I rischi del sistema bancario ombra

Rosa Canelli, Riccardo Realfonzo - 06/02/2020 [papers]

Abstract

Since the collapse of Lehman Brothers, the shadow banking system has drawn the attention of international institutions and academic community for its central role in the break-out of the global financial crisis. During the last decades, the shadow banking system considerably grew in size, especially in advanced economies, spreading across the real sector of the economy through its intertwined relationships with the traditional banking system, households and non-financial corporations. The aim of the present paper is to examine the evolution of the shadow banking universe and to provide some tools for the comprehension of a booming phenomenon, strongly blamed for representing one of the main causes of the recent global turmoil and for posing grave threats to financial and economic stability. Hence, following a deductive approach, the work concludes with some remarks on the risks connected to the shadow banking system as well as on the functions of monetary and fiscal authorities.

Banche Ombra - Introduzione

Il **sistema bancario ombra** (***shadow banking system***) è cresciuto considerevolmente negli ultimi decenni, in posizione di complementarità e surrogazione al sistema bancario tradizionale e alimentando la sempre maggiore *finanziarizzazione dell'economia*, ovvero il *predominio della finanza sull'economia reale*. Le transazioni complessivamente realizzate dal **sistema ombra** hanno ormai raggiunto nel mondo l'impressionante *valore di 52 mila miliardi di dollari*. Comunemente definito come *l'insieme delle **istituzioni finanziarie non bancarie che operano al di fuori dei circuiti regolamentati***, il **sistema bancario ombra** ha progressivamente attratto l'attenzione della comunità accademica e le preoccupazioni delle istituzioni internazionali, soprattutto dopo lo scoppio della crisi economico-finanziaria del 2008.

Il suo sviluppo e il suo coinvolgimento nell'attività di intermediazione creditizia fu inizialmente accolto con favore dalle autorità di regolamentazione. Si riteneva, infatti, che la presenza di **canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali** e la canalizzazione di risorse verso investimenti e bisogni specifici avrebbero prodotto effetti positivi sia nel sistema finanziario sia nel settore reale, promuovendo una sana competizione nel mercato bancario, una tendenziale riduzione dei costi, una diversificazione del rischio e una efficiente allocazione delle risorse. Ed effettivamente, le "banche ombra", considerate un prodotto spontaneo del mercato, hanno fornito strumenti alternativi per il finanziamento del sistema economico, sostenendo le decisioni di produzione delle imprese, concedendo credito ai consumatori e, di conseguenza, contribuendo a sostenere la domanda aggregata di beni e servizi. Tuttavia, *espletando funzioni bancarie senza essere sottoposte ai limiti e alle restrizioni previsti della regolamentazione in termini di leva finanziaria (leverage**[1]**), liquidità e tipologie di investimento, e operando senza la possibilità di ricorrere alla Banca Centrale*, lo *shadow banking system* rappresenta una *potenziale fonte di rischio che mina la stabilità del sistema bancario e del settore reale*. Sarebbe dunque indispensabile una intensa attività di monitoraggio da parte delle autorità di politica monetaria (FSB, 2011, 2018), che però ben difficilmente potranno da sole ridurre considerevolmente i rischi connessi alle banche ombra.

Questo studio esamina l'evoluzione del **sistema bancario ombra**, adottando l'"approccio funzionale" proposto dal Financial Stability Board[2](FSB). Evidenzieremo come gli stretti legami e le interconnessioni con il sistema bancario tradizionale e con il settore reale conferiscano allo ***shadow banking system*** un ruolo centrale nell'assetto economico globale. Attraverso un approccio deduttivo, rileveremo anche che, nonostante il suo rilievo nell'economia reale, il concetto di **sistema bancario ombra** non trova ancora una chiara trattazione nell'ambito del dibattito tra gli economisti. Infine chiariremo che l'affermazione delle **banche ombra** rafforza la tesi keynesiana sulla instabilità connaturata all'economia monetaria e la conseguente necessità di

intervento coordinato di politica fiscale e politica monetaria.

Che cosa è il sistema bancario ombra

L'espressione ***shadow banking system*** (o **sistema bancario ombra**) fu coniata per la prima volta nel 2007 da Paul Mc Cully per sottolineare la progressiva diffusione di ***intermediari finanziari non bancari che operano al di fuori dei circuiti regolamentati***. McCully (2007, 2009) osservò, infatti, il progressivo e rapido sviluppo di una forma di intermediazione incentrata su un insieme di veicoli di investimento non bancari caratterizzati da un elevato ricorso alla **leva finanziaria** che, a differenza delle banche tradizionali, si finanziano attraverso il mercato, esponendosi a una eventuale carenza di liquidità. In seguito alla prima definizione del fenomeno da parte di McCully, si è sviluppato un dibattito sulla definizione di ***shadow banking system***. La letteratura sul tema è piuttosto recente ed evidenzia posizioni diverse che tuttora non convergono in una trattazione unitaria del fenomeno: alcuni autori si concentrano sulle entità che compongono l'**universo bancario ombra**; altri enfatizzano, invece, la necessità di spostare il fulcro dell'osservazione sulle attività svolte dalle **banche ombra**.

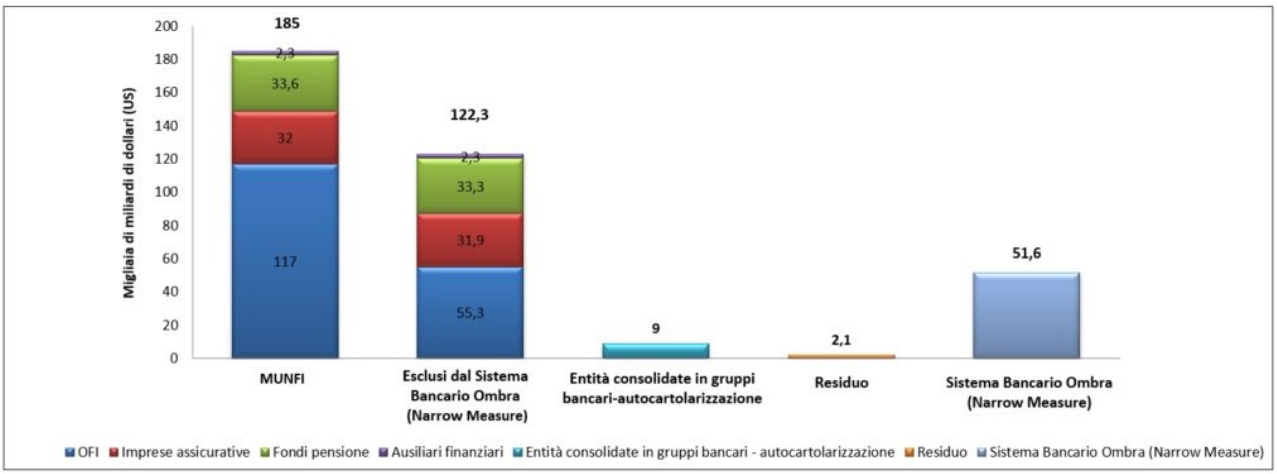
Il primo tentativo di tracciare un quadro dettagliato del **settore bancario ombra** è rappresentato dal lavoro di Pozsar (2008) che fornisce una complessa mappa che identifica tutti i veicoli e gli istituti non bancari che lo costituiscono e gli strumenti da quest'ultimi utilizzati (si vedano anche Pozsar *et al*., 2010, 2013). Tale linea di ricerca fu successivamente ampliata, portando all'identificazione dello ***shadow banking system*** come "l'insieme delle istituzioni finanziarie specializzate nell'intermediazione di fondi dai risparmiatori agli investitori attraverso una serie di tecniche di finanziamento e attraverso il processo di cartolarizzazione" (Adrian e Ashcraft, 2012, p.2). L'attenzione fu pertanto rivolta al tipo di attività svolte dalle banche ombra, rappresentate principalmente dal processo di cartolarizzazione del credito, dall'attività d'intermediazione creditizia e dall'individuazione di fonti alternative di finanziamento (Adrian e Shin, 2009, 2010; Adrian e Ashcraft, 2012, 2016; Gabor, 2014; Ban e Gabor, 2016; Gorton e Metrick; 2011, 2012; Mehrling *et al*., 2013; Nesvetailova e Palan, 2013; Claessens *et al.,* 2012; Moe, 2012; Muller *et al*., 2012).

