

valutazioni, anche con l'obiettivo di fornire agli organi di controllo riferimenti per l'adempimento dei propri doveri di vigilanza preventiva e continuativa.

Infine, con riferimento alle società recentemente interessate dallo scioglimento di patti di sindacato stipulati ai sensi di legge, si procederà a verificare l'eventuale esistenza di patti occulti che potrebbero inficiare la trasparenza nei processi decisionali o essere utilizzati per eludere l'obbligo di Opa.

### 1.3 Esigenze di *funding* degli emittenti bancari

Il sistema finanziario italiano si caratterizza, come confermato dai dati relativi al 2013, per un'elevata propensione dei risparmiatori *retail* all'investimento diretto in prodotti con elevato rischio di liquidità, come le obbligazioni bancarie, e per una strutturale e significativa dipendenza degli istituti di credito dalla raccolta obbligazionaria (per maggiori dettagli si veda anche il Capitolo V '*Le famiglie e il risparmio gestito*', Parte B). Tale dipendenza risulta accentuata dalle accresciute difficoltà di *funding* sul mercato 'istituzionale' che le banche sperimentano per effetto della crisi nell'Area euro e della persistente frammentazione finanziaria (si veda il paragrafo 1 del precedente Capitolo I '*Il contesto istituzionale ed economico*'). L'irrigidimento delle norme regolamentari di vigilanza prudenziale, inoltre, accrescerà i fabbisogni di capitale, che i principali azionisti di controllo (*in primis*, le fondazioni bancarie) hanno difficoltà a sostenere.

In questo contesto la Consob intravede la possibilità di un abbassamento degli standard di trasparenza e correttezza dell'offerta di prodotti *non equity* ai risparmiatori *retail*.

Per mitigare tale rischio, nel 2014 l'Istituto intende potenziare il modello di vigilanza informativa relativo ai prodotti *non equity* emessi da soggetti bancari, integrando le informazioni riportate nei prospetti informativi con le risultanze della vigilanza sulle caratteristiche strutturali dei prodotti in termini di complessità e rischiosità, l'analisi del relativo materiale pubblicitario e l'esame dei profili di criticità della situazione finanziaria, patrimoniale e reddituale degli emittenti.

Tali iniziative sono anche propedeutiche all'applicazione della proposta di *product intervention* formulata nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID.

Infine, sarà sistematizzata la procedura di scambio di informazioni con Banca d'Italia e Ivass, con riferimento rispettivamente all'approvazione dei prospetti riguardanti prodotti finanziari *non equity* e alla vigilanza informativa sui prodotti finanziario-assicurativi.

#### 1.4 Frammentazione degli scambi

A partire dall'entrata in vigore della MiFID, l'abolizione della facoltà per gli Stati membri di imporre la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati ha consentito ai sistemi multilaterali di negoziazione di guadagnare in breve tempo ampie quote di mercato. La quota di mercato di Borsa Italiana si è ridotta dal 2008 a oggi di circa il 20 per cento, a vantaggio soprattutto di Chi-X.

Il proliferare di più sedi di negoziazione in concorrenza tra loro può generare vantaggi in termini di innovazione, volume complessivo degli scambi e riduzione dei costi di negoziazione. In assenza di un efficace meccanismo di consolidamento delle informazioni e di una concreta attuazione del principio di *best execution*, la presenza di più *trading venues* può tuttavia compromettere il buon funzionamento dei mercati finanziari, conducendo alla frammentazione della liquidità e minando l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Per garantire l'efficacia dei presidi introdotti dalla MiFID in termini di trasparenza delle negoziazioni e *best execution*, la Consob rafforzerà la vigilanza sui flussi informativi a sua disposizione, migliorandone l'organizzazione sul piano informatico e verificando tramite iniziative puntuali il rispetto della disciplina sulla *best execution* da parte degli intermediari, con particolare riguardo ai meccanismi automatici di selezione delle piattaforme di negoziazione (*smart order routing*). Verranno, inoltre, potenziati i controlli sull'adempimento degli obblighi di *transaction reporting* e di trasparenza *post-negoziazione*.

#### 1.5 *High frequency trading*

Negli ultimi anni il progresso tecnologico e l'innovazione hanno favorito la diffusione del fenomeno dell'*high frequency trading* (HFT), una modalità operativa basata sull'impiego di algoritmi che consentono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità elevata.

