

Allianz Research | 19 Maggio 2026

# Spread transatlantico – da segnale monetario a specchio fiscale

Ludovic Subran  
Chief Investment  
Officer & Chief  
Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Patrick Krizan  
Senior Investment  
Strategist  
[patrick.krizan@allianz.com](mailto:patrick.krizan@allianz.com)

Dorian Simon  
Investment  
Strategist  
[dorian.simon@allianz.com](mailto:dorian.simon@allianz.com)

## In sintesi

**Uno dei segnali di prezzo più importanti al mondo sta entrando in una nuova era?** Dal 2015, lo spread a 10 anni tra i rendimenti dei Treasury USA e dei Bund tedeschi dell'Eurozona si è mosso in un intervallo compreso tra 100 e 270 punti base. Dall'inizio del 2025, spinto prima dal cambiamento di politica fiscale in Germania e poi dalla convergenza delle aspettative sui tassi (BCE restrittiva vs Fed più accomodante), lo spread USA-Bund a 10 anni si è ristretto di circa 90 punti base. Se questa tendenza dovesse continuare, lo spread transatlantico potrebbe finalmente scendere al di sotto del range che ha tenuto per oltre un decennio.

**Fine della convergenza: attesa inversione graduale.** Nelle ultime settimane, lo spread ha smesso di restringersi ed è tornato ad ampliarsi fino a circa 140 punti base. Nel breve termine (6-12 mesi), il movimento dovrebbe rimanere contenuto (+20 punti base) e ancora guidato dalle aspettative sui tassi, con i mercati che rivedono al ribasso le aspettative su una BCE meno aggressiva rispetto a una Fed che potrebbe restare in pausa più a lungo del previsto o addirittura tornare ad aumentare i tassi.

**Shift strutturale: dai tassi ai premi per il rischio.** Prevediamo che il tasso neutrale USA aumenti di 10-20 punti base grazie a una crescita della produttività trainata dall'intelligenza artificiale, mentre il tasso neutrale dell'Eurozona scenderà di circa 10 punti base, in linea con un ampliamento storico di 20-50 punti base del differenziale dei tassi reali. Inoltre, il premio a termine dei Treasury USA appare sottovalutato rispetto ai Bund: il rendimento di convenienza USA è passato da -30 a +20 punti base a causa dell'aumento dell'offerta di Treasury, che ha eroso il premio di sicurezza, mentre il Bund mantiene un rendimento di convenienza pari a -40 punti base, sostenuto dalla scarsità di collateral. Il ritmo più rapido di QT della BCE ha già reso la duration dei Bund più conveniente di 35 punti base rispetto ai 10 punti base dei Treasury, e ci aspettiamo che questo divario si riduca. Aggiungendo circa +10 punti base strutturali dal canale OIS/spread swap, prevediamo un ampliamento complessivo dello spread di circa 75 punti base fino a circa 200 punti base.

**Da indicatore monetario a barometro fiscale e di liquidità.** Per gli investitori, questo significa che lo spread va monitorato non solo come differenziale di tassi, ma anche come indicatore della sostenibilità fiscale e della liquidità dei mercati sovrani. Per il posizionamento sulla duration, implica un approccio attivo tra Bund e Treasury USA, considerando non solo le aspettative sui tassi ma anche dove la revisione del premio a termine sarà più marcata (sulle scadenze più lunghe). Inoltre, l'investitore marginale nei Treasury richiederà premi a termine più elevati, sostenendo una curva USA più ripida e un dollaro strutturalmente più debole rispetto all'euro. Per gli emittenti corporate, il differenziale di costo di finanziamento tra euro e dollaro è destinato ad ampliarsi, favorendo le emissioni in euro (reverse Yankee), con possibili effetti positivi sugli spread investment grade in euro rispetto a quelli statunitensi.

