

# Handel światowy: Zmagania z wahaniami popytu i cen



Ana Boata  
Szefowa Działu Analiz  
Ekonomicznych  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

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

Ano Kuhanathan  
Doradca ds. Sektora i  
Analityk Danych  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

## NAJWAŻNIEJSZE INFORMACJE

- Inwazja na Ukrainę i ponowne pojawienie się ognisk zakażeń Covid-19 w Chinach uderzą w 2022 roku w światowy handel z podwójną siłą: niższymi wolumenami i wyższymi cenami. Obecnie przewidujemy, że w 2022 handel wzrośnie o +4,0% w ujęciu ilościowym (-2 punkty procentowe mniej niż oczekiwano przed wojną) i aż o +10,9% w ujęciu wartościowym (wobec +7,2% oczekiwanych wcześniej). Istniejące już przed wojną ryzyko dwucyfrowego spadku wolumenu handlu światowego w I półroczu 2022 roku jeszcze wzrosło.
- Spadek zaufania i popytu spowoduje utratę 480 mld USD eksportu do Rosji i krajów strefy euro w 2022 roku (podzieloną mniej więcej równomiernie między te dwa kierunki), przy czym najbardziej narażone są firmy w Europie Wschodniej.
- Rozważając Rosję jako dostawcę w globalnych i regionalnych łańcuchach wartości należy uznać, że największe ryzyko ponosi Europa Wschodnia, podczas gdy całkowite zerwanie stosunków oznaczałoby dla czterech największych gospodarek strefy euro utratę do 0,4% PKB i 1,1% eksportu.
- Większym problemem dla globalnych łańcuchów dostaw jest ponowne występowanie ognisk zakażeń Covid-19 w Chinach, gdzie kontynuowana jest polityka „zero Covid”: Terminy dostaw będą prawdopodobnie nadal wydłużone przez cały rok 2022.
- Koszty handlu mogą wzrosnąć z powodu wyższych cen ropy naftowej: Ceny ropy wg Brent i ceny frachtu kontenerowego wykazują od 2020 roku korelację na poziomie 90%, co sugeruje możliwość wystąpienia rekordowo wysokich stawek transportowych na poziomie 14.000 USD/FEU. Eksporterzy netto towarów (Bliski Wschód, Norwegia, niektóre gospodarki Ameryki Łacińskiej) mogą odnieść korzyści z powodu wyższych cen towarów i potencjalnych efektów wycofania się z eksportu do Rosji. W Europie nadwyżka handlowa Niemiec zmniejszyłaby się o jedną trzecią, a deficyt handlowy Francji mógłby wzrosnąć o ponad dwie trzecie.

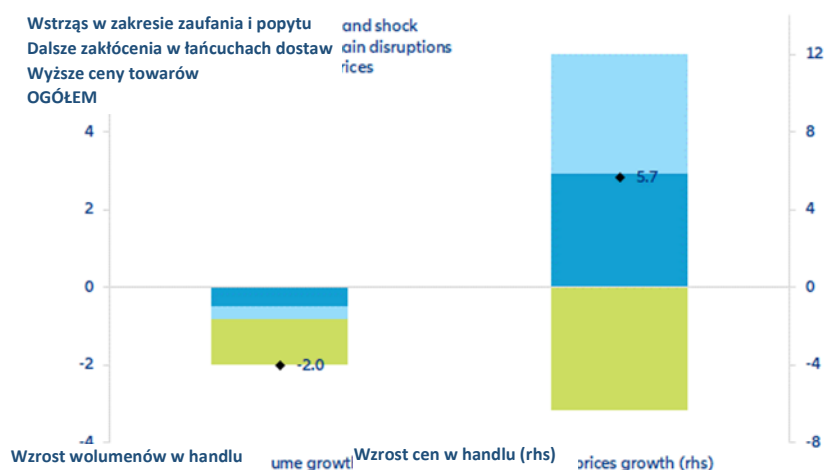
## **Inwazja na Ukrainę i ponowne pojawienie się ognisk zakażeń Covid-19 w Chinach uderzą w 2022 roku w światowy handel z podwójną siłą: niższymi wolumenami i wyższymi cenami.**

