

che, a corredo di regolamentazione, supervisione ed *enforcement*, può contribuire a innalzare il tasso di immunizzazione del sistema finanziario nel suo complesso (si veda il Capitolo VII 'La tutela dell'investitore', Parte C).

Incentivare e sostenere una politica pubblica di educazione finanziaria significa promuovere la consapevolezza dei risparmiatori sui propri diritti in ambito finanziario e sulla corretta attivazione delle forme di tutela previste dall'ordinamento, garantendo la sostenibilità economica della regolamentazione e l'effettività del sistema delle tutele.

Da tale prospettiva prendono spunto le varie iniziative che, considerate nel loro complesso, costituiscono il Piano di *investor education* dell'Istituto per il 2015.

Il Piano suddetto si caratterizza per l'individuazione dei potenziali destinatari (investitori *retail*, formatori e studenti) e per l'utilizzo di due strumenti principali di divulgazione: il portale internet di educazione finanziaria e la formazione tramite lezioni/seminari frontali nelle scuole e per le Associazioni dei consumatori.

Tra gli argomenti considerati nel piano vi è l'approfondimento di alcune tematiche di particolare interesse per gli investitori *retail*, come ad esempio la conoscenza degli strumenti finanziari – alcuni dei quali di recente diffusione sul mercato – che possono rivelarsi di più difficile comprensione per il risparmiatore in vista delle loro caratteristiche di complessità/illiquidità. Tali informazioni saranno rese disponibili sul portale di *investor education* per consentirne una facile reperibilità.

In tema di rapporti tra la Consob e le Associazioni dei consumatori, il piano valorizza la funzione di riferimento delle Associazioni stesse sul territorio nazionale per i cittadini sulle tematiche operative relative al processo di investimento. Al riguardo nel 2014 è stato avviato il primo ciclo di formazione per i referenti delle stesse al fine di favorire il loro aggiornamento sulle tematiche citate, in modo da innalzare la qualità delle interlocuzioni con i risparmiatori e mantenere un canale informativo costante con l'Istituto (cosiddetta 'formazione dei formatori').

Il ciclo suddetto si è concentrato sui seguenti argomenti: competenze istituzionali della Consob, servizi di investimento, finanza comportamentale, abusivismi finanziari, gestione degli esposti e Camera di conciliazione e arbitrato

Nel 2015 il programma di formazione sarà integrato con spazi di approfondimento specifici in aggiunta alle forme seminariali classiche già effettuate, assicurando il mantenimento dell'attenzione (anche) su casi pratici più ricorrenti e di particolare rilevanza per le associazioni e la loro utenza di riferimento.

La definizione dei contenuti del Piano di *investor education* beneficerà anche dei risultati delle ricerche intraprese dalla Consob in materia di finanza comportamentale, con particolare riferimento alle evidenze

di un *consumer testing* volto a verificare le relazioni tra rappresentazione del rischio, percezione del rischio e scelte di investimento.

Il *consumer testing* è stato svolto in collaborazione con l'Università Politecnica delle Marche. In dettaglio, sono state sottoposte a circa 260 investitori, clienti di otto banche che hanno collaborato all'estrazione del campione, modalità alternative di rappresentazione delle caratteristiche di alcuni prodotti finanziari al fine di raccoglierne il giudizio in termini di complessità, utilità e rischio percepiti. La metodologia di analisi, che si ispira alle indicazioni delle scienze cognitive, è stata condivisa con il Joint Committee delle ESAs nell'ambito dei lavori di definizione degli standard tecnici di attuazione del Regolamento PRIIPS.

Uno degli obiettivi del Piano di *investor education* è, inoltre, di proseguire gli intenti tracciati dal Protocollo di intesa in materia di educazione finanziaria del giugno 2010 (stipulato con Antitrust, Banca d'Italia, Covip e Isvap), ad oggi solo parzialmente attuato. La Consob intende partecipare attivamente e in condivisione con le altre Autorità di vigilanza alla definizione di linee guida del piano strategico nazionale al fine di porre in essere una politica unitaria in tema di educazione finanziaria intesa come mezzo per: i) innalzare i livelli di protezione degli individui, ii) promuoverne la fiducia nei mercati finanziari e iii) stimolare una più attenta attività di pianificazione finanziaria e investimento.

Un ulteriore ambito di interesse per l'educazione finanziaria è stato individuato nelle scuole, che rappresentano l'ambito naturale di diffusione dei contenuti del portale di *investor education*. I destinatari saranno sia gli studenti (anche attraverso giochi interattivi e lezioni frontali in classe), sia gli stessi professori, nella loro qualità di 'formatori-divulgatori', attraverso dei seminari *ad hoc* per categorie omogenee di discipline.

Infine, l'esperienza operativa maturata sinora ha evidenziato la necessità di migliorare l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie nella materia dei contratti finanziari al fine di potenziare la tutela degli investitori *retail*. La Consob si è già adoperata in tal senso, presentando una proposta di introduzione di un meccanismo di risoluzione stragiudiziale ad adesione obbligatoria da parte degli intermediari, nei primi mesi del 2014, alla Presidenza del Consiglio, al Ministero dell'Economia e delle Finanze e al Ministero della Giustizia.

Il recepimento della Direttiva 2013/11/UE (Direttiva ADR), sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, potrebbe costituire l'occasione per procedere in questa direzione.

L'auspicata modifica consentirebbe di sostituire all'attuale Camera di Conciliazione e Arbitrato un nuovo Organismo di risoluzione stragiudiziale delle liti tra investitori al dettaglio e intermediari, in materia di servizi di investimento. L'Organismo, da definire sulla base del modello dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) istituito presso la Banca d'Italia, consentirebbe di

conseguire un incremento tangibile della tutela dei contraenti deboli con una sensibile riduzione dei tempi e dei costi rispetto alla giustizia civile.

