

Allianz Research

Credito aziendale: in crescita o in difficoltà?

21 Aprile 2022



Jordi Basco Carrera
Senior Investment
Expert
jordi.basco_carrera@allianz.com

Andreas (Andy) Jobst
Global Head
Macroeconomic and
Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com

Maxime Lemerle
Lead Analyst for
Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

EXECUTIVE SUMMARY

- **La guerra in Ucraina ha messo sotto pressione i margini delle aziende europee.** Il conflitto ha fatto impennare i prezzi delle materie prime (energetiche), ha amplificato le interruzioni della catena di approvvigionamento esistenti e ha aumentato l'incertezza che pesa sugli investimenti. Al momento, gli alti saldi di cassa e l'aumento della redditività sembrano aver protetto la maggior parte delle aziende dall'aumento dei prezzi degli input. Tuttavia, gli indicatori principali suggeriscono un calo dei guadagni. I livelli di fiducia dei consumatori dell'Eurozona implicano un'erosione dei margini di -2pp su base annuale nei prossimi sei mesi. L'impatto dovrebbe variare a seconda dei settori, con l'energia e i metalli più colpiti da un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia.

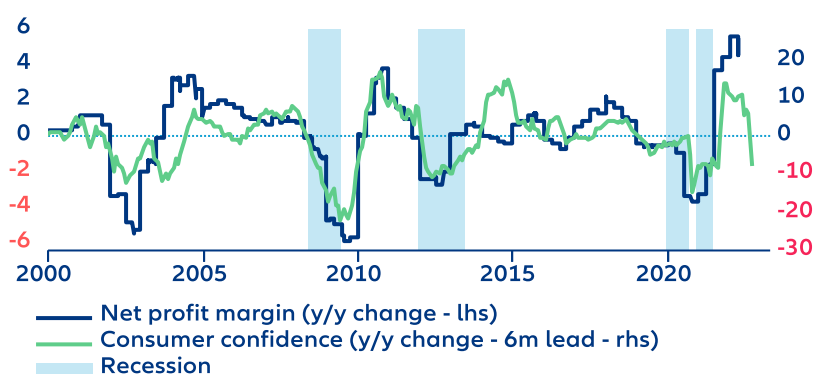
- **Gli spread del credito societario si sono de-ancorati dai minimi del 2020-2021 a causa dell'aumento del rischio di default in un contesto di inasprimento monetario più rapido del previsto.** Dopo che un forte sostegno politico ha efficacemente bloccato il rischio di insolvenza per quasi due anni, il calo generalizzato del mercato dall'inizio della guerra in Ucraina ha amplificato il progressivo allargamento degli spread di credito a causa delle condizioni di finanziamento più rigide. Tuttavia, gli spread di credito, soprattutto nel segmento ad alto rendimento, sono rimasti all'interno di un intervallo di valori a causa dei bilanci aziendali (ancora) relativamente sani e di una prolungata eliminazione del sostegno pubblico. L'attuale posizionamento del mercato non suggerisce un deterioramento del rischio di credito su vasta scala nel breve termine, con gli investitori che anticipano una distribuzione di payout basata su una sorta di "gradimento" per la detenzione del rischio di credito aziendale.

- **Mentre il rischio di credito aziendale dovrebbe rimanere gestibile, i rischi per le prospettive sono chiaramente orientati al ribasso.** Ci aspettiamo che il rischio di mancato pagamento aumenti ulteriormente, dato il rallentamento dell'economia, con un aumento delle insolvenze aziendali dell'Eurozona del +12% quest'anno da livelli estremamente bassi. Un atteggiamento monetario ancora più aggressivo (spinto anche dal rapido irrigidimento delle condizioni di finanziamento negli Stati Uniti) potrebbe far precipitare i vincoli di credito e aumentare i tassi di insolvenza. I fondamentali forti potrebbero tuttavia tenere sotto controllo gli spread di credito. Prevediamo che gli *spread dell'investment grade* si comprimano dai livelli attuali, finendo il 2022 vicino a 115-120bps, ma che si allarghino moderatamente a 120-125bps entro la fine del 2023. Scendendo nella scala di rating, il credito ad alto rendimento probabilmente finirà l'anno vicino ai 390-400bps prima di allargarsi di 20bps nel 2023.

La guerra in Ucraina ha aumentato le pressioni sui margini aziendali.

Il conflitto ha fatto impennare i prezzi delle materie prime (energetiche), ha amplificato le interruzioni della catena di approvvigionamento esistenti e ha aumentato l'incertezza. Il conflitto ha fatto impennare i prezzi delle materie prime (energetiche), ha amplificato le interruzioni della catena di approvvigionamento esistenti e ha aumentato l'incertezza. Finora, i forti saldi di cassa, così come l'aumento della redditività e del capex, sembrano aver protetto la maggior parte delle aziende dagli alti prezzi degli input. Tuttavia, con il reale impatto sui bilanci delle aziende che deve ancora rivelarsi completamente, i primi rapporti sugli utili indicano un impatto superiore al previsto, anche se gestibile (il che è confermato dal deterioramento delle aspettative economiche, un indicatore principale per i margini aziendali). I livelli di fiducia dei consumatori dell'Eurozona implicano un'erosione dei margini di -2pp su base annua entro i prossimi sei mesi, che comporta un calo dei margini di 3,0-3,5pp dall'attuale picco dell'8% al 4,0-4,5% (Figura 1)¹.