Obecnie przewidujemy, że w 2022 handel wzrośnie o +4,0% w ujęciu ilościowym (-2 punkty procentowe mniej niż oczekiwano przed wojną) i aż o +10,9% w ujęciu wartościowym (wobec +7,2% oczekiwanych wcześniej). Po spadku w trzecim kwartale 2021 roku, ryzyko dwucyfrowego zmniejszenia wolumenu handlu światowego w I półroczu 2022 roku jeszcze wzrosło<sup>1</sup> – nie tylko z powodu wąskich gardeł w łańcuchach dostaw, lecz także z powodu niższego popytu. Gospodarcze

<sup>1</sup> Zob. raport [Global Trade Report: Battling out of supply-chain disruptions \[Raport na temat handlu światowego: Zmagania z zakłóceniami w łańcuchach dostaw\]](#)

następstwa wojny w Ukrainie spowodują spowolnienie wzrostu PKB na całym świecie, szczególnie w gospodarkach Europy<sup>2</sup>. Wynikający z nich kryzys zaufania i wstrząs w zakresie popytu wyjaśnia ponad połowę korekty obniżającej naszą prognozę wzrostu obrotów handlowych na 2022 (zob. Rysunek 1). Wzrost cen w handlu został natomiast skorygowany w górę o 5,7 punktu procentowego, przy czym ceny towarów i dalsze zakłócenia w łańcuchu dostaw przyczyniają się do tego w mniej więcej równym stopniu.

Rysunek 1 – Rozbicie korekt prognoz wzrostu w segmencie handlu w 2022 (pkt procentowe)



Źródło: Dział Analiz Allianz

**Spadek zaufania i popytu spowoduje utratę 480 mld USD eksportu do Rosji i krajów strefy euro w 2022 roku (podzieloną mniej więcej równomiernie między te dwa kierunki), przy czym najbardziej narażone są firmy w Europie Wschodniej.** Chociaż Rosja jako rynek odbiorców końcowych nie ma systemowego znaczenia w skali globalnej (reprezentowała średnio tylko 1,2% globalnego importu w latach 2015-2019), to wieloletnia recesja, z którą prawdopodobnie się zmierzy, może doprowadzić do strat w regionie. Największe ryzyko ponoszą Mołdawia, Słowacja, Serbia, Słowenia i Czechy, których eksport przekracza 1,5% PKB. Spośród największych eksporterów strefy euro, Niemcy i Włochy należą do pierwszej dwudziestki najbardziej narażonych krajów, których potencjalne straty mogą w najgorszym przypadku, jeśli stosunki z Rosją zostaną całkowicie zamrożone, wynieść odpowiednio do 0,6% (21 mld USD) i 0,5% PKB (90 mld USD).

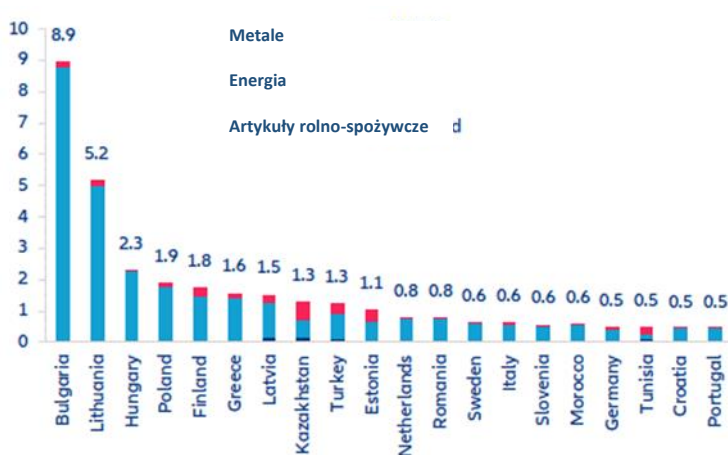
**Rozważając Rosję jako dostawcę w globalnych i regionalnych łańcuchach wartości należy uznać, że największe ryzyko ponosi Europa Wschodnia, podczas gdy całkowite zerwanie stosunków oznaczałoby dla czterech największych gospodarek strefy euro utratę do 0,4% PKB i 1,1% eksportu.** Analiza światowej ekspozycji na towary produkowane w Rosji<sup>3</sup> wskazuje, że sektorami, na których należy się skupić, są sektor energetyczny (np. ropa naftowa, gaz), metale (np. aluminium, pallad,

