



Photo by Oskar Kadaksoo on Unsplash

ALLIANZ RESEARCH

# ATTERRAGGIO RUVIDO:

## IL 2020 SARA' UN ANNO TER-

### 09 Giugno 2020

- 03 La domanda globale potrebbe richiedere due anni per riprendersi da Covid-19
- 05 Le compagnie aeree hanno adottato severe misure di ristrutturazione per contenere i flussi di cassa in uscita
- 08 L'eredità dell'epidemia rischia di rimodellare l'offerta di trasporto aereo



## EXECUTIVE



Marc Livinec, Sector Advisor

+ 33 184 11 6198

[marc.livinec@eulerhermes.com](mailto:marc.livinec@eulerhermes.com)

- **La domanda globale nel trasporto aereo non tornerà al livello pre-Covid-19 prima del 2023** . Il crollo senza precedenti dei viaggi internazionali renderà il 2020 un anno terribile per l'industria del trasporto aereo: Ci aspettiamo che i ricavi aggregati delle compagnie aeree crollino di 310 miliardi di dollari a 525 miliardi di dollari e che la redditività diventi negativa con una perdita operativa di 60 miliardi di dollari. Anche se le misure di contenimento sono state gradualmente eliminate e le frontiere stanno iniziando a riaprirsi, il nostro scenario centrale prevede un'uscita progressiva per altri sei mesi, che porterà a una ripresa a forma di U nel 2021. Di conseguenza, la domanda nel trasporto aereo globale dovrebbe diminuire del -37% (tendenziale del quarto trimestre) nel 2020, prima di rimbalzare del +39% e del +10% rispettivamente nel 2021 e nel 2022.
- **Fino al 30% della forza lavoro del settore è a rischio licenziamento**. Le compagnie aeree non hanno avuto altra scelta se non quella di adottare misure urgenti per contenere i flussi di cassa in uscita nel breve periodo, tra cui aerei a terra, permessi temporanei e rimborsi posticipati per i voli cancellati. Nonostante questi passi, oltre al massiccio sostegno statale per 125 miliardi di dollari, ulteriori misure di ristrutturazione nella seconda metà del 2020 sono inevitabili. Negli Stati Uniti, ad esempio, dopo il 1° ottobre si registreranno profondi tagli di posti di lavoro, dato che il salvataggio federale dell'industria aerea copre circa due terzi dei costi complessivi del lavoro fino a settembre. Fino a un terzo dei posti di lavoro del settore - circa 750.000 tra piloti, assistenti di volo, addetti ai bagagli, meccanici e altri - potrebbero scomparire.
- **L'eredità dell'epidemia rischia di rimodellare l'offerta**. La crisi di Covid-19 è un duro colpo per le compagnie aeree private a basso costo, che dipendono dai voli completi. Il rispetto delle distanze sociali rischia di colpire la redditività. Ci aspettiamo anche una nuova ondata di consolidamento del settore. Nonostante il sostegno finanziario sostenuto da molti governi, gli attori già malconci del trasporto aereo, soprattutto quelli ad alto indebitamento come quelli cinesi, rischiano di soffrirne. Di conse-

60 Miliardi di dollari

Perdita operativa cumultata  
prevista nel 2020 per il settore aereo  
a livello globale

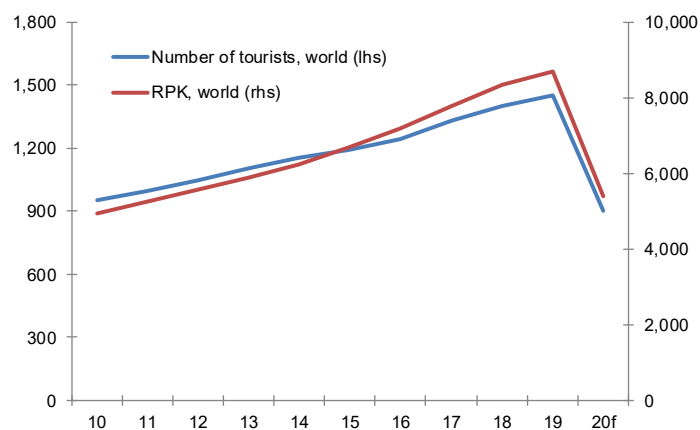
# LA DOMANDA GLOBALE DI TRASPORTO AEREO POTREBBE RICHIEDERE DUE ANNI PER RIPRENDERSI DA COVID-

