



# Note di stabilità finanziaria e vigilanza

N. 41

Novembre 2024

1. Introduzione e principali conclusioni.....	1
2. Metodologia .....	5
3. Risultati.....	6
Bibliografia.....	8
Appendice .....	9

*I contributi pubblicati nella serie  
“Note di stabilità finanziaria  
e vigilanza” riflettono le opinioni  
degli autori e non impegnano  
la responsabilità della  
Banca d'Italia*

## Analisi dell’impatto dell’attivazione del SyRB sulle quotazioni azionarie delle banche italiane

*Massimo Molinari – Luca Moller\**

### Sintesi

Al fine di aumentare la resilienza del sistema bancario italiano, lo scorso aprile la Banca d'Italia ha attivato per la prima volta una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB). La decisione è stata presa in un contesto caratterizzato da una congiuntura favorevole per il settore bancario, riducendo il rischio di effetti prociclici e massimizzando i benefici netti attesi associati alla decisione. Ciò nonostante, nel breve periodo l'aumento dei requisiti di capitale può costituire un costo per le banche, specialmente quelle dotate di un minore capitale in eccesso rispetto ai requisiti regolamentari. Questa nota fornisce evidenze circa il possibile impatto dell'annuncio di attivazione del SyRB sulle quotazioni azionarie delle banche italiane. A tal fine, si valuta: i) se nelle giornate immediatamente successive agli annunci relativi alla misura si sia verificato un significativo peggioramento della performance delle azioni delle banche italiane e ii) se tale peggioramento sia correlato o meno al livello del capitale in eccesso delle stesse. I risultati dell'analisi suggeriscono che l'introduzione del SyRB non abbia avuto un impatto negativo sulle quotazioni azionarie delle banche, incluse quelle con minore disponibilità di capitale in eccesso.

### 1. Introduzione e principali conclusioni

Lo scorso aprile la Banca d'Italia ha attivato per la prima volta la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic*

\* Banca d'Italia, Dipartimento Economia e statistica, Servizio Stabilità finanziaria.

risk buffer, SyRB), con l'obiettivo di rafforzare la resilienza del sistema bancario italiano a fronte di eventi avversi, originati anche al di fuori del sistema finanziario, e favorire così la capacità degli intermediari di assorbire eventuali perdite continuando a finanziare imprese e famiglie.

Gli ultimi anni hanno mostrato come shock esogeni (quali pandemie, guerre, disastri climatici, attacchi informatici) possono avere impatti significativi sul sistema bancario. In una fase di elevata incertezza geopolitica, legata al perdurare dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente e alle crescenti tensioni nei rapporti tra Stati Uniti e Cina, è necessario migliorare la capacità del sistema bancario di far fronte alle ripercussioni negative derivanti da eventuali shock esterni al sistema finanziario. Fattori specifici del sistema bancario italiano, quali la dimensione, il livello di concentrazione e il suo ruolo centrale nel finanziamento dell'economia reale<sup>1</sup>, potrebbero amplificare l'effetto negativo sull'intera economia di un eventuale deterioramento dei bilanci bancari. Per questi motivi, anche in assenza di elevati rischi ciclici per la stabilità finanziaria<sup>2</sup>, un'adeguata disponibilità di riserve di capitale rilasciabili è necessaria per assorbire eventuali perdite e consentire alle banche di garantire la continuità dei servizi finanziari e del flusso di credito all'economia anche in contesti avversi non prevedibili.

La decisione è stata presa in una fase caratterizzata da una congiuntura macrofinanziaria relativamente debole, ma comunque molto favorevole per il settore bancario, sia in termini di redditività sia in termini di capitalizzazione. Questo secondo aspetto ha consentito di ridurre il rischio di effetti prociclici e di massimizzare i benefici netti associati alla decisione<sup>3</sup>.

La nuova riserva è stata fissata a un livello che, retrospettivamente, avrebbe consentito alle banche di assorbire le perdite registrate in passati episodi di stress (2006-2022) e non riconducibili a fattori di rischio già coperti da altri requisiti micro e macroprudenziali. In caso di shock, le banche potrebbero utilizzare il capitale vincolato con il SyRB, con benefici sia per gli intermediari sia per l'intera economia: le banche vedrebbero ridotta la loro probabilità di default e, più in generale, subirebbero una minore pressione a comprimere l'offerta di credito, contribuendo per questa via a ridurre l'entità della contrazione economica associata allo shock.

