

## Alcune considerazioni sullo Shadow Banking System

Stefano Figuera •

**Abstract:** Il sistema dell'intermediazione finanziaria è stato caratterizzato dall'apparire di nuovi soggetti e strumenti che ne hanno modificato la configurazione. L'affermarsi dello *shadow banking system* accanto al sistema bancario tradizionale ha fatto invocare, in occasione della recente crisi, un più efficiente sistema di controlli volto a fronteggiare il crescente rischio sistemico.

Questo mutato contesto induce ad approfondire alcuni profili essenziali del carattere monetario dell'economia capitalistica. Più specificamente, appare necessario rileggere gli ultimi eventi alla luce della natura creditizia della moneta e del carattere endogeno della sua offerta; aspetti sui quali si è concentrata da tempo l'attenzione di studiosi di scuola keynesiana. Le indicazioni che provengono dalla teoria monetaria della produzione, specie con riferimento alla distinzione tra le forme di finanziamento, si rivelano feconde in ordine sia alla comprensione di tali mutamenti che all'adozione di adeguate politiche.

**Parole chiave:** shadow banking system, finanziamento, teoria monetaria della produzione.

**Classificazione JEL:** G01, G18, G21, G23.

### 1. Introduzione

La crisi economico-finanziaria esplosa nel 2007 ha indotto, ancora una volta, ad affrontare il tema della funzione e delle responsabilità del sistema bancario e, più in generale, del sistema finanziario. Tra i profili al centro dell'attenzione vi è stato soprattutto quello della definizione del ruolo svolto dai nuovi soggetti e dai nuovi strumenti che vi hanno fatto di recente ingresso. Nelle prossime pagine affronteremo gli effetti del crescente processo di finanziarizzazione dell'economia, con specifico riferimento al ruolo svolto dallo *shadow banking system* (d'ora in poi SBS) (par. 2). Esamineremo alcune letture del ruolo da esso svolto con riferimento alla crisi nonché alcune ipotesi di regolamentazione prospettate (par. 3). Ci soffermeremo quindi sullo SBS alla luce di sviluppi teorici post-keynesiani che si fondano sul riconoscimento della natura creditizia della moneta e del carattere endogeno della sua offerta (par. 4). Analizzeremo infine lo SBS nella prospettiva della teoria monetaria della produzione, con riferimento al ruolo che l'attività di finanziamento, nelle sue diverse forme, svolge nel sistema capitalistico (par. 5).

### 2. Mutamenti nel sistema dell'intermediazione finanziaria

L'interazione tra il processo di globalizzazione dei mercati, la rivoluzione informatica e la crescente deregolamentazione ha influito in modo decisivo nel determinare quel mutamento di assetto della struttura finanziaria del sistema capitalistico che può essere considerato tra i principali responsabili della crisi. Sin dall'inizio del suo manifestarsi si è posto particolare accento sulla necessità di rivedere il sistema dei controlli vigenti alla luce delle rilevanti modifiche che hanno interessato il sistema finanziario, rendendolo intrinsecamente più fragile. Si è spesso parlato della necessità di un approccio al problema della stabilità finanziaria di tipo "macroprudenziale" che si affianchi a quello

---

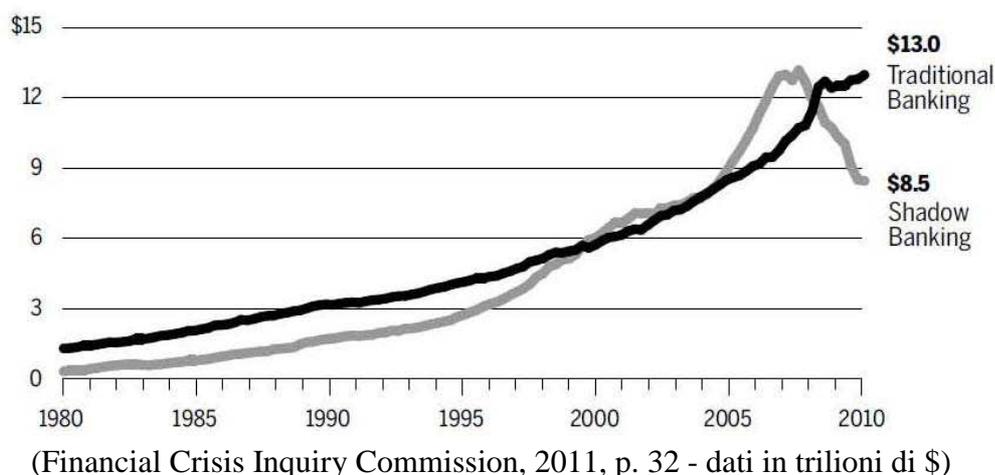
• Università degli Studi di Catania, Facoltà di Giurisprudenza, via Gallo n. 24, 95124 Catania, sfiguera@lex.unict.it.

microprudenziale cui è stata sin qui data preminenza <sup>1</sup>.

Tra le motivazioni che hanno spinto in questa direzione vi è la consapevolezza che il processo di innovazione finanziaria ha dato vita, in risposta a un sistema di controlli giudicato troppo stringente, a nuovi intermediari e strumenti in grado di ridurre drasticamente l'efficacia di quest'ultimo.

Si è parlato dell'affermarsi, in posizione di complementarità e/o di sostituzione rispetto al sistema bancario tradizionale, di uno SBS <sup>2</sup>. Con tale espressione si intende quel complesso di mercati, istituzioni, intermediari e strumenti che erogano servizi bancari senza essere soggetti a regolamentazione <sup>3</sup>. Ciò che ha particolarmente impressionato è stata la dimensione del fenomeno e la rapidità che ha caratterizzato il suo manifestarsi. La repentina ascesa e la successiva contrazione dei volumi gestiti dallo SBS in occasione della recente crisi non possono non far riflettere.

L'entità dello SBS è divenuta negli U.S.A. di assoluto rilievo.



Esso ha raggiunto dimensioni pari a quelle del sistema bancario tradizionale (9 trilioni di dollari) nel 2005, per superarle nel biennio successivo. Solo nel 2008 si è registrata un'inversione di tendenza, con un crescente divario a vantaggio del sistema bancario tradizionale attestatosi, nel 2010, a 4,5 trilioni di dollari <sup>4</sup>. Quest'ultima evoluzione è il risultato della flessione dello SBS e della più rapida crescita, rispetto al trend sino ad allora registrato, del sistema tradizionale.

