

Lo status di banca sistemica gioca un ruolo significativo? Una verifica empirica sui Cds delle maggiori banche europee

*Do investors mind the status of Systemically important financial institution?
An empirical analysis on major European banks*

Paola De Vincentiis, Università di Torino

Keywords

Vigilanza, banca sistemica, Cds

Jel codes

G21, G28

Il periodo di pesante turbolenza finanziaria iniziato con la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti e culminato nel fallimento di Lehman Brothers ha stimolato una serie di profonde riflessioni sulle debolezze degli schemi regolamentari in vigore. Un importante approdo di queste riflessioni è stato la decisione di individuare le banche e gli altri intermediari caratterizzati da una importanza sistemica a livello internazionale (G-Sifi), al fine di sottoporli a un regime di vigilanza rafforzato. La determinazione dei criteri per l'identificazione delle G-Sifi è stata demandata al Comitato di Basilea e, sulla loro base, il Financial Stability Board ha pubblicato una prima lista di banche a rilevanza sistemica (G-Sib), composta da 29 banche, nel mese di novembre 2011. Due successive revisioni annuali di tale lista sono state diffuse a novembre 2012 e 2013, con lievi cambiamenti rispetto alla prima versione. La nostra domanda di ricerca, sulla base di queste premesse, è la seguente: l'inclusione nel gruppo delle G-Sib ha qualche importanza agli occhi degli investitori? Implicita in queste domande ve ne è un'altra, molto rilevante anche per gli organi di controllo: il mercato crede all'efficacia del nuovo quadro regolamentare messo in piedi per vigilare sui principali intermediari finanziari?

The severe turbulence initiated by the subprime crisis in the United States and the dramatic shock on the financial system produced by the collapse of Lehman Brothers stimulated a careful consideration on the weaknesses of regulatory schemes. One important outcome of this analysis was the decision to identify a group of global systemically important financial institutions (G-Sifi), in order to put them under special supervision. The criteria to identify the G-Sifi were fixed by the Basel Committee on Banking Supervision and first applied on November 2011, when the Financial Stability Board published a list of 29 global systemically important banks (G-Sib). Our research question is the following: does the inclusion in the group of G-Sib make any difference for international investors? And, strictly related to this question, do international investors believe in the effectiveness of the new supervisory framework applied to the major players in the financial world?

1. Il nuovo atteggiamento delle autorità di vigilanza dopo la crisi subprime

Nel corso del lungo periodo di crisi finanziaria in atto, iniziato nel 2007 con i problemi nel settore dei mutui subprime statunitense, la gravità e l'estensione della turbolenza sono state intensificate dal default o quasi-default di un numero relativamente contenuto di intermediari finanziari e dalla conseguente ondata di sfiducia estesa all'intero sistema bancario internazionale¹. L'analisi critica degli eventi e dello svolgimento della crisi ha indotto le autorità di vi-

gilanza a concordare una serie di correttivi e di nuovi meccanismi di vigilanza che sono confluiti nel testo di Raccomandazioni che viene sinteticamente indicato come Basilea 3. Fra le varie contromisure in corso di attuazione, vi è l'individuazione di un gruppo di intermediari finanziari da sottoporre a sorveglianza speciale, a causa del potenziale dirompente – a livello globale e non meramente domestico – di un loro fallimento.

Più in particolare, sono stati sottolineati tre principali obiettivi e linee di azione. Da un lato, vi è la necessità di minimizzare la probabilità di default delle cosiddette Global

¹ «During the recent financial crisis that started in 2007, the failure or impairment of a number of large, global financial institutions sent shocks through the financial systems which, in turn, harmed the real economy. Supervisors and other relevant authorities had limited options to prevent problems affecting individual firms from spreading and thereby undermining financial stability. As a consequence, public sector intervention to restore financial stability during the crisis was necessary and conducted on a massive scale. Both the financial and economic costs of these interventions and the associated increase in moral hazard mean that additional measures need to be put in place to reduce the likelihood and severity of problems that emanate from the failure of global sy-

stemically important financial institutions» (Basel Committee on Banking Supervision, 2011, p. 1).

systemically important financial institutions (G-Sifi), imponendo una serie di requisiti prudenziali rafforzati². Dall'altro, è importante ridurre quanto più possibile l'impatto di un eventuale loro default attraverso un miglioramento dell'efficacia dei meccanismi di recovery³. Infine, il quadro regolamentare è stato pensato in modo da disincentivare le G-Sifi dall'aumentare ulteriormente la loro dimensione e ramificazione internazionale.

La definizione di un set di criteri quantitativi e qualitativi per l'individuazione degli intermediari a rilevanza sistemica è stata affidata al Comitato di Basilea per la Supervisione Bancaria (Bcbs). Il Comitato ha individuato una metodologia prevalentemente quantitativa incentrata sulla valutazione di cinque aspetti: la dimensione, la rilevanza e l'estensione dell'attività internazionale, il grado di interconnessione con altri intermediari finanziari, la sostituibilità e il livello di complessità, legato soprattutto all'utilizzo di strumenti e strutture contrattuali non tradizionali. A parità di dimensione, misurata dal totale delle attività, due intermediari possono dunque risultare l'uno sistemico e l'altro no sulla base della ramificazione internazionale della loro operatività e del ruolo giocato all'interno delle infrastrutture di supporto al funzionamento dei mercati finanziari e dei sistemi di pagamento.

L'obiettivo di questo lavoro è quello di analizzare se la qualifica di intermediario sistemico abbia influenzato o meno la valutazione di rischiosità delle banche implicita nei premi dei loro contratti credit default swap. Tale analisi fornirà anche indicazioni in merito alla fiducia espressa dal mercato sull'efficacia del nuovo impianto normativo e sulla sua capacità di contenere la probabilità di default degli intermediari maggiori.

2. Il club delle G-Sifi

La metodologia individuata dal Comitato di Basilea è stata applicata in una fase iniziale al solo settore bancario e ha prodotto una prima lista di 29 Global systemically important banks (G-Sib) che è stata resa nota al mercato il 4 novembre 2011. Tale lista è stata poi aggiornata all'inizio di

novembre 2012 e 2013. In occasione di queste successive revisioni, gli intermediari sistemici sono stati suddivisi in quattro gruppi (buckets) in relazione al livello del loro indicatore sintetico di rilevanza globale e al conseguente ammontare di patrimonio incrementale previsto a regime dalla nuova normativa.

Nei prossimi anni il Financial Stability Board ha in programma di estendere il processo di identificazione dalle banche all'intero universo degli intermediari finanziari, includendo in particolare le compagnie di assicurazione e le clearing house. Si arriverà in questo modo a una vera e propria lista di G-Sifi.

Le tavole 1 e 2 dettagliano la composizione del «G-Sib club», offrendo uno spaccato sulla collocazione geografica e sulla dimensione operativa di questo gruppo di giganti della finanza mondiale. Osservando la tavola 1 si può notare come le variazioni nella composizione del gruppo durante il triennio 2011- 2013 siano state piuttosto contenute. Vi sono state complessivamente tre nuove entrate (Standard Chartered, Bbva, Industrial and Commercial Bank of China) e tre uscite (Dexia, a causa della sua messa in liquidazione, Commerzbank e Lloyds Bank, a causa di una riduzione dei loro indicatori di rilevanza sistemica).

Guardando alla composizione geografica, la maggioranza del gruppo delle G-Sib ha sede in Europa, sia dal punto di vista numerico sia sotto il profilo del volume di impieghi. L'area meno rappresentata è quella asiatica con sole 4 banche, poi salite a 5 in occasione della revisione di novembre 2013.

La dimensione media delle G-Sib europee, misurata in termini di totale dell'attivo, è notevolmente superiore rispetto a quella degli intermediari statunitensi, mentre risulta comparabile a quella delle banche asiatiche. Ciononostante, le Sib di origine Usa presentano mediamente un livello di rilevanza sistemica superiore, in parte a causa della loro complessità e in parte per effetto dell'estensione maggiormente internazionale della loro operatività. Basti osservare a questo proposito la collocazione nei bucket a fine 2013, dettagliata nell'ultima colonna a destra della tavola 1.

Nell'arco del triennio in analisi, l'attivo aggregato delle G-

² Sul fronte dei requisiti prudenziali rafforzati, in particolare, è prevista l'imposizione – a partire dal 2018 – di un requisito patrimoniale incrementale, variabile fra l'1 e il 2,5% dell'attivo ponderato per il rischio creditizio. L'entità della maggiorazione, per ciascun intermediario incluso nel novero delle G-Sifi, è legata al livello di un indicatore sintetico di importanza sistemica.