Ciò nonostante, nel breve periodo l'aumento dei requisiti di capitale può costituire un costo specialmente per le banche dotate di un minore capitale in eccesso rispetto ai requisiti regolamentari (*excess capital*), che subirebbero quindi una maggiore pressione ad aumentare i ratios patrimoniali.

L'aumento dei requisiti di capitale è associato in letteratura (cfr. BCBS 2019) a un aumento del costo del funding delle banche dovuto al maggiore costo dell'equity

---

<sup>1</sup> In Italia la quota di finanziamenti a famiglie e imprese proveniente dalle banche domestiche è tra le più alte dell'Unione Europea. Questo implica che uno shock al settore bancario possa trasmettersi con maggiore intensità al settore non finanziario e che un indebolimento dell'economia reale possa incidere più negativamente sui bilanci bancari.

<sup>2</sup> Il coefficiente della riserva di capitale anticiclico (*Countercyclical Capital Buffer*, CCyB) appropriato nell'attuale contesto macro-finanziario è pari allo zero per cento.

<sup>3</sup> Per maggiori informazioni, si veda Catapano et al. (2024).

rispetto al costo del debito. Nella misura in cui il maggiore costo del funding viene trasferito ai tassi applicati alla clientela (*pass-through*), si può determinare una contrazione del credito e un conseguente rallentamento dell'attività economica<sup>4</sup>.

I costi derivanti da requisiti di capitale più stringenti possono essere mitigati se si innescano dinamiche riconducibili al c.d. Modigliani-Miller *offset*: la maggiore disponibilità di capitale, migliorando la capacità di assorbimento delle perdite, abbassa i costi di finanziamento (attraverso sia debito sia equity)<sup>5</sup>. Tuttavia, la presenza di asimmetrie informative o altri tipi di frizioni possono rendere incompleto l'*offset*<sup>6</sup>. In tal caso l'aumento dei requisiti sarebbe comunque costoso per le banche, specialmente quelle meno capitalizzate<sup>7</sup>.

L'aumento del costo del funding, *ceteris paribus*, riduce la profittabilità attesa delle banche, con possibili riflessi negativi sulle valutazioni azionarie. Un simile effetto si potrebbe verificare anche in assenza di un aumento del costo del funding, ovvero qualora le banche decidessero di soddisfare il requisito perseguendo una pura strategia di *derisking* per ridurre le attività ponderate per il rischio<sup>8</sup>. Inoltre, anche nel caso in cui il nuovo requisito fosse soddisfatto interamente attraverso la riduzione del capitale in eccesso, il mercato potrebbe scontare un costo reputazionale per gli istituti bancari derivante dalla diminuzione di quest'ultimo.

Anche l'incertezza relativa al reale impatto della misura sui bilanci delle banche potrebbe avere un ruolo negativo al momento dell'annuncio. All'incertezza potrebbe contribuire la possibile difficoltà del mercato nel valutare i benefici di medio termine derivanti da una maggiore disponibilità di capitale in un momento di crisi.

L'analisi descritta in questa nota ha quindi l'obiettivo di fornire evidenze circa il possibile impatto dell'annuncio di attivazione del SyRB sulle quotazioni azionarie delle banche italiane. A tale scopo, si prendono in considerazione tre date rilevanti per la misura in esame:

- **10 febbraio 2024 (sabato) – ASSIOM FOREX:** nel suo intervento, il Governatore della Banca d'Italia ha sottolineato l'importanza della costituzione di riserve di capitale macroprudenziali, segnalando che la Banca d'Italia aveva

---

<sup>4</sup> Si vedano ad esempio Cappelletti et al. (2024) e Fraisse et al. (2017).

<sup>5</sup> Si vedano ad esempio Belkhir et al. (2021) e Toader (2015).

<sup>6</sup> Le stime empiriche supportano l'ipotesi che l'*offset* sia presente ma incompleto (cfr. Almenberg et al. (2017)).

<sup>7</sup> L'evidenza empirica suggerisce che un aumento dei requisiti patrimoniali colpisca di più le banche con livelli più bassi di capitale in eccesso e che queste ultime rispondano riducendo maggiormente il credito rispetto a istituti con una disponibilità di capitale più elevata (cfr. Malovaná e Ehrenbergerová (2022)).