<sup>2</sup> Zob. raport [Economic Outlook: Energy, trade and financial shockwaves \[Prognoza gospodarcza: Fałszywe uderzenie w sektorach energii, handlu i finansów\]](#).

<sup>3</sup> Obecny konflikt dotyczy Ukrainy i zagraża jej udziałowi w światowym handlu. Jednak z kilku powodów postanowiliśmy skupić się na Rosji. Po pierwsze, pomimo znaczenia w zakresie niektórych kluczowych surowców (np. eksport kukurydzy z Ukrainy stanowi około 12% eksportu światowego), Ukraina jest stosunkowo małym partnerem handlowym dla innych krajów. Udział Ukrainy w światowym handlu (tj. import + eksport) wynosi około 0,5% światowego eksportu, podczas gdy w przypadku Rosji jest to około 3%. Ponadto, zasób bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest 10 razy mniejszy niż w Rosji, co czyni ją znacznie mniejszym graczem w globalnych łańcuchach wartości. Wreszcie, dostępność danych na temat powiązań Ukrainy z łańcuchami dostaw jest ograniczona.

nykiel) i rolno-spożywczy (np. pszenica, kukurydza), ponieważ Rosja odpowiada odpowiednio za około 9%, 3% i 2% globalnego eksportu każdego z tych sektorów. Przyglądając się dokładnie ilości energii, metali i produktów rolno-spożywczych wytwarzanych w Rosji, które trafiają do artykułów produkowanych przez inne kraje (poprzez bezpośrednie i pośrednie powiązania handlowe) stwierdzamy, że najbardziej narażone są Bułgaria (blisko 9% PKB), Litwa (ponad 5% PKB) i Węgry (ponad 2% PKB) (zob. Rysunek 2). Niektóre kraje Europy Zachodniej i Północnej również znajdują się w pierwszej dwudziestce najbardziej narażonych, jak Holandia (0,8% PKB), Szwecja (0,6%), Włochy (0,6%) i Niemcy (0,5%). Dla porównania, 0,3% chińskiego PKB jest uzależnione od rosyjskich czynników produkcji, a w przypadku USA jest to 0,1%. Jeśli przyjrzeć się, jaka część rosyjskiej wartości dodanej jest wykorzystywana w eksporcie innych krajów, otrzymujemy podobne wyniki, przy czym najbardziej narażone są gospodarki Europy Wschodniej, podczas gdy ryzyko może dotyczyć nawet 1,1% eksportu z czterech największych gospodarek strefy euro (w porównaniu z 0,7% w przypadku Chin i 0,2% w przypadku USA).

