

Novembre 2018

Shadow banking e nuovi rischi sistemici: un breve commento

Carlo Mottura*

1 – Il termine *shadow banking* fu utilizzato per la prima volta nel 2007 dall'economista Paul McCulley in un intervento al simposio che la Federal Reserve organizza ogni anno a Jackson Hole¹, riferendosi allo sviluppo di nuove forme di intermediazione finanziaria al di fuori del sistema bancario. Il riferimento era alle «banche ombra non regolamentate», che anziché utilizzare le forme di finanziamento tipiche dell'impresa bancaria (ad esempio, i depositi dei risparmiatori o anche, la liquidità offerta dalla rispettiva banca centrale) operavano con strumenti *market-based*, con ciò esponendosi – e esponendo il sistema finanziario nel suo complesso – al rischio di liquidità che tipicamente caratterizza i mercati finanziari nei periodi di crisi. Ne nacque un dibattito, tra i regolatori e nell'accademia².

Nel 2011 il Financial Stability Board (FSB) ha definito lo *shadow banking* come «*credit intermediation involving entities and activities (fully or partly) outside of the regular banking system*»; precisando che «*Some authorities and market participants prefer to use other terms such as “market-based finance” instead of “shadow banking”*»; e che «*The use of the term “shadow banking” is not intended to cast a pejorative tone on this system of credit intermediation. However, the FSB uses the term “shadow banking” as this is the most commonly employed and, in particular, has been used in earlier G20 communications*»³.

2 – Lo *shadow banking system* ha dimensioni significative.

A livello internazionale, il FSB utilizza tre “aggregati” per misurare la dimensione del sistema bancario ombra: (i) l'insieme degli intermediari non finanziari (c.d. MUNFI, composto da assicurazioni, fondi pensione, altri intermediari finanziari – c.d. OFIs –,

* Professore ordinario di matematica finanziaria nell'Università degli Studi Roma Tre

¹ McCulley P. *Teton Reflections*, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, August/September 2007.

² Barbagallo C., *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, “La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 Marzo 2015.

³ FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, March 2018.

financial auxiliaries); (ii) il sotto-insieme (del MUNFI) costituito dagli OFIs, che definisce la «*broad measure of shadow banking*»; (iii) il sotto-insieme (del MUNFI e degli OFIs) costituito da quelle entità finanziarie non-bancarie che, secondo la classificazione adottata dall'Organismo, caratterizzano la «*narrow measure of shadow banking*». A partire dai dati di bilancio delle entità componenti ciascun aggregato in 29 paesi – corrispondenti a circa l'80% della ricchezza globale (in termini di Gross Domestic Product, GDP) – l'ultimo rapporto del FSB, pubblicato a marzo 2018, indica che la dimensione a fine 2016 dell'insieme degli intermediari non finanziari è di \$160 trilioni, e che \$99 trilioni e \$45 trilioni sono, rispettivamente, le misure “allargata” e “ristretta” dello *shadow banking system*.

A livello europeo, l'European Systemic Risk Board (ESRB) utilizza una misura “allargata” – comparabile con l'analoga misura adottata dal FSB – e nel suo ultimo rapporto, pubblicato a settembre 2018, indica rispettivamente in €42,3 trilioni e in €33,8 trilioni le dimensioni a fine 2017 dello *shadow banking system* nell'UE e nell'Eurozona⁴.

3 – Con riguardo ai (ben noti) rischi dello *shadow banking* considerati all'origine della crisi del 2007-2008⁵, il FSB afferma che questi rischi possono ritenersi, ad oggi, non più significativi⁶. Dall'altra, – evidenzia l'ultimo rapporto del FSB – la misura “ristretta” dello *shadow banking system* presenta un forte grado di concentrazione, in termini sia di tipologia di soggetti finanziari sia di paesi: (i) per quanto riguarda il primo aspetto, il 72% della misura è costituito da *Collective investment vehicles* (fondi di investimento, *credit hedge funds*, *money market funds*) esposti soprattutto a rischi di liquidità e di trasformazione delle scadenze; (ii) con riferimento al secondo aspetto, il 75% della misura è spiegata da 7 paesi (tra i 29 paesi inclusi nel perimetro di analisi); in particolare: gli Stati Uniti sono il paese che contribuisce maggiormente allo *shadow banking system* (con \$14,1 trilioni); seguono la Cina (con \$7 trilioni)⁷, le isole Kayman (con \$4,7 trilioni), il Lussemburgo (\$3,2 trilioni) e il Giappone (con \$2,8 trilioni); interessante notare il primato dell'Italia, con un contributo sostanzialmente nullo⁸. Tra i rischi sistemici è oggetto di particolare attenzione il rischio di *interconnessione* tra le attività e le passività dei diversi operatori non bancari (tra OFIs e banche; tra OFIs, assicurazioni e fondi

⁴ ESRB (European Systemic Risk Board), *EU Shadow Banking Monitor*, No 3 / September 2018.

⁵ Si veda, ad esempio: Bank of England, European Central Bank, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union. A Discussion Paper*, May 2014 (Box 4, *Securitisation and the financial crisis*).

⁶ FSB, *Assessment of shadow banking activities, risks, and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns*, July 2018.

⁷ Il fenomeno dello *shadow banking* in Cina è anche analizzato dall'OECD, considerata l'enorme espansione che a partire dal 2009 hanno registrato gli impegni, “in bilancio” e “fuori bilancio”, delle banche cinesi verso le aziende di proprietà statale (OECD, *Business and Finance Outlook 2018, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, September 03, 2018).

⁸ Per un'analisi delle caratteristiche del sistema bancario (non) ombra in Italia: Gola C., Burrioni M., Columba F., Ilari A., Nuzzo G., Panzarino O., *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, (Occasional Papers) Number 372, February 2017.

pensione)⁹; e l'alto grado di leva di imprese finanziarie in alcuni paesi. Analoghi sono i rischi identificati a livello europeo dall'ESRB (di liquidità; di leva finanziaria per i fondi di investimento; di interconnessione e di contagio tra settori finanziari). In aggiunta, il continuo e (sempre) diffuso uso di strumenti finanziari derivati contribuisce al rischio di contagio, e alimenta rischi di prociclicità, di leverage e di liquidità.

4 – Nell'economia globale, (anche) per il ruolo assunto dallo *shadow banking system*, la finanza continua a prevalere sull'economia reale. Il valore delle attività finanziarie globali (misurato dal FSB in \$340 trilioni a fine 2016) equivale a 5 volte circa la ricchezza globale (in termini di GDP); e il fenomeno della *disintermediazione bancaria* – che contraddistingue questa fase storica, determinato dal ridimensionamento del ruolo dell'impresa bancaria e dalla nascita di nuovi intermediari creditizi che rientrano negli aggregati del sistema bancario ombra – è attestato da un volume delle attività realizzate da soggetti non bancari (peraltro in continuo aumento) che ha superato quello delle banche (di \$137,8 trilioni, a fine 2016). Nell'UE, la dimensione del sistema bancario ombra corrisponde all'82% e al 98% del settore bancario, rispettivamente, per l'UE e l'Eurozona. Posta la natura fortemente dinamica dello *shadow banking system* è enfatizzata «*the importance of continued monitoring to mitigate associated risks and support the transformation of these activities into resilient market-based finance*».

5 – Tra i *nuovi rischi* di natura sistemica derivanti dallo *shadow banking* sono dichiarati rilevanti – a livello globale, europeo e nazionale – quelli che possono essere generati dal settore del *Fintech*¹⁰.

Per coglierne il senso – tra le possibili applicazioni del *Fintech* – si pensi alle contrattazioni algoritmiche nei mercati finanziari, in particolare alla diffusione degli scambi “a alta frequenza” che rappresentano oltre il 50% del volume totale delle operazioni concluse nel mercato azionario nordamericano. I sistemi ad alta frequenza possono inviare alle piattaforme di negoziazione anche più di 5.000 ordini di contrattazione in un secondo. Gli ordini assumono la forma di “impulsi”: il più veloce scambio realizzato sull'indice Nasdaq è avvenuto in 100 microsecondi (0,1 millisecondi, un lasso di tempo impercettibile per l'essere umano); e per “aumentare” ulteriormente la velocità degli scambi si sta studiando lo sfruttamento di raggi *laser* in sostituzione dei cavi a fibre ottiche. Se, da una parte, la maggior parte della letteratura accademica è concorde nell'identificare i principali vantaggi di questo tipo di scambi (aumento della liquidità a disposizione dei partecipanti al mercato; diminuzione dei costi di transazione,

⁹ I rischi derivanti dall'interazione tra banche e operatori non bancari sono all'attenzione anche della Banca dei Regolamenti internazionali (BIS, *Relazione economica annuale*, Giugno 2018; p. 61). Nel mese di novembre 2017 il Comitato di Basilea ha pubblicato le linee guida sull'identificazione e gestione del rischio “*step-in*”, che dovrebbero essere attuate entro il 2020: si tratta del rischio che una banca fornisca un sostegno finanziario ad entità che versano in difficoltà finanziaria in mancanza, o al di fuori, di precostituiti obblighi contrattuali; le linee guide . (Basel Committee on Banking Supervision, *Identification and management of step-in risk*, October 2017).

¹⁰ FSB, *Global Shadow banking ...*, March 2018 (Box 1.1); ESRB, *EU Shadow Banking ...*, September 2018 (p. 15).

aumento dell'efficienza informativa dei prezzi, aumento dei collegamenti inter-market), dall'altra, alcune delle strategie di trading a alta frequenza possono essere utilizzate in modo "perverso", o produrre meccanicamente "perversioni", come anche testimoniano recenti *flash crash* osservati sui mercati finanziari. E' un fenomeno tecnico, preoccupante e impegnativo per le Autorità di vigilanza¹¹.

6 – Per concludere, è aperto e vivace il dibattito sulle regole a cui assoggettare lo *shadow banking system*.

Il tema è delicato anche perché l'assetto regolatorio per le banche, introdotto nel sistema internazionale dopo lo scoppio della crisi del 2007-2008, sembrerebbe attualmente oggetto di una possibile ri-visitazione (almeno negli Stati Uniti)¹². Come autorevolmente osservato, il «Fintech potrebbe rafforzare proprio lo shadow banking. Quindi, il problema delle regole a cui assoggettare questi operatori è cruciale»¹³.

¹¹ Mottura C., *Decisione robotica negoziale e mercati finanziari. Contrattazione algoritmica, nuovi abusi di mercato, algoritmi di controllo (degli algoritmi)*, intervento al terzo dei «Seminari "Leibniz" per la teoria e la logica del diritto» su "Decisione robotica", Roma, Accademia dei Lincei, 5 luglio 2018.

¹² A tal proposito, il Governatore della Banca d'Inghilterra e Presidente del FSB osserva che: «while the past decade of financial reform has made the global financial system safer, simpler, and fairer, there is a risk of forfeiting these gains if the international financial succumb to three myths of finance»; e identifica «these myths as "this time is different", "markets always clear", and "markets are moral"» (Carney M. *Speech. True finance, Ten years after the financial crisis*, Bank of England, Economic Club of New York, 19 October 2018).

¹³ Rossi S., *Fintech e Diritto*, Considerazioni conclusive del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Associazione Bancaria Italiana, Roma, 10 maggio 2018.