Tale innovazione contribuirebbe a migliorare i rapporti tra intermediari e clientela, innalzando la fiducia del pubblico negli operatori finanziari e alimentando un meccanismo di deterrenza reputazionale in grado di orientare i prestatori di servizi bancari e finanziari verso comportamenti virtuosi.

3 L'assetto organizzativo e funzionale interno

Anche nel corso del 2014 particolare attenzione è stata posta nella realizzazione di iniziative di razionalizzazione e contenimento della spesa, con particolare riferimento a quella corrente. Dei risultati conseguiti su tale fronte hanno formalmente e positivamente preso atto gli organi - interni ed esterni - preposti al controllo sulla gestione finanziaria dell'Istituto (si veda il Capitolo IX 'L'attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte C).

Tale trend proseguirà nel corso del 2015 e troverà ulteriori forme di concretizzazione anche a seguito della recente stipula della convenzione con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per la gestione in comune di servizi di *back office* (affari generali, gestione del patrimonio, servizi tecnico/logistici e connesse attività contrattuali), in attuazione delle previsioni di cui all'art. 22 del decreto legge 90/2014.

Si tratta di iniziativa fortemente innovativa - che potrà essere replicata, previa verifica dei relativi presupposti, anche con altre Autorità indipendenti - la cui attuazione sta già comportando una significativa riconsiderazione di prassi e procedure operative e dalla quale si attendono, in una prospettiva evolutiva di breve ma soprattutto di medio periodo, significativi benefici in termini funzionali e di miglioramento della qualità della spesa.

Tra le iniziative attuative del richiamato art. 22 del d.l. 90/2014 si pone anche la definizione, tra le Autorità indipendenti indicate al comma 1 del medesimo articolo, di una convenzione per l'espletamento in comune delle procedure concorsuali per l'assunzione di personale, la cui realizzazione ha comportato lo svolgimento congiunto di una serie di approfondimenti tecnici, oramai in fase conclusiva.

Attività degne di nota, inoltre, sono state poste in essere nel corso del 2014 per dare compiuta attuazione alla normativa in tema di trasparenza amministrativa (d.lgs. 33/2013) e, nello stesso tempo, perseguire più ampi obiettivi di razionalizzazione operativa e di minimizzazione dei costi, oltre che di miglioramento della qualità dei servizi erogati all'utenza.

In tale contesto, a seguito dell'approvazione a fine 2013 del regolamento attuativo del d.lgs. 33/2013, è stato varato ad aprile 2014 il primo Programma triennale per la trasparenza e l'integrità. Oltre a dare conto della struttura del sito internet istituzionale - con particolare riferimento alla sezione "Autorità trasparente",

quale principale veicolo per dare attuazione alle disposizioni normative – il Programma illustra il processo d'attuazione, disciplina il flusso organizzativo interno per l'aggiornamento costante delle informazioni rilevanti ed enuncia le iniziative programmate per il triennio 2014/2016, tese a favorire la trasparenza e la diffusione all'interno dell'Istituto della cultura dell'integrità. La prima 'Giornata della trasparenza', organizzata a fine 2014, ha rappresentato l'occasione per illustrare alle Associazioni dei consumatori le iniziative realizzate e quelle programmate, così da favorire un clima di collaborazione e stimolo anche sulle tematiche della trasparenza amministrativa.

Per il 2015 l'impegno dell'Istituto è nel senso non solo di tenere costantemente adeguato il set di dati e notizie a disposizione degli utenti alle prescrizioni di cui alla normativa di riferimento, ma anche di incrementare sotto il profilo quali-quantitativo il flusso informativo accessibile agli *stakeholders*, anche attraverso la messa a disposizione di manualistica riferita alle varie tipologie di procedimenti amministrativi di competenza Consob.

Le azioni realizzate e quelle in itinere a fini di trasparenza non vanno considerate solo quale strumento per l'adempimento di obblighi normativamente previsti, rientrando piuttosto nell'ambito delle iniziative strategiche e misure operative funzionali a rendere più efficienti i canali informativi e di relazioni con l'esterno.

Vanno ricompresi in tale ambito, tra gli altri, i processi avviati a metà 2013 e progressivamente ampliatisi e consolidatisi nel corso del 2014, di ottimizzazione della gestione dematerializzata dei flussi documentali interni e da/verso l'Istituto, i cui benefici a fini di contenimento dei costi e di miglioramento dei servizi resi sono già chiaramente percepibili. Inoltre, è stata completata a metà 2014 la redazione del Manuale per la gestione dei flussi documentali dell'Istituto, per il quale ci si è avvalsi del proficuo contributo tecnico dell'Agenzia per l'Italia Digitale (AGID). Ulteriori iniziative in tema di digitalizzazione saranno assunte nell'anno in corso, anche a fini di adeguamento alla oramai copiosa normativa attuativa del Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD).

È in avanzata fase realizzativa e troverà attuazione entro la prima metà del corrente anno anche un altro importante progetto, ossia la ristrutturazione architettonica, applicativa e grafica del sito internet istituzionale.

Un forte elemento innovativo del nuovo sito è dato dalle modalità di interfaccia, incentrate ora su tre Aree dedicate (informazioni di pubblica utilità, servizi per gli operatori, risparmiatori, iniziative di *investor education*). Le Aree per gli operatori professionali e i risparmiatori saranno contrassegnate da una sempre più spiccata interattività, in una logica di effettivo servizio e di valore aggiunto per l'utenza. I primi, una volta accreditatisi con login e password, potranno infatti gestire attraverso il sito anche gli adempimenti previsti dalla normativa di riferimento, oltre che acquisire in tempo reale ogni informazione utile per lo svolgimento della relativa

attività sui mercati. I secondi potranno trasmettere esposti e segnalazioni avvalendosi del canale telematico e contare, altresì, su strumenti di *investor education* mirati e strutturati in funzione delle rispettive esigenze, nell'intento di fornire un contributo al miglioramento della cultura finanziaria dei cittadini.

