



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

GLI INVESTIMENTI AI TEMPI DEL COVID

Effetti della crisi su risparmiatori e investitori

La crisi economica e finanziaria innescata dalla pandemia di Covid-19 avrà importanti conseguenze per tutti. Per approfondire le principali caratteristiche della crisi, gli effetti economico-finanziari delle misure di distanziamento sociale adottate per il contenimento della pandemia e i provvedimenti a sostegno del sistema economico-finanziario vai a [La pandemia di Covid-19 e la crisi del 2020](#).



Per saperne di più sulle distorsioni comportamentali e sugli errori di valutazione che nei periodi di crisi possono acuirsi spingendo gli investitori verso decisioni impulsive vedi [Gli investimenti durante le crisi](#) e [Errori comportamentali e investimenti](#).

Se sei interessato alle *fake news*, la cui circolazione si intensifica nei periodi di incertezza, e al rischio che le *fake news* possano ingannare gli investitori e indurli a cadere vittima di truffe troverai informazioni utili in questa scheda [Le fake news ai tempi del Covid-19 e non solo](#). Nella scheda [Le truffe ai tempi del Covid e non solo](#), infine, troverai notizie sulle truffe più frequenti nei periodi di crisi e sui punti di debolezza dell'investitore su cui il truffatore fa leva, oltre ad alcuni suggerimenti per non restare vittima delle frodi.



LA PANDEMIA DI COVID-19 E LA CRISI DEL 2020

Tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020 un'infezione generata da un virus della famiglia SARS-Covid, il cosiddetto Covid-19, scoppiata a Wuhan, in Cina, si è rapidamente diffusa in tante nazioni di tutti i continenti. Nella maggior parte dei casi, le persone che hanno contratto l'infezione possono guarire grazie a protocolli e terapie già in uso, senza bisogno di trattamenti particolari; nei casi più gravi, tuttavia, la malattia può degenerare secondo dinamiche ancora non completamente comprese, anche attraverso l'aggravamento di patologie pregresse (prevalentemente di natura polmonare) fino al decesso.

La crisi connessa alla diffusione della pandemia di Covid-19 rappresenta un evento epocale destinato a generare forti ripercussioni economiche e sociali, allo stato attuale difficilmente stimabili. I dati relativi a contagi e decessi sono ancora in crescita in varie aree del mondo. In particolare, alla data dell'11 maggio 2020 la pandemia coinvolge 215 Paesi, conta quasi 5 milioni di casi accertati in tutto il mondo e ha provocato circa 318 mila morti (corrispondente a un tasso di letalità complessivo – ossia a una quota di decessi tra la popolazione contagiata – del 7% circa, a cui corrispondono differenze tra Paesi in alcuni casi significative).

Per un aggiornamento relativo alla situazione globale e al caso italiano si vedano rispettivamente:

- [contatore di contagio della Johns Hopkins University](#)
- [Ministero della salute](#)

Le epidemie più recenti legate a patologie respiratorie

La SARS si è diffusa dalla Cina in diversi Paesi del Sud Est asiatico nel 2003, risparmiando i Paesi europei che nel complesso hanno registrato solo alcuni casi (di cui quattro in Italia). L'epidemia di SARS ha provocato poco più di ottomila contagi e 774 decessi, equivalenti a un tasso di mortalità del 9,7%. La SARS non è sfociata in una pandemia grazie anche alla bassa contagiosità del virus. Dal 2004 non sono stati rilevati nuovi casi. Per tale virus, inoltre, non sono stati individuati né cure efficaci né vaccini.

Il virus H1N1 (cosiddetta influenza suina) è stato rilevato in Messico nel 2009. Il virus, appartenente alla famiglia dei virus influenzali di tipo A, si è diffuso velocemente in tutto il mondo. In base ai dati ufficiali dell'OMS, esso ha contagiato più di un milione e 600 mila individui causando più di 18 mila decessi, con un tasso di letalità stimato attorno all'1%. Studi successivi hanno stimato un numero di vittime molto superiore al dato ufficiale (oltre 200 mila). Per tale virus si è giunti in tempi brevi all'individuazione di un vaccino.

Nel 2012, è stata la volta del MERS-CoV (MERS è l'acronimo di Sindrome respiratoria del Medio Oriente), virus della famiglia dei coronavirus. L'epidemia si è manifestata dapprima in Arabia Saudita per poi espandersi in altri Paesi del Medio Oriente. Il virus non è mai scomparso: gli ultimi dati disponibili riferiscono di 2.494 contagi e 858 decessi con un tasso di mortalità stimato del 34%. Come per la SARS, anche per la MERS non sono stati individuati vaccini o cure efficaci.

La pandemia di Covid-19 si inserisce nel novero delle gravi patologie respiratorie comparse in anni recenti: la SARS (Sindrome respiratoria acuta e severa), rilevata in Cina a fine 2002; il virus H1N1 (cosiddetta influenza suina), rilevato in Messico nel 2009; il MERS-CoV (Sindrome respiratoria del Medio Oriente), diffusosi nel

2012 dapprima in Arabia Saudita e poi in altri Paesi del Medio Oriente. Questi virus erano caratterizzati da un inferiore tasso di morbilità (ossia erano meno contagiosi) del Covid-19, pur facendo registrare un tasso di mortalità più elevato (come nel caso di SARS e MERS-CoV).

Al propagarsi dell'infezione di Covid-19 a livello globale, sono emerse le fragilità di molti sistemi sanitari nazionali. Per allentare la pressione sulle strutture esistenti, sono stati approntati ospedali dedicati ai malati di Covid-19; in parallelo, sono state avviate innumerevoli ricerche volte a individuare cure efficaci e vaccini sicuri. Poiché il virus è apparso sin da subito molto contagioso e la trasmissione da uomo a uomo risulta possibile anche da individui asintomatici, i Governi dei Paesi colpiti sono ricorsi all'unica misura allo stato in grado di rallentare il ritmo del contagio, ossia il distanziamento sociale, secondo tempistiche e intensità variabili da caso a caso. In Europa, le prime misure adottate in tal senso sono state la sospensione dei voli da e per la Cina, cui hanno fatto seguito la chiusura di scuole, le limitazioni alla libera circolazione di persone anche all'interno dei confini nazionali, la sospensione di eventi pubblici, la chiusura di diverse attività produttive non essenziali (cosiddetto *lockdown*).

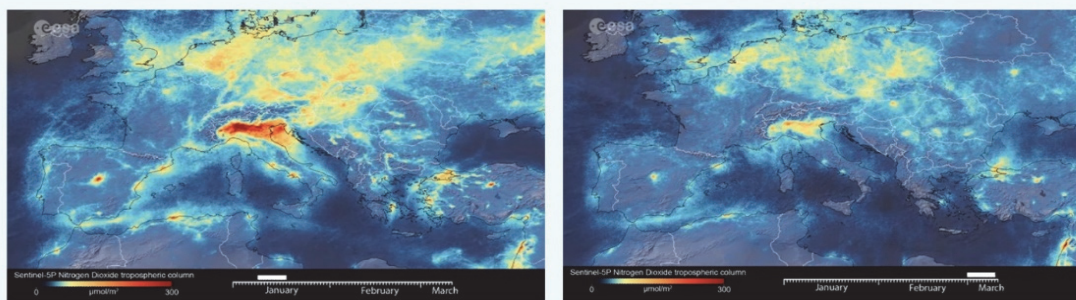
Il *lockdown* come misura di contenimento del contagio

La scelta ottimale a fronte di un'epidemia causata da un virus molto contagioso è l'applicazione immediata di misure volte a limitare l'interazione sociale tra gli individui, sebbene tali misure non possano arrestare bensì solo rallentare la diffusione del contagio in modo da ridurre le pressioni sul sistema sanitario e consentire l'affinamento delle tecniche di tracciamento dei contagi e del trattamento dei malati (Farboodi, Jarosch e Shimer, 2020). Nel caso del Covid-19, i Governi nazionali dei Paesi colpiti hanno dovuto adottare misure di distanziamento sociale (cosiddetto *lockdown*) nelle more della messa a punto di protocolli medici, di un vaccino e di cure specifiche validate clinicamente.

Il *lockdown* ha previsto vincoli alla mobilità degli individui (l'"invito" a stare a casa), la chiusura di scuole, università ed edifici pubblici, il fermo delle attività commerciali e dei servizi non essenziali, il ridimensionamento o la riorganizzazione delle attività produttive essenziali tesi a garantire la salute dei lavoratori, il contingentamento delle attività di importazione ed esportazione e l'azzeramento delle attività turistiche.

Una buona approssimazione della misura della portata del *lockdown* è rappresentata dal netto calo della concentrazione nell'atmosfera delle emissioni di diossido di azoto, una sostanza connessa all'utilizzo di combustibili fossili nelle attività industriali e nei trasporti, che le immagini satellitari riportate di seguito, relative al periodo gennaio- marzo 2020, permettono di cogliere per l'Europa e l'Italia.

Immagini satellitari della concentrazione di diossido di azoto nell'atmosfera prima e dopo il *lockdown*



Fonte: Agenzia Spaziale Europea. Immagini fornite dal satellite Copernicus Sentinel-5P.
https://www.esa.int/ESA_Multimedia/Videos/2020/03/Coronavirus_nitrogen_dioxide_emissions_drop_over_Italy

DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA

Dopo la prima fase emergenziale, si è acceso il dibattito sulle ripercussioni economiche e sociali della crisi e sulle misure più adeguate per mitigarne l'impatto. Sebbene permetta di contenere il contagio, il distanziamento sociale determina infatti pesanti ripercussioni sull'attività economica e finanziaria del Paese che se ne avvale. I parametri cruciali per la stima della durata e della gravità degli effetti economici sono: il tasso di morbilità; il tasso di mortalità; il numero di giornate lavorative perse per malattia e in seguito all'applicazione delle misure di distanziamento sociale adottate per rallentare l'epidemia. L'incertezza sul valore di questi parametri ha reso complicato stimare l'impatto economico della pandemia, pur essendo chiari sin da subito i canali di trasmissione della crisi.

In generale, **le ricadute economiche di un'emergenza sanitaria che richieda misure di distanziamento sociale dipendono dagli effetti, diretti e indiretti, che ne discendono sia sull'offerta sia sulla domanda.**

La contrazione imprevista dell'offerta (**shock negativo dell'offerta**) è un effetto diretto del lockdown, ossia dell'interruzione delle filiere produttive ritenute non essenziali. Ove possibile, si può avviare al fermo delle attività 'in presenza fisica' attraverso il lavoro da remoto (cosiddetto *smart working*). Tale soluzione organizzativa non è tuttavia applicabile in modo generalizzato: ne sono esclusi, ad esempio, alcuni comparti a stretto contatto con il pubblico del settore dei servizi (come turismo e ristorazione) e del settore industriale, dove il lockdown determina la chiusura di impianti e stabilimenti. Le conseguenze dell'interruzione della produzione in un comparto e in una determinata area geografica possono inoltre estendersi ad altri comparti e ad altre aree geografiche, a seconda del livello di integrazione verticale delle attività (ossia delle interdipendenze lungo la catena produttiva di un determinato bene o servizio) e delle connessioni geografiche, amplificando così lo shock iniziale.

Allo *shock* dal lato dell'offerta si aggiunge inoltre uno **shock dal lato della domanda**, innescato da molteplici fattori.

Le misure restrittive alla mobilità individuale provocano, nell'immediato, il **calo dei consumi** (come nel caso, ad esempio, di turismo, commercio al dettaglio, trasporti, intrattenimento di massa).

A questo si aggiunge il cosiddetto **effetto reddito**: il rallentamento o la chiusura temporanea di alcune attività, infatti, può determinare un calo del reddito disponibile alle famiglie poiché molti lavoratori subiscono una riduzione della retribuzione oppure, nell'ipotesi peggiore, perdono il lavoro.

La crisi innesca inoltre un **effetto ricchezza**, poiché le attività finanziarie possedute dagli individui possono perdere di valore per effetto dell'andamento negativo dei mercati finanziari.

Infine, la pandemia aumenta l'**incertezza**, soprattutto nei casi in cui non sia agevole stimarne la durata e gli sviluppi. Sul piano psicologico, l'incertezza comporta una paralisi della domanda, poiché gli individui tendono a limitare i consumi al minimo indispensabile, a rimandare le spese e a rafforzare il risparmio precauzionale. Il calo della domanda derivante dall'incertezza e dal crollo della fiducia dovrebbe essere transitorio, dovendosi moderare al superamento della pandemia e alla rimozione dei vincoli alla mobilità individuale. Anche l'effetto ricchezza potrebbe risultare transitorio, almeno in parte, se gli investimenti finanziari nei portafogli delle famiglie, ad esempio, recuperano il valore perso durante la crisi a seguito della ripresa dei mercati finanziari. Più persistente potrebbe risultare, invece, l'effetto reddito nel caso in cui numerose imprese fallissero e, di conseguenza, il tasso di disoccupazione aumentasse in modo significativo: il reddito complessivamente disponibile subirebbe in questo caso una contrazione permanente e, in assenza di interventi pubblici di sostegno, i consumi si ridurrebbero in maniera duratura.

La contrazione della domanda amplifica lo *shock* sull'offerta, generando **ripercussioni eterogenee sui settori produttivi**. Per alcuni settori (come quello farmaceutico, delle telecomunicazioni o dell'*high tech*) la pandemia non dovrebbe comportare sviluppi avversi (nel caso delle telecomunicazioni, ad esempio, le restrizioni alla libertà di movimento si associano a un aumento delle comunicazioni e del traffico dati). Il settore primario (agricoltura, pesca, allevamento e attività agroalimentari industriali e logistiche connesse) dovrebbe registrare nell'immediato effetti molto contenuti, anche se potrebbe risentire delle eventuali

difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (ad esempio per l'indisponibilità di manodopera per i raccolti). Comparti come quello del turismo, della ristorazione e dell'intrattenimento sono invece destinati a subire ripercussioni significative.

Un'ulteriore amplificazione degli effetti della crisi passa attraverso il **sistema finanziario**, ossia i mercati finanziari e le banche. Lo sviluppo della pandemia e delle sue conseguenze economiche si ripercuote sull'andamento dei **mercati finanziari** determinando una diminuzione del valore dei titoli che, come ricordato, riduce la ricchezza finanziaria delle famiglie e la loro propensione al consumo. L'andamento negativo dei mercati, inoltre, riduce la capacità di raccogliere risorse sul mercato da parte dei soggetti prenditori di fondi (ossia lo Stato e le imprese) perché si riduce la propensione dei potenziali investitori ad assumere rischio (vedi la scheda sugli [investimenti durante la crisi](#)). La crisi, infine, potrebbe avere effetti negativi anche sulle **banche**, che a loro volta potrebbero ridurre l'erogazione di credito a famiglie e imprese a fronte delle possibili difficoltà a recuperare i prestiti già concessi e nel timore che i nuovi prestiti non vengano rimborsati. La contrazione del credito non farebbe altro che esacerbare la contrazione dei consumi da parte delle famiglie e degli investimenti da parte delle imprese.

L'impatto della crisi sulle banche

Il deterioramento delle condizioni economiche generali determinato dalle misure di distanziamento sociale si ripercuote sulla qualità degli attivi delle banche a causa di molteplici fattori, tra i quali l'aumento del tasso di insolvenza atteso dei crediti concessi a famiglie e imprese. Buona parte degli attivi delle banche è infatti costituita dai prestiti a soggetti privati. La qualità del credito peggiora se famiglie e imprese ritardano i pagamenti previsti per il rimborso del debito o non riescono a rimborsare i finanziamenti ottenuti.

Gli attivi delle banche risentono anche dell'andamento negativo dei mercati dei titoli di Stato se questi ultimi costituiscono una quota significativa delle attività possedute dagli istituti creditizi. Durante una crisi, infatti, il peggioramento delle prospettive economiche di un paese e le aspettative di ripercussioni negative sulle finanze pubbliche possono determinare un incremento dei rendimenti dei titoli pubblici con una conseguente riduzione del loro valore. Tali dinamiche determinano, così, una diminuzione degli attivi delle banche che detengono tali titoli.

Il peggioramento della qualità degli attivi riduce la solidità patrimoniale delle banche. Questo effetto, unitamente agli andamenti negativi dei corsi azionari e obbligazionari, rende più costosa e più difficile la raccolta di nuovi fondi utilizzabili anche per la concessione di nuovi prestiti.

Nelle due crisi più recenti, ossia la crisi *subprime* nel 2008 e la crisi del debito sovrano nel 2011, le difficoltà del settore bancario e la conseguente contrazione del credito al settore privato hanno rappresentato fattori determinanti nell'amplificare la recessione economica. Rispetto al 2008, le condizioni complessive del sistema bancario appaiono tuttavia notevolmente migliorate, anche per effetto di nuove norme prudenziali più stringenti e più efficaci nel mitigare almeno in parte la pro-ciclicità insita nell'attività di intermediazione creditizia.

Una pandemia infine può determinare un forte shock esogeno sulle finanze pubbliche, derivante dalle poderose misure poste in essere da un lato per adeguare il sistema sanitario all'emergenza in atto e dall'altro per sostenere i redditi di famiglie e imprese, il flusso di credito all'economia e il buon funzionamento dei mercati. Lo squilibrio nei conti pubblici risulta poi accentuato dalla contestuale riduzione delle entrate fiscali attuali e future connessa da un lato al differimento degli adempimenti fiscali e dall'altro alla contrazione del prodotto. Si tratta di un impatto particolarmente rilevante per i paesi caratterizzati da una maggiore vulnerabilità in tale ambito per effetto dell'elevato stock di debito pubblico accumulato negli anni.