³ «Any effective approach addressing the «too big to fail» problem needs to have effective resolution at its base. Such a regime must be able to prevent systemic damage caused by a disorderly collapse without exposing the taxpayer to the risk of loss. To do this, the national regime must, as a basic starting point, provide the authorities with the tools to intervene safely and quickly to ensure

the continued performance of firm's essential financial and economics function, including uninterrupted access of depositors to their fund wherever they are located and to transfer and sell viable portions of the firm while apportioning losses, including to unsecured creditors, in a manner that is fair and predictable, and so avoids panic or destabilization in financial markets. While some jurisdictions have enacted or are considering legislative changes, more existing arrangements do not yet meet those objectives. Internationally, impediments to cross-border resolution derive from major difference in national resolution regimes, absence of mutual recognition and agreements for joining up home or host regimes, and lack of planning for handling stress and resolution» (Financial Stability Board, October 2010, pp. 3-4).

Tavola 1

Le liste di G-Sib pubblicate a novembre 2011, 2012 e 2013

Denominazione	Home country	2011	2012	2013	Bucket 2013
Bank of America	Usa	Si	Si	Si	2
Bank of China	China	Si	Si	Si	1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Spain	No	Si	Si	1
Bank of New York Mellon	Usa	Si	Si	Si	1
Group Bpce	France	Si	Si	Si	1
Barclays	Uk	Si	Si	Si	3
Bnp Paribas	France	Si	Si	Si	3
Citigroup	Usa	Si	Si	Si	3
Commerzbank	Germany	Si	No	No	n.d.
Credit Suisse	Switzerland	Si	Si	Si	2
Deutsche Bank	Germany	Si	Si	Si	3
Dexia	Netherlands	Si	No	No	n.d.
Goldman Sachs	Usa	Si	Si	Si	2
Groupe Crédit Agricole	France	Si	Si	Si	2
Hsbc	Uk	Si	Si	Si	4
Industrial and Commercial Bank of China	China	No	No	Si	1
Ing Bank	Netherlands	Si	Si	Si	1
Jp Morgan Chase	Usa	Si	Si	Si	4
Lloyds Banking Group	UK	Si	No	No	n.d.
Mitsubishi	Japan	Si	Si	Si	2
Mizuho	Japan	Si	Si	Si	1
Morgan Stanley	Usa	Si	Si	Si	2
Nordea	Norway	Si	Si	Si	1
Royal Bank of Scotland	UK	Si	Si	Si	2
Santander	Spain	Si	Si	Si	1
Société Générale	France	Si	Si	Si	1
Standard Chartered	Usa	No	Si	Si	1
State Street	Usa	Si	Si	Si	1
Sumitomo	Japan	Si	Si	Si	1
Ubs	Switzerland	Si	Si	Si	2
UniCredit Group	Italy	Si	Si	Si	1
Wells Fargo	Usa	Si	Si	Si	1
Totale		29	28	29	
N. G-Sib Europa		17	15	15	
N. G-Sib Usa		8	9	9	
N. G-Sib Asia		4	4	5	

FONTE: ELABORAZIONE PERSONALE SU DATI TRATTI DA FINANCIAL STABILITY BOARD

Sib è leggermente diminuito, così come la loro dimensione media individuale. Il dato medio è però baricentro di situa-

zioni molto diversificate e risulta influenzato dall'andamento del tasso di cambio delle valute nazionali rispetto al dollaro statunitense. Non è possibile dunque desumere o ipotizzare se la nuova normativa abbia o meno incentivato un processo di riduzione della dimensione operativa.

Prima di concludere vale ancora la pena di commentare brevemente il dato relativo al peso degli impieghi delle G-Sib sull'economia planetaria. Complessivamente il «club dei giganti» ha un attivo pari al 70% circa del prodotto interno lordo mondiale. Si tratta di un dato impressionante che sicuramente giustifica e rende apprezzabile la rete di sicurezza che le autorità di vigilanza stanno approntando. Quanto mai opportuni appaiono inoltre gli incentivi, impliciti nell'architettura normativa, mirati a una riduzione della dimensione e del grado di interconnessione di questi intermediari che presentano un potenziale effetto dirompente sull'equilibrio economico globale.

3. Il criterio di composizione del campione e la metodologia di ricerca

Poste queste premesse, la nostra domanda di ricerca è la seguente: lo status di G-Sib ha rilevanza per gli investitori internazionali? Il mercato ha guardato le banche sistemiche con «occhi diversi» dopo la loro investitura ufficiale arrivata a novembre 2011? Al nuovo status è stata associata una minore probabilità d'insolvenza, tradottasi in un abbattimento dei premi sui contratti credit default swap? Si tratta di una que-

stione che, a nostra conoscenza, non è stata ancora affrontata in letteratura.

Tavola 2

La dimensione dell'attivo delle G-Sib (dati in migliaia di Usd)

	Rank by Total asset 2011	Total assets 2011	Total assets 2012	Total assets 2013	Var. 2013/2011
Bank of America	9	2.129.046.000	2.209.974.000	2.102.273.000	-1,26%
Bank of China	11	1.877.476.056	2.016.124.181	2.273.580.644	21,10%
Bbva	27	773.305.761	841.516.004	803.440.899	3,90%
Bank of New York Mellon	31	325.266.000	358.990.000	374.310.000	15,08%
Group Bpce	19	1.472.887.881	1.514.079.645	1.549.469.028	5,20%
Barclays	6	2.417.133.558	2.349.315.185	2.162.121.280	-10,55%
BNP Paribas	3	2.542.739.131	2.516.426.888	2.482.607.898	-2,36%
Citigroup	12	1.873.878.000	1.864.660.000	1.880.382.000	0,35%
Commerzbank	26	856.207.821	839.191.159	758.048.540	-11,46%
Credit Suisse	22	1.115.065.371	1.008.378.756	979.030.798	-12,20%
Deutsche Bank	1	2.799.978.111	2.668.260.898	2.222.314.148	-20,63%
Dexia	30	534.039.353	471.315.462	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	25	923.225.000	938.555.000	911.507.000	-1,27%
Groupe Crédit Agricole	5	2.431.797.220	2.649.626.514	2.353.228.503	-3,23%
Hsbc	2	2.555.579.000	2.692.538.000	2.671.318.000	4,53%
Industrial and Commercial Bank of China	4	2.456.294.790	2.789.083.012	3.126.158.518	27,27%
Ing Bank	13	1.655.101.628	1.538.713.501	1.490.310.291	-9,96%
Jp Morgan Chase	8	2.265.792.000	2.359.141.000	2.415.689.000	6,62%
Lloyds Banking Group	17	1.528.085.947	1.503.018.812	1.419.637.726	-7,10%
Mitsubishi	10	2.005.370.659	1.850.687.274	2.454.940.558	22,42%
Mizuho	23	2.090.716.812	1.908.750.480	1.788.737.692	-14,44%
Morgan Stanley	28	749.898.000	780.960.000	832.702.000	11,04%
Nordea	24	926.645.138	881.617.599	869.444.208	-6,17%
Royal Bank of Scotland	7	2.329.726.323	2.070.845.872	1.692.816.259	-27,34%
Santander	15	1.619.259.992	1.675.154.979	1.538.598.803	-4,98%
Société Générale	16	1.528.492.748	1.650.467.026	1.703.574.667	11,45%
Standard Chartered	29	592.686.000	631.208.000	674.380.000	13,78%
State Street	32	216.827.000	222.582.000	243.291.000	12,21%
Sumitomo	14	1.629.197.805	1.466.659.643	1.492.321.397	-8,40%
Ubs	18	1.505.964.513	1.374.423.910	1.132.764.947	-24,78%
UniCredit Group	21	1.181.999.139	1.222.888.864	1.166.512.197	-1,31%
Wells Fargo	20	1.313.867.000	1.422.968.000	1.527.015.000	16,22%
Totale		50.223.549.756	50.288.121.663	49.092.526.001	-2,25%
Media		1.569.485.930	1.571.503.802	1.583.629.871	0,12%
Mediana		1.573.876.370	1.526.396.573	1.538.598.803	-1,27%
Deviazione standard		723.093.720	737.182.908	724.643.972	13,63%
Massimo		2.799.978.111	2.789.083.012	3.126.158.518	27,27%
Minimo		216.827.000	222.582.000	243.291.000	-27,34%
Totale Assets Europa		29.774.008.635	29.467.779.073	26.995.238.191	-9,33%
Totale Assets Usa		8.261.439.000	8.579.064.000	8.859.276.000	7,24%
Totale Assets Asia		8.181.580.065	8.015.180.409	8.862.158.165	8,32%
Assets medio Europa		1.751.412.273	1.964.518.605	1.799.682.546	2,76%
Assets medio Usa		1.032.679.875	953.229.333	984.364.000	-4,68%
Assets medio Asia		2.045.395.016	2.003.795.102	1.772.431.633	-13,35%
Pil Mondiale		71.058.500.000	72.440.400.000	n.d.	n.d.
Attivo G-Sib/Pil mondiale		70,68%	69,42%	n.d.	n.d.