L'HFT ha suscitato l'interesse di *policy makers* e studiosi per i potenziali effetti negativi che possono derivarne. In primo luogo, si evidenziano rischi di tipo sistemico, poiché l'utilizzo di strategie correlate da parte degli *high frequency traders* amplifica sia un eventuale shock relativo a un singolo operatore sia pressioni ribassiste del mercato. In secondo luogo, l'HFT potrebbe influire negativamente sull'efficienza informativa dei prezzi, in quanto gli ordini generati automaticamente da un software sulla base della mera osservazione dei prezzi, dei volumi e delle transazioni potrebbero non dare alcun contributo informativo sui fondamentali dei titoli. Inoltre la presenza di *high frequency traders* potrebbe allontanare dal mercato gli investitori tradizionali, incapaci di competere con operatori così sofisticati,

con una conseguente ulteriore riduzione dell'efficienza informativa dei prezzi. Infine, l'HFT potrebbe compromettere l'integrità dei mercati, poiché tale pratica può essere accompagnata da strategie manipolative volte ad alterare la corretta rappresentazione del book di negoziazione

L'azione di vigilanza in tale ambito è orientata al puntuale monitoraggio della qualità dei requisiti organizzativi e di controllo delle *trading venues* (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) e delle imprese di investimento. Nel 2013 la Commissione ha avviato, infatti, indagini conoscitive sulle caratteristiche microstrutturali delle piattaforme di negoziazione e sulle politiche di esecuzione degli ordini di un campione di intermediari, integrando le informazioni acquisite con specifiche iniziative ispettive.

Ad esito di tali indagini l'Istituto ha realizzato una ricognizione completa delle caratteristiche di tutte le infrastrutture di negoziazione operanti in Italia, tracciandone un quadro molto circostanziato dei punti di forza e di debolezza. Le *trading venues* interverranno per superare le criticità individuate con iniziative che saranno oggetto di monitoraggio da parte della Consob nel corso del 2014.

## 2 Il potenziamento dei mercati finanziari

La dimensione dei mercati mobiliari italiani, e di quello azionario in particolare, mostra una carenza strutturale rispetto a tutte le principali economie europee. Alla fine del 2013, il numero di emittenti quotati sul Mercato telematico azionario era pari a 246 società italiane, in ulteriore contrazione rispetto alle 253 di fine 2012.

Le ragioni dello scarso sviluppo della Borsa nel nostro Paese sono riconducibili, come noto, all'elevata frammentazione del sistema produttivo italiano, alla centralità del credito bancario quale fonte di finanziamento, alla scarsa propensione alla quotazione delle piccole-medie imprese (Pmi) e al ruolo ancora estremamente limitato degli investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio per le Pmi (*private equity* e *venture capital*).

L'Istituto intende adoperarsi, nell'ambito delle proprie competenze, per favorire il rafforzamento del mercato finanziario domestico e, in particolare, lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative al credito bancario (quotazione in borsa, *venture capital*, *crowdfunding*, *minibond*, etc.). Sono importanti anche iniziative atte a rimuovere o alleviare l'attuale saturazione dei canali di espansione degli attivi bancari, quali quelle volte a potenziare gli strumenti di ampliamento del credito a parità di dotazione patrimoniale delle banche (cartolarizzazione crediti e sistema di garanzie).

Oltre alle già menzionate attività in materia di *crowdfunding* (si veda il precedente Capitolo II *L'attività regolamentare*), nel 2013 la Consob

ha proseguito l'attività tesa a dare impulso agli investimenti in *equity*. In particolare, nell'ambito del Gruppo di lavoro istituito l'anno precedente con le principali associazioni di categoria ha siglato, nel mese di marzo, un Memorandum di intesa che ha dato avvio alla fase più strettamente operativa del progetto denominato 'PiùBorsa'.

Il Memorandum di intesa individua le iniziative dei partecipanti, dirette a imprese di piccola e media dimensione, volte a stimolare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori e l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio.

Infine, il Gruppo di lavoro, ad esito degli approfondimenti di tre specifici tavoli tecnici, ha presentato al Governo proposte di semplificazione normativo-regolamentare, interventi per la promozione di un fondo di fondi specializzati in *small caps* e interventi di incentivazione fiscale a supporto dello sviluppo del mercato di Borsa, in risposta alla consultazione pubblica sul Piano 'destinazione Italia'.

### 3 Il rafforzamento dell'interazione con le Associazioni di categoria dei risparmiatori

La qualità delle informazioni possedute e il loro tempestivo aggiornamento sono variabili critiche per l'efficacia delle azioni di vigilanza. In questa prospettiva, è auspicabile incrementare il contributo informativo che il pubblico dei risparmiatori può fornire alla Consob, anche tramite gli esposti.

Inoltre, si ritiene fondamentale investire in educazione finanziaria per innalzare il livello dell'interazione con i risparmiatori. Tutti gli sforzi effettuabili in tale direzione rappresentano il modo più naturale per rafforzare le reali capacità di discernimento degli investitori, pur sapendo che i risultati sono ottenibili solo nel lungo periodo.

In quest'ottica la Consob ha definito, insieme a nove delle più rappresentative Associazioni dei consumatori, il progetto 'Carta degli investitori', con l'obiettivo di fornire ai risparmiatori, attraverso uno spazio internet specifico, strumenti operativi concreti per l'apprendimento delle nozioni elementari in materia di 'gestione' del risparmio personale, per acquisire conoscenza dei propri diritti, delle loro concrete modalità di esercizio e, qualora necessario, delle forme di tutela più consone per la difesa delle proprie prerogative.