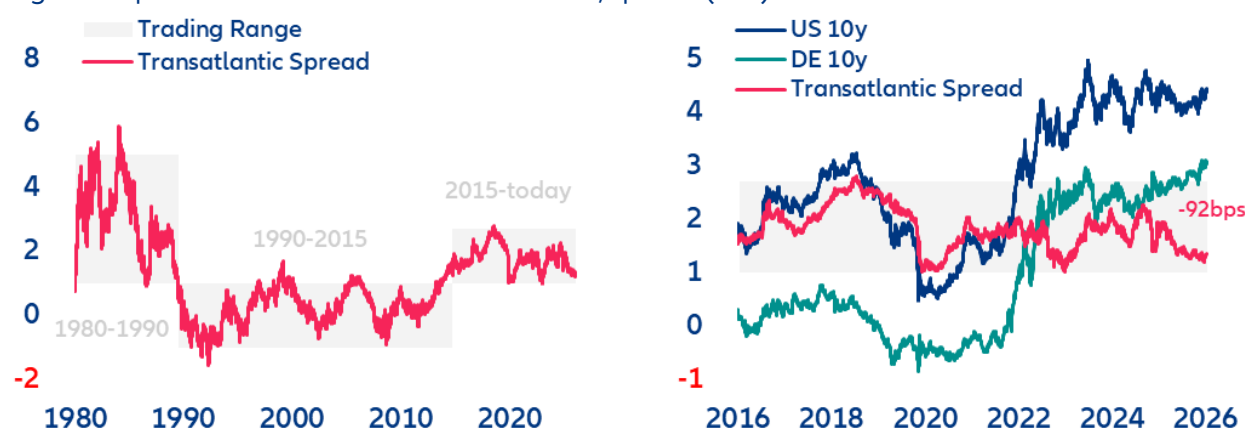
## Lo spread transatlantico raggiunge il limite inferiore del suo intervallo storico di oscillazione

**Lo spread transatlantico sta entrando in una nuova fase di tassi bassi più a lungo?** Lo spread transatlantico, che rappresenta la differenza tra i rendimenti dei Treasury USA e quelli dei titoli benchmark

dell'Eurozona (Bund tedeschi), è tra i segnali di prezzo più importanti nei mercati finanziari globali. Influenza due dei più grandi mercati obbligazionari e muove l'EUR/USD, la coppia valutaria più rilevante per il commercio e le transazioni finanziarie globali. Qualsiasi cambiamento duraturo dello spread transatlantico comporta effetti di trasmissione sui flussi di capitale globali, sulle valutazioni azionarie, sui costi di finanziamento delle imprese e sui costi di copertura. Dagli anni '80, lo spread transatlantico ha attraversato tre fasi distinte. Dal 1980 al 1995, periodo che comprende l'era Volcker e la disinflazione successiva allo shock petrolifero, lo spread è stato caratterizzato da livelli elevati e alta volatilità, oscillando tra +500 e -150 punti base sulla scadenza decennale. Il periodo 1995-2015 ha segnato una fase di moderazione e convergenza, in cui lo spread sembrava limitato da un tetto di 100 punti base e raramente scendeva sotto -100 punti base. Con l'avvio del quantitative easing della BCE nel 2015, che ha spinto persistentemente al ribasso i rendimenti a lungo termine nell'Eurozona, si è aperta una terza fase, con lo spread decennale compreso tra 100 e 270 punti base (Figura 1). Dal 2025, lo spread transatlantico si è ristretto di circa 90 punti base, avvicinandosi al limite inferiore dell'intervallo di oscillazione della terza fase. Questo solleva la domanda se siamo all'inizio di un nuovo regime di "valori più bassi più a lungo" oppure se si debba prevedere un'inversione nel breve periodo della tendenza al restringimento (Figura 2).

Figura 1: spread transatlantico a lungo termine a 10 anni, spread (in %)

Figura 2: spread transatlantico al limite inferiore, spread (in %)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