Dal punto di vista metodologico, abbiamo deciso di concentrare l'attenzione sul gruppo delle G-Sib europee che, oltre a essere il più numeroso, è anche quello più uniforme dal punto di vista dei modelli di business degli intermediari. In particolare, l'estensione dell'analisi alle banche Usa avrebbe comportato l'inclusione di vari soggetti specializzati nell'investment banking e naturalmente caratterizzati da equilibri economico-finanziari differenti, nonché da un contesto normativo di riferimento parzialmente diverso.

Per evidenziare se il mercato abbia reagito o meno all'ufficializzazione dello status di banca sistemica e alla maggiore rete di sicurezza alla quale saranno sottoposte in prospettiva le G-Sib, abbiamo ritenuto opportuno condurre un confronto con un campione di banche europee comparabile. In sostanza, siamo andati alla ricerca di un gruppo di intermediari con operatività estesa e rilevante a livello domestico, anche se non caratterizzati da una ramificazione e interconnessione internazionale tali da giustificare l'inclusione nel novero delle banche sistemiche. In estrema sintesi, l'obiettivo è stato quello di identificare una sorta di gruppo di controllo, composto da intermediari che si possano considerare too big to fail, anche se non too systemic to fail. In questo modo si ottiene l'obiettivo di far emergere al meglio l'eventuale valore incrementale attribuito dal mercato alla «patente sistemica».

Per identificare il campione, in particolare, abbiamo ritenuto che un punto di partenza ideale fosse fornito dal gruppo di 90 banche sottoposte allo stress test periodico dalla European Banking Authority (Eba). Le banche incluse in tale gruppo sono quelle maggiori a livello domestico nei 21 paesi che partecipano all'esercizio analitico e dunque sono intermediari considerati «critici» per la salute del sistema finanziario nazionale da parte delle varie autorità di vigilanza coinvolte. Nel perimetro dello stress test Eba sono incluse le 15 G-Sib con sede principale in un paese dell'Unione europea, mentre sono escluse Credit Suisse e Ubs. Al fine di massimizzare il grado di somiglianza fra le banche incluse nel campione, abbiamo poi ristretto il perimetro di indagine alle 57 banche localizzate in paesi caratterizzati dalla presenza sul territorio nazionale di al-

meno un intermediario sistemico. Questo filtro ha permesso di escludere dal campione alcune banche del panel Eba che sono rilevanti a livello domestico solo in ragione della ridotta estensione del sistema finanziario nazionale.

Per arrivare alla selezione finale del campione, abbiamo infine applicato alcune ulteriori condizioni:

- la banca deve essere quotata;
- la serie mensile dei premi per i contratti credit default swap a 5 anni deve essere disponibile attraverso il database Bloomberg e presentare caratteristiche regolari, ovvero mostrare una adeguata movimentazione dei prezzi che segnali la presenza di contrattazioni.

Il campione selezionato applicando i criteri descritti risulta complessivamente composto da 23 banche, 13 delle quali sono state incluse – almeno per una parte del periodo preso in considerazione – nella lista di G-Sib pubblicata dal Financial Stability Board. La tavola 3 riporta l'elenco completo delle banche incluse nel campione, unitamente ad alcuni dati sintetici relativi alla loro operatività.

Osservando i dati riportati nella tavola risulta immediatamente evidente come la dimensione delle nove banche che non hanno mai fatto parte della lista di G-Sib sia decisamente inferiore a quella media degli intermediari sistemiche, pur trattandosi di istituti di primaria importanza nello scenario europeo e nell'ambito del paese di residenza. Il valore medio del loro attivo a fine 2013 è, infatti, pari a 305 miliardi di dollari statunitensi, mentre supera i 1.500 miliardi per gli intermediari inclusi nella lista delle G-Sib. Benché l'ordine di grandezza dimensionale sia effettivamente diverso, il criterio di selezione del campione adottato assicura che si tratti del gruppo di intermediari più simile e più direttamente comparabile alle G-Sib in ambito europeo.

La tavola 3 permette anche di osservare la diversa composizione in termini di paese di residenza (home country) delle banche appartenenti ai due campioni individuati. Il gruppo delle G-Sib è dominato da banche con sede principale localizzata in Gran Bretagna, Germania e Francia. Nel gruppo delle non-Sib prevalgono invece le banche italiane e spagnole. Dato il particolare momento storico che sta attraversando l'Europa – funestata dalla crisi del debito

Tavola 3

Il campione di Sib e non-Sib europee (dati in migliaia di Usd)

	Home country	G-Sib*	Totale attivo	Margine intermediazione	N. dipendenti	N. sedi
Bnp Paribas	Francia	Si	2.482.608.000	7.501.034	n.d.	n.d.
Crédit Agricole	Francia	Si	2.353.229.000	7.585.161	149.717	11.300
Société Générale	Francia	Si	1.703.575.000	3.482.278	148.324	n.d.
Deutsche Bank	Germania	Si	2.222.314.000	939.181	98.254	2.907
Commerzbank	Germania	Si	758.049.000	230.313	51.399	n.d.
Royal Bank of Scotland	Gran Bretagna	Si	1.692.816.000	-13.960.804	118.600	n.d.
Hsbc	Gran Bretagna	Si	1.336.784.000	4.183.136	69.824	n.d.
Barclays	Gran Bretagna	Si	2.162.121.000	2.154.150	140.300	n.d.
Lloyds Banking Group	Gran Bretagna	Si	1.419.638.000	-602.767	97.869	n.d.
Intesa Sanpaolo	Italia	No	863.719.000	-6.284.650	93.845	6.227
Banca Monte dei Paschi	Italia	No	274.591.000	-1.984.416	28.013	2.793
Ubi Banca	Italia	No	171.344.000	378.155	18.337	1725
Banco Popolare	Italia	No	173.828.000	855.054	18.038	1990
UniCredit	Italia	Si	1.166.512.000	-16.425.321	147.864	9.322
Banco Popular Espanol	Spagna	No	203.905.000	452.489	16.027	2244
Bankinter	Spagna	No	81.755.000	322.576	3305	360
Bbva	Spagna	Si	803.441.000	4.111.157	109.305	7.512
Banco Santander	Spagna	Si	1.538.599.000	7.618.259	182.958	13.927
Banco de Sabadell	Spagna	No	225.405.000	370.707	18.077	2418
Skandinaviska Banka	Svezia	No	386.817.000	2.300.508	17.096	nd
Svenka Handelbanken	Svezia	No	387.591.000	2.225.318	11.503	810
Swedbank	Svezia	No	283.447.000	2.010.648	14.226	731
Nordea	Svezia	Si	869.444.000	4.297.338	29.429	800
Media			1.024.414.435	511.283	71.923	4.338
Mediana			863.719.000	939.181	60.612	2.418
Max			2.482.608.000	7.618.259	182.958	13.927
Min			81.755.000	-16.425.321	3.305	360
Deviazione standard			792.356.556	5.879.453	58.038	4.289
Media Sib			1.577.625.385	854.855	111.987	7.628
Media non Sib			305.240.200	64.639	23.847	2.144

FONTE: ELABORAZIONE PERSONALE SU DATI TRATTI DA BANKSCOPE

* La banca è indicata come G-Sib se inclusa nell'elenco del Financial Stability Board almeno una volta nel corso del triennio 2011-2013.

sovrano – questa diversa composizione geografica dei due gruppi può essere un fattore potenzialmente in grado di influenzare i risultati dell'analisi e nel prosieguo cercheremo di capire in che misura lo sia.