Figura 1: Margini di profitto netti aziendali europei rispetto all'indicatore di fiducia economica (in variazioni annue)



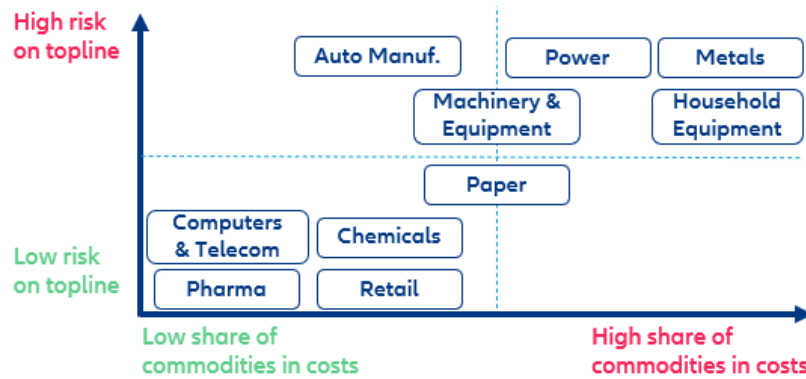
Fonti: Datastream Worldscope, Refinitiv, Allianz Research

L'impatto sui bilanci aziendali dovrebbe variare a seconda dei settori. I prezzi degli input hanno superato i prezzi al dettaglio nella maggior parte dei settori nel 2021; tuttavia, solo circa il 40% dei settori ha avuto prezzi al dettaglio che sono aumentati più velocemente dei prezzi all'ingrosso, indicando un basso potere di determinazione dei prezzi a causa degli effetti di spinta dei costi: petrolio, trasporto aereo e tessile, così come alcuni sotto-settori della produzione alimentare. Se i prezzi dell'energia e delle materie prime non energetiche rimangono ai livelli attuali, i settori dei metalli e dell'energia sono i più vulnerabili e potrebbero perdere oltre 20pp dei loro margini di profitto (EBITDA) (che erano circa il 30% nel 2021). Ciò significa che un ulteriore aumento del 50-70% dei prezzi delle materie prime non energetiche potrebbe spazzare via tutti i profitti in sei dei nove settori analizzati (energia, metalli, attrezzature domestiche e macchinari e attrezzature; Figura 2). Allo stesso tempo, un forte aumento dei tassi di interesse, come uno shock di +200bps, equivalente a circa +100bps negli spread, avrebbe (a parità di altre condizioni) un impatto soprattutto su una manciata di settori, in particolare l'edilizia, che potrebbe vedere perdite di redditività fino a -8pp².

¹ I grafici per gli equivalenti statunitensi si trovano nell'appendice.

² Vedere il nostro report [Chi ha paura dell'inflazione? Un punto di vista aziendale](#)

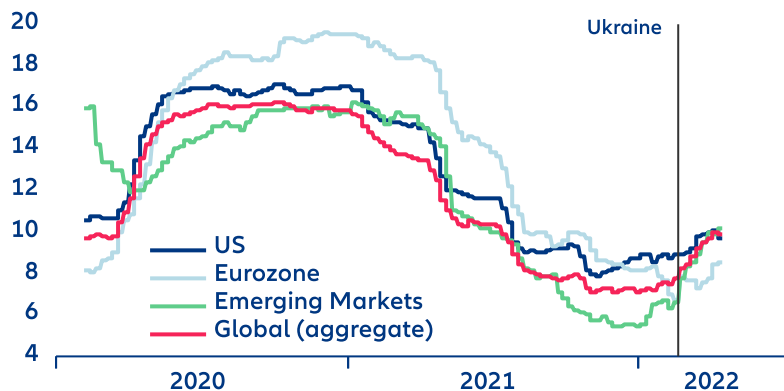
Figura 2: Mappatura dei ricavi rispetto al rischio delle materie prime



Fonte: Ricerca Allianz- NB: Consideriamo solo i settori in cui l'energia costa >5% delle spese operative. UEM6 = Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio. Questa analisi è ceteris paribus in quanto non teniamo conto delle variazioni dei ricavi, dei cambiamenti nel mix di prodotti o nelle caratteristiche, e delle misure di controllo dei costi.

Le aspettative sugli utili sono rimaste ampiamente resilienti nonostante i rischi crescenti per i bilanci aziendali. La notevole accelerazione degli utili nel 2021 (~50 a/a%) ha intaccato le aspettative degli utili del 2022, in quanto i mercati hanno anticipato quelli che dovevano essere due anni (2021-2022) di crescita degli utili a due cifre. Ad oggi, i mercati sono ancora orientati verso una crescita degli utili a una cifra per il 2022, con aspettative di utili per il 2023 vicine ai livelli medi storici. Alcune differenze regionali, tuttavia, sono diventate rilevanti dopo l'inizio della guerra in Ucraina. Le aziende europee dovrebbero essere più colpite rispetto ai loro colleghi nel resto del mondo (Figura 3).

Figura 3: aspettative di crescita dell'EPS per il 2022 (a/a%)

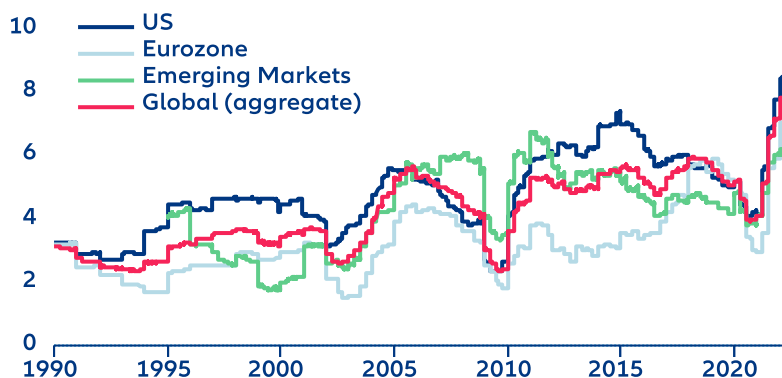


Fonti: IBES, Refinitiv, Allianz Research

Nonostante il previsto rallentamento dei margini e degli utili, le aziende hanno ancora un cuscinetto considerevole per assorbire la volatilità degli utili a breve e medio termine senza sollevare preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Contrariamente al 2020, e dopo un lungo ed esteso round di rifinanziamento nel 2020-2021, gli indici di leva finanziaria netta e gli indici di servizio del debito sono i più sani in più di 30 anni. I bilanci relativamente forti rispetto agli impegni di debito a breve e lungo termine dovrebbero consentire una certa stabilità del mercato, rendendo altamente improbabile un'ondata di default su larga scala. In ogni caso, le condizioni di mercato possono cambiare rapidamente in periodi di molteplici shock esogeni. Dato che i fondamentali aziendali erano a livelli storicamente elevati prima di ciascuna delle

crisi degli ultimi due decenni, un attento monitoraggio della stagione degli utili del primo trimestre è giustificato (Figura 4).