Mutamenti come quelli che hanno dato luogo allo SBS non sono nuovi; D'Arista e Schlesinger (1993, p. 3) si erano già soffermati sulla genesi di quello che definirono un *parallel banking system*.

Particolare attenzione a questo fenomeno è stata dedicata dalla *Financial Crisis Inquiry Commission* istituita nel 2007. In *Shadow Banking and the Financial Crisis* (*Financial Crisis Inquiry Commission* 2010), è stata evidenziata la particolare rilevanza dello SBS nell'ambito della crisi e la correlazione esistente tra il suo affermarsi e l'evoluzione del quadro normativo. Sono stati proprio i mutamenti delle norme che regolamentano il sistema bancario e finanziario a favorire l'affermarsi di nuovi intermediari e di nuovi istituti.

Nei primi decenni del secolo scorso erano state adottate norme volte a garantire la stabilità del sistema bancario. Se l'istituzione della *Federal Reserve*, nel 1913, sancì negli U.S.A. l'introduzione del prestatore di ultima istanza, la riforma successiva alla Grande Crisi diede vita a un sistema di controlli volti a evitare i panici bancari e a garantire la stabilità finanziaria. I cardini di questa riforma

<sup>1</sup> Cfr., tra gli altri: Brunnermeier *et al.* 2009 e Financial Services Authority 2009.

<sup>2</sup> L'introduzione di tale definizione si deve a McCulley (2007, 2009).

<sup>3</sup> "We define shadow credit intermediation to include all credit intermediation activities that are (1) implicitly enhanced, (2) indirectly enhanced or (3) unenhanced by official guarantees. Financial entities that engage exclusively in shadow credit intermediation are shadow banks" (Pozsar *et al.* 2010, p. 9). Per una classificazione dei nuovi soggetti operanti nel mondo dell'intermediazione finanziaria e dei nuovi istituti di cui questi si sono avvalsi, si veda *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011).

<sup>4</sup> Cfr. *ibidem*.

ma furono: l'attribuzione alla banca centrale del ruolo di prestatore di ultima istanza, l'istituzione del sistema di assicurazione dei depositi e la separazione delle banche commerciali dalle banche di investimento, attuata con l'emanazione del Glass-Steagall Act.

Quest'apparato normativo è stato negli ultimi decenni sottoposto a una radicale, sistematica erosione. D'Arista e Schlesinger (1993) hanno posto l'accento sugli effetti del processo di revisione, volto ad abolire il sistema dei controlli, avviato da parte dell'amministrazione di G. H. W. Bush (1989-1993) con il sostegno di autorevoli esponenti del mondo accademico e finanziario <sup>5</sup>.

A questi provvedimenti altri ancor più rilevanti ne sono seguiti. Nel 1999 Clinton firmò il Gramm-Leach-Bliley Act, che sancì l'abbandono del Glass-Steagall Act, mentre l'anno successivo fu introdotto il *Commodity Futures Modernization Act*, rivelatosi decisivo per l'affermazione dei derivati.

Fu però l'amministrazione di G. W. Bush (2001-2009) ad avviare un complesso di interventi che favorirono l'instaurarsi della dicotomia, tra SBS e sistema bancario tradizionale, che avrebbe caratterizzato il sistema economico statunitense, e non solo, fino ai nostri giorni. Si pose mano così alla deregolamentazione del settore bancario, con l'asserito scopo di accrescerne la profittabilità, ma senza tener conto dell'esistenza di un sistema bancario parallelo <sup>6</sup>. A tali riforme seguirono quella del 2004, relativa alla SEC, che rese meno stringenti i controlli sugli intermediari finanziari e quella del 2005 sul sistema bancario. Il piano casa, varato negli stessi anni, spianò infine la strada alla concessione di mutui anche ai non abbienti.

Nello scorso mese di gennaio la *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011) ha presentato il suo rapporto finale comprendente un'ampia analisi del ruolo svolto dallo SBS. Essa ha indicato nei *commercial paper* e nei *repo* gli strumenti offerti dallo SBS che hanno consentito a molti intermediari finanziari di svolgere attività di finanziamento delle imprese, aggirando le restrizioni vigenti. Molto efficacemente Anderson e Gascon (2009, p. 589) hanno parlato, con riferimento ai *conduits* e agli ABCP, di "banks without banking charters" <sup>7</sup>.

Più di recente Pozsar *et al.* (2010) hanno proposto una disamina dello SBS statunitense, individuando tre sottosistemi. La genesi del *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System* è ricondotta a casi di intervento pubblico a sostegno dell'economia, posti in essere attraverso le *government-sponsored enterprises*. Le sue origini risalgono agli anni trenta del secolo scorso allorché fu istituito il sistema delle FHLBs [Federal Home Loan Bank System] (1932) e fu creata la Federal National Mortgage Association, nota come Fannie Mae (1938). A questi enti si aggiunse nel 1970 la Federal Home Loan Mortgage Corporation, conosciuta come Freddie Mac. Fannie Mae fu privatizzata nel 1968, al fine di ridurre l'indebitamento pubblico ufficiale, ma mantenne un'implicita garanzia statale. Ciò rappresentò, per il soggetto pubblico, un evidente modo per aggirare i vincoli posti all'indebitamento, mediante operazioni "fuori bilancio".

L'affermarsi dell'*Internal Shadow Banking System* è invece spiegato come la conseguenza di un'evoluzione del sistema bancario tradizionale, realizzata attraverso un arbitraggio regolamentare, al fine di contrastare la redditività calante degli intermediari creditizi. Si inserisce in tale contesto il passaggio, sin dai primi anni ottanta del secolo scorso, dal modello *originate to hold* a quello *originate to distribute*, per il quale è stato determinante il ruolo delle *financial holding companies*. Va rilevato come tale significativa evoluzione della natura della banca sia stata indotta anche

---

<sup>5</sup> "Over the last two decades, the U.S. system has been reshaped by the spread of multifunctional financial conglomerates and the emergence of an unregulated parallel banking system. Along with other powerful trends like securitization, these events have broken down the carefully compartmentalized credit and capital marketplace established in New Deal legislation 60 years ago" (D'Arista Schlesinger 1993, p. 2). È stato il paradigma dei mercati finanziari perfetti ad essere invocato, sin dagli anni '70 del secolo scorso, a sostegno del processo di deregolamentazione (cfr. De Grauwe 2009).

<sup>6</sup> Cfr. D'Arista Schlesinger 1993, p. 4.