<sup>8</sup> A fronte di un miglioramento della qualità degli asset, si potrebbe determinare una riduzione della loro redditività.

avviato una riflessione sull'orientamento della politica macroprudenziale, i cui risultati sarebbero stati comunicati nelle settimane successive<sup>9</sup>.

- **8 marzo 2024 (venerdì, a mercati chiusi) – Avvio della consultazione pubblica:** la Banca d'Italia avvia una consultazione pubblica sull'intenzione di attivare per tutte le banche e i gruppi bancari autorizzati in Italia il SyRB. In questa data vengono resi noti i dettagli che la Banca d'Italia prevede di fissare per questa misura: la riserva sarebbe pari all'1,0 per cento delle esposizioni domestiche ponderate per il rischio di credito e di controparte e dovrebbe essere soddisfatta gradualmente (lo 0,5 per cento entro il 31 dicembre 2024; il restante 0,5 per cento entro il 30 giugno 2025).

- **26 aprile 2024 (venerdì, a mercati chiusi) – Attivazione del SyRB:** dopo il termine della consultazione pubblica<sup>10</sup>, la Banca d'Italia ha comunicato l'attivazione del nuovo strumento. La decisione comunicata ha confermato i dettagli della misura già forniti al momento dell'avvio della consultazione, non fornendo pertanto alcuna nuova informazione al mercato (se non che la decisione è divenuta definitiva).

Per identificare la presenza di un eventuale impatto negativo della misura sulle quotazioni azionarie delle banche, si valuta 1) se nelle giornate immediatamente successive alle tre date riportate sopra si sia verificato un significativo peggioramento della performance delle banche nei mercati azionari e 2) se tale peggioramento sia correlato o meno al livello del capitale in eccesso delle stesse. Sebbene l'analisi non consenta di stabilire un nesso di causalità tra l'introduzione della misura e la performance delle azioni bancarie, essa dovrebbe comunque cogliere la presenza di un impatto qualora questo fosse economicamente significativo.

In sintesi, i risultati indicano che non ci sono evidenze statisticamente significative di impatti negativi per le banche, anche per quelle con minore disponibilità di capitale in eccesso.

---

<sup>9</sup> Cfr. *Sviluppi economici e politica monetaria nell'area dell'euro* – Genova – 30° Congresso ASSIOM FOREX: “Al di là della prospettiva microprudenziale, per consentire alle banche di sostenere l'economia in caso di shock esterni al sistema finanziario sono necessarie riserve patrimoniali macroprudenziali. Queste possono essere costituite dagli intermediari utilizzando il capitale in eccesso, senza raccoglierne di nuovo. Con il superamento dell'emergenza pandemica, molte autorità estere hanno aumentato le riserve di capitale rilasciabili in caso di eventi sfavorevoli. Il Comitato di Basilea si è espresso in favore dell'accumulo di riserve macroprudenziali anche al di fuori di fasi di forte espansione ciclica. La BCE ha anch'essa incoraggiato l'aumento di tali riserve laddove la situazione patrimoniale e la redditività delle banche lo consentano. La Banca d'Italia ha avviato una riflessione sull'orientamento della politica macroprudenziale in Italia. I risultati verranno resi noti nelle prossime settimane”.

<sup>10</sup> La consultazione pubblica si è chiusa il 29 marzo 2024.

## 2. Metodologia

L'analisi considera i 17 intermediari (tra banche e gruppi bancari) italiani quotati<sup>11</sup>. Per ciascuna banca ( $i$ ) si stimano separatamente gli *excess returns* giornalieri ( $er_{i,t}$ ) ottenuti come residui di una regressione (eq. 1) in cui i rendimenti azionari giornalieri ( $R_{i,t}$ ) vengono depurati dalla componente prevedibile sulla base dell'andamento dell'indice settoriale del mercato dell'area dell'euro *Datastream euro banks index* ( $R_t^{dseb}$ )<sup>12</sup>.

$$R_{i,t} = a_i + b_i R_t^{dseb} + er_{i,t} \quad (1)$$

Gli *excess return* così calcolati forniscono una misura delle deviazioni inattese della performance delle azioni delle banche italiane relativamente a quella dell'intero settore bancario dell'area. Rispetto ai semplici rendimenti giornalieri, essi consentono di identificare più accuratamente l'impatto di una misura che riguarda direttamente le banche italiane, ma non quelle di altri paesi dell'area.