L'intensità della crisi economica

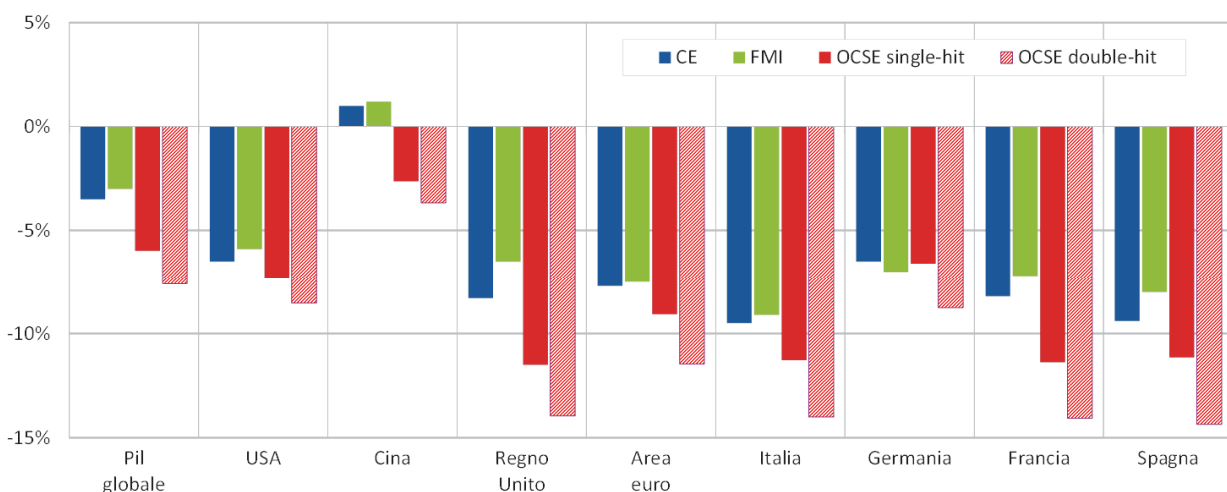
È possibile stimare con un certo grado di accuratezza l'impatto complessivo della pandemia sulla crescita economica a livello sia globale sia domestico? In generale, per quantificare l'impatto economico di una crisi si può ricorrere a dati storici relativi a precedenti simili. Nel caso della pandemia di Covid-19, però, il riferimento alle esperienze passate (quali, ad esempio, le epidemie di SARS, H1N1 e MERS-CoV) può risultare poco utile. La stessa considerazione vale rispetto alla modellistica sviluppata in passato per prevedere gli effetti di un'emergenza sanitaria, poiché essa si basa sull'ipotesi che il contagio si esaurisca in tempi brevi e che l'evoluzione della pandemia sia agevolmente prevedibile.

Le evidenze raccolte nei primi mesi del 2020 non permettono di stimare la durata della pandemia. Numerosi esperti paventano nuove ondate di contagio, che talune aree dei paesi asiatici hanno cominciato a sperimentare già nel secondo trimestre del 2020. Rimane quindi elevata l'incertezza sulle prospettive economiche globali e sull'ampiezza della crisi che il mondo dovrà fronteggiare. Nel breve periodo la diffusione asincrona del contagio tra i diversi paesi potrebbe ritardare l'allentamento delle restrizioni alla mobilità e alle attività produttive e pertanto avere un impatto negativo sulla ripresa. Nel medio periodo giocherà un ruolo fondamentale la persistenza dello shock dal lato dell'offerta. Il fallimento delle imprese, il conseguente calo di occupazione e reddito disponibile delle famiglie, la contrazione del risparmio del settore privato, il deterioramento prolungato della fiducia innescherebbero circoli viziosi le cui conseguenze dipendono anche dalle politiche economiche attuate al fine di mitigare l'impatto della crisi.

Diverse istituzioni e analisti di mercato hanno aggiornato le previsioni sulla crescita economica per il 2020 con revisioni fortemente al ribasso. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede per il 2020 un calo del Pil mondiale pari al 3%, che nelle economie avanzate si attesterebbe in media attorno al 6% e in quelle emergenti attorno all'1% (IMF, World Economic Outlook, aprile 2020). Risultano simili le previsioni della Commissione europea, che per l'area euro stima una contrazione del Pil del 7,7% nel 2020 seguita da un parziale recupero nel 2021 (Commissione europea, Spring Forecasts 2020).

In Italia la crisi si è manifestata in una fase in cui l'economia già denotava segnali di rallentamento, sebbene le condizioni complessive del sistema produttivo e finanziario fossero più solide rispetto al passato e le finanze pubbliche mostrassero un deficit di bilancio sotto controllo. Per il nostro Paese, che ha adottato misure di contenimento molto stringenti, il FMI stima un calo del Pil nel 2020 pari al 9,1% a fronte di una media dell'area euro del 7,5%; un dato simile e pari al 9,5% è stato pubblicato dalla Commissione europea.

Previsioni di crescita del Pil 2020 delle principali istituzioni internazionali



Fonte: Commissione europea, FMI, OCSE. Con riguardo alle stime OCSE, il dato 'single-hit' si riferisce allo scenario in cui la pandemia si esaurisca in una sola ondata di contagio, mentre il dato 'double-hit' si riferisce allo scenario in cui si ripresenti una seconda ondata di contagio entro la fine del 2020.

Gli sviluppi della crisi innescata da una pandemia: le indicazioni della ricerca economica

Alcuni lavori scientifici che hanno indagato gli effetti economici di una pandemia si basano sul presupposto che l'emergenza sia circoscritta al breve periodo e che vi sia certezza circa i tempi di riavvio dell'attività produttiva. Darby et al. (1998), ad esempio, con riferimento a un'ipotetica pandemia che dovesse colpire il Regno Unito per un periodo di tre mesi, stimano un calo del Pil elevato nel trimestre di emergenza (fino a sei punti percentuali nelle ipotesi più severe quanto a tassi di morbilità e di mortalità), destinato tuttavia a essere largamente riassorbito in seguito al successivo ripristino dei ritmi produttivi e della domanda ai livelli preesistenti la pandemia (la contrazione del Pil su base annua si attesterebbe attorno a uno o due punti percentuali a seconda degli scenari). Le stime peggiorano nel caso di chiusura delle scuole: in questo caso, infatti, il numero di giornate lavorative cala ulteriormente a causa dell'esigenza di accudimento dei figli (se la chiusura durasse 3 mesi, ad esempio, la contrazione del Pil su base annua sarebbe pari al 5% circa).

La Commissione europea, in uno studio del 2006, analizza l'impatto sull'economia dell'Unione di una ipotetica pandemia, caratterizzata da un tasso di morbilità del 30% e un tasso di mortalità del 2,5%. Nello scenario base (tre mesi di epidemia e tre settimane di fermo dell'attività produttiva) il calo del Pil stimato per il 2006 si attesterebbe a un livello inferiore al 2%. Negli scenari peggiori (caratterizzati, ad esempio, da un'epidemia e un fermo produttivo più prolungati, instabilità dei mercati finanziari, persistenza del calo della domanda derivante anche da effetti psicologici, riduzione del commercio estero), la contrazione del Pil si collocherebbe attorno al 4%.

Gli studi menzionati si basano sull'ipotesi che l'informazione sulle cause e sulla durata della crisi sia completa e che, a differenza di quanto accade di solito in occasione di una recessione, i suoi effetti svaniscano al risolversi dell'emergenza sanitaria: in questo contesto la ripresa economica è rapida e segue un percorso a V (cosiddetta *V-shaped recovery*). Le ipotesi suddette sono però molto forti e non valgono nel caso della crisi da Covid-19: ad esempio, è ancora difficile stimare la durata della pandemia visto che non è possibile stimare con un ragionevole grado di approssimazione il tasso di morbilità e il tasso di mortalità (quest'ultimo infatti è calcolato rispetto al numero di contagiati accertati che tuttavia potrebbe essere largamente sottostimato). Inoltre, si suppone che lo shock sulla domanda sia riassorbito al termine della pandemia, per effetto della immediata ripresa dei consumi (solo posticipati e non anche, per alcuni beni e servizi, permanentemente ridotti dalla crisi), trascurando le conseguenze dell'impatto psicologico della pandemia e il calo di fiducia innescato dalla crisi.

I primi studi riferiti specificamente al caso Covid-19 incorporano anche gli effetti di lungo periodo della pandemia. Fornaro e Wolf (2020), tra gli altri, arrivano alla conclusione che l'evoluzione della crisi potrebbe seguire un percorso a L (cosiddetto *L-shaped*), ossia sfociare in una stagnazione. In questo scenario, la pandemia deprimerebbe la domanda globale amplificando lo shock iniziale sull'offerta, a cui seguirebbe un lungo periodo nel quale le aspettative pessimistiche degli attori economici impedirebbero al sistema di allontanarsi da un equilibrio caratterizzato da bassa crescita e alta disoccupazione.

In linea con le previsioni delle maggiori istituzioni internazionali, a partire dal mese di marzo 2020 **gli indicatori che anticipano la congiuntura economica**, quali ad esempio gli indici di fiducia di imprese e consumatori, segnalano l'aspettativa di un netto calo dell'attività economica in tutti i maggiori Paesi europei.

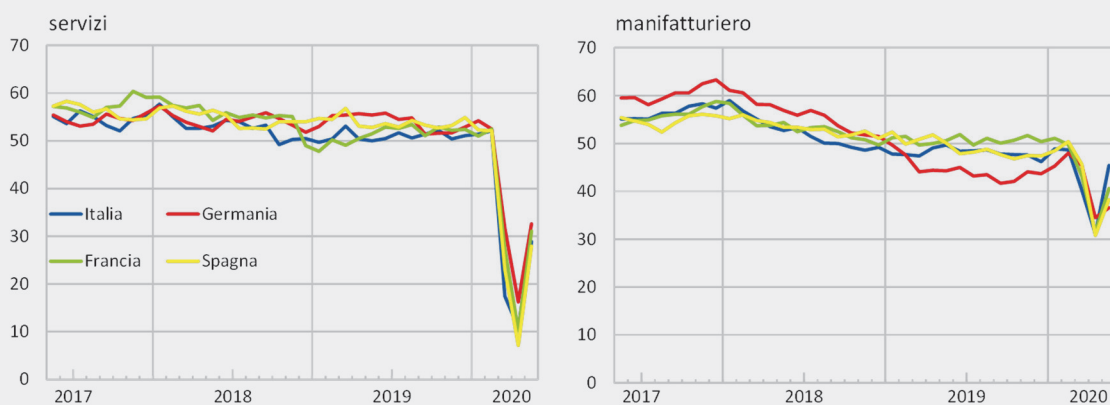
Gli indicatori di fiducia e la crisi

Gli indici di fiducia, elaborati mensilmente sulla base di dati di sondaggio, sono indicatori sintetici delle aspettative (ottimistiche o pessimistiche) che i soggetti intervistati nutrono sull'andamento futuro dell'attività economica complessiva o di una specifica grandezza economica.

Per le imprese, gli indici di fiducia a cui generalmente fanno riferimento gli analisti di mercato sono i cosiddetti PMI (*Purchasing Manager Indexes* o indici dei responsabili degli acquisti), elaborati da alcuni *data provider*, che rilevano il clima di fiducia in vari settori produttivi attraverso domande relative alle previsioni degli acquisti futuri.

La figura che segue riporta il PMI del settore dei servizi e il PMI del settore manifatturiero elaborati da Markit Economics. Per costruzione, un valore dell'indice inferiore a 50 indica un peggioramento della fiducia mentre un valore superiore a 50 indica un miglioramento della fiducia. Come si può notare dalla figura, a partire dalla diffusione dell'epidemia in Europa, gli indici di fiducia sono crollati, in particolare nel settore dei servizi, in tutti i principali Paesi dell'area euro.

Indici Markit PMI per i maggiori paesi dell'area euro
(dati mensili; aprile 2017 – maggio 2020)



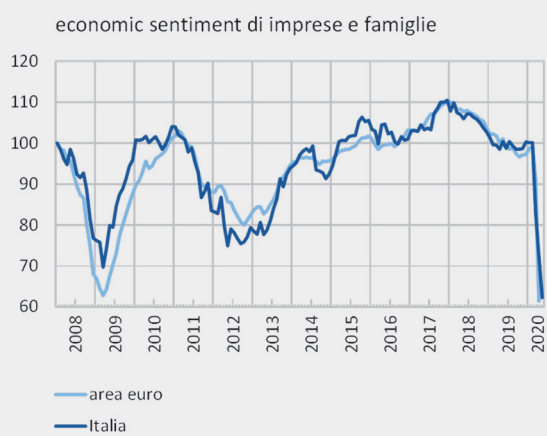
Fonte: Refinitiv Datastream.

La Commissione europea e i vari istituti nazionali di statistica europei elaborano mensilmente indicatori di fiducia (*economic sentiment*) sia delle imprese sia dei consumatori. Per questi indicatori, un andamento decrescente segnala un calo della fiducia (rispetto al periodo precedente) mentre un andamento crescente denota un aumento della fiducia.

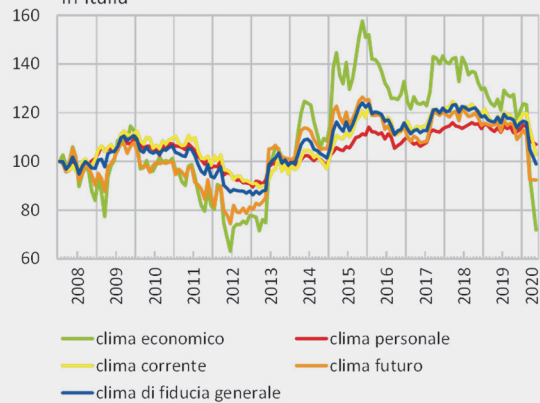
La figura seguente mostra la drastica riduzione degli indicatori di fiducia elaborati dalla Commissione europea per il primo trimestre del 2020 sia per l'Area euro, dove *l'economic sentiment* si è portato sui livelli del 2008, sia per l'Italia, che essendo stata colpita in anticipo dalla pandemia ha registrato un calo più significativo. Gli indici ISTAT, inoltre, evidenziano un calo della fiducia dei consumatori in più ambiti (generale, personale, ecc.) e, in particolar modo, in quello relativo al clima economico.

Indicatori di *sentiment*

(dati mensili; gennaio 2008 – maggio 2020; gennaio 2008 = 100)



clima di fiducia dei consumatori e sue componenti in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Commissione Europea-DG ECFIN e ISTAT.

LA CRISI IN ITALIA

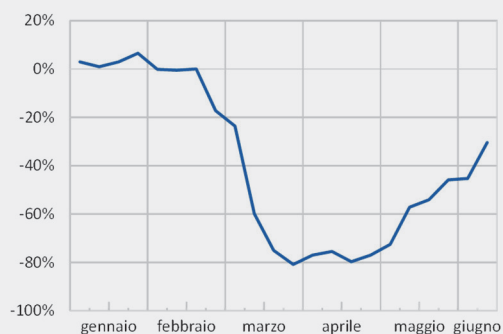
Le misure di distanziamento sociale introdotte nel nostro Paese a seguito della pandemia sono state severe e hanno riguardato dapprima la chiusura delle scuole e la sospensione di eventi pubblici (5 marzo 2020), poi a partire dal 9 marzo l'introduzione di varie limitazioni alla libera circolazione di persone anche all'interno dei confini nazionali, per culminare, il 28 marzo, nel fermo all'attività di diversi settori produttivi ritenuti non essenziali e nel ricorso, ove possibile, al lavoro da remoto (*smart working*). L'ampiezza della portata delle misure di distanziamento sociale adottate in Italia si può cogliere attraverso alcuni indicatori congiunturali relativi, ad esempio, al traffico autostradale e alla domanda di energia elettrica. Le restrizioni sono state gradualmente rimosse a partire dal 4 maggio; dal 3 giugno, infine, sono stati rimossi i limiti alla libera circolazione nel territorio nazionale (cosiddetta fase due; vedi le [misure del Governo](#)).

Indicatori congiunturali dell'impatto del lockdown in Italia

L'intensità degli effetti delle misure di distanziamento sociale adottate in Italia si coglie attraverso alcuni indicatori congiunturali, disponibili quasi in tempo reale, relativi al traffico autostradale e alla domanda di energia elettrica.

Volume di traffico autostradale

(dati settimanali; gennaio 2020 - giugno 2020; var% sul periodo corrispondente del 2019)



Fonte: Atlantia (dati ASPI).

Fabbisogno giornaliero di energia elettrica

(dati giornalieri; 1° gennaio 2020-12 giugno 2020; media mobile su 7 giorni; migliaia di MW)

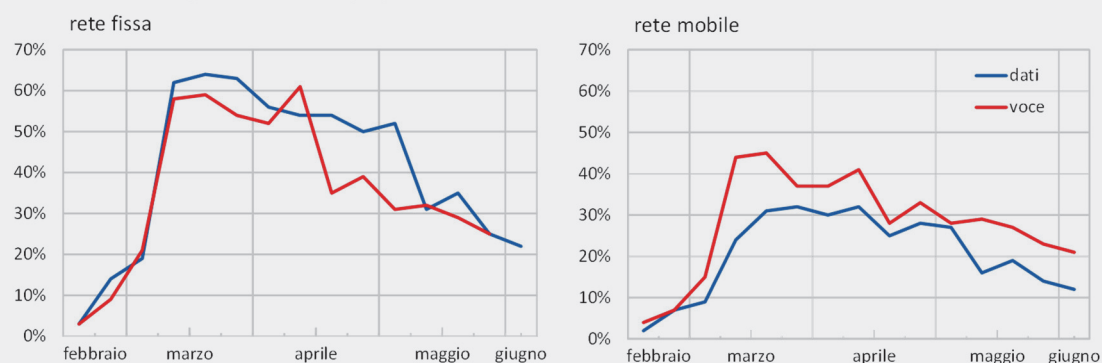


Fonte: Terna.