Nel primo trimestre del 2020, Covid-19 ha innescato un crollo senza precedenti del turismo internazionale (vedi Figura 1), gettando il settore dei trasporti nel caos. La domanda di passeggeri aerei ha

registrato un calo di -53% mensile e di -22% trimestrale alla fine del primo trimestre. Per il 2020 in generale, prevediamo un calo della domanda globale di passeggeri aerei del -38% annuo. Il traspor-

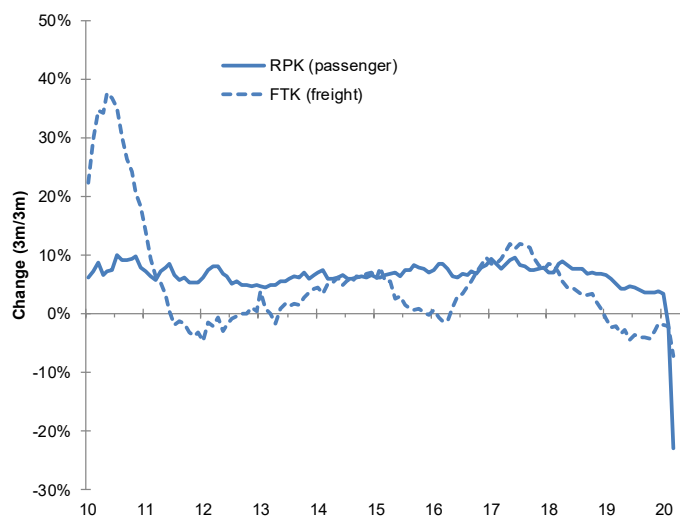
to aereo globale di merci ha subito un lieve calo (-15% mensile e -7% trimestrale nel primo trimestre del 2020), probabilmente aiutato dall'urgente necessità di consegnare maschere e forniture me-

**Figura 1:** Domanda globale di passeggeri aerei e arrivi turistici internazionali (dati annuali, in milioni)

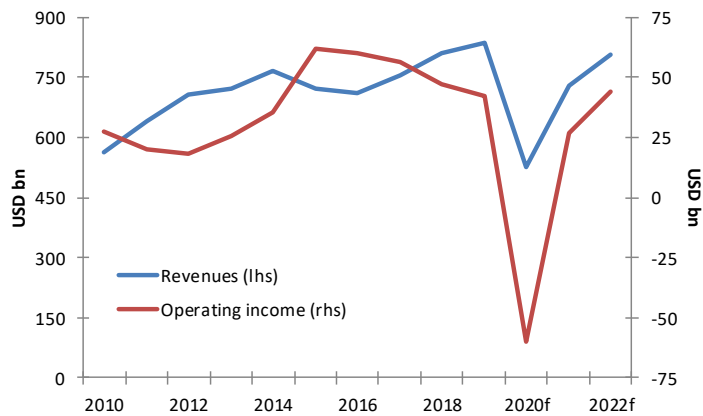


Fonti : OMT, FactSet, Allianz Research, Euler Hermes forecasts

**Figura 2:** Domanda globale di traffico aereo passeggeri e merci (dati mensili)



Fonti : IATA, FactSet, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 3:** Vendite e ricavi operativi del settore del tra-

Fonti: IATA, FactSet, Allianz Research, Euler Hermes calculations

### Si prevede che il 2020 sarà un annus horribilis per l'industria del trasporto aereo.

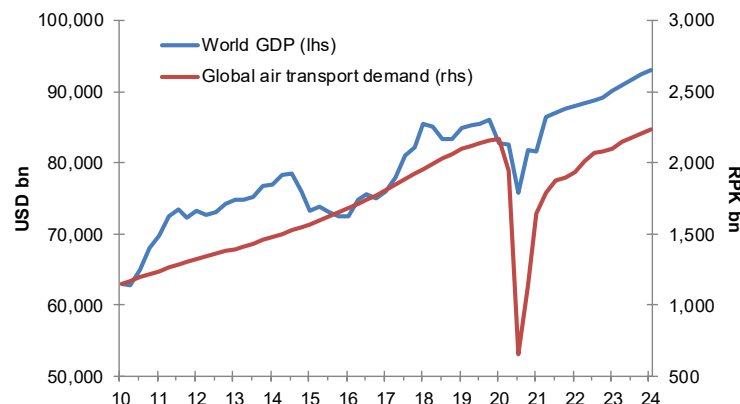
I nostri calcoli, effettuati utilizzando un panel di circa 80 grandi compagnie aeree, mostrano un crollo dei ricavi di oltre 300 miliardi di dollari e un crollo dei margini operativi di oltre 100 miliardi di dollari nel 2020. Ancora peggio, la perdita operativa potrebbe superare un terribile 60 miliardi di dollari quest'anno (cfr. figura 3). Ci aspettiamo che il settore aereo recuperi 205 miliardi di dollari e 75 miliardi di dollari di ricavi nel 2021 e nel 2022, rispettivamente, dopo la ripresa dell'economia mondiale e del turismo internazionale. Questo, tuttavia, non com-