La tavola 4 presenta un confronto fra le banche entrate nella

lista delle Sib a novembre 2011 e il resto del campione, basato sull'analisi del livello medio di alcuni indici di bilancio a fine dicembre 2011 e a dicembre 2012. È possibile osservare come le banche appartenenti al gruppo delle non-Sib siano maggiormente orientate a un tipo di intermediazione

Tavola 4

Indici economico-finanziari delle principali banche europee - Sib e non-Sib (31 dicembre 2011 e 2012)

	Media Sib		Media Non-Sib		Differenza Medie		T-stat	
	2012 (a)	2011 (b)	2012 (c)	2011 (d)	2012 (a-c)	2011 (b-d)	2012	2011
Attivo ponderato/Totale attivo	31,50%	32,57%	39,20%	43,94%	-7,70%	-11,37%	-1,31	-1,63
Prestiti/Totale attivo	38,92%	39,47%	65,74%	66,32%	-26,82%	-26,85%	-5,24**	-5,12**
Non performing assets/Totale attivo	2,68%	2,69%	5,07%	4,09%	-2,39%	-1,40%	-1,69*	-1,29
Depositi da clientela/Totale passività	36,76%	35,11%	40,86%	41,01%	-4,11%	-5,89%	-1,08	-1,47
Prestiti/Depositi da clientela	111,34%	118,43%	166,98%	167,04%	-55,65%	-48,61%	-2,64**	-2,20**
Equity multiplier	22,94	23,90	18,32	17,69	4,62	6,20	1,56*	2,51**
Margine di interesse/ Margine di intermediazione	48,72%	54,89%	53,98%	62,71%	-5,26%	-7,82%	-1,08	-1,36
Costi operativi/ Margine di intermediazione	69,61%	74,58%	69,45%	75,05%	0,16%	-0,47%	0,02	-0,06
Rettifiche su crediti/ Margine di intermediazione	18,82%	19,20%	43,52%	17,47%	-24,71%	1,72%	-1,43	0,35
Core Tier I	11,24%	9,85%	11,41%	10,57%	-0,17%	-0,72%	-0,15	-0,79
Return on Equity (Roe)	0,45%	2,48%	-0,80%	-0,74%	1,25%	3,23%	0,25	0,62
Return on assets (Roa)	0,05%	0,08%	0,27%	0,46%	-0,22%	-0,37%	-0,51	-0,49

Fonte: ELABORAZIONE PERSONALE SU DATI TRATTI DA BLOOMBERG

Nota: ** = statisticamente significativo al 5%; * = statisticamente significativo al 10%.

«tradizionale», basato sulla raccolta di depositi ed erogazione di prestiti. Infatti presentano un valore elevato sia l'indice Prestiti/Attivo (65% contro 39% circa per le Sib nel 2012) sia l'indice Prestiti/Depositi (167% contro 111% registrato per le banche sistemiche, sempre a fine 2012). La differenza fra i due valori medi è statisticamente significativa, con un livello di confidenza del 5%, in entrambi gli anni presi in considerazione. Questo orientamento verso l'intermediazione creditizia classica – in un contesto di recessione quale quello che ha caratterizzato l'Europa nel corso del 2011 e del 2012 – spiega in larga misura il maggior livello dell'indice Attività deteriorate/Attivo, attestato in media al 5,07% nelle banche non-Sib, contro il 2,68 % riscontrabile nelle Sib. La stessa ragione spiega anche il maggior livello dell'indicatore Attivo ponderato per il rischio creditizio/Attivo riscontrabile nelle banche non sistemiche. Si noti peraltro che per tali due indicatori la significatività statistica della differenza fra le medie è decisamente più contenuta.

Dal punto di vista dell'efficienza operativa i due campioni di banche sono molto simili. Si veda, a questo proposito, il

cosiddetto cost-to-income ratio ovvero il rapporto fra le spese amministrative e il margine d'intermediazione.

Infine, possiamo notare ancora il maggior livello di leva riscontrabile nel gruppo delle Sib, rappresentato nella tavola dall'equity multiplier ovvero dal rapporto Attivo/Patrimonio netto. Il maggior livello di leva è reso possibile dalla minore ponderazione media degli impieghi e dal conseguente minor assorbimento patrimoniale degli stessi che rende possibile un'espansione più sostenuta dell'attivo a parità di capitale disponibile. Si noti infatti come il livello del Core Tier 1 ratio sia sostanzialmente assimilabile nei due campioni.

Infine, guardando agli indicatori reddituali, si può notare come la performance delle banche non sistemiche sia stata, nel corso del biennio in analisi, peggiore rispetto a quelle delle Sib. Mediamente il risultato netto si è posizionato in terreno negativo, soprattutto per effetto della mole di rettifiche su crediti che hanno eroso il risultato di gestione. Le banche sistemiche sono state maggiormente in grado di compensare gli effetti della recessione in atto e il conseguente aumento delle sofferenze creditizie con i margini

realizzati in altre branche della propria gestione caratteristica. Anche in questo caso peraltro la differenza fra le due medie è statisticamente poco significativa.

4. La variabile dipendente

Una volta delineato e descritto il campione, passiamo a esporre la metodologia di indagine. Nel prosieguo del lavoro, la valutazione di rischio assegnata dal mercato alle banche Sib e non-Sib sarà analizzata osservando l'andamento del premio sui credit default swap (Cds) a 5 anni. Questi strumenti finanziari fanno parte della classe più generale dei derivati creditizi e consistono in contratti asimmetrici nelle prestazioni, caratterizzati da una spiccata natura assicurativa. In particolare, la parte acquirente di protezione, a fronte del pagamento di un premio periodico, ottiene il diritto a ottenere un risarcimento parametrato alla perdita di valore di una data posizione obbligazionaria di riferimento nel caso di default dell'emittente. Introdotti verso la fine dello scorso secolo, questi derivati sono rapidamente cresciuti fino a toccare un picco nel 2007. Successivamente il volume di posizioni outstanding si è gradualmente ridotto, anche grazie a una standardizzazione del mercato che ha favorito il netting delle posizioni. A giugno 2013 – ultimo dato disponibile nei survey periodici condotti dalla Banca per i Regolamenti Internazionali (Bis) – il volume di contratti in essere, pari a circa 24.000 miliardi di Usd, era quattro volte più grande di quello dei derivati con sottostante azionario. Per il 54% circa l'outstanding risultava composto da contratti single-name ovvero derivati creditizi a copertura del rischio di un singolo emittente.

Le caratteristiche tecniche del credit default swap lo rendono particolarmente adatto a rappresentare l'affidabilità creditizia del soggetto sottostante (Di Cesare e Guazzarotti, 2010; Hart e Zingales, 2009). Non a caso una mole crescente di studi accademici sta utilizzando serie storiche di premi Cds per esplorare vari tipi di fenomeni e indagare i fattori che influenzano la valutazione del rischio da parte degli investitori. La scelta del contratto a 5 anni è dovuta al maggior livello di liquidità che caratterizza questa scadenza,

assicurando migliore reattività e significatività delle quotazioni. Si tratta peraltro di una scelta pressoché unanime in letteratura. Per ciascuna delle 23 banche incluse nel campione, abbiamo estratto da Bloomberg una serie storica di premi Cds con cadenza mensile per l'arco temporale 1° gennaio 2006–30 settembre 2013.

I premi dei credit default swap, così come più in generale gli spread creditizi, su un singolo nominativo sono fondamentalmente dipendenti dalla probabilità di default stimata per il soggetto sottostante il contratto, alla quale si aggiungono fattori non firm-specific legati alla liquidità del mercato e al quadro macroeconomico (Collin-Dufresne et al., 2001; Elton et al., 2001). La nostra ipotesi di ricerca è che – se gli investitori credono nell'efficacia del nuovo schema regolamentare – il rischio di default stimato dal mercato dovrebbe essere minore per le G-Sib e di conseguenza il livello medio dei premi sui credit default swap dovrebbe risultare, a parità di altre condizioni, inferiore.

Le tavole 5 e 6 riportano due verifiche preliminari della fondatezza dell'ipotesi di lavoro formulata. La tavola 5 presenta una comparazione dei livelli medi annui delle quotazioni Cds nel periodo compreso fra gennaio 2012 e settembre 2013. Osservando le prime due colonne è possibile notare come il premio medio per le banche non-Sib appaia costantemente superiore rispetto a quello richiesto per le Sib. La differenza fra i due livelli medi è statisticamente significativa, fissando il livello di confidenza al 1%.

La tavola 6 presenta una sorta di event-study. Viene infatti analizzata la variazione percentuale di valore del Cds registrata nel mese di novembre 2011 ovvero all'indomani della diffusione del primo elenco ufficiale di G-Sib, con l'obiettivo di osservare quale sia stata la prima reazione del mercato all'investitura ufficiale delle banche sistemiche. In generale, si tratta di un mese caratterizzato da un forte incremento dei premi in conseguenza dell'intensificarsi della crisi del debito sovrano in Europa. È interessante però notare come le banche appena entrate nel club dei «vigilati speciali» abbiano registrato in media un aumento percentuale dei premi Cds significativamente inferiore, partendo da un livello iniziale sostanzialmente comparabile.

Tavola 5

Livello medio su base annua del premio del credit default swap single name con scadenza 5 anni (dati mensili, in basis points)

	2012			2013		
	Sib	Non Sib	Diff. Sib - Non Sib	Sib	Non Sib	Diff. Sib - Non Sib
Media	233,64	341,92	-108,28	179,73	273,07	-93,34
Mediana	218,64	331,54	-112,90	161,73	214,71	-52,98
Massimo	574,96	799,73	-224,77	402,58	700,10	-297,52
Minimo	74,99	75,54	-0,55	63,12	61,25	1,87
Deviazione Standard	98,75	173,94	-75,19	86,78	169,08	-82,30
N. osservazioni	130	158	-28	89	127	-38
Stat t_ Diff. Medie			-6,63			-5,30

5. Le determinanti del premio Cds

L'evidenza empirica preliminare mostrata nelle tavole 5 e 6 sembra incoraggiante, ma ovviamente l'analisi deve essere approfondita, in quanto svariati fattori possono motivare la distanza fra il valor medio dei premi Cds per le Sib e le non-Sib, oltre al loro diverso status regolamentare.