<sup>7</sup> "The decade's second innovation, and perhaps its most important, was the introduction of the bank-advised ABCP conduit in 1983 (...) When considered solely by their economic functions, such conduits, essentially, are regarded as "banks without banking charters" (Anderson Gascon 2009, p. 589).

dall'azione del *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System* (ibidem, p. 25).

A differenza del sottosistema appena esaminato, l'*External Shadow Banking System* viene indicato in minor misura come il prodotto di un arbitraggio regolamentare. La sua genesi sarebbe piuttosto da ricondurre al processo di integrazione verticale e alla rilevanza assunta dai profitti derivanti dalla specializzazione<sup>8</sup>.

La genesi dello SBS si configura così come una risposta del sistema economico alle restrizioni creditizie e alle delimitazioni poste all'operatività degli intermediari finanziari. Il suo manifestarsi se testimonia da un canto i limiti del sistema regolamentare, appare dall'altro come una conferma della capacità del sistema di reperire prontamente i mezzi finanziari di cui necessita.

### 3. Verso nuove (o vecchie?) forme di regolamentazione

Ampia parte delle analisi sullo SBS concorda nel ribadire la necessità di una nuova regolamentazione degli intermediari finanziari che comprenda i soggetti che le si sono sinora sottratti<sup>9</sup>. Le proposte avanzate, che si collocano spesso lungo strade già percorse, riflettono una significativa diversità di posizioni nella lettura del funzionamento di un'economia monetaria.

È al riguardo interessante il dibattito sul Dodd-Frank Act del 2009, cui si devono rilevanti restrizioni in materia di indebitamento delle banche<sup>10</sup>. Gorton e Metrick (2010) hanno sottolineato l'inadeguatezza di tale provvedimento per una regolamentazione dello SBS. Tra le soluzioni adottate dagli USA - la costituzione di un collaterale (nel XIX secolo) e il sistema di assicurazione dei depositi con garanzia statale (nel XX secolo) - essi indicano nella prima la soluzione preferibile. Essa consentirebbe di regolare l'emissione dei *repo* e le forme di *securitization* che sono i nuovi canali attraverso i quali ha luogo l'emissione di moneta privata (ibidem, p. 31).

Adrian e Shin (2009) hanno richiamato l'attenzione sulla necessità di un sistema di vigilanza macroprudenziale che preveda più stringenti controlli, operante su un duplice fronte: la raccolta e l'analisi di informazioni che consentano di valutare il rischio sistemico, da tutti gli intermediari (anche facenti parte dello SBS) e l'imposizione di regole circa l'adeguatezza del capitale. Essi hanno auspicato altresì il ritorno a un sistema bancario che abbia una funzione di sostegno al sistema reale.

Anche Pozsar *et al.* (2010), nel ribadire la necessità di pervenire a forme efficaci di regolamentazione, hanno manifestato l'esigenza di un'attenta riflessione sulla natura e il ruolo dell'attività bancaria. Essi hanno evidenziato che fenomeni come quello dello SBS sono stati ricorrenti nella storia dell'economia capitalistica ed hanno svolto un ruolo di rilievo in diverse crisi finanziarie. Lo SBS si manifesta allorché esso diventa causa di uno squilibrio per poi "inabissarsi" nuovamente una volta superata la crisi. Ne deriva la necessità di una regolamentazione "by function", che tenga cioè conto del ruolo specifico svolto dall'intermediario che fa parte dello SBS (ibidem, p. 72)<sup>11</sup>.

Ciò impone un'attenta riflessione sul ruolo svolto dal sistema bancario al fine di definire le specificità e i limiti della sua azione. Osservavano, al riguardo, D'Arista e Schlesinger (1993, p. 5):

"It is widely agreed that the current regulatory and supervisory framework for the U.S. financial system is obsolete. But banks - meaning the functions and obligations of a banking system - certainly are not. No other set of institutions fulfills the unique and vital combination of roles-financial

<sup>8</sup> "However, unlike the "internal" sub-system, the "external" sub-system was less of a product of regulatory arbitrage, and more a product of vertical integration and gains from specialization. The "external" shadow banking sub-system is defined by (1) the credit intermediation process of diversified broker-dealers; (2) the credit intermediation process of independent, non-bank specialist intermediaries; and (3) the credit puts provided by private credit risk repositories" (Pozsar *et al.*, p. 34). Cfr. Brunnermeier 2009, pp. 80-81.

<sup>9</sup> Cfr. Financial Crisis Inquiry Commission 2011, pp. 27-28.

<sup>10</sup> Cfr. Masera 2010 p. 304.

<sup>11</sup> "Through innovation and arbitrage shadow banks are omnipresent in advanced financial systems (...) Regulation by function is a more potent style of regulation than regulation by institutional form. Regulation by function could have "caught" shadow banks earlier" (Pozsar *et al.* 2010, p. 72).

intermediation, money creation, and payment system operation-provided by the banking system. If that combination of roles is allowed to fade away, as some observers have suggested, banks would simply have to be reinvented”.

Diversi sono stati gli studiosi di scuola neoclassica che hanno riproposto l’idea della privatizzazione della moneta come soluzione al problema della regolamentazione dell’emissione monetaria. Se l’affermazione dello SBS rappresenta una conferma della centralità della moneta privata, occorre prendere atto di ciò, estendendo a tutto il sistema la libertà di accesso. Per tale via, è la conclusione, l’intero sistema bancario (SBS e sistema bancario tradizionale) sarà assoggettato a regole uniformi.

In quest’ottica si colloca la proposta della “banca minima”, da tempo prospettata da diversi studiosi (cfr. Tobin 1985; Litan 1987) e di recente ripresa. Secondo Kay (2009, 2010) la *Volcker rule* (impennata sulla distinzione tra *banking* e *proprietary trading*) da più parti invocata, va nella giusta direzione ma si rivela di non facile applicazione data la difficoltà di definire il *proprietary trading*. A suo avviso occorre che le istituzioni bancarie adempiano solo alle funzioni tradizionalmente svolte per il settore non finanziario, garantendo un sistema di pagamenti e la raccolta dei depositi.

Ora, l’attività che le banche svolgono nell’ambito del sistema dei pagamenti non differisce da quella delle altre imprese che erogano servizi di pubblica utilità (da quelle che gestiscono le reti telefoniche a quelle che assicurano la fornitura dell’energia elettrica) in una situazione di monopolio naturale, mentre la raccolta dei depositi va inserita nell’ambito dell’erogazione di servizi essenziali. Quest’ultima, specie alla luce delle recenti vicende, deve essere assoggettata a semplici regole.