Rysunek 2 – Rosyjskie czynniki produkcji z obszaru energii, metali i produktów rolno-spożywczych wykorzystywane w produkcji poszczególnych krajów (% PKB)



Źródło: OECD, IMF, Dział Analiz Allianz

Europa jest więc zdecydowanie najbardziej narażona na ryzyko zakłóceń w łańcuchu dostaw spowodowanych rosyjską inwazją na Ukrainę i wynikającymi z niej sankcjami. Poza artykułami spożywczymi i energetycznymi, które można łatwo zastąpić towarami od innych dostawców, produktami bardziej wrażliwymi są metale. W istocie, często są one elementami procesu przemysłowego, który został zaprojektowany z uwzględnieniem specyfiki danego dostawcy. W związku z tym, zmiana dostawcy – nawet jeśli jest możliwa – nie jest łatwym zadaniem, ponieważ może wymagać dostosowania procesów przemysłowych. Na podstawie analizy materiałów krytycznych udostępnionych przez Komisję Europejską zauważamy, że Rosja odpowiada za ponad 10% importu dla około 20 metali, które mają kluczowe zastosowanie w sprzęcie transportowym, elektronice wysokiej klasy (akumulatory, półprzewodniki, smartfony), budownictwie i motoryzacji (zob. Rysunek 3).

Rysunek 3 – Kluczowe surowce metalowe importowane przez UE z Rosji

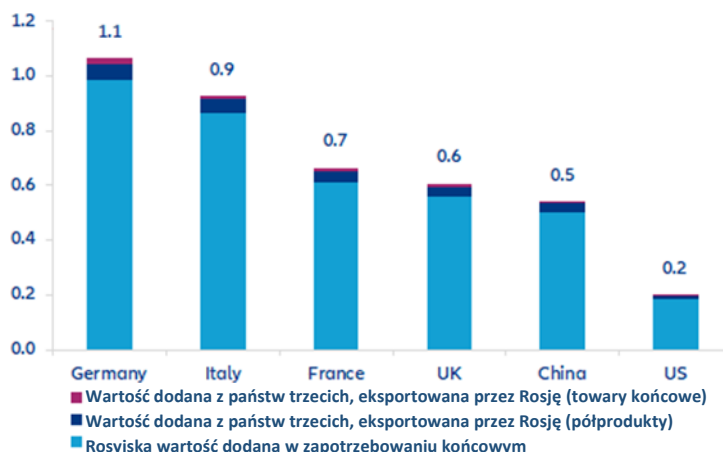
<b>Metal</b>	<b>Udział źródeł UE (%)</b>	<b>Przykładowe zastosowanie/produkty</b>
Skand	67%	Komponenty lotnicze i sprzęt transportowy/sportowy (np. ramy rowerowe)
Wanad	60%	Stopy stali
Tungsten	50%	Żarówki, stopy metali ciężkich
Pallad	46%	Przetworniki w przemyśle samochodowym, biżuteria
Itr	34%	Stopy aluminium i magnezu
Kobalt	31%	Komponenty lotnicze, szkło, ceramika, baterie
Dysproz	25%	Cementy specjalistyczne, dyski twarde
Erb	25%	Stopy metali, wzmacniacze, lasery
Europ	25%	Telewizory, monitory, znaki zabezpieczające przed fałszerstwem na banknotach euro
Gadolin	25%	Stopy metali
Holm-Tul-Iterb-Lutet	25%	Baterie, komputery, smartfony, światłowody, nadprzewodniki itd.
Lantan	25%	Akumulatory do samochodów hybrydowych
Neodym	25%	Magnesy stosowane w sprzęcie medycznym, zabawkach, smartfonach, turbinach itp.
Prazeodym	25%	Magnesy stosowane w samochodach hybrydowych, turbinach wiatrowych
Samar	25%	Magnesy stopowe stosowane w małych silnikach i urządzeniach elektronicznych
Terb	25%	Ekran, oświetlenie
Skała fosforanowa	16%	Nawozy
Platyna	16%	Przetwornice samochodowe, biżuteria
Nikiel (rafinowany)	14%	Stal nierdzewna, baterie
Aluminium (rafinowane)	13%	Szerokie zastosowanie od puszek przez sprzęt budowlany do środków transportu
German	12%	Półprzewodniki
Nikiel	12%	Stal nierdzewna, baterie
Rod	10%	Przetworniki