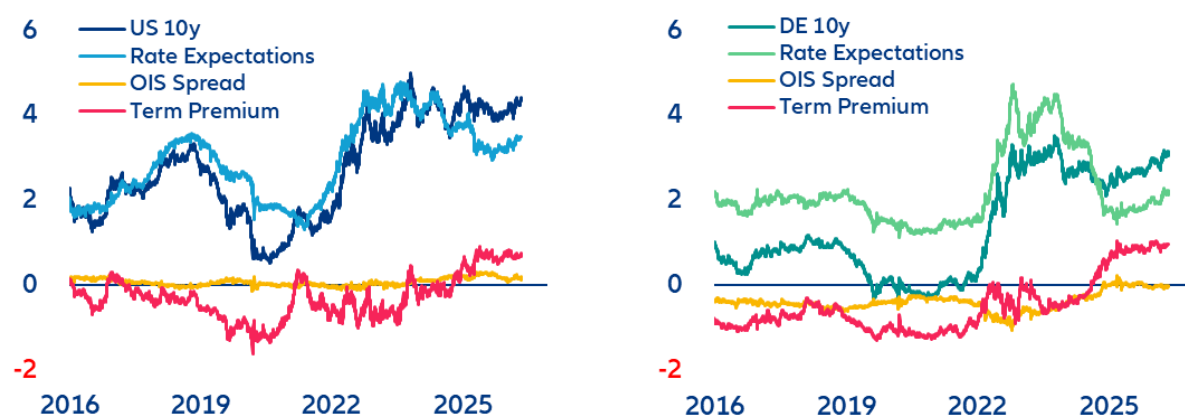
## Rendimenti USA ed Eurozona: dalla compressione del premio a termine alla revisione delle aspettative sui tassi

Alla base, lo spread transatlantico segnala una divergenza nell'orientamento della politica monetaria, oltre che nelle prospettive di crescita e inflazione. Inoltre, incorpora anche premi per il rischio legati all'incertezza sull'inflazione futura e sui tassi neutrali, oltre a premi per il rischio fiscale e per la liquidità di mercato. I modelli di struttura a termine aiutano a rendere questa analisi più precisa, scomponendo i rendimenti osservati in tre componenti:

- **Aspettative sui tassi:** riflettono le aspettative su crescita e inflazione, espresse tramite i tassi nominali a breve attesi.
- **Premio a termine:** rappresenta l'incertezza sull'andamento futuro dei tassi a breve e delle aspettative di inflazione. Include anche le pressioni di domanda e offerta sulla duration: la politica fiscale (emissione di debito) agisce sul lato dell'offerta, mentre le operazioni delle banche centrali — Quantitative Easing (QE) o Quantitative Tightening (QT) — sono un fattore chiave sul lato della domanda.
- **Spread OIS:** definito come la differenza tra il rendimento dei titoli governativi e il tasso swap, rappresenta il premio per la liquidità di mercato. Il suo livello e segno indicano se i titoli di Stato sono scarsi o abbondanti, e se sono facili o costosi da finanziare e coprire. È quindi un indicatore degli squilibri tra domanda e offerta di titoli pubblici. Più lo spread OIS è elevato, più i governi sono limitati nell'emettere nuovo debito senza dover pagare un premio di liquidità al mercato.

**Il peso di queste componenti varia nel tempo.** Se osserviamo la composizione dei rendimenti a 10 anni di Stati Uniti e Germania negli ultimi 10 anni, possiamo vedere chiaramente questi cambiamenti. Prima del Covid, entrambi i rendimenti erano soggetti a una prolungata compressione dei premi a termine (negativi), riflettendo la domanda di duration generata dal quantitative easing (QE), mentre le aspettative sui tassi riflettevano orientamenti diversi di politica monetaria: restrittiva negli Stati Uniti e stabile nell'Eurozona. Dopo il Covid, entrambi i rendimenti sono aumentati bruscamente, guidati da un rapido incremento delle aspettative sui tassi. In questo periodo, il premio a termine è passato da fattore di riduzione a fattore di amplificazione, quando le banche centrali hanno ridotto la domanda di duration tramite il QT, mentre i governi aumentavano l'offerta attraverso politiche fiscali espansive. Dal 2025, i tassi USA sono rimasti stabili, poiché l'aumento del premio a termine è stato compensato da un calo delle aspettative sui tassi, riflettendo un orientamento più accomodante della Fed in un contesto di rallentamento economico a fine ciclo. I rendimenti dei Bund tedeschi, invece, sono aumentati in modo costante. In una prima fase, ciò è stato dovuto a un aumento del premio a termine dopo il cambiamento di politica fiscale in Germania (Sondervermögen). In una seconda fase, dalla metà del 2025, l'aumento dei rendimenti è stato guidato da un cambiamento nelle aspettative sui tassi, con i mercati che hanno iniziato a prezzare un rischio al rialzo sui tassi a breve dell'euro, sostenuto da una ripresa economica emergente. Durante questo periodo, la liquidità di mercato ha avuto un ruolo limitato per i Treasury USA in termini assoluti. Tuttavia, strutturalmente, gli spread OIS sono diventati positivi nel 2025, segnando il passaggio degli Stati Uniti da beneficiari di un premio di liquidità a pagatori di tale premio. Per i Bund tedeschi, invece, gli spread OIS sono stati un fattore determinante — a volte persino equivalente al premio a termine. Fino al 2022, ciò rifletteva la scarsità relativa del debito pubblico tedesco nel mercato sovrano dell'Eurozona. Gli investitori pagavano un premio significativo per detenere questi asset estremamente sicuri, contribuendo a rendimenti dei Bund strutturalmente bassi. Con il cambiamento di politica fiscale, questo privilegio si è almeno in parte ridotto, riflettendo l'aumento dell'offerta di titoli di Stato tedeschi (Figure 3 e 4).