“The simplest rule is that all deposits with narrow banks are guaranteed and only deposits with narrow banks are guaranteed. Narrow banks would be required to restrict the investment of such deposits to safe assets. The definition of safe assets would be in the hands of regulators, not rating agencies: the privatisation of this activity manifestly failed” (Kay 2010, p. 224).

Grazie a una rigorosa individuazione delle attività bancarie è possibile distinguere “the utility from the casino” (ibidem, p. 225) e preservare il sistema economico da nuove crisi finanziarie.

In una prospettiva non dissimile, volta a un drastico ridimensionamento del ruolo del sistema bancario, si sono mossi Chamley e Kotlikoff (2009) proponendo il modello del *limited purpose banking*.

La necessità di una nuova regolamentazione impennata sulla ridefinizione del campo di attività delle banche, con un abbandono del modello della banca universale è stata richiamata da De Grauwe (2009) secondo il quale attraverso la *narrow bank* il livello del rischio si ridurrebbe, senza pregiudicare gli effetti positivi legati all’innovazione finanziaria. Le banche commerciali non potrebbero più operare come banche d’affari e queste ultime non sarebbero coperte dall’indennizzo statale nell’ipotesi di fallimento. Nel caso dell’attività finanziaria speculativa, il rischio ricadrebbe così sugli investitori in modo da scoraggiare forme di *moral hazard*.

Si finisce così per auspicare da più parti il ritorno a un sistema bancario analogo a quello instauratosi a seguito dell’introduzione di quel Glass-Steagall Act, per la cui abrogazione molti esponenti del *mainstream* teorico si sono battuti (cfr. Kroszner e Rajan 1994, Hendrickson 2001). Nella maggior parte dei casi, va notato, l’abbandono del modello della banca universale e il ritorno alla specializzazione degli intermediari finanziari si accompagna all’accettazione di un modello di funzionamento del sistema economico in cui la banca è un semplice intermediario.

Tra gli studiosi di scuola post-keynesiana se alcuni hanno mostrato interesse verso il modello della *narrow bank* (cfr. Bossone 2002, Phillips 1992, 1995, Wray 2009), altri non hanno mancato di muovere critiche nei riguardi di queste ipotesi di riforma giudicate come un immotivato ritorno al passato. Con riferimento alla possibilità dell’instaurazione di un sistema normativo più restrittivo, Kregel (2010) ha fatto presente che la soluzione al problema non può essere individuata in un ritorno alla legislazione che fu introdotta dopo la Grande Crisi, né tantomeno nel mantenimento del sistema che ha portato all’attuale crisi. Il Glass-Steagall Act avrebbe determinato, a suo avviso, quella

situazione di monopolio di fatto che è stata all'origine della nascita dello SBS e della conseguente incontrollabilità del sistema finanziario. Il possibile rimedio passa attraverso il riconoscimento del carattere di *public utility* che connota l'attività bancaria della raccolta dei depositi <sup>12</sup>.

A proposito di quanto argomentato dagli studiosi in questione è interessante ricordare come Minsky (1992) avesse osservato che un approccio come quello della *narrow bank* rischiasse di far perdere di vista l'oggetto principale della riflessione teorica in materia monetaria, ossia il finanziamento dello sviluppo economico. Egli (ibidem, pp. 36-37) precisava a tal proposito: "The key role of banking is lending or better financing", ponendo così in evidenza la necessità che l'attenzione si spostasse dalla funzione di intermediazione a quella di finanziamento svolta dalle banche. Ciò induce a riflettere sul ruolo del sistema bancario nell'economia capitalistica e, più in generale, sul tema della natura dell'offerta di moneta.

Riteniamo che ciò sia importante al fine di valutare se il fenomeno dello SBS vada visto esclusivamente nell'ottica di un'insufficiente regolamentazione o se esso non debba essere piuttosto interpretato alla luce della specificità di economia monetaria che caratterizza l'economia capitalistica.

#### 4. Lo *Shadow Banking System* e l'ipotesi di endogenità dell'offerta di moneta

La crisi esplosa nel 2007-2009 è stata spesso definita come crisi dello SBS (cfr. McCulley 2009) a significare che è stata la parte non regolamentata del sistema bancario ad essere per prima colpita dal dissesto e a trascinare poi con sé il sistema bancario tradizionale. Se diverse analisi hanno posto l'accento sulle conseguenze del venir meno di regole fondamentali per la solidità finanziaria del sistema economico, altre hanno enfatizzato gli effetti nefasti dell'intervento pubblico in economia, auspicando l'avvento di un regime di *free-banking* <sup>13</sup>.

Da questi approcci si differenziano quelli che giudicano inadeguata una lettura della crisi che si soffermi soltanto sulle sfere monetaria e finanziaria: le modifiche che hanno interessato il sistema finanziario andrebbero valutate nel più ampio ambito delle vicende del sistema capitalistico.

Da un canto appare evidente che il controllo degli aggregati monetari si rivela sempre più difficile <sup>14</sup>. Il proliferare della "quasi-moneta" costituisce un problema di sempre maggior rilievo per le autorità monetarie che si prefiggono di controllare la quantità di moneta in circolazione <sup>15</sup>. Dall'altro, al fine di raggiungere obiettivi ai quali è stata riconosciuta (a ragione o a torto) una legittimazione sociale, le autorità monetarie hanno rinunciato ai previsti controlli, consentendo che, attraverso molteplici canali, avesse luogo una cospicua immissione di liquidità (cfr. Fornasari 2009).

Siffatto quadro, del quale lo SBS nelle sue differenti articolazioni è un'espressione significativa, può essere letto come una conferma della validità dell'ipotesi dell'endogenità dell'offerta di moneta e come un ulteriore passo verso politiche non imperniate sul controllo della quantità di moneta.

Non può non osservarsi come la deregolamentazione che ha avuto luogo si collochi nell'ambito dell'abbandono del modello tradizionale monetarista e nel conseguente recepimento di una visione della politica economica basata sul *New Consensus Model*. In tale prospettiva la politica monetaria è basata sulla Regola di Taylor (cfr. Taylor 1993): la banca centrale adegua passivamente l'offerta di moneta alla domanda in vista della determinazione di un livello del tasso di interesse che è funzionale al conseguimento di prefissati obiettivi in termini di inflazione e di reddito.

---

<sup>12</sup> "One approach would be to recognize the activity of deposit taking as a public service and to regulate it as a public utility, with a guaranteed return on regulated costs. This approach would probably involve increased costs for transaction services or some form of government subsidy (the "narrow banks" proposal is one version of this approach)" (Kregel 2010, p. 72).