Figura 4: Rapporto di copertura degli interessi (EBIT / interessi passivi)



Fonti: Datastream Worldscope, Refinitiv, Allianz Research

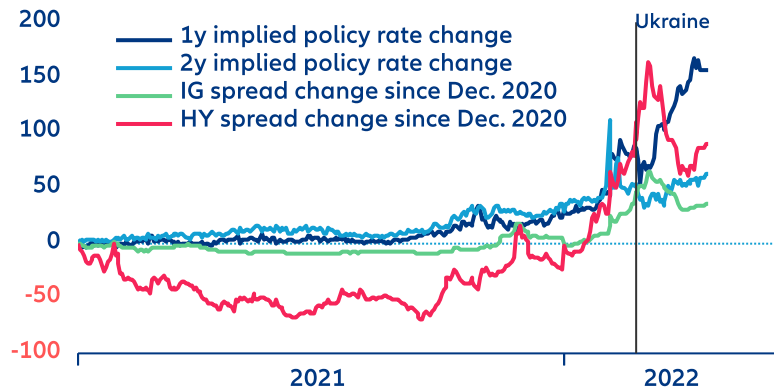
Ci aspettiamo che il rallentamento della crescita aumenti il rischio di mancato pagamento, con un aumento delle insolvenze aziendali nell'Eurozona del +12% quest'anno. Ciò riflette tendenze disomogenee all'interno dell'Europa a causa delle diverse condizioni iniziali, con le insolvenze già in ripresa nel 2021 in Italia (+19 su base annua in %) ma ancora a un livello basso in Germania e Francia all'inizio del 2022 dopo un altro calo nel 2021 (-12% su base annua per entrambi i paesi). I fallimenti in Germania dovrebbero aumentare del +4% annuo. Se dovesse materializzarsi uno scenario avverso (black-out), le insolvenze aumenterebbero del +19% nell'Eurozona e del +9% in Germania. Dall'altra parte dell'Atlantico, le cose sembrano un po' più favorevoli, con le insolvenze che dovrebbero aumentare del +7% nel 2022, ancora una volta indicando la sovraperformance dei mercati del credito statunitensi rispetto alle loro controparti europee.

I mercati del credito stanno ancora cercando di valutare l'attuale incertezza del mercato.

Gli spread del credito societario si sono de-ancorati dai loro minimi del 2020-2021 a causa dell'anticipazione di una normalizzazione della politica monetaria più rapida del previsto. Subito dopo l'iniziale allargamento di Covid-19, la combinazione di supporto politico, la diminuzione della volatilità azionaria e i rinnovati impulsi economici hanno ancorato gli spread aziendali vicino ai minimi storici (~90bps). Più tardi nel 2021, quando gli operatori di mercato hanno iniziato ad anticipare l'inizio di un ciclo di escursioni aggressive (guidate dall'inflazione), gli spread si sono ampliati. Il progressivo allargamento è stato esacerbato dal calo generalizzato del mercato allo scoppio della guerra in Ucraina, che ha portato a un allargamento medio di +70bps e +150bps rispettivamente per gli investment grade (IG) e gli high yield (HY) dai minimi del 2021. Ad oggi, gli spread di credito, soprattutto nel segmento HY, hanno parzialmente invertito l'allargamento massimo visto nel 2022, poiché le aspettative di sostegno fiscale e monetario (qualora si rendessero necessarie), insieme ai bilanci societari

relativamente sani, stanno limitando, e persino invertendo, le preoccupazioni per un vero e proprio deterioramento del rischio di credito, soprattutto nel segmento IG (Figura 5).

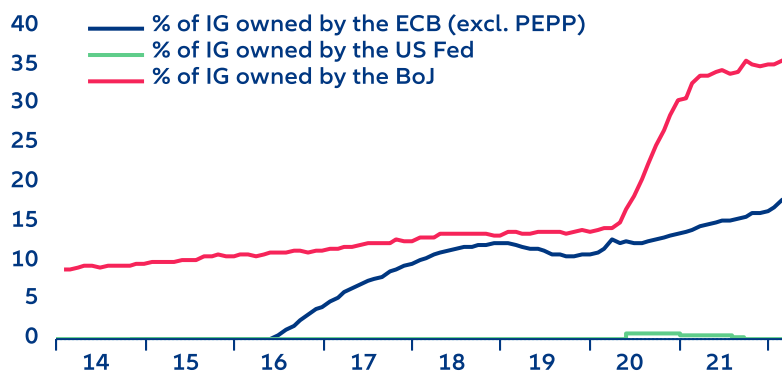
Figura 5: Spread del credito societario in EUR contro i tassi a termine della BCE (punti base)



Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

Nonostante i mercati abbiano già anticipato un'aggressiva stretta quantitativa e un rapido ciclo di escursioni, lo straordinario sostegno politico messo in atto dall'inizio della pandemia gioca ancora un ruolo nelle dinamiche dei prezzi del rischio di credito. Ad oggi, alcune banche centrali rimangono prelevatori netti di liquidità del mercato del credito, con i loro acquisti che aggiungono pressioni per la compressione degli spread. La proprietà del credito aziendale da parte delle banche centrali rimane particolarmente elevata nell'Eurozona e in Giappone: La BCE e la BoJ hanno rispettivamente circa il 18% e il 36% dell'universo investibile. Il prelievo di liquidità da parte delle banche centrali rimarrà vicino ai livelli attuali, poiché continueranno a reinvestire, aggiungendo ulteriori pressioni permanenti di compressione sul credito IG (Figura 6).