Figura 3: scomposizione del rendimento del Treasury USA a 10 anni, Rendimento e componenti (in %)   
 Figura 4: Scomposizione del rendimento del Bund tedesco a 10 anni, Rendimento e componenti (in %)



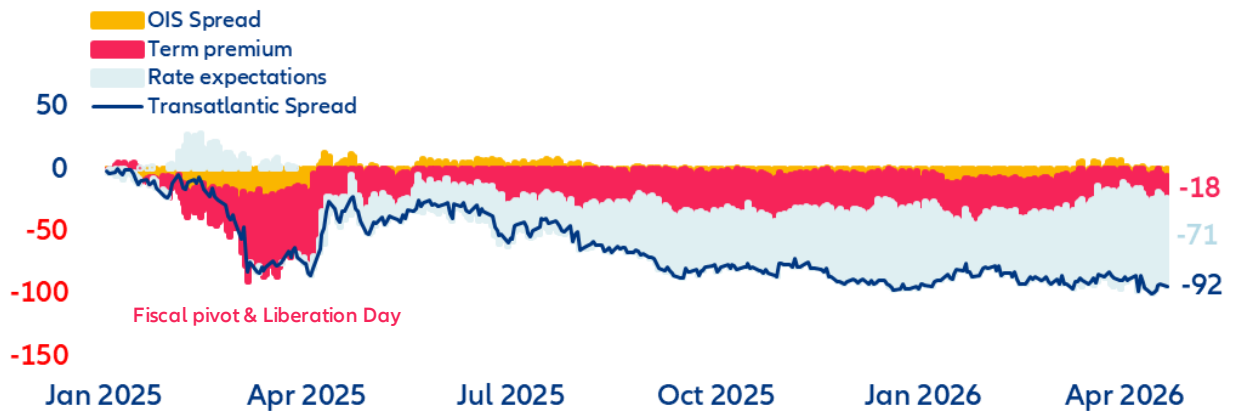
Note: Term structure decomposition based on Abrahams et al. (2016)   
 Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

### Il recente restringimento dello spread transatlantico è stato guidato dalle aspettative sui tassi, non dai premi per il rischio

Il recente restringimento dello spread transatlantico (-92 punti base dal 2025) è stato inizialmente guidato da una revisione del premio a termine in seguito al cambiamento di politica fiscale tedesca, rafforzata dallo shock commerciale del "Liberation Day". Successivamente, tuttavia, è diventato sempre più il risultato della convergenza delle aspettative sui tassi (che riflettono un orientamento più accomodante della Fed rispetto a una BCE in attesa) e di dinamiche di crescita divergenti (rallentamento negli Stati Uniti contro una ripresa iniziale nell'Eurozona). Lo shock sui prezzi dell'energia causato dalla guerra con l'Iran ha rafforzato questa tendenza, ma invertendo il segno delle aspettative sui tassi. I mercati ora si aspettano che la Fed rimanga in pausa, mentre prezzano almeno due rialzi dei tassi da parte della BCE entro la fine del 2026 (Figura 5). Se questa tendenza dovesse continuare, lo spread

transatlantico potrebbe finalmente scendere al di sotto del limite inferiore del range di negoziazione osservato negli ultimi 10 anni.