penserà tutte le vendite perse nel solo 2020.

Anche se le chiusure sono state gradualmente eliminate in tutto il mondo e le frontiere stanno iniziando a riaprirsi, il nostro scenario centrale prevede un'uscita progressiva per altri sei mesi, che porterà a una ripresa a forma di U nel 2021. Combinando questa tendenza del PIL con i dati storici del traffico aereo e la scarsa attività delle compagnie aeree nella prima metà del 2020, deduciamo che la domanda globale nel trasporto aereo non tornerà ai livelli pre-crisi prima del 2023.

- Nel nostro scenario a forma di U (cfr. figura 4), la domanda nel trasporto aereo globale dovrebbe diminuire del -37% (tendenziale del quarto trimestre) nel 2020 prima di rimbalzare del +39% e del +10% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. All'inizio del 2020, prima della pandemia, le entrate globali in termini di chilometri per passeggeri (RPK) hanno raggiunto i 2.169. Secondo i nostri calcoli, prevediamo che raggiungerà nuovamente questo livello solo nel maggio 2023.

- Nel caso di una seconda ondata di infezioni, l'economia globale si troverebbe ad affrontare uno sce-

**Figura 4:** PIL mondiale e traffico aereo globale (dati trimest-

Fonti: IATA, FactSet, Global Insight, Allianz Research, stime Euler Hermes



# LE COMPAGNIE AEREE HANNO PRESO DURE MISURE DI RISTRUTTURAZIONE PER CON-

Le compagnie aeree sono state costrette ad adeguare i loro costi ai loro livelli di reddito alquanto più bassi per mitigare il rischio di rimanere senza soldi e di fallire. Gli annunci dei guadagni del primo trimestre delle principali compagnie aeree hanno rivelato misure di ristrutturazione tra cui:

- **Messa a terra degli aerei:** Nei mesi di marzo e aprile, Cathay Pacific, ad esempio, ha ridotto la capacità produttiva del -65%, mentre United Airlines ha ridotto gli orari internazionali verso l'Asia e l'Europa del -20%. Anche le compagnie aeree europee, come Ryanair, Lufthansa, EasyJet e British Airways, hanno aumentato le cancellazioni dei voli per ridurre la capacità, tagliando più di 400 voli il mese scorso verso paesi come Italia, Germania e Stati Uniti. Si stima che fino al 75% della flotta mondiale complessiva avrebbe potuto essere bloccata a causa delle restrizioni di viaggio di Covid-19 nel periodo di blocco di due mesi.
- **Buoni per viaggi futuri invece di rimborsi per voli cancellati:** Il totale dei rimborsi ancora da pagare da parte delle compagnie aeree è stato stimato in circa 28 miliardi di dollari a maggio. Non sorprende che la maggior parte delle compagnie aeree abbia sollecitato la Commissione Europea a sospendere temporaneamente la legge che concede ai clienti rimborsi completi per i voli cancellati.
- **Licenze temporanee:** Diverse compagnie aeree hanno risposto alla crisi

imponendo ferie non retribuite e congelando le retribuzioni dei dipendenti. A febbraio, ad esempio, l'amministratore delegato di Cathay ha chiesto ai quasi 30.000 dipendenti di prendere un congedo non pagato su base volontaria per aiutare la compagnia aerea a preservare la liquidità. A circa 100.000 lavoratori delle quattro maggiori compagnie aeree statunitensi (American, United, Delta e Southwest) è stato chiesto di prendere un congedo volontario non retribuito o poco retribuito.

