (ad esempio Italia, Spagna, Portogallo) e semi-core (ad esempio Francia, Belgio) a un sistema a due livelli di emittenti core e non-core. In questo nuovo quadro, la Francia si è unita all'Italia nel segmento non-core, mentre il Portogallo e la Spagna, ad esempio, negoziano vicino agli emittenti core. Questi cambiamenti possono essere spiegati dalle differenze nella stabilità politica e nelle riforme specifiche per paese, ma anche dagli effetti positivi del programma Next Generation EU per i paesi dell'Europa meridionale.

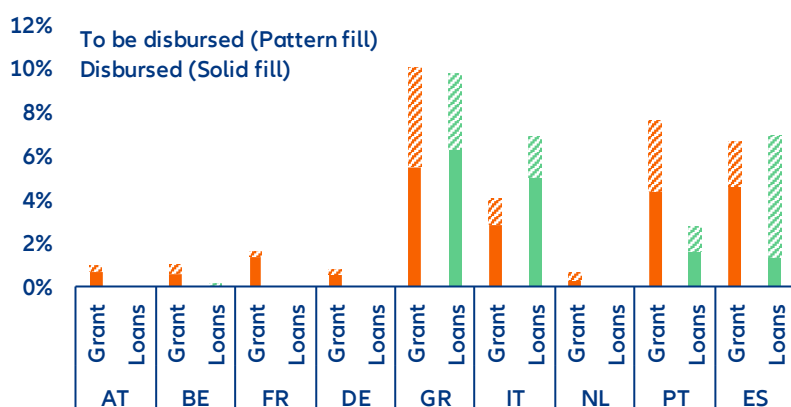
Figura 8: Spread degli asset swap per i titoli di Stato dell'Eurozona (10 anni)* in pb



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research. Nota: include Germania, Francia, Italia, Spagna, Portogallo, Paesi Bassi, Belgio, Finlandia, Austria e Irlanda. La Grecia è esclusa in quanto il debito pubblico del paese ha una scadenza media ponderata molto lunga (18,7 anni) e circa il 73% del suo debito è detenuto da creditori del settore ufficiale.

Lanciato nel 2020, il programma NGEU ha avuto una notevole influenza sulle posizioni fiscali e sulla dinamica del debito di Italia, Spagna, Portogallo e Grecia, e ha contribuito alla loro forte ripresa post-Covid. Queste economie sono state tra i principali beneficiari del dispositivo per la ripresa e la resilienza (RRF, che include 291 miliardi di euro di prestiti e 359 miliardi di euro di sovvenzioni), dato il meccanismo di redistribuzione che ha favorito i paesi più colpiti dalla crisi (Figura 9). L'impatto sulle prospettive economiche e di bilancio è stato eterogeneo, riflettendo le differenze nella capacità di assorbimento, nell'attuazione dei progetti e nelle condizioni di bilancio preesistenti. Inoltre, il meccanismo di esborso basato sui risultati significa che i fondi sono erogati solo dopo il raggiungimento soddisfacente dei target intermedi e finali concordati. Secondo le norme contabili di Eurostat, le sovvenzioni riducono il fabbisogno netto di indebitamento delle amministrazioni pubbliche in quanto finanziano investimenti pubblici aggiuntivi senza aumentare il disavanzo, mentre i prestiti sono registrati come passività (a lungo termine). Di conseguenza, molti paesi dell'UE, in particolare quelli con un accesso al mercato favorevole e bassi costi di finanziamento, hanno scelto di non richiedere la componente del prestito. Ciò riflette sia il limitato vantaggio finanziario dei prestiti del dispositivo per la ripresa e la resilienza rispetto alle condizioni di prestito sovrano, sia una più ampia esitazione ad espandere il debito pubblico all'interno di un quadro europeo di governance di bilancio in evoluzione e ancora fragile.

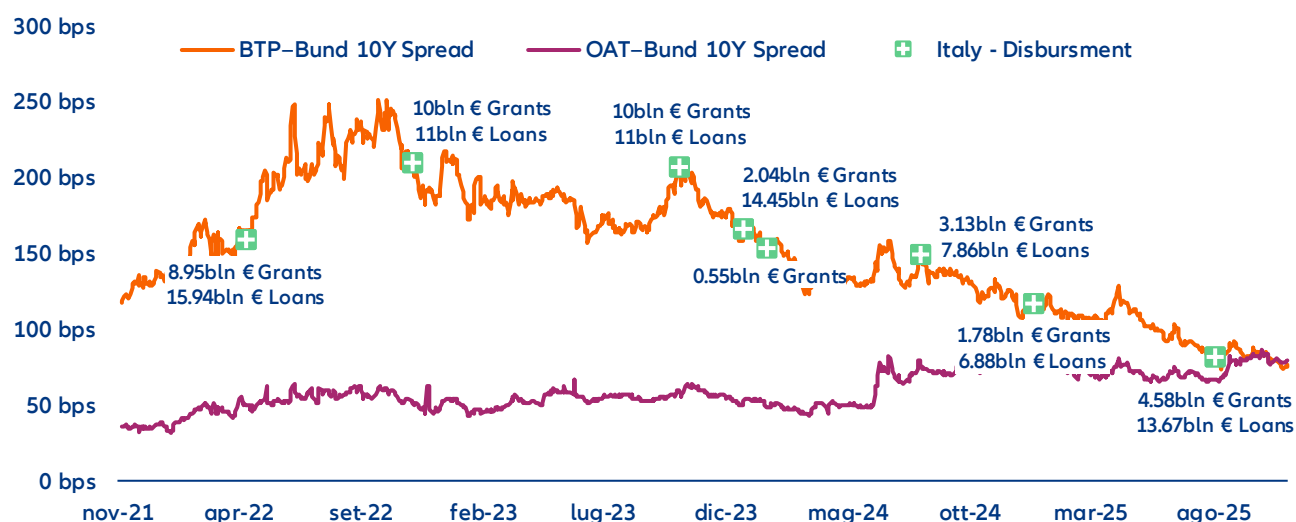
Figura 9: Assegnazione ed esborso di Next Generation EU – RRF tra un campione di paesi (% del PIL)