*Źródło: Komisja Europejska, Dział Analiz Allianz*

W celu uwzględnienia efektów drugiego obiegu w łańcuchu dostaw, wynikających z bieżących wydarzeń, oprócz wartości wyprodukowanej bezpośrednio w Rosji należy również wziąć pod uwagę wartość dodaną, która musi przejść przez Rosję, zanim dotrze do miejsca przeznaczenia. Stwierdzamy, że ta ostatnia ma znacznie większy wpływ niż pierwsza (zob. Rysunek 4), która poza Europą jest wręcz nieistotna. Potwierdza to ograniczoną rolę Rosji w globalnej i regionalnej logistyce łańcucha dostaw. Nawet jeżeli dane o wysokiej częstotliwości pokazują, że liczba tankowców

poruszających się po Morzu Czarnym i Morzu Bałtyckim oraz liczba kontenerowców zakotwiczonych w rosyjskich portach zmniejszyła się od początku wojny, należy pamiętać, że Rosja reprezentuje zaledwie około 2-3% światowej floty tankowców i handlu kontenerowego.

Rysunek 4 – Wartość dodana wyprodukowana w Rosji i przewożona tranzytem przez Rosję w popycie końcowym (% całkowitego popytu końcowego)

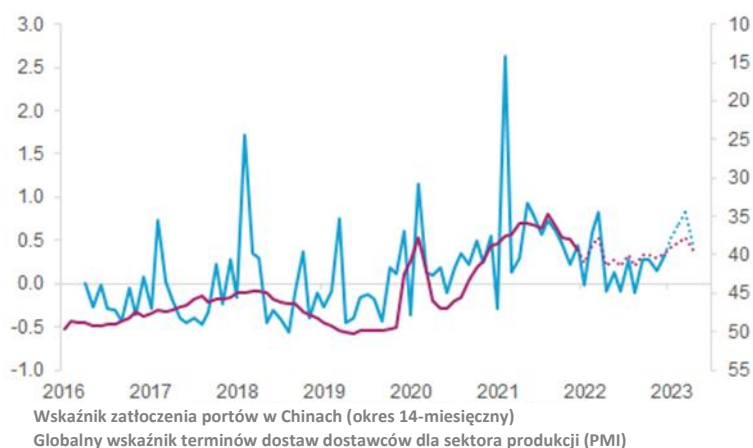


Źródła: OECD, Dział Analiz Allianz

**Więszym problemem dla globalnych łańcuchów dostaw jest ponowne występowanie ognisk zakażeń Covid-19 w Chinach, gdzie kontynuowana jest polityka „zero Covid”: Terminy dostaw będą prawdopodobnie nadal wydłużone przez cały rok 2022.**

Lokalne lockdowny i innego rodzaju ograniczenia w odpowiedzi na wzrost liczby zakażeń w miastach takich jak Shenzhen i Szanghaj prawdopodobnie wpłyną na produkcję i logistykę w Chinach. Dane wskazują, że czas oczekiwania w związku z zatorami i kotwiczeniem poza portem Yantian i zewnętrzną deltą Rzeki Perłowej wydłużył się w ciągu ostatnich kilku tygodni. Na razie utrzymuje się poniżej poziomu obserwowanego latem 2021 roku, kiedy ogniska zakażeń doprowadziły do czasowego zamknięcia portów. Jednak wspomniane nowe wąskie gardło pojawia się w momencie, gdy światowy przemysł żeglugi morskiej jest nadal niestabilny. Powtórzenie się tymczasowego zamknięcia portów w Chinach może mieć wpływ na globalną logistykę: Historyczne relacje pomiędzy naszym autorskim wskaźnikiem zatłoczenia portów w Chinach a globalnym wskaźnikiem czasu dostaw dla dostawców PMI w przemyśle (zob. Rysunek 5) sugerują, że przez większą część 2022 roku czasy dostaw prawdopodobnie utrzymają się powyżej średniej sprzed pandemii, a nawet nieco się wydłużą na początku 2023 roku – pozostając jednak poniżej wartości szczytowych z 2021.