Il portale dedicato all'educazione finanziaria avrà finalità informative e formative e costituisce uno strumento attraverso il quale ridurre le asimmetrie cognitive che penalizzano i risparmiatori e rendere più efficiente il sistema finanziario domestico.

Infine, nell'ottica di potenziare la tutela degli investitori *retail* e la fiducia nel sistema finanziario, è necessario migliorare l'efficacia del sistema di risoluzione stragiudiziale della controversie. Alla luce dell'esperienza operativa maturata sinora, la Consob ha proposto al Legislatore primario un meccanismo di risoluzione ad adesione obbligatoria da parte degli intermediari. In tal modo all'attuale Camera di Conciliazione e Arbitrato si sostituirebbe un nuovo Organismo di tipo decisorio-aggiudicativo, deputato a dirimere le controversie tra risparmiatori e intermediari, in analogia a quello introdotto nell'intermediazione creditizia dal Tub (Arbitro Bancario e Finanziario istituito presso la Banca d'Italia), senza alcun onere gravante sulla finanza pubblica.

#### 4 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Nel corso del 2014 proseguirà l'attività la razionalizzazione e il contenimento dei costi di funzionamento dell'Istituto, oramai gravanti in via esclusiva sui soggetti vigilati.

In linea con le disposizioni in tema di *spending review*, che trovano applicazione diretta nei confronti della Consob, e con l'esigenza di minimizzare gli oneri a carico degli operatori nell'attuale congiuntura economica, anche nel 2014 sono stati pianificati interventi mirati e selettivi di tagli alla spesa corrente e per il personale. In primo luogo, nel 2013 è stata completata la chiusura degli uffici ubicati in via Campania a Roma con conseguente concentrazione di tutto il personale presso il solo immobile di via G.B. Martini. Tale scelta ha consentito di conseguire risparmi della spesa corrente, strutturali e permanenti, di circa tre milioni di euro, già a partire dall'anno in corso. In secondo luogo, anche nel 2013 sono state congelate le politiche di reclutamento di nuove risorse di personale, salvo che per far fronte a specifiche, impellenti e non differibili esigenze.

Anche nel corso del 2014 l'Istituto continuerà ad adoperarsi per il miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'azione di vigilanza e amministrativa. In quest'ottica saranno sviluppati strumenti informatici al servizio delle strutture di vigilanza che renderanno possibile la progressiva eliminazione di attività a scarso valore aggiunto e la riduzione dei tempi di reazione dell'Istituto a fronte degli eventi di mercato.

Ulteriori benefici si attendono dal processo di consolidamento dell'iniziativa, resa effettiva a metà 2013, di gestione dematerializzata dei flussi documentali in ingresso e in uscita. Tale innovazione, anche per gli effetti sulle modalità operative di interazione con l'esterno, rafforzerà il processo di semplificazione dell'azione amministrativa, avviato ormai da qualche anno.

In tale ambito si provvederà non solo alla realizzazione di quanto previsto dalla normativa in materia di conservazione sostitutiva, ma anche alla

razionalizzazione della documentazione cartacea, che costituisce un importante patrimonio storico-informativo per l'Istituto.

Particolare attenzione sarà, inoltre, dedicata all'integrazione e alla razionalizzazione del parco applicativo e tecnologico, all'attivazione di strumenti di produttività individuale e di integrazione virtuale (anch'essi strumentali all'abbattimento dei costi), al miglioramento delle sinergie tra le strutture, alla condivisione delle conoscenze specialistiche e alla soluzione di problematiche ricorrendo a *best practice* interne.

In tale contesto, riveste importanza strategica la realizzazione del sistema di *datawarehouse*, volto a rafforzare l'integrazione delle basi dati a disposizione dell'Istituto, eliminare ridondanze e duplicazioni, minimizzare i casi di non agevole reperimento delle informazioni e garantire la profondità storica dei dati.

Proseguiranno, inoltre, la formalizzazione e il consolidamento delle linee guida e delle *policy* di vigilanza, al fine di definire i criteri di esercizio dei poteri dell'Istituto.

## 5 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto

Nel 2013 la spesa corrente si è attestata a 113,5 milioni di euro, con una riduzione di 0,6 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2012. Tale decremento è riconducibile essenzialmente al minor importo degli accantonamenti al 'Fondo rischi restituzione somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari non definitivi' e delle spese per i membri della Commissione. La spesa in conto capitale, pari a 3,7 milioni di euro, è parimenti diminuita di 0,6 milioni di euro rispetto all'anno precedente; essa è riferibile essenzialmente agli interventi di adeguamento degli impianti e delle strutture dell'immobile della sede di Roma, oltre che ad acquisizioni di arredi e di *hardware* e *software*.