Sulla scia di tale letteratura, si inserisce il contributo del Financial Stability Board che, di fronte alla impetuosa crescita del fenomeno e all'infittirsi delle relazioni intessute con il sistema bancario tradizionale e con il settore reale, istituì una *task-force* con l'obiettivo di delineare una macro mappa del sistema finanziario per rafforzare la supervisione e la regolamentazione dell'universo bancario ombra. La logica delle analisi condotte dal FSB è quella di chiarire il ruolo dello ***shadow banking system*** , comprendere i rischi derivanti dai suoi stretti legami con gli intermediari bancari e finanziari e identificare i meccanismi e i canali di trasmissione e di contagio attraverso i quali eventuali *shocks* possono essere amplificati e trasmessi ad altri istituti finanziari e, conseguentemente, al settore reale. In tale ottica, il sistema bancario ombra viene inteso come "intermediazione creditizia che coinvolge entità e attività che operano fuori dal sistema bancario tradizionale" (FSB, 2011, p.1).

La metodologia utilizzata dal FBS (2019) per l'identificazione dello ***shadow banking system*** si snoda attraverso un percorso identificativo ad imbuto, caratterizzato da due fasi[3]. La prima fase consente di individuare una *macro-mappa*, una misura aggregata del fenomeno di intermediazione finanziaria non bancaria (MUNFI)[4]che comprende gli intermediari finanziari non bancari, assicurazioni, fondi pensione, OFI[5] e ausiliari finanziari (ad esempio, autorità centrali di controllo dei mercati finanziari e società di gestione dei fondi). La seconda fase individua la misura "ristretta" dello ***shadow banking system*** (*narrow measure*), restringendo l'attenzione sulle entità finanziarie non bancarie coinvolte in specifiche attività di intermediazione finanziaria e creditizia *che potrebbero rappresentare una fonte di rischio sistemico* connesso, nello specifico, al rischio di trasformazione della liquidità e della maturità, al rischio di credito e all'accumulo di leva finanziaria elevata.

Il passaggio dalla definizione MUNFI all'identificazione dello ***shadow banking system*** in senso stretto (***narrow measure***) viene effettuato secondo una classificazione funzionale, la cui applicazione consente di ***individuare il sistema bancario ombra sulla base delle funzioni e delle attività che vengono svolte dalle entità nel mercato finanziario*** (FSB, 2013, 2015) [6]. La relazione tra il MUNFI e il **sistema bancario ombra** è mostrata con la Figura 1[7].

Figura 1: Processo identificativo del sistema finanziario ombra (migliaia di miliardi di dollari)

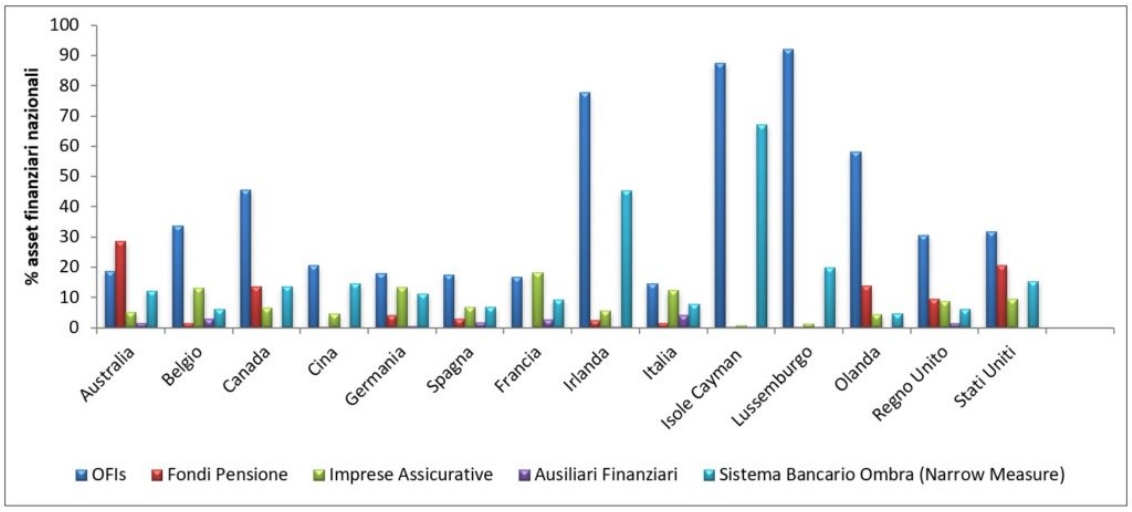


Fonte: Elaborazione dati FSB (2019)

Come mostrato dalla Figura 1, gli assets delle entità inglobate dalla misura aggregata MUNFI ammontano, nel 2019, a $185mila miliardi, di cui $117 mila miliardi riconducibili a OFI, $32 mila miliardi alle imprese assicurative e $33,6 mila miliardi ai fondi pensione. *Il **sistema bancario ombra** in senso stretto, categorizzato secondo le attività economiche, ammonta a $51,6 mila miliardi* e viene individuato rimuovendo dalla macro-mappa MUNFI: 1) fondi pensione, assicurazioni, OFI e ausiliari finanziari non coinvolti nell'attività di intermediazione creditizia, che non pongono rischi per la stabilità economico finanziaria ($122,3 mila miliardi); 2) entità consolidate in gruppi bancari, sottoposti alla regolamentazione prudenziale e supervisione, e le entità che fanno ricorso alla auto-cartolarizzazione[8] ($9 mila miliardi); 3) residuo statistico (derivante da differenze metodologiche nella raccolta e classificazione dei dati dei conti finanziari nazionali di alcune giurisdizioni per un valore di $2,1 mila miliardi).

Il *trend* evolutivo dello ***shadow banking system*** nei Paesi che partecipano all'attività di monitoraggio è piuttosto diverso. La Figura 2 cattura l'ampiezza del fenomeno, confrontando le componenti della misura MUNFI e le **banche ombra** (***narrow measure***), entrambi calcolati come percentuale degli *assets* finanziari totali nazionali.

Figura 2: Sistema finanziario ombra nelle diverse giurisdizioni (% *assets* finanziari totali nazionali)



Fonte: Elaborazione dati FSB (2019)

La consistenza dello shadow banking system è, quindi, molto variabile nei diversi Paesi, con percentuali che oscillano tra il 4,7% e il 67%, registrate rispettivamente in Olanda e nelle Isole Cayman. Negli Stati Uniti, lo shadow banking system è pari al 15,4% mentre in Cina e Australia si registrano percentuali pari al 14,5% e 12,2%, rispettivamente. In Europa, invece, i tassi più elevati vengono riscontrati in Irlanda (45,3%), Lussemburgo (19,9%) e Germania (11,3%). In Italia, il sistema bancario ombra si attesta al 7,9%, sempre come percentuale degli *assets* finanziari totali nazionali.