Figura 6: Detenzione di obbligazioni societarie da parte delle banche centrali (%)*

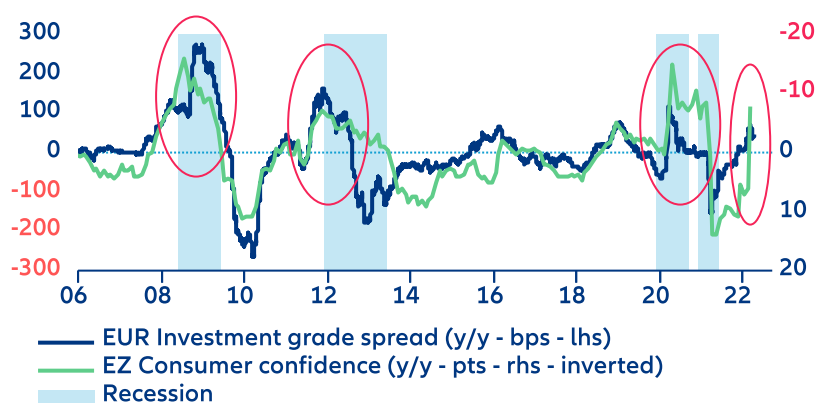


Fonti: Bloomberg Barclays, Refinitiv, Allianz Research. Nota: BoJ=Banca del Giappone; */ approssimato sulla base di dati disponibili al pubblico.

Nonostante gli effetti frenanti delle misure politiche, i mercati del credito tendono a seguire gli sviluppi economici. Nei periodi di relativa stabilità del mercato (cioè al di fuori degli ambienti recessivi), i cambiamenti nel sentimento economico tendono ad evolvere in sincronia

con gli spread del credito. Durante i periodi di alta volatilità e incertezza economica, specialmente nei periodi di recessione, gli spread possono staccarsi da questa relazione a lungo termine. In tali periodi, gli spread possono comprimersi o allargarsi ben prima che il sentimento economico si inverta. Dopo la crisi finanziaria globale (2008), la divergenza tra rischio di credito e sentimento economico ha coinciso con periodi di sostegno politico. Di conseguenza, i mercati del credito sembrano anticipare che le politiche di sostegno finiranno per sostenere i bilanci delle imprese e le condizioni di finanziamento, con gli spread di credito che si comprimono mentre il sentiment economico continua a deteriorarsi (grafico 7).

Figura 7: Spread delle obbligazioni societarie investment grade rispetto alle condizioni macroeconomiche

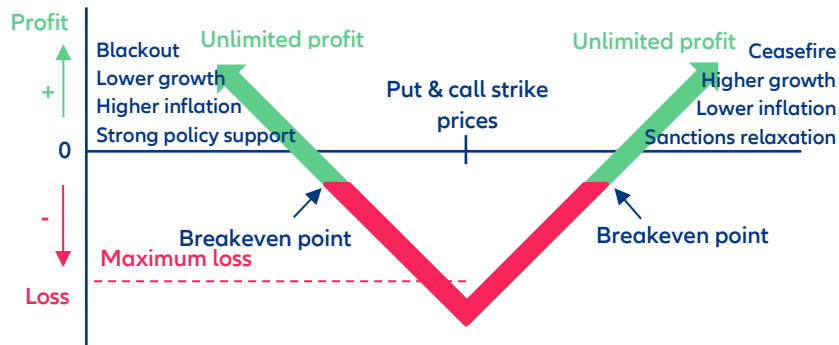


Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

Ma forse questa volta è diverso! In un contesto di normalizzazione della politica monetaria più veloce del previsto, sembra controintuitivo che i mercati scommettano su un sostegno politico supplementare. Nonostante i confusi segnali di mercato, i partecipanti al mercato del credito sembrano perseguire una strategia di opzioni cosiddetta "straddle"³. In breve, una strategia lunga "a cavalcioni" permette agli investitori di godere di profitti illimitati se il prezzo dell'attività sottostante si muove molto bruscamente, mentre limita il rischio di ribasso se l'attività sottostante rimane vicino ai livelli attuali. Gli operatori del mercato del credito sembrano aver già scontato i due estremi della distribuzione dei rendimenti. Se la situazione dovesse peggiorare rapidamente, i mercati del credito sembrano aspettarsi che i politici salvaguardino i bilanci delle imprese e l'integrità generale del mercato. Dal lato positivo della distribuzione, qualsiasi miglioramento delle condizioni economiche e geopolitiche offre agli operatori di mercato il vantaggio di una maggiore crescita e di una minore inflazione. Infine, e nel mezzo della distribuzione, gli operatori di mercato sembrano disposti ad accettare una certa volatilità a breve termine e a pagarne il prezzo. Le aspettative di protezione della politica potrebbero tuttavia ritorcersi rapidamente contro di loro nel caso in cui i politici non riuscissero a mantenere le promesse (Figura 8).

³ Uno straddle è una strategia di opzioni neutrali che comporta l'acquisto simultaneo di un'opzione put e di un'opzione call per il titolo sottostante con lo stesso prezzo di esercizio e la stessa data di scadenza. Un trader trarrà profitto da uno straddle lungo quando il prezzo del titolo sale/scende dal prezzo d'esercizio per un importo superiore al costo del premio pagato. Il potenziale di profitto è virtualmente illimitato, a condizione che il prezzo del titolo sottostante si muova molto bruscamente.