La complessiva spesa relativa al 2013 tiene conto degli effetti derivanti dal rinvio del programmato completamento dell'organico di legge e dagli interventi di contenimento operati nel corso degli ultimi anni sulla spesa corrente dell'Istituto (riguardanti la gestione e la manutenzione degli immobili, il noleggio e la manutenzione delle auto di servizio, le spese d'ufficio, le banche dati, le pubblicazioni d'Istituto, etc.). Si ricorda, infatti, che la spesa consuntivata per l'anno 2012 ha registrato una significativa riduzione rispetto all'omologa spesa dell'anno precedente (2,7 milioni di euro).

Le entrate complessive del 2013 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 108,1 milioni di euro, riferibili per il 90,7 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 9,3 per cento a entrate diverse (essenzialmente interessi attivi, utilizzo fondi ripristino

immobilizzazioni e somme liquidate a favore dell'Istituto da provvedimenti giudiziari). Le entrate per trasferimenti da parte dello Stato risultano azzerate per effetto delle disposizioni in materia di *spending review* contenute nell'art. 8, comma 3, del d.l. 95/2012.

La spesa prevista per l'anno 2014 è sensibilmente inferiore all'omologa spesa iniziale per l'anno 2013, mentre risulta lievemente più alta della spesa preconsuntivata per lo stesso anno. Infatti, grazie alle ulteriori misure di riduzione e di razionalizzazione dei costi di gestione operate, la spesa effettiva programmata per il 2014 è risultata pari a 121,2 milioni di euro, con una riduzione di 0,9 milioni di euro rispetto alla omologa spesa programmata per il 2013. Detta spesa riferita al 2014 comprende, inoltre, uno stanziamento di 2,17 milioni di euro correlato al trasferimento da parte della Consob di risorse finanziarie a favore dell'*Autorità di cui al codice in materia di protezione dei dati personali* e della *Commissione di garanzia dell'attuazione della legge sullo sciopero nei servizi pubblici essenziali*. Pur tenendo conto del permanere dell'azzeramento del contributo pubblico, è stato possibile mantenere pressoché inalterato il volume di entrate contributive dovute dai soggetti vigilati. Il gettito contributivo complessivo previsto per il 2014 è risultato, infatti, pari a 101,3 milioni di euro, con un incremento di 2,17 milioni di euro rispetto al gettito previsto per il 2013, corrispondente al richiamato trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità amministrative indipendenti.

Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di controllo sulla regolarità amministrativa contabile dell'Istituto da parte del Collegio dei revisori dei conti, insediatosi nei primi mesi del 2012. Nello stesso anno si sono inoltre conclusi i lavori dell'apposita commissione di studio incaricata di sottoporre alla Commissione una proposta di revisione organica del Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob. Tale Regolamento, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013, è stato reso esecutivo dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013. Nel mese di novembre, la Commissione ha dato piena esecutività al Regolamento stesso, approvando i correlati provvedimenti attuativi.

Nel 2014 proseguiranno le attività di revisione dei criteri di tariffazione da utilizzare per il regime contributivo, al fine di far emergere eventuali attività di vigilanza da assoggettare a contribuzione, oltre che di meglio correlare le contribuzioni dovute alla dimensione effettiva dei soggetti vigilati.

PAGINA BIANCA

B.

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO  
DI RIFERIMENTO

PAGINA BIANCA

# I mercati azionari I

## 1 Gli andamenti

Nel 2013 i mercati delle principali economie avanzate hanno registrato un risultato complessivamente positivo per effetto del miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Nella seconda parte dell'anno, la crescita economica negli Stati Uniti si è rafforzata e la Fed ha annunciato, di conseguenza, il cosiddetto *tapering*, ossia la riduzione degli acquisti di titoli (inizialmente per 85 miliardi mensili) di dieci miliardi di dollari al mese a partire da gennaio 2014.