Fonti: LSEG Datastream, Commissione Europea, Allianz Research

L'assunzione di finanziamenti Next Generation EU si è rivelata una strategia vincente: dal 2020 in poi, i principali esborsi di Next Generation EU coincidono con periodi di riduzione degli spread sovrani. Il confronto tra Italia e Francia è ancora una volta rivelatore in questo contesto (Figura 10). Dal 2021 l'Italia ha ricevuto 100 miliardi di euro in più di stimoli NGEU rispetto alla Francia, migliorando la sua posizione economica e fiscale relativa e stimolando la fiducia nel Paese. Di conseguenza, il suo spread si è contratto di 170 pb, mentre quello della Francia è aumentato di 40 pb. La recente convergenza degli spread tra Italia e Francia non è quindi dovuta solo alle differenze di politica nazionale, ma ha anche una dimensione europea.

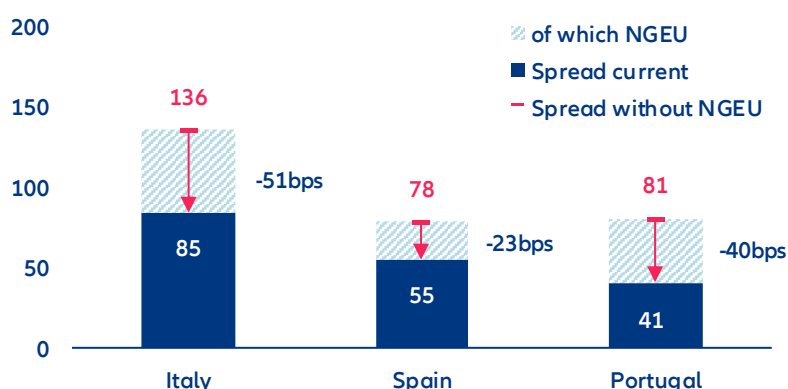
Figura 10: Francia e Italia – Andamento degli spread pubblici a 10 anni ed esborso del dispositivo per la ripresa e la resilienza



Fonti: LSEG Datastream, Commissione Europea, Allianz Research

Questa osservazione vale anche per altri grandi beneficiari di Next Generation EU, come la Spagna (13,5 % del PIL del 2021), il Portogallo (10,4 % del PIL del 2021) e la Grecia (quasi il 20 % del PIL). La recente compressione dei premiali rischio coincide anche con l'aumento dello stimolo NGEU. Stimiamo che dal 2021 il solo effetto crescita ammonti a un +1,0-1,2 punti percentuali cumulativo, insieme a un rafforzamento delle loro posizioni fiscali. Questo miglioramento dei fondamentali è responsabile del 30%-50% della compressione degli spread dal 2021. Senza l'effetto Next Generation EU, lo spread a 10 anni (rispetto al Bund) dell'Italia sarebbe attualmente superiore di +51 pb a 135 pb, per la Spagna di +23 pb a 78 pb e per il Portogallo di +40 pb a 81 pb (Figura 11). Ciò significa che per ogni punto percentuale del PIL in trasferimenti Next Generation EU, lo spread a 10 anni (rispetto al Bund) è stato compresso di 5 pb per l'Italia, di 4 pb per il Portogallo e di 2 pb per la Spagna. Non solo Next Generation EU ha abbassato il livello complessivo di spread dell'EGB, ma ha anche avuto un effetto più forte nei settori in cui i fondamentali erano più deboli e i premi al rischio più elevati.