Il considerevole incremento del traffico dati e voce comunicati dagli operatori di telefonia fissa e mobile fornisce, inoltre, un quadro dell'ampio ricorso al lavoro da remoto in molte attività in comparti pubblici e privati in Italia.

Incremento del volume di traffico settimanale dati e voce

(dati settimanali; gennaio 2020 - giugno 2020)



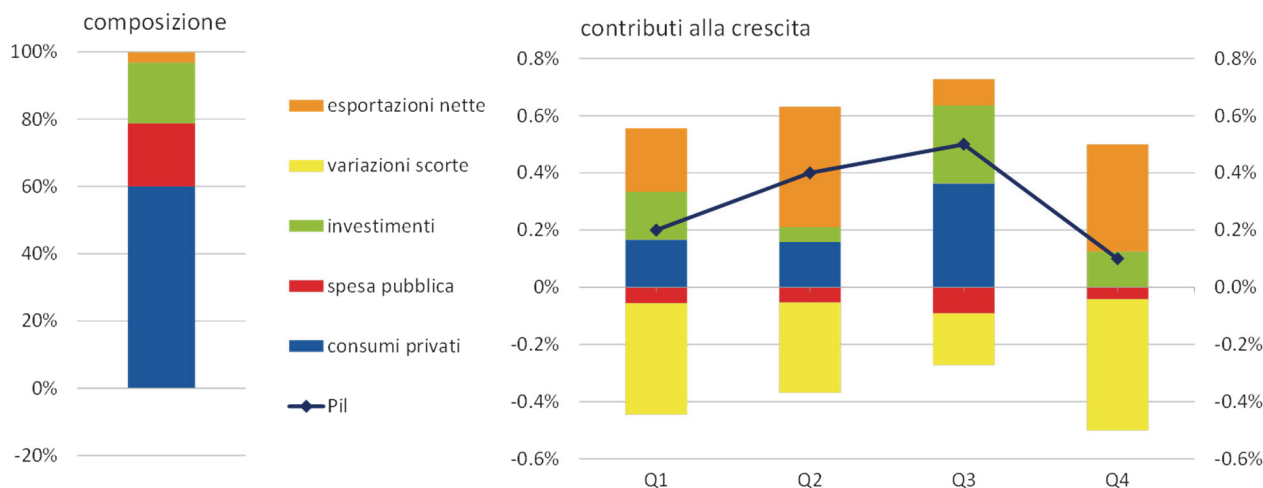
Fonte: AGCOM, Comunicazione del 28 maggio 2020 sul monitoraggio del traffico dati e voce. L'incremento dei volumi è calcolato rispetto alla seconda settimana di febbraio 2020.

Gli effetti economici del *lockdown* sono apparsi sin da subito severi. Come illustrato in precedenza, le previsioni sulle prospettive economiche pubblicate da diverse istituzioni internazionali mostrano un impatto della crisi molto più marcato in Italia rispetto a quello stimato per altre economie avanzate e, in particolare, per quelle dell'area euro. Ciò dipende da vari fattori. In primo luogo in Italia l'epidemia si è diffusa con alcune settimane di anticipo rispetto alle altre economie avanzate (vedi le [misure del Governo](#)). Tale circostanza ha determinato il mantenimento di misure di distanziamento sociale per un periodo più prolungato con impatti diretti legati alla sospensione delle attività dei settori sottoposti a fermo produttivo e impatti indiretti legati al deterioramento delle relazioni intersettoriali, al calo del reddito disponibile e quindi dei consumi dei lavoratori, al calo della fiducia e all'aumento dell'incertezza. Le ultime analisi ISTAT su dati di contabilità nazionale relativi al 2017 indicano che la limitazione delle attività produttive nel mese di marzo 2020 coinvolgerebbe il 34% della produzione e circa il 27% del valore aggiunto (ISTAT Nota Mensile n. 3/2020). I dati ISTAT per il primo trimestre del 2020, infine, mostrano che il Pil ha registrato un calo pari al 5,3% rispetto al trimestre precedente e al 5,4% nei confronti del primo trimestre del 2019 (vedi il comunicato stampa dell'Istat [«Le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021»](#)).

In secondo luogo, l'attività economica in Italia si caratterizza per il contributo significativo di uno dei settori più duramente colpiti dalla crisi, ossia il settore terziario. Secondo il World Travel and Tourism Council (WTTC), nel 2017 l'industria turistica in Italia ha contribuito al 5,5% del Pil; se si considerano anche gli effetti indiretti, quali ad esempio quelli derivanti dai consumi dei lavoratori nel settore (che impiega circa il 6,5% degli occupati), il dato supera il 13% (a fronte del 9,5% e dell'8,6% rispettivamente per Francia e Germania). L'epidemia farà sentire i suoi effetti economici più intensamente e più a lungo nel settore dei servizi (a cui si riferiscono attività come il turismo, la ristorazione e l'intrattenimento) rispetto ad altri settori, quali ad esempio quello manifatturiero.

In terzo luogo l'economia italiana è fortemente dipendente dalle esportazioni, come si evince dai dati relativi ai contributi alla crescita del Pil riportati nella figura che segue.

Il Pil italiano nel 2019: composizione e contributi alla crescita delle diverse componenti



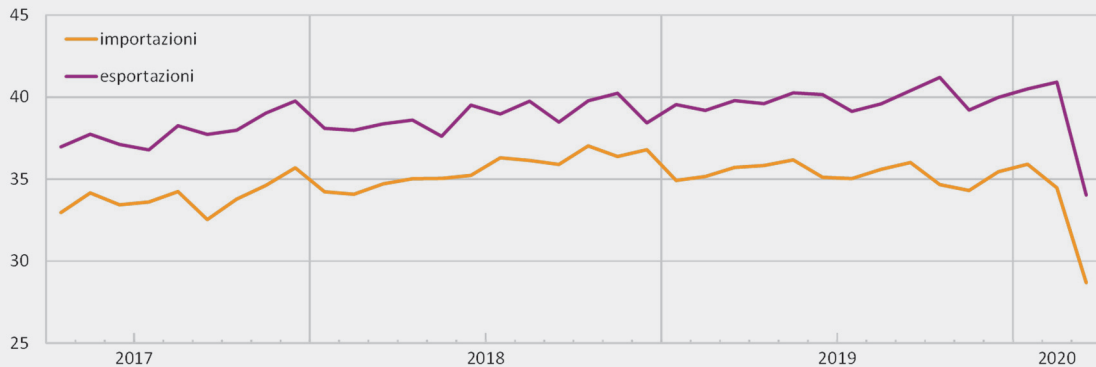
Fonte: ISTAT.

Questa circostanza determina un'ampia contrazione del prodotto nei periodi, come quello attuale, in cui il calo del commercio internazionale risulta particolarmente rilevante. Stime recenti della Banca d'Italia e del FMI indicano una riduzione del commercio globale nel 2020 dell'ordine del 10% circa, valore analogo a quello registrato nel 2009.

Andamento del commercio estero dell'Italia

In base agli ultimi dati pubblicati dall'ISTAT, la riduzione delle importazioni nel mese di marzo 2020 è stata pari al 16,8% su base congiunturale (ossia rispetto al mese precedente) e del 19,7% su base tendenziale (ossia rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente). Il calo delle esportazioni è stato rispettivamente del 16,8% e del 14,5%.

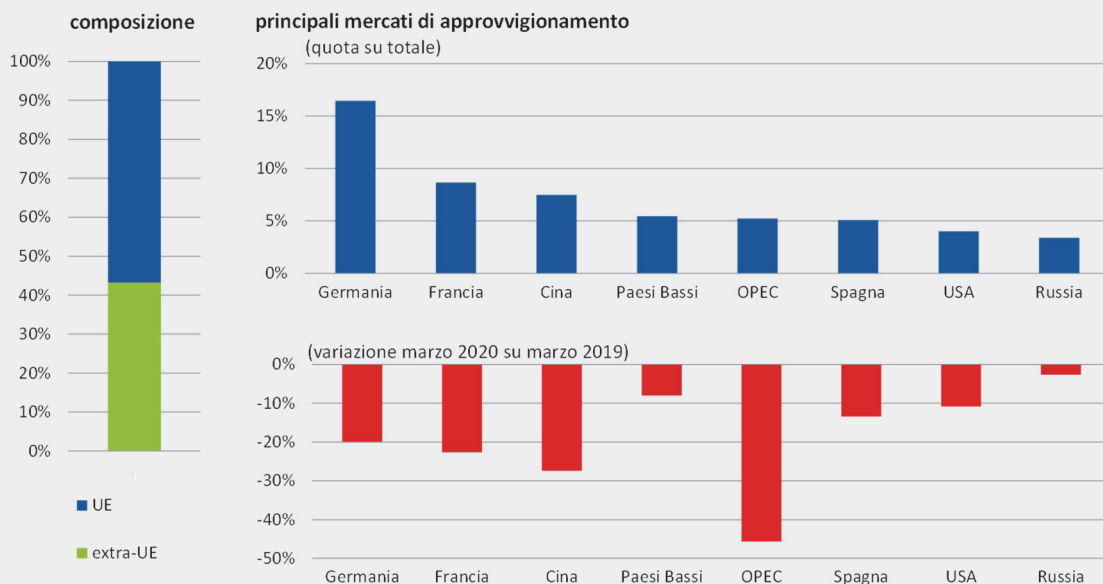
Andamento di importazioni ed esportazioni italiane (dati mensili in miliardi di euro; aprile 2017 – marzo 2020)



Fonte: ISTAT.

Il calo delle importazioni per mercato di approvvigionamento si attesta attorno al 20% per i primi due Paesi, ossia Germania e Francia. Se si esclude il dato riferibile ai paesi OPEC (legato alla riduzione senza precedenti del prezzo del petrolio), la contrazione più rilevante si registra con riferimento alle importazioni dalla Cina (-27,4%), che da sole rappresentano il 7,5% dei beni complessivamente importati.

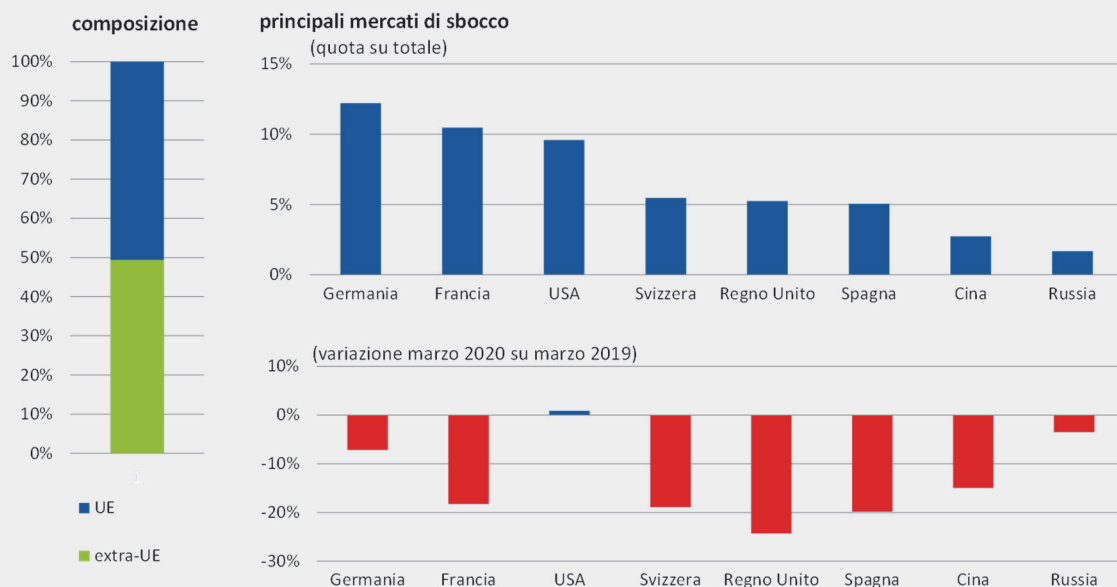
Principali mercati di importazione dell'Italia nel 2020



Fonte: ISTAT.

Con riferimento alle esportazioni, il calo maggiore è stato registrato verso il Regno Unito (-24%), la Spagna (-20%) e la Svizzera (-19%), che assieme rappresentano circa il 16% delle esportazioni italiane. Significativo risulta anche il dato riferito alla Francia (-18%), che costituisce il secondo mercato di sbocco delle merci italiane con una quota di oltre il 10% sul totale.

Principali mercati di esportazione dell'Italia nel 2020



Fonte: ISTAT.

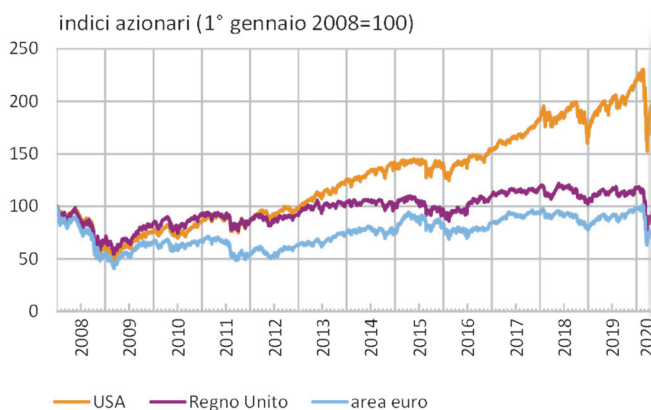
In Italia anche le conseguenze sociali della crisi sembrerebbero potenzialmente più rilevanti rispetto agli altri Paesi europei. Un'indagine pubblicata ad aprile 2020, promossa dall'Osservatorio Giovani dell'Istituto Toniolo e dal Ministero per le Pari Opportunità e la Famiglia, relativa a un campione di individui di età compresa fra i 18 e i 34 anni e residenti nei principali Paesi europei, evidenzia che il 60% dei giovani italiani ritiene che l'emergenza sanitaria avrà conseguenze negative sui propri piani futuri, seguiti a distanza dai giovani francesi e tedeschi (rispettivamente il 46% e il 42%). In particolare, gli intervistati italiani, a seconda dell'ambito di riferimento, esprimono tassi di rinuncia ai propri progetti di vita fino a 20 punti percentuali superiori a quelli dichiarati dai coetanei europei, che affermano invece più frequentemente di dover soltanto posticipare i propri progetti.

L'IMPATTO SUI MERCATI FINANZIARI

La forte incertezza sulle prospettive economiche globali ha innescato forti turbolenze sui **mercati azionari** che, a livello mondiale, si sono riflesse in ampi cali dei corsi e in un incremento della volatilità. L'impatto è stato differente a seconda delle aree geografiche e dei settori, in funzione dell'esposizione alla pandemia e agli effetti delle misure di *lockdown*.

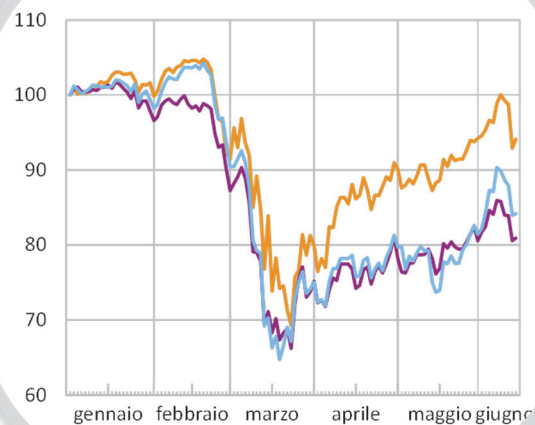
La figura che segue confronta l'andamento dei prezzi delle azioni delle maggiori società statunitensi, britanniche e dell'eurozona, ossia rispettivamente degli indici S&P500 per gli USA, FTSE100 per il Regno Unito e EuroStoxx50 per l'area euro. Quest'ultimo, nel periodo di massimo calo, si è portato al di sotto del livello registrato all'inizio del 2007. Anche la volatilità dei prezzi è aumentata in maniera significativa, portandosi a livelli di gran lunga superiori a quelli registrati in occasione di altre crisi (come quella [finanziaria o subprime nel 2008](#) e [del debito sovrano nel 2011](#)).

Andamento degli indici azionari nei Paesi avanzati (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)

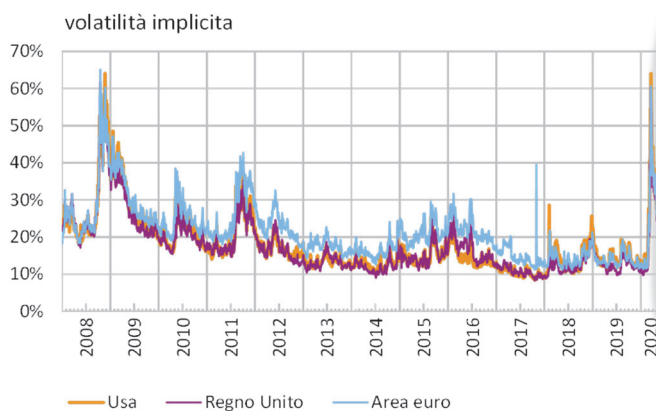


Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce allo S&P500 per gli USA, al FTSE100 per il Regno Unito e all'EuroStoxx50 per l'area euro.