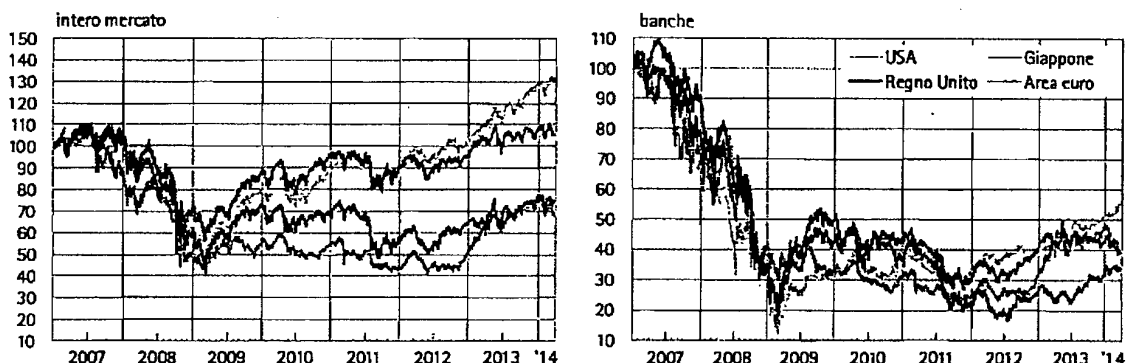
L'annuncio del *tapering*, dapprima accolto con scarso favore, ha stimolato una reazione positiva dei mercati, rassicurati dai segnali di una ripresa solida e dell'impegno della Fed a mantenere basso il tasso di interesse fintanto che il tasso di disoccupazione eccede il 6,5 per cento. Inoltre, a fine 2013, l'innalzamento del tetto del debito pubblico (prima fino a febbraio dell'anno successivo e poi fino a marzo 2015) ha risolto, sia pure in modo temporaneo, le incertezze legate alla politica fiscale statunitense.

Il Regno Unito ha beneficiato di una ripresa economica migliore delle aspettative, a fronte di un calo del tasso di disoccupazione su livelli prossimi alla soglia alla quale la *Bank of England* ha ancorato le indicazioni circa future modifiche dei tassi di interesse (ossia 7 per cento). Anche in Giappone l'andamento dei mercati ha riflesso un ritmo di ripresa superiore a quello previsto, sebbene ulteriori stimoli di politica fiscale e monetaria potrebbero rendersi necessari per stabilizzare la congiuntura e compensare l'impatto negativo dell'innalzamento dell'imposta sui consumi che avrà luogo nel primo semestre del 2014.

Nel corso del 2013, i mercati finanziari dell'Area euro hanno registrato una variazione pari al 18 per cento circa, influenzati positivamente dai segnali di modesta ripresa emersi a partire dal secondo trimestre e dal ritorno degli investitori esteri nella regione (Fig. 1).

In particolare il settore bancario dell'Area euro ha sperimentato un rialzo dei corsi pari al 26 per cento circa; la dinamica di settore appare particolarmente favorevole nella seconda metà dell'anno quando l'indice di riferimento ha registrato una variazione del 40 per cento, notevolmente superiore a quella sperimentata in altre economie avanzate (+11 per cento negli USA, +12 per cento in Giappone e +2 per cento nel Regno Unito).

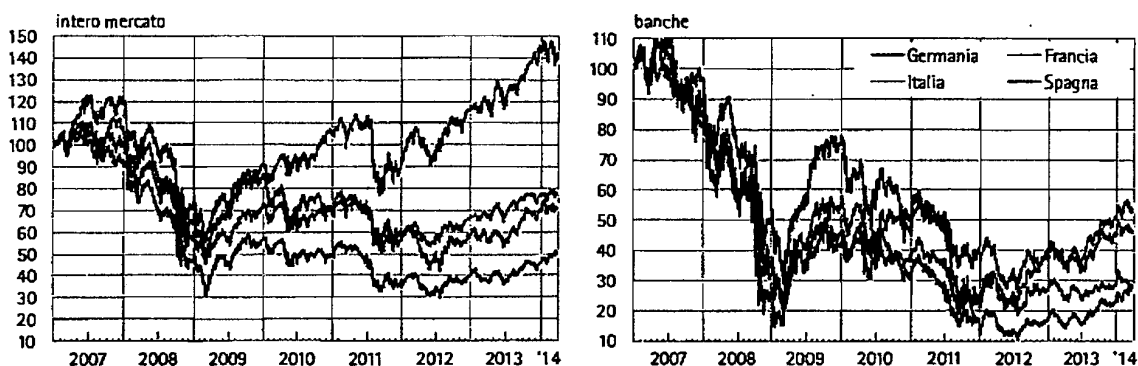
**Fig. 1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Gli indici considerati per l'intero mercato sono lo S&P500 (USA), il Topix (Giappone), il Ftse100 (Regno Unito) e l'Euro Stoxx 50 (Area euro), mentre per il settore bancario sono, rispettivamente, lo S&P500 Banks, lo Japan Ftse Banks, lo UK Ftse Banks e l'Euro Stoxx Banks.

La crescita degli indici azionari nell'Area euro ha riguardato sia i paesi periferici sia i paesi core, registrando variazioni comprese tra il 17 per cento circa in Italia e il 25 per cento circa in Germania (Fig. 2).

**Fig. 2 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Gli indici considerati per l'intero mercato sono il Dax30 (Germania), il Cac40 (Francia), l'Ibex35 (Spagna) e il Ptse Mib (Italia), mentre per il settore bancario sono gli indici Ptse Banks dei rispettivi paesi.