- **Niente dividendi o programmi di riacquisto di azioni:** I vincoli legati al pacchetto di aiuti per 50 miliardi di dollari USA varato per aiutare le compagnie aeree americane danneggiate dalla crisi hanno costretto le principali compagnie aeree statunitensi a cessare qualsiasi riacquisto di azioni e dividendi, i loro principali canali per premiare gli investitori, il che ha reso le loro azioni meno attraenti. Altri importanti vettori di tutto il mondo si trovano nella stessa situazione.

Le misure adottate per resistere all'attuale tempesta in un contesto a lungo termine sono altrettanto severe:

- **Si profilano piani di licenziamento massicci:** Le compagnie aeree stanno accumulando perdite, in parte perché non possono licenziare o tagliare il personale in misura più netta rispetto ai loro orari di volo. Quindi, i tagli permanenti ai posti di lavoro

ben pagati che si trovano in tutto il settore aereo sono inevitabili e in arrivo. British Airways ha già pianificato di rimuovere circa il 30% della sua forza lavoro, mentre Ryanair potrebbe licenziare 3.000 dipendenti - principalmente posti di lavoro di pilota e di equipaggio di cabina - a partire dal prossimo luglio, se le restrizioni di Covid-19 continueranno a colpire l'industria dei viaggi. Negli Stati Uniti, i profondi tagli di posti di lavoro sono in arrivo dopo il 1° ottobre, poiché il salvataggio federale per l'industria aerea copre circa due terzi dei costi complessivi del lavoro fino a settembre. Le stime suggeriscono che fino a un terzo dei posti di lavoro del settore - circa 750.000 piloti, assistenti di volo, addetti ai bagagli, meccanici e altri - potrebbero scomparire.

- **Rinvii di affitti a locatori di aeromobili:** Le compagnie aeree che noleggiavano aerei si sono rivolte ai loro locatori per il noleggio o per il pagamento del prestito o per le ferie o per le rinunce al fine di preservare la liquidità. Alcune compagnie aeree stanno cercando di contrarre prestiti o di vendere rapidamente beni al fine di raccogliere denaro, ad esempio con la vendita e il *leaseback* di aeromobili. La maggior parte dei locatori e delle banche hanno cercato di lavorare con i clienti delle loro compagnie aeree e si sono accordati per affittare gli aerei per le vacanze o per la ristrutturazione dei pagamenti. In effetti, se l'attività fondamentale di

- **Ritardi (se non cancellazioni) negli ordini di nuovi aeromobili:** Questo è stato il principale canale di trasmissione attraverso il quale le difficoltà delle compagnie aeree sono passate ai costruttori di aerei a monte. Boeing e Airbus sono stati costretti a sospendere temporaneamente o a rallentare la produzione in molte strutture. Ad esempio, il tasso di produzione dell'A320 è stato ridotto a 40 velivoli al mese, rispetto a una media di oltre 53 velivoli al mese nel 2019. I programmi A330 e A350 sono stati ridotti rispettivamente a due e sei aerei al mese. Per quanto riguarda la corsa agli ordini, la Boeing ha registrato 31 ordini lordi a marzo e 150 cancellazioni per un totale di -119 nuovi ordini netti. Da un anno all'altro, la Boeing ha accumulato 49 ordini lordi (196 cancellazioni, -147 nuovi ordini netti). Sull'altro versante, Airbus ha registrato 60 ordini lordi lo scorso marzo e ha registrato 44 cancellazioni per un netto di 16. Fino ad oggi, Airbus ha accumulato 356 ordini lordi (66 cancellazioni, al netto di 290).
- **Ottimizzazione dei costi del carburante:** Il carburante ha rappresentato in media circa un quinto dei costi operativi dei quattro principali vettori statunitensi lo scorso anno. Quindi, secondo i calcoli di Moody's, il prezzo del Brent, pari a 38 dollari al barile, ridurrebbe il costo per gallone di

carburante per jet fuel per le compagnie aeree statunitensi fino al 55%. Il problema questa volta è che le entrate sono superiori ai risparmi di carburante, mentre le compagnie aeree che usano le coperture per bloccare i costi del carburante non possono incassare immediatamente i prezzi più bassi. Senza alcuna copertura o variazione del *crack spread*, un prezzo del carburante inferiore di 20 dollari a barile potrebbe ridurre di 65 miliardi di dollari la bolletta del carburante del settore nel 2020, sulla base della nostra previsione media di 41 dollari a barile del prezzo del petrolio. Tuttavia, molte compagnie aeree si troveranno ad aver coperto il costo del carburante del 2020, mentre questo beneficio potrebbe essere ritardato per alcuni.