Gli *excess return* vengono successivamente utilizzati come variabile dipendente in una regressione panel con effetti fissi di banca (eq. 2) in cui come variabili esplicative si utilizzano dummy temporali ( $D_{j,t}$ ) per ciascuna delle tre date individuate ( $j$ ). Oltre alla versione *baseline* viene stimata anche una regressione *augmented* che include le interazioni di ciascuna dummy con una misura di *excess capital* ( $EC_i$ ) delle banche<sup>13</sup>.

$$er_{it} = \alpha_i + \beta_j D_{j,t} + \delta_j D_{j,t} EC_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

La regressione panel consente da un lato di verificare se gli *excess return* osservati nelle giornate immediatamente successive agli annunci siano in media statisticamente significativi, dall'altro di valutare la misura in cui essi dipendano dal livello di solidità patrimoniale di ciascuna banca. Congiuntamente, questi aspetti aiutano ad identificare l'eventuale presenza di un impatto negativo dell'annuncio del SyRB sulla performance delle banche italiane. In particolare, questa ipotesi sarebbe supportata da stime con

<sup>11</sup> Si tratta di UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, BPER, MPS, MEDIOBANCA, Credem, Banca popolare di Sondrio, Mediolanum, Banca Fineco, Brianza Unione S.A.p.A. (Banco Desio), Banca Generali, Banca IFIS, BFF Bank, ILLIMITY, Banca Sistema, AREPO Banca Profilo.

<sup>12</sup> Data l'eterogeneità dimensionale delle banche incluse nel campione, l'indice *Datastream euro banks index* è stato ritenuto il più appropriato da utilizzare in quanto considera un ampio numero di banche, anche di dimensioni minori. I risultati ottenuti con un indice alternativo (EURO STOXX® Banks), costruito utilizzando solo le banche europee di maggiori dimensioni, sono qualitativamente simili a quelli discussi nella nota. L'equazione 1 è stata stimata utilizzando 1 anno di dati giornalieri. I risultati non cambiano qualitativamente se si modifica la finestra temporale (3 anni, 6 mesi) sul quale si calcolano gli *excess return* o se si utilizzano dati settimanali.

<sup>13</sup> La misura del capitale in eccesso è ottenuta come differenza tra il CET1 e il più stringente tra i requisiti regolamentari sia micro sia macroprudenziali, misurata al Q3-2023 (la più recente data ufficiale disponibile al momento dell'annuncio del SyRB). Questa variabile permette in linea di principio di misurare la capacità delle banche di fare fronte a nuovi requisiti regolamentari senza dover recuperare nuove risorse. L'informazione sul capitale in eccesso è disponibile con precisione solo all'Autorità di Vigilanza. Tuttavia il capitale in eccesso potrebbe rilevare nel caso in cui il mercato fosse in grado di formare un'aspettativa sul dato a partire dai bilanci pubblicamente disponibili, sfruttando, ad esempio, l'elevata correlazione tra il capitale in eccesso e il CET1 ratio. I risultati dell'analisi non cambiano in maniera significativa sostituendo la misura di capitale in eccesso con il CET1 ratio.