Il rischio di insolvenza di una banca – al pari di qualunque altro tipo di impresa – dipende dalla sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale. Infatti, più solida e redditizia è un'impresa, minore sarà il premio assicurativo richiesto sulle polizze a copertura del suo rischio di insolvenza. È quindi necessario prendere in considerazione una serie di parametri, firm-specific, in grado di rappresentare l'equilibrio gestionale della singola banca nel tempo.

Alcuni autori, inoltre, includono – fra le determinanti dei premi Cds – una serie di ulteriori variabili legate alle condizioni di liquidità ed efficienza del mercato, quali ad esempio il differenziale bid-ask o il volume di scambi, che possono influenzare l'andamento delle quotazioni (Annaert et al., 2013). In alcune verifiche empiriche, sono anche inserite variabili atte a rappresentare la propensione al rischio degli investitori e dunque l'entità della remunerazione richiesta per il rischio.

Noi abbiamo deciso di concentrare l'attenzione sul primo gruppo di fattori⁴ bank-specific, tralasciando i fattori di

⁴ In alcune verifiche di robustezza dei risultati, non riportate puntualmente nel testo, è stata testata la rilevanza del *bid-ask spread* dei Cds bancari, rilevato mensilmente, come *proxy* delle condizioni di liquidità del mercato. In tutte le regressioni provate, però, il coefficiente di tale variabile è risultato non significativo, oltre a presentare un segno non coerente con le attese. Infatti, durante il periodo in analisi, il miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato dei derivati creditizi è andato di pari passo con un notevole incremento del livello dei premi.

natura market-wide, anche in considerazione dello stato profondamente perturbato dei mercati che ha caratterizzato gli anni in esame. Per tenere conto dei fattori di contesto, considerati uguali per tutte le banche incluse nel campione, nelle varie regressioni sono stati sempre inseriti effetti fissi temporali.

Nel paragrafo 6 approfondiremo il peso degli aspetti relativi all'equilibrio gestionale delle singole banche. Il paragrafo 7 propone invece un modello multivariato nel quale, accanto a tali fattori, viene inserita una *dummy* relativa all'inclusione nella lista delle

G-Sib per verificare se tale status normativo continui a condizionare il livello del premio Cds dopo aver preso in considerazione gli altri principali fattori determinanti. In quest'ultimo modello viene anche inclusa una *dummy* mirata a depurare l'effetto della crisi del debito sovrano in Europa che ha registrato il periodo più acuto fra luglio 2011 e ottobre 2012. Tale crisi può aver significativamente condizionato le quotazioni dei Cds specialmente per le banche italiane e spagnole incluse nel campione, per effetto di un aumento della percezione del rischio sovrano e di un conseguente indebolimento della garanzia *too big to fail* che, in ultima istanza, dipende dalla capacità del paese di residenza di mettere in atto le opportune reti di sicurezza e di scongiurare il default.

6. Il peso dei fattori bank-specific

La valutazione del rischio creditizio di una banca e quindi il premio del suo credit default swap dipendono ovviamente dallo stato di salute ovvero dalla solidità economico-finanziaria dell'intermediario che condiziona la sua probabilità di default. A questo proposito le aree da indagare e da rappresentare attraverso opportune variabili sono sicuramente la dimensione operativa, la redditività, la rischiosità degli impieghi e il grado di patrimonializzazione. Nel caso specifico degli intermediari creditizi – come ricordato in

Tavola 6

Impatto del primo annuncio della lista di G-Sib a novembre 2011
 (dati mensili in basis points)

	Variatione Cds_novembre 2011	Livello Cds_30 ottobre 2011	Variatione %
Bnp	81,935	211,83	38,68%
Crédit Agricole	87,723	213,389	41,11%
Société Générale	97,549	273,842	35,62%
Deutsche Bank	98,803	165,045	59,86%
Commerzbank	101,633	218,082	46,60%
UniCredit	259,799	365,515	71,08%
Banco Santander	136,786	268,744	50,90%
Nordea	52,853	151,305	34,93%
Royal Bank Scotland	64,341	302,453	21,27%
Hsbc	23,953	134,892	17,76%
Barclays	64,872	187,802	34,54%
Lloyds	68,601	279,688	24,53%
Intesa	204,67	332,772	61,50%
Monte dei Paschi	218,517	423,132	51,64%
Banco Popolare	359,565	539,91	66,60%
Ubi Banca	248,099	381,505	65,03%
Banco Sabadell	47,482	766,425	6,20%
Bbva	144,576	275,094	52,56%
Seb	55,409	171,866	32,24%
Svenska	42,93	117,395	36,57%
Swedbank	60,288	177,239	34,02%
Banco Popular Espanol	n.d.		n.d.
Bankinter	n.d.		n.d.
Media Sib	120,018	283,710	39,74%
Media Non-Sib	145,0137	353,926	45,15%
Media campione	120,018	283,710	42,30%
Dev. st. Sib	61,487	68,409	15,62%
Dev. st. Non-Sib	108,83	205,32	19,69%
N. osservazioni Sib	12	12	12
N. osservazioni Non-Sib	9	9	9
T_stat diff. Medie	-0,015	-0,014	-8,531**

FONTE: ELABORAZIONE PERSONALE SU DATI TRATTI DA BLOOMBERG

maniera drammatica dalla recente crisi – un ulteriore importante fattore di salute è legato alla liquidità e all’equilibrio nella trasformazione delle scadenze.

Prendendo spunto dal lavoro di Chiaramonte e Casu

(2013) e sulla base dei riscontri empirici preliminari sintetizzati nella tavola 4, abbiamo selezionato una serie di indici di bilancio in grado di rappresentare in maniera soddisfacente l’equilibrio gestionale delle banche incluse nel campione. In particolare, attraverso una serie di regressioni univariate, abbiamo testato la rilevanza delle seguenti variabili nello spiegare il livello del premio Cds:

- la dimensione della banca, rappresentata attraverso il logaritmo del totale attivo, rilevato sul base semestrale (Log_Assets). Il segno atteso del regressore è negativo, assumendo che una banca più grande sia intrinsecamente più solida e tendenzialmente vigilata dalle autorità in maniera più attenta, con l’effetto di ridurre il rischio di insolvenza;
- la redditività della banca, rappresentata dal return on assets (Roa) e dal return on equity (Roe), sempre rilevati su base semestrale. Il segno atteso dei due regressori è negativo, assumendo che una maggiore redditività sia segno di buona gestione. Soprattutto nel caso del Roe, però, entrando in gioco anche il potenziale trade-off fra rischio e rendimento, l’impatto atteso sulla valutazione della probabilità di insolvenza dell’intermediario è più incerta. Per questo motivo in alcune specificazioni la variabile del return on equity è stata omessa;
- il grado di patrimonializzazione della banca, rappresentato dal rapporto fra il capitale tangibile e l’attivo ponderato per il rischio creditizio (Teq_Rwa). Anche in

questo caso il segno atteso del regressore è negativo, visto che una banca dotata di maggior patrimonio dovrebbe essere più corazzata per affrontare eventuali difficoltà e quindi meno soggetta al rischio di insolvenza;