All'inizio del 2014, la pubblicazione di dati congiunturali meno positivi del previsto per USA e Cina, le incertezze legate al deflusso di capitali dai paesi emergenti e, in ultimo, le turbolenze derivanti dalla crisi ucraina hanno determinato una lieve correzione al ribasso nei mercati azionari nelle principali economie avanzate (-3,4 per cento nell'Area euro; dato al 14 marzo 2014).

I primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati da significative correzioni dei tassi di cambio e dei corsi azionari di diverse economie emergenti, tra cui, in

particolare, Argentina, Turchia, Sudafrica e Brasile; le turbolenze hanno interessato, seppur in misura minore, anche Ungheria, Russia e Messico.

Tale fenomeno è stato innescato dall'avvio del *tapering*: già la scorsa estate, in seguito all'annuncio di un imminente ridimensionamento degli impulsi di politica monetaria statunitense, le economie emergenti avevano sperimentato importanti deflussi di capitali. Fino a quel momento, gli stimoli a cui erano ricorse la Fed e, in generale, le banche centrali dei principali paesi avanzati avevano orientato l'abbondante liquidità disponibile verso le economie in rapida crescita, provocando pressioni al rialzo sulle relative valute nonché l'accumulo di squilibri finanziari.

In particolare, negli ultimi anni il volume dei finanziamenti in dollari erogati dalle banche estere ai paesi emergenti si è espanso rapidamente: secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali, tra gli inizi del 2009 e giugno 2013, le passività denominate in dollari sono più che raddoppiate in Brasile e India, mentre hanno evidenziato una crescita più moderata in Turchia e Corea. Tale circostanza ha esposto i paesi emergenti al rischio di cambio e agli effetti dell'innalzamento dei tassi di interesse statunitensi, accrescendone i costi di rifinanziamento del debito.

Le scelte di politica monetaria della Fed sono verosimilmente destinate ad avere effetti rilevanti per le economie più fragili, quali Argentina e Turchia, mentre dovrebbero risolversi velocemente per quelle più solide, come i paesi asiatici.

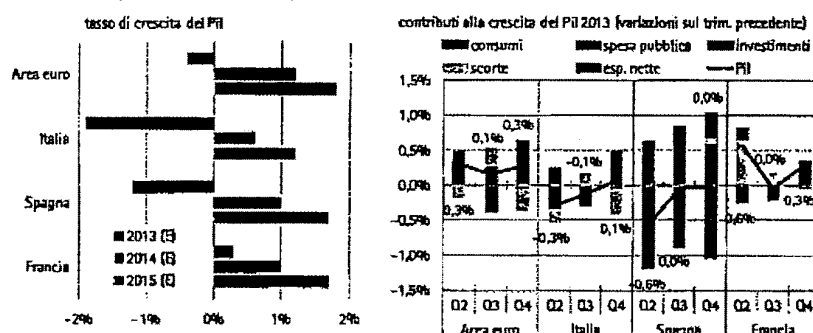
Nell'Area euro, nonostante i segnali di ripresa, il quadro resta complesso e i rischi legati alla crescita economica permangono al ribasso. Le differenze tra i paesi core e i paesi periferici sono significative, con livelli di disoccupazione ancora elevati nelle aree più vulnerabili. In un contesto di tassi di inflazione molto bassi, in parte ascrivibili alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, rimane sullo sfondo il rischio di una spirale deflazionistica. Infine, l'euro forte si riflette sulla competitività percepita delle imprese dell'Area attive sui mercati extraeuropei e può penalizzare la crescita delle esportazioni (Riquadro 1).

## Riquadro 1

### L'attività economica nell'Area euro

Secondo la Commissione europea nel prossimo biennio l'Area euro dovrebbe sperimentare una moderata ripresa, con un aumento del Pil compreso tra l'1,2 per cento nel 2014 e l'1,8 per cento nel 2015. Le stime relative ai paesi membri sono, tuttavia, eterogenee. L'Italia, tuttavia, dovrebbe tornare a crescere a ritmi superiori all'uno per cento solo nel 2015, dopo aver registrato nel 2013 una flessione dell'attività economica più significativa di quella spagnola e aver beneficiato del contributo positivo di esportazioni nette e investimenti nell'ultimo trimestre del 2013.

## Crescita del prodotto in alcuni paesi dell'Area euro

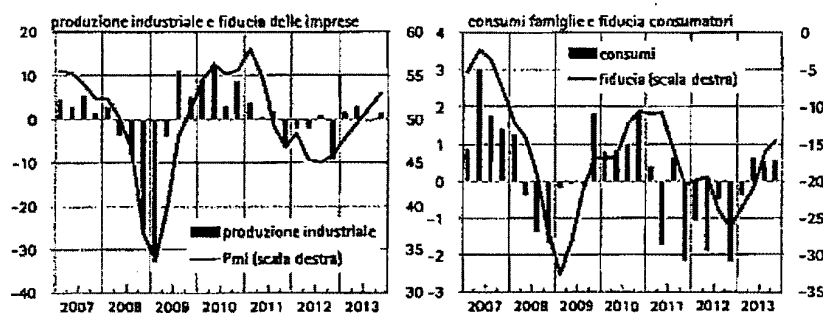


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Thomson Reuters.