Figure 5: Contributi allo spread transatlantico a 10 anni dal 2025, rendimento e componenti (in punti base)



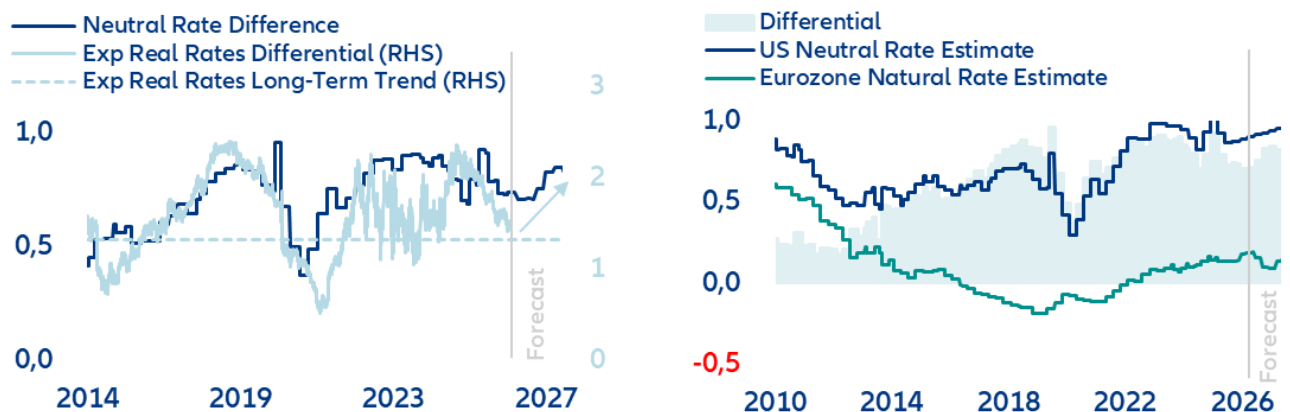
Note: Scomposizione della struttura a termine basata su Abrahams et al. (2016)

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

**Tuttavia, riteniamo che l'attuale tendenza alla convergenza sia vicina alla fine e stia per invertirsi.** Nel breve termine, a nostro avviso i mercati stanno prezzando circa 25 punti base di rialzi in eccesso da parte della BCE entro fine anno. Questo dovrebbe portare a un nuovo ampliamento dello spread transatlantico nella seconda metà del 2026, poiché le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono sostanzialmente allineate, offrendo pochi fattori di compensazione. Nel medio termine, riteniamo che i tassi reali saranno un fattore chiave per un ampliamento dello spread transatlantico. Attualmente, il differenziale atteso dei tassi reali si trova intorno alla sua media di lungo periodo, ma stimiamo che il tasso neutrale degli Stati Uniti aumenterà di 10-20 punti base nei prossimi cinque anni, trainato da una crescita della produttività più forte. Al contrario, prevediamo che il tasso neutrale dell'Eurozona diminuirà di 10 punti base. Storicamente, una divergenza di questo tipo nei tassi neutrali è stata seguita da un ampliamento del differenziale dei tassi reali attesi tra Stati Uniti ed Eurozona di almeno 20-50 punti base.

Figure 6: Differenza tra tassi neutrali e tassi attesi, rendimento reale in %

Figure 7: tassi neutrali USA vs Eurozona, rendimento reale in %



Note: stima dei tassi neutrali USA come valore mediano di Lubik & Matthes (2015), Del Negro et al. (2020), Davis, Fuenzalida, Huetsch, Mills e Taylor (2024), Ferreira & Shousha (2023), Holston, Laubach e Williams (2017) e Ferreira, Lott e Richards (2025).

Stima del tasso neutrale dell'Eurozona come mediana di Lubik & Matthes (2015), Brand et al. (2024), Davis, Fuenzalida, Huetsch, Mills e Taylor (2024), Ferreira & Shousha (2023), Holston, Laubach e Williams (2017) e Ferreira, Lott e Richards (2025).