<sup>13</sup> In questa direzione si sono mossi, tra gli altri, Selgin (2010), White (2010).

<sup>14</sup> Secondo Fornasari (2009, p. 85) a seguito del processo di evoluzione degli intermediari e dei cambiamenti normativi: "il motore della creazione del credito/liquidità va ben oltre il controllo delle Banche Centrali".

<sup>15</sup> Cfr. Bellofiore 2009, p. 16.

A proposito dello SBS ci sembra opportuno riconsiderare quanto argomentato da alcuni studiosi post-keynesiani in merito al carattere endogeno dell'offerta di moneta. Kaldor (1970) nella sua polemica antimonetarista osservò come, nel caso di una stretta creditizia, il sistema economico nella sua globalità fosse in grado di reagire, reperendo la liquidità necessaria. Egli (ibidem p. 53) pose l'accento sulla capacità da parte del sistema di soddisfare tale esigenza attraverso il credito reciproco tra le imprese e da queste concesso alle famiglie. Il riferimento alla possibilità per le famiglie di indebitarsi attraverso il sistema delle carte di credito o, per le imprese "con una buona reputazione", di indebitarsi emettendo "titoli di debito" appare di estrema attualità. Non vi è dubbio, con riferimento alla recente crisi, che la "buona reputazione" di cui parla Kaldor come premessa per la concessione del credito, sia stata in molti casi artificiosamente creata grazie all'intervento delle società di *rating*. Né va sottovalutata la crescente connessione, da tempo nota (cfr. D'Arista Schlesinger 1993, p. 9), tra i settori industriale e finanziario, grazie alla quale le grandi imprese sono in grado di controllare ampia parte del sistema finanziario. Se è vero, come sostenuto dall'economista inglese nella parabola sugli acquisti natalizi, che le autorità non potrebbero in ogni caso impedire "l'orgia di spese", va d'altra parte rilevato come, in questi anni, esse abbiano piuttosto, di fatto, promosso tale fenomeno. Come è noto il processo di crescente indebitamento delle famiglie ha avuto un ruolo di rilievo nel sospingere verso l'alto la domanda di beni di consumo ed ha trovato nello SBS un decisivo sostegno <sup>16</sup>.

L'analisi di Minsky, d'altra parte, ha fornito preziose indicazioni non solo con riferimento all'intrinseca fragilità finanziaria del capitalismo; la sua riflessione sulla natura dell'offerta di moneta è, infatti, ricca di interessanti implicazioni a proposito dello SBS. Egli aveva prospettato l'ipotesi di un'offerta di moneta infinitamente elastica in dipendenza di molteplici fattori. Non solo, egli (Minsky 1982 p. 200) aveva affermato, nuovi strumenti e nuove istituzioni finanziarie avrebbero assunto un ruolo decisivo nel far sì che l'offerta di moneta fosse sempre in grado di soddisfare la crescente domanda, ma si sarebbe assistito al formarsi di "un secondo sistema bancario" (ibidem).

La recente evoluzione del sistema finanziario può essere collocata nell'ambito di quello che Minsky (1996, p. 13) definì in uno dei suoi ultimi scritti come *money manager capitalism* <sup>17</sup>. Si tratta della fase dello sviluppo capitalistico, affermatasi alla fine del secolo scorso, che si caratterizza per il prevalere dei finanziari sui *manager*. Non vi è dubbio che gli interventi di recente posti in essere dalle autorità statunitensi siano stati volti a far salvo il sistema del *money manager capitalism* piuttosto che a dare vita a una effettiva correzione del sistema degli intermediari finanziari <sup>18</sup>. L'affermarsi del *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System* può essere certamente collocato in tale fase della vita del sistema capitalistico individuata da Minsky.

Si collocano in tale prospettiva anche gli interventi posti in essere dalle autorità statunitensi per salvare le banche e le altre istituzioni finanziarie dal fallimento. Le massicce iniezioni di liquidità sono state volte a mantenere sostanzialmente inalterato il quadro istituzionale.

Stiglitz (2009) ha rilevato come gli interventi di Obama abbiano determinato un trasferimento di reddito dalla collettività alle banche, senza che alcun meccanismo sanzionatorio sia stato introdotto

---

<sup>16</sup> "In summary, rising credit availability that allowed the spending boom of the 2000s owed importantly to the emergence of the shadow banking system, a system largely outside the purview of regulation and supervision but subject to fierce competition in profitable new markets reliant on innovative credit derivatives" (Bibow 2010, p. 65).

<sup>17</sup> "Capitalism is an evolving dynamic system that has come in many forms and even now different forms co-exist. For the united states the financial stages of American capitalism can be characterized as: Commercial capitalism - Industrial capitalism and wild-cat financing - Financial capitalism and state financing - Paternalistic, managerial and welfare state capitalism - Money Manager capitalism" (Minsky 1996, p. 12).

<sup>18</sup> Cfr. Nersisyan Wray 2010. Wray (2009) ha evidenziato come il declino delle banche commerciali e l'affermarsi dello SBS possano essere letti come una conseguenza del passaggio alla fase del *money manager capitalism*.

<sup>19</sup>. Le scelte di politica monetaria e creditizia si rivelano così coerenti con i progetti di accumulazione delle imprese ma prive di una valida legittimazione sociale.

Se queste sollecitazioni provenienti da sviluppi teorici post-keynesiani sono di grande interesse a proposito della nostra riflessione, va osservato che più recenti letture del carattere monetario dell'economia capitalistica che si ricollegano alla teoria monetaria di Keynes e di alcuni economisti neoclassici eterodossi offrono ulteriori importanti elementi di analisi, contribuendo a inquadrare lo SBS e l'intero sistema bancario.

## 5. Ruolo delle banche e finanziamento nella teoria monetaria della produzione

La teoria keynesiana della moneta è stata ripresa nella seconda metà del secolo scorso da studiosi che, rifiutando il paradigma neoclassico, hanno dato vita a quello che può definirsi "l'approccio eterodosso". Vi si collocano la teoria del circuito monetario, sviluppatasi inizialmente in Francia (specie ad opera di Parguez, Poulon, Schmitt) e la teoria monetaria della produzione, fiorita in Italia per merito di Graziani e di studiosi che a lui fanno capo, che affonda le proprie radici nella teoria monetaria di Keynes e in quella di economisti classici (come Marx) o neoclassici eterodossi (come Wicksell e Schumpeter).