(1° gennaio 2020=100)



Volatilità degli indici azionari nei Paesi avanzati (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



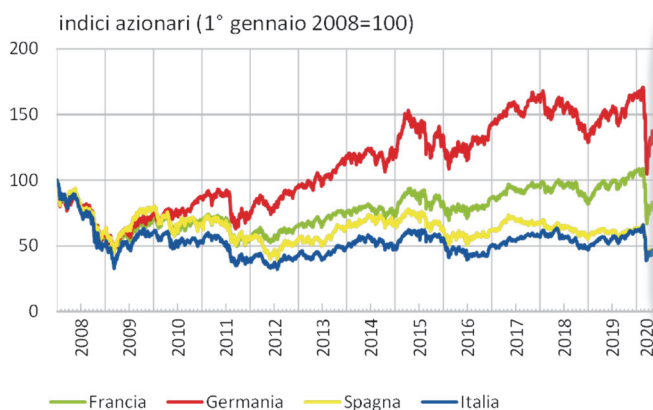
Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce allo S&P500 per gli USA, al FTSE100 per il Regno Unito e all'EuroStoxx50 per l'area euro.

dal 1° gennaio 2020

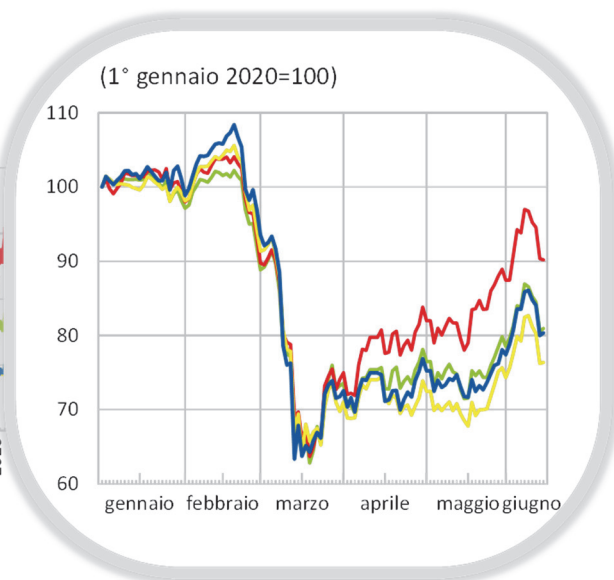


In ambito domestico, il 12 marzo, ossia durante la prima settimana di *lockdown*, il principale indice azionario italiano (FtseMib) registrava una flessione da inizio anno pari al 36,6%. La contrazione superava il 30% anche negli altri principali Paesi europei, nonostante a quella data essi non avessero ancora adottato misure di distanziamento sociale. Dopo il brusco calo delle prime settimane, tuttavia, i mercati azionari europei hanno registrato un lento recupero.

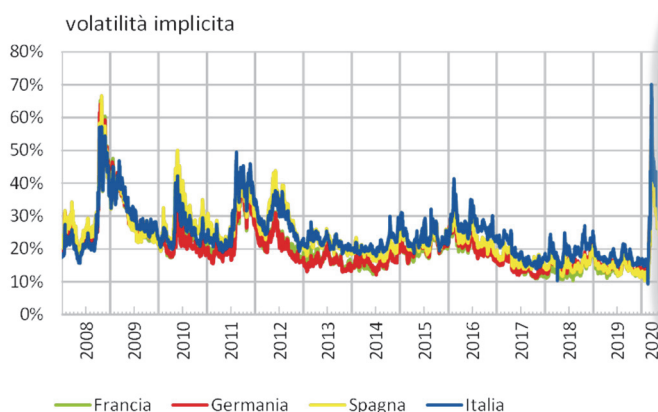
Andamento degli indici azionari nei Paesi area euro (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



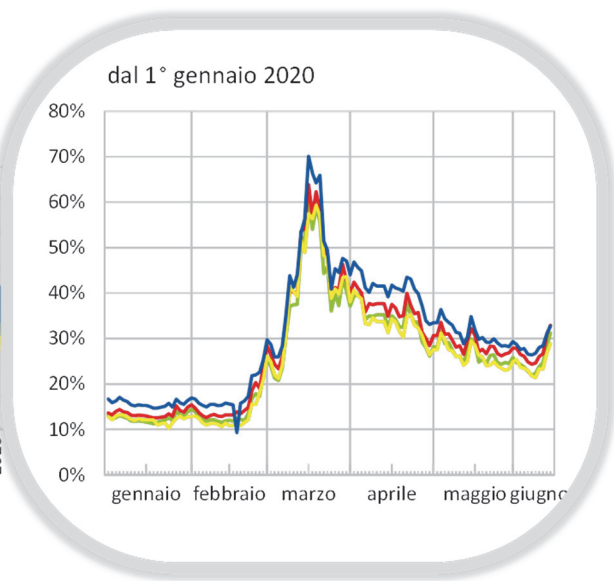
Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce al Cac40 per la Francia, Dax30 per la Germania, Ibex35 per la Spagna e Ftse Mib per l'Italia.



Volatilità degli indici azionari nei Paesi area euro (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce al Cac40 per la Francia, Dax30 per la Germania, Ibex35 per la Spagna e Ftse Mib per l'Italia.



Anche i **mercati dei titoli di Stato e delle obbligazioni emesse da società private** hanno sperimentato un calo dei prezzi, che in alcuni casi è risultato più ampio per l'Italia.

La crisi scatenata dalla pandemia può avere effetti anche sulle **banche italiane**, anche se esse sono più robuste rispetto al passato grazie a molteplici operazioni di rafforzamento patrimoniale e di miglioramento della qualità degli attivi.

L'andamento dei mercati obbligazionari pubblici e privati

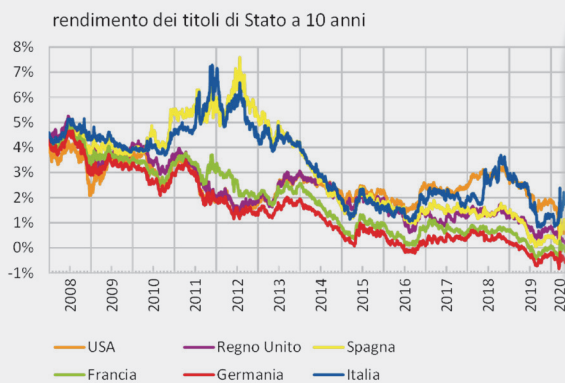
Al pari dei mercati azionari, anche i mercati obbligazionari hanno risentito delle incertezze innescate dalla pandemia di Covid-19.

Con riferimento ai mercati dei titoli di Stato, le tensioni sono scaturite principalmente dalle aspettative di un rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica. I programmi di intervento posti in essere dai diversi governi per sostenere i sistemi sanitari nell'emergenza epidemiologica e mitigare l'impatto del *lockdown* sull'economia reale sono risultati, infatti, di ammontare straordinariamente elevato. Sin dai primi giorni di marzo i mercati secondari dei titoli di Stato hanno visto un incremento dei rendimenti in tutte le economie avanzate. Analoghe dinamiche sono state osservate con riferimento ai credit default swap (CDS) sul debito sovrano (vedi la [scheda sui derivati](#)).

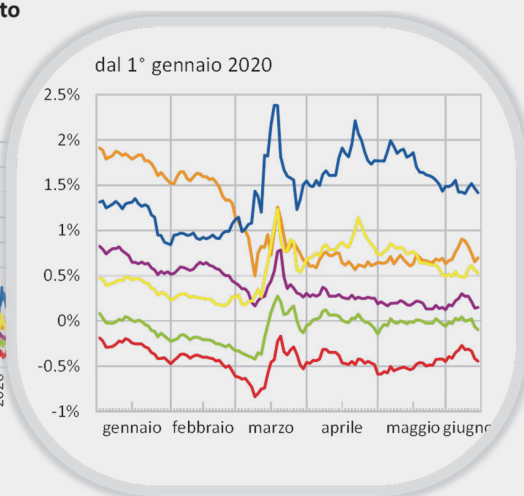
L'incremento dei rendimenti sui titoli di Stato è risultato particolarmente marcato per l'Italia: nel primo trimestre dell'anno, ad esempio, i rendimenti delle obbligazioni con scadenza a 10 anni hanno raggiunto valori prossimi al 2,5 % dall'1,3% registrato all'inizio dell'anno. Lo spread tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani con scadenza a 10 anni (BTP) e il benchmark tedesco è salito velocemente a metà marzo, raggiungendo il picco di 320 punti base (da una media di circa 145 punti base registrata nei due mesi precedenti). Analoghe tensioni hanno coinvolto i mercati secondari dei titoli pubblici di altri paesi europei. La Banca centrale europea (BCE) è intervenuta in breve tempo, annunciando un programma straordinario di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) finalizzato a ripristinare il corretto funzionamento dei mercati dei titoli pubblici europei e assicurare l'efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria. L'annuncio di tale misura ha notevolmente attenuato le tensioni sui mercati secondari dei titoli di Stato, che hanno registrato una rapida riduzione dei rendimenti (rimasti comunque su livelli superiori ai valori medi di febbraio 2020): lo spread tra BTP e Bund a 10 anni, ad esempio, si è attestato in media a 205 punti base a marzo (140 punti a febbraio).

Le ripercussioni della crisi in atto si sono osservate, in tutte le principali economie avanzate, anche rispetto alle obbligazioni private. In particolare, sul mercato secondario i rendimenti degli indici obbligazionari hanno registrato un incremento pari a oltre due punti percentuali per il settore bancario e a un punto percentuale e mezzo per quello non finanziario. Le banche italiane hanno registrato l'aumento più elevato rispetto ai *competitors* stranieri.

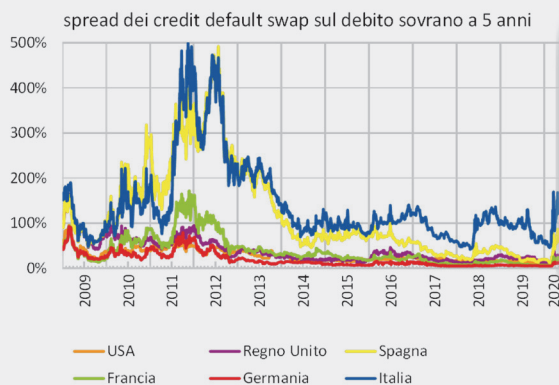
Andamento a scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato per le maggiori economie avanzate (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



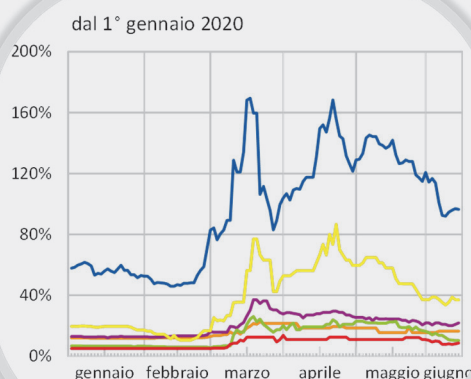
Fonte: Refinitiv Datastream.



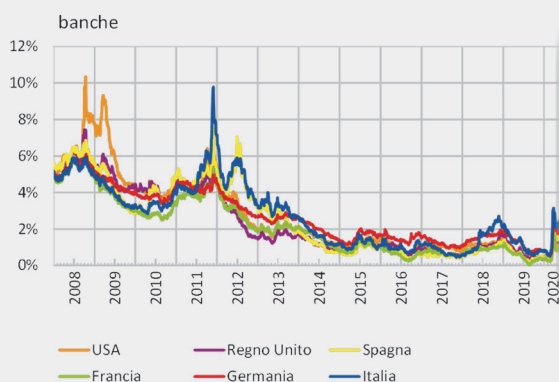
Andamento a scadenza degli spread su CDS sul debito sovrano per le maggiori economie avanzate (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



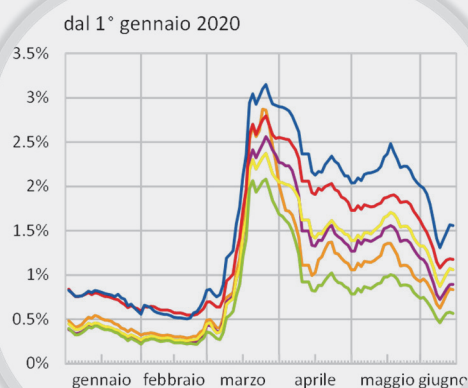
Fonte: Refinitiv Datastream.



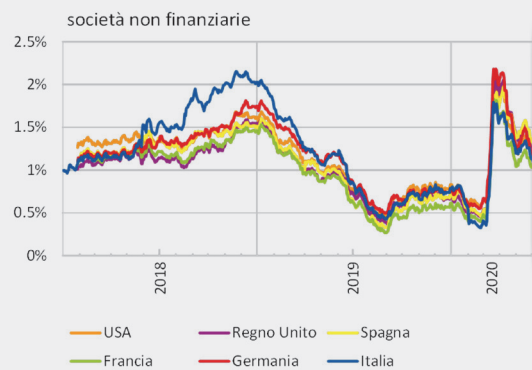
Andamento rendimenti a scadenza indici Markit Iboxx delle maggiori economie avanzate (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



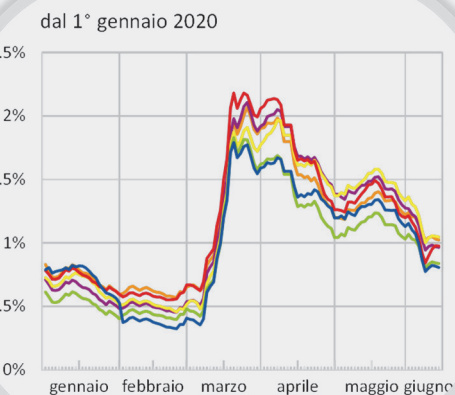
Fonte: Refinitiv Datastream.



Andamento rendimenti a scadenza indici Markit Iboxx delle maggiori economie avanzate (dati giornalieri; 1° gennaio 2018 – 12 giugno 2020)



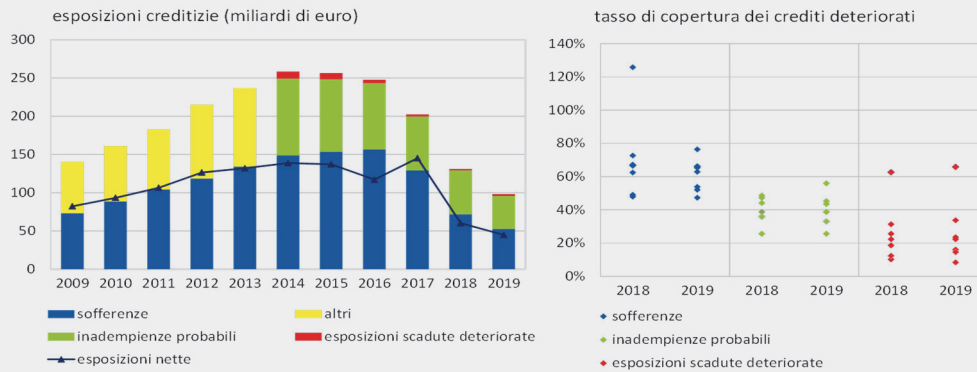
Fonte: Refinitiv Datastream.



L'impatto della crisi sulle banche italiane

Nell'ultimo decennio, le banche italiane, dopo le pesanti conseguenze della [crisi subprime](#) e della [crisi del debito sovrano](#), hanno registrato miglioramenti significativi dei propri attivi grazie a molteplici operazioni tese all'innalzamento del patrimonio (principalmente attraverso aumenti di capitale) e al miglioramento della qualità del patrimonio. Quest'ultima ha beneficiato della riduzione del peso dei titoli di Stato italiani presenti in portafoglio (e della conseguente esposizione ad andamenti negativi del mercato dei titoli del debito sovrano) e del miglioramento della qualità del credito, dovuto a politiche di gestione del rischio più stringenti e a numerose operazioni di cessione di parte delle consistenze di crediti problematici accumulate nel tempo.

Qualità del credito delle maggiori banche italiane

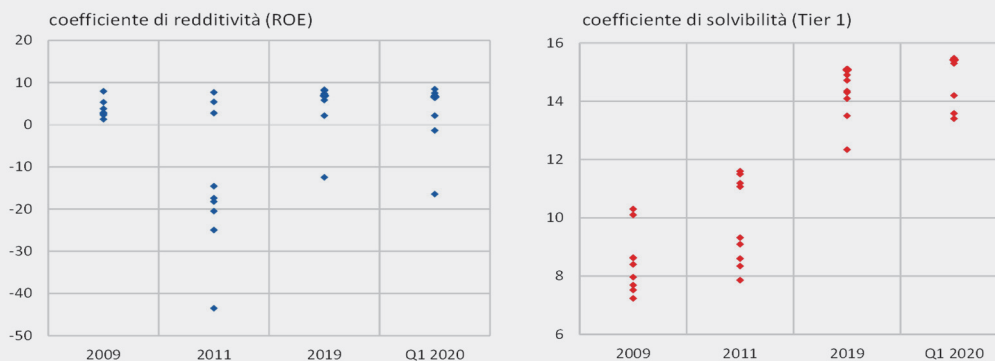


Fonte: elaborazioni su dati contenuti nei bilanci consolidati relativi ai primi otto gruppi bancari italiani per totale attivo. A partire dal 1° trimestre 2015 trova applicazione la nuova nozione di attività deteriorate adottata dalla Banca d'Italia nell'aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare 272 'Matrice dei Conti', in seguito al recepimento delle nuove definizioni di *non-performing exposures* (NPE) introdotte dalle norme tecniche di attuazione relative alle segnalazioni statistiche di vigilanza consolidate, armonizzate e definite dall'Autorità bancaria europea e approvate dalla Commissione europea il 9 gennaio 2015. Conseguentemente, i crediti deteriorati sono stati ripartiti nelle categorie delle sofferenze, inadempimenti probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, abrogando le nozioni di esposizioni incagliate e di quelle ristrutturare ricondotte nell'aggregato inadempimenti probabili, ad eccezione degli incagli oggettivi inseriti tra le esposizioni scadute e/o deteriorate.