Nel corso del 2015 saranno altresì accresciuti, attraverso il potenziamento delle innovazioni tecnologiche e di processo, anche i canali di comunicazione e scambi informativi con l'ESMA, verso la quale si indirizzano - in adempimento dei vincoli di matrice comunitaria e sulla base di standard europei condivisi - flussi di dati strutturati sempre più corposi.

4 La gestione finanziaria e il finanziamento dell'Istituto

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, nel 2014 la spesa corrente si è attestata a 115,6 milioni di euro, con un incremento di 4,9 milioni di euro rispetto all'omologo dato 2013. Tali maggiori spese derivano essenzialmente dal trasferimento di risorse finanziarie a favore di altre Autorità indipendenti, introdotto dalla legge di stabilità per il 2014, e dal maggior importo delle spese per il personale, in gran parte compensate dalle minori spese per i componenti della Commissione e dai minori oneri per acquisizione di beni di consumo e servizi rivenienti dall'adozione di misure di contenimento dei costi correnti dell'Istituto (si veda il Capitolo IX 'L'attività di supporto e la cooperazione internazionale', Parte C).

La complessiva spesa 2014 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 (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).

Le entrate complessive del 2014 (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 108,4 milioni di euro, riferibili per il 92,2 per cento circa a contributi di vigilanza e per il restante 7,8 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. 6 luglio 2012, n. 95.

La spesa prevista per l'anno 2015, computata nel rispetto delle norme in materia di *spending review*, assomma a 123,79 milioni di euro e presenta, rispetto all'omologa spesa iniziale per l'anno 2014 un incremento di 2,6 milioni di euro. Detto incremento è principalmente da ricondurre agli interventi di manutenzione straordinaria degli impianti della sede dell'Istituto di Roma, ai maggiori oneri per manutenzione e assistenza sui sistemi

informativi di vigilanza. Le spese per il personale e le spese correnti di funzionamento risultano in linea con le omologhe spese programmate per lo scorso anno grazie alle ulteriori misure di riduzione e di razionalizzazione dei costi di gestione operate. La spesa 2015 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. Tenuto conto del permanere dell'azzeramento del contributo pubblico, le entrate contributive dovute dai soggetti vigilati sono state previste in complessivi 105,94 milioni di euro e risultano incrementate di 4,61 milioni di euro rispetto al dato programmatico 2014.

Nel corso del 2014 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. Sono state, inoltre, avviate le attività di implementazione di un nuovo sistema integrato per la gestione della contabilità finanziaria ed economico-patrimoniale nel rispetto delle norme introdotte dal nuovo Regolamento per l'amministrazione e la contabilità della Consob, approvato con delibera 18540 del 24 aprile 2013, e reso esecutivo dalla Presidente del Consiglio dei Ministri il 23 maggio 2013.

L'evoluzione del quadro di riferimento B

PAGINA BIANCA

I mercati azionari I

1 Gli andamenti

Nel corso del 2014, l'andamento dei corsi azionari delle principali economie avanzate ha riflesso l'eterogeneità della congiuntura economica globale. Nell'Area euro la dinamica del Pil è risultata ancora incerta e disomogenea fra paesi, mentre nel Regno Unito le stabili prospettive di ripresa hanno reso più probabile una revisione al rialzo dei tassi di interesse ufficiali nel breve periodo. Negli Stati Uniti la ripresa si è consolidata, mentre in Giappone la netta riduzione dell'ammontare degli investimenti ha più che compensato il lieve aumento dei consumi.

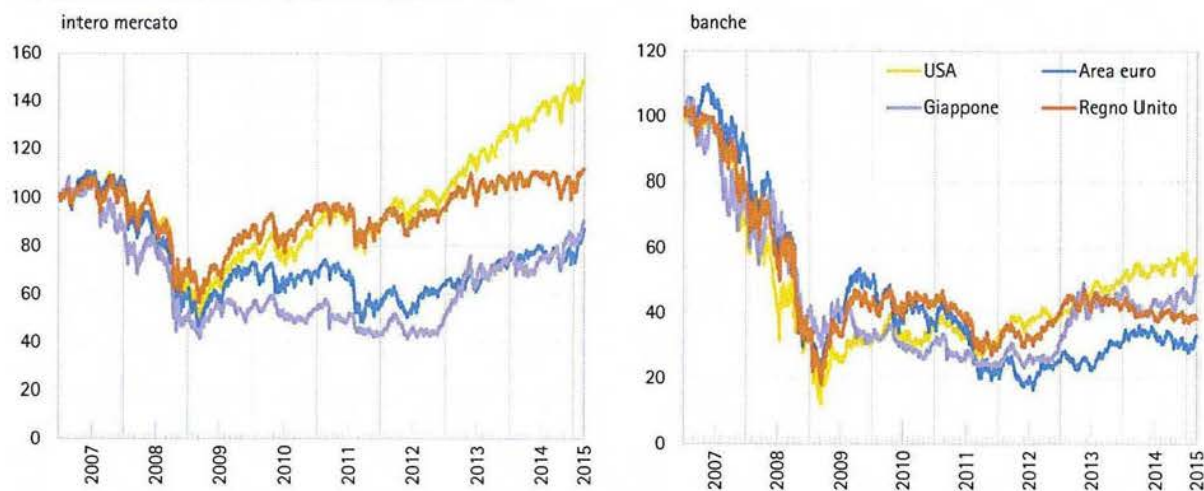
Nell'Area euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato complessivamente dell'1,2 per cento circa, con un calo nell'ultimo trimestre dell'anno che ha parzialmente compensato la variazione positiva sperimentata nel primo semestre. Incrementi più significativi si sono registrati negli Usa e in Giappone, con lo S&P500 e l'indice azionario Topix cresciuti rispettivamente dell'11 per cento circa e dell'8 per cento, mentre nel Regno Unito il Ftse100 ha subito una flessione del 3 per cento circa. Gli indici di riferimento per il settore bancario hanno registrato una variazione positiva solo negli Stati Uniti (+13 per cento), mentre hanno mostrato un calo del 4 per cento circa in Giappone, 10 per cento nel Regno Unito e 5 per cento circa nell'Area euro (Fig. 1).