All'analisi dell'economia capitalistica nella sua dimensione di economia monetaria era destinata l'opera *The Monetary Theory of Production* che Keynes intendeva pubblicare dopo il *Trattato della moneta*; l'evolversi della situazione economica mondiale lo indusse, come è noto, a concentrarsi sulla crisi. Il medesimo titolo è stato utilizzato da Graziani (2003) per l'opera che costituisce la sintesi della riflessione teorica da lui sviluppata in un ampio arco di tempo e che rappresenta un importante apporto teorico per la comprensione del carattere monetario dell'economia capitalistica, oltre che un punto di riferimento per diversi studiosi post-keynesiani (cfr. Realfonzo 2006). Per tale motivo è da ritenersi appropriata, per questo filone teorico, la denominazione di "teoria monetaria della produzione".

La contrapposizione tra la visione neoclassica e quest'ultima è radicale. Essa propone una spiegazione del funzionamento dell'economia capitalistica che, partendo dal rifiuto dell'individualismo metodologico e negando valore alla teoria marginalista della distribuzione, perviene ad un'interpretazione del processo economico nella quale è determinante la ripartizione dei soggetti in grandi aggregati (banche, imprese, salariati) ed in cui la moneta gioca un ruolo fondamentale nell'allocazione delle risorse. Nella costruzione della teoria monetaria della produzione l'intervento della moneta – che scaturisce da una transazione triangolare tra i tre aggregati ora citati – consente di superare i limiti dell'economia di baratto e dell'economia di credito, garantendo l'esistenza di pagamenti aventi carattere liberatorio. La successione di fasi prospettata è analoga a quella del modello di circuito monetario (finanziamento della produzione, produzione, spesa, rimborso del finanziamento). Il livello di produzione, quello di occupazione e la distribuzione del reddito sono il risultato delle decisioni che banche e imprese prendono sfruttando il grado di libertà addizionale di cui godono rispetto ai lavoratori-consumatori.

Si deve alla teoria monetaria della produzione un'analisi del finanziamento che è di grande interesse ai nostri fini. Graziani (1996) ha osservato come il concetto di finanziamento vada considerato, a differenza di quanto fatto dal *mainstream* teorico, nei suoi diversi significati (ibidem, p. 148-149). Occorre distinguere il finanziamento degli scambi da quello dell'economia e da quello degli investimenti (cfr. Figura 1).

Grazie al finanziamento degli scambi, o della domanda aggregata, è assicurata al sistema economico la quantità di moneta necessaria per finanziare le transazioni tra gli operatori. La moneta è

---

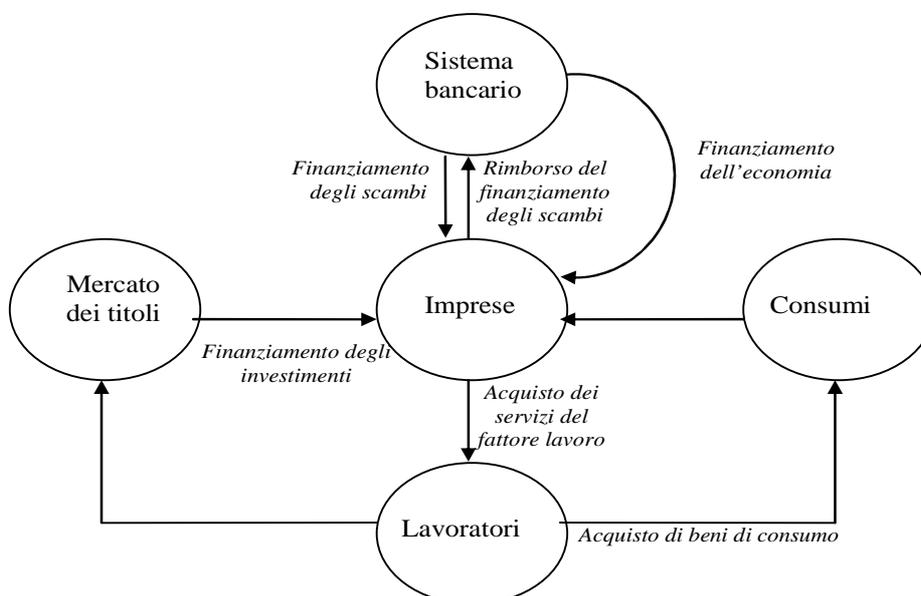
<sup>19</sup> "What the Obama administration is doing – ha osservato Stiglitz (2009) - is far worse than nationalization: it is ersatz capitalism, the privatizing of gains and the socializing of losses. It is a "partnership" in which one partner robs the other. And such partnerships — with the private sector in control — have perverse incentives, worse even than the ones that got us into the mess".

qui un mezzo di pagamento che esiste solo per le transazioni, essa svolge il suo ruolo passando di mano in mano: non è necessario che essa appaia come una grandezza osservabile.

Il finanziamento dell'economia si configura come uno stock il cui ammontare complessivo è pari alle scorte liquide detenute dagli operatori. Esso è uguale alla differenza tra le quantità di moneta precedentemente create e distrutte in relazione al finanziamento degli scambi.

Nel terzo caso ciò che assume rilevanza è la formazione di un ammontare di risparmio tale da assicurare il finanziamento degli investimenti. Secondo Graziani le banche non finanziano, attraverso l'intermediazione, gli investimenti: l'uguaglianza tra risparmi e investimenti è, infatti, in ogni caso assicurata a prescindere dall'intervento del sistema bancario<sup>20</sup>.

In conclusione può affermarsi che il finanziamento della produzione non dipende dal risparmio ma dal finanziamento bancario, mentre il finanziamento degli investimenti non dipende dal finanziamento bancario ma dal risparmio. Ciò potrebbe dare l'impressione di un ritorno all'approccio neoclassico, nel quale i risparmiatori sono i finanziatori e i proprietari dei beni di investimento. La diversità di rilievo è che, in questo caso, parte del risparmio che finanzia gli investimenti è il risparmio delle imprese costituito dai profitti dei quali queste si appropriano.



**Figura 1**

Dal riconoscimento dell'endogenità dell'offerta di moneta da parte della teoria monetaria della produzione deriva l'esclusione di un ruolo attivo della banca centrale nella gestione dell'aggregato monetario. Rilevanti conseguenze in ordine al rapporto tra il settore delle banche e quello delle imprese scaturiscono poi dall'accettazione di una teoria della distribuzione del reddito di tipo "conflittualista".