È molto difficile fornire una stima globale di questi risparmi sui costi per l'intero settore aereo, ma le informazioni disponibili suggeriscono che potrebbero aiutare le compagnie aeree a trattenere le uscite di cassa per un altro trimestre una volta terminato il blocco. Anche se i prezzi più bassi del *jet fuel* possono fornire una certa compensazione ai costi aggiuntivi delle compagnie aeree per continuare a funzionare, il crollo della domanda di viaggi nel corso del primo semestre dell'anno avrà un impatto enorme sulla redditività.

A metà maggio, i governi hanno dedicato 123 miliardi di dollari al sostegno dell'industria del trasporto aereo (cfr. figura 5). Fino ad oggi, il sostegno pubblico alle compagnie aeree può essere suddiviso in prestiti (60 miliardi di dollari), aiuti all'occupazione (35 miliardi di dollari), prestiti garantiti (16 miliardi di dollari) e finanziamenti pubblici (11 miliardi di dollari). Tuttavia, questo sostegno è stato distribuito in modo disomogeneo. A differenza di Asia, Europa o Stati Uniti, il Medio Oriente e le compagnie aeree del Latam ne hanno beneficiato a malapena, con un sostegno pubblico che rappresenta meno del 5% delle entrate annuali delle compagnie aeree. Questo spiega in parte perché due delle maggiori compagnie aeree latinoamericane (AVIANCA, LATAM) hanno recentemente dichiarato fallimento. Non hanno ricevuto sostegno soprattutto perché il trasporto aereo nella regione è posizionato come un bene di lusso per le persone che di solito preferiscono il trasporto su strada.

Il governo statunitense si è mosso per primo con il Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act, meglio conosciuto come CARES Act. Ha fornito un totale di 50 miliardi di dollari in assistenza ai vettori passeggeri, suddivisi tra un pacchetto di sovvenzioni per la protezione del libro paga di 25 miliardi di dollari e un'agevolazione per prestiti e garanzie di



**Figura 5:** Aiuti di Stato per le compagnie aeree globali e piani di licenziamento

Carrier	State aid and job cuts
Air France-KLM (Europe)	USD12bn from the French and Dutch governments; KLM plans to cut up to 2,000 posts and has taken advantage of furlough programs. Air France is still discussing layoffs with unions.
Lufthansa (Europe)	USD11bn, shared between the governments of Germany (USD9bn), Switzerland, Austria and Belgium. Germany would own a stake of 20% in the airline. Workforce may shrink by 10,000.
IAG (Europe)	USD2bn of state-supported funding from both the UK and Spain. British Airways plans to slash 12,000 posts or 30% of the workforce.
EasyJet (Europe)	USD0.8bn raised through the U.K. government's Covid Corporate Finance Facility. 4,500 jobs cut.
Southwest, United, Delta and American Airlines (USA)	The biggest U.S. carrier (AA) has secured USD6bn dedicated to payroll support and a separated USD5bn federal loan. Atlanta-based Delta has received USD5bn in U.S. payroll aid. It is also applying for an USD5bn federal loan but has until September to decide whether to take it. More than a third of both airlines' workforce - around 40,000 people - have taken unpaid leave or voluntarily taken time off ranging from one to several months. The U.S. discounter Southwest has received USD3bn in federal aid for payroll support. It will apply for an additional USD3bn US loan but won't decide until the fall whether to use it. About 10,000 workers have taken voluntary leave or partial-pay options. Finally, United has just got USD5bn in U.S. grants and low-interest loans, and has applied to borrow up to USD4.5bn from the U.S. Treasury. Bracing for a more prolonged travel slump than its domestic competitors do, United will cut 30% of its managerial and administrative jobs when government restrictions lift in October.
Emirates and Etihad (Middle-East)	Dubai has said it will provide financial support for Emirates. On the contrary, no bailout has been announced for Abu Dhabi-based Etihad. Salaries have been cut at Emirates but unlike Etihad, it has said there will not be job cuts.
Chinese big three (Asia)	China Southern, China Eastern and Air China are state-owned airlines. A fourth one, Hainan, which belongs to the private failing HNA Group, is being sold apart to the Big Three in order to pay down a staggering amount of debt. They posted a collective USD2bn loss for first quarter of 2020 but have not been offered any bailout from the Chinese government.
Singapore Airlines (Asia)	Government-owned Temasek, the carrier's biggest shareholder, has backed a plan to raise USD9bn by issuing new stock as state aid. Measures include compulsory unpaid leave for pilots on varying days every month. In all, about 10,000 employees should be affected.