La produzione industriale nell'Area euro è tornata positiva nell'ultima parte dell'anno dopo aver sperimentato un andamento altalenante, segnando una crescita complessiva superiore al 5 per cento.

È migliorato, inoltre, il clima di fiducia sia delle imprese sia dei consumatori. L'indicatore riferito alle imprese ha superato, nel mese di gennaio 2014, la soglia dei 50 punti che demarca il limite tra aspettative di espansione e recessione, mentre quello riferito ai consumatori è tornato positivo, per la prima volta dal 2011, a partire dal secondo trimestre del 2013.

## Produzione industriale, consumi delle famiglie e clima di fiducia nell'Area euro

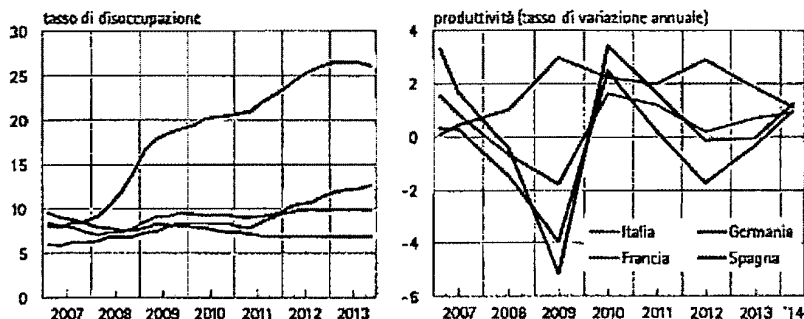


Il mercato del lavoro risente profondamente della perdurante fase di debolezza congiunturale, soprattutto in Spagna e Italia, dove il tasso di disoccupazione ha raggiunto, rispettivamente, il 26 e il 12 per cento a fine 2013. In Germania esso risulta inferiore al 7 per cento.

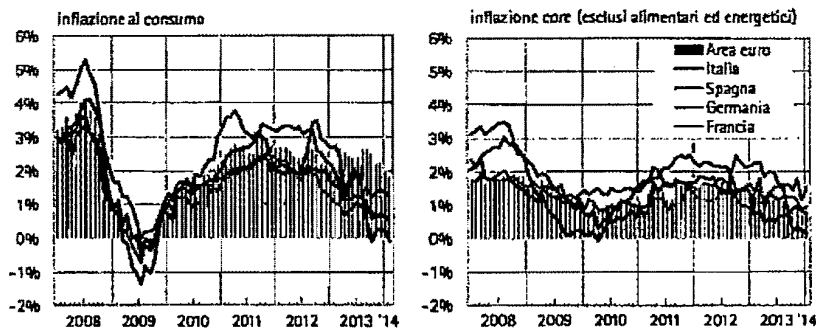
Il tasso di crescita tendenziale della produttività ha contestualmente continuato a registrare un andamento positivo in Italia, Francia e Germania e negativo in Spagna.

In un contesto di elevata disoccupazione e bassa crescita del prodotto, i tassi di inflazione dei principali paesi dell'Area euro sono diminuiti significativamente portandosi, a fine 2013, al di sotto dell'uno per cento in Italia e Spagna. L'inflazione core a gennaio 2014 è prossima allo zero in Spagna, mentre risulta lievemente minore dell'uno per cento in Italia e Germania.

**Disoccupazione e produttività nei principali paesi dell'Area euro**

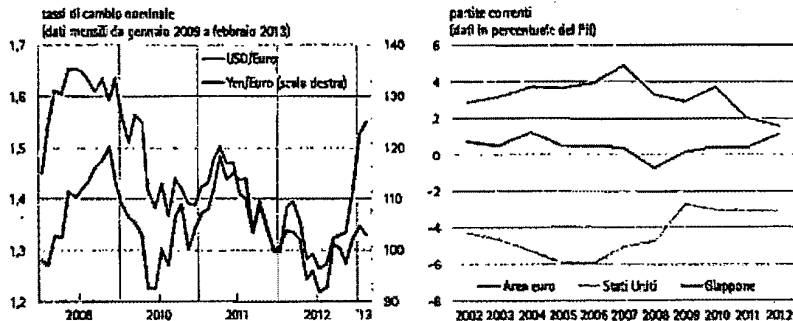


**Inflazione nei principali paesi dell'Area euro**



Nel 2013 l'euro si è apprezzato del 5 per cento rispetto al dollaro e del 22 per cento rispetto allo yen; nei primi mesi del 2014, la moneta unica ha continuato a rafforzarsi (salvo un lieve deprezzamento verso lo yen nel mese di febbraio). Nello stesso periodo si è consolidato l'avanzo delle partite correnti dell'Area euro, attestandosi al 2,2 per cento del Pil (quasi un punto percentuale in più rispetto al 2012), mentre si è ridotto il surplus del Giappone passato dall'1,1 per cento del Pil nel 2012 allo 0,9 per cento nel 2013. Il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente stabile al 2,5 per cento, ben al di sotto dei livelli registrati prima del 2008.