Negli ultimi anni, inoltre, gli istituti di credito italiani hanno cambiato la composizione della raccolta di fondi, riducendo il peso delle emissioni obbligazionarie e privilegiando la fonte più stabile rappresentata dai depositi.

Sotto il profilo reddituale, invece, le banche italiane non hanno mostrato significativi miglioramenti, principalmente a causa della debolezza dei ricavi derivanti dalla tradizionale attività di intermediazione creditizia (il cosiddetto margine di interesse). Tali ricavi, infatti, dipendono essenzialmente dall'andamento dei tassi di interesse, che nell'ultimo decennio sono rimasti a livelli estremamente bassi.

Redditività e patrimonializzazione delle maggiori banche italiane



Fonte: elaborazioni su dati contenuti nei bilanci consolidati relativi ai primi otto gruppi bancari italiani per totale attivo.

LE MISURE A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA IN EUROPA E IN ITALIA

Governi, banche centrali e Autorità di regolazione dei mercati finanziari hanno adottato molteplici misure per far fronte agli impatti della crisi sull'attività economica e sul sistema finanziario.

A livello europeo, è stata resa disponibile una parte dei fondi di coesione già stanziati nel bilancio dell'Unione attraverso un'iniziativa denominata **CRII** ([Coronavirus Response Investment Initiative](#)). Per attenuare le ripercussioni occupazionali della crisi è stato inoltre attivato il programma **SURE** ([Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency](#)) con una disponibilità di 100 miliardi di euro che saranno utilizzati a completamento delle misure di cassa integrazione adottate da vari paesi europei. La Banca europea degli investimenti (BEI) ha proposto, inoltre, l'istituzione di un **fondo paneuropeo di garanzia per le piccole e medie imprese** di ammontare pari a 25 miliardi di euro che punterebbe a mobilitare risorse fino a 200 miliardi di euro in forma di finanziamenti. Tra aprile e maggio è stato raggiunto un accordo in ambito europeo finalizzato a dotare il Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) di un'**ulteriore linea di credito precauzionale rinforzata per un ammontare complessivo di 240 miliardi**). Il 27 maggio, inoltre, la Commissione europea ha proposto un nuovo fondo europeo temporaneo per la ricostruzione (denominato **Next Generation EU**) per un ammontare di 750 miliardi di euro, oltre al **rafforzamento dei fondi di bilancio** dell'Unione Europea per il periodo 2021-2027 per un ammontare complessivo di 1.100 miliardi.

Al contempo, la Banca Centrale Europea (BCE) e l'Autorità europea di vigilanza delle banche (EBA) hanno varato **misure** fortemente **espansive per sostenere la liquidità del sistema bancario** e consentire agli istituti di credito di continuare a finanziare adeguatamente le attività produttive e le famiglie. Tra le tante misure adottate, le più rilevanti sono: la riduzione dei tassi di interesse di riferimento; l'avvio di nuove operazioni di rifinanziamento che consentiranno alle banche di ottenere una maggiore liquidità dalla BCE a condizioni più vantaggiose; la mitigazione di alcuni criteri di vigilanza che potrebbero indurre le banche a ridurre i prestiti ai privati in momenti di recessione. Sono stati inoltre ampliati i programmi di acquisto di attività finanziarie (titoli) pubbliche e private, inclusa la carta commerciale e le obbligazioni emesse da società non finanziarie (**Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP**).

A livello nazionale sono stati varati interventi volti a sostenere la liquidità delle imprese e i redditi delle famiglie e ad assicurare l'accesso al credito, quali ad esempio il rilascio di garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese e l'assegnazione di sussidi alle famiglie in difficoltà. Sono stati inoltre differiti gli adempimenti fiscali a favore di diverse categorie di soggetti privati ed erogate moratorie creditizie (per informazioni di dettaglio sulle misure adottate dal Governo italiano si rimanda al [sito della Presidenza del Consiglio](#)).

Le misure poste in essere dai Governi nazionali per adeguare il sistema sanitario all'emergenza in atto e sostenere famiglie e imprese hanno generato un significativo aumento della spesa pubblica, in concomitanza con una riduzione delle entrate dovute al differimento di alcuni adempimenti fiscali e alla riduzione della base imponibile. Le misure adottate a livello europeo potranno almeno parzialmente mitigare le ripercussioni negative che un tale aumento della spesa avrà sull'equilibrio dei conti pubblici, specie nei paesi maggiormente indebitati

Le misure a sostegno dei mercati finanziari in Europa

L'andamento dei mercati finanziari in occasione della crisi innescata dalla pandemia di Covid-19 è in gran parte collegato alle aspettative negative sulle prospettive future dell'attività economica. Il crollo delle quotazioni osservato nel mese di marzo 2020 è stato solo un sintomo, e non la causa, della crisi. Le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari sono comunque intervenute al fine di salvaguardare l'integrità e il buon funzionamento dei mercati e di garantire la tutela degli investitori, mettendo in campo diverse restrizioni all'operatività. Nonostante i forti cali delle quotazioni in tutti i comparti, i mercati finanziari sono comunque rimasti pienamente operativi anche nei giorni di massima turbolenza.

Provvedimenti restrittivi sull'operatività sui mercati

In occasione di turbolenze dei mercati finanziari, le Autorità di vigilanza possono intervenire con alcuni **provvedimenti restrittivi** al fine di evitare speculazioni e garantire il corretto funzionamento del meccanismo di formazione dei prezzi. È il caso delle **restrizioni alle vendite allo scoperto** (ossia operazioni in cui il venditore non possiede ancora il titolo che si è impegnato a vendere e che acquisterà in seguito), che sono state assunte in numerose occasioni da diverse Autorità di controllo a partire dalla crisi dei mutui *subprime* del 2008.

Le vendite allo scoperto sono di due tipi, *covered* e *naked*. Le vendite allo scoperto *covered* sono quelle assistite dal prestito dei titoli mentre quelle *naked*, invece, non lo sono, per cui il venditore dovrà ricercare sul mercato le azioni da consegnare al compratore al fine di regolare la propria posizione. La pratica delle vendite allo scoperto, in normali condizioni di operatività dei mercati, può avere un effetto positivo sul processo di formazione dei prezzi e sulla liquidità. In alcuni casi, tuttavia, le vendite allo scoperto possono essere di portata e velocità tali da determinare una riduzione significativa e repentina dei corsi dei titoli, creando disordine nei mercati e incrementando il livello di volatilità dei prezzi sia nel brevissimo sia nel breve periodo. Infatti, vendite allo scoperto "consistenti" e rapide possono creare timori e incertezze sul mercato, scoraggiando l'intervento con ordini di segno opposto da parte di potenziali acquirenti. Tale rischio è ancora più forte in situazioni di particolare tensione dei mercati, dove è più probabile che le vendite allo scoperto generino panico e disorientino gli operatori, creando reazioni a catena e contribuendo quindi ad esasperare il trend ribassista del mercato. Le vendite allo scoperto possono inoltre incentivare strategie manipolative volte ad indurre, in maniera artificiosa, trend ribassisti. L'intensificarsi di tale tipologia di operatività, infine, aumenta le difficoltà degli operatori di procurarsi in tempo utile i titoli venduti allo scoperto e dunque aumenta la probabilità di *fail* (ossia la mancata consegna dei titoli alla data di regolamento contrattualmente prevista) nel processo di liquidazione e la loro durata (per ulteriori dettagli, si veda il [position paper in tema di short selling messo in consultazione dalla Consob](#) e la [sezione del sito Consob dedicata alle vendite allo scoperto](#)).

Un altro provvedimento restrittivo può riguardare le **posizioni nette corte**. È possibile assumere posizioni corte su un titolo non solo vendendolo allo scoperto ma anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati da cui deriva l'obbligo o la facoltà di consegnare lo strumento sottostante entro/a una certa data. L'insieme delle posizioni corte che un operatore ha assunto su un titolo, sia tramite l'utilizzo di strumenti derivati sia tramite le vendite allo scoperto, definisce la posizione corta lorda sul titolo. La posizione corta netta invece si ottiene sottraendo dalla posizione corta lorda la somma delle posizioni lunghe sullo stesso titolo, assunte anche per mezzo di strumenti derivati. Le posizioni nette corte in azioni e titoli di Stato sono soggette a obblighi di segnalazione all'Autorità di vigilanza al superamento di determinate soglie e possono essere temporaneamente vietate al ricorrere di alcune condizioni.

Differenti sono le valutazioni con riguardo alla **chiusura dei mercati finanziari**. Un provvedimento simile comporterebbe una limitazione delle scelte di investitori/risparmiatori e di tutti i soggetti che operano sui mercati senza portare alcun beneficio certo in termini di stabilizzazione dei corsi azionari. In occasione della crisi Covid-19 le istituzioni sovranazionali quali G20, IOSCO ed ESMA si sono pronunciate contro la chiusura dei mercati. Solo la Borsa di Manila è stata chiusa, per due giorni, contestualmente allo scoppio dell'emergenza sanitaria, per motivi tecnici (si veda l'[Audizione informale del Presidente della Consob prof. Paolo Savona del 23 aprile 2020](#)).

In ambito europeo l'ESMA (la European Securities and Markets Authority) ha pubblicato raccomandazioni e chiarimenti volti a garantire il rispetto della disciplina comunitaria nel difficile contesto generato dalla pandemia, coinvolgendo nel processo decisionale le Autorità nazionali competenti (inclusa la CONSOB; vedi la [sezione dedicata a provvedimenti e misure adottati](#)). Gli ultimi provvedimenti, in ordine cronologico, risalgono al 6 maggio 2020, quando è stato pubblicato un richiamo di attenzione rivolto agli intermediari a tutela degli investitori *retail* che si trovano a operare in un contesto di incertezza, e al 20 maggio, quando è stato pubblicato un *public statement* in materia di relazioni finanziarie semestrali delle società quotate.

La CONSOB, oltre a partecipare in ambito europeo ai lavori finalizzati all'adozione dei provvedimenti dell'ESMA, alla luce delle perduranti turbolenze sui mercati, ha assunto misure in materia di vendite allo scoperto e posizioni nette corte volti a contenere la volatilità dei mercati finanziari e a evitare attacchi speculativi ai titoli delle imprese italiane.

Provvedimenti assunti dalla Consob in materia di vendite allo scoperto e posizioni nette corte

Nel mese di marzo 2020 la CONSOB è intervenuta a più riprese con provvedimenti restrittivi di alcuni tipi di operatività sui mercati, finalizzati ad assicurare il buon funzionamento del mercato finanziario italiano in occasione delle turbolenze indotte dalla diffusione della pandemia di Covid-19.

Il 12 marzo 2020, la CONSOB ha vietato temporaneamente le vendite allo scoperto su 85 titoli azionari italiani quotati sull'MTA per l'intera giornata di negoziazione di venerdì 13 marzo 2020. Il divieto è stato adottato in applicazione dell'art. 23 del Regolamento Short Selling (Regolamento (UE) n. 236/2012), tenuto conto della variazione di prezzo registrata dai titoli nella giornata del 12 marzo 2020 risultata superiore alle soglie previste dalla disciplina di riferimento. Il divieto ha riguardato le vendite allo scoperto assistite dalla disponibilità dei titoli e ha esteso e rafforzato la portata del divieto di vendite allo scoperto 'nude', già in vigore per tutti i titoli azionari dal primo novembre 2012 in virtù del citato Regolamento.

Il 16 marzo la Commissione ha rinnovato il divieto giornaliero di vendita allo scoperto su 20 titoli azionari quotati sull'MTA ai sensi dell'art. 23 del Regolamento per la seduta di borsa del 17 marzo 2020. A partire dalla seduta del 18 marzo la CONSOB ha introdotto un divieto alle posizioni nette corte (vendite allo scoperto e altre operazioni ribassiste) relativo a tutte le azioni negoziate sul mercato regolamentato italiano per un periodo di tre mesi. Il provvedimento, adottato ai sensi dell'art. 20 del Regolamento Short Selling e dopo aver ricevuto parere positivo dall'ESMA, è stato finalizzato a vietare ogni forma di operazione speculativa ribassista, anche effettuata tramite derivati o altri strumenti finanziari nonché le operazioni ribassiste infragiornaliere. Il 18 maggio 2020 alla luce della progressiva normalizzazione delle condizioni generali di mercato, la CONSOB ha deciso di sospendere tale provvedimento.

La CONSOB ha poi partecipato ai lavori in seno all'ESMA che hanno portato al provvedimento di temporaneo abbassamento della soglia per la comunicazione alle autorità nazionali competenti delle posizioni nette corte su azioni negoziate sui mercati europei. Tale soglia è stata portata dallo 0,2% allo 0,1% del capitale emesso. La misura è stata assunta con l'obiettivo di fornire alle autorità di vigilanza informazioni più dettagliate sull'operatività in un momento di forti tensioni sui mercati finanziari.

Un'ulteriore categoria di interventi ha riguardato le misure volte a garantire la trasparenza del mercato del controllo societario (vedi la [Delibera n. 21326](#) e la [Delibera n. 21327](#) del 9 aprile 2020).

A beneficio dell'operatività dei soggetti vigilati, l'Istituto ha adottato, inoltre, misure di differimento dei termini per l'adempimento di diversi obblighi a carico dei soggetti vigilati e dei termini dei procedimenti in corso presso l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) ([Delibera n. 21328 del 15 aprile 2020](#)) e dei procedimenti sanzionatori in corso, con l'obiettivo di assicurare a chi è destinatario di un procedimento sanzionatorio piena facoltà di partecipazione al procedimento stesso nell'interlocuzione con l'Istituto (vedi la [Delibera n. 21300 del 12 marzo 2020](#)).

A diretta tutela degli investitori, infine, con riferimento ai tentativi di abusi e truffe online, nel mese di aprile 2020 la CONSOB ha messo in guardia i risparmiatori, segnalando attraverso un'apposita Avvertenza ([warning](#)), che le drammatiche notizie sui focolai virali possono rappresentare un'opportunità per i malintenzionati di diffondere informazioni false o fuorvianti finalizzate a trarre indebito vantaggio dai timori della pandemia (vedi le schede sulle *fake news* e sulle [truffe finanziarie ai tempi del Covid-19](#)).

GLI INVESTIMENTI DURANTE LE CRISI

Ogni crisi economico-finanziaria genera ansia e disagio nei cittadini, che possono subirne gli effetti in modo più o meno accentuato anche a seconda delle condizioni personali preesistenti. Gestire le finanze personali nel clima di incertezza tipico delle crisi può essere faticoso. Può essere difficile, inoltre, orientarsi tra le tante informazioni e i tanti consigli che arrivano da più fonti, non tutte affidabili (vedi scheda sulle [fake news](#)). In alcuni casi, infatti, si può diventare bersaglio di truffatori che cavalcano la crisi per realizzare iniziative illecite (vedi scheda sulle [truffe finanziarie ai tempi del Covid-19 e non solo](#)).

L'ordinamento prevede numerosi presidi a tutela del buon funzionamento del mercato finanziario. La CONSOB infatti, monitora affinché le informazioni diffuse nei mercati finanziari siano corrette e vigila costantemente per individuare ipotesi di abuso di mercato (manipolazione e *insider trading* vedi scheda sui [mercati finanziari](#)). L'Autorità esercita, poi, i poteri previsti dall'ordinamento volti ad assicurare che le negoziazioni si svolgano in maniera trasparente e ordinata: ad esempio, nei casi previsti dalla legge può sospendere ed escludere strumenti finanziari dalle negoziazioni qualora intervengano fatti in grado di turbare gli scambi. La CONSOB si accerta, inoltre, che i gestori delle infrastrutture di negoziazione (ad esempio, le società di gestione del mercato azionario) dispongano di adeguati sistemi per gestire le oscillazioni del mercato (cosiddetti *circuit breaker*, ossia meccanismi per la sospensione automatica degli scambi). Infine, in particolari condizioni, come durante la crisi da Covid-19, e in coordinamento con l'Autorità europea competente, l'Istituto può adottare provvedimenti restrittivi di alcuni tipi di operatività sui mercati (cosiddetto divieto di *short selling*; vedi box di approfondimento nella scheda [La crisi da Covid-19](#)).

Nonostante i numerosi presidi e sebbene le fasi ribassiste siano fisiologiche, è normale che nei periodi di crisi si creino condizioni di incertezza che disorientano i partecipanti al mercato. I piccoli investitori, in particolare, possono compiere scelte affrettate e inadeguate rispetto alla propria situazione personale spinti dal timore di perdere tutto o parte dei risparmi investiti in strumenti e prodotti finanziari, il cui valore di mercato può oscillare di frequente e portarsi anche al di sotto del prezzo di acquisto (vedi scheda sugli [errori comportamentali e gli investimenti durante le crisi](#)).