Le attività svolte dalle banche ombra

Nel suo ultimo rapporto del 2019, il FSB individua *cinque attività-funzioni economiche* che consentono di restringere il concetto di intermediazione finanziaria non bancaria e di individuare e categorizzare il *sistema bancario ombra in senso stretto*. Nel dettaglio, le funzioni economiche si concretizzano nella: 1) gestione di veicoli di investimento collettivo del risparmio, caratterizzati da una elevata leva finanziaria ed esposti al rischio legato alla trasformazione - e quindi all'eventuale disallineamento - delle scadenze; 2) concessione di prestiti che dipende dalla raccolta a breve termine; 3) intermediazione di attività di mercato che dipende da finanziamenti a breve termine o da finanziamenti garantiti dagli *assets* dei clienti; 4) concessione di garanzie che facilitano l'erogazione del credito; 5) intermediazione creditizia basata sull'attività di cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie.

La Tabella 1 sintetizza le funzioni economiche, fornendo degli esempi delle entità che appartengono alle stesse.

Tabella 1: Funzioni economiche dello shadow banking system

Funzione Economica	Definizione	Entità
EF1	Gestione di fondi di investimento collettivo	Fondi a reddito fisso, fondi misti, hedge funds, trusts, fondi del mercato monetario
EF2	Erogazione di prestiti basata su finanziamenti a breve termine	Società finanziarie, società di leasing, società di factoring, società di credito al consumo
EF3	Intermediazione tra gli agenti del mercato finanziata dalla raccolta a breve termine o da attività della clientela	Broker-dealers
EF4	Facilitazione all'erogazione del credito	Assicurazioni, garanti finanziari, assicuratori ipotecari
EF5	Intermediazione creditizia basata sulla cartolarizzazione	Società di cartolarizzazione

I dati forniti dai reports del Financial Stability Board (2019) consentono di evidenziare la magnitudo delle cinque funzioni sopraelencate e di comprendere la rilevanza delle connessioni che tale sistema intesse con il settore bancario tradizionale e con l'economia reale.

La funzione economica 1 è la più ampia, inglobando più della metà degli *assets* dello *shadow banking system* ($36,7mila miliardi, nel 2017). Sono annoverati in tale funzione i veicoli di investimento collettivo come fondi a reddito fisso (29% degli *assets* EF1), fondi misti (19%), *hedge funds* (13%), fondi immobiliari che operano attraverso la leva finanziaria, fondi fiduciari e fondi del mercato monetario (16%). Disallineamenti di liquidità, richieste di rimborso, ricorso alla leva finanziaria espongono tali entità a vulnerabilità strutturali potenzialmente significative per la stabilità finanziaria.

La funzione economica 2 rappresenta il 7% del sistema bancario ombra ($3,5mila miliardi) e include società finanziarie, società di *leasing*, società di *factoring* e altri tipi di società di credito al consumo. Tra queste, le società finanziarie rappresentano il 79% degli *assets* della funzione economica 2. Fornendo credito per diverse finalità (prestiti ipotecari, credito al consumo, finanziamento per l'acquisto di automobili, prestiti agli studenti, carte di credito), tali entità competono con le banche tradizionali. La loro raccolta finanziaria è essenzialmente a breve termine, esponendo tali attività al rischio legato alle caratteristiche temporali delle risorse finanziarie raccolte e al *leverage*. Pur offrendo servizi analoghi al settore bancario, le entità spesso si concentrano in settori di nicchia non serviti dalle banche, intensificando rischi ed effetti pro-ciclici.

La funzione economica 3 rappresenta l'8,2% del sistema bancario ombra ($4,2mila miliardi). Tale funzione ha sperimentato un notevole declino negli ultimi anni in quanto, in seguito alla crisi economico-finanziaria, un numero sempre maggiore di *broker-dealers* (che ne rappresentano il 71%) è stato progressivamente consolidato in gruppi bancari, soggetti a regolamentazione e pertanto esclusi dallo *shadow banking system*. Nell'erogare servizi di brokeraggio, tali entità sono esposte al rischio di liquidità, di *rollover* e a corse al rimborso da parte degli investitori. Tali rischi sono esacerbati dalla loro dipendenza dalla raccolta a breve e dal ricorso a strumenti *repo*.

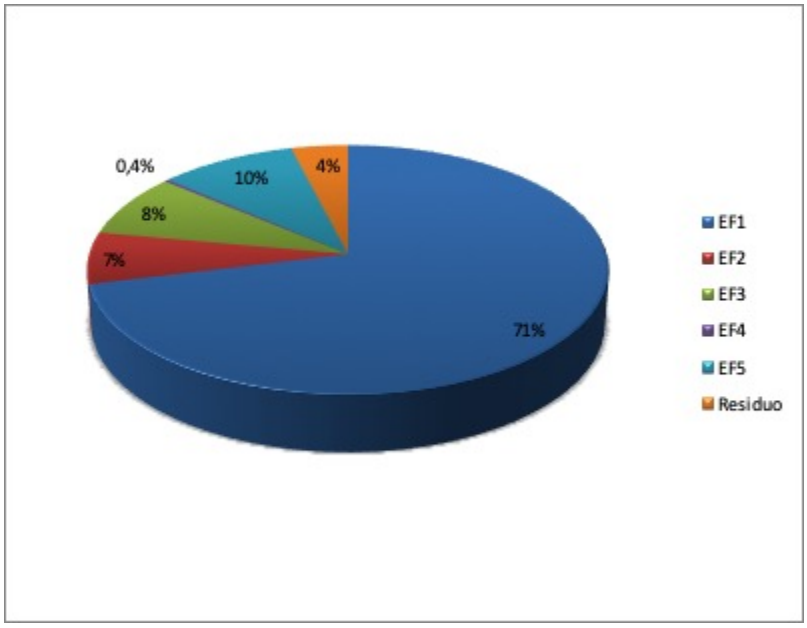
La funzione economica 4 è pari a 0,3% dell'universo bancario ombra ($173 miliardi), prevalentemente presente nei paesi avanzati. Si tratta di entità che forniscono garanzie e protezione contro i rischi del mercato del credito, facilitandone pertanto l'erogazione da parte di banche e intermediari finanziari non bancari. Rappresentano un esempio le imprese di assicurazione, i garanti finanziari, gli assicuratori ipotecari e le società di investimento che fanno uso di titoli derivati. Nello svolgimento di tali attività, le entità che compongono la funzione economica 4 possono aumentare la possibilità di imperfetto trasferimento del rischio di credito, contribuendo all'instabilità del sistema finanziario e alimentando i cicli di espansione e recessione.

Infine, la funzione economica 5, che rappresenta il 9,6% dello *shadow banking system* ($5 mila miliardi), è costituita da tutte le entità che sono coinvolte nell'attività di intermediazione creditizia basata sul processo di cartolarizzazione. Attraverso il finanziamento di *assets* illiquidi di lungo termine con la raccolta di breve periodo, tali società-veicolo finanziano il sistema

bancario tradizionale o gli altri intermediari finanziari, operando come strumenti per ridurre o aggirare la regolamentazione in termini di capitale bancario. Tali attività contribuiscono ad incrementare il livello di indebitamento e il rischio derivante dalla trasformazione delle scadenze e dalla gestione della liquidità.