Figura 11: Effetto NGEU sul premio di rischio (spread a 10 anni rispetto ai Bund), in pb



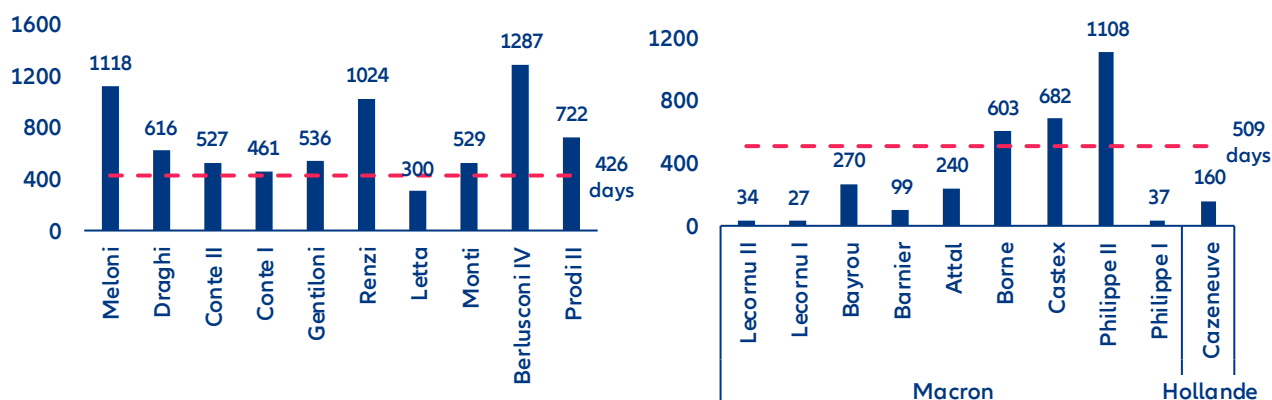
Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

*Dati alla fine del 3° trimestre 2025, basati sulle differenze nel modello di spread equo in cui le variabili fiscali ed economiche sono state sconvolte dall'effetto inverso di NGEU.

Il miglioramento della stabilità politica nell'Europa meridionale è un altro fattore chiave. Un contesto politico stabile favorisce un'attuazione tempestiva e impedisce che i premi per il rischio politico annullino gli effetti positivi

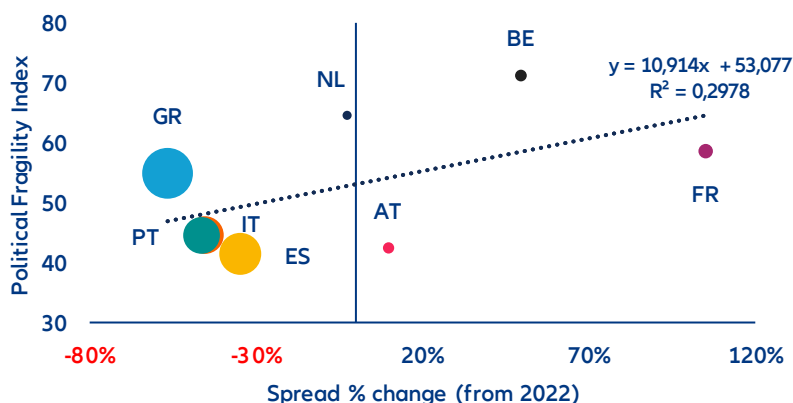
di Next Generation EU. L'Italia fornisce un chiaro esempio: da quando si è insediato nell'ottobre 2022, il governo Meloni è diventato il terzo più longevo nella storia della Repubblica, superando di gran lunga la durata media del governo di 426 giorni dal 1948. Si prevede che diventerà il governo più duraturo, con un possibile ampio sostegno alle elezioni del 2027 (Figura 12a). D'altra parte, il fatto che la Francia sia l'unico paese dell'Eurozona a vedere un sostanziale ampliamento degli spread è anche un riflesso della crescente fragilità politica. Dalla fondazione della Quinta Repubblica nel 1958, la Francia ha visto 48 governi, con una durata media di 509 giorni. Tra gli ultimi dieci governi, solo tre sono durati più a lungo della media storica (figura 12b). Il recente crollo del governo Lecornu a seguito di un voto di sfiducia dimostra la fragilità in corso, con un'Assemblea Nazionale estremamente frammentata divisa in tre blocchi di peso elettorale comparabile: l'alleanza centrista che sostiene il presidente Macron, l'NFP di sinistra e l'RN di estrema destra. Il nostro Indice di Fragilità Politica conferma che i paesi mediterranei stanno attualmente beneficiando di una combinazione virtuosa di sostegno fiscale, stabilità politica e fiducia del mercato (Figura 13).

Figure 12a e 12b: Durata (in giorni) degli ultimi dieci governi italiano (a sinistra) e francese (a destra) rispetto alla media storica (tratteggio)



Fonti: Governo italiano, Presidenza del Consiglio dei Ministri, Governo francese, Allianz Research

Figura 13: Next Generation EU (% del PIL 2021) (dimensione della bolla), indice di fragilità politica e variazione % del differenziale governativo a 10 anni



Note: Il nostro indice di fragilità politica è calcolato come $PFI = 0,3 \cdot \text{Dispersione} + 0,3 \cdot \text{Debolezza del governo} + 0,2 \cdot \text{Disillusione} + 0,2 \cdot \text{Polarizzazione}$. L'indice comprende quattro componenti: dispersione dei voti, disillusione degli elettori nei confronti dei partiti tradizionali, polarizzazione ideologica e debolezza del governo. Le sottocomponenti derivano rispettivamente dall'indice Laakso-Taagepera, dalla quota di voti che non sostengono il governo e dai partiti tradizionali e dalla quota media di voti euroscettici, populistici ed estremisti. Per la classificazione dei partiti abbiamo utilizzato il database Populist. Fonti: LSEG Datastream, Commissione Europea, Politico.EU, Allianz Research.

Nel 2026 Next Generation EU contribuirà a contenere gli spread degli EGB meridionali, ma i rischi sono leggermente orientati al rialzo. Abbiamo precedentemente evidenziato che il disallineamento tra le risorse ricevute e quelle effettivamente spese implica che, anche nello scenario migliore in cui i paesi assorbono

integralmente le loro allocazioni entro la fine del 2026 (uno scenario che appare particolarmente sfidante per paesi come Spagna e Portogallo, soprattutto per quanto riguarda la componente dei prestiti), l'impatto positivo sulla crescita è destinato a estendersi oltre il 2026. Nel complesso, prevediamo una diminuzione dell'effetto di compressione dell'NGEU mentre gli spread dell'EGB meridionale sono scambiati all'estremità inferiore del nostro intervallo di fair value. Pertanto, riteniamo che il rischio di spread EGB nel 2026 sia inclinato al rialzo, anche se solo a livello moderato.

La tendenza alla convergenza nel mercato EGB prevarrà una volta che NGEU sarà esaurito e non sarà avviato alcun programma di follow-up considerevole? Le vulnerabilità di bilancio potrebbero riemergere nel 2027, in particolare perché le sovvenzioni di Next Generation EU stanno temporaneamente allentando la pressione sui disavanzi di bilancio. Inoltre, il 2027 è un grande anno elettorale nell'Europa meridionale, con elezioni in programma in Italia, Spagna e Grecia. Ciò potrebbe modificare il contesto politico costruttivo che è stato fondamentale per il successo dell'attuazione dei fondi Next Generation EU fino ad ora. Per attenuare il rischio di una nuova frammentazione, che danneggerebbe l'integrazione dei mercati dei capitali e la trasmissione della politica monetaria, l'UE potrebbe aumentare l'emissione di debito comune per finanziare la difesa e altri programmi di investimento strategici su larga scala. Sebbene l'emissione di debito tematico avvolto in diversi programmi possa essere l'approccio più leggibile per i mercati (aggiungendo livelli di complessità), il programma NGEU ha dimostrato gli effetti complessivamente positivi di tale finanziamento congiunto. La recente convergenza degli spread EGB potrebbe effettivamente segnalare che i mercati stanno sempre più valutando un fattore di rischio sottostante comune all'UE, mentre i rischi di uscita sono quasi più prezzati.

Guerra commerciale: dai dividendi tariffari al controllo della Corte Suprema

Il "dividendo tariffario" promesso ai cittadini statunitensi – che potrebbe costare ben l'1% del PIL – è improbabile che rappresenti un ulteriore allentamento della politica fiscale. Con la politica tariffaria degli Stati Uniti al vaglio della Corte Suprema, il presidente Trump ha annunciato sui social media che "un dividendo di almeno 2000 dollari a persona (escluse le persone ad alto reddito!) sarà pagato a tutti" dalle entrate tariffarie, suscitando preoccupazioni per un aumento del deficit federale in mezzo a già ampi squilibri fiscali. Sebbene le preoccupazioni per l'insostenibilità fiscale degli Stati Uniti siano effettivamente giustificate (le nuove entrate doganali non saranno sufficienti a ridurre il deficit degli Stati Uniti), è improbabile che il dividendo tariffario di per sé si aggiunga al deficit. Innanzitutto, il Segretario al Tesoro Bessent ha chiarito che il dividendo tariffario era già incorporato nell'OBBB Act – emanato durante l'estate – sotto forma di 60 miliardi di dollari di tagli fiscali per le famiglie¹, a partire dal 2026. Questi tagli fiscali sono, certamente, molto inferiori all'elargizione di 2000 dollari in contanti a persona annunciata dal Presidente. Inoltre, se il Presidente volesse fornire ulteriori tagli fiscali per le famiglie (o elargizioni di rette in contanti), avrebbe bisogno dell'approvazione del Congresso, e probabilmente ci vorrebbe del tempo per approvare una nuova legislazione, dato che i repubblicani non hanno la maggioranza al Senato. Inoltre, molti repubblicani probabilmente chiederanno che i nuovi tagli alle tasse siano finanziati da una nuova fonte di entrate. Partendo dal presupposto che l'80% delle persone attive (lavoratori o disoccupati) avrebbe diritto al dividendo tariffario, quest'ultimo costerebbe alle finanze pubbliche statunitensi quasi 290 miliardi di dollari, ovvero l'1% del PIL (Tabella 1), che sarebbe difficile da finanziare con nuove entrate doganali. L'aliquota tariffaria effettiva dovrebbe aumentare di un poco plausibile +14 punti percentuali, spingendo il livello totale a quasi il 30%. Se il dividendo tariffario di 2000 dollari dovesse passare senza essere finanziato, stimiamo che la misura aumenterebbe la crescita del PIL di 0,5 punti percentuali e l'inflazione di 0,3 punti percentuali (si veda di nuovo la tabella 1).

¹ "Il dividendo di \$ 2000 potrebbe arrivare in molte forme, in molti modi [...] sai, potrebbero essere solo le diminuzioni fiscali che stiamo vedendo nell'agenda del Presidente – sai, nessuna tassa sulle mance, nessuna tassa sugli straordinari, nessuna tassa sulla previdenza sociale, deducibilità dei prestiti auto", ha detto Bessent.

Tabella 1: Costo di un potenziale "dividendo tariffario" e impatto macroeconomico (se la misura non è finanziata)

Impact of US tariff dividend	
Number of employed (million)	163 394
Number of unemployed (million)	7 384
Total active population excl 20% highest revenues (million)	143 453
Cost of the tariff dividend (bn USD)	286.9
Cost of the tariff dividend (% of GDP)	1%
Dividend as a share of revenue for lowest 20% (on average)	15%
Dividend as a share of revenue for middle 20% (on average)	5%
Average marginal propensity to consume (upper range)	45%
Additional consumption over a year (bn USD)	129.1
- in % of total consumption	0.6%
- contribution to gdp (pp)	0.5
- impact on inflation rate (pp)	0.3

Fonti: Federal Reserve, Allianz Research

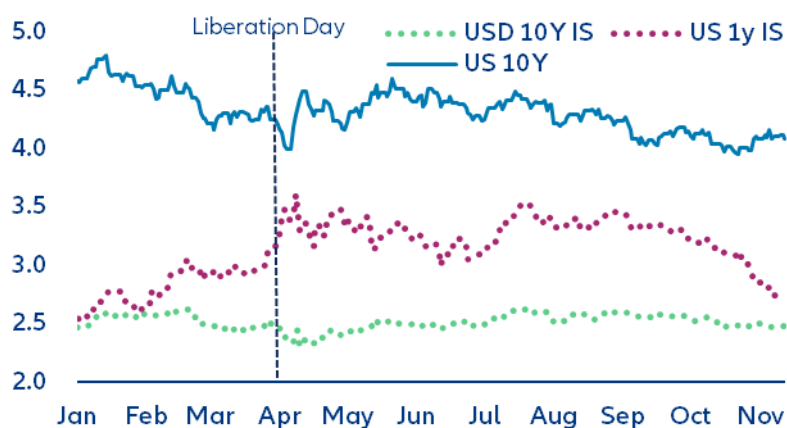
Molto più importante per le prospettive macroeconomiche e fiscali degli Stati Uniti è la possibilità che la Corte Suprema annulli le tariffe che sono state implementate utilizzando l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), senza opzioni facili per recuperare le entrate perse a breve termine. Ciò che è in bilico sono le tariffe imposte sulle importazioni da Canada, Messico e Cina per affrontare il fentanyl e la sicurezza delle frontiere, e quelle sulle importazioni dal resto del mondo per affrontare i deficit commerciali. Il 28 maggio la Corte del Commercio Internazionale aveva ordinato la rimozione di queste tariffe, ma la decisione è stata impugnata e la Corte Suprema è pronta a emettere la sentenza definitiva, possibilmente entro la fine dell'anno. Se decidesse di abolire le tariffe relative all'IEEPA, potrebbero essere abrogati anche gli accordi bilaterali ottenuti nell'ambito di tale legge (che, tra le altre cose, ripristinerebbero le tariffe applicate sulle importazioni di automobili da alcuni paesi). Sebbene la Casa Bianca abbia alternative per aumentare nuovamente i dazi, potrebbe verificarsi un periodo di volatilità e incertezza. Inoltre, la Corte Suprema dovrebbe anche decidere la linea d'azione per rimuovere le tariffe relative all'IEEPA, inclusa la possibilità che gli Stati Uniti debbano rimborsare i dazi doganali precedentemente riscossi.

Se la Corte Suprema annullasse le tariffe dell'IEEPA, il deficit fiscale potrebbe salire al -8,0% del PIL nel 2026. Le nostre previsioni provvisorie sul disavanzo fiscale federale per il 2025 e il 2026 (anni civili) sono rispettivamente del -6,9% e del -7,0% del PIL. Una delle principali ipotesi di bilancio è che l'aliquota tariffaria effettiva si stabilizzi intorno al 15% a partire dal 4° trimestre 2025. Ma se la Corte Suprema annullasse le tariffe IEEPA – che stimiamo costituiscano il 70-80% delle entrate doganali extra che affluiscono al Tesoro – e ordinasse il rimborso dei dazi riscossi, stimiamo che il deficit fiscale salirebbe al -8,0% del PIL nel 2026. Questo perché il Tesoro sarebbe privato di circa 110 miliardi di dollari di entrate doganali IEEPA e, per di più, sarebbe costretto a rimborsare altri 110 miliardi di dollari agli importatori. In aggiunta a ciò, l'OBBA Act aggiungerebbe 110 miliardi di dollari di tagli fiscali per famiglie e imprese. Si noti che abbiamo incorporato l'effetto di stimolo alla crescita dei dazi (+0,4 punti percentuali di crescita del PIL). È improbabile che questo scenario si concretizzi poiché l'amministrazione Trump molto probabilmente utilizzerà altri mezzi per sostituire i dazi IEEPA. Tuttavia, non è certo che riesca a recuperare rapidamente la maggior parte delle entrate doganali (vedi sotto), il che significa che il deficit fiscale degli Stati Uniti nel 2026 potrebbe oscillare tra il -7% e il -8% del PIL, a seconda delle sezioni tariffarie che la Casa Bianca attiva e della rapidità con cui lo fa. Piuttosto che lasciare che il deficit si gonfi, l'amministrazione statunitense potrebbe anche trovare nuovi risparmi, tagliando la spesa o aumentando altre tasse, ma ciò sarebbe politicamente sgradevole. Il punto più ampio è che gli Stati Uniti sono arrivati a fare affidamento sulle entrate tariffarie come fonte quasi permanente di sostegno fiscale. Questa dipendenza rende molto probabile che l'amministrazione cercherà di preservarli, in un modo o nell'altro – e aumenta le possibilità che persistano anche sotto le amministrazioni future.