ERRORI COMPORTAMENTALI E INVESTIMENTI DURANTE LE CRISI

È importante sapere cosa accade ai mercati finanziari durante una crisi e quali sono i fattori psicologici e comportamentali che possono influenzare in negativo le decisioni in materia di investimenti in modo da poter compiere scelte ponderate anche in tempi difficili.



COSA SUCCEDA AI MERCATI FINANZIARI E AGLI INVESTIMENTI DEI RISPARMIATORI IN TEMPI DI CRISI

La pandemia Covid-19 (vai alla scheda [La crisi da Covid-19](#)) ha scatenato una crisi il cui impatto sui mercati finanziari ripropone, anche se in misura amplificata, quanto avvenuto nel caso di epidemie precedenti - la SARS nel 2003, l'influenza suina nel 2009, la MERS nel 2012 – nonché in altri periodi di crisi succedutisi nella storia (vedi al riguardo [l'apposita sezione sul sito della CONSOB](#)). La diffusione del virus a livello globale e le misure di contenimento del contagio, attuate in modo più o meno incisivo nei Paesi colpiti, hanno provocato un incremento della volatilità dei mercati finanziari e la diminuzione del valore di numerose attività finanziarie, sulla scia di un forte peggioramento delle prospettive economiche a livello mondiale.

In queste circostanze, gli investimenti dei risparmiatori possono subire diversi contraccolpi, registrando perdite di valore anche molto significative. Ciò è tanto più probabile quanto minore è la diversificazione del portafoglio, ossia quanto più gli investimenti sono concentrati su poche tipologie di strumenti e in titoli emessi da società che operano nello stesso settore o nella stessa area geografica. Inoltre, può risultare difficile disinvestire senza subire costi elevati. Infine, può essere complicato orientarsi nel flusso copioso di informazioni che raggiungono il mercato da fonti diverse e su molteplici temi: nel caso del Covid-19, ad esempio, l'emergenza a livello sanitario, le misure di distanziamento sociale, la situazione economica e finanziaria in Italia e nei vari Paesi colpiti.

Per evitare di prendere decisioni guidate dall'impulsività, è bene conoscere alcuni tratti tipici che connotano i mercati finanziari nei periodi di crisi. Nel seguito ci riferiremo, a titolo di esempio, ai mercati azionari.

- La **volatilità**. I mercati azionari di solito reagiscono, nel breve termine, con forti oscillazioni dei prezzi al rialzo e al ribasso, causate da variazioni significative nel volume degli scambi, più o meno ampie a seconda dell'esposizione delle società agli effetti della crisi. Nel lungo periodo, tuttavia, queste oscillazioni sono destinate a ridursi se le prospettive economiche delle società emittenti sono solide. Ragionare con una logica di lungo termine, quindi, può aiutare a contestualizzare meglio l'impatto di singoli episodi di una crisi nell'ambito di un orizzonte temporale più ampio. L'evoluzione storica dei mercati azionari mostra, ad esempio, che le fasi di rialzo e di ribasso si sono succedute a diverse riprese, lungo un sentiero che, nel lungo periodo, rimane comunque orientato alla crescita delle quotazioni.
- L'**illiquidità**. Nelle fasi di turbolenza dei mercati i numerosi investitori che vogliono vendere i propri titoli (ad esempio per contenere le perdite o perché diminuisce la loro propensione ad assumere rischio) non sempre riescono a incontrare immediatamente investitori disposti ad acquistare al prezzo desiderato. In alcuni momenti, quindi, può diventare difficile disinvestire i propri investimenti, se non al costo di accettare perdite significative o di dover aspettare molto tempo.
- Le **differenze tra settori ciclici e difensivi**. Nel mercato azionario, i prezzi dei titoli possono reagire in modo diverso alla crisi a seconda del settore di attività. Taluni settori, definiti difensivi o anti-ciclici, non necessariamente seguono l'andamento complessivo dell'economia: nell'ambito della crisi da Covid-19, è il caso, ad esempio, del settore farmaceutico o di quello del commercio elettronico. Altri settori, che si definiscono ciclici, sono più esposti all'andamento complessivo dell'economia: nella crisi dovuta alla pandemia di Covid-19, ad esempio, i settori aeronautico, della ristorazione e quello petrolifero hanno subito in maniera più marcata l'impatto negativo connesso alle misure di contenimento del contagio attuate dai vari Paesi (vedi scheda [La crisi da Covid-19](#)). Vi sono, infine, alcune forme di investimento il cui valore non mostra forti oscillazioni nei periodi di crisi: si tratta dei cosiddetti beni rifugio (ad esempio l'oro e altri metalli preziosi).



ERRORI DI VALUTAZIONE, IMPULSIVITÀ ED EMOTIVITÀ NELLE SCELTE DI INVESTIMENTO

La **finanza comportamentale** ha da tempo evidenziato che nelle scelte economico-finanziarie gli individui non agiscono in modo razionale, poiché non hanno la capacità cognitiva di elaborare le innumerevoli informazioni a propria disposizione, individuare tutti i possibili scenari futuri, scegliere l'opzione migliore tra quelle disponibili.

Il Premio Nobel Daniel Kahneman ha descritto il processo decisionale come la risultante dell'interazione tra due Sistemi: il Sistema 1, rapido e impulsivo, perché basato sulle cosiddette scorciatoie mentali (euristiche) che permettono di scegliere velocemente semplificando (in modo errato) situazioni complesse; il Sistema 2, lento e riflessivo perché basato su valutazioni razionali. Le decisioni adottate con il Sistema 1 tendono ad essere sistematicamente sbagliate (*bias*) e ad essere rafforzate dall'istinto e dall'emotività (vedi la scheda sugli [errori e trappole comportamentali nel percorso d'investimento](#)).

Nei periodi di crisi, come quella innescata dal Covid-19, il Sistema 1 e l'emotività causata dalla maggiore incertezza possono prendere il sopravvento rispetto al Sistema 2, rendendo più frequenti il ricorso alle euristiche e gli errori comportamentali.

Tra le euristiche e gli errori comportamentali più tipici nelle fasi di turbolenza di mercato si ricordano quelli che in gergo tecnico sono noti come: avversione alle perdite, euristica affettiva, *action bias*, *recency bias*, comportamento gregario.

- **Avversione alle perdite** (*loss aversion*). Gli individui sono in genere molto più sensibili alla possibilità di perdere rispetto alla possibilità di guadagnare un determinato importo. In termini quantitativi, come è stato mostrato da esperimenti di laboratorio, la reazione emotiva alle perdite è in media due volte più intensa della reazione di guadagni di pari importo. Durante i periodi di crisi, la sensibilità alle perdite aumenta poiché aumenta il rischio percepito e, conseguentemente, l'avversione al rischio stesso. L'avversione alle perdite viene rafforzata dalla cosiddetta miopia e dalla euristica dell'*affect*.
- **Euristica affettiva** (*affect*). In alcune circostanze le decisioni di investimento possono essere influenzate dalla risposta emotiva a determinate informazioni (*affect*). L'*affect* cambia la percezione dei benefici e dei rischi di una decisione, accentuando i primi o i secondi se alle informazioni relative alla decisione si associano sentimenti, rispettivamente, positivi o negativi. Durante i periodi di crisi e di forte volatilità dei mercati, la paura può alimentare una sopravvalutazione del rischio di perdere il capitale investito e spingere a vendere i titoli in portafoglio in modo affrettato. Tale comportamento, che può essere irrazionale se il portafoglio è ben diversificato e/o le prospettive di lungo periodo sono rimaste invariate, comporta la monetizzazione delle perdite che fino al momento prima della vendita erano solo potenziali.
- **Action bias**. Non fare nulla mentre i mercati crollano può essere molto difficile, perché si scontra con l'istinto ad agire e con la propensione a cercare conforto nella consapevolezza di aver almeno tentato di contenere le perdite vendendo i titoli in portafoglio. È dimostrato che la perdita è meno penosa se è stato fatto qualcosa per provare ad evitarla. All'*action bias* può associarsi l'aumento della tendenza a **controllare di frequente** il valore del proprio portafoglio, concentrandosi sulle oscillazioni di valore di breve periodo, e a rivedere la composizione dei propri investimenti in modo poco ponderato, nel tentativo di ridurre l'esposizione al rischio.

- **Recency bias.** In periodi di crisi proiettarsi verso scenari positivi può apparire una forzatura. L'idea che i prezzi di mercato possano tornare a salire viene sopraffatta dall'informazione relativa ai recenti cali dei valori di mercato, che diventa saliente fungendo da àncora (euristica dell'ancoraggio). Gli individui, infatti, tendono a recuperare nella memoria l'informazione più recente (in base all'euristica della disponibilità) e a basare su quella le loro aspettative per il futuro (*recency bias*).
- **Comportamento gregario (*herding behaviour*).** Gli investitori tendono a imitare i comportamenti più diffusi, sia perché non sono in grado di prendere decisioni in autonomia a fronte delle conoscenze e delle informazioni disponibili sia perché possono condividere con altri la responsabilità di una scelta che *ex post* si riveli sbagliata. Tale comportamento ricorre sia nelle bolle speculative, quando l'ottimismo irrazionale spinge gli acquisti e gonfia i valori di mercato, sia nei periodi di forte turbolenza, quando la reazione eccessiva degli investitori si traduce nel fenomeno noto come *panic selling*, ossia vendite massive che innescano una spirale dei prezzi al ribasso.



COME REAGIRE IN TEMPI DI CRISI

Diversificare il portafoglio degli investimenti finanziari – in termini di strumenti/settori/mercati – può aiutare ad attutire gli effetti di una crisi, come quella generata dal Covid-19. La diversificazione tuttavia non può eliminare il cosiddetto rischio 'sistemico', ossia il rischio che dipende da fattori che influiscono sull'andamento generale del mercato e quindi di tutti i titoli scambiati.

In occasione di una crisi, inoltre, possono essere utili alcune regole di comportamento.

- **Evita di prendere decisioni basate sulla paura, sull'impulsività e sull'imitazione dei comportamenti altrui.** In questo modo eviterai di pagare il prezzo di una decisione affrettata e di monetizzare perdite che potresti recuperare nel lungo periodo.
- **Evita di controllare continuamente il valore del tuo portafoglio.** È buona regola controllare regolarmente i propri investimenti, anche durante un periodo di crisi quando però è più che mai indispensabile ragionare secondo una logica di lungo termine per evitare che la volatilità e l'incertezza del momento contribuiscano ad aumentare ansie e paure.
- **Riconsidera le tue scelte di investimento purché le tue decisioni non siano guidate da valutazioni impulsive e dal panico.** È il caso ad esempio in cui siano sopravvenute esigenze di liquidità che richiedono una revisione del tuo portafoglio.
- **Informati.** Informarsi per gestire al meglio i propri investimenti è sempre importante e lo è, a maggior ragione, in una situazione di crisi. Scegli accuratamente le fonti informative a cui far riferimento. Consulta, tra gli altri, i siti istituzionali della CONSOB e del Comitato Nazionale per l'Educazione Finanziaria (www.quellocheconta.gov.it e la [sezione specifica](#) dedicata all'emergenza Covid-19).
- **Sii consapevole che nei periodi di crisi aumenta la diffusione di fake news e il rischio di incorrere in tentativi di truffa** che fanno leva sull'emotività dell'investitore medio (vedi le schede sulle [fake news](#) e sulle [truffe finanziarie ai tempi del Covid-19 e non solo](#)).
- **Rivolgiti a persone esperte.** Se hai dubbi chiedi supporto, ad esempio all'intermediario di riferimento.

Per saperne di più: riferimenti bibliografici

- ▶ Baker H.K. e V. Ricciardi, How Biases Affect Investor Behaviour, *The European Financial Review*, February-March 2014, pp. 7-10, 2014
- ▶ Banerjee, A., A simple model of herd behaviour, *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 797-817, 1992
- ▶ Barber, B.M. e T. Odean, Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *The Journal of Finance* 55, no. 2, pp. 773—806, 2000
- ▶ Economou, F., K. Gavriilidis, G.N. Gregoriou e V. Kallinterakis, *Handbook of Investors' Behavior During Financial Crises*, Academic Press, 2017
- ▶ Finucane, M.L., A. Alhakami, P. Slovic e S.M. Johnson, The affect heuristic in judgments of risks and benefits, *Journal of Behavioral Decision Making*, 13, pp. 1-17, 2000
- ▶ Fudenberg, D. e D.K. Levine, Learning with recency bias, *Proceedings of the National Academy of Sciences* 111: pp. 10826—10829, 2014
- ▶ Kahneman, D., Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice, Nobel Prize Lecture, December 8, 2002
- ▶ Kahneman, D., *Thinking Fast and Slow*. London, Penguin Books, 2011
- ▶ Patt, A. e R. Zeckhauser, Action Bias and Environmental Decisions, *Journal of Risk and Uncertainty* volume 21, pp. 45–72, 2000
- ▶ Reason, J., *Human Error*. Cambridge, UK. Cambridge University Press, 1990
- ▶ Slovic, P., Finucane, M.L., Peters, E. e MacGregor, D.G., The affect heuristic, *European Journal of Operational Research*, 2007; 177: pp. 1333-1352, 2007

LE FAKE NEWS AI TEMPI DEL COVID-19 E NON SOLO

Nei mercati finanziari l'informazione ha un valore intrinseco centrale in quanto è alla base delle decisioni di tutti i partecipanti al mercato. Sull'informazione disponibile si fondano infatti le decisioni degli investitori di acquistare o vendere i titoli scambiati nel mercato (ad esempio, azioni e obbligazioni). Gli scambi a loro volta concorrono alla formazione dei prezzi dei titoli. È dunque fondamentale che l'informazione sia chiara, corretta e non fuorviante, come evocato anche dalla legislazione dei mercati finanziari e dalle norme a tutela dei risparmiatori.

La CONSOB vigila sulla correttezza delle informazioni che vengono diffuse nei mercati finanziari affinché le negoziazioni si svolgano in maniera trasparente e ordinata; altrettanto importante è l'attività di controllo tesa a individuare ipotesi di prestazione abusiva dei servizi di investimento (vedi sezione [Occhio alle truffe!](#)).

Può accadere che l'andamento dei titoli scambiati sui mercati finanziari sia temporaneamente influenzato da informazioni false e fuorvianti o che informazioni false e fuorvianti raggiungano singoli risparmiatori con l'obiettivo di trarli in inganno e condizionarne le scelte. Si tratta di fenomeni riconducibili alle cosiddette *fake news*: notizie false che sembrano vere.

Notizie false che sembrano vere: tutte le sfumature delle *fake news*

L'enciclopedia digitale Treccani definisce le *fake news* come «*un'informazione in parte o del tutto non corrispondente al vero, divulgata intenzionalmente o inintenzionalmente attraverso il Web, i media o le tecnologie digitali di comunicazione, e caratterizzata da un'apparente plausibilità, quest'ultima alimentata da un sistema distorto di aspettative dell'opinione pubblica e da un'amplificazione dei pregiudizi che ne sono alla base, ciò che ne agevola la condivisione e la diffusione pur in assenza di una verifica delle fonti.*» (vedi [enciclopedia online](#)).

Questa definizione pone l'accento su tre aspetti importanti. Anzitutto le *fake news* sono **informazioni** che, pur essendo **parzialmente o totalmente false, appaiono vere**. In secondo luogo, le *fake news* sono **diffuse attraverso i mezzi di comunicazione**, rappresentati tradizionalmente dai grandi media (televisioni e testate giornalistiche) e negli ultimi anni canali digitali (internet e media sociali o *social networks*) che ne hanno accelerato la condivisione tra gli utenti. Infine, le *fake news* fanno leva su **aspettative e pregiudizi** che le rendono credibili. Diverse istituzioni hanno classificato le *fake news* in alcune categorie a seconda del contenuto e dell'intenzionalità alla base delle stesse.

Il fenomeno delle *fake news* si è acuito a seguito dello sviluppo del web, che ne ha accentuato la diffusione quanto a **velocità e pervasività**. La **condivisione istintiva o involontaria** di informazioni false ne amplifica la circolazione attraverso canali popolari e caratterizzati da un elevato grado di utilizzo: basti pensare all'impatto dei commenti, dei cosiddetti *like*, dei *condividi* sulla diffusione di informazioni nelle piattaforme *social* (quali ad esempio, Facebook e Twitter). La condivisione da parte delle persone si potenzia a causa della presenza dei cosiddetti 'bot', ossia robot in grado di rilanciare più e più volte la *fake news* diffondendola in maniera mirata (ad esempio, tramite pagine web o messaggi in chat). Un elemento che favorisce la cosiddetta *viralizzazione* della *fake news* riguarda la tipologia e la natura dell'informazione, che deve essere in grado di suscitare interesse nelle persone per l'attualità dell'argomento, la novità, il carattere sensazionalistico, le aspettative o i pregiudizi diffusi sull'argomento stesso. Un altro elemento è la capacità ovvero l'attitudine dei destinatari di discernere le notizie vere da quelle false, eventualmente effettuando un controllo delle fonti e dedicando del tempo, prima di condividere. Tutti questi profili ricorrono in misura più o meno intensa come mostrato da numerosi studi.