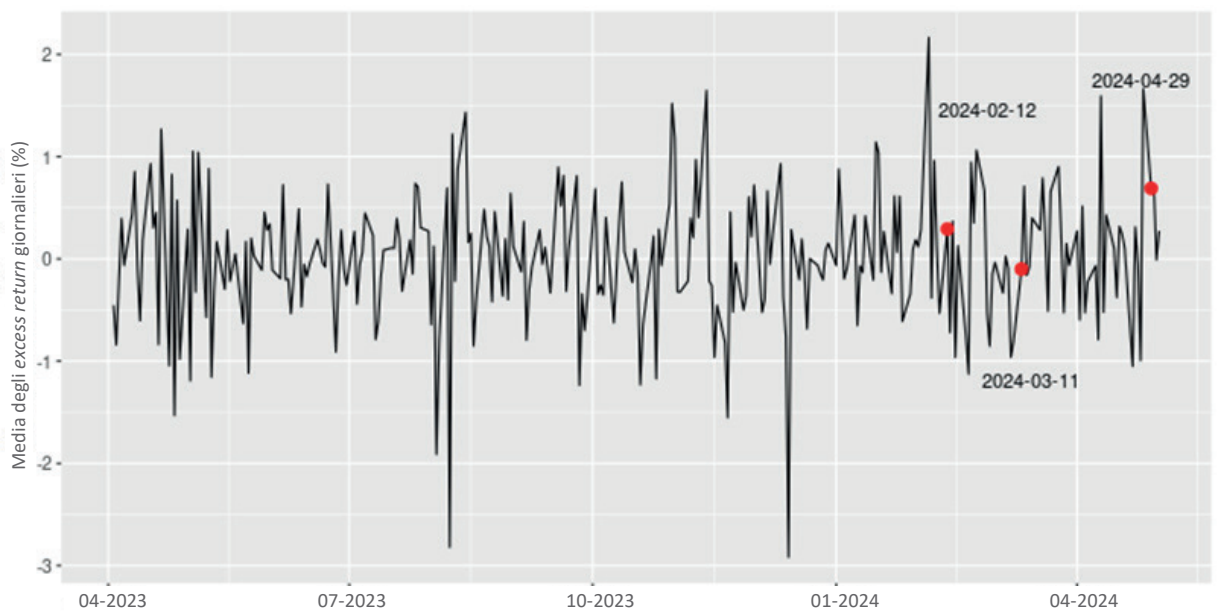


segni  $\hat{\beta} < 0$  (nella regressione *baseline*), corrispondenti a un'evidenza empirica che gli annunci SyRB abbiano avuto un impatto mediamente negativo sulla performance azionaria delle banche, e  $\hat{\delta} > 0$  (nella versione *augmented*), che indicherebbero che tale impatto sia stato più forte per le banche con meno capitale in eccesso.

### 3. Risultati

La Tavola 1 riporta i risultati delle stime della regressione panel a effetti fissi<sup>14</sup>. Nel modello *baseline*, senza interazioni, i coefficienti delle dummy temporali relative all'ASSIOM FOREX, alla consultazione pubblica e alla decisione sull'introduzione del SyRB non sono significativamente diversi da zero. In tutti e tre i casi, le stime suggeriscono che in aggregato l'introduzione del SyRB non abbia avuto un impatto negativo sulle quotazioni azionarie delle banche italiane. Gli stessi risultati sono visivamente apprezzabili nella figura 1, dove si riporta l'*excess return* giornaliero medio delle banche italiane nel periodo aprile 2023 - aprile 2024.

**Figura 1: Andamento medio degli *excess return* delle banche italiane**  
(valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni degli autori su dati LSEG.

Nella seconda regressione, i coefficienti delle interazioni tra il capitale in eccesso e le dummy degli annunci relativi al SyRB non sono significativamente diversi da zero. Questo supporta l'ipotesi che le banche italiane non siano state penalizzate dall'introduzione della misura, indipendentemente dal loro profilo di capitalizzazione, che risulta infatti mediamente elevato e ampiamente capiente per assorbire l'introduzione del SyRB (cfr. il documento di consultazione: [Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico](#)).

<sup>14</sup> I risultati mostrati nella tavola sono confermati quando si stima una regressione con effetti casuali.

## Tav. 1 – Regressione Panel a effetti fissi

Variabile Dipendente: *Excess Return*

	(1)	(2)
$D_{\text{forex}}$	0.295 (0.317)	-0.112 (0.492)
$D_{\text{consultazione}}$	-0.097 (0.363)	0.195 (0.793)
$D_{\text{decisione}}$	0.692 (0.480)	0.746 (1.215)
$D_{\text{forex}} * EC_i$		0.080 (0.053)
$D_{\text{consultazione}} * EC_i$		-0.057 (0.092)
$D_{\text{decisione}} * EC_i$		-0.011 (0.149)
Osservazioni	4828	4828
Adjusted R <sup>2</sup>	-0.003	-0.003
F Statistic	1.711 (df=3; 4808)	1.014 (df=6; 4805)

Note: effetti fissi individuali inclusi; errori standard robusti in parentesi.

## Bibliografia

Almenberg J., Anderson M., Buncic D., Cella C., Giordani P., Grodecka A., Roszback K. and Soderberg G. (2017), “*Appropriate capital ratios in major Swedish banks – new perspectives.*”, Sveriges Riksbank Staff Memo, Financial Stability Department.

Belkhir M., Naceur S.B., Chami R. and Samet A. (2021), “*Bank capital and the cost of equity.*”, Journal of Financial Stability, Vol. 53.