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

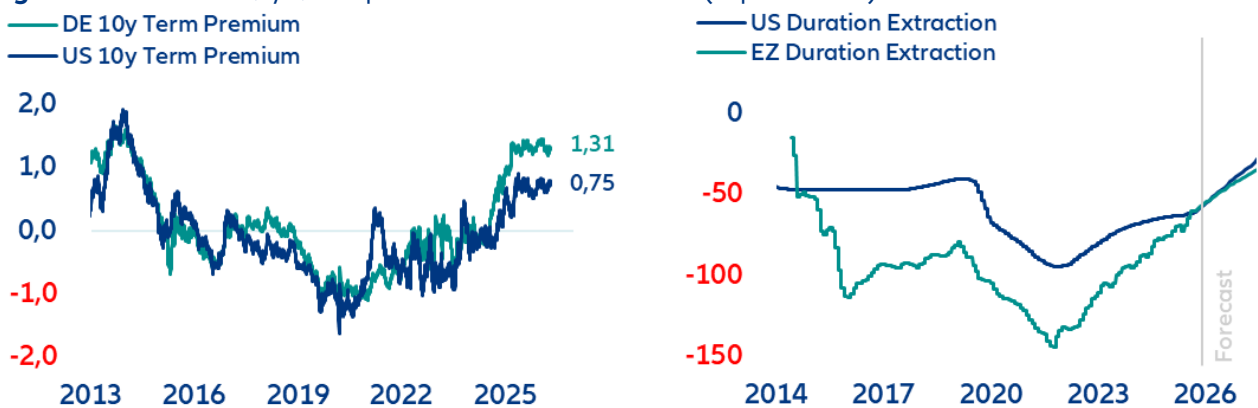
## La divergenza nel ritmo del QT guida il premio a termine

**Dal lato del premio a termine, non vediamo ulteriori fattori di convergenza tra i rendimenti sovrani di Stati Uniti ed Eurozona.** Per un lungo periodo, i premi a termine dei Bund a 10 anni e dei Treasury USA a 10 anni si sono mossi in modo molto simile. Tuttavia, dalla metà del 2024, il premio a termine dei Bund ha iniziato a crescere

significativamente più rapidamente rispetto a quello statunitense. Oggi, il premio a termine tedesco è superiore di 60 punti base rispetto a quello USA (Figura 8). Riteniamo che questo divario sia eccessivo. In particolare, circa metà di questa divergenza è attribuibile al ritmo più rapido del quantitative tightening (QT) da parte della BCE. Stimiamo che la riduzione delle detenzioni della BCE abbia reso la duration dei Bund a 10 anni più “economica” di circa 35 punti base, rispetto a soli 10 punti base negli Stati Uniti (Figura 9).

**Figura 8:** il premio a termine tedesco supera quello USA di 60 punti base (in %)

**Figura 9:** effetto del QE/QT sul premio a termine a 10 anni (in punti base)



Nota: Scomposizione della struttura a termine basata su Abrahams et al. (2016)

Nota: per gli Stati Uniti: Li & Wei (2013); per l'Eurozona: Eser et al. (2019)

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

**Ci aspettiamo che questo effetto del QT (riduzione del bilancio della banca centrale) si riequilibri nei prossimi anni.** In particolare, i recenti acquisti di Treasury a breve termine da parte della Fed non generano un nuovo effetto di riduzione dei rendimenti. Essendo limitati a titoli con scadenze molto brevi, questi acquisti non riducono la duration nel mercato e, pertanto, la pressione al rialzo sui prezzi della duration USA derivante dalla riduzione del bilancio della Fed rimane intatta. Il premio a termine tedesco elevato rispetto a quello statunitense appare inoltre eccessivo, considerando il profilo di rischio più alto degli Stati Uniti. La forte espansione dell'offerta di Treasury (dovuta al deficit fiscale) ha eroso il rendimento di convenienza degli Stati Uniti — il premio che gli investitori pagano per la combinazione di sicurezza e liquidità di un asset. I Treasury USA continuano a beneficiare di un significativo vantaggio di liquidità grazie all'ecosistema di collateral basato sul dollaro (repo). Tuttavia, la componente di sicurezza si è deteriorata al punto che il rendimento di convenienza USA è passato da un effetto di riduzione dei rendimenti di -30 punti base a fine 2024 a +20 punti base recentemente. Anche il rendimento di convenienza dei Bund è diminuito con l'aumento delle emissioni (cambiamento di politica fiscale), ma si mantiene a -40 punti base, ovvero 60 punti base al di sotto dei Treasury USA (Figura 10). L'entità del premio per il rischio sui Treasury USA è visibile anche confrontando il premio a termine del titolo decennale con quello implicito nel tasso

swap USD a 10 anni. I due valori si sono mossi quasi identicamente fino al "Liberation Day", dopo il quale i mercati hanno prezzato un premio aggiuntivo di +50 punti base per il rischio sovrano (Figura 11). A nostro avviso, questo non è ancora sufficientemente riflesso nei prezzi rispetto al Bund. Su questa base, prevediamo una chiara pressione al rialzo del premio a termine dei Treasury USA rispetto al Bund.