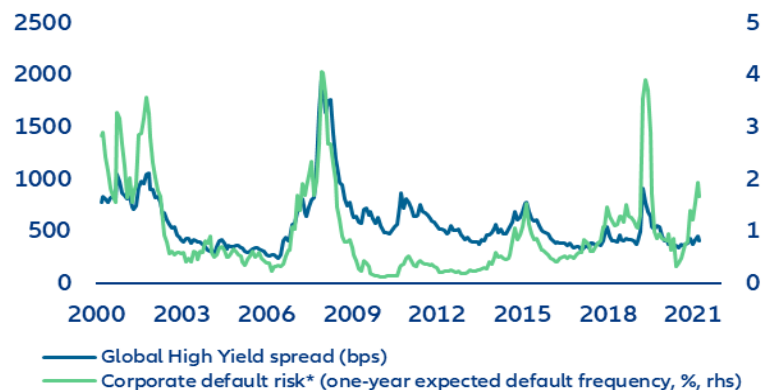
Figura 8: Profilo stilizzato del pay-off della strategia straddle



Fonti: Optionsbro, Refinitiv, Allianz Research

C'è un fraintendimento del rischio di credito? Le probabilità di insolvenza previste sono aumentate parallelamente all'accelerazione del ciclo economico, poiché l'inasprimento delle condizioni di finanziamento pesa sulla capacità di servizio del debito delle imprese. Tuttavia, i mercati non stanno seguendo l'atteso aumento delle insolvenze perché si aspettano che le imprese siano resistenti e che la politica intervenga se le cose dovessero andare male (Fig 9).

Figura 9: Spread corporate globale ad alto rendimento rispetto al rischio di default (punti base/%)



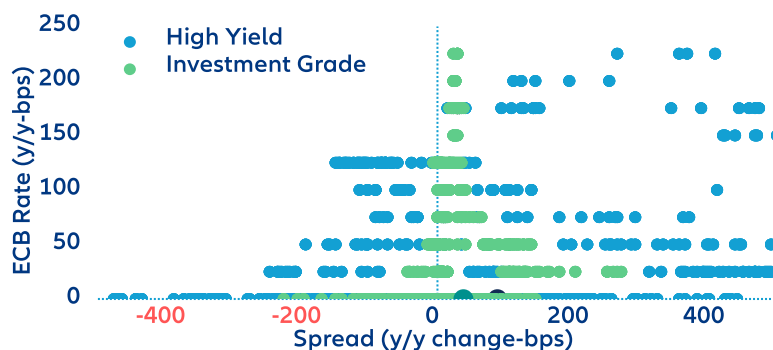
Fonti: Kamakura Corp., Refinitiv, Allianz Research Nota: */ basato su un modello di probabilità di default delle aziende pubbliche per quantificare il rischio di 40.154 aziende pubbliche utilizzando un approccio bottom-up multifattoriale

I mercati del credito si dirigono verso una strada accidentata.

L'effetto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie sul rischio di credito sarà un fattore chiave della performance futura. Le banche centrali saranno sempre più alle strette se l'alta inflazione rimarrà vischiosa e i mercati continueranno a prezzare un ciclo di rialzo sempre più aggressivo. Ad ogni modo, tassi d'interesse più alti non si traducono automaticamente in spread di credito più ampi. A seconda della natura del ciclo del credito, tassi a breve termine più alti si traducono sia in un allargamento che in una compressione degli spread di credito. Nel caso del credito IG, tassi più alti tendono ad essere associati ad un allargamento degli spreads; per il credito HY, la sensibilità spesso varia. Tuttavia, più il ciclo di restringimento è aggressivo, più gli spread tendono ad allargarsi (soprattutto per il credito HY). Se i mercati dovessero avere ragione sulle aspettative di politica 2022, i rialzi aggressivi eserciteranno forze di allargamento

sostanziali sugli spread aziendali. Per mettere questo in cifre, e isolando l'impatto dei tassi a breve termine sugli spread, la nostra simulazione suggerisce che un rialzo aggressivo di 100bps potrebbe portare a un allargamento di 50-100bps degli spread IG e di 300-500bps degli spread HY, a seconda della gravità della recessione in arrivo e dell'impatto immediato sulle prospettive economiche e sul sentimento del mercato (Figura 10).

Figura 10: spread in EUR rispetto alle variazioni dei tassi della banca centrale (a/a)

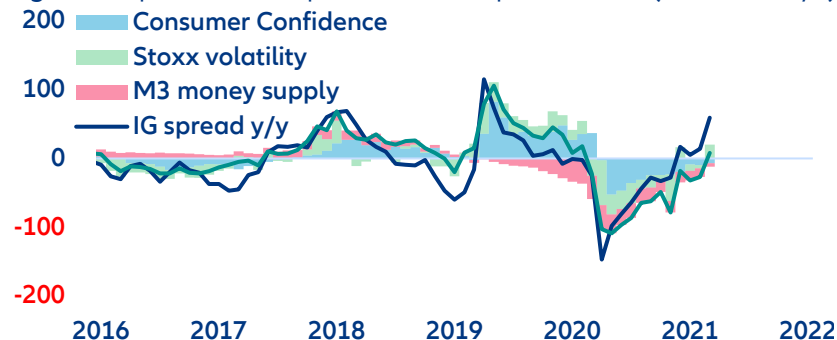


Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

Ma anche l'inflazione giocherà un ruolo! Un'ulteriore indicatore per i movimenti degli spread del credito societario sono i cambiamenti nelle aspettative di inflazione a lungo termine. Come nel caso dei mercati azionari, aspettative di inflazione più alte (ma ancora ben salde) tendono ad essere relativamente benigne per la performance del credito. Seguendo questa premessa, l'accelerazione delle pressioni inflazionistiche ha sostanzialmente compresso gli spread aziendali. Un calo graduale ma strutturale delle aspettative d'inflazione, come previsto nel nostro scenario di base, dovrebbe esercitare pressioni in direzione dell'allargamento degli spread estremamente contenute che potrebbero essere facilmente compensate da una timida accelerazione economica o da un calo della volatilità azionaria, non facendo quindi vacillare il nostro scenario di base per gli spread creditizi.