BCBS (2019), “*The costs and benefits of bank capital – a review of the literature.*”, Working Paper No. 37.

Cappelletti, G., Marques A.P. and Varraso P. (2024), “*Impact of higher capital buffers on banks’ lending and risk-taking in the short- and medium-term: Evidence from the euro area experiments.*”, Journal of Financial Stability, Vol. 72.

Catapano G., del Vecchio L., Galardo M., Guerra G. e Petrarca I. (2024), “*Ampliare lo spazio macroprudenziale in Italia attraverso l’attivazione di una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico.*”, Questioni di Economia e Finanza n. 848, Banca d’Italia.

Fraisse, H., Lé M. and Thesmar D. (2017), “*The Real Effects of Bank Capital Requirements.*”, ESRB Working Paper Series No. 2017/47.

Malovaná, S., Ehrenbergerová, D. (2022), “*The effect of higher capital requirements on bank lending: the capital surplus matters.*”, Empirica Vol. 49.

Panetta F. (2024), “*Sviluppi economici e politica monetaria nell’area dell’euro.*” – Genova – 30° Congresso ASSIOM FOREX.

Toader, O. (2015), “*Estimating the impact of higher capital requirements on the cost of equity: an empirical study of European banks.*”, International Economics and Economic Policy, Vol. 12.



## Appendice

A fini di robustezza, sono stati ri-stimati i coefficienti dell'equazione 2 utilizzando come variabile dipendente i rendimenti in eccesso rispetto a un indice del mercato azionario italiano (*Datastream Italy total market index*, *dsit*) anzichè l'indice settoriale bancario europeo. Ciò aiuta a rilevare se l'impatto di alcuni eventi, per come stimato nella nota, possa mascherare una performance anomala dell'intero mercato italiano e non del solo settore bancario italiano oppure una performance anomala dei settori bancari di altri paesi europei determinata da eventi simultanei ma indipendenti.

I risultati (Tavola A1) confermano le evidenze commentate nella nota. La principale differenza riguarda il coefficiente della dummy relativa alla decisione sull'introduzione del SyRB, che passa da 0,69 a - 0,064, pur rimanendo statisticamente non significativa. Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che la decisione è coincisa con la conferma del rating BBB (high) dell'Italia da parte dell'agenzia DBRS, un evento che può avere avuto un impatto positivo sull'intero mercato azionario Italiano, determinando così indirettamente una deviazione positiva nella performance di mercato delle banche italiane rispetto al settore bancario europeo.

**Tav. A1 – Regressione Panel a effetti fissi**

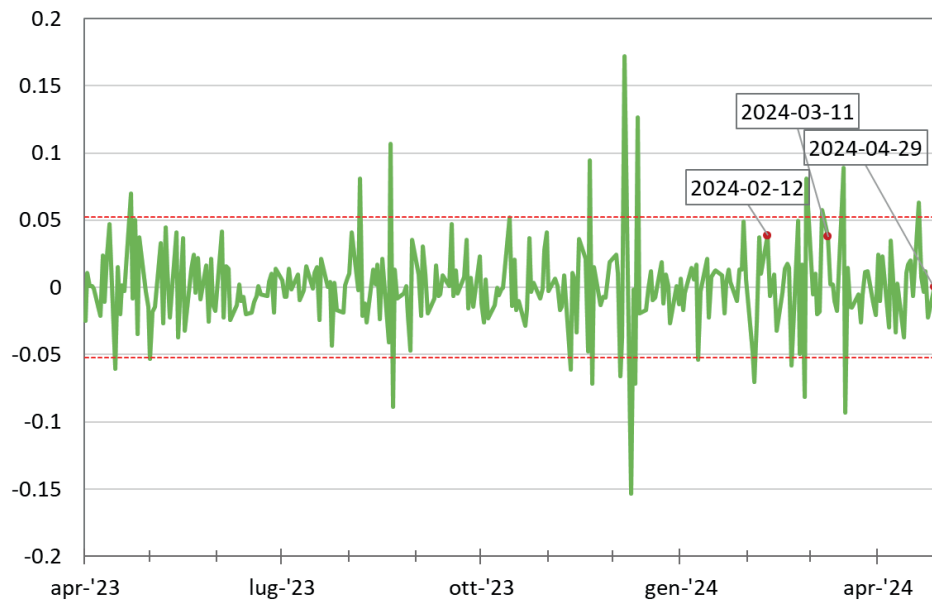
	Variabile Dipendente: <i>Excess Return</i> Indice di mercato: <i>DSIT</i>	
	(1)	(2)
$D_{forex}$	-0.088 (0.323)	-0.466 (0.497)
$D_{consultazione}$	-0.014 (0.362)	0.273 (0.788)
$D_{decisione}$	-0.064 (0.493)	0.089 (1.211)
$D_{forex} * EC_i$		0.074 (0.051)
$D_{consultazione} * EC_i$		-0.056 (0.090)
$D_{decisione} * EC_i$		-0.030 (0.146)
Osservazioni	4828	4828
Adjusted R <sup>2</sup>	-0.004	-0.004
F Statistic	0.036 (df = 3; 4808)	0.175 (df = 6; 4805)