Fonti : Bloomberg, fonti nazionali

# È PROBABILE CHE L'EREDITÀ DELL'EPI- DEMICIA RIMESCOLI L'OFFERTA DI TRASPORTO

Le compagnie aeree hanno preferito le loro posizioni di liquidità al profitto per cercare di sopravvivere a questa crisi storica. Con l'abolizione dei divieti di viaggio, ci aspettiamo un aumento della concorrenza sui prezzi per rilanciare la domanda aerea, poiché le compagnie aeree, soprattutto quelle a basso costo, si affrettano a riempire i loro aerei e a tornare in volo. Le compagnie aeree dovranno trovare un equilibrio tra la necessità di preservare le loro posizioni di cassa e il rischio di perdere quote di mercato a causa del prolungato fermo dei loro aerei. Questo vale in particolare per le rotte transatlantiche considerate il segmento più redditizio del traffico aereo.

Prevediamo due cambiamenti nel settore nei prossimi tre anni:

- Un duro colpo per le compagnie aeree private a basso costo: Queste compagnie dipendono dalla capacità di trasportare il maggior numero di persone possibile, quindi il rispetto della distanza sociale rischia di colpire la redditività. Inoltre, non sfuggiranno alla pressione

dello Stato per ridurre il loro tasso di inquinamento, mentre le compagnie di bandiera potrebbero essere sovvenzionate per farlo. Infine, è probabile che siano le prime a soffrire di possibili rinvii dei viaggi aerei da parte dei passeggeri. Più in generale, ci aspettiamo che la soluzione a basso costo diventi meno attraente quando non è collegata a una compagnia aerea di bandiera. Compagnie come Eurowings (Lufthansa), Vueling (British Airways) o Transavia (Air-France KLM) sono in grado di sfruttare meglio la crescente domanda di voli diretti senza servizi di collegamento.

- Una nuova ondata di consolidamento nel trasporto aereo: A parte la chiusura o la dichiarazione di fallimento, non ci sono altri mezzi per le compagnie aeree altamente indebitate per sfuggire a un mercato che soffre di sovraccapacità. Da questo punto di vista, è interessante notare che le compagnie aeree più indebitate sono tutte cinesi - Air China, China Southern e

China Eastern. Considerate nel loro insieme, totalizzano un importo impressionante di 70 miliardi di dollari di debito finanziario. La compagnia aerea cilena Latam, fallita la scorsa settimana, è stata gravata da un debito di 9,5 miliardi di dollari, mentre Thai Airways e Norwegian Air Shuttle hanno lottato rispettivamente contro 5 miliardi di dollari e 6,5 miliardi di dollari di debito. Ancora peggio, Cathay Pacific e Turkish Airlines sono entrambe indebitate finanziariamente per circa 12 miliardi di dollari ciascuna. Nel complesso, è preoccupante notare che il livello di indebitamento finanziario che supera i 10 miliardi di dollari faccia riferimento alle seguenti compagnie aeree: American Airlines (24 miliardi di dollari), IAG, United e Korean Airlines (15 miliardi di dollari ciascuna), Air France-KLM (13 miliardi di dollari), Lufthansa e Delta (11 miliardi di dollari). Anche le compagnie aeree del Medio Oriente sono da mettere sotto esame, nonostante il fatto che registrino i propri incassi con costi del carbu-



# IL NOSTRO *TEAM*

## Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

## Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

## Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

## Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



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



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



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



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



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



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



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

## Capital Markets Research



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



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



Lina Manthey  
Equities Strategist  
lina.manthey@allianz.com



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



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



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

## Sector Research



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



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



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



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



Direttore delle Pubblicazioni: Ludovic Subran, Chief  
Economist

Allianz and Euler Hermes

Allianz Research

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

Königinstraße 28 | 80802 Munich  
| Germany

[allianz.research@allianz.com](mailto:allianz.research@allianz.com)



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research

[http://www.eulerhermes.com/economic-  
research](http://www.eulerhermes.com/economic-research)

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-  
Défense Cedex | France

[research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)



euler-hermes



@eulerhermes

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.