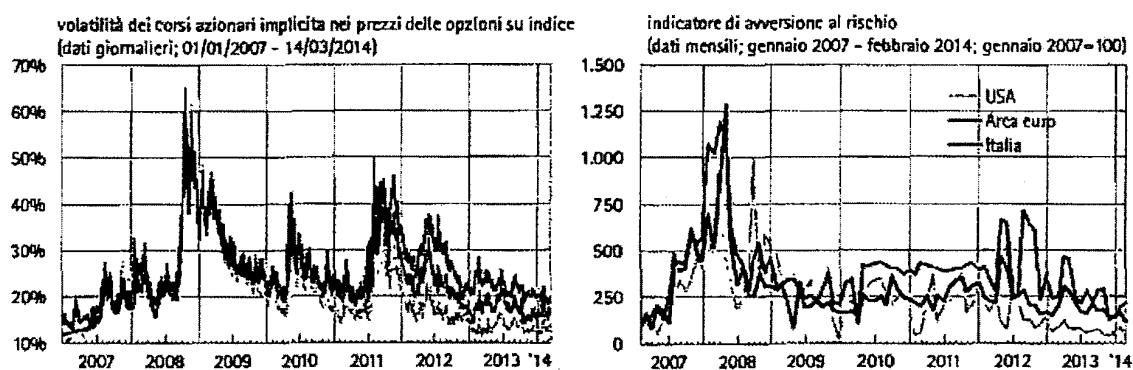
**Tasso di cambio dell'euro e partite correnti**



Nei primi mesi del 2014, la volatilità implicita nei mercati azionari delle principali economie avanzate si mantiene sui livelli di inizio 2013. Per l'Italia, continua la progressiva diminuzione avviatasi a partire da metà giugno dell'anno scorso e temporaneamente interrotta dalle turbolenze riferibili alle economie emergenti (Fig. 3).

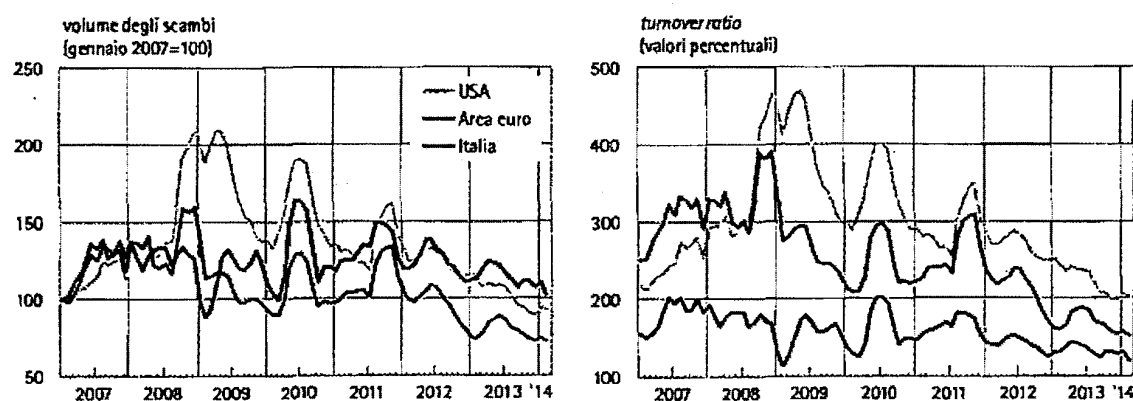
A partire dalla seconda metà del 2013, si è registrata una riduzione del volume delle negoziazioni sia nell'Area euro sia negli USA (Fig. 4).

Fig. 3 Volatilità implicita e avversione al rischio sul mercato azionario



L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (per la metodologia si veda Shimko, 1993); viene riportata la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Fig. 4 Volume degli scambi azionari e indicatore di *turnover ratio* nell'Area euro (valori in miliardi di euro; dati mensili; ottobre 2011 - febbraio 2014)



Il *turnover* è dato dal rapporto tra la media del controvalore degli scambi e la media mensile del controvalore complessivo dei titoli inclusi nell'indice. Gli indici considerati sono lo S&P500 (USA), l'Euro Stoxx 50 (Area euro) e Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

La liquidità delle principali *blue chips* europee, sia pure a fronte di un andamento discontinuo che ha riflesso le *performance* degli indici azionari, è complessivamente cresciuta, portandosi su livelli comparabili a quelli registrati nel giugno 2011, ossia prima dell'acuirsi della crisi del debito sovrano (Fig. 5).