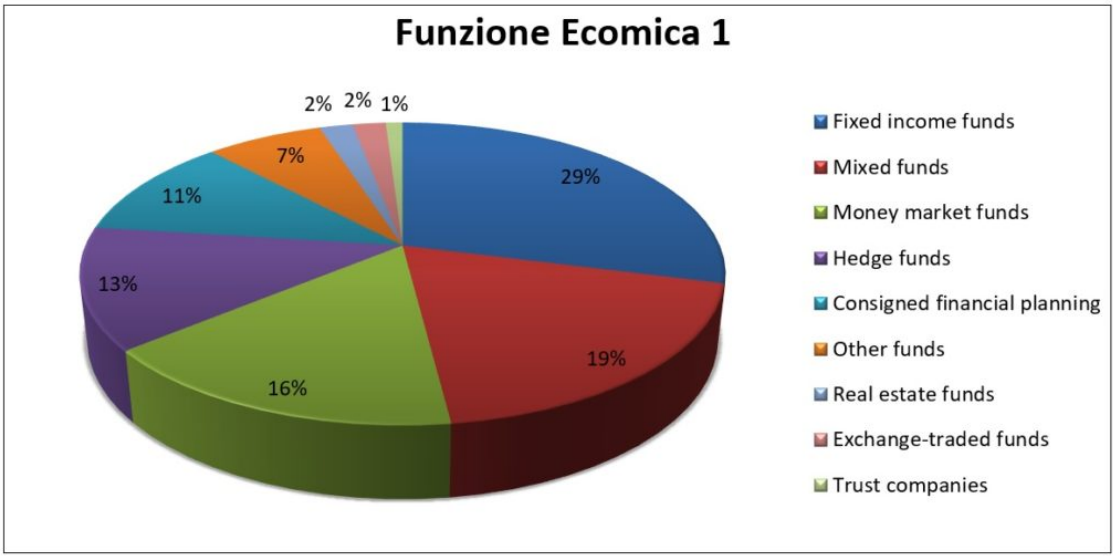
Le Figure3 e 4 mostrano le funzioni economiche e la loro dettagliata composizione.

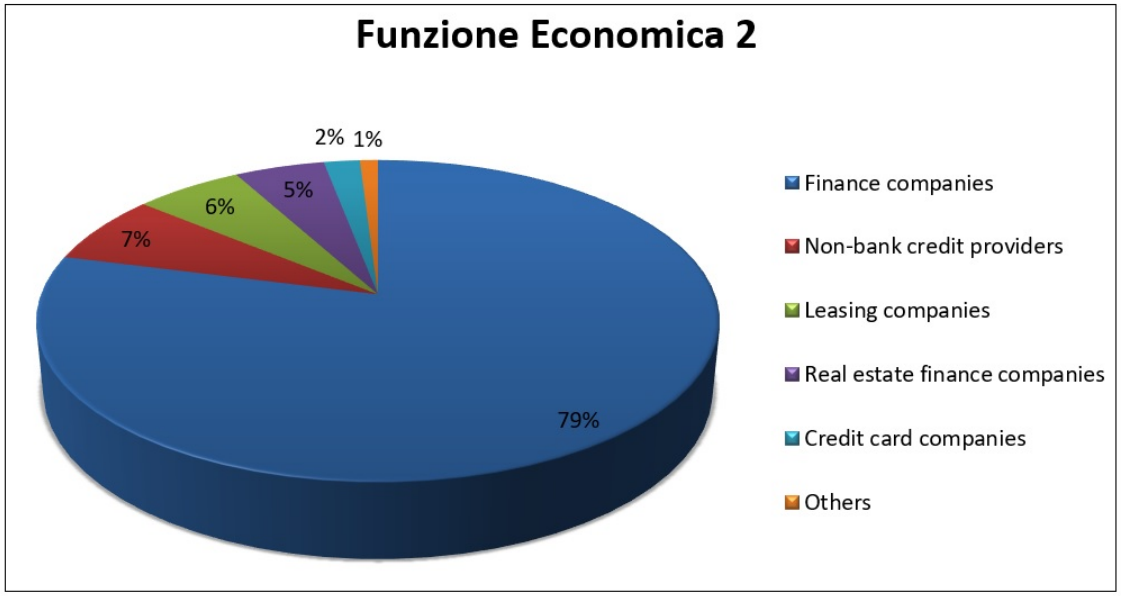
Figura 3: Funzioni economiche (% sistema finanziario ombra)

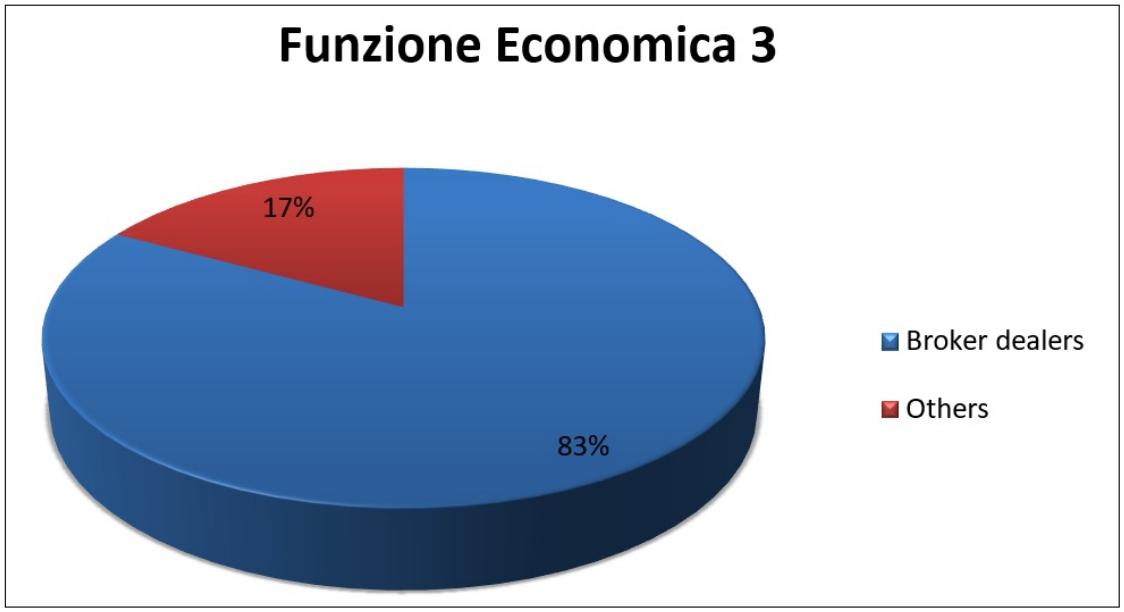


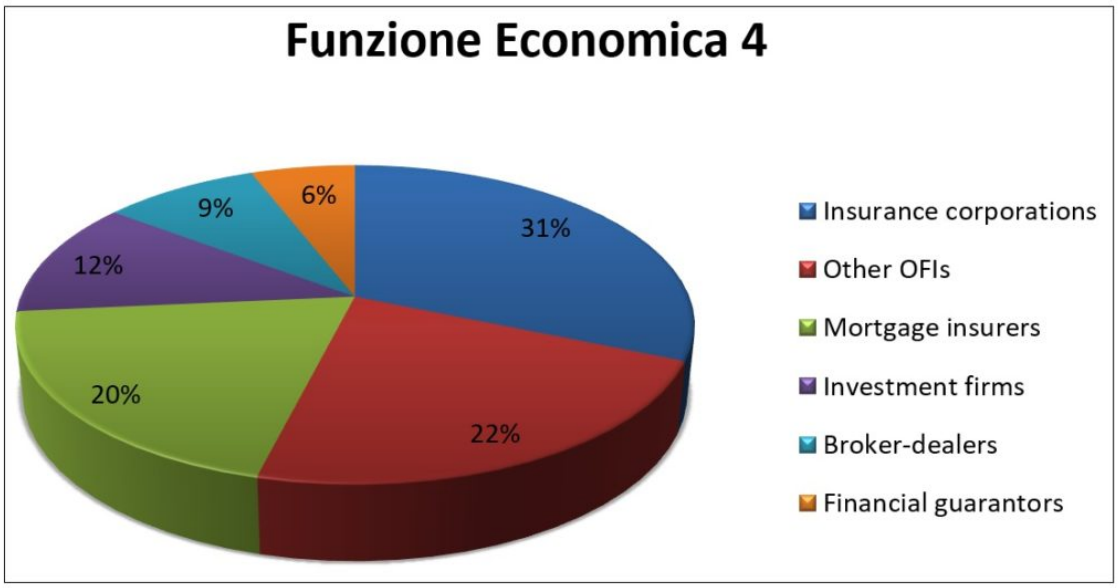
Fonte: Elaborazione dati FSB (2019)

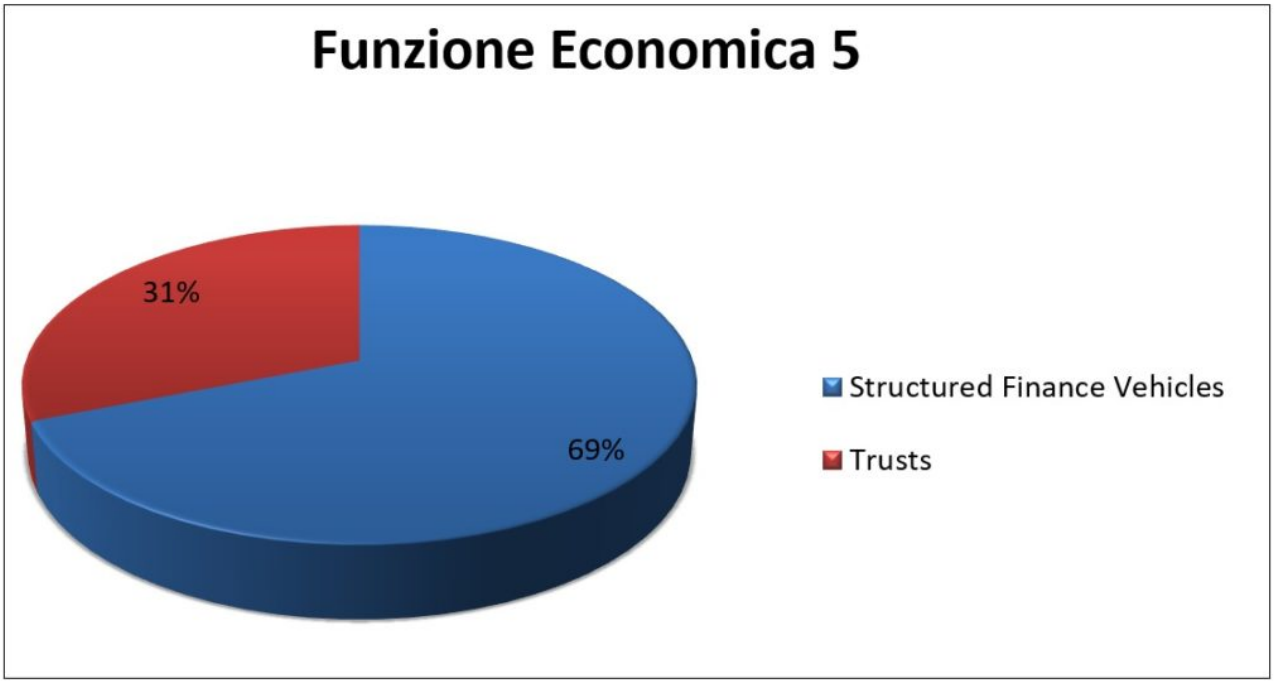
Figura 4: Composizione delle Funzioni Economiche (% sistema finanziario ombra)




Funzione Economica 2
2%
1%
5%
6%
7%
79%
Finance companies
Non-bank credit providers
Leasing companies
Real estate finance companies
Credit card companies
Others


Funzione Economica 3
17%
83%
Broker dealers
Others





Fonte: Elaborazione dati FSB (2019)

I rischi delle banche ombra, l'endogeneità della moneta, la crisi

La crescita esponenziale dello *shadow banking system* preoccupa perché tende ad *accentuare l'instabilità dell'economia di mercato*. Le banche ombra, infatti, attraverso la creazione di strumenti finanziari sempre nuovi e la forte leva che sfruttano, accrescono nelle fasi espansive del ciclo la fragilità dell'intero sistema finanziario e degli operatori (imprese e famiglie) che entrano in relazione – come debitori o creditori – con loro. Il punto di fondo è che il sistema bancario ombra tende ad accentuare il principale fattore di instabilità dell'economia capitalistica, costantemente chiamato in causa dagli economisti di formazione keynesiana, che consiste nel *carattere endogeno dell'offerta di moneta*. Con ciò si intende il fatto che la quantità di moneta in circolazione, e la velocità stessa a cui essa circola, non sono stabili bensì dipendono dalle dinamiche della domanda di moneta stessa, senza che la banca centrale possa riuscire ad operare un controllo efficace sulla quantità. L'idea di fondo è, dunque, che l'operare dello *shadow banking system* accentui, in vario modo, la capacità dell'offerta di moneta di adattarsi a

ogni mutamento della domanda, sfuggendo ad ogni controllo e sfruttando effetti leva che, cumulativamente, espongono l'intero sistema economico-finanziario a grande rischio. Insomma, *la crescita di questa tipologia di intermediari finanziari esaspera l'endogeneità della moneta, tende a rendere più fragile l'intero sistema finanziario e gli operatori che operano con esso (imprese e famiglie), e rende più probabile l'innesco di crisi finanziarie e la rapidità della sua diffusione mediante effetti-contagio*.

L'accentuazione del carattere endogeno dell'offerta di moneta prodotta dalle banche ombra a cavallo della crisi del 2008 è con ogni probabilità uno dei fattori che ha indotto un crescente numero di studiosi appartenenti al filone teorico *mainstream* più liberista, spesso sulla scorta di argomentazioni esclusivamente empiriche, a ripiegare su una visione più keynesiana del mercato monetario (Fontana, Realfonzo e Veronese Passarella 2020; Borio e Disyatat, 2011; Sheard, 2013; McLeay, Radia e Thomas, 2014). È noto che lo spartiacque tra le principali scuole di pensiero economico in materia di moneta e banche è proprio la rappresentazione dell'offerta di moneta (Lavoie, 2014; Realfonzo, 1998). Da un lato, la teoria economica liberista ha sempre prediletto l'idea di una *offerta di moneta esogena*, controllata dalle autorità monetarie, in cui le banche si comportano come intermediari che raccolgono il risparmio sotto forma di depositi, a fronte dei quali concedono prestiti a favore delle imprese e dei consumatori (*teoria dei fondi prestabili*). Dall'altro lato, il pensiero economico keynesiano ha chiarito che la moneta fa ingresso nel circuito economico perché creata dal sistema bancario che, in questo modo, soddisfa la domanda del mercato (Bertocco, 2006; Dow, 2006; Fontana, 2004; Lavoie, 1996, 2006, 2014; Rochon, 1999; Wolfson, 1996; Graziani, 2003). La tesi liberista conduce alla conclusione che le variabili monetarie, tendenzialmente, non influenzano l'economia reale; viceversa, l'opinione keynesiana è che il capitalismo sia una economia intimamente monetaria e che la moneta e le banche siano in grado di influenzare le variabili reali, nel breve e nel lungo periodo, sia permettendo lo sviluppo sia innescando la crisi. Nella visione keynesiana, l'introduzione della moneta nell'economia, attraverso il credito bancario, e la velocità a cui essa circola dipendono dalla dinamica della domanda aggregata, nella quale un ruolo di guida è svolto dagli imprenditori e dai loro capricciosi *animal spirits* (Eichner and Kregel, 1975; Parguez, 1984; Moore, 1988; Graziani, 1989).

La crescita impetuosa del sistema bancario ombra ha avuto un impatto prepotente nel dibattito tra gli economisti, spostando con decisione l'ago della bilancia dalla parte keynesiana. Con la diffusione del sistema ombra diviene ancora più ardito per gli studiosi *mainstream* che aderiscono al cosiddetto "nuovo consenso" continuare a sostenere l'idea di una offerta di moneta stabile e controllata dalla banca centrale (Figuera, 2012). Sotto questo aspetto il tentativo più importante di modificare il modello del "nuovo consenso" per tenere conto dell'endogeneità della moneta, respingendo esplicitamente la teoria dei fondi prestabili, è stato prodotto da Jakab e Kumhof nel 2015 (Fontana, Realfonzo e Veronese Passarella 2020).

Dal punto di vista teorico è possibile sostenere che le banche ombra accentuino il carattere endogeno dell'offerta di moneta attraverso: *la continua creazione e distruzione di strumenti di pagamento che fungono da moneta o quasi-moneta; l'incremento e decremento del moltiplicatore monetario* (ossia della relazione tra base monetaria controllata dalla banca centrale e il volume complessivo della massa monetaria), *anche indirettamente, attraverso gli impatti sulla adeguatezza patrimoniale delle banche commerciali*; *la variazione della velocità di circolazione della moneta.*

A riguardo, la ancora ridotta letteratura scientifica si è concentrata principalmente sul concetto di *gerarchia della moneta*, che viene modificata dall'intervento dello *shadow banking system*. In effetti, il volume complessivo della massa monetaria in circolazione può essere illustrata come una piramide a più livelli in cui le diverse stratificazioni rappresentano le promesse di pagamento aventi diversi gradi di liquidità/accettabilità, cioè moneta vera e propria e varie forme di *quasi-moneta* (Bell, 2001). Affinché una promessa sia accettata, è necessario che essa sia convertibile *alla pari* (cioè senza perdita di valore) con la moneta emessa dalla banca centrale o da un ente di livello superiore nella gerarchia. Alcuni studiosi sostengono che gli strumenti emessi dalle banche ombra siano a tutti gli effetti moneta (Ricks, 2011 e Pozsar, 2014), grazie all'immediata possibilità di essere convertiti in mezzo di pagamento. Altri sostengono che soltanto i contratti pronti contro termine (*repo*) presentano caratteristiche distintive, rispetto agli altri strumenti finanziari (come quote di fondi di investimento o carta commerciale), tali da consentire la loro convertibilità *at par*. Tale convertibilità è garantita dalla presenza di collaterale, negoziabile sul mercato (Gabor e Vestergaard, 2016).

Nell'ambito del dibattito sulla endogeneità degli strumenti emessi delle entità *shadow* è possibile anche sviluppare il concetto di liquidità fittizia di Kregel (2014), chiarendo il ruolo attivo svolto nel processo gerarchico di creazione della moneta da parte dell'entità finanziarie non bancarie. Sotto questo aspetto, la partecipazione delle banche ombra al processo di creazione di liquidità si concretizzerebbe nello scambio di passività meno liquide, che occupano cioé un livello inferiore nella piramide della moneta (Nersisyan e Dantas 2017). Dunque, le banche tradizionali non deterrebbero il ruolo esclusivo di creatrici di moneta: tale ruolo può essere ascritto anche alle entità finanziarie non bancarie che, collocandosi in un livello sottostante le banche tradizionali, partecipano attivamente al processo di creazione di moneta attraverso un meccanismo gerarchico di *leveraging*, che richiama in causa il vecchio concetto di *moltiplicatore monetario*, definito come la capacità del sistema bancario – ora comprendente anche le banche ombra – di assicurare una offerta di moneta che è un multiplo della *base monetaria* emessa dalla banca centrale. Viene di conseguenza che la capacità delle entità finanziarie non bancarie di creare liquidità dipende dalla possibilità di accedere alla liquidità delle banche commerciali: le prime creano liquidità fittizia, le seconde liquidità reale. La piramide dell'offerta di moneta includerebbe, quindi, il livello della base monetaria (moneta legale) emessa dalla banca centrale, il volume dei depositi bancari (emessi dalle tradizionali banche commerciali) e gli strumenti emessi dalle banche ombra (Nersisyan e Dantas 2017).

L'effetto dello *shadow banking system* sull'endogenità dell'offerta di moneta può essere presentato anche sotto forma di effetto indiretto, attraverso l'impatto sulla *adeguatezza patrimoniale delle banche commerciali* e dunque sulla loro capacità di espandere il credito. In altri termini, anche chi critica l'idea che le banche ombra creino moneta (o quasi-moneta), può giungere alla conclusione che il loro intervento tenda ad accrescere l'instabilità dell'offerta di moneta. Consideriamo l'esempio proposto da Bouguelli (2018)[9], relativo a una banca di investimento che intenda espandere le sue attività (Tabella 2). Per attrarre fondi necessari a finanziare lo svolgimento della propria attività, la banca di investimento può stipulare un contratto pronti contro termine (*repo*) con una grande impresa, la IBM nell'esempio, che detiene depositi presso una banca commerciale. Inizialmente, attraverso lo strumento *repo* si assiste alle seguenti operazioni: la banca di investimento entra in possesso di depositi bancari, utilizzati per acquistare nuovi *assets* (*MBS*) presso la banca commerciale; l'impresa, invece, beneficia di un tasso di rendimento più elevato rispetto a quello pagato sui depositi. Tale operazione, come mostrato dalla riga 2 della Tabella 2, non condurrebbe alla creazione di liquidità addizionale. Si noti, però, che la vendita di *MBS* migliora il coefficiente di adeguatezza patrimoniale della banca commerciale, concedendo alla stessa ulteriori margini di manovra nel processo di creazione di extra liquidità. Solo nel caso in cui la banca sfruttasse questi margini, come illustrato dalla riga 3, si assisterebbe alla creazione di liquidità da parte della banca commerciale attraverso l'eventuale concessione di credito ad una società di investimento. La conclusione è, dunque, che le banche ombra non influenzerebbero direttamente l'offerta di moneta bensì indirettamente, sempre attraverso il canale delle banche commerciali (su questa posizione anche Michell 2017).

Tabella2: Processo di creazione della liquidità

Banca commerciale (BC)		Banca di investimento (BI)		IBM		Fondo Pensione (FP)	
Attività	**Passività**	**Attività**	**Passività**	**Attività**	**Passività**	**Attività**	**Passività**
	Depositi IBM -100	Deposito +100	Repo +100	Deposito -100			
	Depositi BI -100			Repo +100			
Prestiti cartolarizzati -100	Depositi IBM -100	MBS +100	Repo +100	Deposito -100			
				Repo +100			
Prestiti cartolarizzati -100	Depositi IBM -100	MBS +100	Repo +100	Deposito -100		Deposito presso BC +100	Prestito da BC +100
Nuovo prestito a FP +100	Deposito FP +100			Repo +100			

Fonte: Lavoie (2014) e Bouguelli (2018)

Infine, l'amplificazione della endogeneità della moneta può essere descritta in termini di *velocità di circolazione della moneta*. In letteratura è, infatti, presente anche la tesi secondo cui lo *shadow banking system* aumenti la velocità di circolazione della liquidità all'interno del sistema economico, senza però aumentare la quantità di moneta, a meno che la banca commerciale non si inserisca nel processo di creazione della liquidità attraverso gli strumenti *repo* (Caverzasi, Botta e Capelli 2019).

