

I RISCHI PER IL MERCATO

La finanza-ombra
e i suoi fantasmidi **Donato Masciandaro**

Ancora una volta le disavventure finanziarie di una banca di investimento anglosassone sollevano preoccupazioni per tutto il mercato. Finché gli Stati Uniti e l'Unione Europea non affronteranno davvero la questione di come regolamentare il sistema bancario ombra, siamo destinati a pagare un prezzo, che può essere molto alto: ogni shock aziendale - nato da comportamenti imprudenti o sbagliati, oppure illegali veri e propri - rischia di diventare un problema sistemico, quindi fonte di incertezza, volatilità e instabilità per tutti.

Ieri la più grande banca americana per valore dell'attivo - **J.P. Morgan** - ha annunciato una inattesa perdita su operazioni in strumenti derivati. L'annuncio ha causato una caduta del valore del titolo della banca in questione, e interrogativi - anche pesanti - sul disegno della sua organizzazione, nonché sulla qualità del suo management. Fin qui tutto bene: se esistono delle disavventure aziendali, è fisiologico che i costi - da quelli immediatamente monetari a quelli reputazionali - cadano sull'impresa che di quelle disavventure si è auto dichiarata protagonista. La banca di investimento non aveva altra scelta, essendo il settore nel suo complesso sotto i riflettori. Quello che va meno bene - e che deve far preoccupare - è la ragione per cui le banche di investimento sono sul proscenio: il loro ruolo di possibile catalizzatore delle crisi finanziarie, in quanto parte rilevante del cosiddetto sistema finanziario ombra.

Un elenco di casi vale più di qualsiasi commento: partiamo dal 1974 con Shearson Hamill, passiamo a Bear Stearns e Lehman Brothers nel 2007-2008 ed arriviamo a MF Global lo scorso anno. Il dissesto aziendale ha di volta in volta cause diverse, ma quello che colpisce è che gli effetti sistemici - effettivi o potenziali - sono divenuti sempre più importanti.

La ragione è una sola: il sistema finanziario ombra è divenuto troppo grande, troppo complesso, e troppo interconnesso con il sistema bancario regolamentato. Ancora oggi per definire il sistema finanziario dobbiamo accontentarci di un'affermazione per esclusione: è sistema finanziario ombra quel complesso di operazioni, intermediari e mercati che svolgono la stessa funzione delle banche, senza essere però adeguatamente regolamentato. Di conseguenza la rilevanza del sistema finanziario ombra è anche ardua da quantificare. Un'ottima ricerca della **Banca centrale europea** (Bce), condotta da Fabio Recine ed altri, offre la prima indagine sulle dimensioni e le caratteristiche della finanza ombra nell'Unione Europea, rispetto agli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti la dimensione della finanza-ombra ha ormai superato quella del settore bancario regolato, nonostante la crisi finanziaria: ha raggiunto nel 2011 i 15 mila miliardi di dollari. Nell'Unione Europea la di-

mensione della finanza ombra è cresciuta nel periodo 2005-2007 ad un tasso annuo del 20%, mentre le banche regolate crescevano ad un ritmo medio del 13%. Arrivata la Crisi, la crescita del settore ombra ha rallentato; ma al 2011 le sue dimensioni sono di quasi 11 mila miliardi di euro. Se la finanza ombra rappresenta oggi negli Stati Uniti il 53% del totale dell'intermediazione bancaria e finanziaria, in Europa la sua quota è arrivata al 28% del totale.

Ma quello che è grave riguarda l'effetto tossina che la finanza ombra rappresenta per le politiche economiche: provoca inefficacia ed incertezza nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nonché della regolamentazione e vigilanza, con effetti che si propagano da un sistema finanziario all'altro, in presenza di integrazione internazionale dei mercati. È chiaro che esiste oggi un nuovo «terzetto inconciliabile»: efficacia della politica monetaria, efficienza dell'integrazione internazionale, rilevanza della finanza ombra. Quando più si tollererà un ruolo importante per la finanza-ombra, tanto più verranno intaccate le politiche economiche della moneta e della regolazione.

È tutto evidente a tutti, tranne che al cosiddetto legislatore: da entrambi i lati dell'Atlantico una montagna di chiacchiere sulla necessità di regolamentare la finanza-ombra non ha partorito neanche il famoso topolino. Negli Stati Uniti c'è un Presidente che ha l'originalità di accusare l'Europa di lassismo, quando nel girone dell'accidia i posti d'onore andrebbero di diritto a chi continua a non legiferare sulla finanza in quel Paese, sia esso democratico o repubblicano. E forse perché entrambi hanno proprio la finanza-ombra tra i più generosi sostenitori delle rispettive campagne elettorali?

Donato Masciandaro