Attualmente, l'incertezza del mercato e il deterioramento delle condizioni economiche pesano sugli spread aziendali. Determiniamo i fattori di rischio degli spread creditizi seguendo una valutazione macroeconomica basata sulle prospettive economiche (fiducia dei consumatori), l'incertezza (volatilità azionaria) e la posizione politica (offerta di moneta). Nel 2021, tutte le componenti si sono allineate, aggiungendo fattori di compressione, con la ripresa economica che gioca il ruolo maggiore (Figura 11).

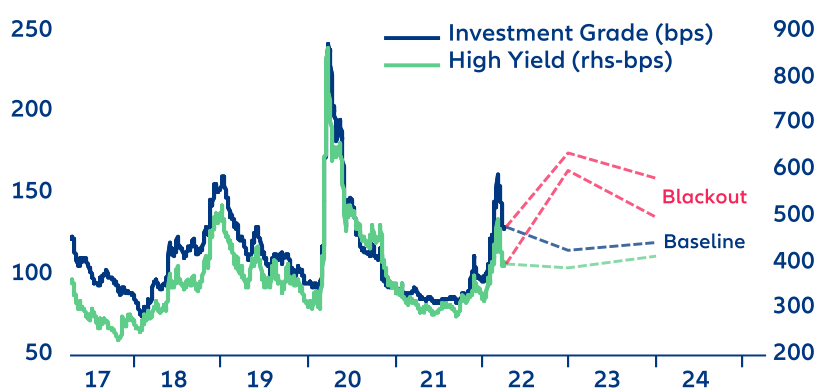
Figura 11: quadro di scomposizione dello spread in EUR (variazione a/a)



Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

Nel complesso, è probabile che i fondamentali relativamente forti e il continuo sostegno politico mantengano gli spread di credito sotto controllo nel medio termine. Prevediamo che gli spread IG si comprimano dai livelli attuali, finendo il 2022 vicino a 115-120bps, ma che si allarghino moderatamente a 120-125bps entro la fine del 2023. Scendendo nella scala di rating, ci aspettiamo che il credito HY finisca l'anno vicino ai 390-400bps e che si allarghi timidamente di 20bps nel 2023. Nonostante le prospettive favorevoli, è importante menzionare che l'incertezza che circonda l'attuale panorama economico e geopolitico, unita ad un ciclo aggressivo di escursioni, ha il potere di sorprendere i mercati del credito corporate, portando all'inizio di un'ondata di credit default nell'universo HY. Se un tale scenario al ribasso dovesse materializzarsi, ci aspetteremmo che gli spread di credito si avvicinino a rivisitare i valori massimi sperimentati all'inizio della pandemia, con gli spread corporate IG che rimarranno vicini a 175-180bps durante il 2022 e si comprimeranno leggermente a 160-165bps nel 2023. Il credito HY raggiungerebbe i 600bps quest'anno prima di assestarsi a 500bps l'anno prossimo (Figura 12).

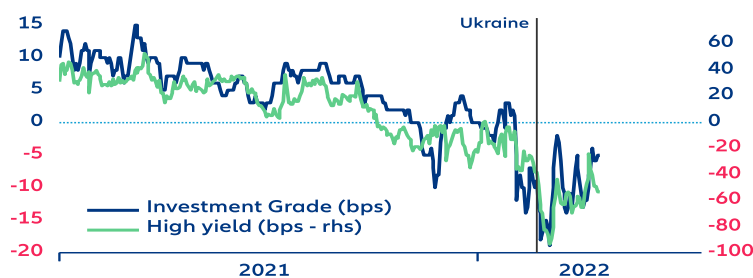
Figura 12: Previsioni degli spread in EUR



Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

Infine, la volatilità intra-annuale dovrebbe essere significativamente diversa tra le regioni, con il credito europeo che dovrebbe essere più volatile. La guerra in Ucraina ha rivelato la maggiore dipendenza dei bilanci aziendali europei dalle entrate e dalle importazioni russe rispetto alle loro controparti transatlantiche. Questo è in linea con l'aspettativa che l'Eurozona sarà significativamente più colpita economicamente rispetto agli Stati Uniti. L'impatto asimmetrico è già stato prezzato, con lo spread del credito transatlantico che si allarga a favore dell'Eurozona, che mostra un rischio di credito più elevato soprattutto nel segmento HY. La divergenza dovrebbe persistere nel 2022 e nel 2023 (Figura 13).

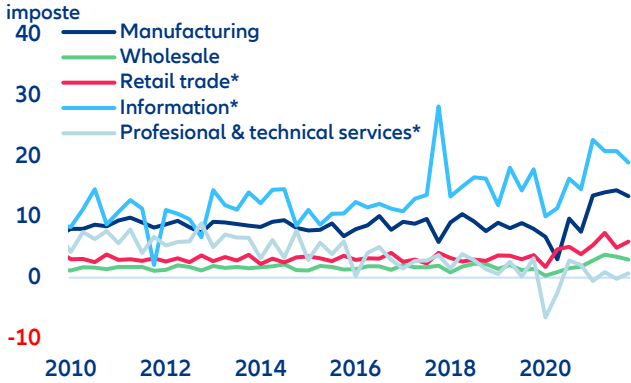
Figura 13: Spread transatlantico del credito societario USA - EUR (punti base)



Fonti: BofA, Refinitiv, Allianz Research

ALLEGATO: Quadro generale

Figura A1: Stati Uniti - Rapporto di redditività al netto delle imposte



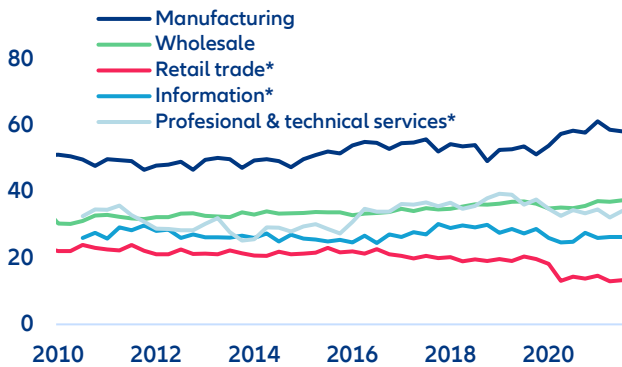
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A2: US - Contanti (no. di giorni di vendite)