Come abbiamo visto, se si accetta la Regola di Taylor, l'intervento della banca centrale sui tassi di interesse è finalizzato al raggiungimento di determinati obiettivi in termini di inflazione e di reddito. Nella prospettiva della teoria monetaria della produzione, tale tipo di intervento è ingiustificato. Atteso che il tasso di interesse percepito dalle banche a fronte del finanziamento iniziale è determinato sulla scorta dei rapporti di forza tra i due settori, è da escludersi che sia riconosciuta alla banca centrale una possibilità di intervento in materia; diversamente, essa svolgerebbe un ruolo di arbitro nella distribuzione del reddito<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. Graziani, 1996, p. 151 e 2003.

<sup>21</sup> Come Brancaccio (2009) ha sottolineato, la banca centrale cui è attribuita una funzione nella gestione della politica monetaria svolge il ruolo di arbitro dei "conflitti distributivi". Una politica monetaria restrittiva, condotta alla luce della Regola di Taylor, si traduce infatti in un aumento dei prezzi e in una riduzione dei salari reali.

In questo senso appare evidente come il ruolo delle autorità monetarie dovrebbe piuttosto essere quello di assicurare il più elevato livello di competizione tra le banche, nel rispetto delle regole poste a base dell'erogazione delle forme di finanziamento da esse assicurato. Tanto più se si considera che, alla luce della teoria in questione, il tasso di interesse "monetario" (corrisposto a fronte del finanziamento iniziale) è quello più rilevante ai fini della determinazione del livello di produzione, dato che incide sulla distribuzione del reddito tra banche e imprese, mentre il tasso di interesse finanziario (corrisposto a fronte dei titoli emessi dalle imprese per finanziare gli investimenti) assume per il settore delle imprese il carattere di una "partita di giro" (cfr. Graziani 2003).

Alla luce della citata distinzione tra le forme di finanziamento è possibile cogliere interessanti elementi di riflessione sullo SBS. Il suo affermarsi può essere ricondotto a una valutazione, da parte del settore delle imprese, di inadeguatezza del finanziamento dell'economia, stanti i vincoli esistenti. Tale settore necessitava di un livello di domanda globale coerente con i propri progetti di accumulazione ma ha dovuto fronteggiare la caduta della domanda di beni di consumo, conseguente alla compressione dei redditi da lavoro (frutto del generalizzato processo di deregolamentazione).

Il finanziamento dell'economia, assicurato dal settore bancario tradizionale e dallo SBS, non solo ha "convalidato" le decisioni di produzione delle imprese ma ha contribuito a spingere ulteriormente verso l'alto il livello di domanda e di produzione. Questa forma di finanziamento ha avuto luogo da un canto attraverso un maggior sostegno finanziario alle imprese e dall'altro per il tramite del crescente credito concesso ai lavoratori-consumatori. L'indebitamento di questi ultimi, stante la riduzione dei loro redditi in termini reali, è stata la via obbligata per garantire il mantenimento della domanda di beni di consumo a livelli sufficientemente alti.

Al tempo stesso, va osservato, la riduzione dei risparmi ha indotto il settore delle imprese a cercare fonti alternative per il finanziamento degli investimenti. Anche in questo caso lo SBS ha assicurato gli strumenti per il raggiungimento di tale obiettivo.

Non va sottovalutato il ruolo giocato, in tale contesto, dal soggetto pubblico, alla luce del rilievo assunto dal *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System* con riferimento all'immissione monetaria. Gli enti che ne fanno parte hanno contribuito, infatti, in modo significativo a mantenere elevato il livello dei profitti dell'intero settore bancario (tradizionale e ombra) e di quello delle imprese.

Interessanti indicazioni con riferimento a tali profili sono venute da Seccareccia (2011). Egli ha affrontato il problema dell'evoluzione del sistema finanziario, utilizzando l'apparato analitico proprio della teoria del circuito monetario e ha esaminato gli effetti dell'evoluzione del sistema finanziario a seguito del processo di finanziarizzazione. Questo studioso ha distinto due momenti, quello del periodo anteriore alla finanziarizzazione e quello successivo, evidenziando alcuni mutamenti strutturali e ha rilevato come, a seguito della crescente finanziarizzazione dell'economia, radicali modifiche abbiano interessato il sistema economico. Il risparmio delle famiglie è progressivamente scomparso dalla scena; il suo ruolo si è fortemente ridimensionato nel determinare la capacità creditizia del sistema bancario. Alla contrazione del risparmio ha fatto da contrappunto un aumento dei profitti dell'aggregato delle imprese nella sua globalità (comprese quindi le banche).

È interessante sottolineare a questo riguardo come, nell'ambito di un approccio alternativo a quello dominante, il considerare le banche nella loro funzione macroeconomica non significhi tralasciare il profilo microeconomico. Anche esse sono, infatti, "chercheurs de profit" (cfr. Schmitt (1975)); come qualsiasi altra impresa la loro azione è volta alla massimizzazione del profitto. Tale circostanza, attesa la rilevanza a livello macroeconomico del ruolo da esse adempiuto, ha effetti non secondari sul sistema economico e sulla sua fragilità finanziaria.

Come abbiamo avuto modo di rilevare a proposito dell'*internal* SBS, è stata la compressione dei margini di profitto, conseguente all'accresciuta concorrenza nel settore dell'intermediazione finanziaria, a indurre alcune banche facenti parte del sistema bancario tradizionale a cercare strumenti caratterizzati da più elevati rendimenti, e ciò anche a costo di andare incontro a livelli crescenti di rischio.

Il processo di deregolamentazione ha così favorito la creazione di nuovi strumenti e l'ingresso

di nuovi soggetti - con un aumento dei profitti degli intermediari finanziari - e ha fatto sì che a crescenti domande di finanziamento, nelle sue differenti forme, facessero riscontro offerte di ammontare corrispondente.

## **6. Conclusione**

Emergono da questa riflessione sullo SBS alcuni elementi meritevoli di attenzione. La presenza di un sistema bancario complementare e/o alternativo a quello tradizionale non rappresenta un elemento di novità se essa viene intesa come un modo, per il sistema economico considerato nel suo complesso, per assicurarsi la liquidità di cui esso necessita. Alla luce dell'articolazione dello SBS è possibile evidenziare come il sistema economico abbia attinto a una molteplicità di fonti di finanziamento in vista della realizzazione di determinati progetti di profitto e di accumulazione. Se tale fatto rappresenta una conferma del carattere endogeno dell'offerta di moneta, esso ripropone d'altra parte la questione del controllo dell'emissione monetaria.