Lasciando un esame teorico-analitico delle diverse argomentazioni a uno studio successivo, appare indiscutibile l'impatto del sistema bancario ombra sull'offerta di moneta e sulla solidità finanziaria degli agenti, nonché le sue strette interconnessioni con il sistema bancario tradizionale. L'evoluzione del fenomeno conferma la teoria della moneta di matrice keynesiana. Il tradizionale circuito monetario esaminato da Keynes nel *Trattato sulla moneta* del lontano 1930 e successivamente ripreso e sviluppato dalla letteratura internazionale - con il decisivo contributo della scuola italiana fondata da Augusto Graziani (1984, 1989, 1994, 2003) - va certamente arricchito e sviluppato per includere i canali di attivazione delle banche ombra. E tuttavia il principio cardine di quella teoria viene confermato e anzi esaltato: l'offerta di moneta è un risultato spontaneo del mercato e, in particolare, della domanda di moneta stessa. Questa, a sua volta, dipende dai capricci della domanda aggregata di merci e servizi e dalle mutevoli propensioni alla detenzione di liquidità degli agenti. L'instabilità dell'economia di mercato è quindi pericolosamente accentuata dall'intervento delle banche ombra che risultano ben scarsamente controllabili dalle autorità di politica monetaria.

Conclusioni

Nel corso degli ultimi decenni i mercati sono stati progressivamente trasformati dal *processo di finanziarizzazione dell'economia* , che ha profondamente mutato il rapporto tra produzione e finanza. Con il ventunesimo secolo, l'ascesa dello *shadow banking system* ha prodotto una accelerazione vistosa, contribuendo alla creazione di un sistema finanziario sempre più complesso, strettamente interconnesso con l'attività bancaria tradizionale e con il settore reale, attraverso entità, processi e strumenti in continua e tumultuosa trasformazione. Si tratta di un fenomeno così rapido e imponente che la letteratura ancora non è stata in grado di produrre una formalizzazione chiara, sistematica e condivisa. Appare evidente che, a differenza delle banche tradizionali - già così difficili da controllare e monitorare da parte delle autorità di politica monetaria, come la storia economica dimostra - le *shadow banks* non sono assoggettate alle restrizioni fissate dalla regolamentazione e dalla vigilanza prudenziale, e costituiscono un fattore di rischio molto rilevante per la stabilità di lungo periodo del sistema economico. La rapida ascesa del sistema bancario ombra pone pertanto la necessità di intensificare l'attività di monitoraggio globale, in modo da adottare adeguate misure di intervento volte a ridurre i potenziali rischi sistemici e i conseguenti effetti negativi sull'economia reale. Tuttavia, poiché, come abbiamo mostrato, lo *shadow system* esalta il carattere di endogeneità dell'offerta di moneta, risulta evidente che le autorità di politica monetaria hanno, in ogni caso, un potere di controllo limitato e solo parzialmente efficace. E

tutto ciò non può che restituire allo Stato e alle politiche fiscali che esso può realizzare, in assetti istituzionali che consentano la piena collaborazione con le banche centrali, un ruolo chiave anticiclico e di controllo del mercato.

Bibliografia

Adrian, T. e Ashcraft, A.B. (2012). Shadow Bank Regulation,*Annu. Rev. Financ. Econ.*, 4: 99-140;

Adrian T., Ashcraft A.B. (2016). Shadow banking: a review of the literature. In: Jones G. (eds) Banking Crises. Palgrave Macmillan, London;

Adrian T, Ashcraft A.B., Cetorelli N. (2013). Shadow Bank Monitoring, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 638, September;

Adrian, T. and Shin, H. S. (2009). The shadow banking system: Implications for financial regulation, *Staff Report Federal Reserve Bank of New York*, No. 382;

Adrian, T. and Shin, H. S. (2010). The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007 – 2009, *Annu. Rev. Econ.*, 2: 603–18;

Ban, C. e Gabor, D. (2016). The political economy of shadow banking. *Review of International Political Economy*, 23(6), 901-914;

Bertocco, G. (2006). Some observations about the endogenous money theory, Economics and Quantitative Methods, Department of Economics, University of Insubria;

Borio, C., e Disyatat, P. (2011). Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link. *BIS Working Paper* No. 346, Basel, Switzerland;

Bouguelli, R. (2018). A Note on “Rethinking Liquidity Creation: Banks, Shadow Banks and the Elasticity of Finance.”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 41(4), 648-653;

Bell, S. (2001). The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*, 25(2), 149-163

Canelli, R. (2018).*The Theory of the Monetary Circuit in a Financialised Economy*, Ph.D. Thesis, University of Leeds;

Caverzasi, E., Botta, A. e Capelli, C. (2018).The endogeneity of money and the securitizing system. Beyond shadow banking, *Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC),* No: GPERC#56;

Claessens, S., Pozsar, Z., Ratnovski, L., and Singh, M. (2012). Shadow Banking: Economics and Policy, *IMF Staff Discussion Note*. SDN/12/12;

Claessens S. e Ratnovki, L. (2014).What is shadow banking, *IMF Working Paper*, No. 14/25;

Dow, S. C. (2006). Endogenous money: structuralist, In P. Arestis& M. Sawyer (Eds.), *A handbook of alternative monetary economics* (pp. 35-51). Cheltenham: Edward Elgar;

Eichner, A. S., e Kregel, J. A. (1975). An essay on post-Keynesian theory: a new paradigm in economics. *Journal of Economic Literature*, 13(4), 1293-1314;

Figuera, S. (2012). Alcune considerazioni sullo Shadow Banking System,*STUDI ECONOMICI,* 69-87;

Fontana, G. (2004): Rethinking endogenous money: a constructive interpretation of the debate between horizontalists and

structuralists, *Metroeconomica*, 55:4 (367–385);

Fontana, G., Realfonzo, R. e Veronese Passarella, M. (2020), Monetary Economics after the Great Financial Crisis: What Has Happened to the Endogenous Money Theory?, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, forthcoming;

FSB (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, October;

FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities,* August;

FSB (2015). *Global Shadow Banking Monitoring Report*, November;

FSB (2018). *Global Shadow Banking Monitoring Report*, March;

FBS (2019). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, February;

Gabor, D. (2014). Learning from Japan: The European Central Bank and the European Sovereign Debt Crisis, *Review of Political Economy*, 26:2, 190-209;

Gorton G. e Metrick A. (2011). Regulating the Shadow Banking System, *Brookings Paper on Economic Activity*, 261-312;

Gorton G. e Metrick A. (2012). Securitized Banking and the Run on Repo, *Journal of Financial Economics*, 104:425-51;

Graziani, A. (1984). Moneta senza crisi. *Studi Economici*, 39(24), 35.

Graziani, A. (1989). The Theory of the Monetary Circuit. In M. Musella and C. Panico (Eds.), *The Money Supply in the Economic Process*. Cambridge: Cambridge University Press;

Graziani, A. (1994). *La teoria monetaria della produzione*, Banca popolare dell'Etruria e del Lazio.

Graziani, A. (2003). *The monetary theory of production,* Cambridge: Cambridge University Press.

Jakab, Z., e Kumhof, M. (2015). Banks are not intermediaries of loanable funds–and why this matters,*Bank of England Working Paper*, 529.

Kregel, J. (2014). Regulating the financial system in a Minskian perspective. In: *Financial Stability and Growth*. Routledge, 2014. p. 127-142;

Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham: Edward Elgar.

McCulley, P. A. (2007). Teton Reflections, *PIMCO Global Central Bank Focus,* 2;

Mehrling, P. (2010). *The new Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort*, Princeton University Press;

Mehrling, P., Pozsar, Z., Sweeney, J. e Neilson, D. (2013). Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2232016;

Michell, J. (2017). Do Shadow Banks Create Money? ‘Financialisation’ and the Monetary Circuit. *Metroeconomica*, 68(2), 354-377;

Moe, T. (2012). Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve a Better Balance between Global and Official Liquidity, *Levy Economics Institute Working Paper*;

Moore, B. J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, UK: Cambridge

University Press;

Muller, P., Bishop, G., Devnani, S., Lewis, M., e Ladher, R. (2012). Non-bank financial institutions: assessment of their impact on the stability of the financial system, (No. 472). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission;

Nersisyan, Y. e Dantas, F. (2017). Rethinking Liquidity Creation: Banks, Shadow Banks and the Elasticity of Finance,*Journal of Post Keynesian Economics*, 43 (3):279–99.