Una parziale rimozione dei dazi da parte dei tribunali statunitensi spingerebbe i tassi di interesse al ribasso marginale, poiché le aspettative di inflazione più basse supererebbero l'aumento del deficit fiscale. Se le tariffe IEEPA venissero effettivamente eliminate, i mercati ridurrebbero sostanzialmente parte degli sviluppi che hanno

seguito il "Giorno della Liberazione" (2 aprile), quando le tariffe sono state introdotte per la prima volta. Inizialmente, i mercati hanno reagito con una tipica risposta di avversione al rischio, con gli investitori che si sono spostati verso i titoli di Stato statunitensi sicuri, spingendo i rendimenti al ribasso. Nel giro di pochi giorni, tuttavia, questa mossa è stata più che invertita: le aspettative di inflazione a breve termine sono aumentate bruscamente, scontando l'effetto una tantum dell'aumento dei dazi (figura 14). Ciò ha portato a un ritardo nei tagli previsti dalla Fed, che è stato il primo fattore a spingere i tassi di interesse verso l'alto. Il secondo fattore è derivato dalla tendenza alla de-dollarizzazione, che non solo ha indebolito il dollaro, ma ha anche ridotto la domanda estera di titoli di Stato statunitensi. Ciò ha spinto i rendimenti a 10 anni più in alto rispetto ai prezzi della Fed (tassi swap OIS), come evidenziato nello spread swap (inverso) nella Figura 15, che può essere interpretato come un premio per il rischio dei titoli di Stato. Gli aspetti fiscali nel complesso hanno svolto un ruolo minore. L'effetto delle maggiori entrate derivanti dai dazi può essere quasi trascurato rispetto al disavanzo estremamente elevato degli Stati Uniti. Inoltre, le entrate supplementari derivanti dalle tariffe sui saldi delle amministrazioni pubbliche sono state ampiamente compensate dall'aumento delle spese derivanti dall'OBBB. Nel corso dell'anno, la tendenza alla de-dollarizzazione è svanita insieme alle aspettative di inflazione, poiché l'inflazione effettiva si è rivelata più lieve di quanto inizialmente temuto e sono stati attuati accordi commerciali. Gli spread swap si sono normalizzati e sono stati nuovamente prezzati ulteriori tagli della Fed, anch'essi spinti dall'indebolimento del mercato del lavoro. Nel complesso, ciò ha spinto i rendimenti a 10 anni al di sotto dei livelli precedenti al "Giorno della Liberazione" (al più tardi: 4,09% rispetto al 4,16% del 1° aprile; trading range dal 1° aprile: 3,95%-4,60%).

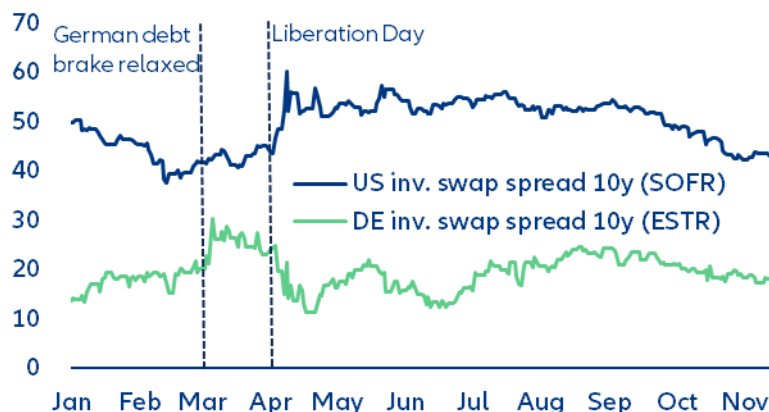
Figura 14: rendimento dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni, aspettative di inflazione a breve e lungo termine (swap sull'inflazione), %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Detto questo, una parziale riduzione dei dazi probabilmente ridurrebbe le aspettative di inflazione a breve termine, dando alla Fed un maggiore margine di manovra per tagliare i tassi e concentrarsi sulla debolezza del mercato del lavoro, spingendo così i rendimenti al ribasso. Tuttavia, l'incertezza sulle misure alternative dell'amministrazione Trump potrebbe riaccendere il trend di de-dollarizzazione (rendimenti in rialzo), potenzialmente attenuando l'effetto complessivo. A seconda della sentenza del tribunale, i rendimenti potrebbero scendere di 10-20 pb rispetto ai livelli attuali, ma non di più. Gli impatti fiscali, derivanti dai dazi o da un potenziale dividendo tariffario, svolgono un ruolo subordinato.