Tavola 7

Statistiche descrittive dei regressori relativi alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle banche appartenenti al campione (dati in percentuale)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Log_Assets								
Media	5,56	5,59	5,61	5,66	5,67	5,69	5,71	5,72
Mediana	5,65	5,71	5,69	5,71	5,76	5,79	5,81	5,82
Dev. Standard	0,52	0,49	0,50	0,53	0,50	0,49	0,50	0,48
Massimo	6,13	6,20	6,29	6,40	6,31	6,30	6,34	6,31
Minimo	4,61	4,66	4,67	4,73	4,74	4,73	4,77	4,76
Roa								
Media	0,80	0,79	0,84	0,35	0,28	0,34	- 0,07	- 0,09
Mediana	0,77	0,80	0,77	0,41	0,28	0,38	0,22	0,06
Dev. Standard	0,35	0,32	0,36	0,47	0,37	0,22	0,77	0,67
Massimo	1,54	1,45	1,69	0,97	0,83	0,85	0,67	0,78
Minimo	0,27	0,30	0,31	- 1,12	- 0,62	- 0,06	- 1,94	- 1,71
Roe								
Media	17,23	17,65	19,27	6,58	5,90	6,55	0,25	- 1,80
Mediana	16,49	17,17	20,01	7,56	7,51	6,87	5,73	1,31
Dev. Standard	4,94	4,69	4,21	12,80	9,15	4,04	12,57	13,26
Massimo	26,13	26,26	29,07	19,04	22,39	14,12	13,47	14,44
Minimo	10,38	9,85	11,30	- 42,37	- 20,61	- 1,31	- 33,63	- 36,83
Teq_Rwa								
Media	6,64	6,95	6,87	6,32	8,26	9,15	10,10	11,39
Mediana	6,59	6,32	6,53	6,04	7,62	8,85	9,38	11,49
Dev. Standard	1,71	2,18	2,10	1,44	2,29	2,77	2,79	3,35
Massimo	10,92	15,47	13,55	9,56	12,58	15,31	17,20	20,41
Minimo	3,77	4,19	4,12	4,07	2,01	2,84	6,15	5,00
Liquid_Assets								
Media	47,65	49,29	45,49	35,43	37,51	34,13	35,58	38,42
Mediana	45,82	42,94	37,60	31,14	33,76	32,43	36,78	39,82
Dev. Standard	29,04	28,03	27,52	23,67	21,63	20,08	19,96	22,10
Massimo	129,04	126,41	125,51	100,41	96,91	81,56	81,61	82,90
Minimo	11,85	19,18	11,99	9,55	8,24	6,98	6,05	7,22
Imp_Loans								
Media	1,74	1,88	2,25	3,13	5,01	5,66	6,04	7,54
Mediana	1,03	1,14	1,83	3,04	4,94	5,92	6,56	7,24
Dev. Standard	1,53	1,71	1,68	1,80	2,62	3,07	3,34	4,88
Massimo	5,47	5,32	5,69	7,68	11,97	10,85	12,90	16,34
Minimo	0,27	0,17	0,19	0,36	0,58	0,62	0,43	0,44

FONTE: ELABORAZIONE PERSONALE SU DATI TRATTI DA BLOOMBERG E BANKSCOPE

- il grado di liquidità, rappresentato dal rapporto fra le attività liquide e la raccolta a breve termine, ovvero il totale dei depositi e dei titoli con scadenza inferiore a un anno (Liquid_Assets). In questo caso il segno atteso del regressore è negativo, dal momento che un valore maggiore del rapporto indica una maggiore copertura dei potenziali esborsi con attività a breve termine o altamente negoziabili, minimizzando la probabilità di tensioni di liquidità;
- l'incidenza delle sofferenze su crediti (Imp_Loans). In questo caso il segno atteso del regressore è positivo dal momento che un maggior deterioramento del portafoglio crediti è chiaramente un fattore che deteriora l'equilibrio economico-finanziario attuale e prospettico dell'intermediario, incrementandone la probabilità di insolvenza.

La tavola 7 riporta alcune statistiche descrittive relative a tali indici di bilancio, nei vari anni presi in considerazione. Si può notare come gli indici espressivi dell'equilibrio economico siano caratterizzati da una elevata variabilità all'interno del campione, soprattutto negli anni più recenti, marcati tra l'altro da un passaggio in territorio negativo del valor medio sia del Roa sia del Roe. Interessante anche osservare il deterioramento nel periodo in analisi della qualità del portafoglio crediti, al quale fa da contraltare il rafforzamento del livello di patrimonializzazione. Anche per questi due indicatori la deviazione standard su base annua è notevole e risulta in aumento negli anni più recenti.

Passando all'analisi econometrica, abbiamo condotto una serie di regressioni, introducendo sempre effetti fissi temporali e cross-section. La variabile dipendente è il livello del premio Cds per ciascuna banca, osservato su base mensile. L'ipotesi di multicollinearità fra i regressori utilizzati è stata esclusa, verificando il livello del Vif (Variance Inflation Factor) sempre inferiore a 3.

Osservando la tavola 8, che sintetizza i risultati delle varie specificazioni utilizzate, è possibile notare innanzitutto come i segni dei regressori siano sempre in linea con le attese.

La variabile Log_Assets è debolmente significativa e quindi la dimensione dell'intermediario non emerge come determinante particolarmente importante del premio Cds. Questa evidenza potrebbe apparire a prima vista sorprendente e

contro-intuitiva, ma in realtà è spiegabile alla luce del criterio di composizione del campione in analisi. Avendo infatti volutamente selezionato un gruppo di intermediari particolarmente grandi a livello domestico e/o internazionale, è ragionevole che la variabile dimensionale diventi meno rilevante. In sostanza, si può ipotizzare che, superata una data soglia, la banca entri nell'empireo dei too big to fail e, da quel punto in poi, un suo ulteriore accrescimento pesi poco sulla valutazione di rischiosità formulata dagli investitori.

Per quanto riguarda gli indicatori relativi all'equilibrio economico dell'intermediario, il Roa risulta sempre fortemente significativo e presenta segno negativo, indicando come all'aumentare della redditività operativa il premio del credit default swap si riduca. Il Roe sconta invece maggiormente il trade-off tra rischio e rendimento, presentando un coefficiente positivo nella specificazione in cui è inserito fra le variabili esplicative. Proprio questa ambiguità ha consigliato di escluderlo dal novero dei regressori nel prosieguo dell'analisi. Le variabili Teq_Rwa, Liquid_Assets e Imp_Loans risultano sempre significative e i loro coefficienti presentano il segno atteso. Quindi, il livello di patrimonializzazione, la condizione di liquidità e lo stato di salute del portafoglio crediti hanno un impatto importante sulla valutazione di rischiosità dell'intermediario formulata dagli investitori. La capacità esplicativa delle prime tre regressioni è notevole. Infatti, l'indicatore R^2 risulta in tutti e tre i casi superiore all'80%. L'ultima colonna riporta una specificazione diversa nella quale è stato inserito fra i regressori il primo valore ritardato della variabile dipendente (CdsBank_meno1), dal momento che la serie dei premi Cds presenta un significativo fenomeno di autocorrelazione. Osservando la tavola è possibile notare come, in quest'ultima specificazione, alcuni degli indici di bilancio che prima sembravano esercitare un'influenza rilevante sul livello del premio perdano valore esplicativo, pur mantenendo il segno atteso. Rimangono invece fortemente significativi il livello di patrimonializzazione e la qualità del portafoglio crediti rappresentata dall'incidenza delle posizioni deteriorate sui prestiti. Il coefficiente di determinazione della regressione aumenta significativamente e supera il 96%.

Tavola 8

Regressione multivariata del premio Cds su alcuni indici di bilancio espressivi della dimensione, redditività e patrimonializzazione di ciascuna banca

Variabili indipendenti	(1)	(2)	(3)	(4)
CdsBank_meno I				0,88*** (72,45)
Log_Assets	-26,988 (-0,94)	-63,11** (-2,20)		-16,90 (-1,22)
Roe	2,89*** (6,95)			
Roa	-118,53*** (-13,92)	-66,71*** (-15,98)	-66,86*** (-16,01)	-2,58 (-1,18)
Teq_Rwa	-6,67*** (-6,53)	-2,39*** (-7,17)	-6,70*** (-6,89)	-1,91*** (-3,80)
Liquid_Assets	-0,59*** (-3,69)	-0,45*** (-2,79)	-0,51*** (-3,24)	-0,04 (-0,52)
Imp_Loans	12,97*** (10,71)	14,12*** (11,60)	13,89*** (11,44)	2,49*** (4,10)
Adjusted R ²	0,833	0,828	0,828	0,960
N. osservazioni	1.700	1.700	1.700	1.697

La tavola presenta i risultati della seguente regressione:

$$Cds_Bank_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CdsBank_menoI + \alpha_2 \times Log_Assets_{i,t} + \alpha_3 \times Roe_{i,t} + \alpha_4 \times Roa_{i,t} + \alpha_5 \times Teq_Rwa_{i,t} + \alpha_6 \times Liquid_Assets_{i,t}$$

Dove le variabili sono definite nel seguente modo: $Cds_Bank_{i,t}$: premio Cds per la banca i nel t -esimo mese; $CdsBank_menoI$: primo ritardo della variabile dipendente ovvero livello del premio Cds nel mese precedente il t -esimo mese; $Log_Assets_{i,t}$: logaritmo naturale del totale attivo della banca nel semestre precedente il t -esimo mese; $Roe_{i,t}$: return on equity della banca nel semestre precedente il t -esimo mese; $Roa_{i,t}$: return on assets della banca nel semestre precedente il t -esimo mese; $Teq_Rwa_{i,t}$: rapporto fra il capitale tangibile e l'attivo ponderato per il rischio creditizio nel semestre precedente il t -esimo mese; $Liquid_Asset_{i,t}$: rapporto fra le attività liquide e i depositi sommati ai titoli con scadenza inferiore all'anno nel semestre precedente il t -esimo mese; $Imp_Loans_{i,t}$: rapporto tra le sofferenze e il totale dei prestiti nel semestre precedente il t -esimo mese. La regressione è condotta con il metodo dei minimi quadrati, inserendo effetti fissi temporali e *cross-section*. La tavola riporta il valore dei coefficienti α , la relativa statistica t (fra parentesi) e l' R^2 della regressione. Il coefficiente è significativo al livello: * = 10%, ** = 5%, *** = 1% utilizzando un test bilaterale.

7. Un modello multivariato per testare l'influenza dello status di G-Sib sulla percezione di rischio da parte degli investitori

In estrema sintesi, finora abbiamo analizzato separatamente la rilevanza di due fattori esplicativi del premio Cds per le banche del campione:

- lo status di banca sistemica;
- la dimensione, solidità patrimoniale, redditività e liquidità della banca, rappresentate attraverso indicatori contabili.

Si tratta ora di mettere insieme queste diverse variabili, al fine di verificare se lo status di banca sistemica mantenga una sua valenza esplicativa quando posto accanto ad altri fattori determinanti. In altre parole: la qualifica di G-Sib rappresenta un fattore in grado di abbattere il premio del Cds – riflettendo una percezione di minore rischiosità da parte degli investitori – anche quando vengano opportunamente considerati altri elementi? A questo fine introduciamo una variabile dummy, denominata Sib, che assume per tutte le banche un valore pari a 0 prima del mese di novembre 2011 e che è posta pari a 1 in ciascun mese di permanenza nell'elenco delle sistemically important institutions. Per gli istituti usciti dall'elenco nel secondo anno (Lloyds Bank e Commerzbank), la dummy torna dunque a 0 a partire da novembre 2012. Parimenti la variabile binaria assume valore pari a 1 per Bbva a partire da novembre 2012, contestualmente alla sua entrata nel novero delle G-Sib.

Data la composizione geografica del campione commentata nel paragrafo 3 e il particolare orizzonte temporale utilizzato nell'analisi, abbiamo ritenuto opportuno inserire una variabile di controllo che depurasse i potenziali effetti sulle quotazioni dei Cds bancari legati alla crisi del debito sovrano in Europa. Fra i paesi rappresentati nel campione, i due significativamente coinvolti in tale episodio di tensione sono stati Italia e Spagna. Per tali paesi abbiamo individuato il periodo di crisi facendo riferimento alla soglia di 300 punti base per la quotazione del Cds sovrano. Abbiamo quindi inserito una dummy, denominata

inserire una variabile di controllo che depurasse i potenziali effetti sulle quotazioni dei Cds bancari legati alla crisi del debito sovrano in Europa. Fra i paesi rappresentati nel campione, i due significativamente coinvolti in tale episodio di tensione sono stati Italia e Spagna. Per tali paesi abbiamo individuato il periodo di crisi facendo riferimento alla soglia di 300 punti base per la quotazione del Cds sovrano. Abbiamo quindi inserito una dummy, denominata

Tavola 9

Regressione multivariata del premio Cds bancario su indici di bilancio e status di Sib

	(1)	(2)	(3)
CdsBank_meno l	0,88*** (70,76)	0,86*** (65,24)	0,86*** (65,09)
Sov_Crisis		20,57*** (5,22)	20,60** (5,22)
Log_Assets	-15,66 (-1,13)		-16,87 (-1,23)
Roa	-2,41 (-1,09)	-0,50 (-0,22)	-0,48 (-0,21)
Teq_Rwa	-1,84*** (-3,66)	-1,56*** (-3,18)	-1,67*** (-3,35)
Liquid_Assets	-0,06 (-0,72)	-0,09 (-1,18)	-0,07 (-0,95)
Imp_Loans	2,56*** (4,21)	2,97*** (4,89)	3,04*** (4,99)
Sib	-7,33*** (-2,65)	-5,38* (1,95)	
Inter			-0,90** (-1,98)
Adjusted R ²	0,96	0,96	0,96
N. osservazioni	1.697	1.697	1.697

La tavola presenta i risultati della seguente regressione:

$$Cds_Bank_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CdsBank_meno1 + \alpha_2 \times Sov_Crisis + \alpha_3 \times Log_Assets_{i,t} + \alpha_4 \times Roa_{i,t} + \alpha_5 \times Teq_Rwa_{i,t} + \alpha_6 \times Liquid_Assets_{i,t} + \alpha_7 \times Sib_{i,t} + \alpha_8 \times Inter + \varepsilon_{i,t}$$

Dove le variabili sono definite nel seguente modo: $Cds_Bank_{i,t}$: premio CDS per la banca i nel t -esimo mese; $CdsBank_meno1$: primo ritardo della variabile dipendente ovvero livello del premio Cds nel mese precedente il t -esimo mese; Sov_Crisis : variabile *dummy* che assume valore pari a 1 per le banche residenti in Italia e Spagna nelle settimane comprese fra 29 luglio 2011 e 31 ottobre 2012; $Log_Assets_{i,t}$: logaritmo naturale del totale attivo della banca nel semestre precedente il t -esimo mese; $Roa_{i,t}$: return on assets della banca nel semestre precedente il t -esimo mese; $Teq_Rwa_{i,t}$: rapporto fra il capitale tangibile e l'attivo ponderato per il rischio creditizio nel semestre precedente il t -esimo mese; $Liquid_Assets_{i,t}$: rapporto fra le attività liquide e i depositi sommati ai titoli con scadenza inferiore all'anno nel semestre precedente il t -esimo mese; $Imp_Loans_{i,t}$: rapporto tra le sofferenze e il totale dei prestiti nel semestre precedente il t -esimo mese; $Sib_{i,t}$: variabile *dummy* che assume valore 1 se nel t -esimo mese la banca i faceva parte del novero delle *global systemically important banks* pubblicato dal Financial Stability Board; $Inter$: termine di interazione calcolato come prodotto fra la *dummy* Sib e il logaritmo naturale dell'attivo. La regressione è condotta con effetti fissi temporali e *cross-section*. La tavola riporta il valore dei coefficienti α , la relativa statistica t (fra parentesi) e l' R^2 della regressione. Il coefficiente è significativo al livello: * = 10%; ** = 5%, *** = 1% utilizzando un test bilaterale.

Sov_Crisis , che assume valore pari a 1 nei mesi caratterizzati da una quotazione del Cds del paese di residenza supe-

riore a tale soglia. Il periodo di crisi individuato in questo modo si estende da luglio 2011 a ottobre 2012.

Le regressioni multivariate dettagliate nella tavola 9 mirano quindi a verificare se lo status di G-Sib produca un abbattimento del rischio creditizio, e quindi del premio Cds, una volta considerate le caratteristiche economico-finanziarie della banca e l'effetto della crisi del debito sovrano, laddove rilevante. Il modello è stato stimato includendo sempre effetti temporali e *cross-section*. Inoltre, tutte le specificazioni contengono il primo ritardo della variabile dipendente per tenere conto della forte autocorrelazione della serie dei prezzi Cds. Il coefficiente atteso per la *dummy* Sib è negativo, in quanto riteniamo che lo status di banca sistemica possa ridurre la probabilità di default stimata dal mercato e incorporata nel premio dello strumento derivato.

Osservando la sintesi dei risultati, si può notare come il coefficiente della variabile Sib sia significativo e presenti il segno atteso in tutte le specificazioni proposte. La variabile puramente dimensionale (Log_Assets) non ha invece un'influenza significativa sul valore del premio. Non sembra quindi essere tanto la dimensione della banca in sé a determinare il livello del Cds quanto lo status di sorvegliato speciale legato all'inclusione nell'elenco delle banche sistemiche. Questa deduzione è rafforzata dalla specificazione (3) nella quale è stato inserito un termine di interazione fra la *dummy* Sib e il logaritmo naturale dell'attivo. Tale termine di interazione presenta un coefficiente negativo e statisticamente significativo, con li-

vello di confidenza 5%, mentre la variabile Log_Assets continua a presentare scarso valore esplicativo. Fra gli altri

regressori, si conferma la notevole significatività delle variabili *Teq_Rwa* e *Imp_Loans*. La dummy *Sov_Crisis* risulta fortemente significativa in tutte le specificazioni proposte, indicando come il fenomeno di tensione che ha interessato Italia e Spagna abbia fortemente condizionato le quotazioni del Cds bancario delle banche con sede principale nei due paesi.

In definitiva, possiamo concludere che il premio Cds di una banca di grande dimensione, e dunque la percezione del suo rischio creditizio, diminuiscono se alla solida patrimonializzazione e alla buona qualità del portafoglio crediti si aggiunge l'ufficializzazione dello status di banca sistemica. Questa evidenza può essere letta come un segno di fiducia che gli investitori stanno esprimendo nell'efficacia del nuovo schema di vigilanza prudenziale. La riduzione della probabilità di insolvenza che il mercato riconosce alle banche sistemiche agisce in maniera incrementale rispetto alla garanzia implicita nella grande dimensione ovvero alla condizione di *too big to fail*.

8. Conclusioni

L'analisi presentata in questo lavoro parte con una breve descrizione del gruppo di *global systemically important banks* (G-Sib) selezionato dal Financial Stability Board e pubblicato a novembre 2011. All'interno di questo insieme, il sotto-gruppo più numeroso è quello delle banche europee, oggetto di analisi più specifica nel prosieguo.

La questione di ricerca posta è la seguente: il mercato finanziario sta riconoscendo uno status particolare agli intermediari qualificati come G-Sib, rispetto alle altre principali banche europee, per effetto del regime di vigilanza rafforzata alla quale questi saranno sottoposti? La questione strettamente correlata è: gli investitori internazionali danno segno di credere all'efficacia del nuovo schema regolamentare mirato a contenere il rischio delle banche sistemiche? Per cercare di rispondere a questa domanda, abbiamo individuato un campione composto di intermediari creditizi di primaria importanza selezionati all'interno del gruppo di istituzioni sottoposte allo stress test periodico condotto dalla

European Banking Authority. La variabile dipendente – espressiva del livello di rischio creditizio percepito dagli investitori – è il premio del contratto *credit default swap* a 5 anni rilevato mensilmente per il periodo gennaio 2006-settembre 2013.

L'analisi preliminare mostra una differenza statisticamente significativa nel livello medio dei premi sui Cds quotati per le banche Sib e non-Sib durante il biennio 2012-2013 e un effetto «annuncio» nel mese di novembre 2011 all'indomani della prima ufficializzazione dell'elenco di banche *systemically important*.

Dal momento però che lo status di banca sistemica è solo uno dei molti fattori che potenzialmente influenzano il livello del premio Cds, abbiamo approfondito l'analisi prendendo in considerazione una serie di altri elementi.

Innanzitutto abbiamo testato la rilevanza di alcune variabili *bank-specific* – legate alla dimensione, alla redditività, al grado di patrimonializzazione, alla liquidità e alla condizione del portafoglio crediti – nel determinare il premio del *credit default swap*. Tutti i regressori utilizzati presentano il segno atteso e forte significativa statistica, confermando come il pricing del derivato creditizio sia influenzato in maniera importante dai parametri di solidità economica e finanziaria della banca sottostante.

Infine, tramite un modello multivariato abbiamo verificato in che misura lo status di banca sistemica mantenga una sua valenza esplicativa quando posto accanto ad altre variabili rilevanti. In altre parole, ci siamo posti la seguente domanda: la qualifica di G-Sib rappresenta un fattore in grado di abbattere il premio del Cds – riflettendo una percezione di minore rischiosità da parte degli investitori – anche quando vengano opportunamente considerate le caratteristiche economico-finanziarie della banca?

La risposta sembra essere positiva. Quando nella regressione vengono debitamente inclusi effetti temporali e *cross-section*, la dummy rappresentativa dello status di Sib è significativa, in tutte le varie specificazioni utilizzate, e si associa a una riduzione del premio Cds. Questo avviene anche quando venga inserita una dummy rappresentativa del fenomeno di crisi del debito sovrano che ha colpito l'Italia e la

Spagna nel biennio 2011-2012. In sostanza, emerge come la percezione del rischio di default di una banca da parte del mercato diminuisca se alla solida patrimonializzazione e alla buona qualità del portafoglio crediti si aggiunge l'ufficializzazione dello status di banca sistemica

La «patente» di Sib e il connesso regime di supervisione rafforzata sono dunque apprezzati dagli investitori e presentano un valore incrementale rispetto alla classica condizione di too big to fail.

Ulteriori estensioni della ricerca potrebbero mirare ad allargare il campione di banche osservate, includendo intermediari non europei. Inoltre, potrebbe utilmente essere testata la rilevanza di variabili market-wide espressive dell'appetito di rischio degli investitori per verificare se lo status di Sib assuma maggior valore durante le fasi di mercato caratterizzate da fenomeni di flight-to-quality. A quest'ultimo fine, però, sarebbe necessario riferirsi a una serie storica più estesa che sarà disponibile dopo qualche anno dall'entrata in vigore del nuovo regime prudenziale per le banche sistemiche. Infine, potrebbe essere utilmente approfondito l'effetto del rischio paese sulla quotazione del Cds bancario. Quest'ultimo aspetto peraltro presenta problematiche di non facile risoluzione dato che emerge un fenomeno di endogeneità che deve essere affrontato con opportune tecniche econometriche.

Bibliografia

- Abid F., Naifar N.** (2006), «The Determinants of Credit Default Swap Rates. An Explanatory Study», in *International Journal of Theoretical Applied Finance*, n. 9, pp. 23-42.
- Alexopoulos I., Andersson M., Georgescu O.M.** (2009), *An Empirical Study on the Decoupling Movements between Corporate Bonds and Cds Spreads*, European Central Bank, Working Paper Series.
- Acharya V.V., Drechsler I., Schnabl P.** (2011), *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, Nber Working Paper Serie, n. 17136.
- Almer T., Heidorn T., Schmaltz C.** (2008), *The Dynamics of Short- and Long-Term Cds-Spreads of Banks*, Working Paper Series, Frankfurt School of Management, n. 95.
- Alter A., Schuler Y.S.** (2012), «Credit Spread Interdependencies of European States and Banks during the Financial Crisis», in *Journal of Banking and Finance*, pp. 3444-3468.
- Annaert J., De Ceuster M., Van Roy P., Vespro C.** (2013), «What Determines Euro Area Bank Cds Spreads?», in *Journal of International Money and Finance*, n. 32, pp. 444-461.

- Basel Committee on Banking Supervision** (2011), *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement*.
- Black L., Correa A., Huang X., Zhou H.** (2012), *The Systemic Risk of European Banks during the Financial and Sovereign Debt Crisis*, in <http://ssrn.com>.
- Bongini P., Nieri L.** (2013), *The Importance of Being Systemically Important Financial Institutions*, in http://works.bepress.com/paola_bongini/19.
- Borio C.** (2003), *Towards a Macro-Prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, Bis Working Papers.
- Chiaromonte L., Casu B.** (2013), «The Determinants of Banks Cds Spreads: Evidence from the Financial Crisis», in *European Journal of Finance*, pp. 1-27.
- Collin-Dufresne P., Glodstein R.S., Spencer Martin J.** (2001), «The Determinants of Credit Spread Changes», in *Journal of Finance*, n. 56(6), pp. 2177-2207.
- Demigurc-Kunt A., Huizinga H.** (2010), *Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? International Evidence from Equity Priced and Cds Spreads*, World Bank, Policy Research Working Paper, n. 5360.
- Di Cesare A., Guazzarotti G.** (2010), *An Analysis of the Determinants of Credit Default Swap Changes before and after the Subprime Financial Turmoil*, Banca d'Italia, Working papers.
- Deutsche Bank Research** (2011), *Identifying Systemically Important Financial Institutions (Sifis)*.
- Eichengreen B., Mody A., Nedeljkovic M., Sarno L.** (2012), «How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads», in *Journal of International Money and Finance*, n. 31, pp. 1299-1318.
- Elton E., Gruber M.J., Agrawal D., Mann C.** (2001), «Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds», in *The Journal of Finance*, n. 56 (1), pp. 247-277.
- Financial Stability Board** (2010), *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions*.
- (2011), *Understanding Financial Linkages: A Common Data Template for Global Systemically Important Banks*.
- Gerlach S., Schulz A., Wolff G.** (2010), *Banking and Sovereign Risk in The Euro Area*, Cepr, Discussion Paper Serie, n. 7833.
- Gray D.F.** (2009), «Modelling Financial Crisis and Sovereign Risks», in *Annual Review of Financial Economics*, n. 1, pp. 117-144.
- Hart O., Zingales L.** (2009), *A New Capital Regulation for Large Financial Institutions*, Nota di Lavoro, Fondazione Enrico Mattei.
- O'Hara M., Shaw W.** (1990), «Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being "Too Big to Fail"», in *The Journal of Finance*, Vol. 45, n. 5, pp. 1587-1600.
- Pan J., Singleton K.J.** (2008), «Default and Recovery Implicit in the Term Structure of Sovereign Cds Spreads», in *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, n. 5, pp. 2345-2384.
- Volz M., Wedow M.** (2011), «Market Discipline and Too-Big-to-Fail in the Cds Market: Does Banks'size Reduce Market Discipline?», in *Journal of Empirical Finance*, n. 18, pp. 195-210.
- Zhu H.** (2004), *An Empirical Comparison of Credit Spreads between the Bond Market and the Credit Default Swap Market*, Bis Working Papers, n. 160.