Rysunek 5 – Wskaźnik zatłoczenia portów w Chinach a terminy dostaw w globalnym sektorze produkcyjnym



Źródła: Baza danych UNCTAD AIS, IHS Markit, Dział Analiz Allianz

#### Co więcej, koszty handlu mogą wzrosnąć z powodu wyższych cen ropy naftowej.

Historycznie ceny ropy i stawki za przewóz kontenerów nie były skorelowane. W poprzednich cyklach koniunkturalnych, w czasach "normalnego" popytu i wysokich cen ropy, spedytorzy najczęściej korygowali prędkość i wielkość floty, a nie ceny. Na przykład: zmniejszenie prędkości rejsowej statku o -20% może zmniejszyć dzienne zużycie oleju napędowego nawet o -50%<sup>4</sup>. Jednak warunki panujące po kryzysie wywołanym przez Covid wywołały wyjątkową zmianę. Ze względu na spiętrzony popyt i zakłócenia w łańcuchu dostaw, firmy były skłonne zapłacić premię za skrócenie czasu dostawy, a przedsiębiorstwa żeglugowe mogły ustalać stawki w sposób bardziej agresywny. W związku z tym, od 2020 roku ceny ropy wg Brent i ceny frachtu kontenerowego wykazują 90% korelacji (zob. Rysunek 6), co sugeruje, że ceny ropy utrzymujące się na poziomie 120 USD za baryłkę mogą teoretycznie doprowadzić do nowego rekordowego szczytu stawek frachtowych w wysokości 14 000 USD/FEU (wzrost o +40% w stosunku do poprzedniego szczytu osiągniętego we wrześniu 2021 roku). Rzeczywiste stawki frachtowe mogą ostatecznie nie wzrosnąć aż tak bardzo, ponieważ globalny popyt w 2022 roku będzie prawdopodobnie niższy niż w 2021, lecz spedytorzy nadal korzystają z dużej siły przetargowej i powinni być w stanie przenieść na klientów przynajmniej część wyższych cen ropy. Ceny frachtu kontenerowego pozostaną więc w 2022 na wyższym poziomie niż wcześniej oczekiwano.

W obecnym kontekście wysokich cen ropy naftowej warto wspomnieć, że poza trudnym rynkiem ropy naftowej, gospodarka światowa stoi również w obliczu trudnej sytuacji na rynku oleju napędowego/benzyny. Zapasy globalnie maleją, moce przerobowe rafinerii są napięte, a producenci tacy jak Nigeria, którzy dostarczają ropę o niskiej zawartości siarki (łatwiejszą do rafinacji), mają trudności z dostarczeniem większej ilości na rynek. W przypadku kryzysu na rynku oleju napędowego, sektor transportu drogowego mógłby spowodować dalsze zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw. Szacowane zapasy mogą pokryć zapotrzebowanie na ponad 200 dni w przypadku takich krajów jak Finlandia, około trzech miesięcy w przypadku Francji, Hiszpanii lub Węgier, ale tylko dwa miesiące w przypadku Niemiec, Włoch lub nawet około jednego miesiąca w przypadku Wielkiej Brytanii lub USA.

<sup>4</sup> Ronen, D. 2011, "The effect of oil price on containership speed and fleet size" [Wpływ cen ropy naftowej na prędkość rejsową kontenerowców i wielkość floty], *Journal of the Operational Research Society* (62), 211-216

Rysunek 6 – Ceny ropy naftowej (USD za baryłkę) i ceny transportu kontenerowego (USD/FEU)