Le categorie di fake news

Diverse istituzioni (in Italia ad esempio l'Autorità per la Garanzia delle Comunicazioni – AGCOM) hanno classificato le *fake news* in categorie in funzione del contenuto e dell'intenzionalità alla base delle informazioni false.

L'espressione *misinformation* si riferisce al caso in cui la *fake news*, pur riferendosi a contenuti falsi o inaccurati, è stata creata senza l'intento di arrecare danno (cioè senza intento doloso). Le persone che fanno *misinformation* agiscono con leggerezza, non hanno compreso i fatti oppure si propongono solo di canzonare situazioni o personaggi pubblici.

L'espressione *disinformation* si riferisce al caso in cui la *fake news* sia al tempo stessa falsa e ideata con intento doloso. In altri termini, l'informazione mira a danneggiare un individuo, un gruppo sociale, un Paese, ovvero a sostenere o a denigrare una tesi (la medesima definizione è richiamata nel [«Rapporto dell'High-Level Group on Fake News and online disinformation»](#), pubblicato a marzo 2018 dalla Commissione Europea).

Ulteriori categorie sono rappresentate dalla *malinformation* (ispirata a fatti reali), le *information operations* (tese a compromettere la capacità di gruppi e organizzazioni di informare il pubblico o di raccogliere informazioni corrette) e la propaganda (presentazione selettiva di informazioni volta a promuovere l'adesione a un progetto, ad esempio, a una campagna elettorale).

Per approfondimenti si rimanda, tra gli altri, al Rapporto del Consiglio d'Europa [«Information disorder: Toward an interdisciplinary framework for research and policy making, 2017»](#), e al Rapporto dell'AGCOM [«Rapporto tecnico - Le strategie di disinformazione online e la filiera dei contenuti fake, 2018»](#).

Per aggiornamenti periodici sui disturbi all'informazione in Italia si segnala l'[«Osservatorio sulla disinformazione online»](#) a cura dell'AGCOM.

L'infodemia

La circolazione delle *fake news* tende a intensificarsi nei periodi dominati da grande incertezza. A fronte dell'emergenza sanitaria causata dal Covid-19, ad esempio, la diffusione di disinformazione è aumentata in misura esponenziale tanto che l'Organizzazione Mondiale della Sanità ha parlato di 'infodemia' (vedi [enciclopedia online](#)). Alla base di questo fenomeno vi è l'attesa di notizie rassicuranti che aumenta il numero di persone disposte a ritenere veritiere notizie che in apparenza tranquillizzano e che appaiono verosimili anche per l'ampia propagazione e i canali di diffusione. È il caso, ad esempio, delle possibili *fake news* che possono circolare sul settore farmaceutico data l'elevata aspettativa nei confronti della possibile individuazione di un vaccino o di un farmaco efficace contro il virus.

La viralizzazione della fake news

Una recente ricerca mostra che le notizie false riferite a politica, terrorismo, catastrofi naturali, scienza, leggende urbane e informazioni finanziarie si diffondono più velocemente e più ampiamente delle notizie vere. Lo studio ha evidenziato in particolare che le *fake news* percepite come nuove hanno una maggiore probabilità di essere condivise (Vosoughi, S., D. Roy e S. Aral (2018), The spread of true and false news online, Science 09 Mar 2018: Vol. 359, Issue 6380, pp. 1146-1151).

Per quanto attiene alla capacità e alla attitudine delle persone di discernere le notizie vere da quelle false, è stato dimostrato che sovente coloro che diffondono *fake news* sono convinti (erroneamente) che le informazioni che condividono siano vere, sovrastimando la propria capacità di distinguere le notizie vere da quelle false. Ciò deriva principalmente dal fatto che le persone si distraggono facilmente, leggono velocemente e cedono all'impulso di condividere la notizia che stanno leggendo prima di effettuare le opportune verifiche e/o riflessioni sulla veridicità della stessa (Pennycook, G. et al., 2020; Pennycook e Rand, 2019a, 2019b). Con specifico riferimento alla pandemia da Covid-19, secondo un recente studio le persone più inclini al ragionamento analitico e/o con maggiori conoscenze scientifiche appaiono più propense ad analizzare le informazioni e a mettere in discussione le proprie convinzioni, nonché più attente e selettive nella successiva condivisione. Lo studio mostra, inoltre, che un semplice invito (un promemoria o un *alert*) a essere più accurati nella valutazione delle informazioni sul Covid-19 aumenta in modo significativo la propensione delle persone a verificare la veridicità della notizia prima di condividerla (Pennycook, G., J. McPhetres, Y. Hang e D.G. Rand D.G., 2020, Fighting COVID-19 misinformation on social media: Experimental evidence for a scalable accuracy nudge intervention). Tale evidenza è coerente con l'idea che una 'spinta gentile', cosiddetto *nudging*, possa modificare i comportamenti degli individui (Thaler e Sunstein, 2014).

Fake news, mercati finanziari e scelte di investimento

Come anticipato, **la CONSOB vigila, tra le altre cose, sulla trasparenza e sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni, incluso le informazioni diffuse al mercato** (vedi la scheda [La vigilanza sui mercati](#)). L'ordinato svolgimento delle negoziazioni potrebbe essere turbato, ad esempio, da un tentativo di manipolazione informativa, ossia dalla diffusione di una notizia falsa in grado di influenzare l'andamento dell'intero listino o il prezzo dei titoli di una singola società quotata (vedi la scheda [Mercati finanziari](#)). In tale caso le *fake news* possono assumere la forma di comunicati stampa volti a manipolare i prezzi delle azioni o di avvisi/notizie/ricerche/articoli che possono incidere sul valore dei titoli. La platea di soggetti in grado di influire sui prezzi dei titoli scambiati nei mercati, per trarne un vantaggio economico, tramite la diffusione di informazioni false è ampia: tra questi, vi possono essere società quotate, manager, analisti finanziari, giornalisti, grandi investitori.

Per saperne di più... alcuni casi di manipolazione informativa

Nel 2017 la Securities and Exchange Commission SEC (l'autorità di controllo e vigilanza degli Stati Uniti d'America) ha avviato azioni di esecuzione nei confronti di 27 persone coinvolte in attività finalizzate alla pubblicazione di oltre 250 articoli mirati a influenzare l'andamento di determinati titoli azionari. In particolare le indagini della SEC hanno rivelato che alcune società quotate pagavano giornalisti o società di comunicazione per produrre notizie positive sull'andamento di tali società per far aumentare il prezzo dei titoli emessi dalle società stesse.

La SEC, in un avviso agli investitori che accompagna le notizie sull'applicazione delle azioni di esecuzione, ha osservato che si tratta di un fenomeno complesso che si realizza attraverso molteplici canali (social media, newsletter di investimento, annunci *online*, *e-mail*, *chat room* su Internet, *direct mail*, giornali, riviste, televisione e radio). La SEC ha quindi diffuso un *alert* agli investitori sui siti web che potrebbero offrire informazioni parziali e ha suggerito di prestare particolare attenzione alle decisioni di investimento e di consultare più fonti informative prima di investire (vedi l'[alert](#) e il [comunicato stampa](#)).

Vi sono inoltre soggetti non autorizzati alla prestazione di servizi di investimento che veicolano *fake news* – ad esempio sotto forma di pubblicità ingannevole, avvisi, sms, newsletter di investimento, annunci online, falsi siti, mail ingannevoli sui prodotti di investimento – ai singoli risparmiatori con l'**obiettivo di ingannarli e di indurli ad aderire a proposte** di investimento apparentemente molto redditizie: si tratta in realtà di casi di abusivismo che possono nascondere una truffa (vedi la scheda [Le truffe finanziarie ai tempi del Covid-19 e non solo](#)).

Chi diffonde una *fake news*

- è consapevole della **falsità della notizia** (ossia l'obiettiva difformità dal vero, l'esagerazione, la tendenziosità) e agisce con l'intento di disinformare e di ingannare;
- ha interesse a fare in modo che la *fake news* raggiunga il maggior numero di persone possibile, soprattutto perché nell'epoca dei *social network* la crescita del numero di *follower* (anche fittizi) può corrispondere a un guadagno, anche economico: a tal fine, spesso rimanda a fonti o dati che paiono **rilevanti e attendibili**;
- ha interesse a costruirsi la reputazione necessaria a carpire la **fiducia dei risparmiatori**. Attraverso siti personali accattivanti, articoli a pagamento presentati come interviste, profili *social* in cui si millantano o si mescolano artificiosamente competenze, titoli di studio, relazioni internazionali e successi finanziari, è possibile costruire un guru virtuale della finanza, che può proporre abbonamenti, iscrizioni e/o piccoli investimenti e che ricorda le caratteristiche del truffatore Charles Ponzi (vedi lo [Schema Ponzi](#));
- ha interesse ad accedere alle **informazioni personali** dei malcapitati per trarne un guadagno.



OCCHIO ALLE FAKE NEWS!

Le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari e l'Autorità giudiziaria individuano i responsabili della ideazione e della diffusione delle *fake news* attraverso indagini complesse e sofisticate.

Per un piccolo risparmiatore può essere molto difficile identificare una notizia falsa che irrompe sul mercato e viene rilanciata attraverso canali di informazione ritenuti affidabili. Ci sono tuttavia alcuni elementi che possono aiutare a riconoscere le *fake news* che possono raggiungerlo attraverso la sua rete di contatti, le mail e i *social network*.

A tal fine è importante conoscere:

1. le caratteristiche tipiche delle *fake news*;
2. i meccanismi mentali sui quali le *fake news* fanno leva per attrarre il malcapitato;
3. come proteggersi dalle *fake news*.



LE CARATTERISTICHE TIPICHE DELLE FAKE NEWS: RICONOSCERE PER DIFENDERSI

- Il carattere di **novità** e la forte **connotazione emotiva** della notizia falsa catturano l'attenzione, sollecitano l'interesse e spingono alla condivisione.
- La **saliienza**, ossia la **rilevanza percepita**, contribuisce alla diffusione dell'informazione perché quanto più una notizia viene percepita come utile o anche solo accattivante, tante più persone vorranno condividerla.
- La diffusione e la **ripetizione**: le notizie false si auto-alimentano. Primo Levi diceva "*quante sono le menti umane capaci di resistere alla lenta, feroce, incessante, impercettibile forza di penetrazione dei luoghi comuni?*"
- La mancanza di prove concrete o di **riferimenti scientifici**.
- Le **foto** e le **immagini** eventualmente associate alle *fake news* possono essere false oppure riferirsi a situazioni e contesti diversi da quelli oggetto della *fake news*.
- L'eventuale presenza di **errori di battitura** e **grammaticali**.



I MECCANISMI MENTALI SUI QUALI FANNO LEVA LE FAKE NEWS: CONOSCERSI PER DIFENDERSI

Come mostrato dalla **finanza comportamentale**, posti di fronte a una gran mole di informazioni da raccogliere, elaborare e utilizzare, tendiamo a lasciarci guidare da '**scorciatoie mentali**' o a farci trarre in inganno da **errori di percezione** e **trappole comportamentali**.

- L'**eccesso di informazioni** (*information overload*): spesso avere tante informazioni a disposizione non migliora le capacità di analisi e di scelta; tanta informazione può rivelarsi controproducente e generare confusione, perché non tutti hanno l'attenzione idonea o le capacità di analizzarla e di utilizzarla in modo appropriato.
- I **costi della verifica**: appurare la veridicità di una notizia può richiedere ricerche e accertamenti impegnativi che non tutti hanno tempo e modo di fare.
- La **familiarità**, la **notorietà**, lo **stereotipo** falsano la percezione e la valutazione inducendo a ritenere più probabile e veritiero un evento che sembra familiare.
- La **disponibilità**: gli individui sono influenzati dalla facilità con la quale le informazioni possono essere richiamate alla mente (ad esempio, perché se ne è parlato diffusamente in rete).
- Familiarità e disponibilità alimentano il cosiddetto **effetto validità** (la verità illusoria, *illusory truth effect*), ossia la tendenza a credere che le informazioni false siano corrette dopo essere stati ripetutamente esposti alle stesse.
- L'**ancoraggio**: un'informazione iniziale saliente agisce da àncora, impedendo la revisione e la correzione della valutazione di partenza nonostante il sopraggiungere di nuove notizie di segno contrario.
- L'**effetto inquadramento** (*framing effect*): percezioni, valutazioni e preferenze degli individui sono sensibili al modo in cui l'informazione viene rappresentata. In altri termini, le decisioni possono essere influenzate dal modo in cui le opzioni di scelta e le relative conseguenze vengono presentate e non dai dati e dalle informazioni in sé.
- Il **confirmation bias** (o *ideological bias*): si tende a cercare conferme delle proprie opinioni o dei fatti che le supportano, mentre non si prendono in considerazione i dati che le contraddicono.
- L'**ingenuità** (*gullibility*): alcuni soggetti tendono più di altri a fidarsi eccessivamente di persone, fonti informative e notizie, per inesperienza o propensione individuale.
- L'**impulsività**: alcune persone tendono a reagire a una notizia senza riflettere, ad esempio sull'onda dell'emotività.
- Il **desiderio di condivisione**: il desiderio, esteso in modo significativo dai *social network*, di essere parte attiva di un flusso informativo condividendo tante informazioni con la propria rete di contatti.



COME PROTEGGERSI DALLE FAKE NEWS

- **Verifica la fonte, consulta più fonti e, quando possibile, affidati a fonti ufficiali.** Ricerca e controlla le informazioni sui siti dei soggetti a cui le *fake news* si riferiscono, sui siti delle Istituzioni e delle Autorità di vigilanza. In particolare per le notizie finanziarie occorre fare riferimento a siti istituzionali per la quotazione di titoli e indici di mercato, e ai siti ufficiali dei maggiori quotidiani economici per verificare la notizia.
- **Verifica i documenti ufficiali:** ad esempio, nel caso in cui ti raggiungano proposte di investimento ricerca e controlla la documentazione ufficiale che dovrebbe accompagnare e descrivere le caratteristiche dell'investimento proposto.
- Qualora tu abbia ricevuto un link per l'accesso al sito web che confermerebbe la *fake news*, verifica che il sito al quale sei stato indirizzato non sia un clone di siti web legittimi (*spoofing*): **utilizza i motori di ricerca** per raggiungere autonomamente i siti di interesse.
- **Diffida** di informazioni che fanno affermazioni sorprendenti ma sono descritte con messaggi che presentano **evidenti errori grammaticali e di battitura**.
- **Confronta informazioni differenti** provenienti da fonti diverse. Chiediti se l'informazione si riferisce a un fatto o a un'opinione e se fatti e/o opinioni sono supportati da dati verificabili presso altre fonti. Gli algoritmi dei social media conoscono le nostre inclinazioni e selezionano per noi le informazioni che più facilmente leggeremmo. Spesso le informazioni che riceviamo tramite la rete hanno contenuti che fanno leva su una nostra convinzione o un pregiudizio rispetto ai quali siamo meno inclini a fare verifiche. Confrontati anche con persone che non la pensano come te. E più facile confrontarsi con persone che la pensano come noi ma questo comportamento non ci consente di valutare prospettive e posizioni differenti e quindi non ci consente di poter svelare una *fake news*.
- **Leggi criticamente:** non fermarti alla prima lettura, affidati al ragionamento e non solo all'istinto. Soffermati sul significato dei dati disponibili e concediti del tempo per riflettere sulle informazioni acquisite e sulle opzioni di scelta a tua disposizione! Chiediti se il modo in cui l'informazione è offerta non stia orientando la tua attenzione su un profilo in particolare, distraendoti da altre notizie parimenti importanti.
- **Cerca attivamente dati e fatti che ti contraddicano**, fonti che smentiscano le tue opinioni, argomentazioni che possano dimostrare l'infondatezza dell'informazione già in tuo possesso a cui stai 'ancorando' le tue valutazioni.
- **Prendi tutto il tempo necessario:** è un errore decidere immediatamente sulla spinta delle emozioni generate da notizie e andamenti dei mercati.
- **Rifletti prima di condividere** le informazioni che hai ricevuto, ossia prima di passare-parola ai tuoi contatti! Non condividere informazioni che non hai verificato o non sei in grado di verificare per non alimentare la circolazione di *fake news*. Fai leva sul tuo desiderio di essere considerato una persona credibile, sincera e affidabile: tutti tengono al giudizio delle persone che si hanno accanto!
- **Rivolgiti a persone esperte.** Se hai dubbi chiedi a un esperto: nel caso di informazioni relative a proposte di investimento potrebbe essere utile chiedere un supporto, ad esempio, all'intermediario di riferimento.
- **Ricorda che in finanza non esistono "pasti gratis"**. Una notizia che si associa a un'inaspettata prospettiva di un elevato guadagno - per giunta se in tempi brevi - deve essere valutata con molto scetticismo.