Note: effetti fissi individuali inclusi; errori standard robusti in parentesi.

Le evidenze commentate nella nota sono per lo più confermate se si valuta la performance delle banche nei mercati delle opzioni su azioni (Figura A1) e in quello dei credit default swap (Figura A2). Le due analisi non sono tuttavia sovrapponibili a causa

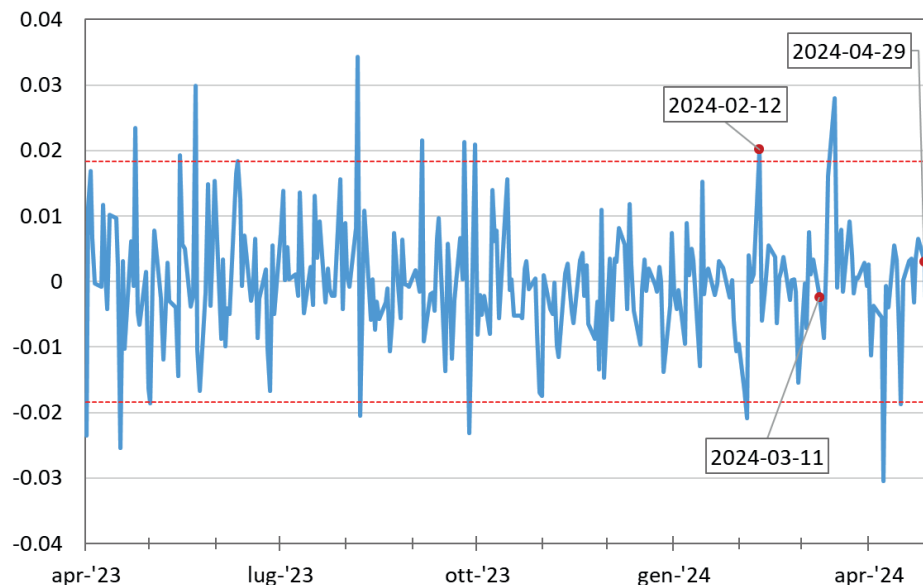
della significativa differenza nei rispettivi campioni di banche (nella nota si guarda a tutte le banche quotate mentre nelle due figure seguenti si considerano solo le maggiori banche dei principali paesi europei).

**Figura A1: Variazione giornaliera nel rapporto tra la volatilità implicita delle maggiori banche italiane e quella delle principali banche europee**



Nota: le banche considerate sono Unicredit e Intesa Sanpaolo per l'Italia, BNP Paribas, Société Generale e Credite Agricole per la Francia, Deutsche Bank e Commerz Bank per la Germania e Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria per la Spagna. Al numeratore si considera la media semplice per le banche Italiane, al denominatore si considera la media per tutte le banche citate. Le linee orizzontali nel grafico corrispondono a  $\pm 1,64\sigma$ , ovvero gli estremi dell'intervallo di confidenza al 90% della distribuzione normale.

**Figura A2: Variazione giornaliera nel rapporto tra lo spread del CDS delle maggiori banche italiane e quello delle principali banche europee**



Nota: le banche considerate sono Unicredit e Intesa Sanpaolo per l'Italia, BNP Paribas, Société Generale e Credite Agricole per la Francia, Deutsche Bank e Commerz Bank per la Germania e Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria per la Spagna. Al numeratore si considera la media semplice per le banche Italiane, al denominatore si considera la media per tutte le banche citate. Le linee orizzontali nel grafico corrispondono a  $\pm 1,64\sigma$ , ovvero gli estremi dell'intervallo di confidenza al 90% della distribuzione normale.