Nell'ambito dell'Area euro gli indici dei principali mercati azionari hanno sperimentato un andamento discontinuo, che ha visto il trend favorevole registrato nella prima metà dell'anno interrompersi nell'ultimo trimestre anche a causa dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche legate alla crisi ucraina e all'incertezza politica greca (Fig. 2).

Nel dettaglio, il Dax e l'Ibex hanno guadagnato nel corso dell'anno rispettivamente 2,6 e 3,6 punti percentuali circa, mentre il Ftse100 ha registrato un calo del 2,7 per cento. In Francia e in Italia gli indici di riferimento sono risultati sostanzialmente invariati (-0,5 e +0,2 per cento, rispettivamente).

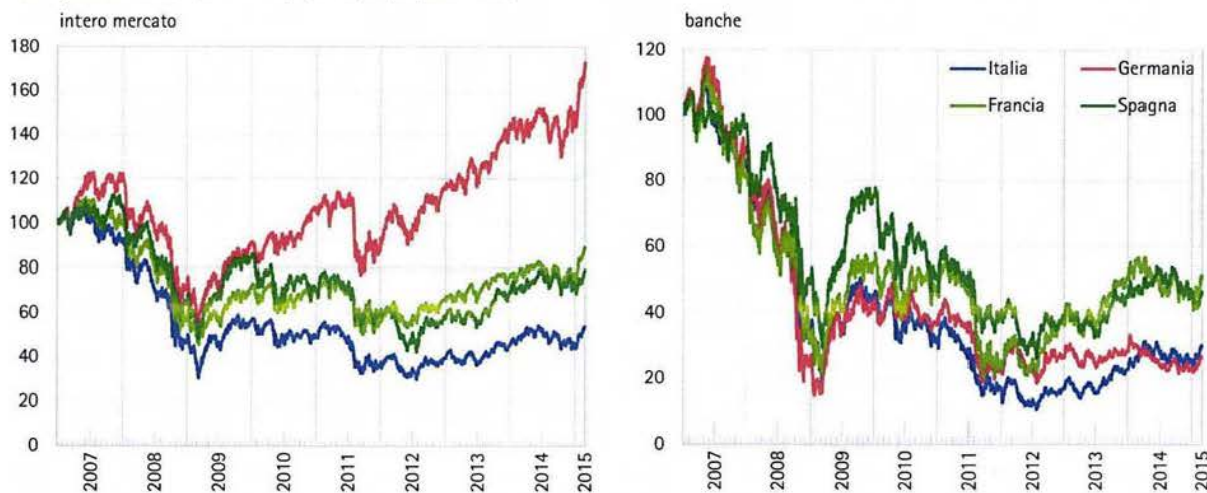
Nel complesso gli indici dei mercati azionari europei continuano ad attestarsi su livelli largamente inferiori rispetto a quanto rilevato prima della crisi *subprime* e del *default* di Lehman (-54 per cento circa a dicembre 2014 rispetto a gennaio 2007 in Italia; -23 e -27 per cento, rispettivamente, in Spagna e in Francia). Solo la Borsa di Francoforte ha guadagnato circa 49 punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi.

Fig. 1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 27/02/2015; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. 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.

Fig. 2 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 27/02/2015; 01/01/2007=100)



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

Per quanto riguarda il settore bancario, nel 2014 i corsi azionari degli istituti di credito italiani hanno sperimentato una crescita sostenuta, benché discontinua (+11 per cento circa), e largamente superiore a quella registrata in Spagna (+1 per cento circa). In Germania e in Francia, invece, gli indici di riferimento hanno subito una flessione pari, rispettivamente, al 20 e 10 per cento.

Nei primi mesi del 2015, nonostante le incertezze connesse all'evoluzione della situazione greca, i mercati azionari europei hanno registrato ampi rialzi.

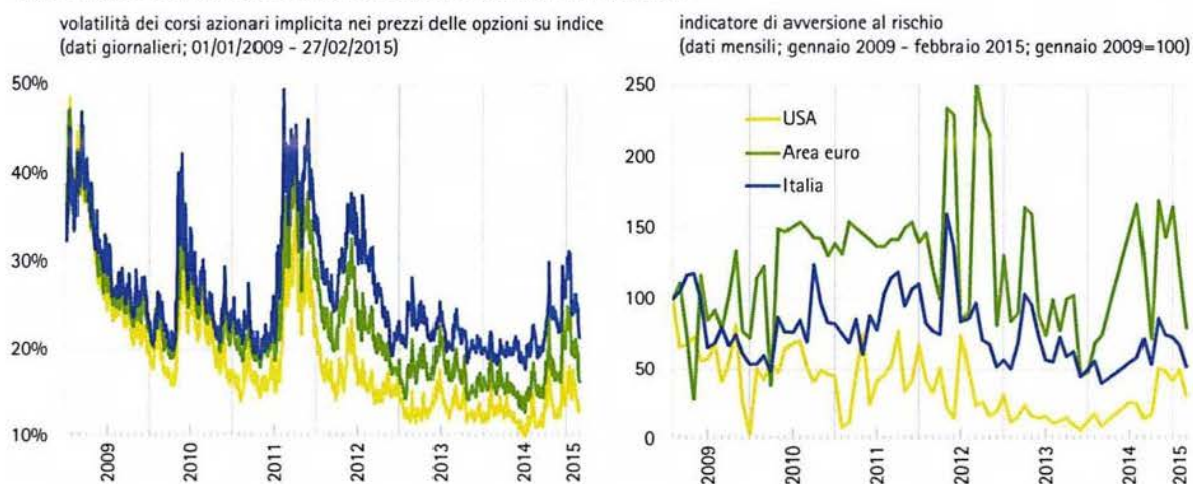
In particolare, da inizio anno il Dow Jones Euro Stoxx 50 è aumentato del 17 per cento circa, mentre i mercati italiano e tedesco hanno guadagnato il 21 per cento circa, seguiti da Francia (+18 per cento) e Spagna (+11 per cento circa). La Borsa di Londra, invece, ha esibito un rialzo più contenuto pari al 4,4 per cento (dati al 27 marzo).