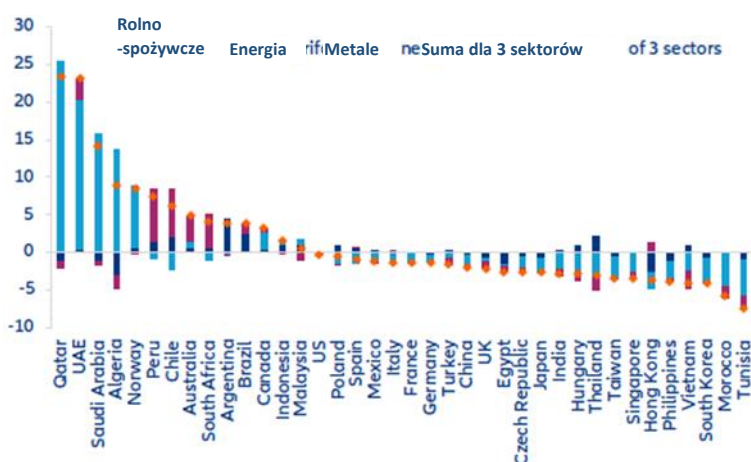


Źródła : Refinitiv, Bloomberg, Dział Analiz Allianz

**Wyższe ceny towarów uderzają również w warunki handlowe (Terms of Trade – relacja cen importu-do eksportu) poszczególnych krajów.**

Stwierdzamy, że przy zachowaniu zgodności wszystkich pozostałych czynników, Katar, ZEA i Arabia Saudyjska prawdopodobnie odnotują największy wzrost stosunku bilansu handlowego do PKB, podczas gdy Tunezja, Maroko i Korea Południowa mogą odnotować największe spadki. Eksporterzy netto towarów (w sektorze energetycznym, metalowym i rolno-spożywczym) prawdopodobnie odniosą korzyści z wyższych cen i potencjalnych efektów substytucji towarów importowanych z Rosji. Aby dokładniej określić wpływ na bilans handlowy, przy zachowaniu wszystkich innych warunków (zob. Rysunek 7) zakładamy, że ceny w sektorze energetycznym, metalurgicznym i rolno-spożywczym pozostaną na obecnym poziomie przez resztę roku (co oznacza odpowiednio wzrost o +70%, +50% i +50% w porównaniu z rokiem 2021). W związku z tym, kraje Bliskiego Wschodu, Norwegia i niektóre kraje Ameryki Łacińskiej prawdopodobnie odnotują największe zyski w bilansie handlowym w stosunku do PKB. W Europie nadwyżka handlowa Niemiec zmniejszyłaby się o 1,4 punktu procentowego PKB (czyli o jedną trzecią w wartościach bezwzględnych), a deficyt handlowy Francji mógłby wzrosnąć o 1,3 punktu procentowego PKB (czyli o ponad dwie trzecie w wartościach bezwzględnych).

Rysunek 7 – Wpływ wyższych cen towarów na bilans handlowy (w pkt procentowych PKB), przy zachowaniu wszystkich pozostałych warunków



Źródła: UNCTAD, IMF, Dział Analiz Allianz

**W 2022 roku finansowanie handlu może stać się przeszkodą dla niektórych eksporterów w kontekście wyższych kosztów finansowania w USD, wyższych cen surowców i sankcji wobec Rosji.**

Pomimo utrzymujących się zakłóceń w gospodarce światowej, Bank Centralny USA nie odstąpi od planów zacieśnienia polityki pieniężnej. Dlatego oczekujemy kolejnych pięciu podwyżek stóp procentowych w 2022 roku (i czterech w 2023), podczas gdy redukcja bilansu Fed rozpocznie się już w połowie 2022 roku. W tym kontekście, spodziewane jest umocnienie dolara amerykańskiego (oczekujemy średnio +8% w stosunku do euro w 2022 roku), a finansowanie w dolarach stanie się droższe. Dane i literatura analityczna pokazują, że taka mieszanka może obciążyć światowy handel: Ponieważ USD jest główną walutą fakturowania w handlu, aprecjacja o 1% w stosunku do wszystkich innych walut wiąże się ze spadkiem całkowitego wolumenu obrotu handlowego w pozostałej części świata<sup>5</sup>.