Nersisyan, Y. e Dantas, F. (2018). Response to “A note on ‘Rethinking liquidity creation: Banks, shadow banks and the elasticity of finance’”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 41:4, 654-658;

Nesvetailova, A. and Palan, R. (2013). Minsky in the Shadows: Securitization, Ponzi Finance, and the Crisis of Northern Rock, *Review of Radical Political Economics,* 45(3), 349-368*;*

Pozsar, Z. (2008). The rise and fall of the shadow banking system, *Regional Financial Review*, 44, 1-13;

Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., e Boesky, H. (2010). Shadow Banking, *Staff Report Federal Reserve Bank of New York*(No. 458, p. 20);

Pozsar, Z., Ashcraft, A., Adrian, T., and Boesky, H. (2013). Shadow banking, *FRBNY Economic Policy Review*;

Pozsar, Z. (2014). Shadow Banking: The Money View, *OFR Working Paper*, 14-04;

[1]La leva finanziaria può essere definita come il rapporto tra le passività della banca ombra e il capitale proprio.

[2]Il Financial Stability Board (FSB) fu istituito nel 2009 come evoluzione del Financial Stability Forum, nato nel 1999. Esso riunisce rappresentanti dei governi, banche centrali, autorità di regolamentazione e supervisione dei Paesi del G-20 e di altri importanti centri finanziari come Hong Kong, Singapore, Spagna e Svizzera. Il suo obiettivo è quello di promuovere la stabilità del sistema finanziario internazionale, monitorando l'evoluzione dei mercati, sostenendo la collaborazione e lo scambio di informazioni, coordinando lo sviluppo e l'implementazione di sistemi di regolamentazione e supervisione.

[3]Nel corso degli anni, di fronte al fenomeno in continua evoluzione, l'approccio metodologico sviluppato dal FSB ha subito una serie di modifiche volte a catturare non soltanto i cambiamenti e gli sviluppi registrati nel sistema finanziario ma anche a migliorare e uniformare la raccolta dati nelle diverse giurisdizioni (si veda FSB, 2013, 2015, 2018).

[4]L'acronimo MUNFI indica *MonitoringUniverse of Non-Bank Financial Intermediation* (FSB, 2015)*.*

[5] L'acronomico OFI sta per *Other Financial Intermediaries* ed individua tutti gli altri intermediari finanziari diversi da banche centrali, banche, assicurazioni, fondi pensione e istituzioni finanziarie pubbliche (FSB, 2011).

[6] Il nuovo approccio funzionale proposto dal FSB fornisce una categorizzazione più flessibile dell'universo bancario ombra che consente di superare la classica tassonomia che distingue il sistema bancario tradizionale da quello che opera al di fuori del perimetro regolamentare, la cui maggiore limitazione è perdere di vista le strette interconnessioni tra i due sistemi, poiché il primo può essere coinvolto nel secondo attraverso diversi tipi di attività, come l'uso di strumenti finanziari pronti contro termine (repo) e di collaterale (Claessens et al., 2012; FSB, 2013; Gabor, 2014). La nuova metodologia consente inoltre di classificare le entità finanziarie non bancarie in diverse funzioni economiche, secondo l'attività svolta in ogni transazione. Infine, si tratta di un approccio lungimirante che supera l'idea di un mero elenco, catturando funzioni, attività e rischi di un fenomeno in continua evoluzione (Adrian et al., 2013; Claessens e Ratnovki, 2014).

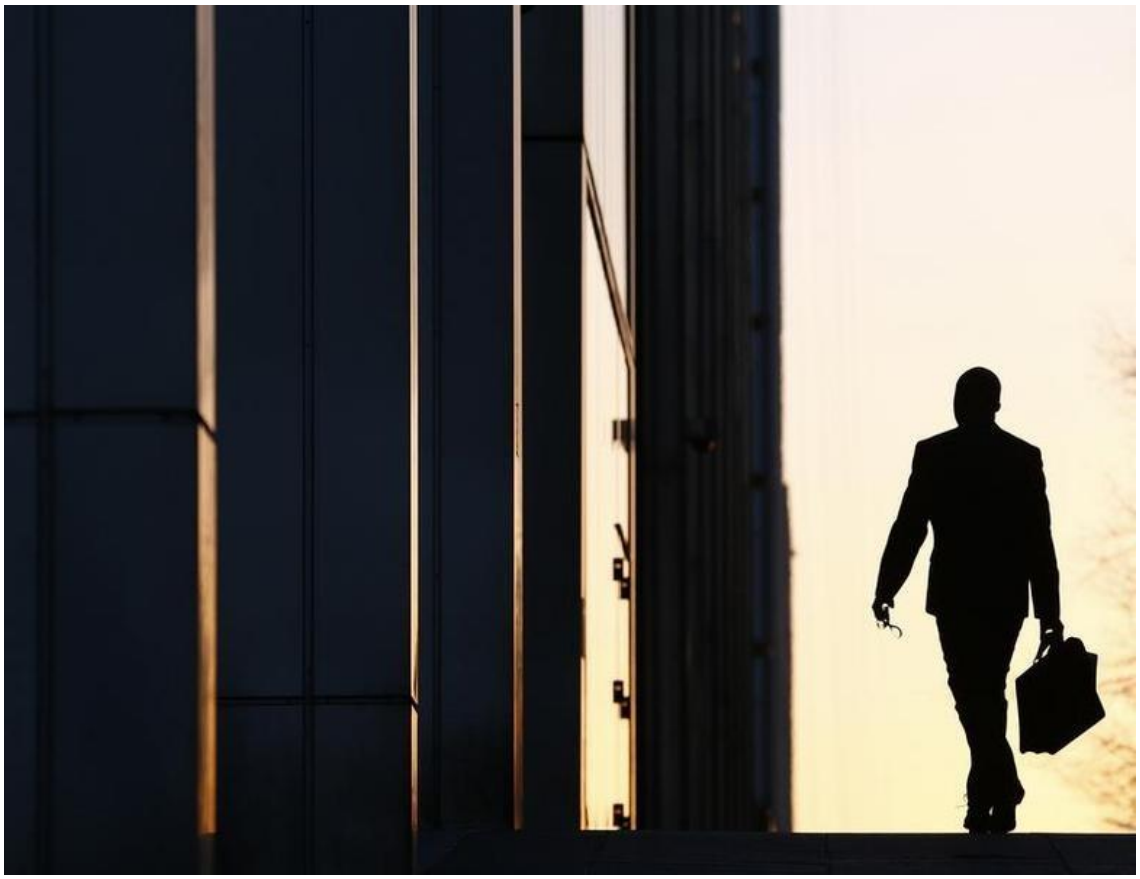
[7]E' opportuno chiarire che, nell'ottobre del 2018, il FSB ha annunciato la decisione di sostituire l'espressione "shadow

banking" con "intermediazione finanziaria non bancaria". Il cambiamento terminologico non modifica la sostanza delle precedenti analisi. Il presente articolo utilizza entrambe le espressioni con il medesimo significato.

[8] Operazione in cui la banca sottoscrive, al momento della loro emissione, la totalità dei titoli garantiti dai suoi prestiti cartolarizzati.

[9]Bouguelli riprende Lavoie 2014. A riguardo si veda anche la replica di Nersisyan e Dantas (2018).

I rischi del sistema bancario ombra



A worker arrives at his office in the Canary Wharf business district in London February 26, 2014. REUTERS/Eddie Keogh

I rischi del sistema bancario ombra