Tale dinamica positiva è riconducibile sia alle attese generate dall'adozione del piano di acquisto di titoli di Stato della BCE (*quantitative easing*) sia al miglioramento delle prospettive di crescita per il biennio 2015-2016, indicate dal Fondo Monetario Internazionale lo scorso gennaio (Riquadro 1).

Il 22 gennaio 2015 la BCE ha annunciato un programma ampliato di acquisti di attività finanziarie di dimensioni pari a circa 1.100 miliardi di euro, che include, oltre agli Abs e ai *covered bonds*, acquisti aggiuntivi di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dell'Area euro, agenzie situate nell'Area e istituzioni europee. Gli acquisti proseguiranno almeno sino a settembre 2016, ma potrebbero essere estesi fino a quando l'inflazione dell'Area non sarà in linea con l'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE (si veda il successivo Capitolo II 'I mercati non azionari').

L'andamento della volatilità implicita dei corsi azionari e dell'avversione al rischio riflette le discontinuità che hanno caratterizzato i mercati nel corso del 2014 (Fig. 3).

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). Si riporta la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Riquadro 1

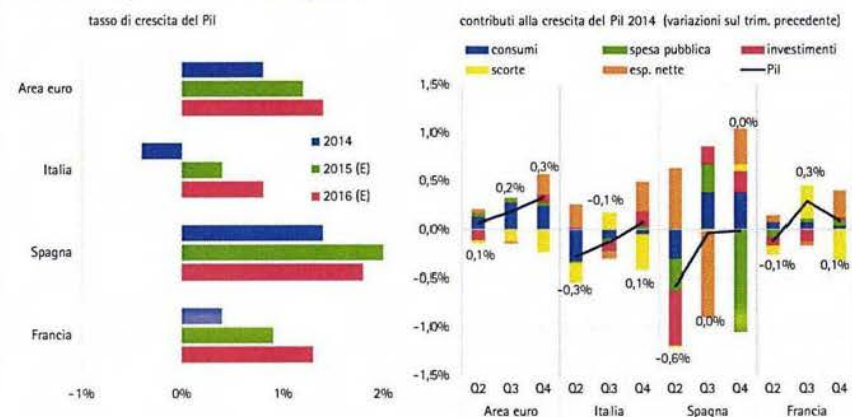
L'attività economica nell'Area euro

Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, l'Area euro dovrebbe crescere nel biennio 2015-2016 rispettivamente di 1,2 e 1,4 punti percentuali dopo lo 0,4 per cento registrato nel 2014.

L'euro debole continuerà a favorire la competitività dell'Area, come già si è verificato nell'ultimo trimestre del 2014, quando le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita del Pil in tutti i paesi considerati. Negli ultimi mesi dell'anno sono tornati a sperimentare una dinamica favorevole anche gli investimenti e i consumi (questi ultimi in tutte le economie ad eccezione dell'Italia). Il marginale contributo alla crescita della spesa pubblica, invece, riflette i vincoli imposti dai programmi di *spending review*.

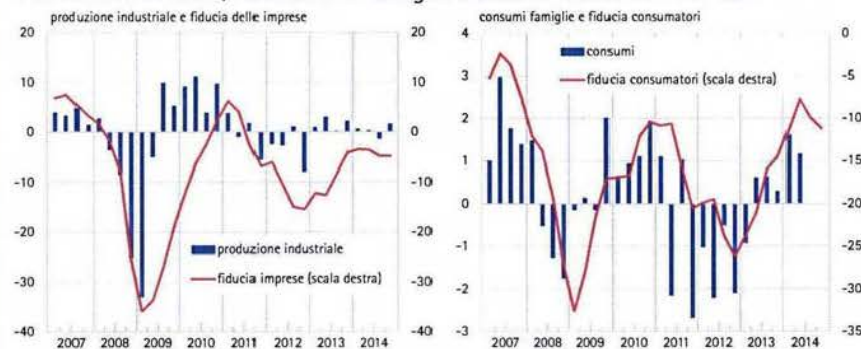
L'Italia, unico tra i paesi avanzati ad aver subito una contrazione del Pil anche nel 2014, dovrebbe tornare a sperimentare variazioni del prodotto interno lordo positive a partire dal 2015 (0,4 per cento a fronte dello 0,8 per cento previsto nel 2016), sebbene più contenute di quelle previste per Spagna (2 e 1,8 per cento, rispettivamente) e Francia (0,9 e 1,3 per cento).

Crescita del prodotto in alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Fondo Monetario Internazionale e Thomson Reuters.