Figura 15 - Spread del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni rispetto agli swap OIS a 10 anni (spread swap inverso), %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Dopo una brevetregua dall'incertezza a seguito dei recenti accordi e dei negoziati in corso, il commercio globale potrebbe affrontare un altro periodo di volatilità, con l'aliquota tariffaria statunitense che oscilla tra il 5 e il 15% a seconda della decisione della Corte Suprema e di come reagirà l'amministrazione statunitense. Stimiamo che gli accordi commerciali raggiunti a ottobre (ad esempio con Cina, Corea del Sud, ecc.) abbiano ridotto l'aliquota tariffaria globale degli Stati Uniti dal 17% al 15%, mentre i negoziati in corso con la Svizzera e l'India potrebbero potenzialmente portare a un'altra riduzione di -2 punti percentuali. Ma l'esito della battaglia legale in corso potrebbe portare a un'altra ondata di volatilità nel commercio globale. In caso di bocciatura, l'amministrazione Trump si rivolgerebbe ad altre opzioni per riportare i dazi al rialzo. In primo luogo, e più improbabile, la Casa Bianca potrebbe assumere un atteggiamento più vincolato, lasciando i dazi non settoriali mirati al livello pre-Trump II, mantenendo solo le indagini già concluse della Sezione 232 (su auto, acciaio, alluminio e rame), riducendo il tasso tariffario globale teorico degli Stati Uniti al 5% (dall'attuale 15%). In alternativa, la Casa Bianca potrebbe assumere di nuovo un tono più conflittuale attuando la Sezione 122 del Commerce Act, introducendo tariffe bilaterali del 15% per 150 giorni per i paesi con un deficit della bilancia dei pagamenti "ampio e grave". La formulazione lascia spazio all'interpretazione, consentendo la flessibilità di imporre tariffe ai paesi con deficit commerciali, che secondo le nostre stime porterebbero l'aliquota tariffaria globale teorica degli Stati Uniti al 15%, se non venissero implementate esenzioni settoriali. Tuttavia, se la Casa Bianca decidesse di mantenere le stesse esenzioni settoriali previste dalle attuali tariffe reciproche dell'IEEPA, l'aliquota tariffaria globale degli Stati Uniti dovrebbe essere portata al 9%. Inoltre, in teoria, è disponibile anche la Sezione 338 del Commerce Act, che consente alla Casa Bianca di aumentare le tariffe fino al 50% sui paesi che presentano persistenti pratiche commerciali discriminatorie nei confronti degli Stati Uniti. Sebbene le tariffe ai sensi della Sezione 338 non abbiano un limite di tempo, il quadro giuridico per la loro applicazione sembra più discutibile rispetto alla Sezione 122.

Un regime in cui la Sezione 122 sostituisca le tariffe IEEPA andrebbe a beneficio di Brasile, Bangladesh, India, Cina, Pakistan, Svizzera, Sud Africa, Vietnam e Indonesia. Stimiamo che gli esportatori di questi mercati potrebbero beneficiare di un taglio di almeno -10 punti percentuali dell'aliquota tariffaria media degli Stati Uniti rispetto ai livelli attuali (soprattutto se rimangono in vigore le stesse esenzioni settoriali previste per le tariffe reciproche dell'IEEPA). Poiché la Sezione 122 è per definizione temporanea (oltre i 150 giorni, è necessaria l'approvazione del Congresso), è probabile che l'anticipazione delle spedizioni da questi mercati avvenga prima di potenziali ulteriori aumenti tariffari nell'ambito di altre sezioni (vedi sotto). Al contrario, ai sensi della Sezione 122,

² All'inizio di quest'anno, i tribunali di grado inferiore hanno concluso che piuttosto che utilizzare l'IEEPA, che non menziona affatto le tariffe, il presidente Trump avrebbe dovuto invocare la Sezione 122 del Trade Act del 1974, che delinea esplicitamente quali poteri il Congresso era disposto a delegare per affrontare i problemi della bilancia dei pagamenti.

l'Arabia Saudita, il Messico e l'Ecuador potrebbero essere soggetti a tariffe più elevate rispetto ai livelli attuali, così come Taiwan, Norvegia, Corea del Sud o l'UE, nel caso in cui non vengano messe in atto esenzioni settoriali.