Figura 10: Rendimento di convenienza USA vs Germania, scadenza in 10 anni

Figura 11: premio per il rischio del Treasury USA rispetto allo swap

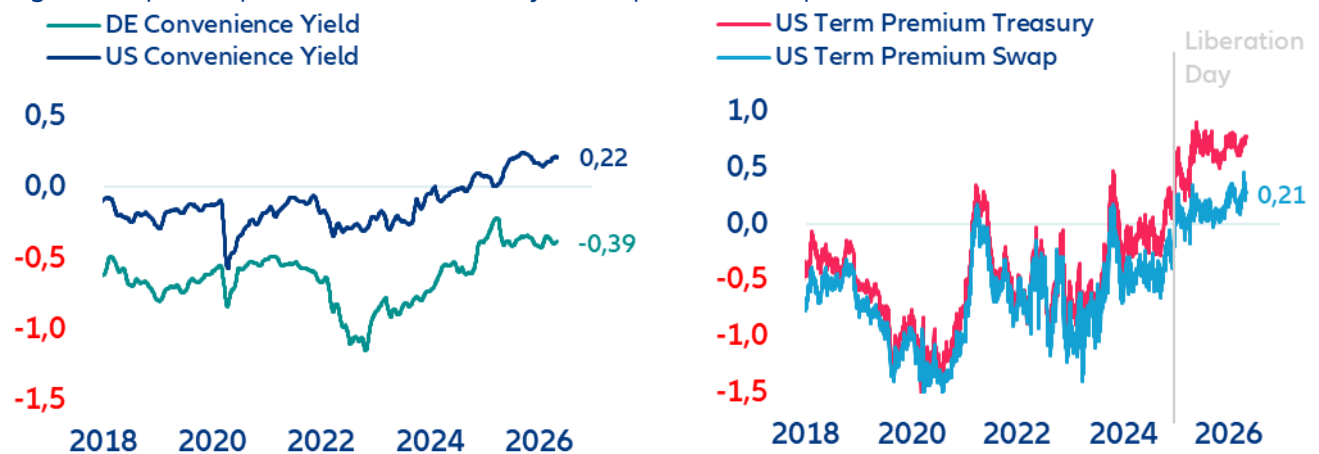


Fig.10 Note: per illustrare l'effetto sul rendimento totale, il segno del rendimento di convenienza è invertito. Un valore negativo rappresenta un effetto di riduzione del rendimento, mentre un valore positivo indica una pressione al rialzo sul rendimento totale.

Il rendimento di convenienza è calcolato come media dei proxy sintetici menzionati in Lustig et al. (2024) e del rendimento di convenienza inter-sovrano in Du et al. (2018).

Fig. 11 Note: scomposizione della struttura a termine basata su Abrahams et al. (2016).

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

## Il divario di liquidità transatlantico guiderà gli spread OIS

**Il differenziale dello spread OIS transatlantico rimane strutturalmente orientato ad ampliarsi a favore dell'Europa, guidato da dinamiche di liquidità e di offerta fondamentalmente asimmetriche.** Negli Stati Uniti, l'emissione netta persistentemente elevata di Treasury (2-3 trilioni di dollari all'anno) limita strutturalmente la capacità dei bilanci degli intermediarie, insieme a una domanda estera più debole, mantiene gli spread sui swap USA orientati verso un ampliamento. Un possibile allentamento regolamentare nel breve periodo (aggiustamento del Supplementary Leverage Ratio) potrebbe offrire un impulso temporaneo al restringimento, ma la tendenza di fondo rimane invariata. Nell'Eurozona, il quadro è speculare. Nonostante l'aumento dell'offerta di Bund (170-180 miliardi di euro di emissioni aggiuntive), la maggiore capacità di assorbimento delle banche, le ampie riserve in eccesso e la persistente scarsità di collateral di alta qualità nei mercati repo sostengono una tendenza strutturale al restringimento degli spread sui swap in euro. La "specialness" (scarsità e forte domanda)<sup>1</sup> dei Bund tedeschi è ancora determinata dalla scarsità di collateral piuttosto che dal rischio di credito. Questo rappresenta il segnale del mercato repo di un rendimento di convenienza più elevato per i Bund. Questa dinamica è ulteriormente rafforzata da una solida domanda estera, sostenuta dalla forza dell'euro e da condizioni di copertura del rischio più favorevoli per gli investitori non statunitensi. Il risultato complessivo è un ampliamento del differenziale di liquidità tra Stati Uniti ed Europa, con gli spread sui swap in euro che tendono a restringersi rispetto a quelli statunitensi nel medio periodo. Stimiamo un potenziale impatto di circa +10 punti base sullo spread transatlantico.