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

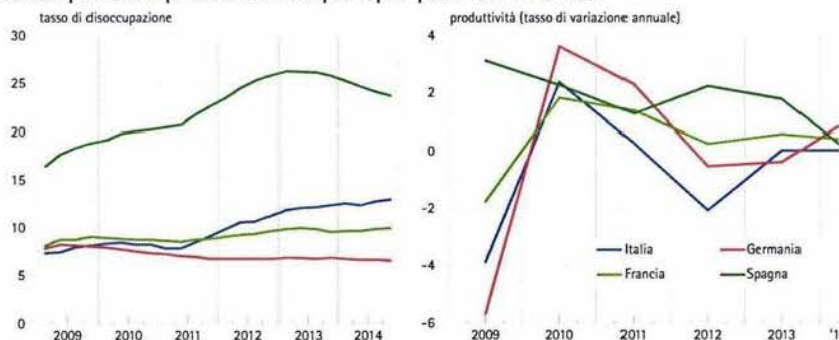


Fonte: Thomson Reuters.

La produzione industriale dell'Area ha chiuso l'anno con un tasso di crescita annualizzato positivo e superiore all'1,5 per cento, pur avendo registrato nei trimestri precedenti un andamento altalenante. Anche i consumi si confermano in ripresa, ma gli indicatori di fiducia di imprese e famiglie riflettono il perdurante clima di incertezza.

Nel corso dell'anno, il tasso di disoccupazione in Francia e Germania si è mantenuto sostanzialmente invariato, mentre in Italia ha continuato a salire e si è attestato sui 13 punti percentuali, riflettendo la prolungata fase di rallentamento dell'economia. In Spagna, pur restando superiore al 23 per cento, risulta ormai in calo dal secondo semestre del 2013. Il tasso di crescita tendenziale della produttività esibisce un andamento positivo in Germania e negativo in Spagna, mentre resta stabile e prossimo allo zero in Italia e Francia.

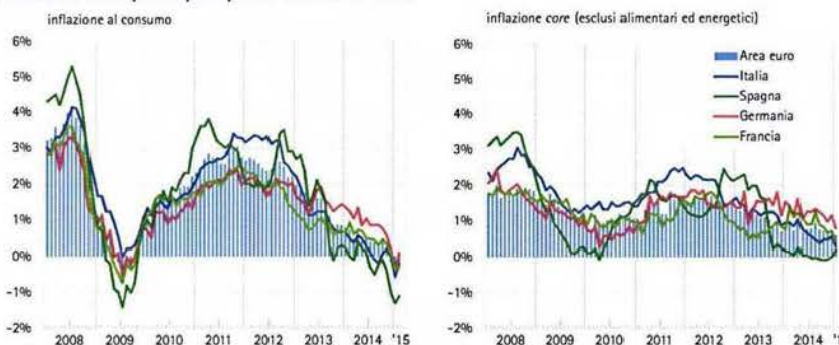
Disoccupazione e produttività nei principali paesi dell'Area euro



Fonte: Thomson Reuters.

In un contesto di crescita del prodotto contenuta e disoccupazione persistente, i prezzi al consumo hanno registrato a fine anno variazioni prossime allo zero o addirittura negative in tutti i principali paesi dell'Area. A dicembre 2014, anche l'inflazione core oscilla tra lo 0,01 per cento della Spagna e lo 0,74 per cento dell'Area euro, superando l'uno per cento solo in Germania.

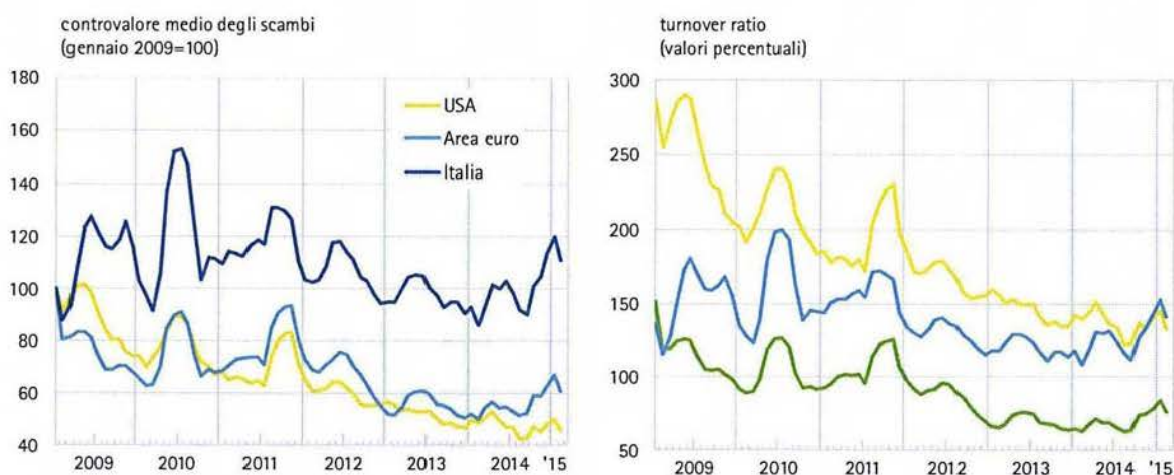
Inflazione nei principali paesi dell'Area euro



Fonte: Thomson Reuters.

In particolare, nei primi nove mesi dell'anno le politiche monetarie espansive delle banche centrali delle principali economie avanzate e le aspettative di ripresa economica a livello globale hanno favorito la riduzione della volatilità dei corsi azionari ai minimi storici. Nel terzo trimestre 2014, tuttavia, le crescenti tensioni geopolitiche a livello globale e le prospettive di stagnazione nell'Eurozona hanno contribuito ad alimentare l'instabilità sui mercati finanziari e l'avversione al rischio. Contestualmente è aumentato anche il controvalore medio degli scambi azionari e il *turn-over ratio*, sia negli Usa sia, in misura più marcata, nell'Area euro (Fig. 4). Nei primi mesi del 2015, infine, l'annuncio del *quantitative easing* da parte della BCE ha contribuito a determinare una nuova flessione della volatilità implicita e un aumento della propensione al rischio.