Obecne warunki już teraz powodują wzrost potrzeb w zakresie finansowania handlu towarami i ograniczają możliwości finansowania innych rodzajów międzynarodowych operacji handlowych. Ponieważ krótkoterminowe kontrakty futures są notowane z wysoką premią w porównaniu z kontraktami długoterminowymi, podmioty prowadzące obrót towarowy, które zazwyczaj kupują materiały fizyczne i sprzedają kontrakty futures, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem cenowym, muszą stawiać czoła coraz częstszym wezwaniom do uzupełnienia depozytów zabezpieczających. Z tego powodu kilka dużych koncernów towarowych zwróciło się do banków o dostarczenie odpowiedniej ilości gotówki, aby spełnić wezwania do uzupełnienia depozytów zabezpieczających. Niektóre z nich nawet lobbowały w bankach centralnych, aby uzyskać bezpośrednie wsparcie w zakresie płynności.

Na koniec należy wspomnieć, że sankcje i przepisy powodują presję na przepływy handlowe z Rosją. UE wprowadziła zakaz eksportu obejmujący towary i technologie dla przemysłu lotniczego i kosmicznego, jak również zakaz świadczenia usług ubezpieczeniowych i reasekuracyjnych oraz serwisowych związanych z tymi towarami i technologiami. Uderzy to w rosyjskie linie lotnicze, jeden z kluczowych sektorów gospodarki. Ponadto zablokowanie największych rosyjskich instytucji finansowych i wykluczenie siedmiu rosyjskich banków z systemu SWIFT<sup>6</sup> zagraża możliwości dokonywania transakcji z Rosją, a tym samym drastycznie zmniejsza eksport G7 do Rosji. Po stronie

<sup>5</sup> Na przykład: Boz, Gopinath i Plagborg-Moller (2017)

<sup>6</sup> Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazban, Rossiya Bank, Sovcombank, VEB Bank, VTB BANK. Największe banki Rosji – Sberbank i Gazprombank – nie zostały jeszcze wykluczone.



rosyjskiej wprowadzono ścisłą kontrolę kapitału, a także obowiązek odsprzedaży przez rosyjskie osoby prawne i obywateli 80% dewiz uzyskiwanych w transakcjach biznesowych. Oznacza to, że finansowanie walutowe dla Rosji stanowi w tej chwili ograniczone ryzyko, ale w niekorzystnym scenariuszu, w którym Zachód całkowicie zaprzestaje importu ropy i gazu z Rosji, kraj ten może stanąć na krawędzi bankructwa w zakresie potrzeb dotyczących finansowania importu i krótkoterminowego zadłużenia zewnętrznego.

These assessments are, as always, subject to the disclaimer provided below.

#### **FORWARD-LOOKING STATEMENTS**

The statements contained herein may include prospects, statements of future expectations and other forward-looking statements that are based on management's current views and assumptions and involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such forward-looking statements.

Such deviations may arise due to, without limitation, (i) changes of the general economic conditions and competitive situation, particularly in the Allianz Group's core business and core markets, (ii) performance of financial markets (particularly market volatility, liquidity and credit events), (iii) frequency and severity of insured loss events, including from natural catastrophes, and the development of loss expenses, (iv) mortality and morbidity levels and trends, (v) persistency levels, (vi) particularly in the banking business, the extent of credit defaults, (vii) interest rate levels, (viii) currency exchange rates including the EUR/USD exchange rate, (ix) changes in laws and regulations, including tax regulations, (x) the impact of acquisitions, including related integration issues, and reorganization measures, and (xi) general competitive factors, in each case on a local, regional, national and/or global basis. Many of these factors may be more likely to occur, or more pronounced, as a result of terrorist activities and their consequences.

#### **NO DUTY TO UPDATE**

The company assumes no obligation to update any information or forward-looking statement contained herein, save for any information required to be disclosed by law.

Allianz Trade is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.