**Prevediamo che lo spread a 10 anni si ampli di circa +20 punti base nel breve periodo. Nel medio termine (nei prossimi 3-5 anni) stimiamo un ampliamento di +75 punti base fino a circa 200 punti base, invertendogran parte della compressione osservata dal 2025 (Tabella 1).** Tuttavia, ci aspettiamo un chiaro cambiamento nei fattori che guidano questo movimento. Lo spread transatlantico sta passando da un segnale guidato principalmente dalle

<sup>1</sup> La "specialness" è il premio associato a un collateral molto richiesto, che consente di ottenere finanziamenti più economici nelle operazioni di pronti contro termine (repo).

aspettative sui tassi — che riflettono la divergenza delle politiche monetarie — a uno sempre più influenzato anche dalla revisione dei premi per il rischio.

Tabella 1: Componenti dello spread transatlantico

Component	Sub-component	Since 2025	Short-term Outlook	Mid-Term Outlook
<b>Rates Expectations</b>	Real Rates Expectations	-67bps	+15bps	+30bps
	Inflation Expectations	-5bps	+5bps	+10bps
<b>Term Premium</b>	QT Effect	-27bps		
	Risk premium	+12bps		+25bps
<b>OIS Spread</b>	OIS Spread	-5bps		+10bps
<b>TOTAL</b>		<b>-92bps</b>	<b>+20bps</b>	<b>+75bps</b>

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

**Riteniamo che il premio a termine (term premium) dei Treasury statunitensi sia sottovalutato rispetto al Bund, considerando l'entità dei deficit fiscali USA, l'erosione del beneficio di convenienza e condizioni di liquidità più restrittive.** Al contrario, l'Eurozona beneficia di un supporto legato al beneficio di convenienza e di condizioni di liquidità più favorevoli. Questo cambiamento atteso nella composizione dello spread transatlantico mostra come esso stia evolvendo da un semplice segnale del ciclo monetario a un indicatore della credibilità fiscale sovrana. Le dinamiche di offerta dei Treasury influenzeranno sempre più il livello minimo dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti, poiché il Paese sarà costretto a offrire tassi reali più elevati per mantenere gli afflussi di capitale estero. Nel frattempo, l'Europa potrebbe beneficiare di una rivalutazione relativa: anche se l'offerta di Bund aumenta, la posizione strutturale di liquidità più solida dell'Eurozona e un premio per il rischio fiscale più contenuto rappresentano un ancoraggio duraturo. Per gli investitori, questo significa che lo spread transatlantico dovrebbe essere monitorato non solo attraverso il differenziale dei tassi, ma anche come indicatore della sostenibilità fiscale e della liquidità dei mercati sovrani. Un posizionamento sulla durata tra Bund e Treasury USA dovrebbe quindi riflettere non solo le aspettative sui tassi, ma anche quale segmento della curva mostrerà la revisione più significativa del premio a termine. Un premio a termine strutturalmente più elevato negli Stati Uniti dovrebbe inoltre generare pressioni di irripidimento della curva dei rendimenti USA e agire come fattore di indebolimento del dollaro rispetto all'euro. Sul fronte del credito e delle emissioni, prevediamo un ampliamento del differenziale di costo di finanziamento tra euro e dollaro, favorendo l'emissione in euro da parte degli emittenti globali (reverse Yankee). Questo potrebbe comportare un restringimento degli spread investment grade in euro rispetto a quelli in dollari. In sintesi, lo spread transatlantico sta passando da una dinamica "Fed contro BCE" a una dinamica "Treasury contro Bund", e i portafogli costruiti per il primo scenario devono essere riposizionati per il secondo.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

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