Fig. 4 Volume degli scambi azionari e indicatore di *turnover ratio* nell'Area euro
(media mobile su 4 mesi; dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)

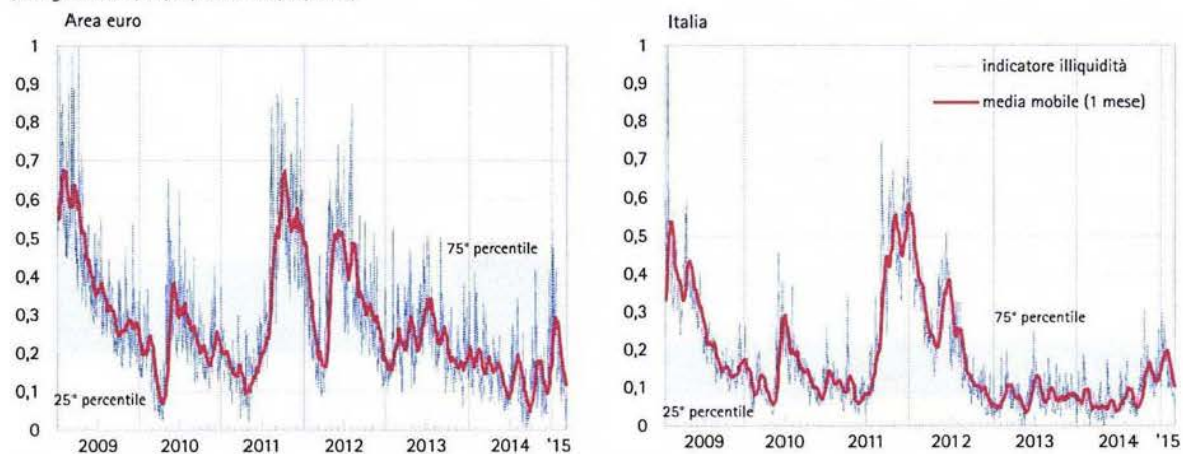


Il dato sul controvalore degli scambi è stato deflazionato applicando gli indici azionari. Il *turnover* è dato dal rapporto tra la media del controvalore degli scambi e la media mensile del controvalore complessivo dei titoli inclusi nell'indice. Gli indici considerati sono lo S&P500 (USA), l'Euro Stoxx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

Nonostante la flessione dei corsi registrata nella seconda metà dell'anno, nei mercati azionari europei persistono condizioni di elevata liquidità (Fig. 5).

L'indicatore di illiquidità stimato sulle società incluse nell'Euro Stoxx 50 si è mantenuto, infatti, su livelli storicamente bassi anche nell'ultimo trimestre del 2014. Con riferimento al mercato azionario italiano, il grado di liquidità stimato per le società incluse nel Ftse Mib è risultato superiore a quello medio dell'Area euro in quasi tutto il 2014.

Fig. 5 Liquidità del mercato azionario
(dati giornalieri; 01/01/2009 – 28/02/2015)

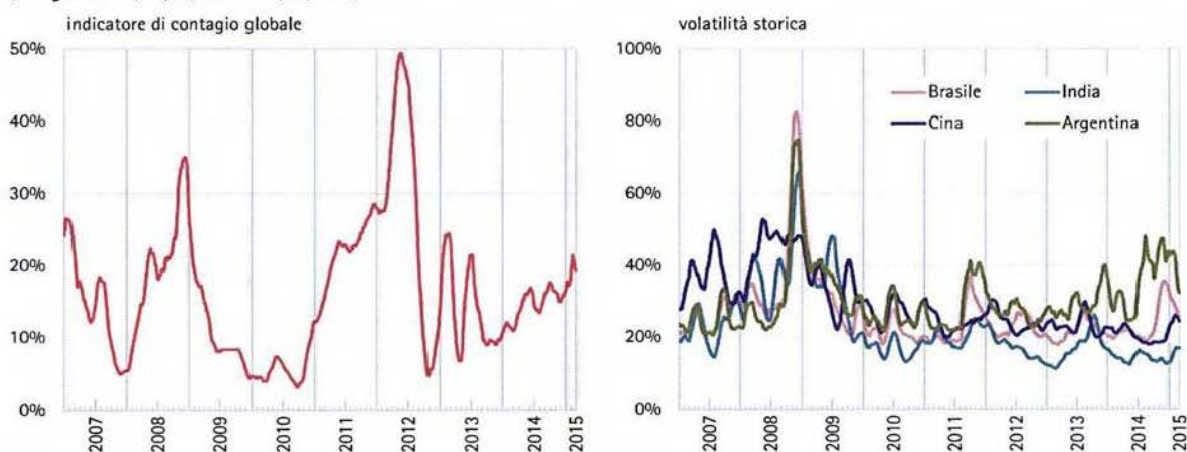


L'indicatore di illiquidità è il primo fattore comune, stimato applicando l'analisi delle componenti principali di 4 sotto-indicatori (*price impact, implied volatility, bid-ask spread e range indicator*) applicati alle società incluse nell'Euro Stoxx 50 (Area euro) e nel FTse Mib (Italia). L'indicatore è compreso tra zero (= alta liquidità) e uno (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I percentili sono stati stimati sulla distribuzione dell'indicatore di illiquidità nel periodo di analisi (da gennaio 2009 a febbraio 2015). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

2 Il contagio, l'herding behaviour e l'efficienza informativa dei mercati

Nel corso del 2014 si è registrato un incremento dei fenomeni di contagio tra mercati azionari a livello globale, come emerge dall'andamento dell'intensità della correlazione fra i corsi azionari di paesi avanzati ed emergenti non attribuibile a fattori fondamentali (Fig. 6).