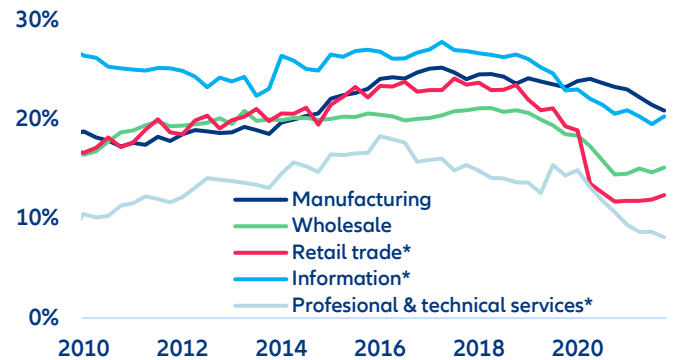
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A3: USA - Fabbisogno di capitale circolante (numero di giorni di vendite)



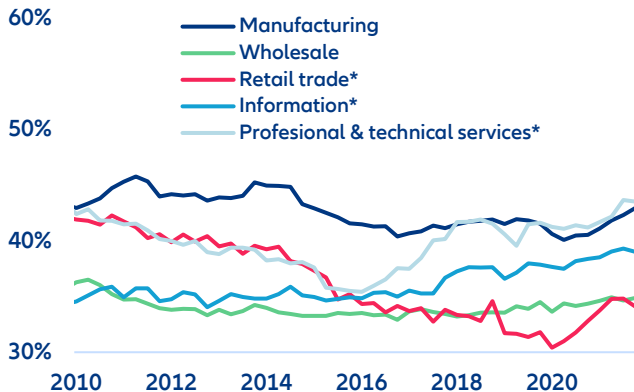
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A4: USA - Debito finanziario netto/passività totali (con liquidità totale)



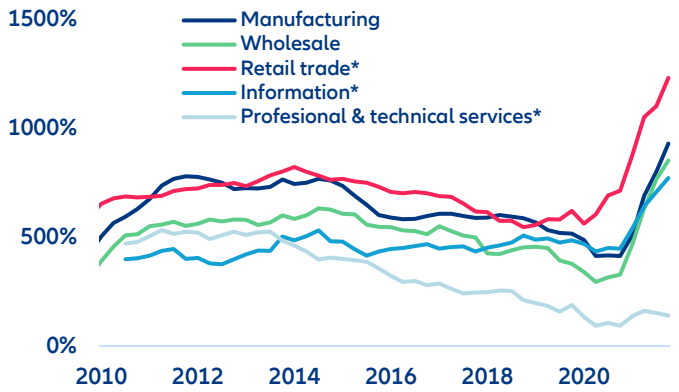
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A5: Stati Uniti - Rapporto del patrimonio netto



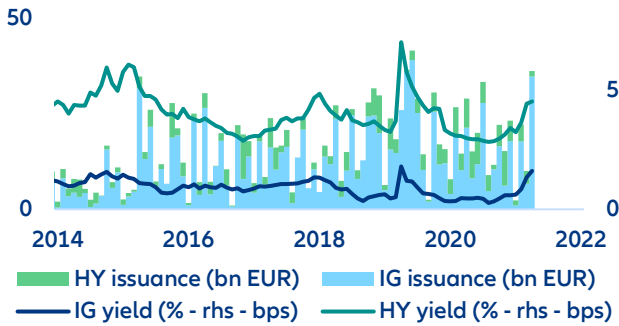
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A6: Stati Uniti - Indice di copertura del servizio del debito



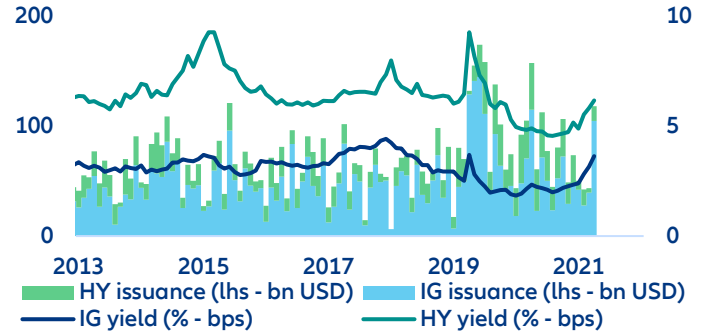
* \$50 million and over in assets
Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Figura A7: emissioni societarie in EUR



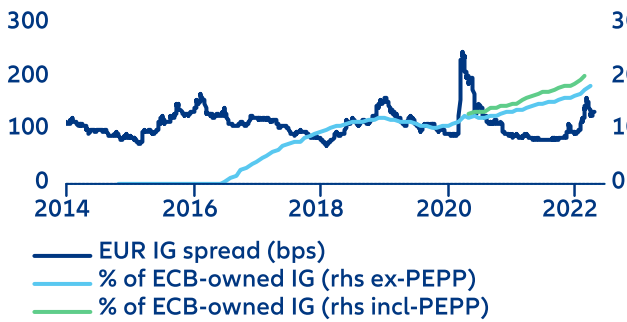
Fonte: FINIM, Refinitiv, Allianz Research

Figura A8: Emissioni societarie in USD



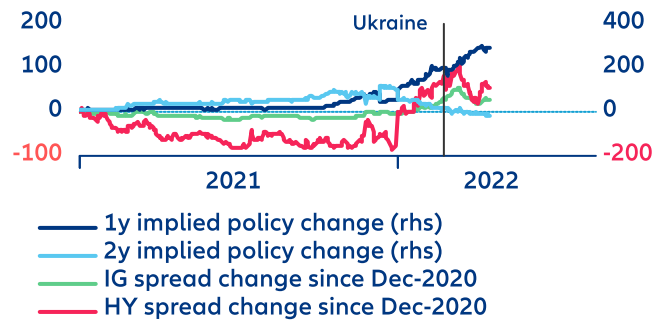
Fonte: FINIM, Refinitiv, Allianz Research