Tabella 2: Tariffa media all'importazione degli Stati Uniti per paese

	US imports		Trade balance (2024)	US tariff rate					Maximum export losses (2026, USD bn)			
	USD bn (2024)	share of total (2024)		If the Supreme Court strikes down IEEPA tariffs (and sectoral tariffs remain in place)					If the Supreme Court strikes down IEEPA tariffs (and sectoral tariffs remain in place)			
				Pre-Trump II	Current	No immediate reaction from Trump Administration	Trump Administration applies Section 122, with sectoral exemptions (same as for IEEPA reciprocal tariffs)	Trump Administration applies Section 122, without sectoral exemptions	Current tariffs	No immediate reaction from Trump Administration	Trump Administration applies Section 122, with sectoral exemptions (same as for IEEPA reciprocal tariffs)	Trump Administration applies Section 122, without sectoral exemptions
Argentina	7	0%	2	0.7%	11%	6%	6%	6%	-1	0	0	0
Australia	17	1%	18	0.1%	12%	4%	4%	4%	-2	-1	-1	-1
Bangladesh	9	0%	-7	15.1%	35%	15%	15%	15%	-2	0	0	0
Brazil	44	1%	5	1.0%	32%	8%	8%	8%	-16	-4	-4	-4
Cambodia	13	0%	-13	6.5%	23%	7%	14%	15%	-3	0	-1	-1
Canada	422	13%	-74	0.1%	15%	4%	7%	16%	-74	-17	-36	-77
Chile	17	1%	1	0.0%	6%	1%	1%	1%	-1	0	0	0
China	463	14%	-319	13.0%	30%	14%	15%	16%	-66	-6	-11	-16
Colombia	18	1%	1	0.2%	14%	6%	6%	6%	-3	-1	-1	-1
Ecuador	9	0%	-2	0.4%	10%	1%	9%	16%	-1	0	-1	-2
EU	618	18%	-247	1.3%	13%	5%	10%	17%	-85	-24	-65	-112
Hong Kong	6	0%	22	1.4%	9%	2%	2%	2%	-1	0	0	0
India	91	3%	-49	2.4%	32%	5%	12%	17%	-32	-3	-10	-15
Indonesia	30	1%	-19	4.6%	24%	6%	14%	16%	-7	0	-3	-4
Japan	152	5%	-72	1.5%	13%	10%	12%	19%	-21	-16	-18	-31
Kenya	1	0%	0	0.3%	9%	1%	1%	1%	0	0	0	0
Malaysia	54	2%	-26	0.7%	13%	2%	7%	16%	-8	-1	-4	-9
Mexico	510	15%	-176	0.3%	5%	2%	7%	14%	-27	-11	-43	-81
New Zealand	6	0%	-1	1.1%	15%	2%	14%	16%	-1	0	-1	-1
Norway	7	0%	-2	0.6%	9%	2%	9%	16%	-1	0	-1	-1
Pakistan	5	0%	-3	9.7%	29%	10%	15%	15%	-1	0	0	0
Philippines	15	0%	-5	1.5%	13%	3%	9%	16%	-2	0	-1	-2
Saudi Arabia	13	0%	0	0.3%	4%	1%	6%	15%	-1	0	-1	-2
Singapore	44	1%	2	0.1%	10%	1%	1%	1%	-5	0	0	0
South Africa	15	0%	-9	0.4%	21%	6%	10%	18%	-3.6	-1.0	-1.7	-3.0
South Korea	135	4%	-70	0.2%	13%	9%	11%	19%	-21	-14	-18	-30
Switzerland	64	2%	-39	0.7%	25%	2%	10%	16%	-18	-1	-7	-11
Taiwan	119	4%	-76	1.2%	9%	3%	7%	17%	-11	-3	-8	-21
Thailand	66	2%	-48	1.4%	17%	4%	10%	16%	-12	-2	-7	-12
Türkiye	18	1%	-3	3.5%	19%	7%	15%	18%	-3	-1	-2	-3
UAE	8	0%	19	2.4%	21%	16%	16%	16%	-2	-1	-1	-1
UK	69	2%	11	0.9%	7%	4%	4%	4%	-5	-3	-3	-3
Vietnam	142	4%	-129	4.1%	22%	5%	11%	16%	-30	-1	-12	-19
Global	3359	100%	-1295	2.5%	15%	5%	9%	15%	-549	-111	-263	-465

Fonti: varie, Allianz Research

L'emanazione della Sezione 122 per 150 giorni fornirebbe all'Amministrazione più tempo per continuare le indagini ai sensi di altre Sezioni (232, 301) e potenzialmente aprirne di nuove. Le indagini del Dipartimento del Commercio sui prodotti farmaceutici e sui semiconduttori si concluderanno entro la fine dell'anno, dando al presidente Trump tempo fino alla fine del primo trimestre del 2026 per prendere una decisione sull'imposizione di dazi su entrambi i settori. Altri settori oggetto di indagini in corso ai sensi della Sezione 232 includono minerali critici, robotica, droni, apparecchiature mediche, turbine eoliche, polisilicio e aeromobili. Altre opzioni tariffarie includono la Sezione 301 e la Sezione 338 del Commerce Act. La Sezione 301, che è già stata utilizzata per applicare tariffe sulla costruzione navale e sulle grucinesi, consente all'Amministrazione di imporre ritorsioni basate su tariffe a entità straniere che violano gli accordi commerciali o svantaggiano il commercio statunitense. Tuttavia, questa sezione presenta dei vincoli in quanto l'indagine deve esaminare le petizioni, tenere udienze pubbliche ed emettere risultati prima di emettere raccomandazioni. Attualmente i frutti di mare sono sotto inchiesta ai sensi della Sezione 301.

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 morbidità, (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.