Fig. 6 Contagio globale e volatilità storica
(dati giornalieri; 01/01/2007 – 28/02/2015)



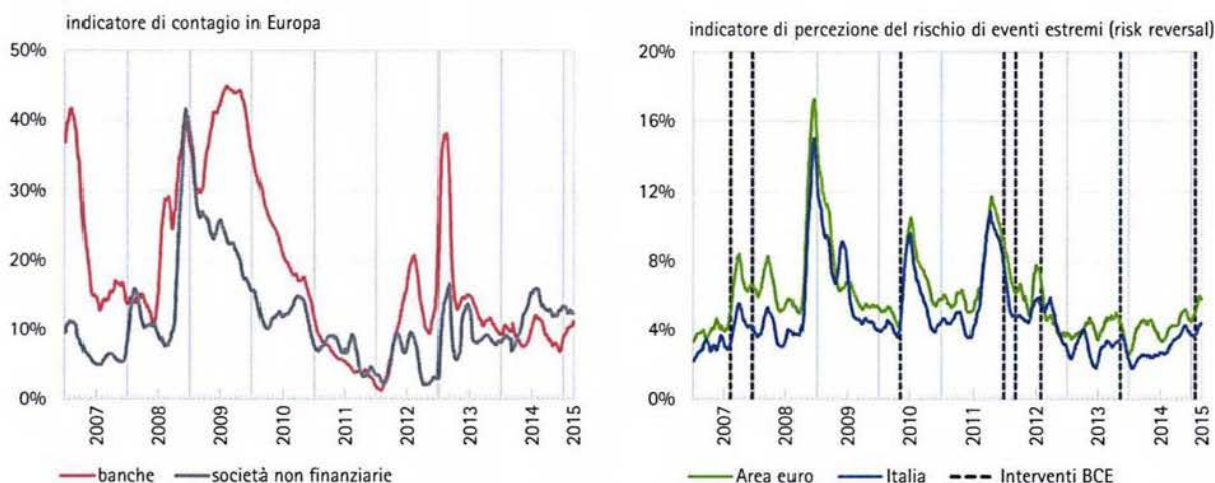
L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari degli indici Merval (Argentina), Bovespa (Brasile), Micex (Russia), Sensex (India), Shenzhen SE (Cina), MSCI Turkey, S&P500 (US), Euro Stoxx 50 (Area euro), Ftse100 (RU) and Topix (Giappone); per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72. La volatilità storica annualizzata dei rendimenti azionari è stata stimata applicata un modello Garch multivariato (grafico di destra). Per entrambi gli indicatori si riporta la media mobile a due mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

L'indicatore di contagio si è attestato, comunque, su livelli più bassi rispetto a quelli registrati nei periodi del *default* di Lehman e di crisi del debito sovrano e accenna a ridursi nei primi mesi del 2015, in corrispondenza della flessione della volatilità sui mercati.

Nell'ambito dei mercati europei i fenomeni di contagio hanno evidenziato una dinamica crescente nella prima metà del 2014, seguita da una lieve flessione nell'ultimo trimestre dell'anno e una ripresa, in particolare nel comparto delle banche, nei primi mesi del 2015 (Fig. 7).

Parallelamente, nel corso del 2014 e nei primi mesi del 2015, è aumentata la percezione del rischio di eventi estremi da parte degli operatori sia nell'Area euro sia in Italia.

Fig. 7 Contagio e percezione del rischio di eventi estremi (*risk reversal*) nei mercati azionari europei
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2015)



L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari (indici MSCI) di Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Olanda, Austria e Finlandia (per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72). L'indicatore di *risk reversal* (grafico di destra), definito come differenza fra la volatilità implicita delle opzioni *put out of the money* e la volatilità implicita di opzioni *call out of the money* con la stessa scadenza (2 mesi) e caratterizzate da un medesimo grado di sensibilità del premio rispetto alle variazioni di prezzo dell'*asset* sottostante (delta pari a 25). L'incremento di tale indicatore segnala una maggiore percezione del rischio di rendimenti negativi estremi da parte degli investitori; per l'Area euro sono state prese in considerazione le opzioni sull'Euro Stoxx 50, per l'Italia le opzioni sul Ftse Mib. Le misure non convenzionali adottate dalla Bce sono segnalate dalle barre tratteggiate in corrispondenza delle date di adozione: 08/09/2007 immissione di liquidità; 12/12/2007 accordo di swap con la Fed per fornire liquidità in dollari Usa a fronte di garanzie denominate in euro; 09/05/2010 avvio del *securities market programme*; 20/12/2011 prima operazione di *long-term refinancing* a 3 anni (LTRO); 28/02/2012 seconda operazione di LTRO a 3 anni; 26/07/2012 annuncio programma Omt; 07/11/2013 taglio dei tassi di interesse; 05/06/2014 taglio dei tassi di interesse e annuncio TLTRO; 04/09/2014 taglio dei tassi di interesse e annuncio ABSPP/CBPP3; 22/01/2015 annuncio PSPP. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nonostante l'indicatore di *herding behaviour* abbia registrato nella seconda metà dell'anno un temporaneo incremento, nel complesso nel corso del 2014 è diminuita la tendenza degli investitori ad attuare strategie imitative sui mercati azionari. Il settore bancario ha registrato, peraltro, un sensibile miglioramento delle condizioni di efficienza informativa (Fig. 8).

Le prospettive economiche implicite nei rendimenti dei mercati azionari hanno subito una chiara inversione di tendenza al ribasso nei mesi centrali del 2014. L'attesa del *quantitative easing* della BCE ha favorito,