Figure A9: % of ECB-owned IG corporates



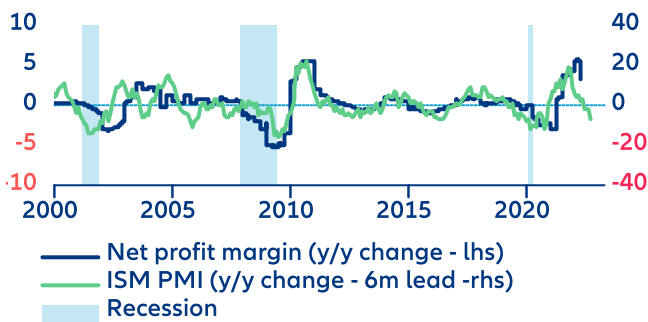
Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A10: US Corporates vs policy (bps)



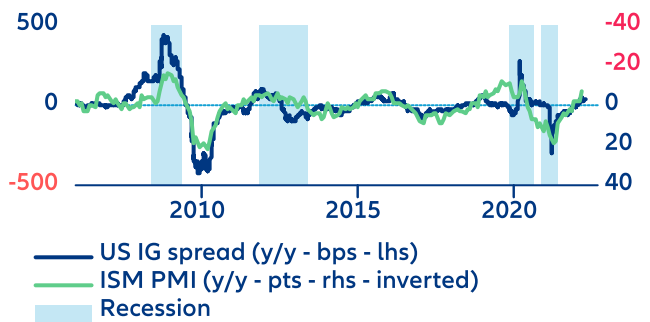
Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A11: US Margins vs PMI



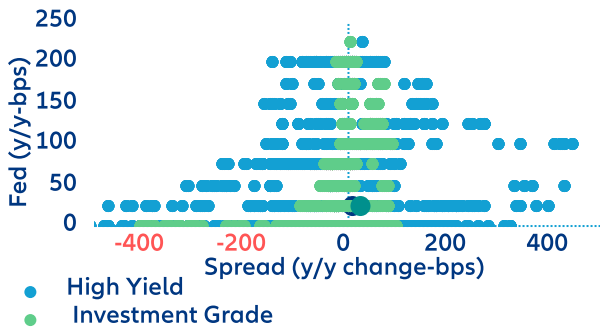
Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A12: US IG spread vs ISM PMI



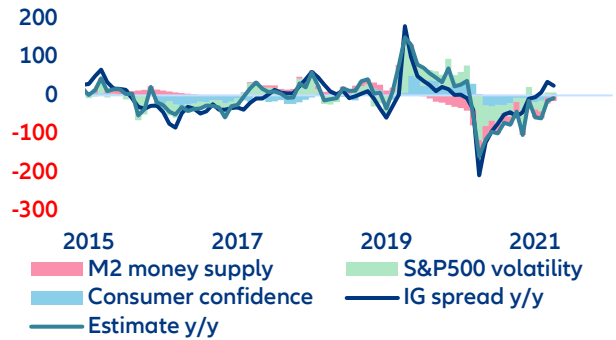
Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A13: US IG spread vs central bank rate



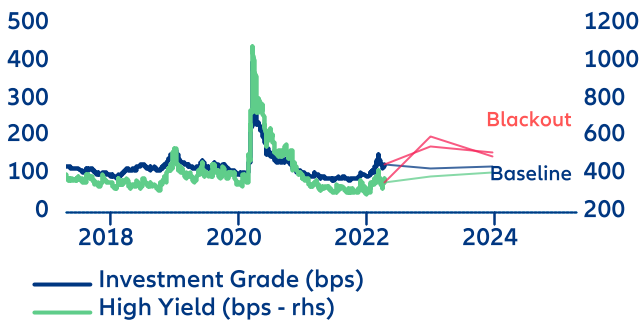
Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A14: US IG decomposition



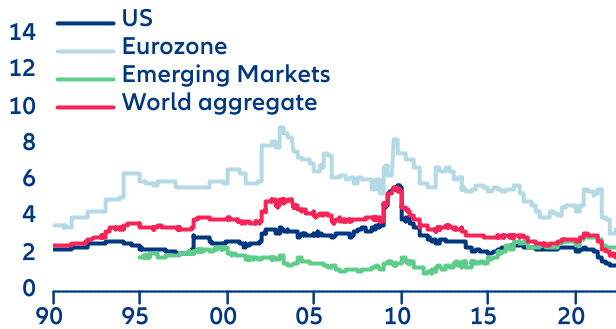
Fonte: FINIM, Refinitiv, Allianz Research

Figure A15: US Corporate Forecasts



Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Figure A16: Net leverage ratios



Source: Refinitiv Datastream; Allianz Research

Tabella A1: Previsioni degli spread aziendali year-end figures

| | Last value (08.04.2022) | Unit | Baseline | Black-out |
|---------------------------------|-------------------------|---------|----------|-----------|
| | | | 2021 | 2022f |
| Eurozone | | | | |
| Investment grade credit spreads | 130 | bps 98 | 120 | 125 |
| High-yield credit spreads | 400 | bps 331 | 400 | 420 |
| US | | | | |
| Investment grade credit spreads | 120 | bps 98 | 115 | 120 |
| High-yield credit spreads | 357 | bps 310 | 390 | 415 |

Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette al disclaimer fornito 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 della direzione e comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi

o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono verificarsi a causa di, senza limitazione, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, inclusi quelli derivanti da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese di sinistro, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti di leggi e 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 avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale contenuta nel presente documento, ad eccezione di qualsiasi informazione che debba essere divulgata per legge.

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