Per saperne di più: riferimenti bibliografici

- ▶ European Commission, 2018, A multi-dimensional approach to disinformation Report of the independent High level Group on fake news and online disinformation
- ▶ European Commission, (2020), Tackling COVID-19 disinformation - Getting the facts right Joint, Communication to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the, JOIN(2020) 8 final, 10 June, 2020, Brussels
- ▶ Kogan, S., T.J. Moskowitz e M. Niessner (2019), Fake News: Evidence from Financial Markets
- ▶ Lazer, D.M.J., M.A. Baum, Y. Benkler, A.J. Berinsky, K.M. Greenhill, F. Menczer, M.J. Metzger, B. Nyhan, G. Pennycook, D. Rothschild, M. Schudson, S.A. Sloman, C.R. Sunstein, E.A. Thorson, D.J. Watts e J.L. Zittrain (2018), The science of fake news, Science 09 Mar 2018: Vol. 359, Issue 6380, pp. 1094-1096
- ▶ Pennycook G, J. McPhetres, Y. Zhang e D.G. Rand (2020), Fighting COVID-19 misinformation on social media: Experimental evidence for a scalable accuracy nudge intervention JOURNAL??
- ▶ Pennycook, G. e D.G. Rand (2019a), Lazy, not biased: Susceptibility to partisan fake news is better explained by lack of reasoning than by motivated reasoning, Cognition, Volume 188, July 2019, pp. 39-50
- ▶ Pennycook, G. e D.G. Rand (2019b). Who falls for fake news? The roles of bullshit receptivity, overclaiming, familiarity, and analytic thinking. Journal of Personality, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3023545>
- ▶ Pennycook, G., A. Bear, E. Collins e D.G. Rand (2019), The Implied Truth Effect: Attaching Warnings to a Subset of Fake News Stories Increases Perceived Accuracy of Stories Without Warnings. Management Science, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3035384>
- ▶ Pennycook, G., T.D. Cannon e D.G. Rand (2018), Prior Exposure Increases Perceived Accuracy of Fake News. Journal of Experimental Psychology: General, <https://doi.org/10.1037/xge0000465>
- ▶ Pennycook, G., J.A. Cheyne, D.J. Koehler e J.A. Fugelsang (2016), Is the cognitive reflection test a measure of both reflection and intuition? Behavior Research Methods, 48, 341–348. <https://doi.org/10.3758/s13428-015-0576-1>
- ▶ Pennycook, G., Z. Epstein, M. Mosleh, A.A. Arechar, D. Eckles e D.G. Rand (2020), Understanding and reducing the spread of misinformation online, PsyArXiv Working Paper, 1–63. <https://doi.org/10.31234/OSF.IO/3N9U8>
- ▶ Thaler, R.H. e C.R. Sunstein (2014), Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità
- ▶ Vosoughi, S., D. Roy e S. Aral (2018), The spread of true and false news online, Science 09 Mar 2018: Vol. 359, Issue 6380, pp. 1146-1151

OCCHIO ALLE TRUFFE!

Ogni giorno la CONSOB vigila su molteplici casi di prestazione abusiva di servizi d'investimento e di offerta abusiva di prodotti finanziari e, ogni anno, le azioni a contrasto di queste condotte sono centinaia. Nei periodi di crisi i tentativi di truffa diventano ancora più frequenti, perché trovano terreno fertile nel clima di incertezza e preoccupazione che connota le congiunture economiche sfavorevoli e, ancor più, le fasi di emergenza sanitaria come quella che stiamo vivendo a seguito della pandemia da Covid-19, vera e propria crisi globale e globalizzata



OCCHIO ALLE TRUFFE! RICONOSCKERLE PER DIFENDERSI

I principali ingredienti della truffa: le esche del truffatore

Il truffatore in genere...

- si presenta come un grande esperto, talvolta come un **'mago della finanza'**
- promette **guadagni elevati**, guadagni veloci e/o guadagni sicuri (o con rischi molto limitati)
- non fornisce informazioni precise, parla con termini tecnici (spesso in inglese e per sigle) che possono confondere un investitore con poca esperienza oppure...
 - ... al contrario, rimanda al proprio sito, ricco di informazioni la cui correttezza, tuttavia, è difficile da verificare
- spesso ci offre un **bonus** (una somma da investire) per 'entrare nell'affare' e testarne la bontà...
 - ... o l'**incentivo** a 'collaborare' coinvolgendo altre persone nell'affare per guadagnare di più
- fa riferimento ad asserite autorizzazioni da parte dell'Autorità di vigilanza (pure indicate nel sito internet della società)
- di frequente ci invita a leggere le numerose recensioni 'pilotate' e rilasciate online da altri investitori soddisfatti dei servizi offerti
- talvolta fa **pressione** (anche dal punto di vista psicologico telefonandoci insistentemente) affinché l'affare si concluda al più presto

Lo schema Ponzi

Lo **'schema Ponzi'** è tra le prassi fraudolente più ricorrenti e prende il nome dalla truffa architettata da Charles Ponzi, l'avventuriero italiano emigrato all'inizio del Novecento negli Stati Uniti, che è riuscito a raggirare migliaia di risparmiatori raccogliendo in pochi mesi circa 15 milioni di dollari.

Come funziona lo schema: chi vi aderisce per primo ottiene alti rendimenti a spese di chi aderisce in un momento successivo. Detto in altre parole: le prime vittime affidano i propri risparmi al Ponzi di turno attratti dalle promesse di guadagno facile e, più o meno consapevolmente, si rendono complici del truffatore **passando-parola** tra i propri conoscenti. Successivamente queste persone vengono **ripagate con un lauto guadagno che le convincerà a mantenere l'investimento o a reinvestire**. In realtà il guadagno di ogni investitore deriva semplicemente da una parte dei soldi versati da chi ha investito dopo di lui: man mano che la cerchia degli investitori coinvolti si amplia il truffatore accantona capitali rimborsando solo una parte di quanto deve. La truffa continua a funzionare fino a quando il truffatore non ha raccolto tanto da decidere di fermarsi e sparire con il 'malloppo' oppure fino a quando il denaro raccolto non è più sufficiente per corrispondere gli interessi promessi e far fronte alle richieste di rimborso o, ancora, fino a quando il truffatore non viene scoperto (per approfondimenti: <http://www.consob.it/web/investor-education/alcuni-casi-storici->).

Le prassi più diffuse

- Il **contatto**: i soggetti che abusivamente svolgono servizi di investimento oppure offrono al pubblico prodotti finanziari operano prevalentemente tramite siti *web* e utilizzano, quali canali di contatto per promuovere le proprie iniziative presso i risparmiatori, soprattutto email, chat, *social network* e sollecitazioni telefoniche (cosiddette *cold calling*). Nella grande maggioranza di tali casi l'operatività finanziaria prospettata ai risparmiatori è solo apparente e cela vere e proprie truffe.
- La **proposta**: il più delle volte i potenziali clienti vengono invitati ad aprire conti per il *trading* di 'titoli' presso la piattaforma *on line* (il portale/il sito) che l'operatore abusivo/truffatore indica loro. L'apertura del conto di *trading* consentirebbe, almeno apparentemente, di operare, effettuando acquisti e vendite, comodamente da casa e di seguire il proprio portafoglio-investimenti in tempo reale. Una volta aperto il conto, inoltre, agli investitori a volte è offerta anche la possibilità di beneficiare di programmi che, sulla base di dati di mercato, elaborano e propongono opzioni di investimento o di fruire del consiglio di presunti consulenti esperti. In fase di apertura del conto di *trading* viene spesso richiesto al potenziale cliente di inviare copia dei propri documenti, gli estremi della carta di credito o del conto corrente e/o di rilasciare un'apposita procura per la 'movimentazione' di tali conti. Quando l'investitore prova a prelevare in tutto o in parte le somme di denaro presenti sul suo conto tale possibilità gli viene negata e gli vengono addotti i pretesti (economici, fiscali-contrattuali o semplicemente di opportunità) più disparati. Il sito *internet* dell'operatore abusivo/truffatore è spesso ben progettato, accattivante, funzionale e apparentemente molto chiaro e facile da consultare. Il sito può richiamare nella denominazione e nella grafica il sito di soggetti autorizzati ben noti (cosiddetti siti-clone). A volte i soggetti non autorizzati alla prestazione di servizi di investimento sfruttano l'immagine di personaggi noti in vari settori, all'insaputa di questi ultimi, per promuovere presso i risparmiatori i servizi abusivamente offerti/svolti.

Altre volte i potenziali clienti vengono invitati ad aderire *on line* a 'community', sistemi di cosiddetto *network marketing* che sono collegati, almeno apparentemente, alla promozione di forme atipiche di investimento di natura finanziaria con cui sono promessi agli aderenti elevati rendimenti a fronte del versamento di somme di denaro.

- L'**oggetto dell'investimento**: spesso si propone di investire, tramite l'apertura di conti per il *trading*, in *contract for difference* (CFD) o in altri prodotti derivati, con sottostante rappresentato da valute aventi corso legale, strumenti finanziari (quali azioni e obbligazioni), indici finanziari, materie prime e cripto-valute. In altri casi, sono proposti investimenti in 'programmi ad alto rendimento' o in contratti con promesse di rendimenti finanziari collegati a beni commerciali. Più di recente sono state promosse offerte abusive di prodotti finanziari aventi la veste di *initial coin offering* (ICO). Tali offerte promettevano agli investitori rendimenti finanziari correlati all'asserita vendita di *digital token*. I *token* sono risultati essere prodotti finanziari poiché incorporavano (esclusivamente o prevalentemente) il diritto a percepire un rendimento predefinito o predefinibile in base a parametri predeterminati, compreso tra un minimo e un massimo, espresso in misura percentuale sul capitale conferito dall'investitore. Il diritto non si riferiva dunque alla fruizione di beni o futuri servizi ovvero ad altre attività secondarie, pure prospettate nei progetti lanciati dalle società offerenti.
- La **società proponente**: gli operatori abusivi/truffatori sono spesso società fittizie o comunque società che hanno o dichiarano di avere sede in paesi extra-comunitari oppure sono apparentemente localizzate in paesi europei ma di fatto si rendono irreperibili. Spesso queste società dichiarano falsamente di essere autorizzate a operare da Autorità europee.
- Le **altre truffe**: un ulteriore schema truffaldino prevede che, quando l'investitore ha ormai compreso di essere vittima di un soggetto abusivo, sia contattato da una sedicente società di recupero crediti che – a volte anche utilizzando illegittimamente il logo o altri segni distintivi della CONSOB – gli prospetta, a fronte di un corrispettivo in denaro, la possibilità di ottenere il rimborso delle somme già investite, salvo poi sottrargli anche queste ulteriori somme senza fornire alcun servizio.

(per approfondimenti vedi [Le truffe più frequenti](#))

Le truffe ai tempi del Covid-19. L'avvertenza della CONSOB

Il 9 aprile Consob ha messo in guardia i risparmiatori, segnalando attraverso un'apposita Avvertenza (**warning**), che le drammatiche notizie sui focolai virali possono essere un'opportunità per i malintenzionati di diffondere informazioni false o fuorvianti per trarre indebito vantaggio dai timori della pandemia da coronavirus (Covid-19). Nell'Avvertenza, in particolare, si legge quanto segue: «... *si mettono in guardia i risparmiatori contro veri e propri tentativi di truffa, operati soprattutto via internet. Queste truffe assumono molte forme e potrebbero riguardare, tra l'altro, l'offerta [...] di inesistenti titoli azionari od obbligazionari di fantomatiche società che assumerebbero iniziative per il contenimento o la cura del coronavirus oppure l'offerta di [...] presunte valute virtuali collegate alla diffusione e alla letalità del contagio virale (quali ad esempio i Coronacoin)*».



OCCHIO ALLE TRUFFE! CONOSCERSI PER DIFENDERSI

I nostri punti di debolezza: le leve del truffatore

Come mostrato dalla **finanza comportamentale**, le nostre decisioni sono esposte a numerose 'trappole'. Posti di fronte a problemi complessi, come le scelte finanziarie, tendiamo a decidere lasciandoci guidare da '**scorciatoie mentali**', **attitudini** ed **emozioni** che non sempre orientano nella giusta direzione.

Una proposta di investimento allettante fa presa grazie ad alcuni meccanismi psicologici:

- la **fiducia** nel truffatore: tendiamo ad affidarci ciecamente a chi ci promette quello che desideriamo, agli affabulatori, agli abili comunicatori
- l'**effetto gregge** (così fan tutti). Quando non sappiamo cosa scegliere ci fidiamo del giudizio della folla: se in tanti hanno affidato i propri risparmi a quel mago della finanza perché non farlo anche noi?! E poi su internet si trovano tante recensioni positive! Nel nostro subconscio, inoltre, c'è anche una voce che ci sussurra che, se tutto dovesse andar male, non avremo sbagliato da soli e potremo condividere il peso della decisione sbagliata con tanti compagni di sventura!
- la **paura di perdere un'occasione unica** (paura del rimpianto, *regret avoidance* o *fear of missing out*): sentiamo sempre dire che certi treni passano una volta sola e noi non vogliamo in futuro guardarci indietro e rimpiangere di non aver colto l'opportunità che ci stanno offrendo
- l'**attrazione per il guadagno facile o apparentemente privo di rischio** (l'avidità): il desiderio di ricchezza può indurre a decisioni avventate anche persone molto prudenti e/o con pochi risparmi
- l'**impulsività**: a volte si cede all'impulso e all'istinto, ma nel caso delle truffe, è sufficiente che ciò accada una volta sola per perdere i risparmi di una vita
- il **fascino dell'azzardo**: anche se non siamo degli *habitué* del tavolo da gioco o dei patiti di poker avvertiamo il brivido legato alla possibilità di rischiare tutto pur di cambiare la nostra vita vincendo una somma che non potremo mai guadagnare in così poco tempo
- l'eccessiva fiducia in noi stessi (**overconfidence**). Anche se intuiamo che l'affare proposto potrebbe essere rischioso, riteniamo di poter contare sulle nostre conoscenze o sulla nostra furbizia e siamo convinti che sapremo uscirne al momento giusto!
- Una volta che l'investitore è caduto nella sua rete, il truffatore fa leva inoltre sulla propensione del truffato a negare anche l'evidenza: la **vergogna** di esserci 'cascati con tutte le scarpe' è tanta che si preferisce continuare a sperare e si rinuncia a denunciare!



COME PROTEGGERSI DALLE TRUFFE

Cosa devi sapere

Le leggi base della finanza. Non esistono pasti gratis: un investimento che promette un alto rendimento è anche un investimento rischioso.

Le tutele previste dall'ordinamento per il risparmiatore e l'investitore.

- L'esercizio nei confronti del pubblico di servizi e attività di investimento è riservato ai **soggetti autorizzati dalle Autorità competenti (in Italia la CONSOB)**. La **prestazione abusiva di servizi e attività di investimento** consiste nello svolgimento di attività riservate (quali il collocamento di strumenti finanziari, la gestione di portafogli, la negoziazione di strumenti finanziari tra cui i contratti derivati su valute, la consulenza in materia di investimenti) in assenza di autorizzazione: l'esercizio abusivo di servizi e attività di investimento è un **reato** punito con la reclusione fino a un massimo di 8 anni (art. 166 del [Testo unico della Finanza – Tuf](#)).
- Le proposte di investimento finanziario devono essere illustrate in un **prospetto autorizzato da CONSOB**. L'**offerta abusiva di prodotti finanziari e attività pubblicitaria relativa all'offerta al pubblico** si configura quando viene posta in essere o pubblicizzata un'offerta di prodotti finanziari (ad esempio, azioni, obbligazioni, fondi comuni d'investimento, polizze assicurative a carattere finanziario) senza la pubblicazione e il deposito presso la CONSOB o altra Autorità di un prospetto informativo, laddove la legge lo preveda (vedi i [documenti da leggere prima dell'investimento](#)).

Cosa devi fare

Se ti propongono un servizio di *trading online* o se vieni raggiunto da una proposta di investimento...

- **verifica sul sito CONSOB se il soggetto è autorizzato** (vedi l'[Elenco delle imprese di investimento](#)) e/o se è stato già segnalato per abusivismo (consulta la sezione '[Avvisi ai risparmiatori](#)')
- **chiedi informazioni** al soggetto che ti ha contattato e fatti dire...
 - ... il nome della società e dove ha sede
 - ... se è autorizzata, da chi è stata autorizzata e il numero di autorizzazione
 - ... il sito internet
 - ... il nome e cognome di chi ti sta chiamando e i contatti telefonici a cui è possibile rintracciarlo
- **svolgi** semplici ma basilari **verifiche sul web**
 - ... se possibile consulta il sito dell'autorità che avrebbe autorizzato il soggetto
 - ... inserisci il nome della società o del sito internet nel motore di ricerca e verifica cosa si legge sul web
- **verifica che il tipo di investimento** che ti è stato proposto non rientri tra quelli che la CONSOB ha **vietato o sconsigliato** (*Contract for difference - CFD, rolling spot forex* e opzioni binarie; vedi la [Scheda](#))

- **chiedi** (nel caso in cui tu abbia ricevuto una proposta di investimento) se c'è un prospetto autorizzato, **verifica sul sito CONSOB** e, se non trovi il prospetto, **scrivi a CONSOB** per avere informazioni prima di investire
- **ricorda** che, in generale, il trading *online* è una modalità di investimento adatta solo a investitori particolarmente esperti e che le perdite molto spesso in media superano ampiamente in guadagni.

In ogni caso...

- **prendi tutto il tempo necessario** per raccogliere informazioni e fare verifiche
- **confronta** il rendimento promesso con quello offerto nello stesso periodo da altri operatori del mercato
- **medita a fondo prima di coinvolgere amici e parenti** (anche se hai già avuto dei guadagni)

Se hai già investito e hai scoperto che il soggetto è abusivo:

- **invia un esposto** tramite il [Modulo esposti online](#)
- **denuncia** il soggetto anche alle autorità di pubblica sicurezza per le implicazioni per la *privacy* (ha il tuo telefono, gli estremi dei tuoi documenti personali, i dati bancari...)
- **segnala** il soggetto a CONSOB

[Ufficio Relazioni con il Pubblico](#)

[Ufficio Consumer Protection](#)