Ora, il problema del finanziamento nell'ambito dell'economia capitalistica necessita di essere affrontato prescindendo dalla prospettiva neoclassica, che limita la sua rilevanza al finanziamento degli investimenti.

Attraverso una riflessione che muova dalla distinzione tra le diverse tipologie di finanziamento è possibile procedere verso una migliore comprensione delle responsabilità e del ruolo svolto nella recente crisi dal sistema bancario tradizionale e dallo SBS.

## Bibliografia

- Adrian T., Shin H. S. (2009) The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation, *Banque de France Financial Stability Review*, 13: 1-10.
- Anderson R.G., Gascon, C.S. (2009) The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007– 2009 Financial Crisis, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 91, 6: 589–612.
- Bibow J. (2010) Financialization of the U.S. household sector: The “subprime mortgage crisis” in U.S. and global perspective, *IMK Study*, 3.
- Bossone B. (2002) Should Banks be “narrowed”? An Evaluation of a Plan to Reduce Financial Instability, *Public Policy Brief, Levy Institute*, 69.
- Brancaccio E. (2009), The Central Banker as “Regulator of Conflict” A “reversed” reading of the Solow and New Consensus models, in Fontana G. e Setterfield M., a cura di, *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, London, Palgrave Macmillan.
- Brunnermeier M. K. (2009), Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, *Journal of Economic Perspectives*, 23, 1: 77-100.
- Brunnermeier M. K., Crockett A., Goodhart C.A.E., Persaud A.D., Shin H., (2009) *The fundamental principles of financial regulation*, *Geneva Reports on the World Economy*, Geneva, International Centre for Monetary and Banking Studies.
- Chamley C., Kotlikoff L. (2009), Toolbox: Limited Purpose Banking, *American Interest Online*, 1 April, disponibile al sito: <http://www.the-american-interest.com/article.cfm?piece=600>.
- D’Arista J., Schlesinger T. (1993) The Parallel Banking System, *Economic Policy Institute, Briefing Paper*, Armonk, NY: M.E. Sharpe, disponibile al sito: [http://epi.3cdn.net/60831aa1353ed4610d\\_nbm6i6tar.pdf](http://epi.3cdn.net/60831aa1353ed4610d_nbm6i6tar.pdf)
- De Grauwe P. (2009) Lessons from the Banking Crisis A Return to Narrow Banking, *CESifo DICE Report 2*: 19-23, disponibile al sito: [http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase\\_Content/ZS/ZS-CESifo\\_DICE\\_Report/zs-dice-2009/zs-dice-2009-2/dicereport209-forum4.pdf](http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase_Content/ZS/ZS-CESifo_DICE_Report/zs-dice-2009/zs-dice-2009-2/dicereport209-forum4.pdf),
- Financial Services Authority, (2009) *The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis*, London, Financial Services Authority.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2010), *Shadow Banking and the Financial Crisis*, Preliminary Staff Report, May 4, disponibile al sito: <http://fcic.law.stanford.edu/>.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011), *Final Report*, January 11, disponibile al sito: <http://fcic.law.stanford.edu/report>.
- Financial Services Authority (2009), *The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis*, London, Financial Services Authority.
- Fornasari F. (2009), I dati e gli insegnamenti della crisi finanziaria USA, *Economia Italiana*, 1: 53-110.
- Gorton G., Metrick A. (2010) Regulating The Shadow Banking System, disponibile al sito: <http://ssrn.com/abstract=1676947>.
- Graziani A. (1996), Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought, in Deleplace G., Nell, E., a cura di (1996), *Money in motion*, London, Macmillan.
- Graziani A. (2003), *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Hendrickson J. M. (2001) The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation, *American Journal of Economics and Sociology*, 60, 4: 849-879
- Kaldor N. (1970) The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, 97: 1- 17 (trad. it. Il nuovo monetarismo, in Kaldor N. *Occupazione inflazione, moneta e tassazione*, Einaudi, Torino, a cura di F. Targetti).
- Kay J. (2009) Narrow Banking: the Reform of Banking Regulation, disponibile al sito: <http://www.johnkay.com/2009/09/15/narrowbanking/>.

- Kay J. (2010) “Should we have ‘narrow banking’?”, in Turner *et al.* (2010).
- Kregel J. (2010), Can a return to Glass-Steagall provide financial stability in the US financial system?, *PSL Quarterly Review*, 63, 252: 39-76.
- Kroszner R.S., Rajan R. G. (1994) Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933, *The American Economic Review*, 84, 4: 810-832.
- Litan, R. (1987) *What Should Banks Do?* Washington, D.C., Washington DC, Brookings Institution.
- Masera R. (2010), “Reforming financial systems after the crisis: a comparison of EU and USA”, *PSL Quarterly Review*, 63, 255: 299-362.
- McCulley P. (2007) Teton Reflections, *PIMCO Global Central Bank Focus*, Sept.
- McCulley P. (2009) The Shadow Banking System and H. Minsky, *PIMCO Global Central Bank Focus*, May.
- Minsky H. P. (1982) *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York, Armonk (trad. it. *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino, Einaudi: 1984).
- Minsky H. P. (1996) Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies, Working Paper n. 155, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute.
- Nersisyan Y., Wray L. R. (2010), The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking, Working Paper n. 587 Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute.
- Phillips R. J.. (1992), Credit Markets and Narrow Banking, Working Paper n. 77. Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute.
- Phillips R. J. (1995) Narrow Banking Reconsidered: The Functional Approach to Financial Reform. Public Policy Brief n. 17. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute.
- Pozsar Z., Adrian. T., Ashcraft A., Boesky H., (2010) Shadow Banking, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 458.
- Realfonzo, R. (2006), Italian circuitist approach, in Arestis P. e Sawyer M. (a cura di), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Schmitt, B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Castella.
- Seccareccia M. (2011) “Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis”, in corso di pubblicazione in *Journal of Post-Keynesian Economics*.
- Selgin G.A. (2010), The Futility of Central Banking, *Cato Journal*, 30, 3: 465-473.
- Stiglitz J. (2009) Obama’s Ersatz Capitalism, *New York Times*, 31 march, disponibile al sito: <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html>.
- Tobin, J. (1985) Financial Innovation and Deregulation in Perspective, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 3, 2: 19–29.
- Turner A. et al. (2010), *The Future of Finance: The LSE Report*, London, London School of Economics and Political Science.
- White L. H. (2010), The Rule of Law or the Rule of Central Bankers?, *Cato Journal*, 30, 3: 451-463.
- Wray L. R. (2009) Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis, Working Paper n. 578 Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute.